



东兴证券
DONGXING SECURITIES

内生成长与扩赛道双轮驱动，职教龙头起航

——开元仪器（300338）深度报告

2017年3月3日

推荐/首次

开元仪器

深度报告

报告摘要：

开元仪器成立于2000年，公司定增方案于2月8日获中国证监会批复核准，拟以12亿元、1.82亿元收购恒企教育100%股权及中大英才70%股权，围绕公司转型发展战略打造第二主业。

- ◆ **煤质分析仪器及燃料智能化管理系统龙头企业。** 顺应燃料管理智能化的变革趋势，公司积极拓展燃料管理智能化系统新业务，主业较为稳定。
- ◆ **预计2020年，职业教育培训市场规模可达到1.24万亿元。** 专业细分的规模化发展、在线教育将成为职业教育培训未来发展趋势。
- ◆ **收购恒企教育及中大英才，打造职业教育生态圈。** 公司将借助恒企教育完善线下网络，借助中大英才建设线上平台，通过产业融合打造职业培训、企业培训、人才就业的三位一体的职业教育生态圈。
- ◆ **恒企教育是国内会计与IT职业培训领军品牌。** 恒企以特色“O2O+实训”模式广受市场认可，在课程、教员、服务体系上实现标准化。截止16年底，公司拥有230个直营校区，计划今明两年每年新开校区不低于50家，承诺2016-2018年扣非净利润分别不低于0.8、1.04、1.35亿元。
- ◆ **中大英才为国内在线职业教育领头羊。** 主营录播课程，课程涵盖工程、财会、资格、医药类等100多类学科。2016年新增“中大云校”和“准题库”等品牌，成立直播学院，抢占移动端市场和To-B端市场。承诺2016-2018年扣非净利润分别不低于1500万元、2000万元与3000万元。

公司盈利预测。 预测公司2016-2018年营业收入3.43/8.44/10.50亿元，净利润0.06/1.32/1.91亿元。公司2016-2018年预测EPS分别为0.02/0.39/0.56元，对应PE分别为950X/60X/41X，公司6个月目标价为25.28，首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

风险提示： 职业教育行业竞争加剧；并购整合效果不及预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	307.39	282.48	343.00	843.88	1,050.01
增长率(%)	8.86%	-8.10%	21.43%	146.03%	24.43%
净利润(百万元)	47.89	1.85	6.13	131.62	190.76
增长率(%)	1.90%	-96.13%	230.83%	2047.77%	44.93%
净资产收益率(%)	6.46%	0.51%	0.82%	15.18%	18.37%
每股收益(元)	0.39	0.02	0.02	0.39	0.56
PE	59.47	1,530	950	60	41
PB	3.84	7.75	7.78	6.72	5.61

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：杨若木

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

S1480510120014

分析师：洪一

hongyi@dxzq.net.cn

010-65424406

S1480516110001

交易数据

52周股价区间(元)	11.19-27.90
总市值(亿元)	58.34
流通市值(亿元)	38.97
总股本/流通股(非限售) (万股)	25200/16800
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1.煤质分析仪器及燃料智能化管理系统产品龙头	4
1.1 立足煤质分析仪器和燃料智能化管理领域，拥有核心竞争力	4
1.2 公司股权结构较为集中，管理层耕耘仪器设备领域多年	5
1.3 燃料智能化业务需求增长，2016 年净利润同比增速 61.82%.....	5
1.4 收购中大英才和恒企教育，布局职业教育领域	6
2.职业教育锋芒初露，成长空间巨大	6
2.1 政策利好加速职业教育发展	6
2.2 专业细分、规模化发展为未来职业教育发展趋势	8
2.3 在线职业教育成为互联网时代新宠	9
3.收购“恒企教育”与“中大英才”，打造职业教育生态圈	10
4.恒企教育：极具内生成长能力的会计与 IT 职业培训领军品牌	11
4.1 会计行业中高级职业人才需求较大	11
4.2 恒企教育：深耕会计职业培训多年，品牌优势明显	12
4.3 IT 行业增长强劲，职业人才缺口巨大	14
4.4 多迪科技：专注 IT 职业培训，“培训+实操+实习模式”受认可	15
5.中大英才：在线职业教育行业领头羊	17
6.盈利预测及估值	19
7.风险提示	20

表格目录

表 1：2013 年至今职业教育领域政策红利	7
表 2：《民办教育促进法》主要修改内容	8
表 3：开元仪器企业估值对比	19
表 4：公司盈利预测表	21

插图目录

图 1：开元仪器主要产品类型	4
图 2：开元仪器燃料智能管控系统	4
图 3：开元仪器股权结构	5
图 4：母公司营业收入及增长	6
图 5：归母公司净利润及增长	6
图 6：2015 年职业教育市场	7
图 7：华图教育营业收入及增长（万元）	9
图 8：达内科技营业收入及增长（万元）	9
图 9：互联网教育市场规模及增长趋势	错误!未定义书签。
图 10：两大职业教育集团协同发展	10

图 11: 职业教育生态圈.....	11
图 12: 《会计改革与发展“十三五”规划纲要》要求实现的 2020 年会计人员结构目标.....	12
图 13: 2012-2016 年注册会计师报考人数（万人）及增速.....	12
图 14: 恒企教育会计人才培训六大流程.....	13
图 15: 恒企教育 O2O+实训模式学习.....	13
图 16: 恒企教育校区分布.....	13
图 17: 恒企教育所获荣誉（部分）.....	14
图 18: 2011-2015 年 IT 培训行业市场规模及增速.....	14
图 19: 2015 年各行业人才供给及需求指数.....	15
图 20: 多迪科技培训校区数量.....	15
图 21: 公司营业收入及净利润.....	15
图 22: 多迪科技 IT 人才培训五大流程.....	16
图 23: 多迪教育带薪培训模式.....	16
图 24: 中大英才丰富的在线产品.....	17
图 25: 中大英才基础平台主要结构.....	错误!未定义书签。
图 26: 中大网校直播课堂.....	18
图 27: 准题库 APP.....	19

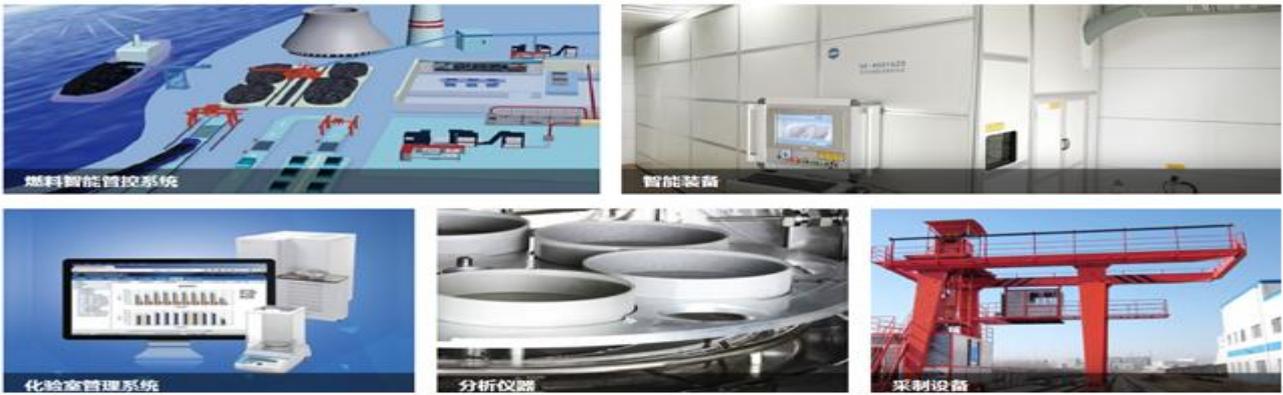
1. 煤质分析仪器及燃料智能化管理系统产品龙头

1.1 立足煤质分析仪器和燃料智能化管理领域，拥有核心竞争力

开元仪器成立于 2000 年初，公司主营业务是煤质检测仪器设备以及燃料智能化管理系统的研发、生产和销售。公司于 2012 年 7 月 26 日在深交所创业板上市，是中国煤质分析仪器行业第一家上市企业，股票代码 300338。

公司在煤质检测仪器设备方面拥有关键技术和自主知识产权，是我国煤质检测领域产业化水平最高、技术水平最先进、产品品种最齐全的专业煤质分析仪器设备制造厂商，包括煤质化验仪器、煤质采样设备和煤质制样设备等。公司客户覆盖国电、华电、华能、中电投、大唐等大型电力集团和神华、中煤等大型煤炭集团。

图 1：开元仪器主要产品类型



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司利用多年来在燃料检测和管理上的经验，推出各类燃料智能化管理系统，解决高能耗企业在燃煤管理环节的漏洞，降本增效，提升企业效益。目前，智能化管理产品系列包括针对“燃料智能化”推出的 5E-APS 智能全自动制样系统、全自动样品存查库系统、样瓶智能气送系统、在线全水自动测试系统、燃料智能管控系统等创新型产品。

图 2：开元仪器燃料智能管控系统



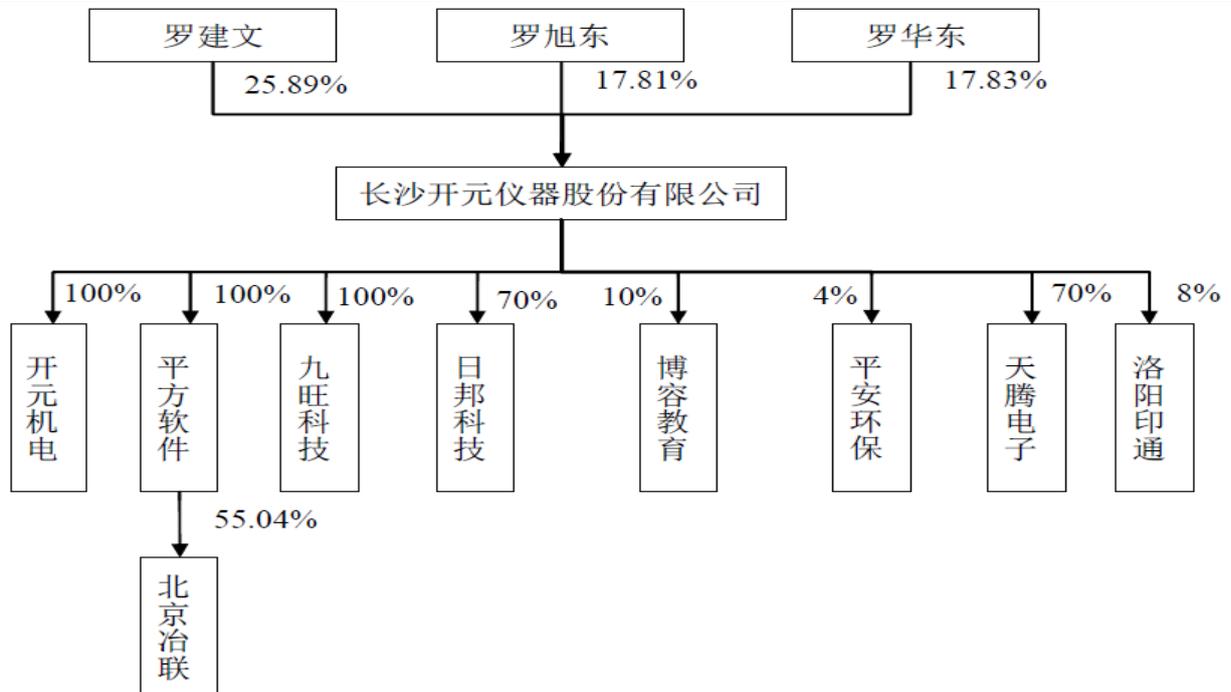
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构较为集中, 管理层耕耘仪器设备领域多年

公司的实际控制人为罗建文、罗旭东、罗华东父子三人。罗建文持有公司股份 65242722 股, 占公司股份总额的 25.89%, 罗华文持有公司股份 44930976 股, 占公司股份总额的 17.83%, 罗旭东持有公司股份 44893676 股, 占公司股份总额的 17.81%; 三人控股总计超过 60%。

公司高管层拥有丰富的技术研发背景和行业经营经验。董事长罗建文先生毕业于成都电讯工程学院遥控遥测专业, 曾在国防科委从事卫星测控、在电子工业部 4435 厂从事仪器设计与电力自动化控制的研究工作。先后主持或参与了国家、部省计划科研课题数十项, 其主持研制的“5E 智能灰熔融测试仪”、“5E 红外快速煤质分析仪”等获国家重点新产品证书, 获得了数十项专利。此外, 罗建文先生还担任第六届全国煤炭标准化技术委员会煤炭检测分会委员, 参与了十余项国家标准、行业标准的起草工作。董事长在仪器仪表行业深耕多年, 具有丰富的技术研发经验。

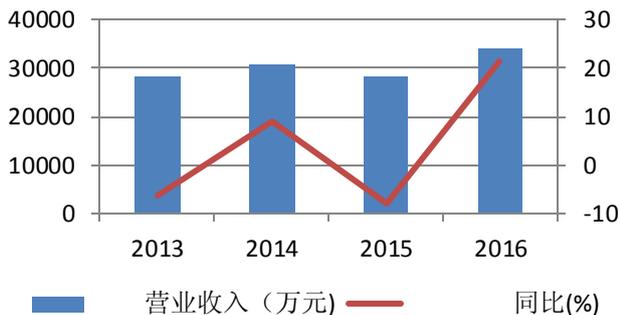
图 3: 开元仪器股权结构



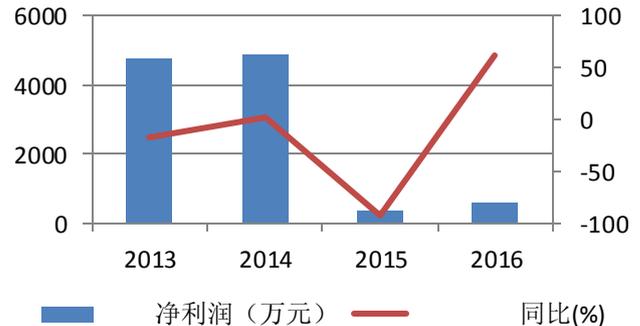
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 燃料智能化业务需求增长, 2016 年净利润同比增速 61.82%

继 2015 年营收及净利润的不景气后, 2016 年燃料智能化业务需求增长, 公司营业收入和净利润均出现好转。2016 年各燃煤电厂落实国家关于能源改革相关要求, 持续推进燃料智能化的改造, 燃料智能化业务需求增长。据公司业绩快报, 2016 年公司实现营收 34256.46 万元, 同比增速 21.27%。全年盈利 613.88 万元, 同比增速 61.82%。

图 4: 母公司营业收入及增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 归母公司净利润及增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.4 收购中大英才和恒企教育, 布局职业教育领域

2015 年公司传统业务业绩承压, 在进行产业升级与转型的同时, 也通过投资并购整合进军新领域, 打造公司第二主业。2016 年 8 月公司发布公告, 拟采用股份和现金结合的方式收购职业教育培训公司重大英才 70% 股权和恒企教育 100% 的股权, 进军职业教育领域。

未来, 公司传统主业煤质检测、燃料智能化管理将与第二主业职业教育形成互补, 为公司的稳定经营与持续发展做贡献。第一, 传统主业应收账款较多, 现金流不充裕, 而教育行业预收账款较多, 现金流情况较好, 二者互补使得公司拥有较为稳定的现金流, 利于公司的稳定经营。第二, 传统业务属于短周期、强周期型, 而教育行业属于长周期、弱周期型, 两者互为补充, 利于公司经营状况的稳定和持续发展。

2. 职业教育锋芒初露, 成长空间巨大

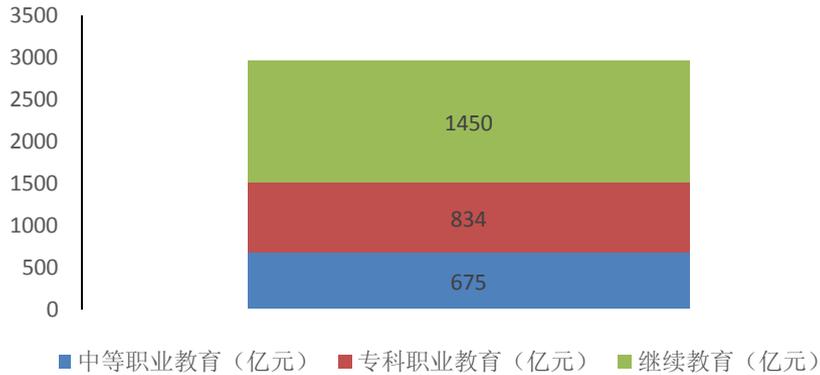
2.1 政策利好加速职业教育发展

职业教育在校人数上升, 市场规模庞大。根据《现代职业教育体系建设规划 (2014-2020 年)》(以下简称“规划”), 到 2020 年职业教育在校生人数会有所上升, 中等职业教育在校生将达到 2350 万人, 专科层次职业教育在校生将达到 1480 万人。接受本科层次职业教育的学生达到一定规模, 从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。

根据“规划”给予的职业教育人数指引, 2015 年中等职业教育、专科职业教育、继续教育市场规模分别为 675 亿元、834 亿元、1,450 亿元, 整个职业教育市场规模合计约 2,959 亿元。2020 年我国职业教育总市场规模或将达到 1.24 万亿元。

我国教育经费投入快速增长, 带动整个教育服务产业的发展。随着经济的快速发展, 我国对教育的投入不断加大, 根据国家统计局 2015 年统计年鉴公布数据, 2008 年我国教育经费为 14,500.74 亿元, 到 2014 年已增加至 32,806.46 亿元, 年复合增长率达 14.58%。

图 6：2015 年职业教育市场



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

政策利好推动职业教育快速发展，提高职业教育竞争力。目前，国家对职业教育市场的改革重点放在供给侧。首先是扩大职业教育的招生比例，确保供给侧生源；其次，从教育体系框架、教学保证机制、教师素质培养等多个方面提高办学质量，提高职业教育学生在人才市场的竞争力。国家大力发展职业教育，提升职业教育竞争力是解决企业应用型人才短缺的重要手段，预计未来职业教育行业将迎来快速发展期。

表 1：2013 年至今职业教育领域政策红利

时间	颁布文件	内容
2013.04	教育部颁布《关于积极推进高校职业教育考试招生制度的指导意见》	指出今后专科层次的高等职业学校要逐步扩大中职学校毕业生招生比例，本科学校要逐步扩大面向高职学校和中等职业学校学生比例。同时要逐步扩大面向在职人员的招生比例。
2014.05	国务院印发了《关于加快发展现代职业教育的决定》	不仅提出要加快构建现代职业教育体系，提升发展保障水平，提高人才培养质量，还强调了要激发职业教育办学活力，特别是提出要鼓励、支持和引导社会力量兴办职业教育。决定指出，到 2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模。从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。
2014.06	国务院颁布《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》	提出两步走战略，2015 年初步形成现代职业教育体系框架，2020 年基本建成中国特色现代职业教育体系。
2015.08	教育部印发《关于深化职业教育教学改革全面提高人才培养质量的若干意见》	重点就落实立德树人根本任务、改善专业结构和布局、提升系统化培养水平、推进产教深度融合、强化教学规范管理、完善教学保障机制等六个方面提出了具体政策措施。
2015.10	教育部办公厅印发《关于同意在有色金属行业开展职业教育“走出去”试点的函》	同意中国有色金属工业协会依托全国有色金属职业教育指导委员会，把中国有色矿业集团作为试点企业，在有色金属行业开展职业教育“走出去”试点。
2016.11	教育部，财政部颁布《关于实施职业院校教师素质提高计划（2017-2020 年）的意见》	围绕解决职业院校“双师型”教师素质亟待提升、中高职协同机制不够健全、产教融合不够深入等突出难题，中央财政继续加大经费投入力度，在“十一五”、“十二五”的基础上，支持实施新一周期职业院校教师素质提高计划，重点加强“双师型”教师培养培训，提升中高职教师素质协同发展能力，推进校企人员双向交流合作，旨在通过示范引领、创新机制、重点推进、以点带面，全面提升职业院校教师队伍整体素质和建设水平，加快建成一支师德高尚、素质优

良、技艺精湛、结构合理、专兼结合的高素质专业化的“双师型”教师队伍。

资料来源: 教育部、人社部, 东兴证券研究所

民促法三审通过, 扩大职业教育发展空间, 加速教育行业资产证券化进程。对民办学校按照非营利性和营利性进行分类管理, 明确了民办教育的合法地位, 从法律上破解了困扰民办教育发展的学校法人属性不清、财产归属不明、支持措施难以落实等等这些瓶颈问题, 为上市公司扫除了外延并购教育资产的法律障碍, 加速教育行业的资产证券化进程。**对于民办化程度较高的职业教育来说, 其潜在资产证券化意愿十分强烈。**分类管理可扶正此类机构的法律地位, 注册为公司进行市场化定价, 加速其资产证券化过程, 通过上市融资进行发展。

表 2: 《民办教育促进法》主要修改内容

要点	内容
准入性	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校, 但是不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
收益性	非营利性民办学校收费具体办法, 由省、自治区、直辖市人民政府制定, 营利性民办学校的收费标准, 实行市场调节、由学校自主决定。
税收	非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠
土地使用	新建、扩建非营利性民办学校, 人民政府应当按照公益事业用地及建设的有关规定以土地划拨等方式予以优惠。
债务清偿	非营利性清偿债务后剩余财产继续用于非营利性学校办学; 营利性民办学校清偿债务后剩余财产按公司法有关规定处理分配。
合理回报	增加“修法前设立的民办学校, 选择登记为非营利性的, 终止时, 可综合考虑出资人在修法施行前的出资、取得合理回报的情况及办学效益等因素, 给予出资者相应的补偿或奖励, 其余财产继续用于非营利性学校办学; 营利性民办学校应当进行财务清算, 依法明确财产权属, 并缴纳相关税费, 重新登记, 继续办学。”

资料来源: 教育部, 东兴证券研究所

2.2 专业细分、规模化发展为未来职业教育发展趋势

产业细分化催生细分行业技术人才需求。随着我国未来对于职业人才需求的不断增加, 传统的普通教育已经不能满足产业化细分化对于劳动者技能的需求, 这使职业教育得到越来越多的关注, 建立完善的现代化职业教育体系势在必行。

职业教育市场正向专业细分综合型发展, 行业集中度提升。专业细分综合型是指在专注在某一或某几个专业行业领域内, 课程项目覆盖全面, 产品相对丰富、综合的教育机构。单个细分领域的领军企业或将在资本推动下整合产业链、与职业院校开展多种深度校企合作, 形成规模化、标准化的职业培训集团。经过行业发展与整合, 在 IT 教育、公务员考试、财会与金融以及建筑等子领域, 已经形成了相对稳定的业内领导者的格局, 行业集中度趋于增加。

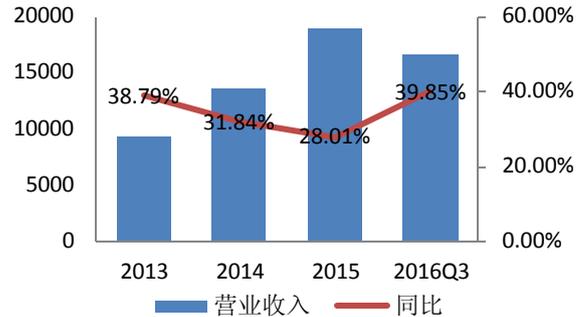
以华图教育和达内科技为例, 当 2015 年中国职业教育市场增速为 10.56% 时 (中研网), 华图教育和达内科技的营业收入均以高于市场 5-20 个百分点的增速迅速发展。在职业教育培训行业, 品牌效应逐步显现, 市场呈现集中态势。

图 7: 华图教育营业收入及增长 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 达内科技营业收入及增长 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

由区域型向连锁型过渡, 逐渐形成规模型发展。由于职业培训的受众群体大, 差异性弱, 课程设计和运营方式都比较固定化和模式化, 具有实力的培训机构可以在很短的时间内不断复制, 迅速做强、做大。所以, 拥有成熟的赢利模式和品牌知名度的教育企业借以多年积累的资金或引进外部投资, 就可以在短期内迅速扩张企业规模, 并购、整合同类职业教育培训院校, 由区域型教育企业蜕变成全国性连锁教育企业, 继而形成规模化发展格局。

成熟职业教育企业扩赛道与扩规模并举。成熟企业一方面可通过迅速复制培训机构, 扩张企业规模, 扩大细分领域的品牌影响力, 发挥细分领域的规模效应来实现内生增长。同时也通过并购合作等方式将业务拓展到不同的细分领域, 为将来打造多品类综合型职业教育平台积累资源。

2.3 在线职业教育成为互联网时代新宠

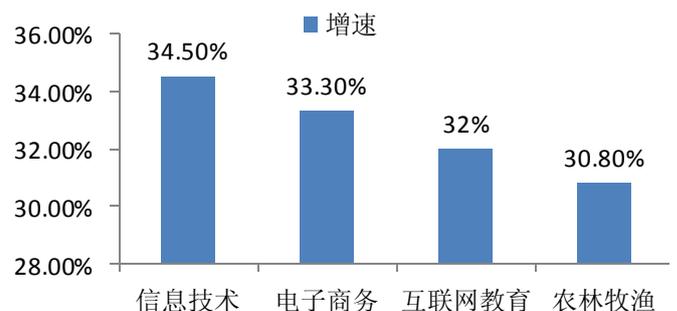
互联网教育迅速发展, 规模庞大。随着互联网在我国的高度普及, 越来越多的国人习惯使用互联网进行学习, 互联网教育正在迎来最好的时代。根据百度教育发布的《中国互联网教育行业趋势报告》, 2015 年中国在线教育市场规模达到了 1,610 亿元, 预计到 2017 年, 互联网教育市场规模将突破 2,800 亿元, 年增长率为 33.5%, 整体增长率位居全行业第三, 其中职业教育市场将突破 1,000 亿元。

图 9: 互联网教育市场规模 (亿元)



资料来源: 百度教育, 东兴证券研究所

图 10: 2015 年全行业增长率前 4 的行业



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 东兴证券研究所

在线职业教育可行性强，教学效果良好。不同于 K12 目标群体，职业教育客户群往往具有较强的自制力和主动学习积极性，在线教育可行性较强。并且在线教育帮助职业教育目标群体节约大量时间和精力，获得更多优质课程及师资资源，收效良好。

直播和录播成为消费者在线职业教育的主要学习方式。据腾讯教育发布的 2015 年在线教育报告提及，2014 年在线教育市场规模约 825 亿元，其中在线职业教育占 30% 以上。在选择学习最常用的直播和录播方式上看，2015 年腾讯课堂的直播和录播课程在春节后均达到了 95% 以上的增长。

3. 收购“恒企教育”与“中大英才”，打造职业教育生态圈

公司发行股份暨募集资金收购“恒企”与“中大英才”，进军职业教育板块。2016 年 8 月公司发布公告拟采用股份和现金结合的方式收购职业培训公司恒企教育 100% 和中大英才 70% 股权，进军职业教育板块，围绕公司转型发展战略打造第二主业。恒企教育 100% 的股权，交易金额为 12 亿元；中大英才 70% 的股权，交易金额为 1.82 亿元；同时募集配套资金不超过 4.7 亿元。2016 年 2 月 10 日，并购“上海恒企”、“中大英才”获证监会核准批复，公司将正式进入职业教育领域。

根据业绩承诺，上海恒企 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 8000 万元、1.02 亿元与 1.35 亿元。中大英才 2016-2018 年分别不低于 1500 万元、2000 万元与 3000 万元。

两大职业教育集团协同发展谋未来。交易标的---恒企教育和中大英才分别涉足教育培训产业的不同领域，通过并入上市公司，标的之间将相互补充，形成协同效应促进业务的发展。其一，线上线下协同发展。公司可充分整合二者的线上线下资源，发挥各自的内容和平台优势。中大英才拥有丰富的在线教育技术和平台支持，可以向恒企教育提供强化其线上业务发展。其二，教学资源协同共享。恒企教育拥有高品质的 IT 和会计等细分领域的教学课程资源，可在中大英才的平台上共享，推动其移动平台的发展。其三，流量入口协同共享。恒企教育线下的 200 多所校区可为中大英才提供巨大的流量入口，实现生源流量的共享，增加营收。

图 11：两大职业教育集团协同发展



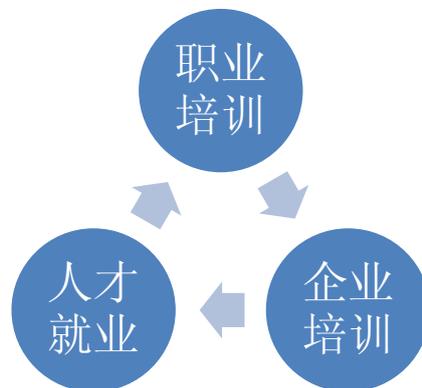
扩规模扩赛道+线上线及产融结合，打造职业教育生态圈。

未来在职业教育领域，首先公司将**继续扩大经营规模**。恒企教育将进一步加大对全国网点的布局，在一线中心城市建立管理学院，在省会、二、三线城市精选地段，增开自营校区或并购培训机构，大力拓展县级合作加盟校区，形成“百城千校”终端布局。

中大英才将推出“**准题库**”和“**中大云校**”两个品牌产品，抢占移动端市场和 To-B 端市场。另外，公司将借助恒企教育模式，加快内容建设，实现跨赛道复制，横向扩张各专业领域，即：把职业培训项目从现有的会计、IT 二个品类拓展到考证类（老师资格证、消防证、医生资格证、人力资源证等）、自考类（行政管理、商务管理、金融管理、项目管理等）及职业技能类等，实现多品类发展。

此外，还将完成**线上线下两网建设**，打造千万级用户线上互联网职业教育平台、数十万人才输出与十万级企业客户获取的线下基础设施网络平台。通过产融结合，构建职业培训、企业培训与产业对接三大平台，实现职业培训、企业培训到人才就业三位一体的职业教育运营集团，打造完整的职业教育生态圈。

图 12：职业教育生态圈



资料来源：资料整理，东兴证券研究所

4. 恒企教育：极具内生长能力的会计与 IT 职业培训领军品牌

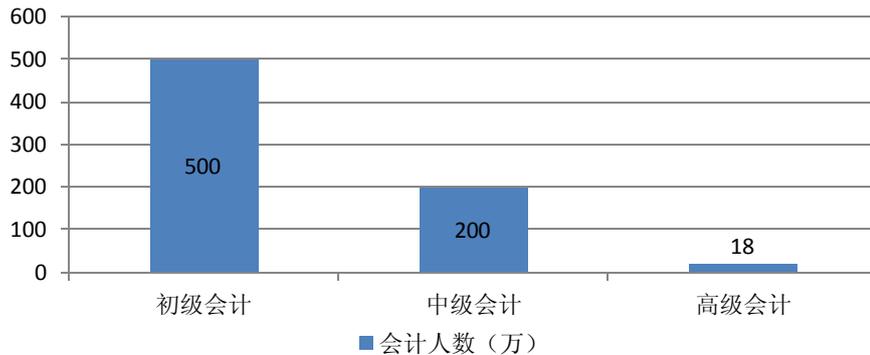
会计&IT 职业培训双引擎驱动，竞争力强劲。恒企教育是行业内较具规模和影响力的会计职业教育培训品牌。2015 年 4 月，恒企收购以 IT 培训为主营业务的多迪科技 58% 股权，至此会计和 IT 培训业务成为恒企教育营业收入的主要构成。

资本实力雄厚，内生长性极强。由于职业培训的受众群体大，差异性弱，课程设计和运营方式都比较固定化和模式化，具有实力的培训机构可以在很短的时间内不断复制，迅速做强、做大。恒企教育背靠上市公司开元仪器资本实力雄厚，并且拥有成熟的赢利模式以及较高的品牌知名度，可以在短期内迅速扩张企业规模，并购、整合同类职业教育培训院校，具有较强的内生长实力。

4.1 会计行业中高级职业人才需求较大

会计人员结构不合理, 中高级职业会计师紧缺。目前, 我国会计行业从业人员结构不合理, 会计人员还存在一定缺口, 急需培养中高级优秀职业会计人员。根据 2016 年财政部颁布的《会计改革与发展“十三五”规划纲要》要求, 进一步完善会计人员结构, 实现到 2020 年具备初级资格会计人员达到 500 万人左右, 具备中级资格会计人员达到 200 万人左右, 具备高级资格会计人员达到 18 万人左右。

图 13: 《会计改革与发展“十三五”规划纲要》要求实现的 2020 年会计人员结构目标



资料来源: 国家财政部, 东兴证券研究所

会计考试报名基数大, 会计职业培训市场广阔。据中国注册会计师协会数据显示, 注册会计师考试报名人数以每年十几万人的规模不断增加, 2016 年达到了 94.7 万人, 同比增速达 18.94%。

图 14: 2012-2016 年注册会计师报考人数 (万人) 及增速



资料来源: 中国注册会计师协会, 东兴证券研究所

4.2 恒企教育: 深耕会计职业培训多年, 品牌优势明显

专业化标准化的培训流程, 为准会计和会计从业人员提供一站式会计职业发展方案。人才培养包括选课报名、课前预习、课程学习、学习辅导、学习考评、后续服务等六大流程。恒企教育产品涵盖会计课程研发、会计教育培训、学历招生代理、财务咨询、线上教育培训、与大学联合办学办班、就业服务等各个方面, 为客户提供全方位一站式职业发展服务。

图 15: 恒企教育会计人才培养六大流程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

特色“O2O+实训”模式广受市场认可。恒企教育顺应时代发展, 对传统办学理念和模式进行革新, 现已为学员、校区 (老师) 搭建 O2O 教学平台。其中 O2O 教学服务形式包括线下面授教学、线上直播课堂、录播视频、音频、6 大智能化学习系统 (考试系统、实训系统、税务系统、学习系统、直播系统、会答 APP 答疑系统) 和微信自媒体等, 建立了全方位的会计职业教育培训服务体系, 获得学生和就业单位的认可。

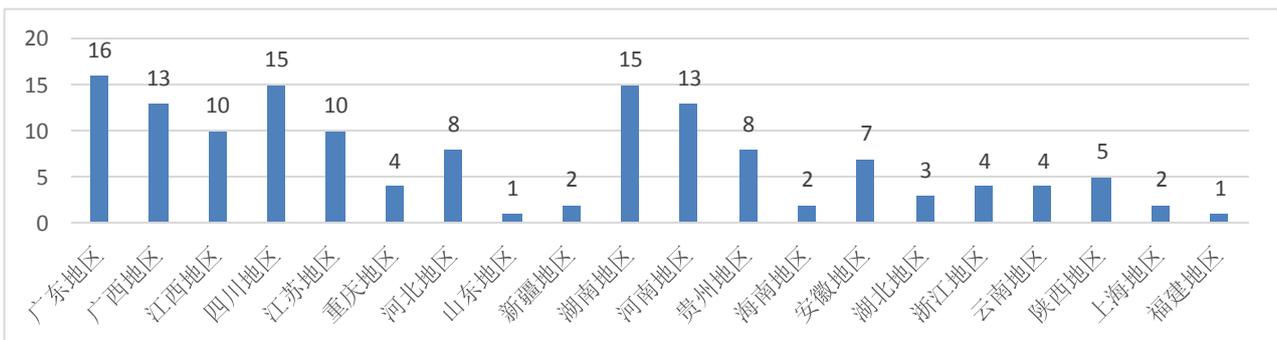
图 16: 恒企教育 O2O+实训模式学习



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

校区广布, 学员群体庞大。恒企教育在全国 100 多个城市有会计培训校区的连锁化经营。截止 2016 年 12 月 31 日, 恒企教育在 100 多个城市设立了 230 个直营校区。2015 年全年会计培训学员数量超过了 7.4 万人次。

图 17: 恒企教育校区分布数量 (单位: 个)



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

发展学历中介服务，增加新赢利点。目前广西财经学院、广东金融学院、上海大学成人教育学院、湖南农业大学、河北金融学院等 30 余所院校与恒企教育正在开展学历中介业务合作。2015 年学历中介业务为恒企教育创造了 2,880.04 万元的收入。

深耕职业教育领域多年，品牌优势渐显。恒企教育成立于 2002 年，十余年深耕职业教育领域，其会计职业培训已经在全国获得较好的口碑，形成了相当的品牌影响力。2015 年全国校区会计从业资格证考试的平均通过率达 61.72%，远高于全国水平，在行业中赢得了显著的品牌声誉。十余年来，恒企教育凭借其出色的教学质量已经获得多项荣誉。

图 18：恒企教育所获荣誉（部分）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.3 IT 行业增长强劲，职业人才缺口巨大

IT 培训行业增长迅速，市场规模广阔。在计算机技术不断进步的大环境下，IT 培训行业 2015 年市场规模达到 153 亿元，增速为 18.60%，而且 5 年平均增速也有 16.18%。但是在这样的增速下，IT 行业每年仍有百万人的人才缺口。

图 19：2011-2015 年 IT 培训行业市场规模及增速

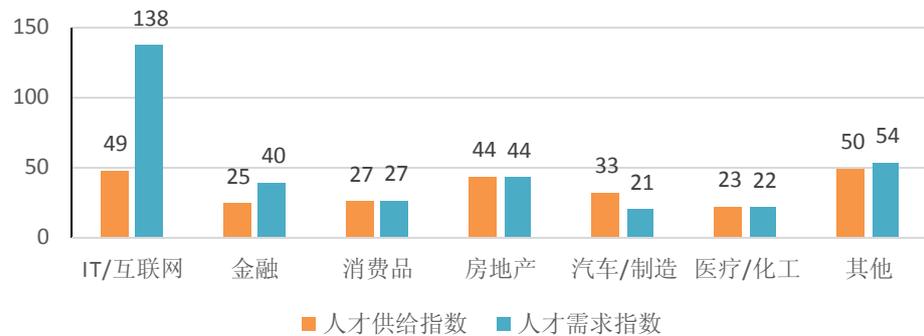


资料来源：国家公务员考试网，东兴证券研究所

IT 行业人才供不应求，IT 培训迎发展机遇。根据猎聘网数据显示，2015 年 IT/互联网行业人才需求指数为 138，全行业最高，甚至比其他行业需求指数的加和还要高，而人才供给指数只有 49，虽然也是全行业最高，但是仍旧和需求有巨大差距。人才需求与供给的严重失衡的原因是：

- ◆ 互联网行业本身对专业要求较高，准入门槛高，虽然专业热门，但真正能有相关专业能力的求职者并不算多。
- ◆ 互联网行业日新月异的发展，使得其对人才的需求量明显大于其他行业。

图 20：2015 年各行业人才供给及需求指数

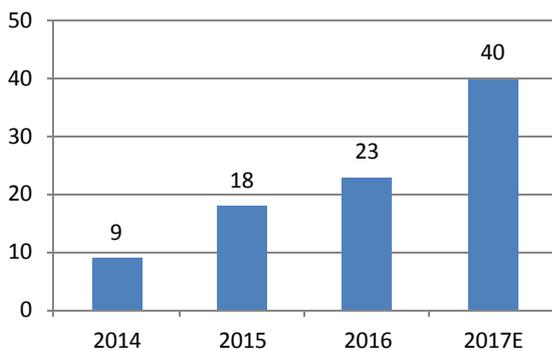


资料来源：猎聘网，东兴证券研究所

4.4 多迪科技：专注 IT 职业培训，“培训+实操+实习模式”受认可

校区扩张，主营业务收入激增。多迪科技的主营业务为 IT 培训，其 2014 年营业收入为 674 万元，2015 年营业收入为 6,657.81 万元，营业收入增长了近十倍，主要原因是多迪科技被恒企教育收购后借鉴恒企教育快速扩张校区的管理经验也加快了校区数量扩张的速度，2015 年校区数量达到 18 家，2016 年校区数量达到 23 家；预计 2017 达到 40 个校区。截止 2015 年底，多迪 IT 培训学员数量超过 0.37 万人次。

图 21：多迪科技培训校区数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22：公司营业收入及净利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

多迪科技拥有专业团队从事网站建设服务, 已形成标准化 IT 培训行业流程。IT 培训服务流程分为五大阶段: 预科阶段、基础阶段、定向培养阶段、后续服务、企业阶段。

- ◆ **预科阶段:** 专业经理帮助学员进行正确的职业规划及引导, 并根据学员的兴趣爱好和职业规划初定培训方向。
- ◆ **基础阶段:** 主要培养兴趣、规范培训过程、试学感兴趣培训方向并最终确定培训方向。
- ◆ **定向培养阶段:** 半天企业内训、半天带薪培训的全日制模式规范化管理学员, 由浅入深循序渐进强化技能。课程约为 4 个月, 每个月将 5~6 个商业级项目进行全程贯穿分析讲解, 通过规范化的验收标准, 确保项目完成质量和培训质量, 并提供相应的线上和线下的验收系统和答疑系统, 确保学员的实战能力切实提高。
- ◆ **后续服务:** 在完成课程后, 学员通过多迪科技提供的专业招聘求职平台“无忧网才”填写简历, 并有专业强大人资团队专注为学员提供及时的就业和猎头服务。
- ◆ **企业阶段:** 在学员进入企业工作后, 多迪将配备专业的技术答疑团队, 为学员提供 7*12 小时在线即时答疑服务, 贯彻终身学习的理念。

图 23: 多迪科技 IT 人才培训五大流程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

设立专业实习公司, 首创带薪培训实习模式。实习公司专业为应届生提供互联网企业的实习机会, 实习公司“半天岗前培训, 半天带薪实习”的实习模式, 彻底颠覆了培训机构模式, 真正解决了多迪网络及众多客户公司的用人问题及应届生高质量实习就业问题, 做大学生理想的顶岗实习基地。2012 年公司整合资源, 开始建设全国连锁实习公司, 启动“万人实习招聘计划”。

图 24: 多迪教育带薪培训模式



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

5. 中大英才：在线职业教育行业领头羊

中大英才网络教育科技有限公司于2010年3月,主要提供的服务包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售和媒体广告。旗下“中大网校”经过多年的发展,在国内教育培训行业具有较高的知名度和口碑。

在线课程涉及面广,课程种类齐全。中大英才提供的在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型,共涉及工程类、财会类、资格类、医药类、外语外贸类等100多种培训考试课程科目。

图 25：中大英才丰富的在线产品

中大网校选课中心

一级建造师	选课报名	经济师	选课报名	教师资格	选课报名
二级建造师	选课报名	统计师考试	选课报名	职称计算机	选课报名
注册测绘师	选课报名	会计从业	选课报名	执业药师	选课报名
造价工程师	选课报名	初级会计职称	选课报名	执业护士	选课报名
监理工程师	选课报名	基金从业资格	选课报名	执业医师	选课报名
消防工程师	选课报名	审计师	选课报名	预算员	选课报名
房地产估价师	选课报名	社会工作者	选课报名	翻译资格	选课报名

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

坚持自主研发,实现多平台业务覆盖。中大英才坚持自主开发,目前已经完成了多平台的业务覆盖,包括PC、移动端、APP、微信等。其拥有自己独立的技术研发团队及教研团队,目前技术研发团队自主开发了Bright学习平台、CMS及代理商平台等基础平台,形成了较强的专业人才优势。

- ◆ **与互联网巨头合作多年,确保用户精准导入。**中大英才凭借长时间积累起来的网站和产品的优质内容、良好的课程口碑、能快速对接技术平台等优势,多年来通过与百度、阿里、腾讯、360、搜狗等互联网机构的合作积累了优质合作关系和人脉资源,在上述机构的教育平台拥有丰富的稀缺资源,确保PC端、M端的精准用户导入,有益于企业品牌推广、产品推广和获取流量与资源。
- ◆ **拥有广大基础用户群,规模效应渐显。**2014至2015年期间,付费用户数量由2014年的20,348人迅速增长到2015年的28,712人,2016年1-8月已经达到了53,461人,从而形成一定的规模效应。
- ◆ **扩展业务范围,布局直播业务。**网络直播因其较强的互动性,近年来取得爆发性增长,中大英才已开始积极拓展直播业务,率先在会计类(会计证、初级会计职称)、建造师、消防工程师等项目上进行试点应用,取得了一定的效果。

图 26：中大英才基础平台主要结构



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 27：中大网校直播课堂



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司推出“准题库”和“中大云校”，抢占移动端和 To B 端市场。

- 中大英才在现有移动站和网校 APP 应用的基础上，推出并打造另一个品牌“准题库”，准题库拥有高质量的试题及文字解析、碎片化的视频讲解，并拥有记录学员使用轨迹的数据分析功能，用户装机量达到一定数量时，中大英才会根据大数据分析向用户推送相应产品，不仅充分消化移动端的巨大流量，也能实现强有力的变现。

- ◆ 中大英才有完善的线上业务, 未来将通过中大英才的第三个品牌“中大云校”, 与线下合作伙伴的资源整合, 打造完整生态链, 扩大收入来源。“中大云校”将系统的解决合作商由于师资稀缺、成本高和项目少等问题, 从而给出个性化的定制方案, 推动合作伙伴业务取得更大突破, 带动中大英才业务快速发展, 共创双赢。目前, 中大英才已经在部分地区开展云校合作计划, 未来将扩展至全国各地。

图 28: 准题库 APP



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

6. 盈利预测及估值

我们选取了六家在教育领域布局的 A 股公司作为可比对象, 截止 2017 年 2 月 25 日, A 股教育领域公司 15 年 PE、16 年预测 PE、17 年预测 PE 平均估值分别为 87.1、49.2、41.0。

根据公司目前业务进展及行业趋势, 预测公司 2016-2018 年营业收入 3.43/8.44/10.50 亿元, 净利润 0.06/1.32/1.91 亿元, 增长率分别达到 230.8%/2047.8%/44.9%。公司 2016-2018 年预测 EPS 分别为 0.02/0.39/0.56 元, 对应 PE 分别为 950X/60X/41X。考虑到公司为 A 股职教龙头, 享受内生高成长和外延扩赛道双轮驱动的估值溢价, 给予 18 年 45 倍 pe, 公司 6 个月目标价为 25.28, 首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

表 3: 开元仪器企业估值对比

公司简称 单位:RMB	股票代码	市值 (亿)	收 盘 价	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2015	2016E	2017E
长方集团	300301.SZ	60.4	7.7	16.1	17.3	18.9	(0.5)	1.3	1.6	59.9	69.8	46.9
东方时尚	603377.SH	149.8	35.7	11.6	17.2	22.0	2.4	4.1	5.2	45.5	46.4	37.0
世纪鼎利	300050.SZ	60.0	12.0	7.4	11.7	15.4	1.2	1.9	2.7	52.5	39.0	31.1
中国高科	600730.SH	71.5	12.2	0.0	13.5	12.0	0.0	1.5	2.0	102.8	9.5	46.5
秀强股份	300160.SZ	76.0	12.7	11.6	16.6	19.8	1.1	1.7	2.4	125.8	64.2	43.6
全通教育	300359.SZ	127.5	20.1	9.7	15.6	22.8	1.0	3.1	4.5	136.2	66.4	40.9
avg										87.1	49.2	41.0

资料来源: wind, 东兴证券研究所

7. 风险提示

职业教育培训行业竞争加剧；

并购整合效果不及预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合	603	583	667	956	1160	营业收入	307	282	343	844	1050
货币资金	264	159	196	169	268	营业成本	143	150	183	409	478
应收账款	197	230	235	254	259	营业税金及附加	3	3	4	9	11
其他应收款	13	14	17	42	52	营业费用	53	51	62	114	142
预付款项	14	7	7	7	7	管理费用	63	74	87	156	194
存货	105	143	175	389	455	财务费用	-6	-4	-2	-1	-1
其他流动资产	2	1	2	9	12	资产减值损失	5.72	16.54	8.90	8.90	8.90
非流动资产	276	348	295	292	285	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	144.68	222.77	232.26	233.62	231.39	营业利润	46	-8	0	148	217
无形资产	45	46	42	38	34	营业外收入	12.27	13.07	7.50	7.50	7.50
其他非流动	1	0	0	0	0	营业外支出	0.74	0.42	0.42	0.42	0.42
资产总计	879	931	962	1248	1445	利润总额	57	5	7	155	224
流动负债合	111	169	194	361	387	所得税	9	3	1	23	34
短期借款	0	0	0	38	0	净利润	48	2	6	132	191
应付账款	28	50	60	135	157	少数股东损益	-1	-2	0	0	0
预收款项	31	47	57	83	114	归属母公司净利	49	4	6	132	191
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	97	51	30	186	258
非流动负债	2	2	2	2	2	BPS (元)	0.39	0.02	0.02	0.39	0.56
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	113	171	196	364	389	成长能力					
少数股东权	8	9	9	9	9	营业收入增长	8.86%	-8.10%	21.43%	146.03%	24.43%
实收资本(或	126	252	252	252	252	营业利润增长	8.30%	-117.19%	-101.69%	110818.00%	47.08%
资本公积	412	286	286	286	286	归属于母公司净	61.55%	2047.77%	61.55%	2047.77%	44.93%
未分配利润	188	180	184	290	442	获利能力					
归属母公司	758	751	748	867	1039	毛利率(%)	53.58%	46.95%	46.53%	51.56%	54.52%
负债和所有	879	931	962	1248	1445	净利率(%)	15.58%	0.66%	1.79%	15.60%	18.17%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润	5.57%	0.41%	0.64%	10.55%	13.20%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	6.46%	0.51%	0.82%	15.18%	18.37%
经营活动现	36	-21	24	-8	200	偿债能力					
净利润	48	2	6	132	191	资产负债率(%)	13%	18%	20%	29%	27%
折旧摊销	57.45	62.02	0.00	34.63	38.23	流动比率	5.42	3.46	3.44	2.65	3.00
财务费用	-6	-4	-2	-1	-1	速动比率	4.48	2.61	2.54	1.57	1.82
应收账款减	0	0	-5	-19	-5	营运能力					
预收帐款增	0	0	10	25	32	总资产周转率	0.36	0.31	0.36	0.76	0.78
投资活动现	5	83	12	-45	-45	应收账款周转率	2	1	1	3	4
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.25	7.24	6.21	8.65	7.19
长期股权投资	0	0	20	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.39	0.02	0.02	0.39	0.56
筹资活动现	-43	-13	1	25	-56	每股净现金流	-0.02	0.19	0.15	-0.11	0.40
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	6.01	2.98	2.97	3.44	4.12
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	36	126	0	0	0	P/E	59.47	1529.80	949.87	59.60	41.13
资本公积增	-36	-126	0	0	0	P/B	3.84	7.75	7.78	6.72	5.61
现金净增加	-2	49	37	-28	100	EV/EBITDA	27.23	111.92	184.90	30.61	21.50

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注教育、新三板领域。

联系人简介

感谢实习生杨晨晨对本报告所作贡献。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。