增持 ——维持

日期：2018 年 08 月 21 日
行业：教育

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070002

职教快速发展，扩张期费用增加，内部积极调整聚焦教育

——2018H1 业绩点评

基本数据（2018.8.17）

报告日股价（元）	9.64
12mth A 股价格区间（元）	9.64-25.59
总股本（百万股）	339.62
无限售 A 股/总股本	55.39%
流通市值（亿元）	18.13
每股净资产（元）	6.31
PBR（X）	1.53

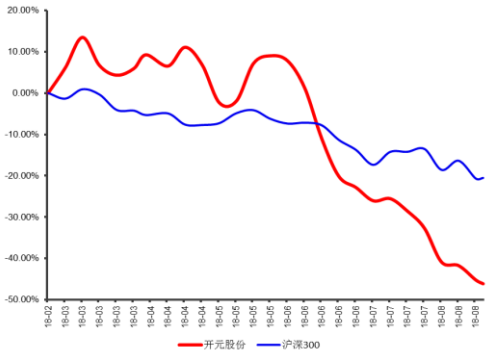
主要股东（2018H1）

罗建文	15.90%
罗旭东	11.79%
江勇	9.72%
共青禾元	5.02%
昌都高腾	5.02%

收入结构（2018H1）

职业教育	85.0%
仪器仪表	14.1%
其他	0.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：
《开元股份（300338）2018Q1 季报点评：恒企营收高速增长，职教收入占比 87%》

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年报，上半年实现5.98亿元，同比增长91.1%，实现归属净利润6535.64万元，同比增长18.6%，EPS为0.19元/股。

■ 事项点评

职业教育快速发展，仪器仪表营收放缓

报告期内，公司职业教育业务实现收入 5.08 亿元，同比大幅增长 145.4%，总营收占比达到 85.0%。其中，上半年恒企教育实现营收 4.80 亿元（+107.7%）、归属净利润 6331 万元（+60.2%）、经营性净现金流 7302 万元（-4.76%）；中大英才实现营收 3540 万元（+38.9%）、归属净利润 1016 万元（+14.8%）、经营性净现金流 866 万元（-26.1%）。受下游客户需求下降、部分燃料智能化管控系统完工验收速度放缓影响，公司仪器仪表业务上半年营收同比下降 19.0%至 8534 万元，归属净利润由盈转亏，亏损 440 万元，经营性现金流净流出 1516 万元。公司预计 2018 年 1-9 月实现净利润 1.09 亿元-1.42 亿元，同比增长 0-30%，其中 7-9 月实现净利润 5406 万元-7657 万元，同比增长 0-41.6%。

毛利率稳定，加大营销推广致销售费用率较大提升

公司报告期综合毛利率为 71.2%，同比增加 0.6pct，其中职业教育和仪器仪表的毛利率分别为 74.1%（-6.0pct）和 55.1%（+3.2pct）。公司加大职业教育的营销推广，增加销售人员、网络推广投入与销售提成，使得报告期内销售费用大增 193.2%，销售费用率同比大幅提升 9.3pct 至 26.6%；职业教育板块布局新赛道，人员薪酬、日常管理费用等持续增加，但管理费用率保持稳定，报告期内为 27.2%，较去年同期略有下降 0.6pct；恒企为学员提供融资利息及贷款利息期内增加使得财务费用率同比略有上升 0.9pct。此外，公司加强产品研发，提升产品信息化程度，职业教育和仪器仪表分别发生研发支出 3170 万元和 1493 万元，共计 4664 万元，同比增长 73.9%。受期间费用率较大幅度提升影响，公司报告期内归属净利率同比下降 6.7pct 至 10.9%。

恒企教育：高端课程提升课单价，天琥加快扩张，牵引力内部调整

恒企教育多赛道多品牌运营，产业赛道拓展和产业布局日益完善，目前在全国近 150 个城市建有近 400 个校区（含加盟）。会计产品体系不断升级，2018 年上半年丰富“猎才计划”，优化升级“卓越计划”，中央财大研修班增设高级课程，并新增“ERP 实战培训”课程、财务数据分析专项能力认证、CMA、CFO 实战培训课程等，持续提升课单价。设计赛道方面，恒企 2017 年收购天琥教育（持股 56%）后，开展全方位的融合完善，嫁接恒企成熟的连锁模式实行复制扩张，报告期内天琥新增 12 所自营校区，强化了全日制培训基地，实现营收 7877 万元、净利润 649 万元。IT 赛道方面，公司控股子公司牵引力（持股 90%）的 IT 培训业务受市场因素与业务模式调整双重影响亏损严重，报告期内实现营收 2451 万元，亏损 2573 万元，目前处于业务、组织结构调整中。

■ 投资建议

由于公司仪器仪表业务转亏、IT培训业务亏损扩大，我们调整公司盈利预测，预计2018-2020年公司归属净利润分别为1.75/2.30/3.06亿元，

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条款。

对应EPS分别为0.52/0.68/0.90元/股，对应PE分别为19/14/11倍（按2018/8/17收盘价9.64元/股计算）。公司拟进行原仪器仪表业务的整合，剥离效益不良的业务与子公司，有望提升公司整体盈利；职业教育业务保持快速增长，天琥教育并表贡献业绩，IT培训积极调整结构。公司职业教育多赛道多品牌运营，恒企教育为业内会计实操培训龙头，保持稳健增长，嫁接扩张模式至天琥教育推动其快速发展，并积极进行IT业务结构的优化调整，未来有望扭亏为盈。公司当前股价低于恒企董事长江总增持价及产业资本举牌价，职业教育主业发展态势良好，估值处于底部，我们维持“增持”评级。

■ 风险提示

校区扩张不及预期、传统业务继续下滑、IT业务继续亏损、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	1260.16	1509.21	1793.67
年增长率	187.67%	28.49%	19.76%	18.85%
归属于母公司的净利润	160.08	175.26	229.96	305.95
年增长率	2617.09%	9.48%	31.21%	33.04%
每股收益（元）	0.49	0.52	0.68	0.90
PE（X）	19.67	18.68	14.24	10.70

注：有关指标按最新股本摊薄（股价为 2018/8/17 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	376	189	642	713
应收和预付款项	445	504	596	709
存货	93	164	121	200
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	270	224	177
无形资产和开发支出	1538	1543	1542	1540
其他非流动资产	109	122	122	117
资产总计	3016	2934	3389	3596
短期借款	70	54	0	0
应付和预收款项	765	514	767	632
长期借款	36	36	36	36
其他负债	7	0	0	0
负债合计	878	604	803	668
股本	340	340	340	340
资本公积	1395	1395	1395	1395
留存收益	375	551	781	1086
归属母公司股东权益	2110	2285	2515	2821
少数股东权益	28	45	71	108
股东权益合计	2138	2330	2586	2928
负债和股东权益合计	3016	2934	3389	3596

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	-20	564	122
投资活动产生现金流量	-606	-64	-60	-60
融资活动产生现金流量	463	-17	-51	8
现金流量净额	198	-101	453	71

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	981	1260	1509	1794
营业成本	344	432	479	541
营业税金及附加	11	14	16	19
营业费用	170	277	347	404
管理费用	228	290	347	413
财务费用	20	5	1	-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	226	301	403
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	210	226	301	403
所得税	43	34	45	60
净利润	167	192	256	343
少数股东损益	7	17	26	37
归属母公司股东净利润	160	175	230	306

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	64.97%	65.75%	68.24%	69.85%
EBIT/销售收入	21.71%	18.01%	19.72%	22.01%
销售净利率	16.19%	15.25%	16.95%	19.11%
ROE	7.19%	7.67%	9.14%	10.85%
资产负债率	26.58%	20.58%	23.69%	18.57%
流动比率	1.27	1.75	1.95	2.79
速动比率	0.96	1.22	1.61	2.25
总资产周转率	0.34	0.43	0.45	0.50
应收账款周转率	2.78	2.88	2.96	2.91
存货周转率	3.70	2.64	3.95	2.70

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

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。