

开元股份(300338.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

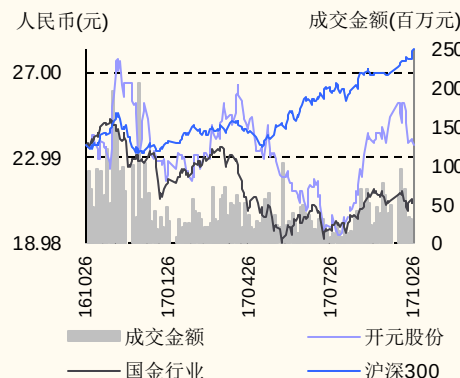
市场价格(人民币): 23.60 元

目标价格(人民币): 29.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	169.05
总市值(百万元)	8,015.02
年内股价最高最低(元)	27.58/19.34
沪深 300 指数	3993.58



相关报告

- 1.《恒企教育收购天琥教育，设计类职业教育再落一子》，2017.10.16
- 2.《粤民投举牌彰显产业资本信心，引入战投迈出股权结构优化重要一步》，2017.9.22
- 3.《开元股份 2017 半年报点评：恒企&中大 3 月并表业绩大增，上...》，2017.8.28
- 4.《开元股份：半年报业绩预告亮眼，恒企&中大 3 月并表职教龙头稳步...》，2017.7.14
- 5.《开元股份：恒企教育拟增持上市公司股份并提高业绩承诺，彰显未来...》，2017.5.11

开元股份三季报：单季度实现净利 0.54 亿，教育业务业绩持续兑现

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.015	0.023	0.525	0.692	0.848
每股净资产(元)	2.98	3.00	3.67	4.60	5.74
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.13	0.49	0.54	0.20
市盈率(倍)	1,573.33	1026.09	44.95	34.10	27.83
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	-92.25%	55.31%	2927.42%	31.69%	22.67%
净资产收益率(%)	0.51%	0.78%	19.29%	20.26%	19.90%
总股本(百万股)	252.00	252.00	339.62	339.62	339.62

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒企教育&中大英才并表，带来公司业绩大幅增厚。2017 年 10 月 26 日晚，开元股份发布 2017 年三季报。2017Q1-Q3 公司实现营业收入 5.84 亿/+184.21%，实现归母净利润 1.09 亿/+1482.60%。
- 立足财经类培训，拓展 IT 培训&艺术设计培训，职业教育业务发展稳步推进。恒企教育以现金 1.18 亿收购从事设计培训、教育教学、设计应用知识推广、设计课程研发的天琥教育 56%股权，拓展艺术设计培训赛道。同时在原先持股 58%的基础上收购主营 IT 培训的多迪科技 32%股权，进一步强化公司在 IT 培训领域的业务拓展。公司在保证财经类培训快速发展的基础上，积极布局 IT&艺术设计培训，以上业务未来均将成为公司业绩持续快速增长的驱动力。
- 引入战略投资者，公司迈出股权优化重要一步。公司引入青城禾元和昌都市高腾（粤民投）两名战略投资者，使得公司股权结构进一步优化。同时粤民投作为国内规模最大、覆盖范围最广的民营投资平台或为公司在战略投资、政商资源、B 端客户的布局等方面提供支持。

投资建议

- 恒企教育和中大英才 3 月并表，带来公司业绩显著增长。2017Q1-Q3 公司实现营收 5.84 亿，同比增长 184.21%，实现归母净利 1.09 亿，同比增长 1482.60%。公司坚定打造“教育+仪器”二元业务，并以职教业务为未来主要拓展方向，职业教育业务发展稳步推进。预计 2017-2019 年 EPS 0.53 元，0.69 元，0.85 元，对应 PE45x, 34x, 28x，目标价 29.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：教育业务扩张或不及预期

吴劲草 联系人
wuji@gjzq.com.cn

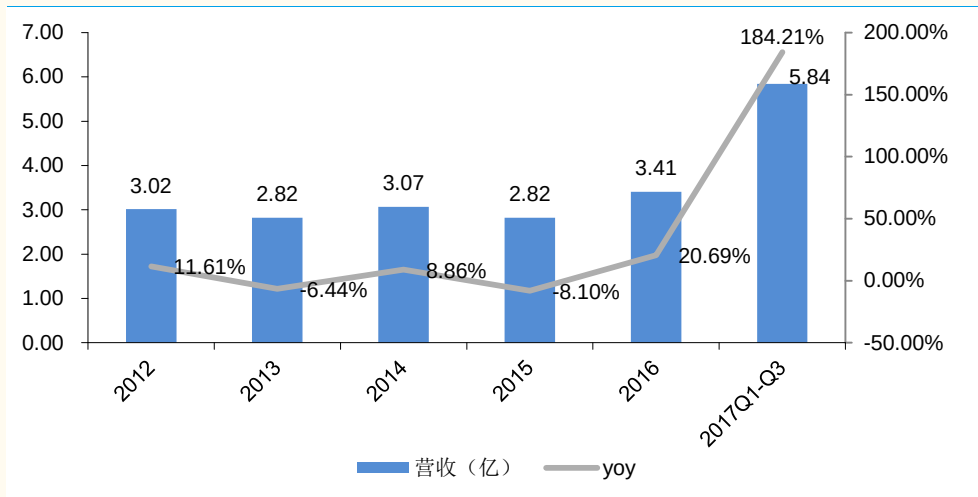
魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

1. 开元股份 2017 三季报财务数据：2017Q1-Q3 公司实现营收 5.84 亿，同增 184.21%，实现归母净利 1.09 亿，同增 1482.60%

1.1 营收 5.84 亿同增 184.21%，归母净利 1.09 亿同增 1482.60%

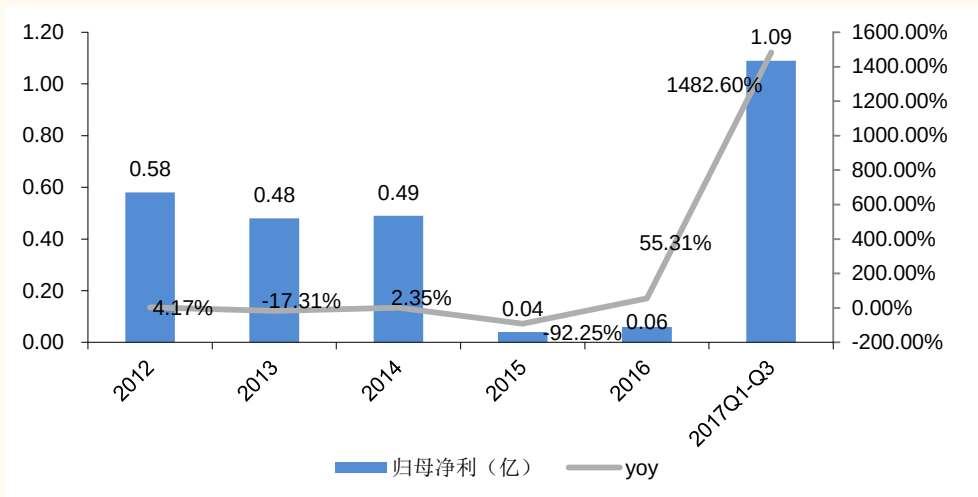
- 2017 年 10 月 26 日晚，开元股份发布 2017 年三季报。2017Q1-Q3 公司实现营业收入 5.84 亿，同比增长 184.21%，实现归母净利润 1.09 亿，同比增长 1482.60%。其中 Q3 实现营业收入 2.72 亿，同比增长 304.63%，实现归母净利润 0.54 亿，同比增长 2813.54%。受到恒企教育和中大英才于 3 月份并表的证明影响，公司预计全年业绩同比将大幅增长。

图表 1：开元股份营业收入情况



来源：公司公告，公司国金证券研究所

图表 2：开元股份归母净利润情况

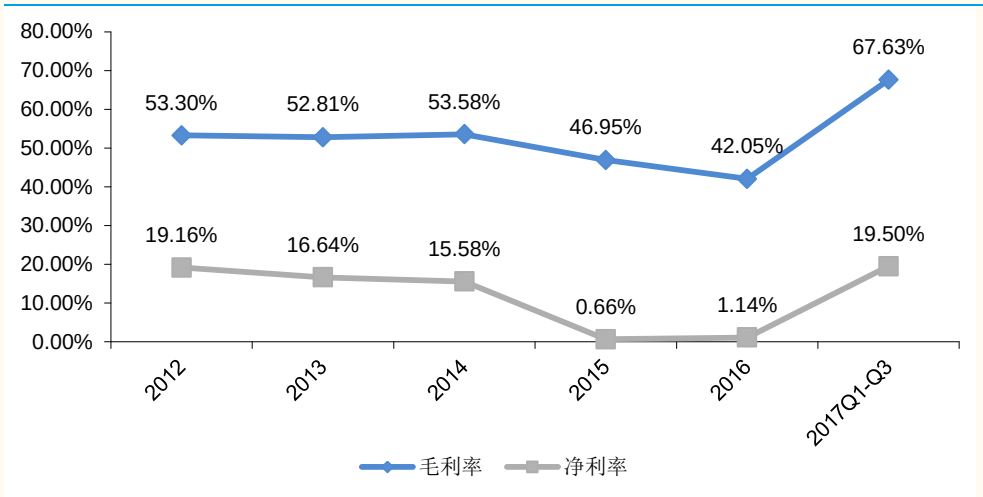


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 教育业务大幅提升公司盈利能力

- 2017Q1-Q3 开元股份毛利率水平达到 67.63%，较 2016 年提升 25.58%，净利率水平达到 19.50%，较 2016 年提升 18.36%，公司盈利能力得到显著提升。主要原因为恒企教育和中大英才并表后高盈利、高附加值的教育业务进入公司业务结构，显著提升了公司整体的毛利率、净利率指标。

图表 3：开元股份毛利率和净利率

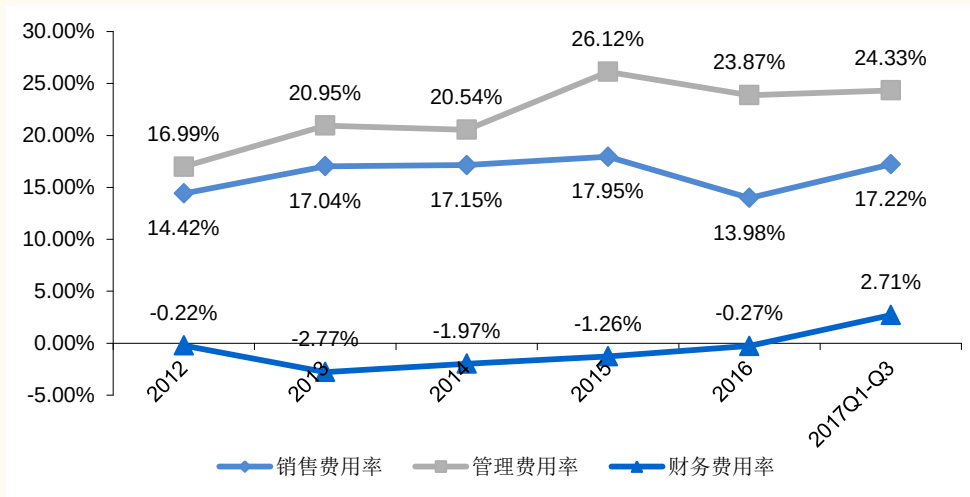


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 三费费用率有所提升，共计 2.59 亿同增 297.7%

- 2017Q1-Q3，开元股份销售费用率为 24.33%，管理费用率 17.22%，财务费用率为 2.71%，均较 2016 年有所提升。2017Q1-Q3 公司三费合计 2.59 亿元，同比增长 297.7%。三费费用率提升的主要原因为恒企教育、中大英才教育业务的特质决定其需要较大的销售和管理成本，教育业务的并表提高了公司整体销售费用率和管理费用率，同时恒企教育为学员提供的融资利息以及报告期内贷款利息的增加导致了财务费用的增加。

图表 4：开元股份三费费率



来源：公司公告，国金证券研究所

2. 立足职业教育方向，教育业务拓展稳步推进

2.1 恒企教育收购天琥教育 56%股权，拓展艺术设计培训赛道。

- 恒企收购天琥教育 56%股权，拓展艺术设计培训赛道。全资子公司恒企教育以现金 1.18 亿收购天琥教育 56%股权，天琥教育承诺 2017-2019 年扣非后归母净利分别不低于 0.12 亿、0.18 亿和 0.28 亿，或者 2017-2019 年累计扣非后归母净利不低于 0.58 亿。恒企教育承诺 2020 年 5 月 31 日前启动收购天琥教育剩余 44%股权，交易价格为天琥教育 2019 年经审计扣非后归母净利的 12-15 倍。

- **天琥教育是一家连锁化设计培训机构，2017 年 1-8 月实现营收 0.62 亿。**天琥教育成立于 2002 年，主要从事设计培训、教育教学、设计应用知识推广、设计课程研发，目前在全国拥有 32 个校区，300 多位设计名师，毕业学员达 30 多万。公司提供包括 UI 设计、平面设计、网页设计、室内设计等在内的专业课程，2017 年 1-8 月公司实现营收 0.62 亿，实现净利润 0.05 亿。

2.2 收购多迪科技 32%股权，进一步增强 IT 培训业务布局

- **控股多迪科技 90%股权，加强 IT 培训业务布局。**恒企教育以自有资金 6240 万收购陈湘敏持有的多迪科技 32%股权，交易后恒企教育持有多迪科技 90%股权，同时陈湘敏将剩余的 10%股去拿转让给启迪投资（由多迪管理团队设立），恒企教育董事长江勇将担任多迪科技执行董事并有权提名总经理人选负责多迪科技运营管理。恒企教育控股多迪科技 90%有利于更好地实现恒企的产业战略布局，通过资源的整合，提高公司在 IT 培训板块的核心竞争力。
- **多迪科技是专注于 IT 领域的教育培训机构，2016 年实现营收 0.73 亿。**多迪科技成立于 2003 年，拥有 UI 设计、Java、PHP、WEB 前端、网络营销等核心课程体系，目前在全国拥有 29 个校区，IT 名师超过 300 人。公司 2015-2016 年分别扩展校区 9 家和 10 家，计划在 2017 年和 2018 年分别扩展校区 8 家和 6 家，发展迅速。多迪科技 2016 年实现营收 0.73 亿，同比增长 7.23%，实现净利 0.18 亿，同比增长 345.4%。

2.3 增设 4 家子公司，建立“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车

- **恒企教育设立了四个控股子公司，全面拓展关联教育产业，巩固企业在行业内的竞争力。**具体情况如下：
 - ①广州恒企教育科技有限公司，主要经营业务是围绕中国的高校市场进行专业共建、联合办学、共建实训室、培训服务等方面的合作；
 - ②北京恒企知源图书有限公司，主要经营业务是围绕职业教育图书出版，推动公司教材专业出版业务；
 - ③北京央财云研有限公司，主要经营业务是财经高端产品内容研发与交付、校企合作业务；
 - ④恒企教育国际有限公司，主要经营业务是在海外发展职业教育，并从海外引进一些优质教育资源服务于国内的学员。
- **通过以上新设子公司，恒企教育建立起了“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，为恒企实现可持续发展带来新的利润增长点。**

3. 引入战略投资者，公司迈出股权优化重要一步

- **引入青城禾元和昌都市高腾（粤民投），公司股权结构进一步优化。**公司控股股东之一罗华东以 21.47 元/股分别向共青城禾元和昌都市高腾（粤民投）转让 1703.40 万股和 1703.40 万股，各占公司总股本的 5.02%，形成举牌。引入战略投资者后，公司实际控制人仍为罗氏三父子，三人合计持有公司股份的 32.32%，恒企教育和中大英才教育团队仍分别持有公司股份的 19.35%和 1.83%。未来公司股权结构有望进一步优化。
- **粤民投是国内规模最大、覆盖范围最广的民营投资平台，战略入股或为公司未来发展提供强劲助力。**粤民投由 17 家广东省民营经济龙头企业共同发起设立，是国内规模最大，覆盖范围最广的民营投资平台，投资方向覆盖教育、环保、高新科技等产业领域，公司董事长由前易方达基金董事长叶俊英先生担任。未来粤民投或在以下几个方面为公司提供支持：提供资本投资和战略发展建议；从广东政商资源给公司发展提供动力；为公司未来积极布局企业、高校等 B 端用户提供基础。

4.投资建议

- 恒企教育和中大英才 3 月并表，带来公司业绩显著增长。2017Q1-Q3 公司实现营收 5.84 亿，同比增长 184.21%，实现归母净利 1.09 亿，同比增长 1482.60%。公司坚定打造“教育+仪器”双元业务，并以职教业务为未来主要拓展方向，职业教育业务发展稳步推进。预计 2017-2019 年 EPS 0.53 元，0.69 元，0.85 元，对应 PE45x，34x，28x，目标价 29.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：教育业务扩张或不及预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	307	282	341	954	1,158	1,375
增长率		-8.1%	20.7%	179.9%	21.4%	18.7%
主营业务成本	-143	-150	-198	-349	-403	-459
%销售收入	46.4%	53.1%	57.9%	36.6%	34.8%	33.4%
毛利	165	133	143	605	755	916
%销售收入	53.6%	46.9%	42.1%	63.4%	65.2%	66.6%
营业税金及附加	-3	-3	-6	-5	-6	-7
%销售收入	1.1%	1.1%	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-53	-51	-48	-134	-116	-117
%销售收入	17.2%	17.9%	14.0%	14.0%	10.0%	8.5%
管理费用	-63	-74	-81	-153	-110	-117
%销售收入	20.5%	26.1%	23.9%	16.0%	9.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	45	5	8	314	524	676
%销售收入	14.8%	1.8%	2.3%	32.9%	45.2%	49.1%
财务费用	6	4	1	-70	-208	-289
%销售收入	-2.0%	-1.3%	-0.3%	7.3%	18.0%	21.0%
资产减值损失	-6	-17	-17	-5	0	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	2.0%	1.6%	1.3%
营业利润	46	-8	-8	244	320	390
营业利润率	14.9%	n.a	n.a	25.6%	27.6%	28.4%
营业外收支	12	13	14	3	3	3
税前利润	57	5	6	247	323	393
利润率	18.6%	1.7%	1.6%	25.9%	27.8%	28.6%
所得税	-9	-3	-2	-62	-81	-98
所得税率	16.5%	61.2%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	48	2	4	185	242	295
少数股东损益	-1	-2	-2	7	7	7
归属于母公司的净利润	49	4	6	178	235	288
净利率	15.9%	1.3%	1.7%	18.7%	20.3%	21.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	2	4	185	242	295
少数股东损益	-1	-2	-2	7	7	7
非现金支出	19	35	39	32	28	28
非经营收益	-5	-10	-7	11	-8	-9
营运资金变动	-26	-49	-2	-105	32	138
经营活动现金净流	36	-21	33	124	137	49
资本开支	-52	-47	-34	-38	-126	48
投资	-2	-30	-7	-12	0	0
其他	59	160	10	5	5	5
投资活动现金净流	5	83	-31	-45	-121	53
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	20	-22	0	1
其他	-43	-13	-4	-9	0	0
筹资活动现金净流	-43	-13	16	-32	0	1
现金净流量	-2	49	18	48	16	103

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	264	159	177	225	240	343
应收账款	218	273	288	571	537	368
存货	105	143	111	191	221	251
其他流动资产	16	8	15	64	22	25
流动资产	603	583	591	1,051	1,178	1,548
%总资产	68.6%	62.6%	61.3%	73.5%	71.1%	79.3%
长期投资	0	20	25	37	36	36
固定资产	217	260	275	291	392	315
%总资产	24.7%	27.9%	28.5%	20.4%	23.6%	16.1%
无形资产	54	56	53	50	51	52
非流动资产	276	348	373	379	479	405
%总资产	31.4%	37.4%	38.7%	26.5%	28.9%	20.7%
资产总计	879	931	964	1,430	1,657	1,953
短期借款	0	0	20	0	0	0
应付款项	79	133	147	293	333	381
其他流动负债	32	36	33	186	129	94
流动负债	111	169	200	478	463	475
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	2	2	13	14	1
负债	113	171	202	491	476	477
普通股股东权益	758	751	756	925	1,159	1,448
少数股东权益	8	9	7	14	21	28
负债股东权益合计	879	931	964	1,430	1,657	1,953

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.388	0.015	0.023	0.525	0.692	0.848
每股净资产	6.013	2.979	2.998	3.669	4.601	5.744
每股经营现金净流	0.285	-0.084	0.132	0.492	0.542	0.196
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.46%	0.51%	0.78%	19.29%	20.26%	19.90%
总资产收益率	5.57%	0.41%	0.61%	12.48%	14.18%	14.76%
投入资本收益率	4.96%	0.26%	0.71%	25.12%	33.26%	34.32%
增长率						
主营业务收入增长率	8.86%	-8.10%	20.69%	179.92%	21.39%	18.71%
EBIT增长率	19.01%	-88.78%	56.67%	3832.91%	66.56%	29.05%
净利润增长率	2.35%	-92.25%	55.31%	2927.42%	31.69%	22.67%
总资产增长率	5.00%	5.95%	3.58%	48.25%	15.89%	17.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	222.5	276.0	253.2	200.0	150.0	50.0
存货周转天数	241.5	301.4	234.6	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	69.9	95.0	104.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	171.8	287.8	278.6	100.7	83.4	70.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.49%	-20.97%	-20.60%	-23.94%	-20.35%	-23.20%
EBIT利息保障倍数	-7.5	-1.4	-8.7	4.5	2.5	2.3
资产负债率	12.91%	18.38%	20.92%	34.34%	28.74%	24.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	11	11	12
增持	0	3	10	11	14
中性	0	1	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.71	1.67	1.68	1.69

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH