



收购天琥教育赛道扩张，推动职教集团做大做强

2017.10.15

强烈推荐

肖明亮(分析师)

电话: 020-88832290
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001

(首次覆盖)
传媒行业

事件: 公司公告显示: ①公司 2017 前三季度业绩变动区间 1474.7%~1504.7%，其中第三季度业绩变动区间 2784%~2895%；②拟作价 1.18 亿元现金收购设计培训机构天琥教育（56%），且承诺在天琥完成对赌业绩的前提下，在 2020 年 6 月前收购剩余的 44% 股权。

核心观点:

- **外延加码互联网设计培训，围绕财会+IT+设计做大做强职教培训集团。**天琥教育是国内领先的互联网视觉设计培训企业，目前在全国 20 个省拥有 32 个校区，主要分布在一二线城市，专注于提供 UI、平面、网页电商及室内设计等设计类教学培训，2017-2019 对赌业绩为 1200 万元、1800 万元以及 2800 万元（YOY50%+）。公司有望通过外延进行职教赛道整合扩张，构建财会+IT+设计相结合的职教集团，借助资本力量在快速成长的非学历职教行业中做大做强。
- **并表推动业绩高速增长，线上线下发力齐驱。**公司前三季度业绩高速增长，得益于恒企教育和中大英才今年 3 月起并表。**恒企教育方面：**在线教育板块突飞猛进，从 2016 年全年订单不足 500 万，至 2017 年上半年已突破 5000 万元，2017 年全年营收有望突破一亿元；公司 17H1 线下新增 18 家学校，全年目标 50 家，现合计拥有接近 300 家，公司未来将凭借品牌+标准化体系持续推进线下校区扩张，3-5 年扩张目标 1000 家；恒企持续推进产品升级优化，平均客单价有望实现翻倍成长，推动公司业绩量价齐升，公司后续有望凭借品牌优势，以及通过矩阵式组织架构为核心的新连锁体系，通过线上+线下的复制扩张，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作，并有望切入 B 端服务领域扩展营收点，成为中国职业教育市场第一梯队的企业。**中大英才方面：**中大目前拥有千万用户群体，百万会员用户，丰富用户流量有望与恒企实现流量互导，深耕用户资源。中大拥有标准化、专业化的产品研发团队，完整的考试产品品类以及产品服务体系，其中图书产品以及软件服务业务成长迅速，后续有望凭借公司的品牌积累在 B 端合作、C 端市场份额突破赢得成长机会。
- **粤民投战略加盟，产业资本助推公司成长。**公司近期引入的战略股东粤民投，其核心团队具备丰富的投资管理经验，其发起股东包括贤丰控股，康美实业、美的控股等 16 家广东企业，计划注册资本 500 亿元，首期已实缴资本 160 亿元，是地方民营投资集团中领先的投资平台。随着粤民投的战略加盟，公司有望借助其产业资本力量及丰富股东资源，加快推动资源整合，推动内生+外延、线下+线上的职教生态做大做强。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.87、2.40、2.9 亿元，EPS：0.55、0.71、0.85 元/股，对应 PE 为 46、36、30 倍。考虑公司后续有望借助产业资本助推成长，恒企有望通过线上教学产品丰富完善+线下加码校区扩张以及外延赛道复制拓宽产品体系，做大做强职教集团，具有较为稳定的内生长及外延扩张能力，

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开元股份	5.6	22.7	-1.6
传媒行业	0.6	4.2	-5.4
沪深 300	2.4	5.9	12.5

公司基本资料

总市值(亿元)	86
总股本(亿股)	3.4
流通股比例	49.8%
资产负债率	20.9%
大股东	罗建文
大股东持股比例	15.9%



我们长期看好公司稳定成长。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

- 风险提示：传统主业大幅下滑、教育并购整合不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	340.92	987.74	1154.70	1321.79
同比(%)	20.69%	189.72%	16.90%	14.47%
归母净利润	5.89	187.30	240.08	290.00
同比(%)	55.31%	3079.0%	28.18%	20.80%
毛利率(%)	42.05%	60.16%	61.41%	61.81%
ROE(%)	0.77%	12.84%	10.86%	12.33%
每股收益(元)	0.02	0.55	0.71	0.85
P/E	1091.98	46.29	36.11	29.90
P/B	8.62	4.04	3.83	3.57
EV/EBITDA	107.10	25.78	20.64	16.71



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	591	1932	2014	2161	营业收入	341	988	1155	1322
现金	177	1563	1595	1725	营业成本	198	394	446	505
应收账款	243	202	210	216	营业税金及附加	6	14	19	21
其它应收款	26	18	19	21	营业费用	48	133	159	172
预付账款	13	9	10	11	管理费用	81	188	208	231
存货	111	120	156	166	财务费用	-1	-12	-22	-24
其他	22	21	24	22	资产减值损失	17	17	17	17
非流动资产	373	476	542	584	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	98	105	113	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	260	273	292	314	营业利润	-8	254	329	400
无形资产	43	42	39	36	营业外收入	14	13	13	13
其他	70	63	105	121	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	964	2408	2556	2745	利润总额	6	267	342	413
流动负债	200	252	287	307	所得税	2	80	103	124
短期借款	20	20	20	20	净利润	4	187	239	289
应付账款	63	50	60	60	少数股东损益	-2	-1	-1	-1
其他	116	182	207	227	归属母公司净利润	6	187	240	290
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	26	277	344	417
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	0.02	0.55	0.71	0.85
其他	2	2	2	2					
负债合计	202	254	289	309	主要财务比率				
少数股东权益	7	6	6	5	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	252	340	340	340	成长能力				
资本公积	286	1415	1302	1189	营业收入增长率	20.7%	189.7%	16.9%	14.5%
留存收益	208	393	619	902	营业利润增长率	-0.7%	3301.5%	29.7%	21.5%
归属母公司股东权益	746	2148	2261	2431	归属于母公司净利润增长率	55.3%	3079.1%	28.2%	20.8%
负债和股东权益	964	2408	2556	2745	获利能力				
					毛利率	42.1%	60.2%	61.4%	61.8%
现金流量表					净利率	1.1%	18.9%	20.7%	21.9%
					ROE	0.8%	12.8%	10.9%	12.3%
					ROIC	0.4%	8.2%	9.8%	11.1%
经营活动现金流	35	290	218	289	偿债能力				
净利润	4	187	240	290	资产负债率	20.9%	10.6%	11.3%	11.3%
折旧摊销	22	22	25	28	净负债比率	9.91%	7.87%	6.92%	6.46%
财务费用	-1	-12	-22	-24	流动比率	2.96	7.67	7.02	7.03
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.41	7.19	6.48	6.49
营运资金变动	-7	91	-22	-3	营运能力				
其它	17	1	-2	-2	总资产周转率	0.36	0.59	0.47	0.50
投资活动现金流	-31	-130	-82	-63	应收账款周转率	1.44	4.44	5.61	6.20
资本支出	-34	-40	-70	-55	应付账款周转率	3.48	6.94	8.10	8.41
长期投资	7	-88	-12	-8	每股指标（元）				
其他	-4	-2	-0	0	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.55	0.71	0.85
筹资活动现金流	15	1226	-104	-96	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.85	0.64	0.85
短期借款	20	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.96	6.32	6.66	7.16
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股本增加	0	88	0	0	P/E	1091.98	46.29	36.11	29.90
资本公积金增加	0	1129	-113	-113	P/B	8.62	4.04	3.83	3.57
其他	-5	9	9	17	EV/EBITDA	107.10	25.78	20.64	16.71
现金净增加额	20	1386	32	130					



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	sun.yinong@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。