

业绩符合预期, 转型成为纯职教公司

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报, 实现营收14.54亿元, 同比增长48.25%; 实现归母净利润9859.87万元, 同比下降38.41%。拟向全体股东每10股派发现金红利0.15元(含税)。
- **业绩符合预期, 华丽转型为纯职教标的:** 公司2018年实现营收14.54亿元, 同比增长48%, 其中主要收入来源为职业教育板块, 实现营业收入11.61亿元, 同比增长89%, 占营收比例为79.8%。公司实现归母净利润9859.87万元, 同比下降38.41%, 主要来源于职业教育业务实现归母净利润1.4亿元, 同比增长11.34%, 职业教育板块扣非归母净利润为1.43亿元, 占整体利润比例为143.16%。2019年4月, 公司剥离传统制造业业务, 优化业务结构深耕职业教育领域, 治理结构不断优化, 已经成为A股最为纯正的职教标的之一。
- **剥离亏损业务, 未来有望实现恢复性增长:** 拆分公司2018年净利润可得, 恒企教育财经、自考、设计业务实现净利润约1.8亿元, 但IT业务亏损约4000余万元, 并全额计提商誉减值2100万元, 使得恒企教育全年净利润仅为1.2亿元; 中大英才实现净利润2747万元; 仪器仪表业务亏损约1895万元, 拖累上市公司业绩仅为9859万元。2019年, 恒企已经暂停IT业务, 将不再形成亏损拖累, 并于2019年4月完成原主业剥离, 两者相加2018年影响上市公司净利润8000余万元, 2019年将不再影响, 预计2019年上市公司将有望实现恢复性增长。
- **恒企教育:** “1+4”多赛道拓展, 深耕O2O模式、重研发驱动。恒企教育是国内会计实操培训龙头, 持续拓展职教赛道, 已经发展成为多赛道布局、深耕O2O模式线上线下结合的多元化职教平台。2018年, 恒企教育实现营收10.9亿元, 同比增长80%; 归属净利润1.2亿元, 同比增长10.4%, 业绩持续高增。终端校区方面: 恒企目前拥有校区397家, 2018年新增70家网点, 预计未来每年维持50-80家左右新增网点布局; **赛道拓展方面:** 恒企采用引进内容、授予股权等方式, 绑定优质内容团队, 快速拓展“1+4”即“学历教育(自考)”+“财经类+教师资格+医师资格+公务员”等应试教育多项赛道。恒企还加大研发投入, 打造学员人工智能交互系统, 增强产品技术驱动的核心竞争力, 未来有望实现业绩持续高增。
- **中大英才:** 与恒企深度融合双向促进, 突破“有网无校”痛点。中大英才是国内优质在线职业教育平台, 2018, 中大英才实现营收9411万元, 同比增长48%; 归属净利润2747万元, 同比增长17.5%, 盈利能力稳步增长。未来, 中大英才将发挥流量优势, 扩容营销团队以提升营销能力、提升高客单价课程成交比率; 并深耕课程产品, 聚焦建造师、社工、医师资格等1-3个核心产品; 并利用自身用户与流量优势与恒企全国400个线下网点终端的推广能力协同发展, 突破传统网校“有网无校”痛点, 实现优质师资资源和内容资源整合, 学员转化率提升, 预计未来盈利能力有望进一步加强。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2019-2021年EPS分别为0.47元、0.58元、0.74元, 2019-2021年归母净利润保持30%的复合增长率。鉴于公司多赛道布局持续发力、国家大力推动职业教育发展等因素, 未来职教发展仍有较大空间, 给予公司2019年30倍估值, 对应目标价14元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 职业教育政策环境变化、恒企教育招生不及预期、市场竞争加剧导致客单价下行、传统主业剥离进度不及预期等风险。

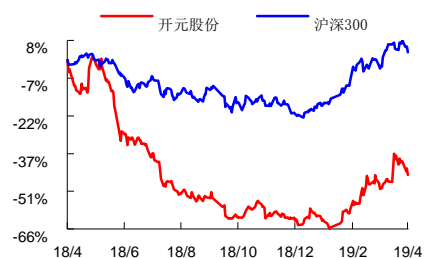
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1453.90	1469.22	1618.42	1916.72
增长率	48.25%	1.05%	10.16%	18.43%
归属母公司净利润(百万元)	98.60	161.57	200.69	255.97
增长率	-38.41%	63.86%	24.22%	27.54%
每股收益EPS(元)	0.29	0.47	0.58	0.74
净资产收益率ROE	4.67%	7.20%	8.32%	9.73%
PE	39	24	19	15
PB	1.76	1.66	1.55	1.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.45
流通A股(亿股)	1.88
52周内股价区间(元)	6.6-19.7
总市值(亿元)	38.73
总资产(亿元)	29.45
每股净资产(元)	6.43

相关研究

1. 开元股份(300338): 华南职教龙头, 多赛道拓展前景可期 (2019-04-08)
2. 开元股份(300338): 职教业务投入增加, 未来增长可期 (2018-10-28)

关键假设：

假设 1：行业政策不发生重大调整；

假设 2：职业教育业务推进较为顺利，财经类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 3%-5%，客单价水平分别同比增长 8%左右；设计类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 15%-25%，客单价水平分别同比增长 3%-5%；自考类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 50%、28%、15%，客单价水平分别同比增长 3%-5%；

假设 3：恒企教育通过引进优质团队积极开拓包括教师资格证考试培训、医师资格证考试培训、公务员考试培训等新赛道，由于当前体量较小，均归于“其他培训”一栏，预计 19-21 年参培人数分别约 5500 人、1.59 万人、5.9 万人；平均客单价水平约 3605 元、3785 元、3899 元；

假设 4：行业竞争形势不发生重大变化，公司成本、费用构成稳定，公司毛利率维持在 60%左右。

基于以上假设，我们预测公司（预计 2019 年传统主业完成剥离，所以 19-21 盈利预测仅包含职业教育相关业务）2019-2021 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
财经类	收入	689.7	804.4	912.2	967.8
	增速	-	16.6%	13.4%	6.1%
设计类	收入	191.3	268.6	338.4	376.5
	增速	-	40.4%	26.0%	11.2%
自考类	收入	166.7	243.0	306.2	340.7
	增速	-	45.8%	26.0%	11.2%
其他培训	收入	-	20.0	60.0	230.0
	增速	-	-	200.0%	283.3%
IT 类	收入	35.7	0.0	0.0	0.0
	增速	-	-	-	-
传统仪器业务	收入	275.0	0.0	0.0	0.0
	增速	-	-	-	-
合计	收入	1452.5	1467.8	1616.9	1914.9
	增速	49.3%	1.1%	10.2%	18.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1453.90	1469.22	1618.42	1916.72	净利润	105.21	172.40	214.15	273.14
营业成本	434.34	440.77	485.53	575.02	折旧与摊销	92.33	35.08	35.08	35.08
营业税金及附加	15.36	11.31	12.46	14.76	财务费用	48.68	73.46	80.92	76.67
销售费用	380.63	367.30	388.42	440.85	资产减值损失	54.86	17.00	17.00	30.00
管理费用	300.84	323.23	356.05	421.68	经营营运资本变动	-122.85	26.71	5.92	6.57
财务费用	48.68	73.46	80.92	76.67	其他	127.82	-13.16	-17.19	-30.31
资产减值损失	54.86	17.00	17.00	30.00	经营活动现金流净额	306.04	311.49	335.88	391.14
投资收益	4.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-83.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.08	-0.08	-0.06	其他	-290.55	14.11	-0.08	-0.06
其他经营损益	0.00	0.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-373.55	14.11	-0.08	-0.06
营业利润	154.61	236.07	292.96	372.69	短期借款	-30.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.54	-4.91	-5.82	-6.46	长期借款	-24.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	141.07	231.16	287.15	366.23	股权融资	49.14	0.00	0.00	0.00
所得税	35.86	58.76	72.99	93.10	支付股利	0.00	-19.72	-32.31	-40.14
净利润	105.21	172.40	214.15	273.14	其他	5.24	-97.73	-80.92	-76.67
少数股东损益	6.61	10.83	13.46	17.17	筹资活动现金流净额	0.39	-157.45	-113.23	-116.81
归属母公司股东净利润	98.60	161.57	200.69	255.97	现金流量净额	-66.15	168.15	222.57	274.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	321.36	489.51	712.08	986.35	成长能力				
应收和预付款项	422.60	426.24	469.06	554.57	销售收入增长率	48.25%	1.05%	10.16%	18.43%
存货	117.06	115.03	127.36	151.85	营业利润增长率	-26.02%	52.69%	24.10%	27.21%
其他流动资产	130.35	117.39	129.31	153.15	净利润增长率	-37.07%	63.86%	24.22%	27.54%
长期股权投资	6.11	6.11	6.11	6.11	EBITDA 增长率	3.14%	16.57%	18.67%	18.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	324.80	310.64	296.49	282.33	毛利率	70.13%	70.00%	70.00%	70.00%
无形资产和开发支出	1515.10	1503.70	1492.29	1480.88	三费率	50.22%	52.00%	51.00%	49.00%
其他非流动资产	170.77	161.26	151.74	142.23	净利率	7.24%	11.73%	13.23%	14.25%
资产总计	3008.16	3129.88	3384.44	3757.47	ROE	4.67%	7.20%	8.32%	9.73%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.50%	5.51%	6.33%	7.27%
应付和预收款项	610.15	642.38	707.61	832.67	ROIC	7.72%	11.44%	14.07%	16.99%
长期借款	12.00	12.00	12.00	12.00	EBITDA/销售收入	20.33%	23.46%	25.27%	25.27%
其他负债	93.53	82.61	90.10	105.07	营运能力				
负债合计	755.68	736.99	809.71	949.74	总资产周转率	0.48	0.48	0.50	0.54
股本	345.18	345.18	345.18	345.18	固定资产周转率	4.71	4.78	5.52	6.87
资本公积	1438.21	1438.21	1438.21	1438.21	应收账款周转率	4.73	5.41	5.64	5.83
留存收益	458.15	600.00	768.38	984.21	存货周转率	4.02	3.74	3.89	4.02
归属母公司股东权益	2203.86	2333.44	2501.82	2717.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.31%	—	—	—
少数股东权益	48.61	59.45	72.91	90.07	资本结构				
股东权益合计	2252.48	2392.89	2574.73	2807.73	资产负债率	25.12%	23.55%	23.92%	25.28%
负债和股东权益合计	3008.16	3129.88	3384.44	3757.47	带息债务/总负债	6.88%	1.63%	1.48%	1.26%
					流动比率	1.35	1.60	1.82	1.99
					速动比率	1.19	1.44	1.66	1.82
					股利支付率	0.00%	12.21%	16.10%	15.68%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.47	0.58	0.74
					每股净资产	6.38	6.76	7.25	7.87
					每股经营现金	0.89	0.90	0.97	1.13
					每股股利	0.00	0.06	0.09	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	295.62	344.61	408.96	484.44					
PE	39.28	23.97	19.30	15.13					
PB	1.76	1.66	1.55	1.43					
PS	2.66	2.64	2.39	2.02					
EV/EBITDA	11.97	9.63	7.57	5.83					
股息率	0.00%	0.51%	0.83%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn