

## 多赛道稳健布局, 职教业务未来看好

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营业收入 5.8 亿元, 同比大幅增长 184%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比大幅增长 1483%; 三季度单季实现营业收入 2.7 亿元, 同比大幅增长 305%, 归母净利润 5406 万元, 同比大幅增长 2814%。公司预测受恒企教育、中大英才并表影响, 2017 全年归母净利润将大幅提升。
- **恒企教育&中大英才并表, 业绩表现亮眼。** 三季度业绩大幅增长主要系恒企教育、中大英才自 3 月开始纳入合并范围。在高毛利职教业务并表带动下, 公司综合毛利率提升 21.4pp, 三费率提升 2.01pp。其中, 销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长 237%、149%和 7444%。
- **恒企收购天琥教育 56%股权, 多赛道布局更进一步。** 10 月 13 日, 公司宣布拟由全资子公司恒企教育现金收购上海天琥教育 56%的股权, 并承诺附加条件生效实现后(天琥教育 2017、2018、2019 年期间实现扣除非经常性损益后的净利润不低于 1200 万元、1800 万元、2800 万元或 2017-2019 年三个年度累积扣非净利润不低于 5800 万元), 在 2020 年 5 月 31 日前启动收购剩余 44% 股权事宜, 彼时将以标的公司 2019 年扣非净利润的 12-15 倍价格进行收购。  
上海天琥主要提供设计类的教育培训, 上海天琥能够提供 UI 设计、平面视觉设计、网页电商设计等多个品类设计课程, 为学员提供学习、实操、就业培训、就业后跟踪等多个阶段的服务。**收购完成后, 恒企教育有望逐步实现“跨赛道、多赛道”布局, 最终形成线上线下结合、覆盖“财经、IT、设计”的业务生态, 成为国内职业教育第一梯队企业。**
- **中大英才主动求变, 完成产品结构转变。** 面对职业资格评定考试变化的不利影响, 中大英才积极发展其他业务, 实现了产品结构的转变, 其中图书业务收入占总收入的比重由去年同期的 0.06% 上升至 14.22%, 并针对客户需求进行软件研发, 实现了软件收入。此外, 公司开发准题库系统, 积极推进网络教育有望。我们认为, 中大英才针对市场变化, 主动出击进行产品结构转变, 有望利用既有优势形成良性发展。
- **引入战略投资者, 产融结合有望加速。** 报告期内, 公司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持有的 5.02% 股权。转让后罗华东持有公司 3.20% 股权, 与罗建文、罗旭东合计持股 32.31%, 实控人地位未发生变化。粤民投持有昌都市高腾企管公司 99.9% 股份, 是国内规模最大, 覆盖范围最广的民营投资平台之一, 发起股东包括美的控股、立白集团等 17 家广东省龙头民企, 产业背景雄厚, 引入战略投资者完成了对公司股权结构的优化, 未来产融结合有望提速。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.8 亿、2.9 亿和 3.6 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.53 元、0.84 元、1.05 元。公司职教布局稳扎稳打、思路清晰, 看好公司未来发展, 维持目标价 28.60 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险, 业绩承诺或不及预期的风险, 业务整合或不及预期的风险。

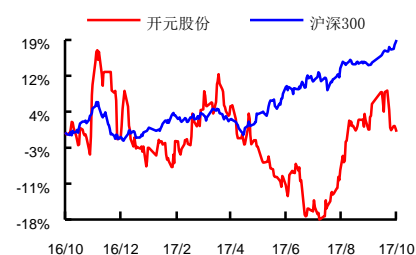
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	340.92	855.51	1217.09	1464.79
增长率	20.69%	150.94%	42.26%	20.35%
归属母公司净利润(百万元)	5.89	178.82	286.16	357.67
增长率	55.31%	2935.22%	60.02%	24.99%
每股收益 EPS(元)	0.02	0.53	0.84	1.05
净资产收益率 ROE	0.51%	8.32%	12.26%	14.24%
PE	1360	45	28	22
PB	10.51	3.62	3.36	3.13

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517030001  
邮箱: zhuzh@swsc.com.cn  
联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.40
流通 A 股(亿股)	1.69
52 周内股价区间(元)	19.34-27.58
总市值(亿元)	80.15
总资产(亿元)	27.53
每股净资产(元)	6.06

### 相关研究

1. 开元股份(300338): 恒企、中大业绩兑现, 职教龙头扬帆起航 (2017-08-28)
2. 开元股份(300338): 恒企创始人增持展信心, 职教业务未来可期 (2017-05-11)
3. 开元仪器(300338): 2017Q1 业绩亮眼, 职业教育是重要看点 (2017-04-19)
4. 开元仪器(300338): 非公开发行完成, 职教龙头拨锚起航 (2017-03-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	340.92	855.51	1217.09	1464.79	净利润	3.89	184.35	292.90	364.97
营业成本	197.56	282.59	364.40	423.94	折旧与摊销	21.90	38.57	38.57	38.57
营业税金及附加	6.31	14.12	19.47	23.44	财务费用	-0.92	7.83	12.79	14.99
销售费用	47.67	119.77	170.39	205.07	资产减值损失	16.82	12.00	12.00	12.00
管理费用	81.39	205.32	292.10	351.55	经营营运资本变动	15.94	-379.10	-250.93	-168.55
财务费用	-0.92	7.83	12.79	14.99	其他	-24.21	-15.68	-11.45	-11.66
资产减值损失	16.82	12.00	12.00	12.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>33.42</b>	<b>-152.02</b>	<b>93.88</b>	<b>250.33</b>
投资收益	-0.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.37	-1305.19	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-11.15	5.83	-2.08	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-30.52</b>	<b>-1299.36</b>	<b>-2.08</b>	<b>0.07</b>
<b>营业利润</b>	<b>-7.93</b>	<b>213.89</b>	<b>345.93</b>	<b>433.80</b>	短期借款	20.00	99.84	75.94	-20.55
其他非经营损益	13.52	10.94	11.26	11.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5.59</b>	<b>224.82</b>	<b>357.19</b>	<b>445.09</b>	股权融资	0.00	1280.99	0.00	0.00
所得税	1.70	40.47	64.29	80.12	支付股利	-2.52	-3.91	-118.79	-190.09
净利润	3.89	184.35	292.90	364.97	其他	-2.00	-17.12	-12.79	-14.99
少数股东损益	-2.00	5.53	6.74	7.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>15.48</b>	<b>1359.79</b>	<b>-55.64</b>	<b>-225.63</b>
归属母公司股东净利润	5.89	178.82	286.16	357.67	<b>现金流量净额</b>	<b>18.62</b>	<b>-91.59</b>	<b>36.16</b>	<b>24.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	177.14	85.55	121.71	146.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	300.65	769.00	1085.32	1304.96	销售收入增长率	20.69%	150.94%	42.26%	20.35%
存货	111.24	166.25	215.08	250.67	营业利润增长率	-0.75%	2796.59%	61.74%	25.40%
其他流动资产	2.43	5.37	7.98	9.47	净利润增长率	109.83%	4643.04%	58.88%	24.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	80.11%	1894.82%	52.64%	22.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	275.27	242.81	210.34	177.87	毛利率	42.05%	66.97%	70.06%	71.06%
无形资产和开发支出	47.08	1346.77	1341.27	1335.77	三费率	37.59%	38.92%	39.05%	39.02%
其他非流动资产	50.62	44.18	45.66	44.98	净利率	1.14%	21.55%	24.07%	24.92%
<b>资产总计</b>	<b>964.43</b>	<b>2659.92</b>	<b>3027.35</b>	<b>3270.21</b>	ROE	0.51%	8.32%	12.26%	14.24%
短期借款	20.00	119.84	195.78	175.23	ROA	0.40%	6.93%	9.67%	11.16%
应付和预收款项	141.31	288.82	394.02	472.74	ROIC	-1.03%	12.57%	12.15%	14.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.83%	30.42%	32.64%	33.27%
其他负债	40.44	36.45	48.63	58.44	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>201.75</b>	<b>445.11</b>	<b>638.43</b>	<b>706.40</b>	总资产周转率	0.36	0.47	0.43	0.47
股本	252.00	339.62	339.62	339.62	固定资产周转率	1.41	3.51	5.75	8.18
资本公积	286.28	1479.65	1479.65	1479.65	应收账款周转率	1.44	1.94	1.59	1.48
留存收益	207.96	382.87	550.24	717.82	存货周转率	1.49	1.95	1.87	1.78
归属母公司股东权益	755.53	2202.14	2369.51	2537.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.70%	—	—	—
少数股东权益	7.14	12.67	19.41	26.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>762.68</b>	<b>2214.82</b>	<b>2388.92</b>	<b>2563.80</b>	资产负债率	20.92%	16.73%	21.09%	21.60%
负债和股东权益合计	964.43	2659.92	3027.35	3270.21	带息债务/总负债	9.91%	26.92%	30.67%	24.81%
					流动比率	2.96	2.32	2.25	2.43
					速动比率	2.41	1.94	1.91	2.07
					股利支付率	42.77%	2.19%	41.51%	53.15%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	13.05	260.29	397.29	487.36	每股收益	0.02	0.53	0.84	1.05
PE	1360.41	44.82	28.01	22.41	每股净资产	2.25	6.52	7.03	7.55
PB	10.51	3.62	3.36	3.13	每股经营现金	0.10	-0.45	0.28	0.74
PS	23.51	9.37	6.59	5.47	每股股利	0.01	0.01	0.35	0.56
EV/EBITDA	440.33	30.78	20.26	16.42					
股息率	0.03%	0.05%	1.48%	2.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn