



聚焦+轻装上阵，19 年边际拐点成长

2019.04.28

肖明亮(分析师)

叶锲 (分析师)

电话: 020-88832290

020-88836101

邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn

yek@gzgzhs.com.cn

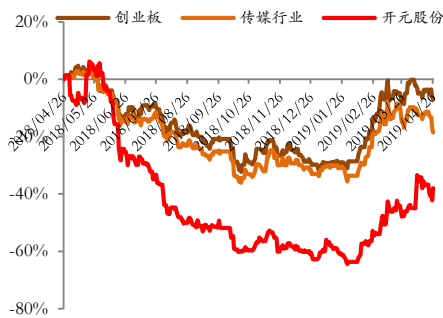
执业编号: A1310517070001

A1310519040001

传媒行业

强烈推荐 (维持)

公司股价走势



事件: ①公司发布 2018 年年报, 2018 年实现营收 14.54 亿元, 同比增长 48.25%, 实现归母净利润 9859.88 万元, 同比减少 38.41%, 拟每 10 股派发现金红利 0.15 元; ②2019 年 Q1 实现营收 3.55 亿元, 同比增长 51%, 实现归母净利润 2215 万元, 同比增长 32%。

核心观点:

- **教育板块营收占 80%，19 年 Q1 营收同比增长 51%。**报告期内，职业教育业务板块实现营业收入合计 11.61 亿元，较 2017 年同期增长 89.44%，占公司总营收的 79.83%。报告期内，销售费用率/管理费用率（含研发费用）/财务费用率分别为 26.18%/26.64%/3.35%，同比提升 8.87 pct/3.4pct/1.32 pct，主要由于子公司恒企教育、中大英才销售人员、业务拓展相关费用增加造成。19 年 Q1 营收同比维持高速增长，受期间费用提升压制利润。
- **恒企教育：跨赛道+多品牌发展飞速，业绩受牵引力大幅亏损拖累。**报告期内恒企教育实现营收 10.87 亿元，同比增长 80.25%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 10.35%；恒企未完成业绩承诺，主要由于子公司广州牵引力教育科技有限公司 2018 年净利润仅为-6538.32 万元，同比亏损达到 420.32%，及公司商誉全额减值 2197.1 万元造成。恒企教育 2018 年努力拓展终端渠道，除去牵引力关闭的 21 家校区，全年增加 49 家终端校区网点。公司致力于“多品牌多品类、多赛道跨赛道”发展，通过融合线上下渠道发展在线职业教育，业务从财经、自考向 IT、设计、职业资格证书等扩展，2018 年在线教育订单销售回款额超过 2.89 亿元，同比增长 109.42%。
- **中大英才：致力互联网+职业教育，完成业绩承诺。**中大英才 2018 年实现新增注册会员 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 9962.6 万元，同比增长 60.41%；成交客单价 249.7 元/人次，同比增长 27.48%。2018 年归母净利润 2747.67 万元，超额完成业绩承诺。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.03/2.53/3.15 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.73/0.91 元/股，对应 PE 为 20/16/13 倍，考虑公司传统主业剥离完成聚焦职教领域，同时恒企财会品类成长稳定，19 年 IT 品类业绩负面影响有望得到消化，19 年业绩反转确定性强，维持强烈推荐评级。

● **风险提示：**行业政策风险、培训学员人数大幅下滑

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开元股份	19.17	59.72	51.92
传媒行业	-4.35	17.73	21.31
沪深 300	1.70	31.00	29.10

公司基本资料

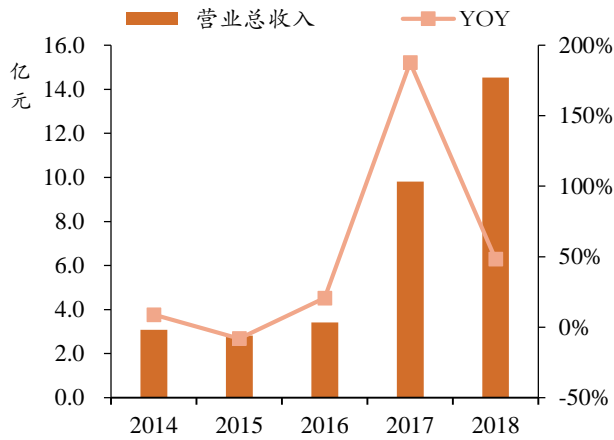
总市值 (亿元)	37.00
总股本 (亿股)	3.45
流通股比例	54.50
资产负债率	25.12
大股东	罗建文
大股东持股比例	15.64

相关报告

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1453.90	1678.21	2096.63	2578.03
同比(%)	48.25%	15.43%	24.93%	22.96%
归属母公司净利润	98.60	203.54	253.00	315.78
同比(%)	-38.41%	106.43%	24.30%	24.81%
毛利率(%)	70.13%	75.25%	75.28%	75.29%
ROE(%)	4.49%	8.57%	9.63%	10.81%
每股收益(元)	0.29	0.59	0.73	0.91
P/E	40.26	19.50	15.69	12.57
P/B	1.81	1.63	1.48	1.32

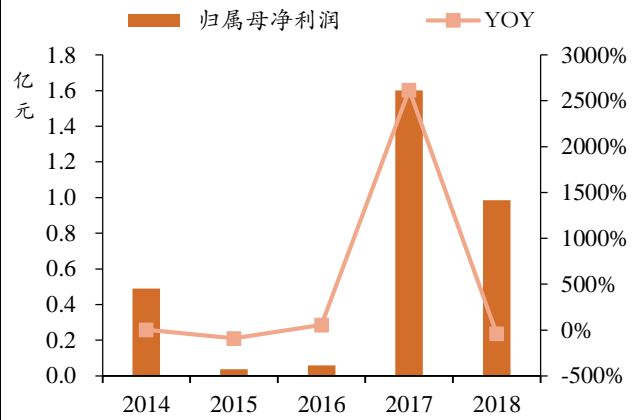


图表1. 公司近年来营收规模及其增速



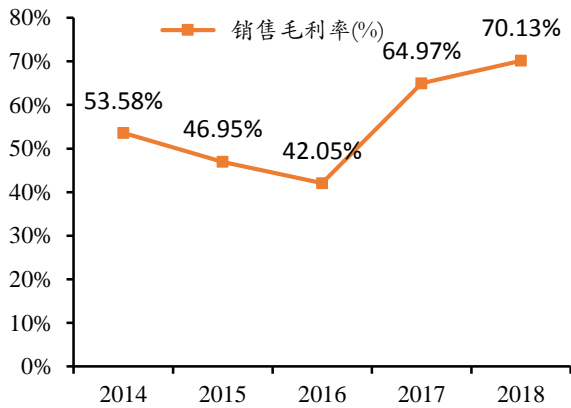
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表2. 公司近年来归母净利润规模及其增速



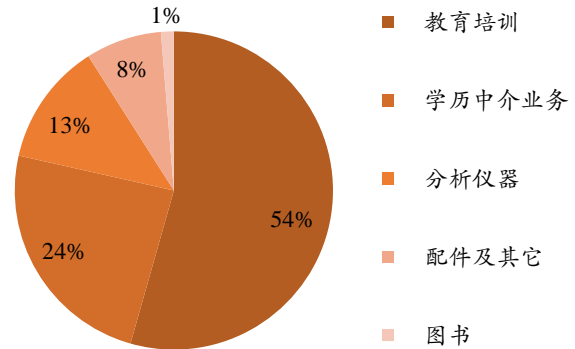
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表3. 公司近年来毛利率情况



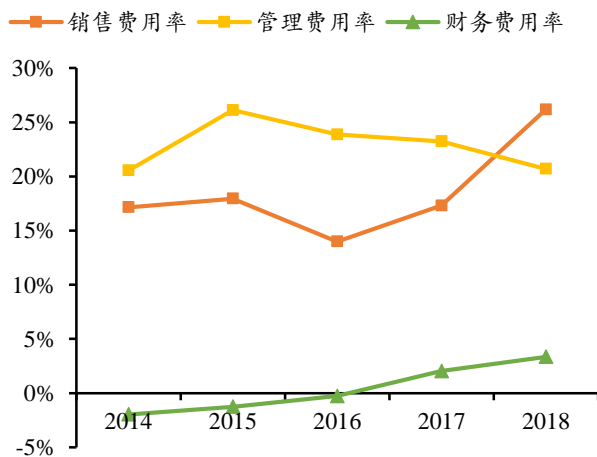
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表4. 公司 2018 年营收结构



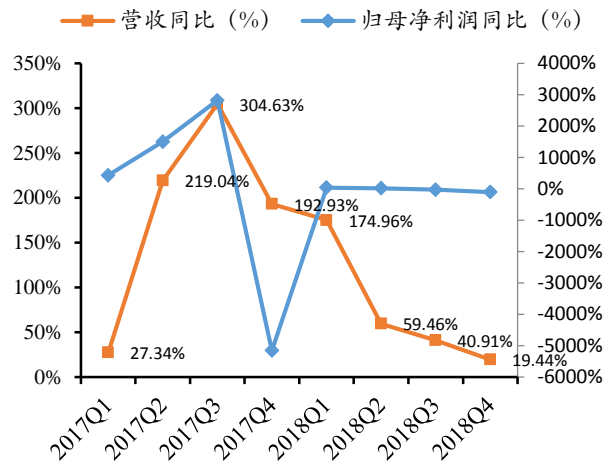
资料来源: 公司公告、广证恒生

图表5. 公司近年来费用率情况



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表6. 公司单季营收及归母净利润同比增长率



资料来源: 公司公告、广证恒生



盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	991	1154	1515	1990	营业收入	1454	1678	2097	2578
现金	321	421	623	906	营业成本	434	415	518	637
应收账款	270	312	390	479	营业税金及附加	15	22	24	30
其它应收款	65	75	94	115	营业费用	381	470	587	722
预付账款	51	49	61	75	管理费用	301	453	566	696
存货	117	107	106	110	财务费用	49	23	26	24
其他	167	190	243	305	资产减值损失	55	17	21	26
非流动资产	2017	2014	2043	2037	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	6	3	4	4	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	315	304	290	273	营业利润	155	283	359	448
无形资产	120	130	145	146	营业外收入	2	6	4	4
其他	1576	1577	1604	1614	营业外支出	15	6	8	10
资产总计	3008	3168	3558	4027	利润总额	141	283	355	442
流动负债	735	652	780	922	所得税	36	71	89	111
短期借款	40	60	60	60	净利润	105	213	266	332
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	7	9	13	16
其他	695	592	720	862	归属母公司净利润	99	204	253	316
非流动负债	21	18	19	19	EBITDA	251	362	447	536
长期借款	12	12	12	12	EPS (摊薄)	0.29	0.59	0.73	0.91
其他	9	6	7	7					
负债合计	756	670	799	941	主要财务比率				
少数股东权益	49	58	71	87	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	345	345	345	345	成长能力				
资本公积	1438	1438	1438	1438	营业收入增长率	48.2%	15.4%	24.9%	23.0%
留存收益	458	657	905	1216	营业利润增长率	-26.0%	83.0%	26.7%	24.9%
归属母公司股东权益	2192	2440	2688	2999	归属于母公司净利润增长率	-38.4%	106.4%	24.3%	24.8%
负债和股东权益	3008	3168	3558	4027	获利能力				
					毛利率	70.1%	75.3%	75.3%	75.3%
现金流量表					净利率	7.2%	12.7%	12.7%	12.9%
					ROE	4.5%	8.6%	9.6%	10.8%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	5.2%	9.1%	10.3%	11.3%
经营活动现金流	308	92	297	360	偿债能力				
净利润	105	204	253	316	资产负债率	25.1%	21.2%	22.5%	23.4%
折旧摊销	92	56	66	70	净负债比率	8.47%	12.53%	10.51%	8.92%
财务费用	49	23	26	24	流动比率	1.35	1.77	1.94	2.16
投资损失	-5	-5	-5	-5	速动比率	1.19	1.60	1.81	2.04
营运资金变动	39	-183	-56	-61	营运能力				
其它	27	-3	13	16	总资产周转率	0.48	0.54	0.62	0.68
投资活动现金流	-374	-34	-64	-48	应收账款周转率	4.73	5.76	5.98	5.93
资本支出	-158	-12	-12	-12	应付账款周转率	4.75	0.00	0.00	0.00
长期投资	-23	7	-1	-1	每股指标 (元)				
其他	-193	-29	-51	-35	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.59	0.73	0.91
筹资活动现金流	0	42	-31	-29	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	0.27	0.86	1.04
短期借款	-30	20	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	6.35	7.07	7.79	8.69
长期借款	-24	0	0	0	估值比率				
普通股增加	6	0	0	0	P/E	40.26	19.50	15.69	12.57
资本公积金增加	44	0	0	0	P/B	1.81	1.63	1.48	1.32
其他	5	22	-31	-29	EV/EBITDA	2.15	10.18	7.84	6.03
现金净增加额	-66	100	202	283					



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，4 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。



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。