

制造业资产剥离轻装上阵，新赛道增长迅猛 买入（维持）

2019 年 04 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,454	1,449	1,738	1,997
同比（%）	48.2%	-0.3%	19.9%	14.9%
归母净利润（百万元）	99	216	258	296
同比（%）	-38.4%	119.3%	19.4%	14.7%
每股收益（元/股）	0.29	0.63	0.75	0.86
P/E（倍）	39.28	17.91	15.00	13.09

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，营收 145,390.11 万元，同比增长 48.25%，归属净利 9,859.88 万元，同比下滑 38.41%。
- **牵引力拖累致恒企不及承诺。**恒企 2018 年实现营业收入 108,693.31 万元，同比增长 80.25%，实现净利润 12,034.86 万元。牵引力教育（恒企教育控股 90%）2018 年出现较大幅度亏损，净利润-6,538.32 万元（其中包含 2,197.1 万元商誉资产全额减值计提），拖累了恒企教育整体业绩及业绩承诺的完成，恒企教育过去三年累计业绩完成承诺目标的 98.70%。牵引力 2018 年关停了 21 家学习校区终端网点，年底剩余学习校区终端网点为 8 家，后续有望减亏。
- **自考、艺术类订单及线上培训增长迅猛。**截至 2018 年期末，恒企终端校区网点 397 家，较 2017 年期末增加 49 家（考虑了牵引力的关店），同比增长 14.08%。2018 年恒企教育的教育培训业务共计实现学员招生报名 170,796 人次，同比增长 23.5%；实现订单销售回款额 126,289.9 万元，同比增长 38.15%；成交客单价为 7,394 元/人次，同比增长 11.86%。品类方面，财经类（不含自考）实现订单销售回款额 81,138.53 万元，同比增长 18.91%，自考类订单销售回款额 22,505.92 万元，同比增长 392.84%，艺术设计类订单销售回款额 19,611.17 万元，同比增长 67.95%。在线值得关注，2016/2017/2018 年恒企在线教育订单销售回款额分别为不足 500 万元/1.38 亿元/2.89 亿元。
- **中大英才量价齐升，完成业绩承诺。**2018 年实现营业收入 9,411.16 万元，较 2017 年同比增长 48.15%；实现归属于母公司所有者的净利润 2,747.67 万元，较 2017 年同比增长 17.50%。2018 年中大英才实现新增注册会员 272.54 万人，同比增长 76.16%；实现在线成交 39.89 万人次，同比增长 25.83%；实现订单销售回款额 9,962.6 万元，同比增长 60.41%；成交客单价 249.7 元/人次，同比增长 27.48%。
- **给予“买入”评级。**传统业务剥离已完成，有助于提升上市公司盈利质量，考虑到剥离及 2018 年较大额资产减值损失影响，我们预计 2019/2020/2021 年公司净利润分别为 2.16/2.58/2.96 亿元，同比增速分别为 119.3%/19.4%/14.7%，对应 EPS 分别为 0.63/0.75/0.86 元，PE 为 18/15/13 倍，当前估值相对优势明显，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争趋于激烈，成本控制风险，管理风险，政策风险，市场系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.22
一年最低/最高价	6.47/20.16
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	2111

基础数据

每股净资产(元)	6.38
资产负债率(%)	25.1
总股本(百万股)	345.18
流通 A 股(百万股)	188.12

相关研究

《开元仪器 (300338)：职教标的超额完成业绩承诺，高端制造业务趋势向好》 2017-03-30

开元股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	991	1,268	1,581	1,825	营业收入	1,454	1,449	1,738	1,997
现金	321	588	711	960	减:营业成本	434	387	483	579
应收账款	270	343	392	452	营业税金及附加	15	18	23	24
存货	117	70	164	117	营业费用	381	391	469	539
其他流动资产	283	267	314	295	管理费用	301	304	348	379
非流动资产	2,017	2,012	2,173	2,293	财务费用	49	44	49	53
长期股权投资	6	9	12	15	资产减值损失	55	0	0	0
固定资产	315	290	415	502	加:投资净收益	5	2	3	3
在建工程	10	8	20	24	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	130	138	147	营业利润	155	306	368	425
其他非流动资产	1,563	1,575	1,588	1,605	加:营业外净收支	-14	3	1	-2
资产总计	3,008	3,280	3,754	4,117	利润总额	141	309	369	423
流动负债	735	778	982	1,034	减:所得税费用	36	79	94	108
短期借款	40	40	40	40	少数股东损益	7	14	17	20
应付账款	174	144	254	223	归属母公司净利润	99	216	258	296
其他流动负债	520	594	688	771	EBIT	135	298	353	401
非流动负债	21	18	17	15	EBITDA	227	338	401	463
长期借款	12	10	8	6					
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	756	796	998	1,049	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	49	63	80	100	每股收益(元)	0.29	0.63	0.75	0.86
					每股净资产(元)	6.38	7.01	7.75	8.60
归属母公司股东权益	2,204	2,420	2,675	2,968	发行在外股份(百万股)	345	345	345	345
负债和股东权益	3,008	3,280	3,754	4,117	ROIC(%)	4.4%	9.0%	9.6%	9.9%
					ROE(%)	4.7%	9.3%	10.0%	10.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	70.1%	73.3%	72.2%	71.0%
经营活动现金流	306	356	383	486	销售净利率(%)	6.8%	14.9%	14.9%	14.8%
投资活动现金流	-374	-33	-206	-179	资产负债率(%)	25.1%	24.3%	26.6%	25.5%
筹资活动现金流	0	-56	-54	-58	收入增长率(%)	48.2%	-0.3%	19.9%	14.9%
现金净增加额	-66	267	123	249	净利润增长率(%)	-38.4%	119.3%	19.4%	14.7%
折旧和摊销	92	40	48	62	P/E	39.28	17.91	15.00	13.09
资本开支	158	-8	158	117	P/B	1.76	1.60	1.45	1.30
营运资本变动	39	43	13	58	EV/EBITDA	16.18	10.08	8.24	6.63

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>