



恒企+中大并表驱动成长，职教生态稳步推进

2018.04.19

肖明亮(分析师)

叶颢(研究助理)

电话: 020-88832290

020-88836101

邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn

yek@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517070001

A1310117040003

(维持)

传媒行业

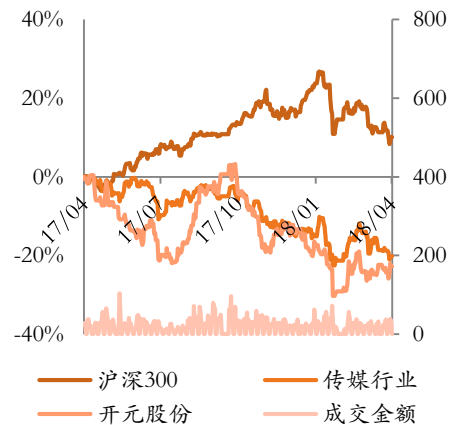
事件: 公司发布 2017 年年度报告, 2017 年实现营业收入 9.81 亿元, 同比增长 187.67%; 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比增长 2617.09%; 扣非净利润为 1.55 亿元, 同比增长 4203.28%。

核心观点:

- **恒企+中大完成业绩承诺, 并表驱动业绩增长。** 公司 17 年营收和净利润同比大幅增长, 主要是因为收购恒企教育和中大英才并于 2017 年 3 月并表, 其中恒企和中大实现净利润分别为 1.19 亿元以及 2306 万元, 恒企旗下子公司天琥教育实现净利润 1270 万元, 均完成业绩承诺。同时, 受并表影响, 公司综合毛利率同比增长 22.92pct, 其中公司职教板块毛利率为 75.32%; 管理费用、财务费用、销售费用分别同比上升 180%、226%、256%。我们看好公司通过转型职教, 优化公司业务布局, 提升公司盈利能力驱动业绩增长。
- **跨界线下+线上职教领域, 蓄力业绩新增长, 构建职教生态链布局。** **恒企教育:** 2017 年实现营收 6.03 亿元, 同比增长 58%, 招生人数为 13.8 万人, 依据“多品牌多品类、多赛道跨赛道”经营策略, 主营财经领域在职培训, 外延并购拓展至设计类、IT 类、图书类、产教融合等领域, 目前在全国 150 个城市建立了 348 个校区, 同比去年增加 98 个校区; 17 年不断优化产品结构, 升级“猎才计划”培训课程, 增设“卓越计划”培训课程, 打造公司业绩新增长点, 考虑产品研发成本在 17 年的确认和 36 个月的营收确认周期, 恒企 18 年成长确定性显著; 17 年线上销售额为 1.38 亿元, 较 16 年 500 万元大幅增长。**中大英才:** 17 年新增注册会员 149 万人, 实现营收 6352 万元, 同比增长 48%; 中大后续将在立足于流量以及产品内容的优势的基础上, 加强与恒企流量以及内容的合作, 职业资格在线培训领军品牌优势有望保持与扩大。**借力职教业务线上线下的有机深度融合, 协同发力, 公司未来业绩增长空间较大, 有望进军职教领域第一梯队。**
- **仪器仪表业务增长符合预期, 毛利率控制卓有成效。** 17 年仪器仪表业务及其配套业务实现营业收入 3.66 亿元, 同比增长 7.7%, 实现归属于母公司的净利润 0.31 亿元, 通过精细化管理实现毛利率同比增长 6.70%, 其中检测分析仪器产品国内市场趋于稳定, 公司积极扩展国际市场, 该部分营收同比增长 24.78%。我们看好公司传统主业通过不断优化经营策略以及产品, 保持主业稳定成长贡献业绩安全垫。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 2.1/2.6/3.3 亿元, 对应 EPS 为 0.62/0.78/0.98 元/股, 对应 PE 为 31/24/19 倍, 考虑公司后续有望借助产业资本助推成长, 恒企有望通过线上教学产品丰富完善+线下校区扩张以及外延赛道复制拓宽产品体系的布局, 做大做强职教生态, 具有较为稳定的内生长及外延扩张能力, 我们长期看好公司稳定成长, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 仪器仪表业务竞争加剧风险; 并购整合风险

强烈推荐

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开元股份	2.5	-6.5	-22.4
传媒行业	-7.3	-5.9	-15.8
沪深 300	-6.5	-11.1	-3.4

公司基本资料

总市值(亿元)	65.0
总股本(亿股)	3.4
流通股比例	49.8
资产负债率	20.9
大股东	罗建文
大股东持股比例	15.9

相关报告

*广证恒生传媒行业-开元股份(300338.SZ) 点评报告: 业绩符合预期, 主业稳定+并表驱动增长-20180118

*广证恒生传媒行业-开元股份(300338.SZ) 点评报告: 并表驱动业绩成长, 加速构建职教生态-20171026

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.74	1194.86	1441.82	1709.25
同比(%)	187.67%	21.83%	20.67%	18.55%
归母净利润	160.08	210.01	265.65	333.86
同比(%)	2617.1%	31.19%	26.49%	25.68%
毛利率(%)	64.97%	65.93%	66.74%	67.06%
ROE(%)	11.04%	9.38%	10.73%	12.01%
每股收益(元)	0.47	0.62	0.78	0.98
P/E	40.61	30.95	24.47	19.47
P/B	3.10	2.82	2.53	2.25
EV/EBITDA	3.73	19.01	14.42	11.53



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1025	1498	1357	1598	营业收入	981	1195	1442	1709
现金	376	1000	1044	1253	营业成本	344	407	480	563
应收账款	345	273	28	30	营业税金及附加	11	16	21	22
其它应收款	47	29	34	36	营业费用	170	207	250	296
预付账款	17	15	16	15	管理费用	228	278	335	397
存货	93	116	156	166	财务费用	20	8	3	-10
其他	148	66	79	98	资产减值损失	18	14	16	16
非流动资产	1991	1995	2068	2129	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	3	2	2	2	投资净收益	4	1	2	2
固定资产	303	309	322	338	营业利润	209	267	339	427
无形资产	116	133	155	187	营业外收入	3	8	7	7
其他	1569	1552	1588	1602	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3016	3494	3424	3727	利润总额	210	274	345	432
流动负债	835	1102	745	708	所得税	43	56	71	89
短期借款	70	464	70	70	净利润	167	218	275	344
应付账款	183	183	183	183	少数股东损益	7	8	9	10
其他	582	455	492	455	归属母公司净利润	160	210	266	334
非流动负债	43	52	68	69	EBITDA	268	318	391	472
长期借款	36	48	64	64	EPS (摊薄)	0.47	0.62	0.78	0.98
其他	7	4	4	5					
负债合计	878	1153	813	777	主要财务比率				
少数股东权益	28	36	45	55	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	340	340	340	340	成长能力				
资本公积	1395	1395	1395	1395	营业收入增长率	187.7%	21.8%	20.7%	18.5%
留存收益	365	570	831	1161	营业利润增长率	2735.1%	27.6%	27.0%	25.9%
归属母公司股东权益	2099	2304	2565	2895	归属于母公司净利润增长率	2617.1%	31.2%	26.5%	25.7%
负债和股东权益	3016	3494	3424	3727	获利能力				
					毛利率	65.0%	65.9%	66.7%	67.1%
					净利率	17.0%	18.2%	19.0%	20.1%
现金流量表					ROE	11.0%	9.4%	10.7%	12.0%
					ROIC	7.6%	8.0%	10.3%	11.1%
					偿债能力				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	29.1%	33.0%	23.8%	20.8%
经营活动现金流	343	284	539	309	净负债比率	12.08%	44.35%	16.47%	17.25%
净利润	167	210	266	334	流动比率	1.23	1.36	1.82	2.26
折旧摊销	58	36	42	49	速动比率	1.12	1.26	1.61	2.02
财务费用	20	8	3	-10	营运能力				
投资损失	-4	-1	-2	-2	总资产周转率	0.49	0.37	0.42	0.48
营运资金变动	74	33	220	-72	应收账款周转率	3.34	3.87	9.59	58.94
其它	28	-2	9	10	应付账款周转率	2.79	2.23	2.63	3.08
投资活动现金流	-606	-52	-109	-106	每股指标 (元)				
资本支出	-112	-40	-70	-55	每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.62	0.78	0.98
长期投资	105	1	-2	1	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.01	0.84	1.59	0.91
其他	-599	-13	-38	-52	每股净资产 (最新摊薄)	6.18	6.78	7.55	8.52
筹资活动现金流	463	393	-385	6	估值比率				
短期借款	50	394	-394	0	P/E	40.61	30.95	24.47	19.47
长期借款	36	12	16	0	P/B	3.10	2.82	2.53	2.25
普通股本增加	88	0	0	0	EV/EBITDA	3.73	19.01	14.42	11.53
资本公积金增加	1108	0	0	0					
其他	-819	-13	-7	6					
现金净增加额	200	624	44	209					



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。