

日期: 2017年08月30日

行业: 教育



# 恒企&中大并表业绩亮眼, 职教龙头成长可期

——2017年中报点评

分析师 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号: S0870116060005

## 基本数据 (2017.8.29)

报告日股价 (元)	22.12
12mth A 股价格区间 (元)	18.19/27.57
总股本 (百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.78%
流通市值 (亿元)	37.39
每股净资产 (元)	6.07
PBR (X)	3.65

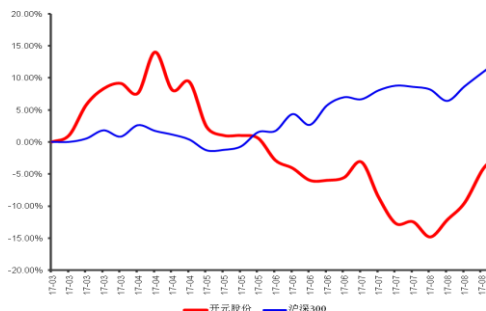
## 主要股东 (2017H1)

罗建文	15.90%
罗华东	13.23%
罗旭东	13.22%
江勇	9.72%
前海开源开元弈方定增 41 号 资管计划	4.23%

## 收入结构 (2017H1)

职业教育	66.15%
仪器仪表	33.47%
其他	3.75%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《开元仪器 (300338) 2016 年年报点评: 主业重回正增长, 教育并表增强盈利可期》

《开元仪器 (300338) 2017Q1 季报点评: 教育并表业绩大幅提升, 盈利能力增强》

## ■ 公司动态事项

公司发布2017年中报, 上半年实现营收3.13亿元, 同比增长125.85%; 归属净利润5510.85万元, 同比增长992.84%; 扣非净利润5367.50万元, 同比增长1338.21%, EPS=0.19元/股。公司预计2017年前三季度累计净利润约为1.09-1.11亿元, 同比增长1474.65%-1504.65%。

## ■ 事项点评

### 职教资产并表业绩亮眼, 原主业仪器仪表规模收缩

公司营收和净利大幅提升主要系恒企教育和中大英才自2017年3月开始并表。报告期内公司职业教育实现收入2.07亿元, 总营收占比超过66%; 实现归属净利润0.54亿元, 净利贡献超过98%, 职业教育已成为公司核心主业。其中, 恒企教育和中大英才 (持股70%) 分别实现收入1.89/0.21亿元, 实现净利润0.49/0.08亿元, 实现归属净利润0.48/0.06亿元。公司原主业仪器仪表实现收入1.05亿元, 同比下滑24.19%, 主要系燃料智能化管控系统完工验收速度放缓导致EPC收入同比大幅下滑62.45%, 检测分析仪器产品同比微降0.88%, 基本与去年持平。毛利率方面, 报告期内职业教育业务毛利率高达80.03%, 且仪器仪表业务成本精细化管控有效, 毛利率同比上升5.93pp至51.87%, 二者影响公司综合毛利率同比大幅提升24.56pp至70.59%。公司销售/管理/财务费用率分别为17.34%/27.84%/2.67%, 同比分别增长4.13pp/0.53pp/2.98pp。职教资产并表大幅增厚公司业绩, 报告期内公司净利率同比大幅提升13.98pp至17.62%, 盈利能力显著增强。

### 恒企教育: 加快校区建设、提高客单价, 业绩高速增长

恒企教育线下网点以自营为主 (占比87.35%)、加盟为辅 (占比12.65%), 现已在全国20个省市、150多个城市开办了近300家网点。报告期内加快校区建设, 新增18家校区, 预计全年新建50家, 上半年完成率为36%, 完成了华南、华东集训基地的筹建。同时, 恒企升级原有课程并主推高端课程提高学员客单价, 7月恒企新的“猎才计划”课程提价7000元至26800元, 增设“卓越计划”定价19800元, 课程产品进一步完善, 预计将带来新的业绩增量。2017年1-6月, 恒企共实现营收2.40亿元, 同比增长33%; 实现净利润5097.40万元, 同比增长69%; 实现经营性净现金流7626.18万元, 同比增长143.44%, 业绩高速增长。分业务看, 报告期内会计培训/学历中介/IT培训同比增速分别为21.90%/905.04%/-29.70%, 综合毛利率较去年同期上升0.43pp至80.58%, 主要系高毛利率 (超过90%) 的学历中介业务高速增长, 收入占比从2.03%提升至16.68%。销售/管理/财务费用率分别为18.56%/26.63%/4.39%, 三项费用率合计较去年同期增加10.24pp, 主要系新业务的人力成本及广告推广增加、新增校区固定成本同比增加、CPA/中央财大研修班等高端课程推出使得学员贷款比例增加致恒企承担的贴息财务费用明显增加。

### 中大英才: 产品结构调整, 图书占比大幅提升, 新增软件收入

2017年1-6月, 中大英才实现营收2632.92万元, 同比增长28%; 实现净利润938.72万元, 同比增长20%; 实现经营性净现金流1155.55万元, 同比增长43%, 业绩快速增长。分业务看, 为了应对取消或减

少相关职业资格评定的影响，报告期内中大英才加大图书业务发展，图书产品营收同比剧增近 281 倍，收入占比从 0.06% 升至 14.22%，毛利率提升 9.84pp 至 17.84%；同时新拓展软件业务，实现收入 209.91 万元，毛利率为 81.20%；但同期课程产品营收同比下降 4.20%，毛利率上升 1.01pp 至 83.33%。低毛利率的图书产品收入占比提升，影响中大英才综合毛利率降低 9.16pp 至 73.02%。三项期间费用合计 566.67 万元，同比增长 13.03%。

### 恒企教育扩赛道增业务，协同中大英才加深线上线下融合

恒企教育拟以自有资金 6240 万元收购多迪科技 32% 股权，收购完成后，将持有多迪科技 90% 股权，进一步扩大对 IT 培训赛道的投入。未来恒企将以“财经、IT、设计”作为 2C 端职业技能培训的三大重点业务线，分步开设“实战技能型人才培养、学历代理服务与考前辅导、职业资格考试辅导”三大能力板块系列。同时，恒企新设四个控股子公司，分别为广州恒企教育科技有限公司（围绕 B 端高校市场进行专业共建、联合办学、共建实训室、培训服务等合作）、恒企知源图书（出版职业教育图书）、北京央财云研（校企合作开发财经高端产品）和恒企教育国际（整合、布局海外职业教育资源），涉足高校、图书、校企合作及海外等新业务领域，完善职业教育发展生态。借助中大英才的在线教育技术及线上平台，恒企的在线教育获得快速发展，2016 年在线教育订单不足 500 万元，而 2017H1 已达到 5000 万元，预计全年可达 1 亿元左右。中大英才则通过深度开发准题库系统推进了网络教育业务，稳定市场份额，并提升直播业务体系降低成本，建立了录播、直播、图书、题库等的完整体系。二者发挥协同效应，线上线下融合加深。

### 投资建议

恒企教育提高业绩承诺，承诺 2017-2019 年扣非净利润分别不低于 1.5/2.0/2.5 亿元（原承诺 2017-2018 年扣非净利润分别不低于 1.04/1.352 亿元）。报告期内恒企教育呈高速发展态势，预计全年业绩承诺大概率可以完成。参考恒企教育和中大英才业绩承诺，我们上调公司盈利预测，预计 2017-2019 年归属净利润分别为 1.80/2.42/3.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.71/0.90 元/股，对应 PE 分别为 42/31/25 倍（2017 年 8 月 29 日收盘价 22.12 元/股）。职业教育业务贡献了绝大部分的公司营收和净利，公司已属于纯正的 A 股职业教育标的，且恒企教育和中大英才均保持快速增长，有望持续释放业绩。公司当前估值处于合理区间，随着职教标的强劲地内生式增长，未来估值有望继续下移，配置价值进一步凸显。维持“增持”评级。

### 风险提示

校区扩张不及预期、传统业务竞争加剧风险、商誉减值风险、政策风险等。

### 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	340.92	944.13	1178.86	1406.34
年增长率	20.69%	176.93%	24.86%	19.30%
归属于母公司的净利润	5.89	179.51	242.42	305.23
年增长率	55.31%	2946.95%	35.04%	25.91%

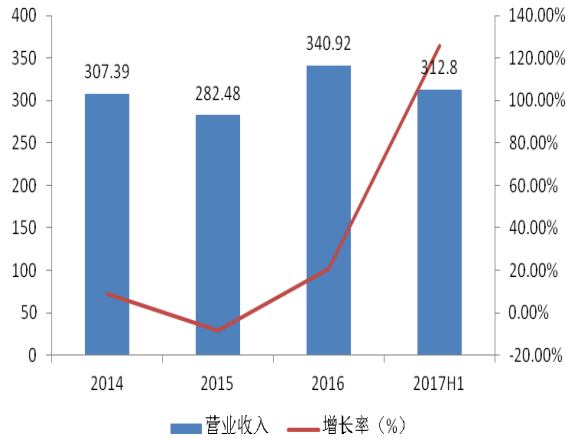
---

每股收益 (元)	0.02	0.53	0.71	0.90
PE (X)	1275.10	41.85	30.99	24.61

---

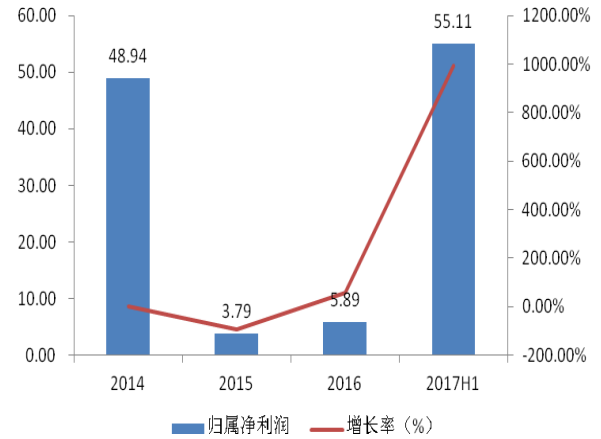
注：有关指标按最新股本摊薄（股价为2017/8/29收盘价）

图 1 公司收入及增速 (百万元, %)



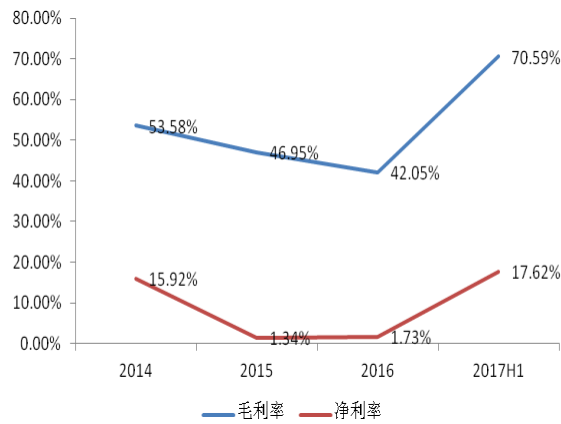
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 2 公司归属净利润及增速 (百万元, %)



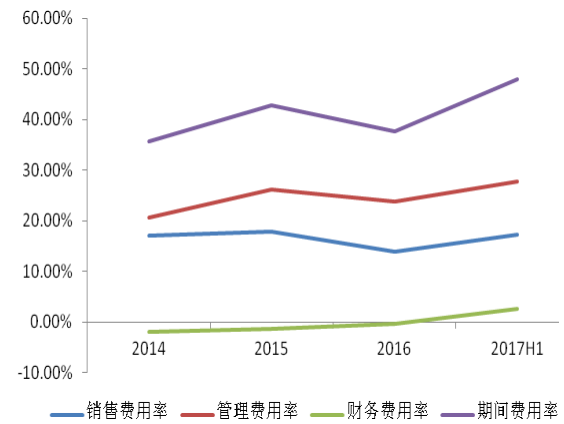
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 3 公司毛利率&净利率水平



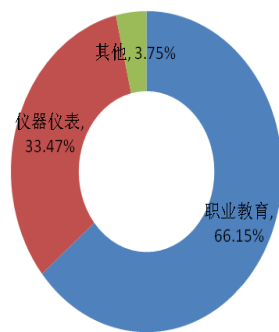
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 4 公司费用率水平



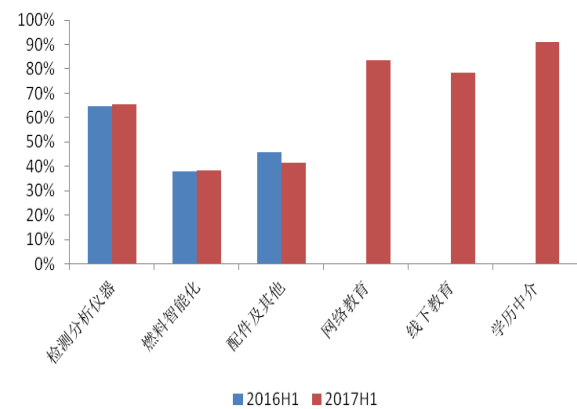
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 5 公司收入结构



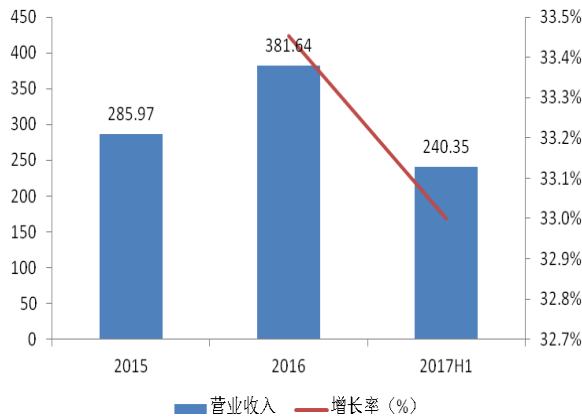
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 6 公司分产品毛利率水平 (%)



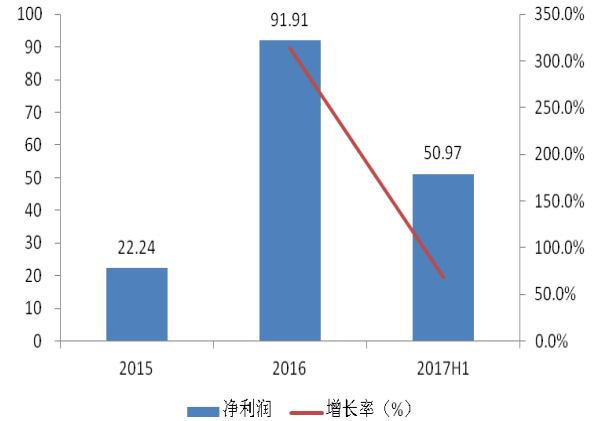
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 7 恒企教育收入及增速 (百万元, %)



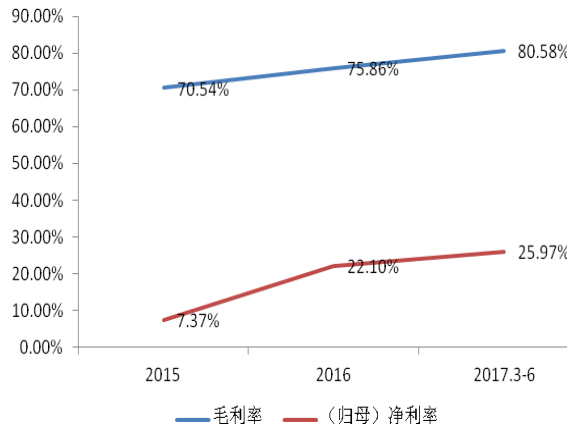
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 8 恒企教育净利润及增速 (百万元, %)



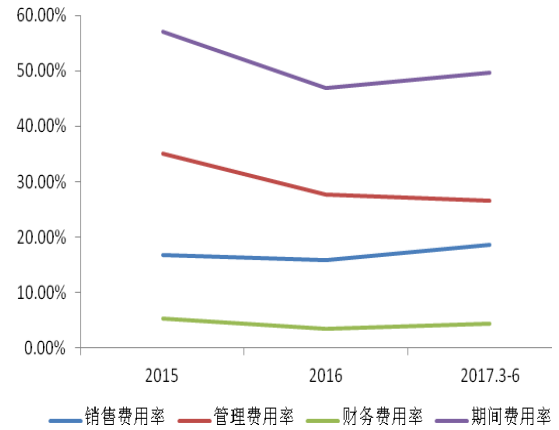
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 9 恒企教育毛利率&净利率水平



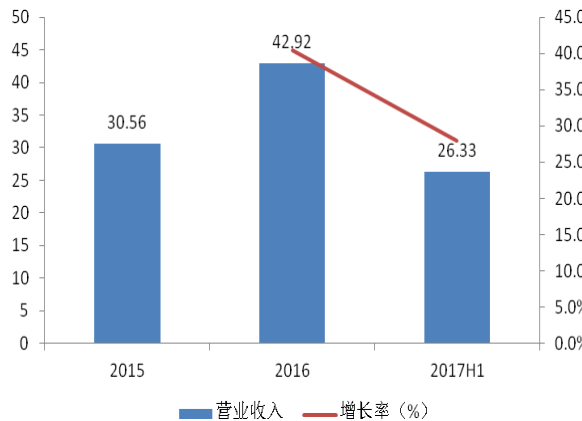
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 10 恒企教育费用率水平



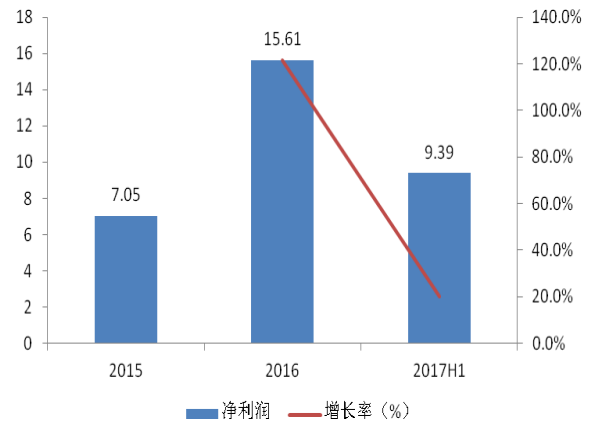
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 11 中大英才收入及增速 (百万元, %)



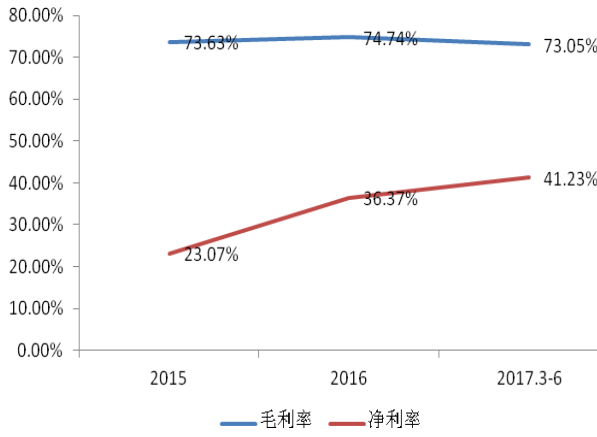
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 12 中大英才净利润及增速 (百万元, %)



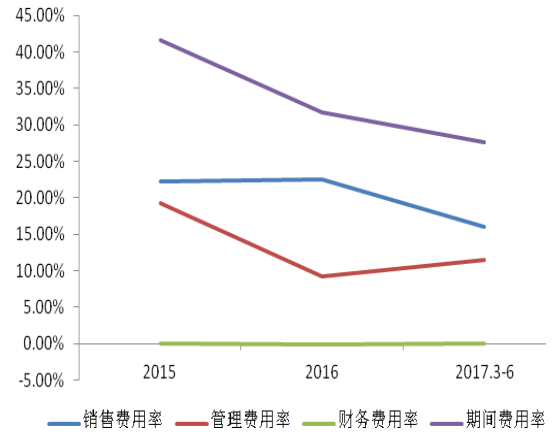
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 13 中大英才毛利率&净利率水平



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 14 中大英才费用率水平



数据来源：公司公告，上海证券研究所

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	161	189	288	558
应收和预付款项	301	595	520	808
存货	111	205	160	254
其他流动资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	129	129	129
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	275	255	217	180
无形资产和开发支出	47	1359	1336	1312
其他非流动资产	31	62	77	86
<b>资产总计</b>	<b>929</b>	<b>2796</b>	<b>2729</b>	<b>3329</b>
短期借款	20	136	0	0
应付和预收款项	147	431	249	532
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>167</b>	<b>567</b>	<b>249</b>	<b>532</b>
股本	252	340	340	340
资本公积	286	1480	1480	1480
留存收益	217	397	639	944
归属母公司股东权益	756	2216	2458	2764
少数股东权益	7	13	22	34
<b>股东权益合计</b>	<b>763</b>	<b>2229</b>	<b>2480</b>	<b>2798</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>929</b>	<b>2796</b>	<b>2729</b>	<b>3329</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	33	129	255	283
投资活动产生现金流量	-31	-1497	-20	-20
融资活动产生现金流量	15	1396	-136	6
<b>现金流量净额</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>99</b>	<b>270</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>341</b>	<b>944</b>	<b>1179</b>	<b>1406</b>
营业成本	198	301	347	393
营业税金及附加	6	17	22	26
营业费用	48	165	206	246
管理费用	81	227	283	338
财务费用	-1	1	-1	-6
资产减值损失	17	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-8</b>	<b>233</b>	<b>322</b>	<b>410</b>
营业外收支净额	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	<b>6</b>	<b>247</b>	<b>335</b>	<b>423</b>
所得税	2	62	84	106
净利润	4	185	251	317
少数股东损益	-2	6	9	12
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>6</b>	<b>180</b>	<b>242</b>	<b>305</b>

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	42.05%	68.15%	70.58%	72.02%
EBIT/销售收入	1.40%	26.25%	28.38%	29.64%
销售净利率	1.14%	19.62%	21.33%	22.57%
ROE	0.78%	8.10%	9.86%	11.04%
资产负债率	17.92%	20.28%	9.13%	15.97%
流动比率	3.46	1.75	3.90	3.05
速动比率	2.77	1.38	3.24	2.57
总资产周转率	0.37	0.34	0.43	0.42
应收账款周转率	1.30	1.91	2.62	2.08
存货周转率	1.78	1.46	2.17	1.55

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。