

恒企营收同比增长 107%，业务扩张费用提升压制利润

2018.08.18

	肖明亮(分析师)	叶锐 (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

事件: 公司发布 2018 年半年度报告, 报告期内实现营业收入 5.98 亿元, 同比增长 91.12%; 实现归母净利润 0.65 亿元, 同比增长 18.60%; 每股收益 0.19 元/股, 同比增长 3.27%。

核心观点:

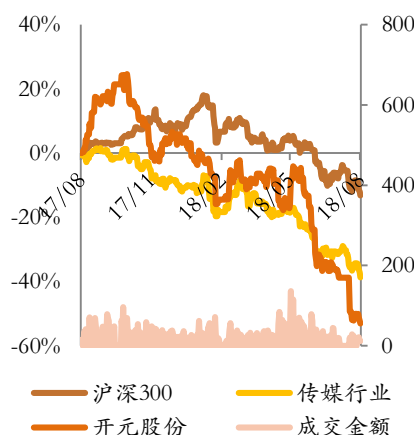
- **教育业务推动业绩增长, 扩张期成本提升较大压制利润释放:** 公司 2018H1 营收和归母净利润大幅度增长, 主因是恒企教育、中大英才、天琥教育培训业务推动。2018H1, 恒企教育实现营业收入 47,981.42 万元, 同比增长 107.66%, 实现归母净利润 6,330.98 万元, 同比增长 60.20%。中大英才实现营业收入 3539.83 万元, 同比增长 38.92%, 实现归属母公司净利润 1016.08 万元, 同比增长 14.76%, 集团综合毛利率基本持平。受教育业务扩张的影响, 期间费用同比均有大幅增长, 其中销售费用同比增长 193.22%, 主要由于恒企教育、中大英才增加销售人员, 增加网络推广投入、销售提成增加; 报告期内研发支出 4,663.52 万元, 同比增长 73.88%, 其中教育研发占比 67.98%。公司继续推进校区扩张, 报告期内天琥教育新增 12 家自营校区。业务扩张期成本提升有望构建公司竞争力进一步抢占市场份额, 推动公司长期持续成长。
- **产品优势+技术优势共同驱动, 恒企教育未来业绩成长可期。产品方面:** 2018 年上半年, 恒企教育进一步做大财务会计培训的边界, 新增了“ERP 实战培训”课程、财务数据分析专项能力认证、CMA、CFO 实战培训课程, 并且重新开发增加 python 课程、大数据、云计算、人工智能等课程, 从过去 IT 基础培训的红海向 IT 培训市场急需的中高端蓝海转型。**技术方面:** 恒企教育加大力度开发了智能题库系统和行业实训系统, 在客户端、服务端、系统平台架构、互联网产品迭代开发等方面形成了独特的核心技术优势。我们认为恒企教育在产品和技术方面的发展, 扩大教育服务的数量, 另一方提升了教育服务的质量, 实现兼顾效率与品质共振提升。
- **股权激励绑定核心教育团队, 整合主业聚焦教育板块。** 公司授予教育板块核心团队 169 人 555.8 万股股权激励, 授予价格为 8.985 元/股, 解锁条件为以 17 年开元股份净利润为基准, 18-20 年净利润增长不低于 15.8%/29.8%/54.8%。同时, 公司公告显示拟进一步整合传统主业, 后续将聚焦教育板块成长。
- **盈利预测与估值:** 考虑费用大幅提升, 我们下调公司归母净利润, 预计公司 2018-2020 年归母净利润为 1.9//2.4/3.1 亿元, 对应 EPS 为 0.56/0.72/0.91 元/股, 对应 PE 为 17/13/11 倍。结合行业平均给予 2018 年 25 倍 PE, 目标价 14.17 元/股, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 主业大幅下滑, 教育成本费用提升过快, 学生人数不及预期

强烈推荐 (维持)

现价:	9.64
目标价:	14.17
股价空间:	46%

传媒行业

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开元股份	-25.8	-48.9	-45.1
传媒行业	-11.4	-25.2	-24.8
沪深 300	-6.4	-17.3	-18.6

公司基本资料

总市值 (亿元)	32.7
总股本 (亿股)	3.4
流通股比例	55.4%
资产负债率	29.1%
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) 公司事件点评: 恒企+中大并表驱动成长, 职教生态稳步推进-20180419

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

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	980.74	1194.86	1441.82	1709.25
同比(%)	187.67%	21.83%	20.67%	18.55%
归属母公司净利润	160.08	190.65	245.59	310.29
同比(%)	2617.0%	19.10%	28.81%	26.35%
毛利率(%)	64.97%	65.93%	66.74%	67.06%
ROE(%)	11.04%	8.55%	10.04%	11.37%
每股收益(元)	0.47	0.56	0.72	0.91
P/E	20.45	17.17	13.33	10.55
P/B	1.56	1.43	1.30	1.16
EV/EBITDA	3.73	9.65	6.68	5.13



盈利预测模型：

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	1317	1535	营业收入	981	1195	1442	1709
现金	376	1000	1005	1190	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	231	274	325
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	4	-9
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	242	314	397
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	3385	3664	利润总额	210	250	320	403
流动负债	835	1121	745	708	所得税	43	51	66	83
短期借款	70	483	70	70	净利润	167	199	255	320
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	191	246	310
非流动负债	43	52	68	69	EBITDA	268	294	366	443
长期借款	36	48	64	64	EPS（摊薄）	0.47	0.56	0.72	0.91
其他	7	4	4	5					
负债合计	878	1173	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	550	792	1098	营业利润增长率	2735.1%	16.0%	29.4%	26.5%
归属母公司股东权益	2099	2284	2526	2832	归属于母公司净利润增长率	2617.1%	19.1%	28.8%	26.3%
负债和股东权益	3016	3494	3385	3664	获利能力				
					毛利率	65.0%	65.9%	66.7%	67.1%
现金流量表					净利率	17.0%	16.6%	17.7%	18.7%
					ROE	11.0%	8.6%	10.0%	11.4%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	7.6%	7.3%	9.7%	10.6%
经营活动现金流	343	265	519	286	偿债能力				
净利润	167	191	246	310	资产负债率	29.1%	33.6%	24.0%	21.2%
折旧摊销	58	36	42	49	净负债比率	12.08%	45.27%	16.47%	17.25%
财务费用	20	8	4	-9	流动比率	1.23	1.34	1.77	2.17
投资损失	-4	-1	-2	-2	速动比率	1.12	1.23	1.56	1.93
营运资金变动	74	33	220	-72	营运能力				
其它	28	-2	9	10	总资产周转率	0.49	0.37	0.42	0.48
投资活动现金流	-606	-52	-109	-106	应收账款周转率	3.34	3.87	9.59	58.94
资本支出	-112	-40	-70	-55	应付账款周转率	2.79	2.23	2.63	3.08
长期投资	105	1	-2	1	每股指标（元）				
其他	-599	-13	-38	-52	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.56	0.72	0.91
筹资活动现金流	463	411	-405	5	每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.78	1.53	0.84
短期借款	50	413	-413	0	每股净资产(最新摊薄)	6.18	6.73	7.44	8.34
长期借款	36	12	16	0	估值比率				
普通股增加	88	0	0	0	P/E	20.45	17.17	13.33	10.55
资本公积金增加	1108	0	0	0	P/B	1.56	1.43	1.30	1.16
其他	-819	-13	-8	5	EV/EBITDA	3.73	9.65	6.68	5.13
现金净增加额	200	624	5	185					

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。