

公司研究/公告点评

2017年10月15日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 25.53
合理价格区间(元): 27.4-28.4

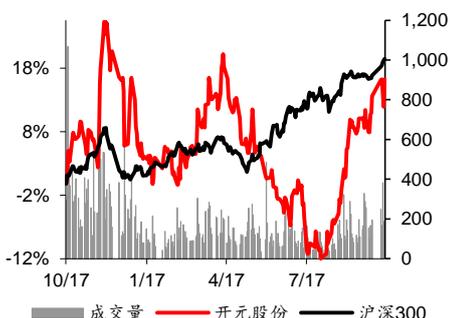
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

相关研究

- 1 《开元股份(300338,买入): 引入战略投资者, 股权结构优化》2017.09
- 2 《开元股份(300338,买入): 回溯达内传奇, 展望开元盛世》2017.09
- 3 《开元股份(300338,买入): 并表增厚业绩, 职教白马阔步前进》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

控股天琥教育, 强化跨赛道布局

开元股份(300338)

恒企现金收购天琥教育 56% 股权, 估值相对合理

上市公司全资子公司恒企教育拟作价 1.176 亿元现金收购天琥教育 56% 的股权。天琥教育 17-19 年承诺业绩分别为 1200 万/1800 万/2800 万元, 收购对价对应 17 年 PE 为 17.5 倍, 估值合理。根据协议, 若天琥教育实现业绩承诺, 或三年累计扣非净利润不低于 5800 万元, 恒企教育则承诺 2020 年 5 月 31 日前启动收购其剩 44% 股权, 交易价格另行商定。本次交易对手方道基晨瀚 (天琥教育股东之一, 股权比例 6%) 持有开元股份 0.3% 股份, 道基晨瀚有限合伙人广州恒钰 (持有份额 4.76%) 由开元股份副董事长江勇先生持有 72.6% 合伙份额, 因此本次交易被认定为关联交易。

天琥教育深耕设计培训 15 年, 将与恒企形成战略协同

天琥教育起源于 2002 年, 是一所集设计培训、教育教学、设计应用推广、设计课程研发于一体的全国连锁教育机构, 公司采用独特的三围五段教学方法培训人才, 计划未来三年每年培养 5 万名设计人才, 全国校区规模达到 200 所。天琥教育与恒企教育渊源深厚, 2013 年两家机构结成战略合作伙伴, 恒企教育成为天琥会计技能定点培训机构。本次收购完成将对恒企教育“财经、IT、设计”三大课程业务布局形成有效补充。

标的资产处于盈利爬坡期, 经营业绩迅速提升

2016 年 3-12 月天琥教育实现营收 2225.51 万元, 营业利润-484.84 万元, 净利润-366.76 万元, 经营活动现金流净额 155.1 万元。2017 年 1-8 月, 天琥教育业绩规模迅速提升, 实现营收 6187.91 万元, 营业利润 730.23 万元, 净利润 546.56 万元; 经营活动现金流净额 529.29 万元。当前公司拥有教师团队 240 多人, 在全国 20 多个大中城市拥有 32 个连锁校区, 具有良好的行业口碑积淀。

上市公司三季度业绩稳步提升, 内生增长动力强劲

开元股份 17 年前三季度开元股份预计实现净利润 1.09-1.11 亿元, 同比增长 1475%-1505%; 17Q3 实现盈利 5352-5559 万元, 同比增长 2784%-2896%, 符合我们预期。截至 6 月底恒企直营超过 260 家, 预计年底接近 300 家。根据公司规模, 17-19 年每年新增直营会计校区 50 家。受政策影响低价会计资格证课程取消, 恒企及时推出高端课程, 客单价大幅提升。未来公司将充分发挥恒企教育、中大英才线上线下载协同作用, 构建多层次终端出入口, 布局全国“百城千校”, 保持强劲内生增长动力。

A 股职教成长白马, 维持公司“买入”评级

当前职教市场空间广阔, 各子领域集中度低, 随着行业竞争加剧优胜劣汰, 公司作为细分龙头将借助资本参与持续扩大先发优势, 巩固行业地位。维持公司盈利预测, 2017-2019 年归母净利润为 1.86/2.68/3.08 亿元, EPS 0.55/0.79/0.91 元, 对应 PE 为 46.54/32.35/28.11 倍。维持目标价区间为 27.4-28.4 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 政策变化风险; 项目推进不达预期风险; 市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	282.48	340.92	1,030	1,296	1,599
+/-%	(8.10)	20.69	202.26	25.76	23.37
归属母公司净利润 (百万元)	3.79	5.89	186.31	268.06	308.40
+/-%	(92.25)	55.31	3,062	43.87	15.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.01	0.02	0.55	0.79	0.91
PE (倍)	2,286	1,472	46.54	32.35	28.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本 (百万股)	339.62
流通 A 股 (百万股)	169.05
52 周内股价区间 (元)	19.34-27.58
总市值 (百万元)	8,670
总资产 (百万元)	2,640
每股净资产 (元)	6.07

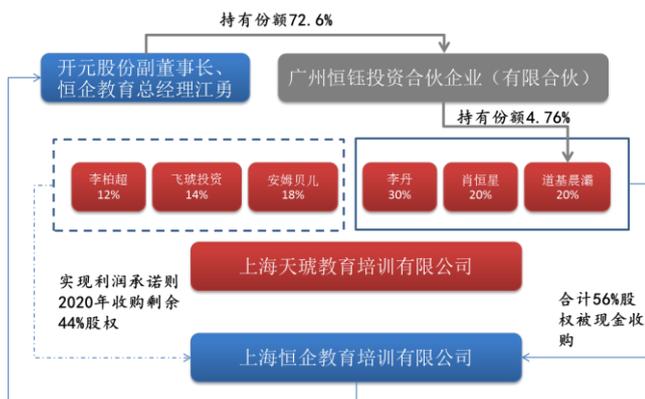
资料来源: 公司公告

控股天琥教育，估值相对合理

恒企拟作价 1.176 亿元现金收购天琥教育 56% 股权。上市公司 10 月 13 日晚公告，全资子公司恒企教育拟以作价 1.176 亿元现金收购上海天琥教育培训有限公司 56% 的股权。根据协议，如果天琥教育 2017-2019 年分别实现扣非净利润 1200 万/1800 万/2800 万元，或者三年实现累计扣非净利润不低于 5800 万元，恒企教育承诺 2020 年 5 月 31 日前启动收购其剩 44% 股权，交易价格另行商定。

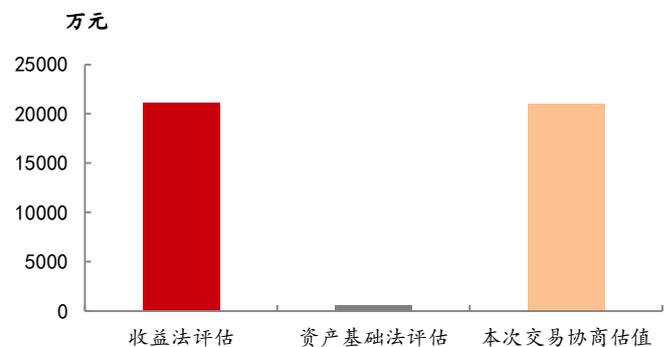
收购涉及关联交易，标的资产估值相对合理。本次交易对手方道基晨灞（天琥教育股东之一，股权比例 6%）持有开元股份 0.3% 股份，道基晨灞有限合伙人广州恒钰（持有份额 4.76%）由开元股份副董事长江勇先生持有 72.6% 合伙份额，因此本次交易被认定关联交易。标的资产天琥教育 100% 股权按收益法估值 2.11 亿元，按资产基础法估值 616 万元，两者存在较大差异。经过协商标的资产估值 2.1 亿元，假设 2017 年实现业绩承诺 1200 万元，对应 17 年 PE 为 17.5 倍，考虑到 17-19 年承诺净利润年增速 50%，我们认为资产估值处于相对合理区间。

图表1：本次交易涉及关联交易



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：天琥教育 100% 股权交易估值情况

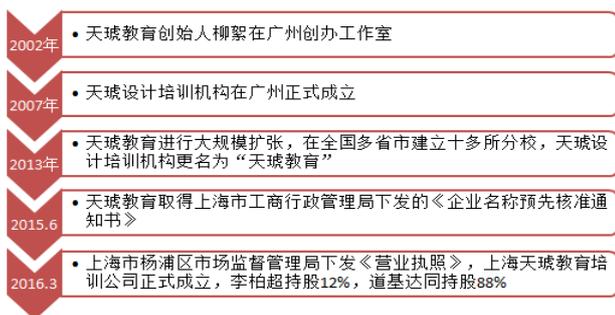


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

深耕设计培训，高速增长可期

上海天琥教育培训有限公司起源于 2002 年，是一所集设计培训、教育教学、设计应用推广、设计课程研发于一体的全国连锁教育机构。在培训课程设计方面，天琥团队紧跟互联网潮流，推出包括 UI 设计、平面设计、网页设计、室内设计等专业。公司采用独特的三围五段教学方法培训人才，三维即电脑、设计、艺术，五段即操作、临摹、分析、改进、创作，使得学员在学习过程中有章可循，无论学习哪一门设计课程，都可以找到切实可行的学习办法。公司计划在未来三年每年为社会输送 5 万名设计人才，实现在全国开办 200 所校区的目标。天琥教育与恒企教育渊源深厚，2013 年两家机构结成战略合作伙伴，恒企教育成为天琥会计技能定点培训机构。本次收购完成将对恒企教育“财经、IT、设计”三大课程业务布局形成有效补充。

图表3：天琥教育历史沿革



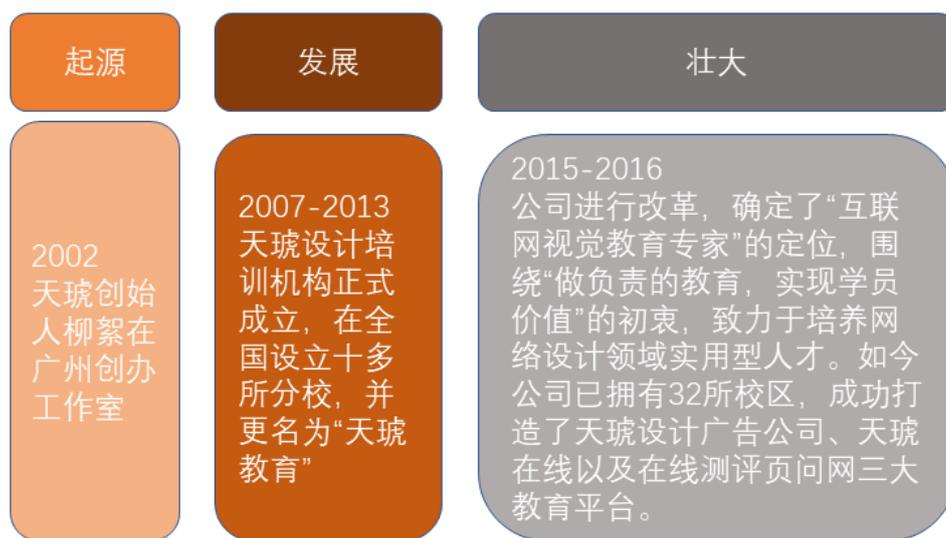
资料来源：天琥教育官网，公司公告，华泰证券研究所

图表4：天琥教育历次股权变更

时间	股东及持股比例					
2016.3	李柏超 12%	道基达同 88%				
2017.5	李柏超 12%	肖恒星 20%	李丽珍 10%	李丹 42%	陈军 10%	道基晨灞 6%
2017.7	李柏超 12%	飞琥投资 14%	安姆贝儿 18%	李丹 30%	肖恒星 20%	道基晨灞 6%
本次交易完成后	李柏超 12%	飞琥投资 14%	安姆贝儿 18%	恒企教育 56%		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

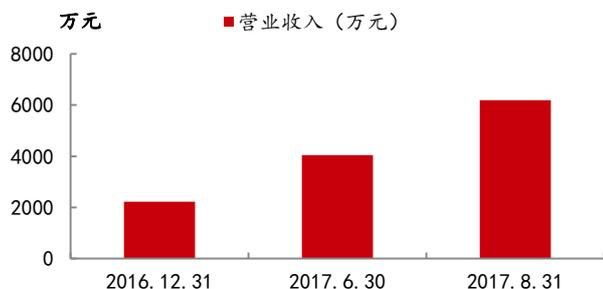
图表5: 天琥教育发展历程



资料来源：华泰证券研究所

天琥教育处于盈利爬坡期，经营业绩迅速提升。根据公司公告，2016年3-12月天琥教育实现营收2225.51万元，营业利润-484.84万元，净利润-366.76万元，经营活动现金流净额155.1万元。2017年1-8月，天琥教育业绩规模迅速提升，实现营收6187.91万元，营业利润730.23万元，净利润546.56万元；经营活动现金流净额529.29万元。当前公司拥有教师团队240多人，在全国20多个大中城市拥有32个连锁校区，具有良好的行业口碑积淀。

图表6: 2016-2017年天琥教育营收迅速提升



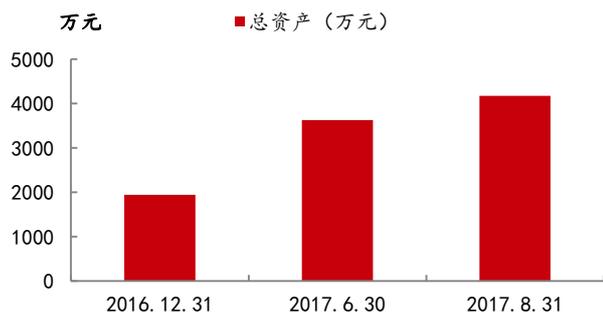
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 天琥教育2017年开始扭亏为盈



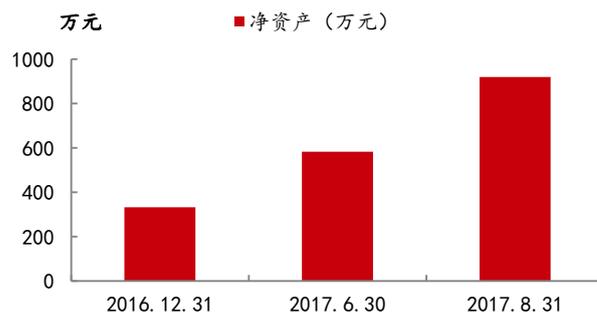
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8: 天琥教育总资产增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9: 天琥教育净资产增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外延进展符合预期，协同效应持续推进职教跨赛道复制。跨赛道方面，IT培训复制恒企会计成功经验实现快速扩张，今年4月恒企教育以现金收购多迪网络32%股权，深度融合顺利完成将充分释放IT培训业务发展潜力。本次收购标的天琥教育拥有15年行业历史沉淀，主要课程涵盖平面视觉、网页电商、UI移动端交互、室内空间和工业设计等IT设计类课程，收购符合上市公司多赛道职业教育发展战略。外延扩张促进职业培训项目向多品类发展，“会计、IT、设计、自考、高校”五大业务板块并驾齐驱，多产品梯队成长体系课程不断完善，国内连锁职教航母扩张版图越发清晰。

业绩稳步提升，维持“买入”评级

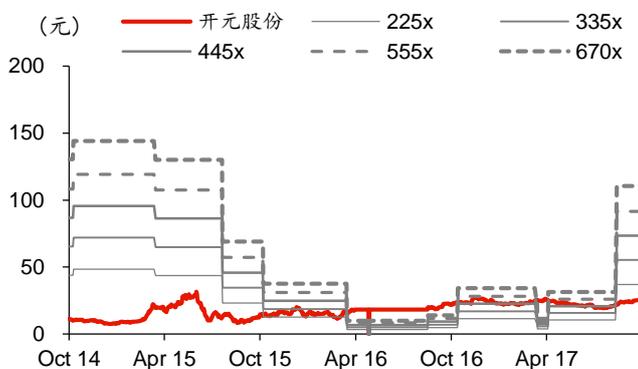
上市公司三季度业绩稳步提升，内生增长动力强劲。根据公司业绩预告，17年前三季度开元股份预计实现净利润1.09-1.11亿元，同比增长1475%-1505%；17Q3实现盈利5352-5559万元，同比增长2784%-2896%，符合我们预期。截至6月底恒企直营超过260家，预计年底接近300家。根据公司规模，17-19年每年新增直营会计校区50家。受政策影响低价会计资格证课程取消，恒企及时推出高端课程，客单价大幅提升。未来公司将充分发挥恒企教育、中大英才线上线下协同作用，构建多层次终端出入口，布局全国“百城千校”，保持强劲内生增长动力。

A股职教成长白马，维持公司“买入”评级。当前职教市场空间广阔，各子领域集中度低，随着行业竞争加剧优胜劣汰，公司作为细分龙头将借助资本参与持续扩大先发优势，巩固行业地位。维持公司盈利预测，2017-2019年归母净利润为1.86/2.68/3.08亿元，EPS 0.55/0.79/0.91元，对应PE为46.54/32.35/28.11倍。维持目标价区间为27.4-28.4元，给予“买入”评级。

风险提示：政策变化风险；项目推进不达预期风险；市场竞争加剧。

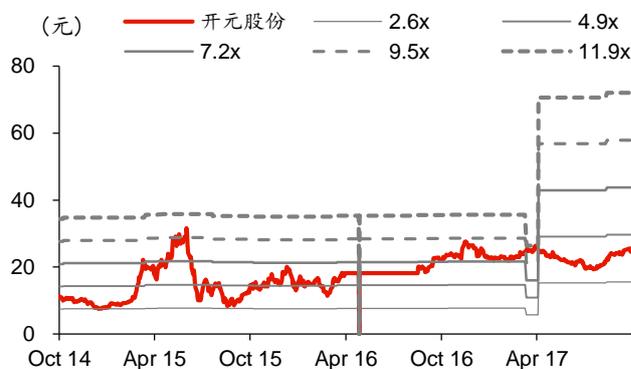
PE/PB - Bands

图表10：开元股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：开元股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	583.09	591.46	1,782	2,192	2,665
现金	159.39	177.14	609.02	729.24	903.20
应收账款	230.18	242.79	757.07	959.32	1,173
其他应收账款	14.04	25.69	63.66	83.43	104.40
预付账款	6.91	12.80	22.97	26.29	31.54
存货	142.73	111.24	259.19	302.69	345.12
其他流动资产	29.84	21.79	70.43	91.40	107.72
非流动资产	347.98	372.97	342.85	321.47	298.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	222.77	260.22	249.39	234.40	217.33
无形资产	46.32	43.18	40.35	36.54	32.64
其他非流动资产	78.89	69.57	53.11	50.53	48.79
资产总计	931.07	964.43	2,125	2,514	2,964
流动负债	168.77	199.51	739.51	952.77	1,231
短期借款	0.00	20.00	412.81	562.91	777.55
应付账款	50.05	63.36	109.81	135.36	157.38
其他流动负债	118.72	116.15	216.89	254.49	295.60
非流动负债	2.36	2.24	2.26	2.29	2.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.36	2.24	2.26	2.29	2.26
负债合计	171.12	201.75	741.78	955.05	1,233
少数股东权益	9.15	7.14	4.66	1.07	(3.22)
股本	252.00	252.00	339.62	339.62	339.62
资本公积	286.28	286.28	638.08	638.08	638.08
留存公积	204.59	207.96	401.05	580.01	756.42
归属母公司股	750.80	755.53	1,379	1,558	1,734
负债和股东权益	931.07	964.43	2,125	2,514	2,964

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(21.06)	33.42	(401.51)	67.21	106.82
净利润	1.85	3.89	183.83	264.47	304.11
折旧摊销	18.68	21.90	21.35	21.86	22.06
财务费用	(3.56)	(0.92)	(0.11)	8.74	16.27
投资损失	0.00	0.03	0.01	0.02	0.02
营运资金变动	(46.60)	(6.95)	(686.04)	(265.29)	(272.64)
其他经营现金	8.57	15.47	79.44	37.41	37.01
投资活动现金	83.23	(30.52)	3.59	0.75	0.76
资本支出	46.64	33.77	0.00	0.00	0.00
长期投资	20.00	6.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	149.86	10.05	3.59	0.75	0.76
筹资活动现金	(13.04)	15.48	829.81	52.26	66.38
短期借款	0.00	20.00	392.81	150.10	214.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	126.00	0.00	87.62	0.00	0.00
资本公积增加	(126.00)	0.00	351.80	0.00	0.00
其他筹资现金	(13.04)	(4.52)	(2.43)	(97.84)	(148.26)
现金净增加额	49.45	18.62	431.88	120.22	173.96

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	282.48	340.92	1,030	1,296	1,599
营业成本	149.86	197.56	360.80	430.07	503.99
营业税金及附加	3.04	6.31	13.81	15.81	26.22
营业费用	50.69	47.67	180.74	217.19	281.20
管理费用	73.79	81.39	249.48	297.40	381.12
财务费用	(3.56)	(0.92)	(0.11)	8.74	16.27
资产减值损失	16.54	16.82	14.88	15.80	15.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.02)	(0.02)
营业利润	(7.87)	(7.93)	210.85	310.84	374.17
营业外收入	13.07	14.31	13.56	13.73	13.77
营业外支出	0.42	0.79	0.66	0.66	0.68
利润总额	4.78	5.59	223.75	323.90	387.26
所得税	2.92	1.70	39.92	59.44	83.14
净利润	1.85	3.89	183.83	264.47	304.11
少数股东损益	(1.94)	(2.00)	(2.48)	(3.59)	(4.29)
归属母公司净利润	3.79	5.89	186.31	268.06	308.40
EBITDA	7.24	13.05	232.09	341.44	412.50
EPS (元)	0.02	0.02	0.55	0.79	0.91

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(8.10)	20.69	202.26	25.76	23.37
营业利润	(117.19)	(0.75)	2,758	47.42	20.37
归属母公司净利润	(92.25)	55.31	3,062	43.87	15.05
获利能力 (%)					
毛利率	46.95	42.05	64.99	66.81	68.47
净利率	1.34	1.73	18.08	20.69	19.29
ROE	0.51	0.78	13.51	17.21	17.78
ROIC	(0.77)	(1.08)	14.98	19.19	19.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.38	20.92	34.90	37.99	41.60
净负债比率 (%)	0	9.91	55.65	58.94	63.07
流动比率	3.46	2.96	2.41	2.30	2.17
速动比率	2.59	2.37	2.04	1.97	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.36	0.67	0.56	0.58
应收账款周转率	1.18	1.25	1.79	1.32	1.30
应付账款周转率	3.84	3.48	4.17	3.51	3.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.02	0.55	0.79	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.06)	0.10	(1.18)	0.20	0.31
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.22	4.06	4.59	5.11
估值比率					
PE (倍)	2,286	1,472	46.54	32.35	28.11
PB (倍)	11.55	11.48	6.29	5.57	5.00
EV_EBITDA (倍)	1,173	651.06	36.60	24.88	20.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com