



恒企营收高速增长，职教收入占比 87%

——2018Q1 季报点评

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 (2018.4.25)

报告日股价 (元)	19.50
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)	32.97
每股净资产 (元)	6.06
PBR (X)	3.22

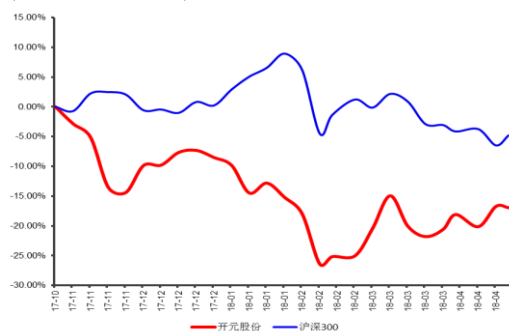
主要股东 (2018Q1)

罗建文	15.90%
罗旭东	12.70%
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) 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》

《开元股份 (300338) 2017 年年报点评: 职教并表业绩高增, 恒企跨赛道多品牌协同发展》

■ 公司动态事项

公司发布2018Q1季报, 本季度实现营收2.36亿元, 同比增长174.96%; 实现归属净利润1674万元, 同比增长32.71%; 扣非后归属净利润1328万元, 同比增长13.71%。

■ 事项点评

恒企教育营收大幅增长, 职教收入占比达到 87%

分业务看, 本季度恒企教育实现营收 1.93 亿元, 2017 年 1-3 月营收为 0.85 亿元, 同比增长 127.38%, 保持高速增长; 中大英才实现营收 1334 万元, 2017 年 1-3 月营收为 1062 万元, 同比增长 25.58%, 增长稳定; 仪器仪表及配套业务实现营收 3022 万元, 同比下降 21.37%, 主要系部分燃料智能化 EPC 项目安装、验收进度延期。职业教育本季度实现营收合计 2.06 亿元, 总收入占比 87.3%, 比例进一步提升。公司季度毛利率为 66.9%, 同比下降 4.2pct。季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 26.0% (+7.8pct)、30.9% (-4.4pct)、3.6% (+2.0pct)。截止期末, 公司账面预收款项余额为 1.85 亿元, 较期初减少 0.24 亿元。本季度, 公司经营活动现金净流出 1280 万元, 去年同期为净流入 607 万元, 主要系恒企教育为新开校区支付开办费用及向高校支付学历中介费用。

恒企教育: 跨赛道多品牌发展, 业绩保持高速增长

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 2017 年末, 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 (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%) 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。

■ 投资建议

维持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29/22/17倍（按2018年4月25日收盘价19.50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)	39.80	28.66	22.22	17.37

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为2018/4/25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
资产总计	3016	3326	3542	3843
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
负债合计	878	941	836	719
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
股东权益合计	2138	2385	2707	3124
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
现金流量净额	198	-92	120	36

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	981	1320	1620	1962
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
营业利润	209	309	403	521
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	210	309	403	521
所得税	43	62	81	104
净利润	167	247	322	417
少数股东损益	7	17	26	38
归属母公司股东净利润	160	230	296	379

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 $\pm 10\%$ 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。