



开元股份：两大职教品牌并表，大幅增厚营收净利

开元股份(300338.CH/人民币 19.14, 未有评级)发布 2017 年报, 2017 年全年实现营业收入 9.8 亿元, 同比增长 187.67%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 2,617.09%。2017 年 3 月, 恒企教育及中大英才实现并表, 分别实现营收 5.6 亿及 0.59 亿元, 职教业务贡献 80.48% 净利, 公司顺利达成了仪器仪表及职业教育的双主业运营。开元股份未来有望受益政策红利, 将积极把握职教发展机遇, 持续推进职业教育培训领域布局, 稳固职业教育培训行业龙头地位。

- 实现营业收入 9.8 亿元, 职教业务并表增厚营收, 职业教育培训业务贡献 80.48% 净利润, 集团毛利率大幅增加。2017 年全年实现营业收入 9.8 亿元, 同比增长 187.67%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 2,617.09%。2017 年营收大幅增长主要是因为恒企教育和中大英才从 2017 年 3 月 1 日起纳入合并报表范围 (恒企教育收购的天琥教育则从 2017 年 12 月 1 日纳入合并财务报表范围), 公司顺利达成了仪器仪表及职业教育的双主业运营。职业教育培训业务并表对公司营业收入增厚明显。2017 年公司整体毛利率 64.97%, 较 2016 年增加 22.92 个百分点, 其中职业教育业务毛利率达 75.3%。
- 恒企教育实现营收 5.6 亿元, 中大英才实现营收 0.59 亿元, 职教品牌运营良好, 加速布局。恒企教育 2017 年 3-12 月实现营业收入 5.6 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.19 亿元; 中大英才 2017 年 3-12 月实现营业收入 5,862.88 万元, 实现归属于母公司所有者的净利润 2,291.82 万元。恒企及中大英才连续两年完成业绩对赌目标。天琥教育 2017 年 12 月实现营业收入 1,330.49 万元, 净利润 679.21 万元。2017 年恒企教育共有各类终端校区 348 家, 较 2016 年同期增加 92 家 (含天琥教育), 较 2016 年同期增长了 24.29%; 全年共计招收学生 138,295 人次。2017 年中大英才全年新增注册会员数 149 万人, 同比增长 210.42%; 共计实现在线订单销售 317,039 人次, 同比增长 120.80%。
- 未来战略: 有望受益政策红利, 积极把握职教发展机遇, 持续推进职业教育培训领域布局, 稳固行业龙头地位。开元股份将把握市场快速增长时机, 加快布局职业教育培训领域, 成为国内领军职教集团。恒企教育及中大英才将同时发力, 加强协同, 进一步增强核心竞争力和业务优势来拓展市场份额。

相关研究报告

《新三板 2017 中期策略: 砥砺前行, 合衷共济》
2017.7.5

《新三板教育行业 2018 投资策略: 教育企业百花齐放, 七大领域竞相争艳》
2017.11.28

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

教育

田世欣*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*叶敏婷为本报告重要贡献者

图表 1. 业绩摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016	2017
营业收入 (万元)	30,739.05	28,247.87	34,092.49	98,074.00
营业收入增长率 (%)		(8.10)	20.69	187.67
归母净利润 (万元)	4,893.79	379.35	589.16	16,008.04
归母净利润增长率 (%)		(92.25)	55.31	2617.09
毛利率 (%)	53.58	46.95	42.05	64.97
净利率 (%)	15.58	0.66	1.14	17.05

资料来源: 年报, 中银证券

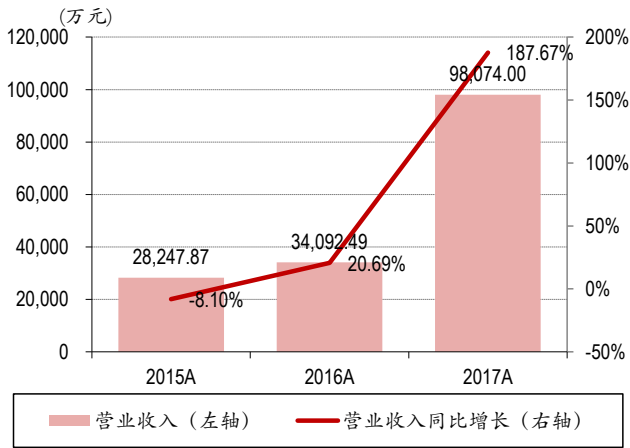
公司经营业绩：职教并表增厚营收，贡献 80.48% 净利润

实现营业收入 9.8 亿元，职教业务并表增厚营收

2017 年全年实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 187.67%；实现归母净利 1.6 亿元，同比增长 2,617.09%。

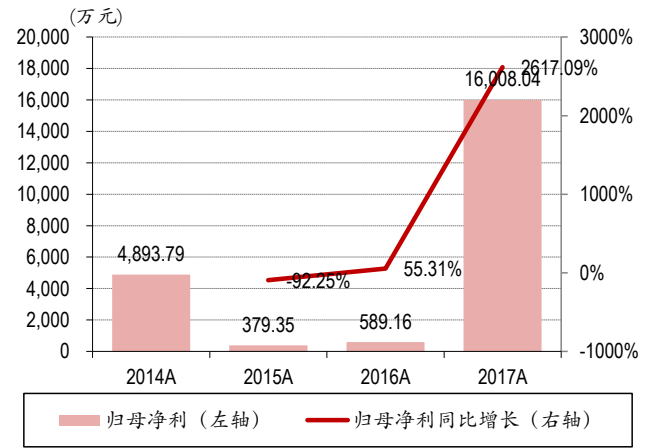
2017 年营收大幅增长主要是因为恒企教育和中大英才从 2017 年 3 月 1 日起纳入合并报表范围（恒企教育收购的天琥教育则从 2017 年 12 月 1 日纳入合并财务报表范围），公司顺利达成了仪器仪表及职业教育的双主业运营。

图表 2. 开元股份营业收入及增长



资料来源：公司年报，中银证券

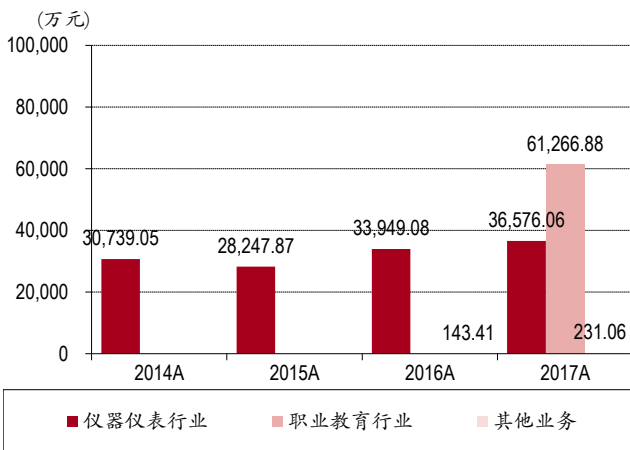
图表 3. 开元股份归母净利及增长



资料来源：公司年报，中银证券

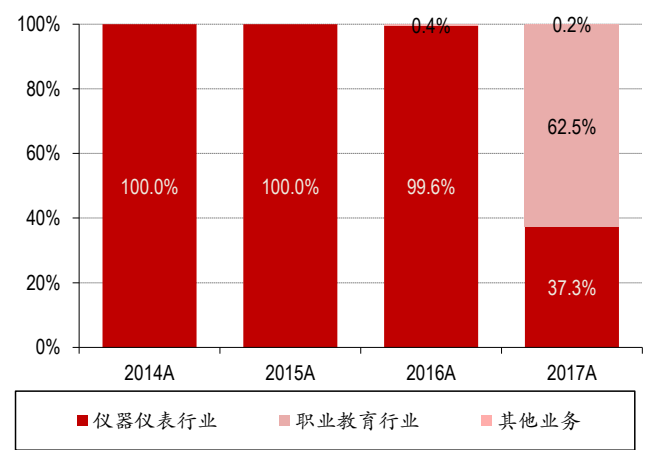
2017 年公司（合并报表口径）职业教育培训业务板块实现营业收入合计 61,403.7 万元，占公司总营业收入 9,8074 万元的 62.19%；职业教育培训业务板块实现净利润合计 12,882.52 万元，占公司总净利润 16,008.04 万元的 80.48%。仪器仪表业务及其配套业务实现营业收入 36,670.30 万元，实现归属于母公司的净利润 3,125.52 万元，实现经营性净现金流 3,450.25 万元。职业教育培训业务并表对公司营业收入增厚明显。

图表 4. 业务构成



资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 各业务占比



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 营业收入

营业收入构成 (万元)	2015 年	2016 年	2017 年
仪器仪表行业	28,247.87	33,949.08	36,576.06
同比(%)	(8.10)	20.18	7.74
职业教育行业	—	—	61,266.88
同比(%)	—	—	—
其他业务	—	143.41	231.06
同比(%)	—	—	61.12

资料来源：年报，中银证券

恒企实现营收 5.6 亿元，中大英才实现营收 0.59 亿元，职教品牌增长迅速

其中恒企教育公司（合并报表口径）2017 年 3-12 月实现营业收入 56,060.17 万元，实现归属于母公司所有者的净利润 11,908.13 万元，实现经营性净现金流 28,647.17 万元。恒企教育公司连续两年完成业绩对赌目标。中大英才公司（合并报表）2017 年 3-12 月实现营业收入 5,862.88 万元，实现归属于母公司所有者的净利润 2,291.82 万元，实现经营性净现金流 2,077.13 万元。中大英才公司连续两年完成业绩对赌目标。恒企教育于 2017 年 11 月收购天琥教育 56% 的股权，从 2017 年 12 月起纳入合并报表范围，天琥教育 2017 年 12 月实现营业收入 1,330.49 万元，净利润 679.21 万元。

图表 7 两大职教品牌经营情况

(万元)	营业收入	归母净利	经营性净现金流
恒企教育	56,060.17	11,908.13	28,647.17
中大英才	5,862.88	2,291.82	2,077.13

资料来源：年报，中银证券

注：恒企教育及中大英才经营数据皆为 2017 年 3-12 月数据

两大职教品牌 2017 年经营均快速增长，线下校区稳步铺开，线上业务增长迅速。

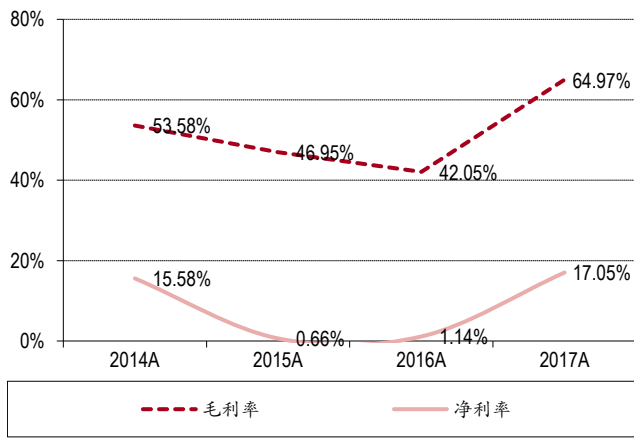
截至 2017 年 12 月 31 日，恒企教育在全国 23 个省市、150 多个城市共有各类终端校区 348 家，较 2016 年同期增加 92 家（含天琥教育），其中 2017 年 12 月并表天琥教育增加 31 家校区。2017 年财经赛道新开设 48 家自营校区，IT 赛道新开设 6 家自营校区，设计赛道新开始 7 家自营校区，学来学往赛道新开设 7 家校区，累计新开设了 68 家终端校区，校区数量较 2016 年同期增长了 24.29%。利用双师教学，2017 年恒企教育在线教育业务实现快速增长，2016 年在线教育订单销售额不足 500 万元，2017 年在线教育订单销售额达到 1.38 亿元。2017 年恒企教育全年共计招收学生 138,295 人次，实现订单销售回款额 91,418.55 万元，实现营业收入 60,301.13 万元，同比增长 58.01%，实现归属母公司净利润 10,960.69 万元，同比增长 29.97%。

2017 年中大英才全年新增注册会员数 149 万人，同比增长 210.42%；共计实现在线订单销售 317,039 人次，同比增长 120.80%，实现在线订单销售回款额 6,210.73 万元，同比增长 62.72%；实现营业收入 6,352.40 万元，同比增长 48.00%，实现归属母公司净利润 2,328.44 万元，同比增长 49.19%。

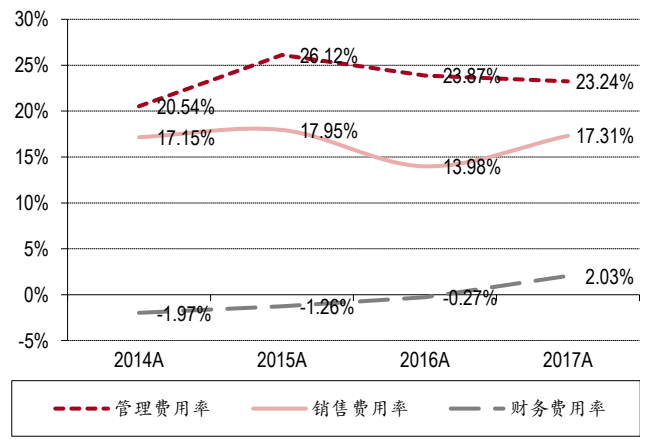
毛利率大幅增加，期间费用率大幅增长

2017 年公司整体毛利率 64.97%，较 2016 年增加 22.92 个百分点，主要是因为报告期内公司的产品结构发生重大变化，由原来的检测分析仪器、燃料智能化产品扩大到职业教育的网络教育、线下教育。其中仪器仪表业务毛利率为 47.8%，职业教育业务毛利率达 75.3%。

2017 年公司的期间费用合计 41,764.17 万元，同比增长 225.92%，主要是因为恒企教育及中大英才的并表带来的三费增加。其中销售费用 16,977.14 万元，同比增长 256.14%，主要包括恒企教育及中大英才的销售人员工资及社保、业务拓展相关费用同比大幅增加；管理费用 22,791.31 万元，同比增长 180.02%，主要包括恒企教育及中大英才的人员工资及社保、技术开发费用、办公费用、折旧及摊销费用、租赁费及场地费用等。财务费用 1,995.72 万元，主要包括银行贷款利息增加、学员贷款的贴息支出增加等。

图表 8. 毛利率及净利率


资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 期间费用率


资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 分业务毛利率

主营构成	2015 年	2016 年	2017 年
仪器仪表行业(%)	47.0	42.1	47.8
职业教育行业(%)	—	—	75.3
其他业务(%)	—	—	48.3

资料来源：年报，中银证券

职教业务发展战略

在国家大力支持发展职业教育的背景下，未来中大型职业教育企业和职教集团将有望充分受益于政策红利。预计到 2020 年我国职业教育规模将达到 1.24 万亿元，其中职业教育培训市场规模降到 9,800 亿元，开元股份将把握市场快速增长时机，加快布局职业教育培训领域，成为国内领军职教集团。

恒企教育：规划在财经、IT、设计、学历中介服务、职业资格培训、产教融合等专业领域建立多品牌、多品类的内容体系，成为国内一流的终身职业教育运营集团。公司 2018 年计划销售订单 12 亿元；新增直营校区 50 个，公司将在全国建设华南、华东、华中、华北、西南 5 大管理学院，计划未来 3 年内在全国完成 500 家学习中心的网点覆盖，5 年内扩大至 1,000 家。同时，公司将加强管理，严控成本，提高在线教育比重，提高个性化教学水平，推进运营管理的专业化。

中大英才：立足线上职业资格考证培训，目标是完善产品立体化体系，实现图书+录播+直播+题库+云校的立体深度覆盖，成为中国在线职业教育领军企业。2018 年计划销售订单目标 8,000 万元；“中大网校”发挥“准题库”引流作用，争取注册用户超过 500 万人；“中大云校”新增合作单位 50 家；公司计划拓展直播课程，增加销售团队，以及技能类培训销售团队，提高营销水平。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371