



业绩基本符合预期，恒企内生与外延并举

——2017 年度业绩预告点评

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 (2018.1.17)

报告日股价 (元)	20.14
12mth A 股价格区间 (元)	19.34/26.40
总股本 (百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.78%
流通市值 (亿元)	34.05
每股净资产 (元)	6.06
PBR (X)	3.32

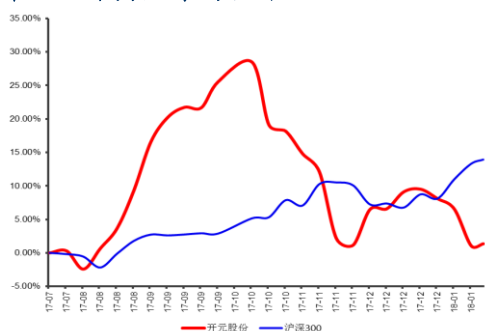
主要股东 (2017.12.7)

罗建文	15.90%
罗旭东	13.22%
江勇	9.72%
共青禾元	5.02%
昌都高腾	5.02%

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》

《开元股份 (300338) 2017 年三季报点评: 职教业务稳定增长, 盈利能力逐季提升》

《开元股份 (300338) 深度报告: 职教龙头开疆拓土, 打造第一梯队阵营》

■ 公司动态事项

公司发布 2017 年度业绩预告, 预计全年归属净利润约为 1.70-1.72 亿元, 同比增长 2789.41%-2819.41%。

■ 事项点评

基本符合预期, 职教业绩占比 82%

公司业绩基本符合预期, 2017 年全年归属净利润约为 1.70-1.72 亿元, 同比增长 2789.41%-2819.41%。其中 2017Q4 实现归属净利润约为 0.61-0.63 亿元, 较去年同期扭亏为盈, 第四季度的归属净利润约占全年总额的 36%。2017Q2/Q3/Q4 的环比增速分别约为 223%/29%/15%。公司业绩大幅增长主要系恒企教育和中大英才自 2017 年 3 月开始并表, 同时公司原主业仪器仪表和燃料智能化业务净利润同比上升, 我们预计恒企教育、中大英才、原主业实现归属净利润分别约为 1.2-1.3 亿元 (+45%)、0.15 亿元和 0.30 亿元, 职教业务业绩占比约 82%。其中, 恒企教育和中大英才业绩均略低于承诺的 1.5 亿元和 0.2 亿元, 由于业绩承诺为 2017-2019 扣非净利润累积不低于 6 亿元, 我们认为本年度将不进行现金补偿。

恒企业务架构升级影响当期增长, 预计 18 年释放业绩增量

恒企教育业绩略低于承诺, 主要系 (1) 猎才计划等高端课程和在线业务发展, 课程周期有所延长 (猎才计划 3.5-4.5 个月、在线课程可长达 18-36 个月), 收入确认滞后成本支出; (2) 设立恒企教育科技有限公司 (高校业务)、恒企知源图书 (职教图书出版)、央财云研 (研发财经高端产品) 等子公司导致人力、物力等投入增加, 营收尚未体现; (3) 多迪科技受市场环境恶化、内部管理调整等因素影响, 业绩表现欠佳。我们认为, 并入上市公司后, 恒企今年整体业务架构升级, 核心的会计培训发力高端课程和在线业务, 同步加快线下校区网络扩张 (根据官网数据目前全国 150 座城市已开设 300 个校区), 并新增子公司发展新业务, 成本开支较大, 收入分期确认的情况下影响当期业绩增长。但从现金流角度来看, 恒企回款表现突出, 3-9 月订单 5.3 亿元, 增长高达 100%, 其中确认营收 3.7 亿元, 订单额/营收额约为 1.4-1.5 倍。随着预缴学费逐步确认为收入, 预计恒企明年将释放业绩增量, 维持高速增长态势。

恒企内生与外延并举

内生增长方面, 目前恒企客单价约为 6000-7000 元, 同比增长约 50%-75% (2016 年会计培训业务整体客单价约为 4000 元), 主要系低端的会计证考试培训课程减少及高端的猎才计划 (定价 24800 元)、卓越计划 (定价 19800 元) 等课程增加。中大英才持续导流, 恒企在线教育业务年内订单量有望突破 1 亿元, 预计将成为明年增量的主要来源。外延并购方面, 报告期内恒企收购多迪 (持股 90%) 和天琥 (持股 56%), 拓展 IT 和设计培训赛道, 有望借助恒企成功的管理经验快速扩张多迪和天琥的校区规模, 从而提升其市场份额, 创造业务增量。

粤民投正式入股, 产业资本助力发展

12 月 7 日, 公司持股 5% 以上、实控人之一的罗华东协议转让给共青城禾元和昌都高腾的公司无限售流通股 3406.80 万股完成过户登记手续

续。本次转让后，罗建文、罗旭东、罗华东三父子合计持有约 1.10 亿股，占比 32.32%，仍为实控人。共青禾元和昌都高腾分别持有 1703.40 万股，占比 5.02%。昌都高腾为粤民投持股 99.9% 的公司。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业务。

■ 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 38/28/22 倍（按 2018 年 1 月 17 日收盘价 20.14 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 38/27/21 倍（按 2018 年 1 月 17 日收盘价 20.14 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）	1160.96	38.10	28.22	22.41

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为 2018/1/17 收盘价）

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
资产总计	929	2796	2729	3329
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
负债合计	167	567	249	532
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
股东权益合计	763	2229	2480	2798
负债和股东权益合计	929	2796	2729	3329

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
现金流量净额	19	28	99	270

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	341	944	1179	1406
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
营业利润	-8	233	322	410
营业外收支净额	14	14	14	14
利润总额	6	247	335	423
所得税	2	62	84	106
净利润	4	185	251	317
少数股东损益	-2	6	9	12
归属母公司股东净利润	6	180	242	305

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。