

日期: 2017年10月30日

行业: 教育



# 职教业务稳定增长，盈利能力逐季提升

## ——2017年三季度报点评

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 (2017.10.26)

报告日股价 (元)	23.60
12mth A 股价格区间 (元)	19.34/27.57
总股本 (百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.78%
流通市值 (亿元)	39.90
每股净资产 (元)	6.06
PBR (X)	3.89

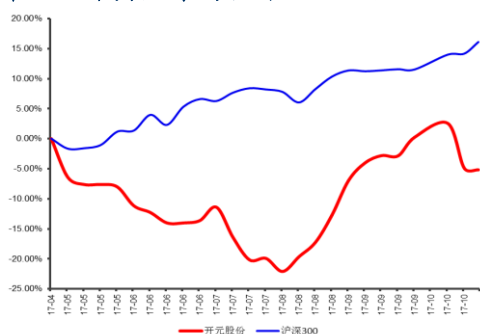
### 主要股东 (2017Q3)

罗建文	15.90%
罗华东	13.23%
罗旭东	13.22%
江勇	9.72%
前海开源基金	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》

《开元股份 (300338) 2017 年中报点评: 恒企 & 中大并表业绩亮眼, 职教龙头成长可期》

### ■ 公司动态事项

公司发布 2017 年三季度报, 2017Q3 实现营收 2.72 亿元, 同比增长 304.63%; 归属净利润 5406.40 万元, 同比大幅增长 2813.54%。2017 年 1-9 月, 公司实现营收 5.84 亿元, 同比增长 184.21%; 归属净利润 1.09 亿元, 同比大幅增长 1482.60%。

### ■ 事项点评

#### 业绩符合预期, 职教业务稳定增长, 盈利能力逐季提升

公司本季度实现营收 2.72 亿元, 同比大幅增长 304.63%, 环比增长 19.62%; 实现归属净利润 5406.40 万元, 同比大幅增长 2813.54%, 环比增长 27.23%, 公司业绩大幅增厚主要系恒企教育和中大英才并表。其中, 恒企教育 1-9 月实现营收约 3.7 亿元, 接近去年全年规模; 实现净利润约 9400 万, 超过去年全年规模, 保持高速增长。参考 2016 年 1-8 月恒企教育净利润占全年比例约为 58%, 我们预计全年业绩承诺 1.5 亿元大概率能够完成。截止 2017 年 9 月底, 因预收学员学费, 公司账面预收款项余额达到 1.26 亿元, 同比大幅增长 174.88%, 随着预收款项逐步确认为收入, 预计公司未来营收仍将保持稳定增长。报告期内, 受高毛利率的教育业务并表影响 (2017H1 职教毛利率 80.03%), 公司毛利率较去年同期大幅提升 21.39pp 至 67.63%。其中, 2017Q3 公司毛利率水平为 64.23%, 同比大幅增加 21.38pp, 环比下降 6.17pp。同期, 公司销售费用率增长 2.68pp 至 17.22%, 管理费用率下降 3.48pp 至 24.33%, 因恒企教育承担学员融资的利息及公司短期贷款利息增加, 公司财务费用率增长 2.82pp 至 2.71%, 期间费用率合计为 44.26%, 较去年同期小幅上升。其中, **2017Q3 期间费用率同比下降 6.32pp, 环比下降 4.95pp。**教育资产盈利能力较强, 报告期内公司利润率水平明显改善, 同比大幅提升 16.48pp 至 19.50%。其中, **2017Q3 公司净利率水平为 20.77%, 同比大幅增加 18.07pp, 环比增加 1.46pp, 公司盈利能力逐季提升, 教育资产优质性确立, 业绩稳步释放。**

#### 恒企教育拟收购天琥教育 56% 股权, 做强设计板块

恒企教育拟以约 1.18 亿元收购国内互联网视觉教育先驱天琥教育 56% 股权, 天琥教育承诺 2017-2019 年扣非净利润分别不低于 1200/1800/2800 万元, 同时, 若业绩承诺达标, 恒企教育承诺在 2020 年 5 月 31 日前启动收购剩余 44% 的股权, 交易价格为天琥教育 2019 年经审计实现扣非净利润的 12-15 倍。天琥教育是国内第一家具有教育培训资质的视觉设计类机构, 至今已在全国 20 个省市拥有 32 所校区, 成功打造了天琥设计广告公司、云琥在线以及在线测评页问网三大教育平台。目前开设有 UI 设计、平面设计、电商设计运营、室内设计、美工培训、网页设计、广告设计、CAD 制图、PS、工业产品设计等课程。2017 年 1-8 月, 天琥教育实现营收 6187.91 万元, 业绩扭亏为盈, 实现净利润 546.56 万元。未来三年 (2017-2019 年), 天琥教育计划校区网点覆盖全国 90% 以上的省份, 实行“设计精英人才培养模式”, 新增地级及以上城市自营网点 59 家, 网点共计接近 90 家, 平均每年递增 20 家。恒企教育将携手多迪科技和天琥教育做强做大 IT、设计板块, 有望带来新的利润增长点。

### 引入粤民投等战投，股权结构持续优化

公司持股 5% 以上股东罗华东与昌都高腾、禾元投资签署转让协议，分别将 1703.40 万股公司股份转让给对方，各自占总股本的 5.02%，交易价格均为每股 21.47 元/股。转让后，公司控股股东、实控人罗氏家族合计持股降至 32.31%；恒企教育持股约为 20.66%，中大英才持股约为 1.83%；昌都高腾、禾元投资分别持股 5.02%，其中昌都高腾为粤民投持股 99.9% 的公司。粤民投是由广东省政府指导推动、广东省内多家大型民营企业发起设立的民营投资公司。董事长由原易方达基金管理公司董事长叶俊英先生担任，核心团队具备丰富的投资管理经验。粤民投发起股东包括美的控股、星河湾、碧桂园、立白集团等 16 家国内民营经济龙头企业，计划注册资本 500 亿元，以大金融、大健康、大文化、高端制造、绿色产业等为重点投资方向。粤民投此次举牌公司，体现出资本对于公司职业教育发展实力的认同，未来有望借助粤民投的资源加快做大做强公司的职业教育板块。

### ■ 投资建议

暂不考虑天琥教育股权收购影响，我们维持公司盈利预测，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 45/33/26 倍（按 2017 年 10 月 26 日收盘价 23.60 元/股计算）。若考虑天琥教育股权收购影响，假设 2017 年天琥教育并表 11-12 月，且未来业绩承诺达标并均分至每月，则公司 2017-2019 年备考归属净利润分别为 1.81/2.52/3.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.74/0.94 元，对应 PE 分别为 45/32/25 倍（按 2017 年 10 月 26 日收盘价 23.60 元/股计算）。我们认为，公司职业教育业务贡献了绝大部分营收和净利，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。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)	1360.41	44.65	33.06	26.26

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为 2017/10/26 收盘价）

图 1 公司收入及增速 (百万元, %)

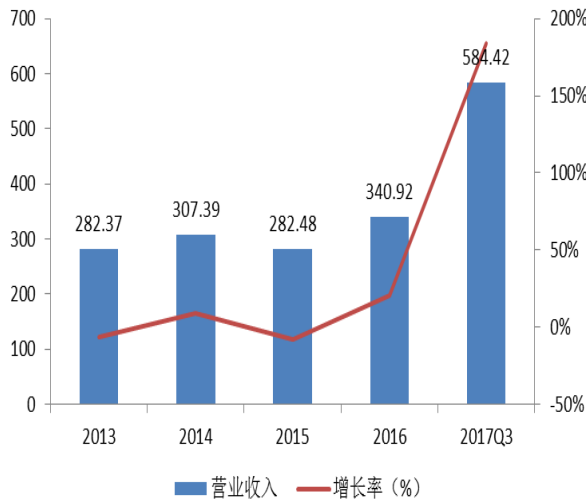
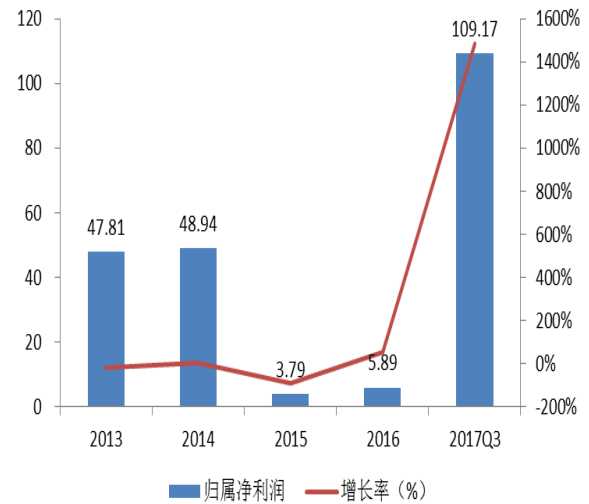


图 2 公司归属净利润及增速 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

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

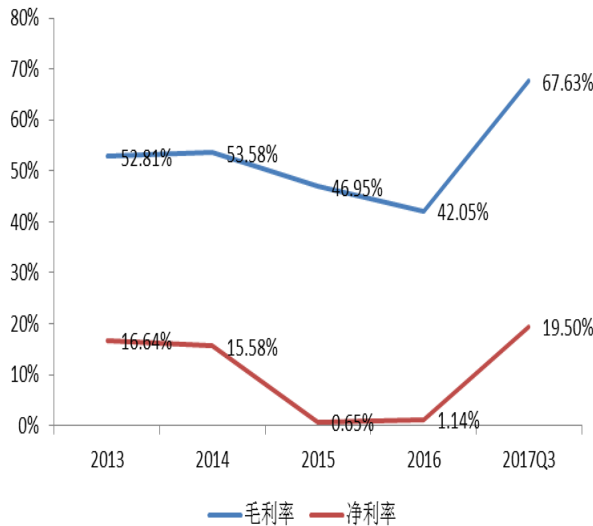
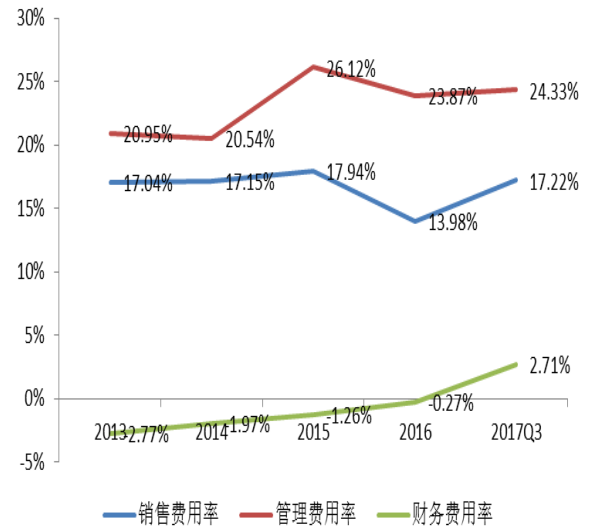


图 4 公司费用率水平



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

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，任何机构和个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。