

增持

——维持

开元股份 (300338)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2018年04月24日

行业: 教育



# 职教并表业绩高增, 恒企跨赛道多品牌协同发展 ——2017 年年报点评

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

## ■ 公司动态事项

公司发布2017年年报, 全年实现营收9.81亿元, 同比增长187.7%; 实现归属净利润1.60亿元, 同比大幅增长逾26倍。公司拟每10股派现0.15元(含税)。公司此前发布2018Q1业绩预告, 2018Q1实现归属净利润1388-1766万元, 同比增长10-40%。

## ■ 事项点评

### 职教营收占比62%、利润占比80%, 并表推动业绩大增逾26倍

公司职业教育业务2017年实现营收6.14亿元, 占比62%; 实现净利润1.29亿元, 占比80%; 实现经营性净现金流2.86亿元(恒企教育、中大英才并表3-12月, 天琥教育并表12月), 职业教育已成为公司的核心业务, 毛利率高达75.3%。原主业仪器仪表及配套业务2017年实现营收3.67亿元, 同比增长7.7%; 实现归属净利润3126万元, 同比增长4.3倍, 主要系EPC项目毛利率同比上升6.7pct至41.6%, 带动原主业综合毛利率由41.9%提升至47.8%。报告期内, 随着职业教育业务占比持续提升, 公司整体毛利率水平达到65.0%。期间费用方面, 销售费用率增加3.3pct至17.3%, 主要系销售人员的工资及社保与业务宣传费同比分别大幅增长335.6%与3415.9%; 管理费用大幅增长180.0%, 主要系人员薪酬、技术开发费用、办公费用、折旧与摊销、租赁费及场地费用等大幅增长, 但管理费用率基本持平, 为23.2%。公司当期资本化研发支出占净利润的8.98%。截止期末, 公司预收款项达到2.09亿元, 同比大幅增长4.4倍, 其中预收培训费为1.96亿元。

### 恒企教育: 跨赛道多品牌发展, 业绩保持高速增长

恒企教育2017年全年实现营收6.03亿元, 同比增长58.0%; 实现归属净利润1.10亿元, 同比增长30.0%, 利润增速低于营收增速主要系多迪科技并表亏损1257万元, 增加研发投入和新设子公司等开支, 其中3-12月并表贡献收入5.61亿元和净利润1.19亿元, 完成业绩承诺。根据我们测算, 2017Q1-Q4恒企教育的收入分别为0.85/1.46/1.78/1.94亿元, 净利润分别为0.02/0.37/0.46/0.24亿元, Q1是传统淡季, 2017Q1的营收和净利润占比分别为14.1%和11.2%。恒企目前已通过恒企会计、多迪科技、天琥教育等品牌, 将业务领域从财经延伸向IT和设计, 实现了跨赛道、多品牌的运营, 我们认为恒企未来的成长性在于: (1) 处于量价齐升通道。截止期末, 恒企在全国150多个城市已开设348家校区, 年内新增92家校区, 包括31家天琥并表(天琥年内新增7家)和财经新增48家校区+IT新增6家校区+学来学往新增7家校区, 计划2018年新增直营校区50个。全年招生13.83万人, 同比大幅增长约54%; 实现订单销售回款9.14亿元, 预计其中2017Q4回款约为3.1亿元, 占比约34%, Q4销售保持强劲。同时, 恒企推出更多中高端课程, 客单价稳步提升, 约达6000-7000元/人, 同比增长约50%-75%(2016年财经客单价约为4000元/人), 预计随着“猎才计划”、“卓越计划”、“中央财大研修班”等高端产品占比逐步提高, 客单价将持续上升。(2) 在线教育爆发增长。2017年恒企在线教育新增CPA、CMA等产品, 并与中大英才合作推出在线自考、教师资格证等课程, 推动在线业务快速发展, 2016年在线销售尚不足500万元, 2017年则爆发式增长至1.38亿元, 预计2018年在线业务有望延续高速增长态势。(3) 天琥和多迪并表贡献收益。天琥

## 基本数据 (2018.4.23)

报告日股价(元)	19.55
12mth A 股价格区间(元)	17.28/25.60
总股本(百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.78%
流通市值(亿元)	32.41
每股净资产(元)	6.06
PBR(X)	3.22

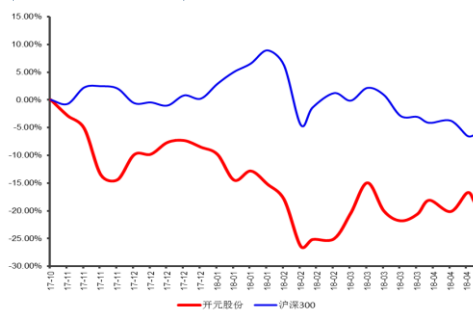
## 主要股东 (2017)

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 (2017)

职业教育	37.29%
仪器仪表	62.47%
其他	0.24%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《开元股份(300338)2017年三季度报点评: 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》

《开元股份(300338)2017年度业绩预告点评: 业绩基本符合预期, 恒企内生与外延并举》

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

(持股 56%) 2017 年 12 月并表贡献收益 679 万元, 承诺 2017-2019 年扣非净利润分别不低于 0.12/0.18/0.28 亿元, 或累计不低于 0.58 亿元。多迪 (持股 90%) 受市场环境恶化、内部管理调整等因素影响, 2017 年并表亏损 1257 万元, 未来将结合直播、双师、面授三种模式提高校区使用率, 预计 2018 年有望实现盈亏平衡。恒企 2018 年计划销售订单目标 12 亿元 (+31%), 3 年内完成 500 家学校、5 年内完成 1000 家学校的网点覆盖与布局, 打造全国职业技能实操培训领军品牌。

#### 中大英才: 与恒企线上线下融合, 巩固在线职教龙头地位

中大英才 (持股 70%) 2017 年全年实现营收 6352 万元, 同比增长 48.0%; 实现归属净利润 2328 万元, 同比增长 49.2%; 销售订单回款 6211 万元, 同比增长 62.7%, 其中 3-12 月并表贡献收入 5863 万元和净利润 2292 万元, 实现经营性净现金流 2077 万元, 完成业绩承诺。全年中大英才新增注册会员 149 万人, 同比大幅增长 210.4%; 实现在线订单销售 31.70 万人次, 同比大幅增长 120.8%。2018 年, 中大英才计划销售订单额 8000 万元, 与恒企双向导流, 巩固在线职业教育龙头地位。

#### ■ 投资建议

考虑恒企教育费用开支增加及天琥教育并表, 我们预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 2.30/2.96/3.79 亿元, 对应 EPS 分别为 0.68/0.87/1.12 元/股, 对应 PE 分别为 28/22/17 倍 (按 2018 年 4 月 23 日收盘价 19.17 元/股计算)。公司旗下恒企教育是会计实操培训龙头, 通过校区数量扩张及推出高端课程等实现量价齐升, 与中大英才线上线下双向导流实现在线教育业务快速增长, 并通过外延并购方式布局 IT 和设计领域, 实现跨赛道、多品牌运营。维持“增持”评级。

#### ■ 风险提示

校区扩张不及预期、传统业务出现下滑、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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.74	1320.34	1620.29	1962.43
年增长率	187.67%	34.63%	22.72%	21.12%
归属于母公司的净利润	160.08	230.05	296.22	379.42
年增长率	2617.09%	43.71%	28.76%	28.09%
每股收益 (元)	0.49	0.68	0.87	1.12
PE (X)	39.12	28.30	21.98	17.16

注: 有关指标按最新股本摊薄 (股价为 2018/4/23 收盘价)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	376	198	318	354
应收和预付款项	445	547	633	794
存货	93	169	137	217
其他流动资产	138	138	138	138
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	314	314	312	308
无形资产和开发支出	1538	1795	1810	1823
其他非流动资产	109	162	192	207
<b>资产总计</b>	<b>3016</b>	<b>3326</b>	<b>3542</b>	<b>3843</b>
短期借款	70	370	0	0
应付和预收款项	765	535	800	683
长期借款	36	36	36	36
其他负债	7	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>878</b>	<b>941</b>	<b>836</b>	<b>719</b>
股本	340	340	340	340
资本公积	1395	1395	1395	1395
留存收益	375	605	902	1281
归属母公司股东权益	2110	2340	2636	3015
少数股东权益	28	45	71	109
<b>股东权益合计</b>	<b>2138</b>	<b>2385</b>	<b>2707</b>	<b>3124</b>
负债和股东权益合计	3016	3326	3542	3843

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	342	-34	606	143
投资活动产生现金流量	-606	-350	-110	-110
融资活动产生现金流量	463	292	-376	3
<b>现金流量净额</b>	<b>198</b>	<b>-92</b>	<b>120</b>	<b>36</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>981</b>	<b>1320</b>	<b>1620</b>	<b>1962</b>
营业成本	344	440	514	595
营业税金及附加	11	14	18	21
营业费用	170	224	280	343
管理费用	228	304	378	461
财务费用	20	12	11	3
资产减值损失	18	17	17	17
投资收益	4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>309</b>	<b>403</b>	<b>521</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>210</b>	<b>309</b>	<b>403</b>	<b>521</b>
所得税	43	62	81	104
净利润	167	247	322	417
少数股东损益	7	17	26	38
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>160</b>	<b>230</b>	<b>296</b>	<b>379</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	64.97%	66.64%	68.25%	69.66%
EBIT/销售收入	21.71%	23.96%	25.21%	26.41%
销售净利率	16.19%	18.71%	19.88%	21.26%
ROE	7.19%	9.83%	11.24%	12.58%
资产负债率	26.58%	28.30%	23.59%	18.72%
流动比率	1.27	1.16	1.53	2.20
速动比率	0.96	0.82	1.19	1.68
总资产周转率	0.34	0.40	0.46	0.51
应收账款周转率	2.78	2.78	2.99	2.84
存货周转率	3.70	2.61	3.76	2.74

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±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±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。