

## 恒企中大并表，职教龙头起航

——开元股份（300338）2017年半年报点评

2017年9月4日

推荐/维持

开元股份

财报点评

姓名	分析师：洪一	执业证书编号：S1480516110001
	Email:hongyi@dxzq.net.cn	

## 事件：

2017年上半年，公司实现营业收入31,279.64万元，较上年同比增长125.85%；实现归属上市公司股东的净利润5,510.85万元，较上年同比增长992.84%。2017年7月-9月预计净利润为5,351.58至5,558.53万元，较上年同比增长2784%至2895%；2017年1-9月经营业绩的预计：累计净利润的预计数10,862.43至11,069.38万元，较上年同比增长1474%至1504%。

## 分季度财务指标：

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	138.04	67.33	71.17	67.13	135.30	85.74	227.06
增长率（%）	49.94%	25.52%	55.74%	48.82%	-1.98%	27.34%	219.04%
毛利率（%）	46.95%	45.47%	46.03%	46.25%	42.05%	71.10%	70.59%
期间费用率（%）	29.78%	38.56%	41.78%	46.44%	30.50%	55.21%	45.07%
营业利润率（%）	2.94%	2.88%	-2.73%	0.36%	-6.04%	14.15%	25.39%
净利润（百万元）	5.83	1.98	2.42	1.81	-2.34	13.71	43.85
增长率（%）	-63.38%	55.08%	122.53%	128.58%	-140.03%	591.23%	1708.57%
每股盈利（季度，元）	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	0.04	0.13
资产负债率（%）	18.38%	14.61%	15.87%	18.41%	20.92%	20.67%	21.00%
净资产收益率（%）	0.81%	0.32%	0.35%	0.25%	-0.13%	0.91%	2.08%
总资产收益率（%）	0.64%	0.22%	0.27%	0.20%	-0.25%	0.77%	1.68%

## 观点：

- **营收净利双高增长，职业教育业绩斐然。**开元股份2017年半年报告期内，实现营业收入31280万元，同比增长125.85%，主要原因系（1）报告期内恒企教育、中大英才并表：恒企实现营业收入24034万元，同比增长33%；中大实现营业收入2633万元，同比增长28%（2）原主营仪器仪表业务实现营业收入10530万元，同比下降23.97%。公司综合毛利率70.59%，增长24.56%，其中仪器仪表业务毛利率为51.87%，增长5.93%，职业教育业务毛利率为80.03%，为综合毛利贡献较大；实现净利润5511万元，较上年同比增长992.84%，主要系教育企业并表，其中恒企贡献净利润5097万元，中大贡献净利润939万元。经营活动产生的现金流量净额由去年同期-3764万元增长至报告期5939万元，上涨257.78%，系教育企业回款速度快；高于报告期净利润，表现出较强的盈利能力。

- **恒企拓展业务板块，完善教育产业链。**报告期内，恒企教育设立了四个控股子公司：恒企科技与国内高校市场进行专业共建、联合办学；知源图书推动教材专业出版业务；央财云研主营财经高端产品内容研发与交付、校企合作业务；恒企国际发展海外职业教育，并从海外引进一些优质教育资源服务于国内的学员。恒企通过设立子公司建立起了“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车板块，通过资源整合和深度融合，为上市公司带来新的利润增长点。报告期内，恒企教育从组织架构、战略布局、产品结构等方面均有重大进展：研发了一批类似于“恒企秘方”的产品线，从而实现了课单价增长，有效的保障了业绩的快速增长；建立了学员全生命周期体系，构建学员的成长评价指数，有效地保证了教学质量；将事业部组织架构升级到了矩阵式组织架构，为后期的多业务快速复制启动提供了平台；完成了年初制定的网点扩张布局，上半年共计完成了 18 家校区的拓展设立，全年完成率达到 36%。恒企教育业务多点开花，并积极拓展关联教育产业，不断巩固其在行业内的竞争力。
- **净利润持续增长，职教龙头可期。**上半年，恒企教育新开 18 家门店，全年年计划新开 50 家门店，未来恒企教育通过新开和收购校区，进一步增加校区数量，同时对原有课程产品进行优化升级，提高学员客单价以增加业绩；中大英才将不断对流量入口、变现至售后服务进行完整布局；恒企和中大将持续发挥协同效应，完善构建线上线下职业教育生态圈。在行业趋势向好的背景下，开元股份通过恒企和中大，完善全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，实现多赛道的平台化运作，有望成为中国职业教育市场龙头企业。
- **盈利预测和投资评级：**公司半年报业绩大幅增长，考虑到公司仪器仪表和职业教育双主业运营，其中职教业务业绩表现良好并保持健康向上状态，恒企教育良好的可持续发展能力和与中大英才的协同效应，助力公司成为国内职教第一梯队，我们预计公司 2017 年到 2019 年的每股收益为 0.49 元、0.69 元、0.81 元，对应 PE 为 45、32、27 倍，我们给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**IT 培训收入不及预期；校区数量扩张不及预期；智能化设备盈利能力下降的风险。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	583	591	1193	1286	1631	<b>营业收入</b>	282	341	901	1251	1518
货币资金	159	177	180	368	599	<b>营业成本</b>	150	198	445	609	745
应收账款	230	243	617	377	374	营业税金及附加	3	6	17	23	28
其他应收款	14	26	68	94	114	营业费用	51	48	90	125	152
预付款项	7	13	13	13	13	管理费用	74	81	144	213	273
存货	143	111	251	343	419	财务费用	-4	-1	5	4	-5
其他流动资产	1	2	13	20	25	资产减值损失	16.54	16.82	8.90	8.90	8.90
<b>非流动资产合计</b>	348	373	316	314	309	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	222.77	260.22	248.84	251.21	249.98	<b>营业利润</b>	-8	-8	191	268	316
无形资产	46	43	39	35	31	营业外收入	13.07	14.31	7.50	7.50	7.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.42	0.79	0.79	0.79	0.79
<b>资产总计</b>	931	964	1509	1601	1940	<b>利润总额</b>	5	6	198	275	323
<b>流动负债合计</b>	169	200	505	386	479	所得税	3	2	30	41	48
短期借款	0	20	214	0	0	<b>净利润</b>	2	4	168	234	275
应付账款	50	63	141	193	236	少数股东损益	-2	-2	0	0	0
预收款项	47	39	66	103	149	归属母公司净利润	4	6	168	234	275
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	51	53	227	310	352
<b>非流动负债合计</b>	2	2	2	2	2	<b>BPS (元)</b>	0.02	0.02	0.49	0.69	0.81
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	171	202	508	389	481	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	9	7	7	7	7	营业收入增长	-8.10%	20.69%	164.23	38.92%	21.34%
实收资本(或股本)	252	252	340	340	340	营业利润增长	-117.19	0.75%	-2506.0	40.65%	17.83%
资本公积	286	286	286	286	286	归属于母公司净利润	2750.1	39.27%	2750.1	39.27%	17.39%
未分配利润	180	182	316	503	723	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	751	756	985	1195	1443	毛利率(%)	46.95%	42.05%	50.60%	51.30%	50.95%
<b>负债和所有者权</b>	931	964	1509	1601	1940	净利率(%)	0.66%	1.14%	18.64%	18.69%	18.08%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.41%	0.61%	11.13%	14.61%	14.15%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	0.51%	0.78%	17.05%	19.56%	19.03%
<b>经营活动现金流</b>	-21	33	-273	473	299	<b>偿债能力</b>					
净利润	2	4	168	234	275	资产负债率(%)	18%	21%	34%	24%	25%
折旧摊销	62.02	61.72	0.00	33.63	37.23	流动比率	3.46	2.96	2.36	3.33	3.40
财务费用	-4	-1	5	4	-5	速动比率	2.61	2.41	1.86	2.44	2.53
应付帐款的变化	0	0	-374	240	3	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	27	38	46	总资产周转率	0.31	0.36	0.73	0.80	0.86
<b>投资活动现金流</b>	83	-31	16	-45	-45	应收账款周转率	1	1	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.24	6.01	8.83	7.50	7.09
长期股权投资减少	0	0	25	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.02	0.49	0.69	0.81
<b>筹资活动现金流</b>	-13	15	259	-241	-23	每股净现金流(最新)	0.19	0.07	0.01	0.55	0.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.98	3.00	2.90	3.52	4.25
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	126	0	88	0	0	P/E	1468.8	947.86	44.86	32.21	27.44
资本公积增加	-126	0	0	0	0	P/B	7.44	7.40	7.65	6.30	5.22
<b>现金净增加额</b>	49	18	3	188	231	EV/EBITDA	107.34	102.75	33.36	23.14	19.69

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注教育、游戏、传媒等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。