

跨赛道多品牌格局形成，继续看好公司发展

投资要点

- **业绩总结：**公司 2017 年实现营业收入 9.8 亿元，同比大幅增长 188%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比大幅增长 2617%；扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比大幅增长 4203%。公司拟以总股本 3.4 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税）。
- **教育业务并表是业绩大幅提升的主要原因。**报告期内，公司业绩大幅提升，主要由业务结构变动所致：1) 高毛利的职业教育（77%）业务并表；2) 精细化管理带动燃料智能化业务毛利率上升 6.7pp；3) 积极采取竞价策略和成本控制，监测分析仪器业务毛利率增加 0.8pp。在并表因素影响下，公司销售费用、管理费用和财务费用分别增加 256%、180%和 2266%。公司着力提升产品研发力度，报告期产生研发费用 6505 万元（YOY+122%）。
- **跨赛道分头出击，多品牌全面发展。**公司贯彻“多品牌多品类、多赛道跨赛道”经营策略，以恒企教育为依托，通过收购、设立实现了“财会+IT+设计”多品牌跨赛道业务格局。

恒企教育是公司职业教育经营核心，全年实现招生 13.8 万人次，实现订单销售回款 9.1 亿元，全年贡献营收 5.6 亿元，归母净利润 1.2 亿元，经营性净现金流 2.9 亿元；其中，IT 业务主体多迪网络实现 6770 万元，设计业务主体天琥教育实现并表收入 1330 万元。报告期内，恒企教育加大在线教育业务投入，新增 CPA、自考等项目，在线教育销售额由不足 500 万元增加至 1.38 亿元。

中大英才是在线职业教育领先企业，2017 年新增注册会员数 149 万人（YOY+210%），实现在线订单回款额 6211 万元（YOY63%），实现营收 5863 万元，归母净利润 2292 万元，经营性净现金流 2077 万元。中大英才利用既有的品牌、数据等优势，逐步完善课程体系设计、打造持续流量入口，自主开发 B 端中大云校系统，开拓职业培训机构市场，使品牌领先优势进一步扩大。

公司按矩阵式管理原则，构建了“总部+利润中心+校区”三级结构，线下五环终端布局初步形成，截至 2017 年末，在全国范围内拥有终端校区 348 家，较 2016 年新增 92 家。

各公司业绩完成情况良好，恒企教育、中大英才、天琥教育承诺业绩完成率分别为 104%、112%和 106%。上述公司 2018 年业绩承诺分别为 1.352 亿元、3000 万元和 1800 万元，我们认为将大概率完成。

- **股权结构合理，实现多方利益绑定。**公司实际控制人、教育团队及战略投资者股权比例 32%、14%和 10%，股权安排较为合理，实现了多方利益的一致性。各利益相关方对公司价值形成认同，有利于公司战略目标的顺利达成。
- **盈利预测与评级。**根据最新业绩情况，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.74 元、0.89 元、1.06 元，未来三年归母净利润将保持 31%的复合增长率。公司是 A 股职业教育绝对龙头，成长性较好，给予公司 2018 年 33 倍估值，调整目标价为 24.42 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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	980.74	1318.90	1518.79	1739.49
增长率	187.67%	34.48%	15.16%	14.53%
归属母公司净利润（百万元）	160.08	250.75	302.47	358.89
增长率	2617.09%	56.64%	20.62%	18.65%
每股收益 EPS（元）	0.47	0.74	0.89	1.06
净资产收益率 ROE	7.82%	11.11%	12.04%	12.76%
PE	41	26	21	18
PB	3.08	2.80	2.53	2.27

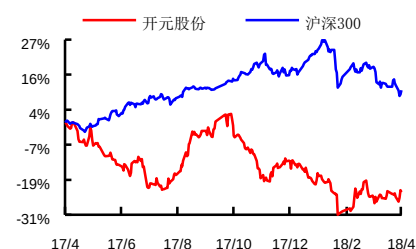
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
 执业证号：S1250517070001
 邮箱：zhuz@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)	17.28-25.6
总市值(亿元)	65.00
总资产(亿元)	30.16
每股净资产(元)	6.21

相关研究

1. 开元股份 (300338)：多赛道稳健布局，职教业务未来看好 (2017-10-27)
2. 开元股份 (300338)：恒企、中大业绩兑现，职教龙头扬帆起航 (2017-08-28)
3. 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)

关键假设：

假设 1：传统主业稳定增长，毛利率水平维持不变；

假设 2：多品牌协同发展，职教业务快速发展，毛利率保持在 77%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
检测分析仪器	收入	152.8	165.0	169.9	175.0
	yoy	24.8%	8.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	61.2%	61.0%	61.0%	61.0%
燃料智能化	收入	143.6	145.0	146.5	148.0
	yoy	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	41.6%	41.0%	41.0%	41.0%
配件及其他	收入	76.3	77.1	77.9	78.6
	yoy	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
职业教育	收入	614.0	931.8	1124.5	1337.9
	yoy	44.6%	100.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	76.0%	77.0%	77.0%	77.0%
合计	收入	980.7	1318.9	1518.8	1739.5
	yoy	187.7%	35.1%	16.0%	15.0%
	毛利率	65.0%	68.3%	69.3%	70.2%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.74	1318.90	1518.79	1739.49	净利润	167.20	261.90	315.92	374.84
营业成本	343.51	418.19	465.84	518.31	折旧与摊销	57.65	30.97	30.97	30.97
营业税金及附加	10.61	14.27	16.44	18.82	财务费用	19.96	21.80	22.82	25.01
销售费用	169.77	228.31	262.91	301.11	资产减值损失	17.69	17.00	17.00	17.00
管理费用	227.91	306.50	352.95	404.24	经营营运资本变动	309.54	-57.32	0.52	-0.49
财务费用	19.96	21.80	22.82	25.01	其他	-230.29	-13.73	-16.78	-17.05
资产减值损失	17.69	17.00	17.00	17.00	经营活动现金流净额	341.75	260.62	370.45	430.27
投资收益	3.68	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1456.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.23	-0.11	-0.13	-0.14	其他	850.31	7.41	-0.13	-0.14
其他经营损益	0.00	15.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-606.08	7.41	-0.13	-0.14
营业利润	209.00	327.71	395.70	469.85	短期借款	50.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.29	1.70	1.65	1.61	长期借款	36.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	210.29	329.41	397.35	471.46	股权融资	1195.96	0.00	0.00	0.00
所得税	43.10	67.51	81.43	96.62	支付股利	0.00	-32.02	-50.15	-60.49
净利润	167.20	261.90	315.92	374.84	其他	-819.17	-32.45	-22.82	-25.01
少数股东损益	7.12	11.15	13.45	15.95	筹资活动现金流净额	462.79	-134.47	-72.97	-85.50
归属母公司股东净利润	160.08	250.75	302.47	358.89	现金流量净额	198.08	133.56	297.34	344.63
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	375.56	509.12	806.47	1151.10	成长能力				
应收和预付款项	416.75	573.07	658.01	750.49	销售收入增长率	187.67%	34.48%	15.16%	14.53%
存货	92.95	110.01	122.82	137.21	营业利润增长率	2735.06%	56.80%	20.74%	18.74%
其他流动资产	139.29	177.20	204.05	233.70	净利润增长率	4201.60%	56.64%	20.62%	18.65%
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00	EBITDA 增长率	2096.55%	32.75%	18.14%	16.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	313.92	300.30	286.67	273.04	毛利率	64.97%	68.29%	69.33%	70.20%
无形资产和开发支出	1537.99	1526.94	1515.88	1504.83	三费率	42.58%	42.20%	42.05%	41.99%
其他非流动资产	136.15	129.86	123.57	117.28	净利率	17.05%	19.86%	20.80%	21.55%
资产总计	3015.62	3329.49	3720.46	4170.65	ROE	7.82%	11.11%	12.04%	12.76%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.54%	7.87%	8.49%	8.99%
应付和预收款项	497.20	603.62	691.67	786.60	ROIC	14.69%	14.52%	17.12%	20.28%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	29.22%	28.85%	29.60%	30.23%
其他负债	274.61	332.83	369.98	410.89	营运能力				
负债合计	877.81	972.45	1097.65	1233.49	总资产周转率	0.49	0.42	0.43	0.44
股本	339.62	339.62	339.62	339.62	固定资产周转率	3.48	4.46	5.38	6.47
资本公积	1394.62	1394.62	1394.62	1394.62	应收账款周转率	3.34	3.26	3.05	3.04
留存收益	364.65	583.38	835.71	1134.10	存货周转率	3.24	4.06	3.89	3.89
归属母公司股东权益	2109.54	2317.62	2569.95	2868.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.49%	—	—	—
少数股东权益	28.27	39.42	52.87	68.82	资本结构				
股东权益合计	2137.81	2357.04	2622.81	2937.16	资产负债率	29.11%	29.21%	29.50%	29.58%
负债和股东权益合计	3015.62	3329.49	3720.46	4170.65	带息债务/总负债	12.08%	3.70%	3.28%	2.92%
					流动比率	1.23	1.47	1.70	1.91
					速动比率	1.12	1.35	1.58	1.79
					股利支付率	0.00%	12.77%	16.58%	16.86%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	286.61	380.49	449.49	525.83	每股收益	0.47	0.74	0.89	1.06
PE	40.61	25.92	21.49	18.11	每股净资产	6.21	6.82	7.57	8.45
PB	3.08	2.80	2.53	2.27	每股经营现金	1.01	0.77	1.09	1.27
PS	6.63	4.93	4.28	3.74	每股股利	0.00	0.09	0.15	0.18
EV/EBITDA	21.48	15.65	12.58	10.10					
股息率	0.00%	0.49%	0.77%	0.93%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn