

开元股份 (300338.SZ)

轻装上阵，开启多元化路径

2018 收入 14.54 亿元 (+48.25%)，净利润 9860 万元 (-38.41%)，每 10 股派发现金红利 0.15 元。其中：1) 职业教育业务营收 11.61 亿元 (+89.44%)，营收占比 79.83%；毛利率 74.74%，归母净利润 1.40 亿元 (+11.34%)。具体看，恒企教育 2018 年实现营收 10.87 亿元，同增 80.25%；归母净利润 1.21 亿元，同增 10.35%，未完成业绩承诺，主要由于旗下牵引力教育拖累（原名多迪网络），受 IT 培训行业环境影响该公司 2018 年收入 3573 万元 (-47.21%)、净亏损 6538 万（包括 2197 万全额计提商誉减值）。此外，恒企旗下天琥培训 2018 年实现扣非净利润 1533 万，未达承诺业绩 1800 万。2) 仪器仪表业务营收 2.77 亿元，毛利率 50.55%，净亏损 1895 万元；3) 其他费用和对外投资减值损失共计 2100 万。公司以 3.45 亿总股本为基数，拟每 10 股派发现金红利 0.15 元。

恒企教育：2018 核心业务增长良好，2019 剥离 IT 培训业务再上阵。1) 分业务看，2018 年恒企实现跨赛道发展，自考及艺术设计类增长迅速，初具规模。2018 年财经类（不含自考）业务营收占比 64.25%，增速稳定，同增 18.91%；自考类营收占比 17.82%，同增 392.84%；艺术设计类营收占比 15.53%，同增 67.95%。公司内部已成立项目孵化中心，18 年研发投入 5988 万元，占比 5.51%，推动发展为多赛道、多元化、多品牌的综合职教运营集团。2) 以上增长从量价看，培训人次及客单价齐升，学员报名 17.08 万人次，同增 23.5%；实现订单销售回款额 12.63 亿元，同增 38.15%；成交客单价为 7394 元/人次，同增 11.86%。3) 渠道扩张加速，实际新开渠道网点数同增 20%。恒企教育在全国 24 个省市、170+个城市共有终端校区网点 397 家，期内新开 70 家、同增 20%，同时公司关闭牵引力教育 21 家亏损校区，2019 年该业务对恒企业务拖累显著降低。

中大英才：完成业绩承诺，会员数量&客单价双升。中大英才 2018 年实现 9411 万收入 (+48.15%)，净利润 2747.67 万 (+17.50%)，顺利完成三年业绩承诺。与恒企不同，中大网校拥有强大的用户与流量优势，与 BAT、360、搜狗等互联网平台积累了优质合作关系，采用低价高量的推广模式，近几年客单价亦有提升。2018 年，中大英才新增注册会员 272.54 万人 (+76.16%)，实现在线成交 39.89 万人次 (+25.83%)，订单销售回款额 9962 万 (+60.41%)，成交客单价 249.7 元/人次 (+27.48%)。

投资建议。公司剥离传统仪器业务，专注职教市场，以财经类业务作为传统优势阵地，通过布局自考、艺术设计等专业已实现多元化赛道延伸，通过加强管理、研发、销售体系建设，有望成为综合性职教运营集团。基于 2018 年报表现，我们维持 2019/20 年净利润分别为 1.92/2.60 亿元，对应 EPS 0.55/0.75 元，新增 2021 年净利 3.28 亿元，对应 EPS0.95 元，当前股价 11.22 元，对应 19 年 PE20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：业务扩张不及预期；行业竞争格局恶化；天琥教育业绩对赌不达标，带来商誉减值风险；剥离业务未核准；公司治理风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	981	1,454	1,506	1,804	2,235
增长率 yoy (%)	187.7	48.2	3.6	19.8	23.9
归母净利润 (百万元)	160.1	99	192	260	328
增长率 yoy (%)	2617.1	-38.4	94.3	35.6	26.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.46	0.29	0.55	0.75	0.95
净资产收益率 (%)	7.8	4.7	8.8	10.7	11.8
P/E (倍)	23.7	38.5	19.8	14.6	11.6
P/B (倍)	1.78	1.69	1.54	1.37	1.21

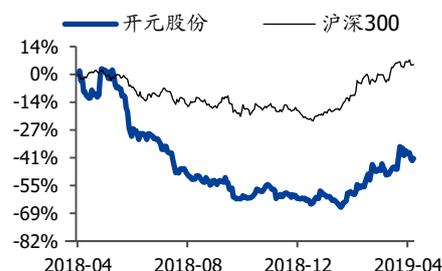
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	11.22
总市值(百万元)	3,872.89
总股本(百万股)	345.18
其中自由流通股(%)	54.50
30 日日均成交量(百万股)	4.85

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

相关研究

1、《开元股份 (300338.SZ)：会计为纲，多元起航》
2019-04-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1025	991	1306	1394	1921
现金	376	321	632	730	1220
应收账款	345	270	324	373	410
其他应收款	47	0	0	0	0
预付账款	17	51	36	18	18
存货	93	117	82	41	41
其他流动资产	148	232	232	232	232
非流动资产	1991	2017	2003	2010	2015
长期投资	3	6	8	11	13
固定投资	303	315	293	271	248
无形资产	128	123	130	138	147
其他非流动资产	1557	1573	1572	1591	1606
资产总计	3016	3008	3309	3404	3936
流动负债	835	735	826	624	783
短期借款	70	40	138	-44	45
应付账款	183	174	122	61	31
其他流动负债	582	520	565	607	708
非流动负债	43	21	13	16	17
长期借款	36	12	7	8	10
其他非流动负债	7	9	6	7	7
负债合计	878	756	839	639	800
少数股东权益	28	49	74	110	153
股本	340	345	345	345	345
资本公积	1395	1438	1438	1438	1438
留存收益	365	458	650	910	1238
归属母公司股东收益	2110	2204	2395	2655	2983
负债和股东权益	3016	3008	3309	3404	3936

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	342	306	274	346	469
净利润	167	105	217	295	371
折旧摊销	62	119	40	43	46
财务费用	21	4	17	19	21
投资损失	-4	-5	0	0	0
营运资金变动	74	39	-2	-10	32
其他经营现金流	21	43	1	0	-0
投资活动现金流	-606	-374	-27	-50	-50
资本支出	-112	-153	2	3	-3
长期投资	-374	-247	-2	-3	-3
其他投资现金流	-121	27	-27	-51	-45
筹资活动现金流	463	0	64	-198	70
短期借款	50	-30	81	-201	68
长期借款	36	-12	-5	1	1
普通股增加	88	6	0	0	0
资本公积增加	1108	44	0	0	0
其他筹资现金流	-819	-7	-12	2	1
现金净增加额	198	-67	311	98	490

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	981	1454	1506	1804	2235
营业成本	344	434	420	447	544
营业税金及附加	11	15	0	0	0
营业费用	170	381	327	403	505
管理费用	228	301	482	585	726
财务费用	20	49	17	19	21
资产减值损失	18	55	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	4	5	0	0	0
营业利润	209	155	261	350	440
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	1	15	0	0	0
利润总额	210	141	261	350	440
所得税	43	36	44	55	69
净利润	167	105	217	295	371
少数股东收益	7	7	26	35	43
归属母公司净利润	160	99	192	260	328
EBITDA	263	227	292	376	456
EPS (元/股)	0.46	0.29	0.55	0.75	0.95

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	187.7	48.2	3.6	19.8	23.9
营业利润 (%)	2735.1	-26.0	68.8	34.2	25.5
归属母公司净利润 (%)	2617.1	-38.4	94.3	35.6	26.2
盈利能力					
毛利率 (%)	65.0	70.1	72.1	75.2	75.7
净利率 (%)	16.3	6.8	12.7	14.4	14.7
ROE (%)	7.8	4.7	8.8	10.7	11.8
ROIC	7.4	4.4	8.2	10.7	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.1	25.1	25.4	18.8	20.3
净负债比率 (%)	-12.6	-11.4	-19.6	-27.6	-37.0
流动比率	1.2	1.3	1.6	2.2	2.5
速动比率	1.1	1.2	1.5	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.3	4.7	4.2	7.3	13.3
应付账款周转率	2.8	2.4	2.8	4.9	11.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.29	0.55	0.75	0.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	0.89	0.79	1.00	1.36
每股净资产 (最新摊薄)	6.11	6.38	6.94	7.69	8.64
估值指标 (倍)					
P/E	23.72	38.51	19.82	14.61	11.58
P/B	1.78	1.69	1.54	1.37	1.21
EV/EBITDA	13.53	15.8	11.6	8.4	6.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com