

开元股份 (300338)

证券研究报告

2017年10月16日

优质内生实现价值成长，职教龙头开启王者征程

收购恒企+中大英才，仪器仪表龙头深度转型职业教育

公司原主业为生产销售煤质检测仪器设备，16年8月发布重组草案，12月过会，17年2月收到批文，以定增+现金方式购买恒企教育100%股权（作价12亿元）和中大英才70%股权（作价1.82亿）同时募配4.7亿元。收购过程中恒企高管深度股权绑定，① 转让对价以股份为主（三年期），同时2.3亿元参与募配资金认购；② 自筹资金以22.05元/股大宗受让公司3.31%股份；③ 主动提高业绩对赌，提高后2017-19年分别为1.5亿/2亿/2.5亿（较原17-18年对赌1.04亿/1.35亿大幅增长44.2%/48.1%，同时延长对赌期至19年）。财务方面，恒企+中大3月起并表带动业绩大幅增长，17H1归母净利润5511万元，+992.84%YoY。

优质内生+逐步协同，职教白马展现强劲生命力

① 恒企培养会计+IT实战人才，立足中小企业实际需求，直接提升学员就业能力。② “连”“锁”能力突出+教研实力雄厚，为成长保驾护航，教培机构成长过程中“连（即复制）”“锁（即管控）”能力尤为重要，其决定着能否实现优质异地复制、从“小而美”走向“大而全”。目前恒企连锁经营及扩张能力已得到初步验证，目前直营网点共250家左右（17H1新增证件齐全网点18家，同时较多正在办理相关手续；17H1学员约5.7万人，同比增长近30%）。综合单点校区分析，恒企在一二线城市还可拓展80家+校区，三线城市还可拓展120家+，县级城市还可拓展200家+。恒企多维度产品矩阵，扎实教研深度研发，推出CPA/中央财大研修班；收购天琥教育完善IT板块布局等，同时蓄力2B业务发展。③ 恒企17年1-6月营收2.4亿，+33%YoY（订单收入3.2亿，+69%YoY）；净利5097.4万，+69%YoY，财务数据印证优质成长。中大英才深耕在线职教培训，① 不仅在技术相对完整，从流量入口、变现至售后服务完整布局；在产品类别方面也较为完善。② “恒”“大”融合，互联网边际效应逐步显现，一方面中大英才可以把海量学生资源导入恒企；另一方面恒企拥有优质教研内容，帮助中大打造优化教育内容；③ 中大17年1-6月营收2633万，+28%YoY（订单收入3000万元，+66%YoY；净利938.7万元，+20%YoY）。

粤民投首次挂牌，引战投加速产融结合

股东罗华东向共青城禾元、高腾企管分别转让其所持1703.40万股（占总5.02%），均价21.47元/股。粤民投持有高腾企业99.9%股份，粤民投系广东首个民营企业联合投资综合平台，股东包括美的控股、星河湾、碧桂园等16家广东民企，未来或借助粤民投产业背景夯实职教板块布局。

维持盈利预测，给予买入评级

恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作，有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。我们预计公司17-19年EPS分别为0.52元、0.72元、0.88元；当前股价对应PE为49倍、36倍、29倍，维持买入评级。

风险提示：恒企网点扩张不及预期，职教行业竞争激烈

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	282.48	340.92	982.11	1,185.72	1,394.29
增长率(%)	(8.10)	20.69	188.07	20.73	17.59
EBITDA(百万元)	7.04	12.84	237.37	316.20	404.16
净利润(百万元)	3.79	5.89	175.36	242.96	298.21
增长率(%)	(92.25)	55.31	2,876.39	38.55	22.74
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.52	0.72	0.88
市盈率(P/E)	2,285.59	1,471.66	49.44	35.69	29.08
市净率(P/B)	11.55	11.48	9.41	8.47	7.49
市销率(P/S)	30.69	25.43	8.83	7.31	6.22
EV/EBITDA	628.12	486.74	39.63	27.14	23.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/仪器仪表
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.53元
目标价格	33.5元
上次目标价	33.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	339.62
流通A股股本(百万股)	169.05
A股总市值(百万元)	8,670.49
流通A股市值(百万元)	4,315.91
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	21.00
一年内最高/最低(元)	27.90/19.07

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《开元股份-公司点评:粤民投首次挂牌,引战投加速产融结合》2017-09-22
- 《开元股份-半年报点评:恒企、中大并表致业绩+992.8%,“新连锁”体系构建职教护城河》2017-08-28
- 《开元股份-公司点评:高管增持10.86万股彰显发展信心,职教白马长期成长可期》2017-06-25

内容目录

1. 仪器仪表龙头深度转型职业教育	4
1.1. 增发+现金收购恒企教育+中大英才	4
1.2. 恒企高管深度股权绑定，优化股权结构激发经营活力	5
1.3. 提高对赌彰显发展决心，恒企并表致 17H1 业绩+992.84%	5
2. 优质内生+逐步协同，职教白马展现强劲生命力	7
2.1. 恒企扎实经营构筑稳固护城河	7
2.1.1. 培养会计+IT 实战人才，立足中小企业实际需求，掘金优质细分赛道	7
2.1.2. “连”“锁”能力突出+教研实力雄厚，为成长保驾护航	7
2.1.2.1. 稳步推进网点扩张，带动人次增长	7
2.1.2.2. 完善升级产品矩阵，提升客单价	11
2.1.3. 17H1 业绩+69%YoY，财务数据印证优质成长	14
2.2. 中大英才深耕在线职教培训	16
2.2.1. 专注构建完整线上职教体系	16
2.2.2. “恒”“大”融合，互联网边际效应逐步显现	17
2.2.3. 17H1 订单收入+66%YoY，净利率 35.6%	18
3. 粤民投首次举牌，引战投加速产融结合	19
4. 维持盈利预测，给予买入评级	20

图表目录

图 1：开元仪器重点产品示例	4
图 2：开元仪器量热仪系列产品	4
图 3：江勇及其一致行动人合计持有 14.31%（冯仁华、江胜、广州恒萱等恒企核心高管合计持有 5.04%）	5
图 4：17H1 营收 3.13 亿，同比增长 125.85%（17Q1 增速为 27.34%）；	6
图 5：17H1 归母净利 5511 万，同比增长 992.84%	6
图 6：2012-2017H1 公司毛利率及净利率	6
图 7：2012-2017H1 公司费用率	6
图 8：恒企实操行业全覆盖	7
图 9：恒企由 10 年以上经验名师授课	7
图 10：一般教培机构收入及业绩成长由学员人次和学员单价驱动	8
图 11：恒企经营模式可分为四个阶段推进的不同迭代与升级	8
图 12：恒企教育 17H1 新增证件齐全的网点 18 家	9
图 13：17H1 恒企+多迪招生人数约 5.7 万人，同比增长约 27%	9
图 14：“五环布局”终端教育设施	11
图 15：恒企产品涵盖会计实操实战培训产品、会计考证培训产品、学历教育培训产品	11
图 16：恒企多维度产品矩阵深度覆盖会计等领域	12
图 17：程涵盖 UI 实战、室内空间、品牌视觉、网页电商等	13

图 18: 天琥教育室内设计作品展	13
图 19: 产品结构升级有效提升客单价, 目前恒企客单价约 4200 元/人	13
图 20: 恒企 17 年 1-6 月实现营业收入 2.4 亿元, 同比增长 33%	15
图 21: 恒企 17 年 1-6 月净利 5097.4 万元, 同比增长 69%	15
图 22: 学历中介业务占比由去年同期 2.03% 提升到 16.68%	15
图 23: 恒企净利率持续增长	15
图 24: 中大英才成立于 2010 年, 专注职业考试、技能培训等在线培训业务及图书销售	16
图 25: 双方深度融合体现在海量学员数据, 优质师资资源以及内容资源等方面	17
图 26: 中大英才 2017 年 1-6 月营收 2633 万元, 同比增长 28%	18
图 27: 中大英才 2017 年 1-6 月净利 938.7 万元, 同比增长 20%	18
图 28: 粤民投系广东首个民营企业联合投资综合平台	19
表 1: 定增+现金方式购买恒企教育 100% 股权+中大英才 70% 股权	4
表 2: 公司向 4 名特定投资者募配 4.7 亿元 (14.62 元/股), 用于支付重组现金及中介费用	4
表 3: 恒企在现有一二线城市还可拓展 80 个以上校区, 在三线地级城市还可拓展 120 家以上, 在县级城市还可拓展 200 家以上校区	10
表 4: 今年上半年恒企设立四个控股子公司, 建立起了“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车板块	14
表 5: 中大用户及流量优势显著	17
表 6: 中大英才用户转化率持续提升	17

1. 仪器仪表龙头深度转型职业教育

1.1. 增发+现金收购恒企教育+中大英才

开元股份成立于 2000 年，2010 年变更为股份有限公司，2012 年 7 月 26 日在深交所上市。公司此前以研究生产销售燃料智能化工程产品、煤质检测仪器设备产品及其配件与服务为主营业务，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装备、燃料智能化装备的制造与维护厂商之一。

图 1：开元仪器重点产品示例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：开元仪器量热仪系列产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 16 年 8 月发布重组草案，12 月 26 日获得证监会审核通过，17 年 2 月收到证监会核准批文，17 年 3 月新增股份上市。以定增+现金方式购买恒企教育 100% 股权（作价 12 亿元，其中现金支付 40%，总计 4.8 亿元，以 14.62 元发行 4924.8 万股，总计 7.2 亿元）和中大英才 70% 股权（作价 1.82 亿元，其中现金支付 50%，总计 9100 万，以 14.62 元/股发行 622.4 万股，总计 9100 万）；同时向江勇、前海开源源开元弈方定增 41 号资产管理计划、道基晨灞、道基晨富 4 名特定投资者募配 4.7 亿元（14.62 元/股），用于支付重组现金及中介费用。

收购时，恒企教育向上市公司承诺 2016-18 年净利分别不低于 0.8 亿元/1.04 亿/1.35 亿元；中大英才承诺 2016-18 年利润分别不低于 0.15 亿元/0.2 亿元/0.3 亿元。

表 1：定增+现金方式购买恒企教育 100% 股权+中大英才 70% 股权

标的资产	主要交易对方	持有标的资产股权比例	支付方式		股票数量(亿股)
			现金对价(亿元)	股票对价(亿元)	
恒企教育 100% 股权	江勇	30.99%	1.19	2.53	0.17
	冯仁华	15.46%	0.64	1.21	0.08
	广发信德	7.88%	0.57	0.38	0.03
	江胜	7.70%	0.29	0.63	0.04
	道基金兴	7.00%	0.34	0.5	0.03
	张小金	5.68%	0.22	0.46	0.03
	李星余	5.68%	0.17	0.51	0.03
中大英才 70% 股权	中大瑞泽	80.00%	0.91	0.91	0.06
合计			5.71	8.11	0.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司向 4 名特定投资者募配 4.7 亿元（14.62 元/股），用于支付重组现金及中介费用

认购对象	认购金额 (亿元)	认购股数 (亿股)
江勇	2.3	0.16
前海开源开元弈方定增 41 号资产管理计划	2.1	0.14
道基晨灞	0.15	0.01
道基晨富	0.15	0.01
合计	4.7	0.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 恒企高管深度股权绑定，优化股权结构激发经营活力

● 转让对价以股份支付为主（三年期），同时 2.3 亿元参与募配资金认购

本次交易，恒企创始人江勇出让 30.99% 股权收到现金对价 1.19 亿元后（其余部分为股权对价，合计 1700 万股），支付 2.3 亿元参与募集资金认购，相当于无现金对价。本次交易后合计持股 3300 万股，占总 9.72%，其一直行动人江胜持股 433.92 万股，占总 1.28%；两人合计持股 11%。

江勇以及冯仁华、江胜、广州恒萱等恒企核心高管所持股份分两期解锁，第一期股份发行结束两年后，完成业绩补偿义务（若有）可解锁 10%，满三年后，完成业绩补偿义务（若有）全部解锁。恒企其余股东广发信德、道基金兴、繆子以诺、道基晨富等锁定期为一年。同时，江勇参与认购配套募集资金的股份自新增股份登记之日起锁定期三年。

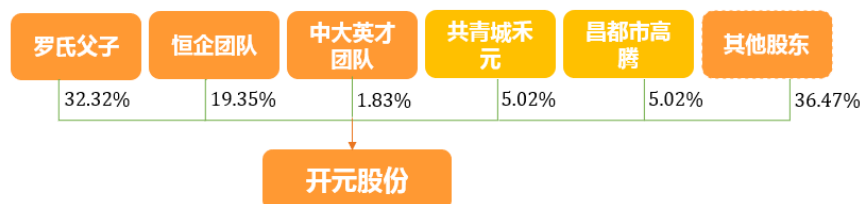
● 自筹资金以 22.05 元/股大宗受让公司 3.31% 股份

5 月 10 日，公司公告恒企教育创始人江勇先生拟通过大宗交易受让公司董事长、实控人罗建文先生所持公司 1125 万股（占总 3.31%），增持资金由江勇先生与其一致行动人江胜先生自筹取得。5 月 17 日，公司公告江勇通过大宗交易购买罗建文先生定向减持的 1125 万股股票，成本 22.05 元/股。

本次交易后江勇及其一致行动人持有公司股份合计为 4859.49 万股，占总股份比例由 11% 增至 14.31%（同时，冯仁华、江胜、广州恒萱等恒企核心高管合计持有 5.04%）。此外，目前公司实控人罗氏三父子，罗建文、罗旭东、罗华东分别持有 15.90%、13.22%、3.20% 公司股份，合计持股 32.32%；战投共青城禾元、昌都市高腾（粤民投）分别持股 5.02%。

随着公司转型逐步深入，恒企核心团队所持上市公司股权比例持续提升，公司股权治理结构进一步优化，激励体制持续完善，为大力拓展职教业务规模、增强盈利能力打造坚定后盾。

图 3：江勇及其一致行动人合计持有 14.31%（冯仁华、江胜、广州恒萱等恒企核心高管合计持有 5.04%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

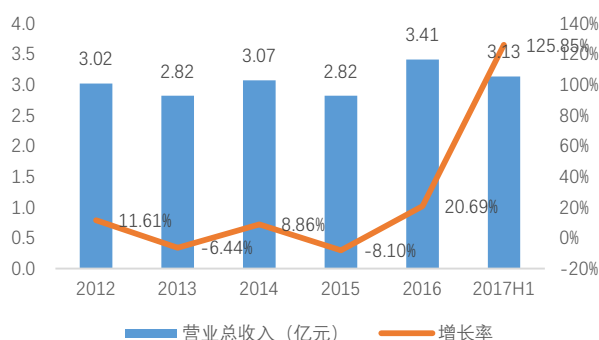
1.3. 提高对赌彰显发展决心，恒企并表致 17H1 业绩+992.84%

恒企并表后，恒企管理层主动向公司董事长罗建文先生提出提高业绩对赌，提高后2017-19年业绩对赌分别为1.5亿/2亿/2.5亿，合计不低于6亿元(较原17-18年对赌1.04亿/1.35亿大幅增长44.2%/48.1%，同时延长对赌期至19年)，充分彰显其未来发展信心。

17H1公司实现营收3.13亿元，同比增长125.85%(17Q1增速为27.34%)；归母净利润5511万元，同比增长992.84%(17Q1增速为429.63%)。业绩增长主要系恒企教育、中大英才17年3月起并表所致，其中恒企17年3-6月净利4934.24万元，归母净利润4831.04万元；中大英才17年3-6月净利848.76万元，归母净利润572.88万元。

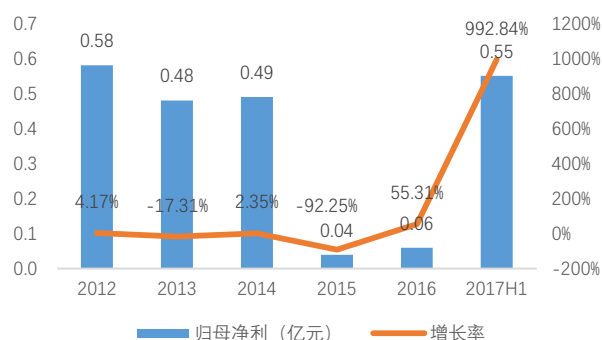
原主业方面，其中仪器仪表业务维持平稳发展，煤价虽然有所回升整体相对平稳，订单比去年稍有增长；燃料智能化业务收入减少比较多，主要系国电初步已经完成，华电、大唐等业务跟进相对较慢。

图4: 17H1 营收 3.13 亿, 同比增长 125.85% (17Q1 增速为 27.34%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图5: 17H1 归母净利润 5511 万, 同比增长 992.84%

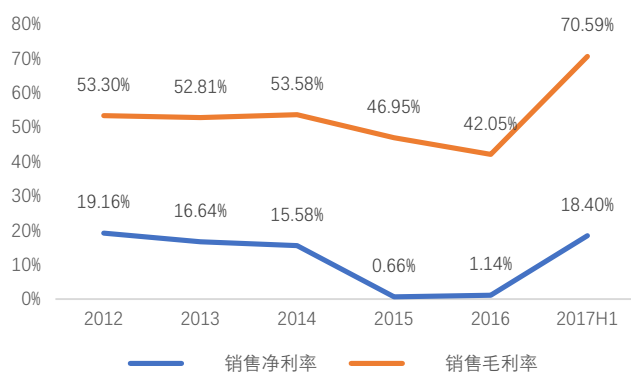


资料来源: wind, 天风证券研究所

17H1公司毛利率70.59%，同比增加24.56个百分点，主要系公司产品结构发生重大变化，由原来的检测分析仪器、燃料智能化产品扩大到职业教育的网络教育、线下教育所致；其中仪器仪表行业毛利率51.87%，同比增加5.93个百分点；职业教育行业毛利率80.03%。

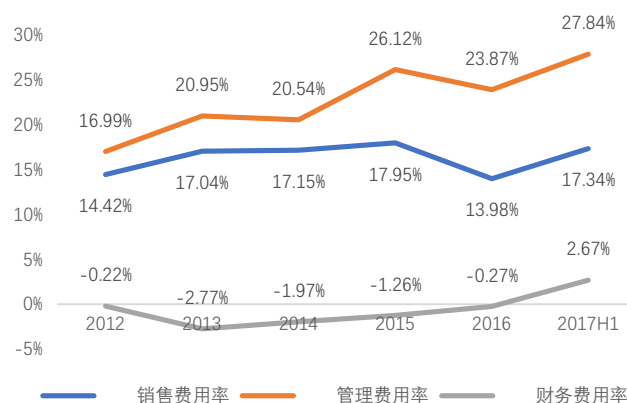
17H1内期间费用率47.85%，同比增加7.64个百分点，主要系并表的恒企教育、中大英才的销售费用影响所致。17H1净利率18.40%，去年同期为3.18%，同比增加15.22个百分点。

图6: 2012-2017H1 公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图7: 2012-2017H1 公司费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 优质内生+逐步协同，职教白马展现强劲生命力

2.1. 恒企扎实经营构筑稳固护城河

2.1.1. 培养会计+IT 实战人才，立足中小企业实际需求，掘金优质细分赛道

上海恒企教育前身为 2002 年设立的柳州恒企财务咨询公司，专为企业提供财务顾问服务，08 年重组，江勇团队接手开始朝会计培训领域规范化发展和扩张；11 年公司迁至广州，奠定全国扩展机制，拓展校区 21 家；13 年注册成立上海恒企教育，提供会计培训和 IT 培训，拓展校区达 160 家；17 年初重组开元股份上市；17 年 5 月以现金收购多迪剩余 42% 股权（此前恒企持有 58% 股份）进一步完善 IT 培训板块。

恒企帮助会计人员提升“会计实操”和“会计考证”两大技能，致力于培养操作技能强的实战型会计人才，直击企业运营中的实际问题，同时提升学员就业能力。在业内率先提出“会计实训”的概念，通过提供从入门级、实务级、全能级、精英级、猎才计划到大学研修班一系列课程，满足从低端会计上岗培训到高端企业管理会计的各类需求。恒企目标客户主要有：学习会计全套操作体系，掌握实操技能；有晋升诉求，需进行更高级技能学习；本身就是管理人员，需进行一定横向业务拓展。

图 8：恒企实操行业全覆盖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：恒企由 10 年以上经验名师授课



资料来源：公司官网，天风证券研究所

中小企业快速发展奠定需求基础，非学历职业教育市场规模持续扩大。工信部数据显示，截至 2015 年末，全国工商登记中小企业超 2000 万家，个体工商户超 5400 万户，占我国企业总数 99% 以上，对 GDP 贡献超 60%，对税收贡献超 50%，提供近 70% 的进出口贸易额，创造 80% 左右的城镇就业岗位，在国民经济和社会发展中起到举足轻重的作用。在经济转型升级浪潮下，中小企业对于人才的素质要求也日益提高；传统教育模式培育出的大学生数量庞大却不具备职业技能，而受过职业技能培训且拥有较强专业能力的人才相对缺乏，进而催生对非学历职业教育的巨大需求。

从国内产业结构现状，企业人才需求特点以及国家政策支持来看，未来拥有强大技术能力与专业教培经验的职教培训机构市场需求巨大。根据《国务院关于加快发展现代职业教育的规定》提出的目标预测，非学历职业教育市场规模将由 14 年 4237 亿元增长至 20 年 9800 亿元，在总体教育市场占比由 14 年 25.4% 扩大至 31%，年均复合增速超 15%。

2.1.2. “连”“锁”能力突出+教研实力雄厚，为成长保驾护航

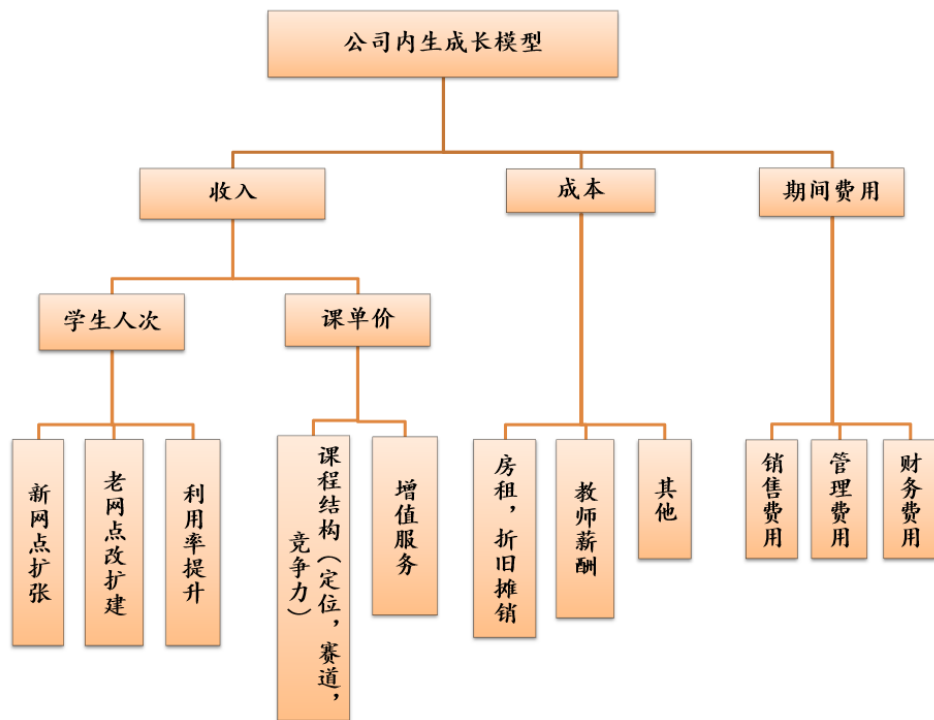
2.1.2.1. 稳步推进网点扩张，带动人次增长

通常而言，教培机构收入及业绩内生成长由学员人次和学员单价驱动，其中学员增长主要来自新校区扩张、老校区改扩建以及满座率提升；学员单价则有产品结构，核心优

势等因素决定，首先我们先分析学员人数端。

伴随着机构学员规模的壮大，网点拓展势在必行，扩张过程中机构的“连（即复制）”“锁（即管控）”能力尤为重要，其决定着能否实现优质异地复制以及由“小而美”走向“大而全”。在恒企的发展过程中，其“连”“锁”管理得到初步验证，目前在全国 20 个省市、150 多个城市开办了近 300 家网点。

图 10：一般教培机构收入及业绩成长由学员人次和学员单价驱动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒企经营发展模式可分为四个阶段的不同迭代与升级，具体如下：

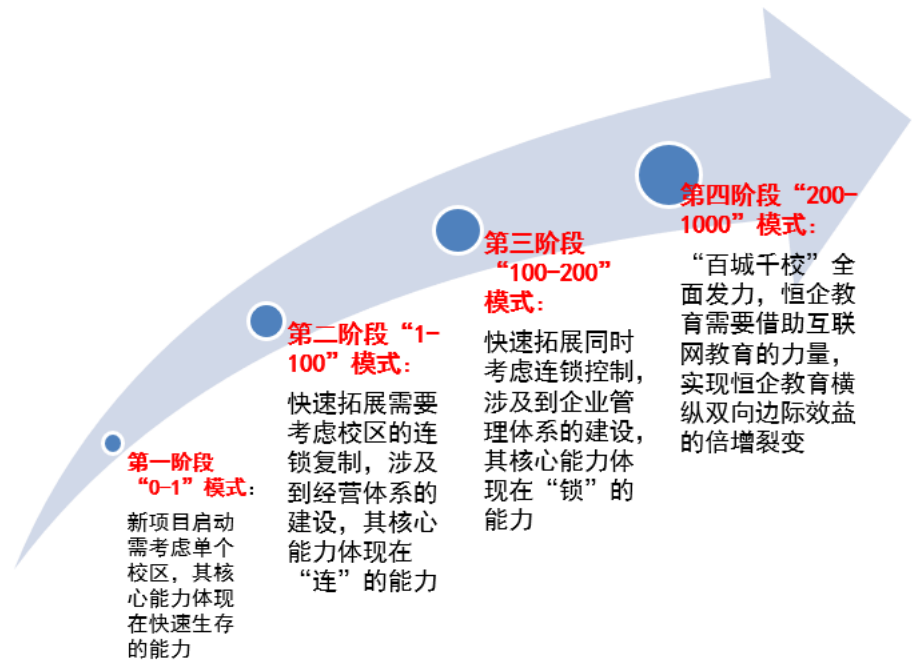
第一阶段：“0-1”，新项目启动需要考虑单个校区的盈利模型，涉及到产品研发、产品推广、校区筹建、招生营销、教学服务等多个维度融合，核心体现在快速生存能力。

第二阶段：“1-100”，即 100 个校区的快速拓展，快速拓展需要考虑到校区的连锁复制系统，涉及到经营体系的建设，其核心能力体现在“连”的能力，即校区快速复制盈利能力，以最简单高效方式建立企业“动力系统”，快速实现全国范围内布局与赢利。

第三阶段：“100-200”，在快速拓展时重点考虑连锁控制系统，涉及到企业管理体系建设，其核心能力体现在“锁”的能力，即校区安全控制能力，需要考虑信息化、标准化、团队梯队建设等多个维度，以最现代科学方式建立企业“刹车系统”。

第四阶段：“200-1000”，在恒企具备较强终端网点建设能力、终端管理运营能力下，借助互联网力量，整合多个专业内容研发和优质师资，实现恒企纵横双向边际效益倍增裂变。

图 11：恒企经营模式可分为四个阶段推进的不同迭代与升级



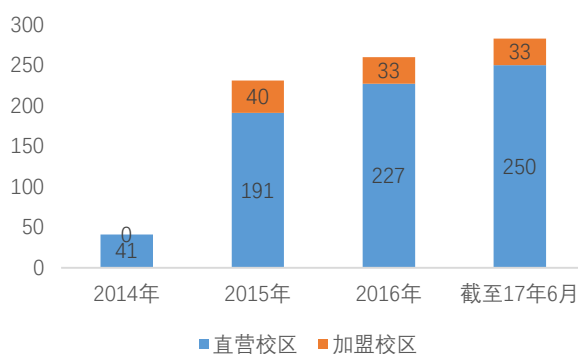
资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒企教育 17H1 新增证件齐全的网点 18 家，还有较多正在办理手续的网点；全年预计新建 50 家。恒企目前直营网点共 249 家左右，其中包括会计培训网店 220 多家，IT 培训网店 20 多家，加盟网点 33 家；同时上半年完成筹建华南集训基地。

一线城市、省会城市自营校区投资主要是在场地、人员及招生推广；课程、教学、线上招生在总部集中配置，投入成本相对低。一般单个校区人员配置为 8 人（包括校长、招生、教学、出纳/行政等；恒企总员工人数大约 2000 人，其中总部 470 人左右，校长岗位 130 左右，教学岗 570 人左右，招生岗 560 人左右），年师生比例大约为 1: 100 左右。校区盈亏平衡周期在半年到一年之间；三、四线城市及县城主要采取加盟模式，“双师课程”授课，总部在校区无人员配置，提供品牌管理、运营管理、教学管理，半年内均可实现盈亏平衡。

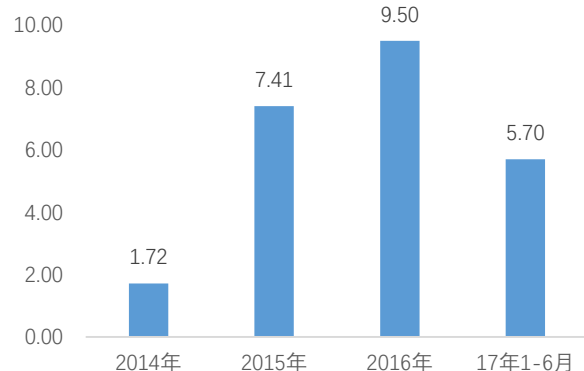
学生人数方面：17H1 恒企+多迪直营校区招生人数约 5.6-5.7 万人（包括会计，IT 和成考自考），同比增长约 27%（其中 IT 学员数量受多迪内部经营调整影响有部分下滑，因此会计学员增幅超 30%）。

图 12：恒企教育 17H1 新增证件齐全的网点 18 家



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：17H1 恒企+多迪招生人数约 5.7 万人，同比增长约 27%



资料来源：wind，天风证券研究所

未来空间还有多少？从单点校区营运分析得出，30 万以上市区常住人口地级城市、超过 20 万市区常住人口的县级城市，具备拓展至少一个校区的条件；市区常住人口在 100 万以上地级城市、一二线城市，则具备拓展 2 个以上校区的条件。**综上，恒企在现有一二线城市还可拓展 80 个以上校区，在现有三线地级城市还可拓展 120 家以上，在县级城市还可拓展 200 家以上校区，市场空间广阔。**

● **“新城市新市场”拓展**

未来校区拓展重点，拟定开发校区数量约占计划数的 65%。校区空白或稀少地区主要有北京、天津、福建、宁夏、甘肃、青海、山西、东北三省等省市，其中北京、天津作为直辖市，影响与辐射力大；福建作为经济较发达省份之一，市场潜力大，易于迅速扩张；山西作为煤炭生产大省，财务人员需求量旺盛；甘肃、宁夏、青海作为西部城市，会计人才相对缺乏。上述省市为恒企未来的重点拓展区域，空白校区的重点放在县级市、地级市及省会城市。

● **“老校区新市场”扩张**

在原有老校区巩固发展同时，复制成熟经验向周边扩张，在老校区的城市中再开新校区，在老校区的片区内寻找新商机，在老校区中开发新校区的数量约占计划数的 35%。重点放在广州、上海、重庆、西安、湖北、江苏等地。

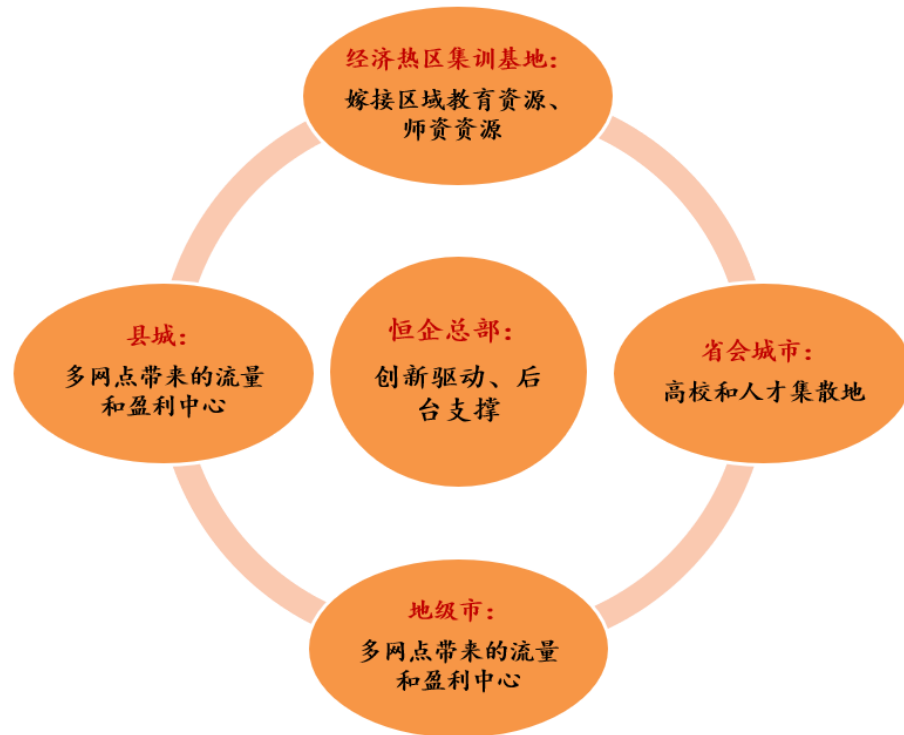
校区布局：省会城市按照所辖行政区划各设 2-3 个网点（校区）；地级市原则上按照所辖行政区划各设 1 个网点（校区）；县级市原则上设立 1 个网点（校区）。具体来看，“**五环布局**”终端教育设施：其中恒企总部核心价值体现在创新变革驱动和后台支撑；**经济热区集训基地**主要是指在广州、上海、重庆、武汉、北京、西安六大经济发达区域展开全日制办学，目前已经开设广州和上海，其核心价值是嫁接区域教育资源、师资资源，辐射全国范围；**省会城市**核心价值体现在高校和人才集散地，有利于服务每个省市终端网点；**地级市**核心价值体现在多网点带来的流量和盈利中心；**县城**核心价值体现在多网点带来的流量和盈利中心。

表 3：恒企在现有一二线城市还可拓展 80 个以上校区，在三线地级城市还可拓展 120 家以上，在县级城市还可拓展 200 家以上校区

年度	省份	拓展方式	数量	年度	省份	拓展方式	数量	
2017 年	安徽省	新城市筹建	1	2018 年	北京市	老校区扩建&新城市筹建	6	
	北京市	新城市筹建	8		河北省	老校区扩建	2	
	河北省	新城市筹建	3		吉林省	新城市（区）筹建	4	
	河南省	新城市筹建	1		辽宁省	新城市（区）筹建	7	
	陕西省	新城市筹建	3		内蒙古	新城市（区）筹建	3	
	福建省	新城市筹建	3		宁夏	新城市（区）筹建	1	
	广东省	老校区扩建&新城市筹建	6		山西省	新城市（区）筹建	7	
	湖南省	新城市筹建	3		陕西省	老校区扩建	2	
	江苏省	新城市筹建	1		福建省	新城市筹建	7	
	江西省	新城市筹建	1		广东省	老校区扩建	4	
	陕西省	老校区扩建	2		上海市	老校区扩建	3	
	浙江省	新城市筹建	6		浙江省	新城市筹建	2	
	甘肃省	新城市筹建	3		重庆市	老校区扩建	2	
	贵州省	新城市筹建	1		合计		50	
	四川省	新城市筹建	2					
	新疆	新城市筹建	2					
	云南省	新城市筹建	2					
	重庆市	新城市（区）筹建	2					
	合计				50			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：“五环布局”终端教育设施



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2.2. 完善升级产品矩阵，提升客单价

恒企多维度产品矩阵，扎实教研深度研发，深度覆盖会计、IT 等领域，恒企产品涵盖会计实操培训产品、会计考证培训产品、学历培训产品，其中：

会计实操培训产品有财务会计系列培训、猎才计划培训、中央财大研修班等培训产品、又推出了 CPA 高端培训项目。恒企坚持“产教研”结合，在全国设置多家研究院，深入一线走访调研各行业企业，创建“经验十一关”培训方法，将“会计零基础人员快速培养成企业财务精英”。

会计考证培训产品有初级职称考证、中级职称考证、注册会计师考证等培训产品。恒企研发的考霸魔方是“把教材变薄，把考点集中”一整套学习考试方案，通过十六级进阶，针对性解决学员问题；设置起航、精学和冲刺阶段，实现考证目标。

学历培训产品有成人教育培训、网络教育培训、自考培训等产品，其中名校直通车是恒企多年与高校战略合作和自身扎实办学积累所得。目前恒企与全国几十家知名财经院校签定教研合作和联合办学协议（中央财大研修班今年 6 月陆续招生，招生效果理想，成为校企合作新典范）；已建立基于成人教育、网络教育和自学考试三种方案的学一站式培训服务体系，帮学员实现高升专、专升本和本升研的名校梦想。

恒企成立四大研究院即会计考证研究院、会计上岗研究院、行业会计研究院、课程技术与服务研究院，对会计培训主要课程进行长期、持续跟踪研究，在课程产品和教学方式上适时革新，以达到保持课程产品满足学员不断变化需求。

图 15：恒企产品涵盖会计实操实战培训产品、会计考证培训产品、学历教育培训产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：恒企多维度产品矩阵深度覆盖会计等领域

	培养优秀财务会计			培养优秀管理会计		
课程大纲	<p>入门级</p> <p>《认识企业、驾驭会计》 《会计基础》 《出纳高手》 《EXCEL 财务应用》</p>	<p>实务级</p> <p>入门级 + 《商业会计实战(手工版)》 《商业会计实战(电脑版)》 《商业、酒店行业账务实训》(赠送)</p>	<p>全能级</p> <p>实务级 + 《10大税务软件实训》 《成本会计实战》 《工业会计沙盘演练》 《工业、旅游、物流行业账务实训》(赠送)</p>	<p>精英级</p> <p>全能级 + 《实用财务管理》 《企业管理报表实战演练》 《房地产、建筑、外贸、装饰、广告行业账务实训》(赠送)</p>	<p>卓越级</p> <p>精英级 + 《热门行业全财务解决方案》(听讲)(酒店、商超、工业、房地产;部门管理会计) 《集团财务管控》(听讲)(集团会计核算、集团财务管理) 《企业六大利车安全系统》(听讲)(预算管理、风险管理、成本费用管理、税务筹划、信息化管理) 《财务共享中心》(听讲)(核算智能化、数据共享、财务组织管理) 《企业资本运作》(听讲)(投融资管理、企业上市规范)</p> <p>精英级课程在校区面授;管理会计课程线上直播。</p>	<p>猎才计划</p> <p>精英级 + 《代理记账业务实习》 《热门行业全财务解决方案》(听讲+实操)(酒店、商超、工业、房地产;部门管理会计) 《集团财务管控》(听讲+实操)(集团会计核算、集团财务管理) 《企业六大利车安全系统》(听讲)(预算管理、风险管理、成本费用管理、税务筹划、信息化管理) 《财务共享中心》(听讲)(核算智能化、数据共享、财务组织管理) 《企业资本运作》(听讲)(投融资管理、企业上市规范)</p> <p>全部内容基地脱产面授</p>
经验		1. GA 财务核算与税务实战 2. 精细化核算与管理问题	1-2关 3. 五步万能成本法	1-3关 4. 快速财务分析与诊断	1-4关 6. 数据漏斗管理工具 8. 多行业全财务解决方案 10. 财务共享中心	5. 企业跨部门财务协同 7. 集团事业部财务管理 9. 企业六大利车系统 11. 企业投融资与资本运作
课次	22次	43次	66次	78次	78次校区面授+48次直播	3.5-4.5个月基地面授

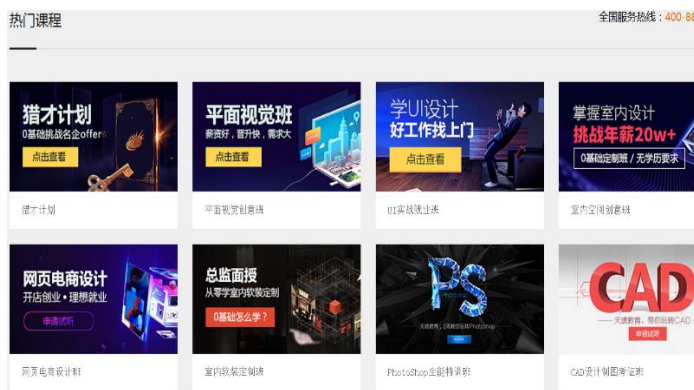
资料来源：公司官网，天风证券研究所

恒企全资子公司多迪科技主要从事 IT 培训业务，恒企收购其剩余 42%股权后。一方面产生较好的品牌效应从而带来收入规模化优势，另一方面也获取连锁经营带来的成本集约化优势。多迪被恒企教育收购后借鉴恒企快速扩张校区的管理经验也加快了校区数量扩张速度，2015 年校区数量达 18 家，16 年新增 10 家，17-20 年计划新开网点 8/6/2/1 家，复制管理经验加快校区扩张。

恒企 1.18 亿元收购天琥教育 56%股权，借力互联网视觉教育专家完善 IT 板块布局。10 月 13 日，公司公告恒企教育拟以 1.18 亿元收购天琥教育 56%股权，天琥教育承诺 2017-19 年扣非净利分别不低于 1200/1800/2800 万或 2017-19 年三年累积扣非净利不低于 5800 万；同时约定若天琥完成对赌，则恒企 2020/5/31 日前启动收购剩余 44%股权（交易对价为天琥 19 年扣非净利 12-15 倍）。本次交易对方之一道基晨瀚（恒企创始人江勇持有道基 4.76%股份）曾参与公司定增募配系关联方。

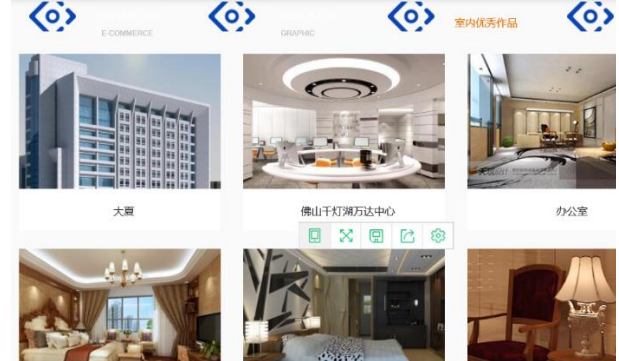
天琥教育创立于 2002 年，集设计培训、教育教学、设计课程研发于一体，已在全国 20 个省市拥有 32 所校区，300 多位设计师，课程涵盖 UI 实战、室内空间、品牌视觉、网页电商、PS 全能特训等；参与商业中标实训。计划到 19 年每年培训 5 万名学员，拥有 200 家校区。天琥教育 17 年 1-8 月营收 6187.91 万，净利润 546.56 万。恒企教育通过有效整合资源，在做深会计实操培训基础上完善 IT、设计板块，快速提升在 IT、设计行业市占率。发展 IT 更重要的意义在于实现跨赛道经营，职业教育各细分赛道之间壁垒相对较高，若恒企能将自身在会计领域的品牌优势、管理运营经验成功复制到 IT 领域，则未来成长空间将进一步打开。

图 17：程涵盖 UI 实战、室内空间、品牌视觉、网页电商等



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：天琥教育室内设计作品展

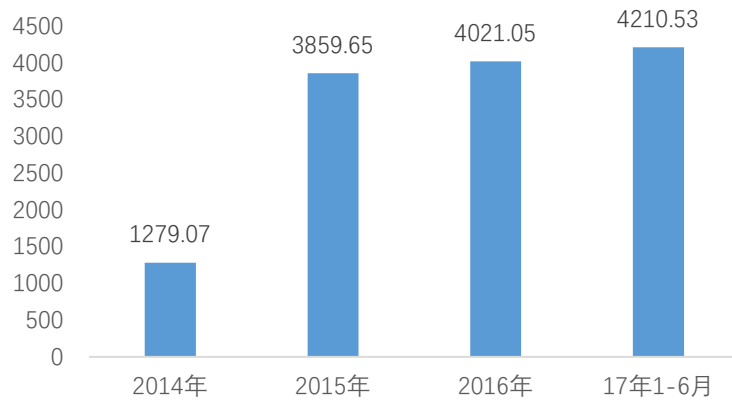


资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品结构升级有效提升客单价，目前恒企客单价约 4200 元/人（其中原有 IT 培训客单价 1.5 万元-1.6 万元左右，会计培训的平均客单价 4000 元左右），未来随着 CPA、中央财大研修班、IT 及室内设计等高端课程推出，客单价或进一步提升。2017 年 7 月，恒企升级“猎才计划”培训课程，并增设“卓越计划”培训课程，新“猎才计划”课程价格为 26800 元，提价 7000 元，内容在原来的基础上增加管理会计证书及工信部紧缺人才证书和中央财大的证书；增设的卓越计划培训课程价格为 19800 元，进一步丰富校区产品。校区课单价提升，校区业绩提高方面增加新的机会。

对于此前会计证暂停考试的政策预计将提升恒企客单价，促进行业集中度提升。会计证客单价大多在 1000 元/人左右，此业务的减少对于恒企整体客单价有积极的带动作用；同时，恒企深耕会计实操技能培训，专注提升学员实际工作技能，而非单纯考证，此政策预计将更多影响以考证为主的中小会计培训机构，进一步推动行业集中度提升。在人数方面，虽然会计证考证的低端培训学员人数大幅萎缩，但上半年恒企会计财经类招生人数实现 30%增长。

图 19：产品结构升级有效提升客单价，目前恒企客单价约 4200 元/人



资料来源：公司官网，天风证券研究所

今年上半年恒企设立四个控股子公司，建立起“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车板块，通过资源整合和深度融合，为恒企实现可持续发展带来新的利润增长点。同时，恒企教育完善了公司的架构设计升级，将恒企教育的事业部组织架构升级到了矩阵式组织架构，有效地提高项目管理效率，为后期多业务快速复制启动提供平台。

表 4：今年上半年恒企设立四个控股子公司，建立起了“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车板块

公司名称	简介
广州恒企教育科技有限公司	主要经营业务是围绕中国的高校市场进行专业共建、联合办学、共建实训室、培训服务等方面的合作
北京恒企知源图书公司	主要经营业务是围绕职业教育图书出版，推动公司教材专业出版业务，来提升公司品牌影响力
北京央财云研公司	主要经营业务是财经高端产品内容研发与交付、校企合作业务；
恒企教育国际公司	主要经营业务是在海外发展职业教育，并从海外引进一些优质教育资源服务于国内的学员。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

TO B 端业务或成未来发展新亮点，未来公司计划从以下几个方面开着 2B 端业务，发展带动业绩提升的新增长点。**具体来看：**①成立恒企行业专家委员会，整合名校、名师资源参与制定行业培训标准，共同编制课程，巡回公开课等；②与高校共建专业，联合建立实训室，参与高校教学改革，恒企负责学生招生、联合实训、参与专业课程教育、实习推荐等，高校开展基础教学、学籍管理、证书发放；③共同开设行业课程：名校、名企、名师相结合、共同开发行业类高端会计培训课程，针对行业的不同属性和财务管理实战需求组织各类行业会计专修班；④共建实习、实训基地。

2.1.3. 17H1 业绩+69%YoY，财务数据印证优质成长

恒企教育 17 年 1-6 月营收 2.4 亿元，同比增长 33%（订单收入 3.2 亿元，同比增长 69%）；净利 5097.4 万元，同比增长 69%，其中：

17 年 3-6 月，恒企营收 1.88 亿元，同比增长 22.48%，综合毛利率 80.85%，同比增长 0.43 个百分点。营收增长主要系通过新开和收购校区，进一步增加校区数量，同时对原有课程产品进行优化升级，主推高端课程，提高学员客单价。目前，恒企新校区收入占比未超过 10%，未来随着校区成熟率的提升将带动营收业绩持续增长；同时，恒企已摸索出科学的 O2O 互联网办学模式，2016 年在线教育订单不足 500 万元，17 年上半年在线教育订单已达 5000 万元，预计全年超过 1 亿元。

其中，会计收入同比增长 21.90%；学历中介业务收入 3146.9 万元，同比增长 905.04%，占比由去年同期 2.03%提升至 16.68%，毛利率超过 90%；IT 业务收入同比减少 29.70%（主

要系公司对多迪管理团队和股权结构进行优化；从7-8月份情况来看，较4-6月份有明显回升)。未来公司计划财经类培训收入占比降到40%左右，IT、设计以及高校等业务占到60%左右。

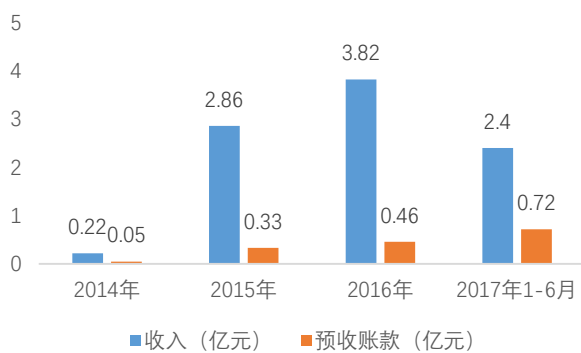
毛利率 80.58%，同比增长 0.43 个百分点，其中因业务结构变化（主要系高毛利率学历中介业务占比提升）带动毛利率同比增长 3.73 个百分点，因单项业务毛利率变化（IT 业务毛利率下滑），影响综合毛利率同比减少 3.32 个百分点。

期间费用率 49.58%，同比增加 10.24 个百分点，其中销售费用 3501.94 万，同比增长 34.9%，主要系①职工薪酬同比增长 40%，新增 CPA、中央财大研修班等高端高价课程销售带动销售人工成本增加；②网络广告推广费同比增长 54%；恒企获客成本（含销售人员工资）在 600 元左右（占其平均客单价的 14.29%），显著低于竞争对手，主要系口碑效应、学员转介绍以及中大英才的导流有效降低招生成本，招生成本是教培机构能否持续健康生长的关键指标，较低的获客成本将进一步释放恒企盈利空间与成长潜力。**管理费用 5023.66 万元，同比增长 72.74%**，主要系校区数量，员工人数增加，新增自考等业务，职工薪酬同比大幅度增长；**财务费用 828.32 万元，同比增长 49.32%**，主要系高端产品贷款比例增加，公司承担利息支出增加。

归母净利润 4899.43 万元，同比增长 19.68%，主要系销售收入增加，毛利同比增加 2856 万元；受高新技术企业税收优惠的影响，同比节约所得税费用 500 万元。

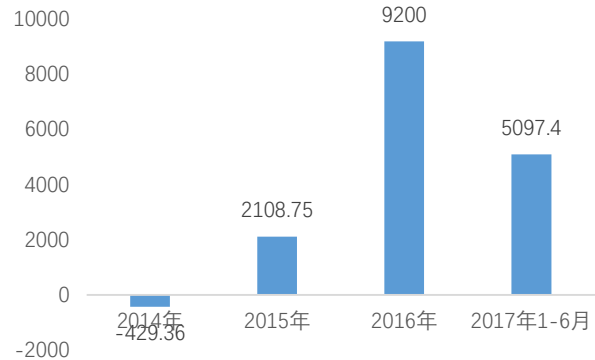
实现经营活动现金流净额 6434.68 万元，同比增长 23.75%，主要因报告期公司新推 CPA 等高端产品销售火爆回款增加、全额贷款比例提高增加回款等因素综合影响所致。

图 20：恒企 17 年 1-6 月实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 33%



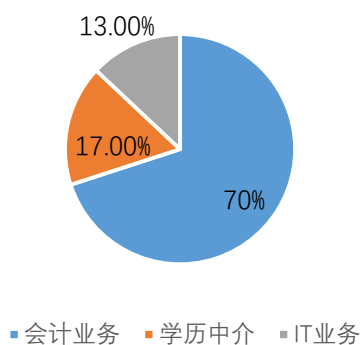
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：恒企 17 年 1-6 月净利 5097.4 万元，同比增长 69%



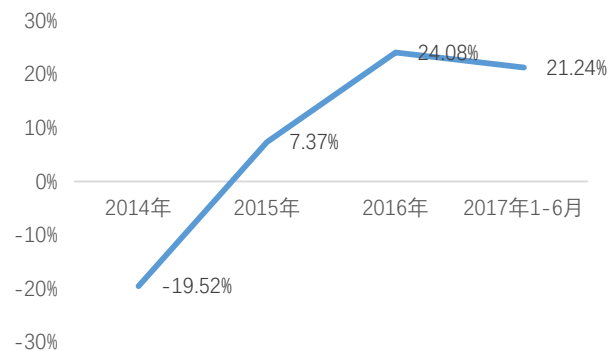
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：学历中介业务占比由去年同期 2.03% 提升到 16.68%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：恒企净利率持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 中大英才深耕在线职教培训

2.2.1. 专注构建完整线上职教体系

中大英才成立于 2010 年，专注职业考试、技能培训等在线培训业务及图书销售，通过中大网校及业务系统为学员提供相关行业资讯、咨询、交互式学习及服务。目前积累了上千万职业资格人群用户，数百万的会员用户，在职业教育领域拥有用户与流量的领先优势。具体来看：

在线培训课程覆盖领域包括建筑工程、财经金融、医药卫生、职业资格等，具体可分为自制及第三方课程，其中自制课程由中大英才教研团队与专兼职教师制作相应职业培训课程，并上传至中大英才网站及网络课堂合作方，学员购买课程后可在下次所买课程对应的资格考试开始前通过 PC 端、手机 app 观看课程；**第三方课程**中大英才以合作分成形式获得第三方合作网校课程的开课权，用户浏览中大网校网站时，下单并支付购买课程。

图书业务主要为相关考试辅导书籍及考试教材，其向出版社采购，以零售和随课程打包方式通过中大英才网站及合作平台销售。

学习卡为中大英才制作固定金额的学习卡。

媒体广告业务分广告联盟与课件联盟，广告联盟：在中大英才网站展示百度等第三方网站的广告代码，由第三方按照 CPC 方式支付广告收入分成；**课件联盟**：在中大网校网站展示第三方的课件代码，用户点击并购买课件后，由第三方按照 CPS 方式支付收入分成。

图 24：中大英才成立于 2010 年，专注职业考试、技能培训等在线培训业务及图书销售



资料来源：公司官网，天风证券研究所

多维提升核心竞争力，构建完整在线职业教育体系。第一、**技术优势**：中大英才创立的教学平台，拥有独立的技术研发团队，搭建 Bright 学习平台、开发平台、代理商平台、营销平台、报表系统等完整的信息化体系，保证整体业务稳定、高效运行；第二、**用户及流量优势**：通过多种渠道推动公司产品及业务发展，一方面通过与百度、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，积累丰富的稀缺资源，确保 PC、M 端的精准用户导入，另一方面通过与出版社、书商等合作，利用图书资源有效推广网校视频课程，并通过自编辅导书获取了部分考试类项目相对优质、精准的用户资源。在职业教育领域拥有大量用户及流量优势。第三、**完整在线职业教育体系**：中大英才以先进的信息技术为基础，覆盖各类职称考试类别，拥有录播、直播、图书、题库等完整的体系化教学手段，构建从流量入口到变现至售后服务均有布局的完整在线职业教育服务体系。

中大英才不仅在技术相对完整，包括从流量入口、变现至售后服务的完整布局，也包括各类平台布局；在产品类别方面也较为完善，既有职称考试类别，又能做到录播、直播、图书、题库等体系化完整。中大英才在深入化发展上有相对优势的基础和实践经验。

表 5：中大用户及流量优势显著

	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
建筑工程类在线培训课程	9,285	11,791	21,670
财会类在线培训课程	5,700	8,524	12,308
职业资格类在线培训课程	3,447	4,489	5,350
医药卫生类在线培训课程	594	856	2,711
职业技能类在线培训课程	293	2,021	2,487
其他在线培训课程	971	382	674
直播业务	0	0	8,046
学历代招生业务	0	0	215
合计总缴费人次	20,290	28,063	53,461

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：中大英才用户转化率持续提升

	2014			2015			2016.1-8		
	用户数量	付费用户	转化率	用户数量	付费用户	转化率	用户数量	付费用户	转化率
自有平台	2.7 万人	2.02 万人	75.10%	2.78 万人	2.2 万人	78.90%	1.5 万人	1.18 万人	79%
合计		2.03 万人			2.87 万人			5.35 万人	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. “恒”“大”融合，互联网边际效应逐步显现

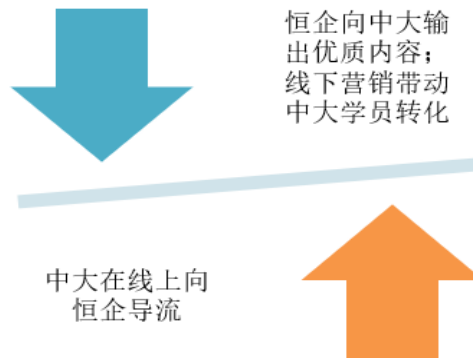
此外，未来中大英才与恒企教育的协同效应将进一步显现，实现深度融合，具体来看：

一方面是流量，中大英才可以把海量学生资源导入恒企，中大英才主要是线上的资格考试培训，有包括会计、建筑、安全、证券、医学等在内的细分赛道，每年网站上有 2000-3000 万的访问 IP，600-700 万注册用户，其中 20%-25%属于财务会计类的，这部分人群（约 140 万）考完证书后会有实操的需求，通过对接到恒企，进而带动恒企业绩提升；

另一方面恒企拥有优质教研内容，帮助中大打造优化教育内容，从而提高竞争力。恒企内容研发的能力在行业里出类拔萃，利用中大英才的互联网教育技术优势结合自身内容资源，实现线上收入增长较快。同时，恒企线下近 300 网点的推广能力将有效提升中大学员转化率，双方共同成长。

双方深度融合体现在海量学员数据，优质师资资源以及内容资源等方面，为中大英才的订单收入、恒企的单校边际效应提升带来长期持续的促进作用。恒企和中大相互取长补短，借助全国教育网点资源和领先的互联网技术，走出了一套科学的“O2O 个性化教育和 O2O 终生教育”的线上线下教育办学模式。

图 25：双方深度融合体现在海量学员数据，优质师资资源以及内容资源等方面



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.3. 17H1 订单收入+66%YoY，净利率 35.6%

中大英才 2017 年 1-6 月营收 2633 万元，同比增长 28%（订单收入 3000 万元，同比增长 66%，实现了订单成交量 15.6 万次，同比增长 407%）；净利 938.7 万元，同比增长 20%，其中：

17 年 3-6 月，中大实现营收 2058.58 万，同比增长 17.69%；增长主要系一方面发展图书业务，实现大规模增长，另一方面根据客户需求进行软件研发，获得软件业务收入。中大英才深度开发准题库系统，推进网络教育的业务，在政府推动简政放权等相关职业资格评定考试带来影响背景下，实现订单收入、订单量快速增长，

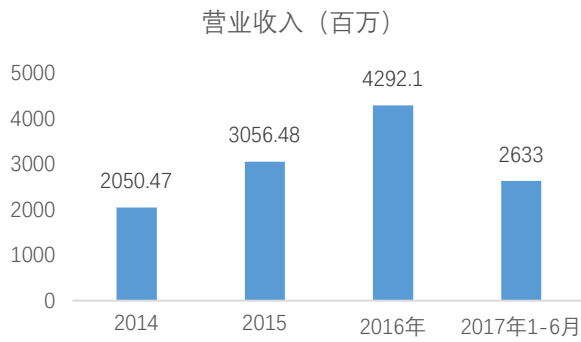
其中课程业务营收同比减少 4.20%，主要系因取消或减少相关职业资格评定，但公司进一步控制录制成本，课程产品毛利率同比增长 1.01 个百分点达 83.33%；图书营收同比增加 28076.83%，主要系去年同期销售规模小，今年业务不断扩张，规模效应明显，毛利率同比增长 9.84 个百分点达 17.84%，图书业务收入占比由去年同期 0.06%增长至 14.22%；新拓展软件开发领域，17H1 实现软件收入 209.91 万，该业务毛利率 81.20%。

期间费用（销售、管理、财务）566.67 万元，同比增长 13.03%；其中销售费用 329.79 万元，同比减少 2.71%，主要系内营建呼叫中心与销售中心，因此佣金与广告费减少；管理费用 238.33 万元，同比增长 46.68%，主要系研发投入增长。

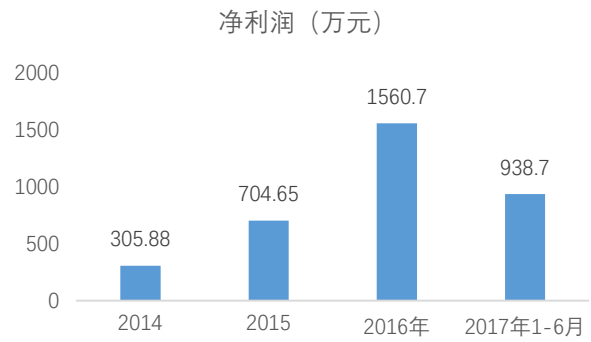
实现净利 848.76 万，同比增长 25.55%，净利率 35.6%；经营活动现金流净额 876.63 万元，同比增长 660.74%。

图 26：中大英才 2017 年 1-6 月营收 2633 万元，同比增长 28%

图 27：中大英才 2017 年 1-6 月净利 938.7 万元，同比增长 20%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

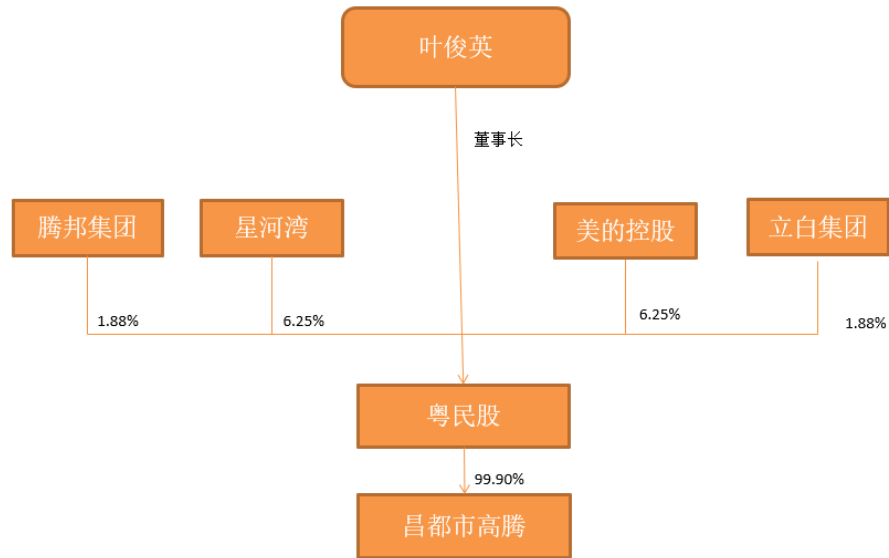
3. 粤民投首次举牌，引战投加速产融结合

粤民投首次二级市场举牌，教育产业理解深刻，9月21日，公司公告股东罗华东向共青城禾元投资管理合伙企业(有限合伙)、昌都市高腾企管公司分别转让其所持开元股份1703.40万股（占总5.02%）以及由此所衍生的所有股东权益，转让均价21.47元/股。本次转让后，罗华东持有1086.30万股（占总3.20%），罗氏家族合计持股32.32%，恒企系持股19.35%，中大英才系持股1.83%、共青城禾元、昌都市高腾分别持股5.02%。未来或进一步推动公司职教业务产融结合，广东民营投资股份有限公司（粤民投）持有昌都市高腾企业管理公司99.9%股份。

粤民投系广东首个民营企业联合投资综合平台，成立于2016年9月，公司注册资本500亿，发起股东包括美的控股、星河湾、碧桂园、立白集团等16家广东省居民营经济龙头。粤民是广东省首个民营联合投资平台，同时也是国内规模最大，覆盖范围最广的民营投资平台之一，受到了广东省委政府的高度重视。

粤民投涵盖了教育，环保，高科技等产业领域，主要投资方向包括金融，文化产业，高端制造，健康产业，绿色产业等方向。叶俊英先生拥有超过18年金融证券从业经历，历任广发证券投行部总经理，广发证券有限责任公司副总裁和易方达基金副董事长，总裁和易方达基金董事长，拥有丰富的金融投资和管理经验。公司未来在立足恒企+中大英才优质内生基础上，或借助粤民投的产业背景持续夯实职教板块，推动职教业务产融结合，进军中国职教第一梯队。

图 28：粤民投系广东首个民营企业联合投资综合平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 维持盈利预测，给予买入评级

恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作，有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。

我们预计恒企会计培训网点 17-19 年每年新开 40 家, 37 家, 35 家, 则结合已有网点, 17-19 年恒企会计网点分别为 244 家、281 家以及 316 家；会计课程营收分别为 4.4 亿、5.1 亿、5.9 亿元；多迪 IT 培训 17-19 年分别新开 6 家、5 家、4 家新店，营收分别为 1.5 亿、2 亿、2.7 亿；天琥教育 17-19 年营收分别为 0.9 亿（备考）、1.2 亿、1.7 亿元；学历中介业务营收分别为 0.50 亿、0.66 亿、0.86 亿元。

中大英才 17-19 年营收分别为 0.40 亿、0.54 亿、0.76 亿元；原主业营收分别为 3 亿、3.4 亿、3.8 亿元。目前教育类公司 2017 年平均估值水平为 30-40xPE 左右，其中幼教龙头威创股份 17 年估值 46xPE；K12 领域新南洋 17 年估值 35xPE；同为职业非学历教育赛道的百洋股份 17 年估值为 31xPE（备考）。

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元、0.88 元；当前股价对于 PE 为 49 倍、36 倍、29 倍，**维持买入评级。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	159.39	177.14	78.57	94.86	111.54
应收账款	244.22	268.48	1,175.66	570.17	1,482.75
预付账款	6.91	12.80	35.85	13.47	40.22
存货	142.73	111.24	422.89	164.32	490.02
其他	29.84	21.79	90.75	63.20	116.08
流动资产合计	583.09	591.46	1,803.71	906.02	2,240.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	222.77	260.22	277.60	312.47	344.84
在建工程	36.93	15.05	45.03	75.02	75.01
无形资产	46.32	43.18	40.14	37.10	34.06
其他	41.96	54.52	46.91	49.09	49.76
非流动资产合计	347.98	372.97	409.68	473.68	503.68
资产总计	931.07	964.43	2,213.39	1,379.71	2,744.29
短期借款	0.00	20.00	694.46	48.13	908.39
应付账款	65.63	101.54	157.41	143.82	204.75
其他	103.13	77.98	272.93	159.83	307.90
流动负债合计	168.77	199.51	1,124.81	351.78	1,421.04
长期借款	0.00	0.00	159.18	0.00	164.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.36	2.24	2.26	2.29	2.26
非流动负债合计	2.36	2.24	161.44	2.29	166.89
负债合计	171.12	201.75	1,286.25	354.06	1,587.93
少数股东权益	9.15	7.14	5.49	1.96	(0.92)
股本	252.00	252.00	339.62	339.62	339.62
资本公积	286.28	286.28	286.28	286.28	286.28
留存收益	490.87	494.24	582.02	684.06	817.67
其他	(278.35)	(276.99)	(286.28)	(286.28)	(286.28)
股东权益合计	759.95	762.68	927.14	1,025.64	1,156.36
负债和股东权益总计	931.07	964.43	2,213.39	1,379.71	2,744.29

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1.85	3.89	175.36	242.96	298.21
折旧摊销	18.68	21.90	15.68	18.18	20.68
财务费用	(2.32)	0.68	28.59	29.91	37.22
投资损失	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
营运资金变动	(47.97)	(18.97)	(1,052.35)	785.12	(1,109.60)
其它	8.70	25.89	(1.74)	(3.59)	(2.95)
经营活动现金流	(21.06)	33.42	(834.46)	1,072.59	(756.43)
资本支出	62.93	34.25	59.97	79.98	50.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.30	(64.76)	(119.98)	(159.99)	(100.03)
投资活动现金流	83.23	(30.52)	(60.01)	(80.01)	(50.01)
债权融资	0.00	20.00	853.64	48.13	1,073.01
股权融资	5.50	2.28	49.74	(29.91)	(37.22)
其他	(18.54)	(6.81)	(107.49)	(994.51)	(212.66)
筹资活动现金流	(13.04)	15.48	795.90	(976.29)	823.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	49.12	18.37	(98.57)	16.29	16.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	282.48	340.92	982.11	1,185.72	1,394.29
营业成本	149.86	197.56	376.15	404.33	458.72
营业税金及附加	3.04	6.31	15.71	17.79	20.91
营业费用	50.69	47.67	137.50	188.53	221.69
管理费用	73.79	81.39	217.05	262.04	294.19
财务费用	(3.56)	(0.92)	28.59	29.91	37.22
资产减值损失	16.54	16.82	14.00	15.00	15.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
其他	0.00	0.05	0.02	0.02	0.02
营业利润	(7.87)	(7.93)	193.11	268.11	346.26
营业外收入	13.07	14.31	11.80	15.50	10.10
营业外支出	0.42	0.79	0.65	2.00	9.00
利润总额	4.78	5.59	204.26	281.61	347.36
所得税	2.92	1.70	30.64	42.24	52.10
净利润	1.85	3.89	173.62	239.37	295.26
少数股东损益	(1.94)	(2.00)	(1.74)	(3.59)	(2.95)
归属于母公司净利润	3.79	5.89	175.36	242.96	298.21
每股收益(元)	0.01	0.02	0.52	0.72	0.88

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.10%	20.69%	188.07%	20.73%	17.59%
营业利润	-117.19%	0.75%	-2534.68%	38.84%	29.15%
归属于母公司净利润	-92.25%	55.31%	2876.39%	38.55%	22.74%
获利能力					
毛利率	46.95%	42.05%	61.70%	65.90%	67.10%
净利率	1.34%	1.73%	17.86%	20.49%	21.39%
ROE	0.51%	0.78%	19.03%	23.73%	25.77%
ROIC	-0.90%	-1.09%	33.96%	15.27%	34.91%
偿债能力					
资产负债率	18.38%	20.92%	58.11%	25.66%	57.86%
净负债率	-19.81%	1.54%	0.50%	34.52%	18.25%
流动比率	3.46	2.96	1.60	2.58	1.58
速动比率	2.61	2.41	1.23	2.11	1.23
营运能力					
应收账款周转率	1.24	1.33	1.36	1.36	1.36
存货周转率	2.28	2.68	3.68	4.04	4.26
总资产周转率	0.31	0.36	0.62	0.66	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.02	0.52	0.72	0.88
每股经营现金流	-0.06	0.10	-2.46	3.16	-2.23
每股净资产	2.21	2.22	2.71	3.01	3.41
估值比率					
市盈率	2,285.59	1,471.66	49.44	35.69	29.08
市净率	11.55	11.48	9.41	8.47	7.49
EV/EBITDA	628.12	486.74	39.63	27.14	23.72
EV/EBIT	-386.87	-706.05	42.44	28.79	25.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com