

开元股份(300338.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

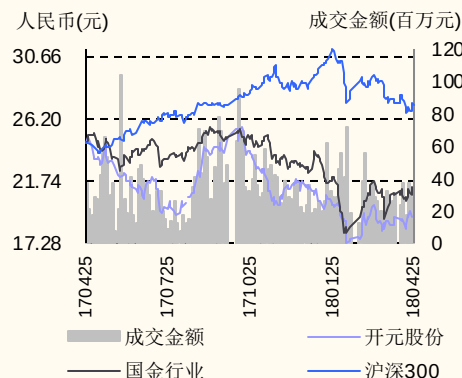
市场价格(人民币): 19.50 元

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)	6,622.58
年内股价最高最低(元)	25.60/17.28
沪深 300 指数	3828.70



相关报告

- 1.《开元股份 2017 年报点评: 职教业务顺利推进, 稳步增长, 利润贡献...》, 2018.4.20
- 2.《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...》, 2017.10.27
- 3.《恒企教育收购天琥教育, 设计类职业教育再落一子》, 2017.10.16
- 4.《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
- 5.《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

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

开元股份发布 18Q1 业绩: 单季度实现营收 2.36 亿, 教育业务业绩持续兑现

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.023	0.471	0.615	0.799	0.986
每股净资产(元)	3.00	6.21	6.80	7.59	8.58
每股经营性现金流(元)	0.13	0.97	0.67	0.91	1.01
市盈率(倍)	1,094.98	45.57	31.70	24.41	19.78
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	55.31%	2617.09%	30.51%	29.88%	23.38%
净资产收益率(%)	0.78%	7.59%	9.05%	10.52%	11.49%
总股本(百万股)	252.00	339.62	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 2017 年 3 月开始并表, 公司营收净利持续快速增长。2018 年 4 月 25 日, 开元股份发布 2018 年一季度报。2018Q1 公司实现营业收入 2.36 亿/+174.96%, 实现归母净利润 0.17 亿/+32.71%。
- 职业教育贡献 87.5%营收, 双主业运营态势持续推进。①2018 年一季度公司职业教育培训业务板块实现营业收入合计 2.06 亿元, 占总营收 87.5%。其中, 恒企教育实现营业收入 1.93 亿元, 同比上升 354.64%; 中大英才实现营业收入 0.13 亿元, 同比上升 173.39%。职教业务营收上升主要由于报告期内 1-3 月并表, 而上年同期并表周期短。②仪器仪表及其配套业务实现营业收入 0.30 亿元, 同比下降 21.37%。营收下降主要受 EPC 项目安装验收进度影响。
- 公司期间费用有所上升, 主要受业务合并期及营收增加影响。2018 年一季度, 开元股份的销售费用占比 26.00%, 同比上升 7.75pct; 管理费用占比 30.88%, 同比下降 4.41pct; 财务费用占比 3.64%, 同比上升 1.97pct。三费合计 1.43 亿元, 同比增长 204%。造成三费上涨的主要原因包括本报告期包含恒企教育、中大英才 1-3 月数据, 而上年同期恒企教育、中大英才 3 月份才纳入合并范围; 销售费用随营收同步增加。
- 公司继续保持研发力度。公司 2018 年一季度发生研发支出 1500.4 万元。其中, 仪器仪表及相关配套业务发生研发支出 756.11 万元, 主要用于燃料智能化设备、煤质化验仪器设备的稳定性与可靠性。中大英才发生研发支出 147.21 万元, 主要用于开发新项目, 本期开发的项目主要包括 BIM 网站建设项目, 中图公考建设项目。恒企教育发生研发支出 597.08 万元, 主要项目为恒企在线项目、蓝鲸系统、BI 系统、CPA 课程培训研发项目等。

投资建议

- 报告期内, 开元股份业绩快速增长。2018 年一季度公司实现营业收入 2.36 亿元/+174.96%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.17 亿元/+32.71%。开元股份坚定打造“教育+仪器”二元业务, 并以职教业务为未来主要拓展方向。我们预计 2018-2020 年 EPS 0.615 元, 0.799 元, 0.986 元, 对应 PE32x, 24x, 20x, 目标价 26 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 资产减值风险, 内部控制风险, 职业教育培训行业竞争加剧等

1. 开元股份 2018 年一季度财务数据：营收 2.36 亿，+174.96%yoy，归母净利润 0.17 亿，+32.71%yoy

- 2018 年 4 月 25 日，开元股份发布 2018 年一季度报告。2018 财年一季度，公司营业收入 2.36 亿元，同比增长 174.96%；归母净利润 0.17 亿元，增幅达到 32.71%。主要原因是：公司第一季度将上海恒企教育培训有限公司、中大英才（北京）网络科技有限公司等纳入合并财务报表，而上年同期仅从 2017 年 3 月 1 日起才将其纳入合并财务报表范围。
- 预收款项由 2017 年一季末的 1.04 亿元增加到 2018 年一季末的 1.85 亿元，占总资产比例由 4.03%提升至 6.22%。
- 2018 年一季度，开元股份的综合毛利率达到 66.90%，同比下降了 4.2 个百分点，净利率达到 6.56%，同比下降了 9.4pct。2018 年一季度，开元股份的销售费用占比 26.00%，同比上升 7.75pct；管理费用占比 30.88%，同比下降 4.41pct；财务费用占比 3.64%，同比上升 1.97pct。三项费用合计 1.43 亿元，同比增长 204%。造成三费上涨的主要原因包括本报告期包含恒企教育、中大英才 1-3 月数据，而上年同期恒企教育、中大英才 3 月份才纳入合并范围；销售费用随营业收入同步增加。
- 公司于 2018 年一季度发生研发支出 1500.4 万元。

其中，仪器仪表及相关配套业务发生研发支出 756.11 万元，主要用于燃料智能化设备、煤质化验仪器设备的稳定性与可靠性，公司开发研发的新产品能够提升公司智能化产品的竞争力。

中大英才发生研发支出 147.21 万元，主要用于开发新项目，本期开发的项目主要包括 BIM 网站建设项目，中图公考建设项目。至报告期末，BIM 项目已经开发完成，公考项目仍处于研究阶段，预计 4 月转入开发阶段。

恒企教育发生研发支出 597.08 万元，主要项目为恒企在线项目、蓝鲸系统、BI 系统、CPA 中国注册会计师课程培训研发项目等。通过以上项目的开发，为恒企教育在各赛道建立强大的内容和技术壁垒，为公司业绩提升增加驱动力。

2. 教育+仪器双主业运营，职业教育方向坚定持续拓展

- 应客户要求，部分燃料智能化 EPC 项目安装、验收进度延期，公司仪器仪表业务的营业收入、净利润有所下降。2018 年一季度，仪器仪表及配套业务实现营业收入 0.30 亿元，同比下降 21.37%。营收下降主要由于受 EPC 项目安装验收进度影响所致。
- 恒企&中大 2017 年 3 月并表，职业教育板块构成收入主要部分。2018 年一季度职业教育板块营业收入合计 2.06 亿元，占总营收 87.5%。其中，恒企教育 2018 年一季度实现营业收入 1.93 亿元，同比上升 354.64%，主要由于报告期内 1-3 月并表，而上年同期并表周期短。中大英才 2018 年一季度实现营收 0.13 亿元，同比上升 173.39%，主要由于报告期内 1-3 月并表，而上年同期并表周期短。

4. 投资建议

- 报告期内，开元股份业绩快速增长。2018 年一季度公司实现营业收入 2.36 亿元/+174.96%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.17 亿元/+32.71%。开元股份坚定打造“教育+仪器”二元业务，并以职教业务为未来主要拓展方向。我们预计 2018-2020 年 EPS 0.615 元，0.799 元，0.986 元，对应 PE32x, 24x, 20x，目标价 26 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 如果恒企教育和中大英才未来经营状况未达预期，公司将存在商誉减值风险。

- 公司业务类别范围规模及人员规模急剧扩大，公司综合管理难度急剧增加，内部控制将面临较大风险。
- 恒企教育与中大英才将面临未来职业教育培训行业竞争将进一步加剧的经营风险。
- 公司如在研发投入、市场推广、人员工资等方面的成本及费用大幅增加，将对公司收益产生一定影响。
- 恒企教育与中大英才的业绩承诺若无法实现，将会影响上市公司的整体经营业绩和盈利水平。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	282	341	981	1,158	1,375	1,645
增长率		20.7%	187.7%	18.1%	18.7%	19.6%
主营业务成本	-150	-198	-344	-426	-495	-581
%销售收入	53.1%	57.9%	35.0%	36.8%	36.0%	35.3%
毛利	133	143	637	733	880	1,064
%销售收入	46.9%	42.1%	65.0%	63.2%	64.0%	64.7%
营业税金及附加	-3	-6	-11	-12	-12	-16
%销售收入	1.1%	1.9%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%
营业费用	-51	-48	-170	-200	-227	-271
%销售收入	17.9%	14.0%	17.3%	17.3%	16.5%	16.5%
管理费用	-74	-81	-228	-237	-282	-337
%销售收入	26.1%	23.9%	23.2%	20.5%	20.5%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	5	8	229	283	359	439
%销售收入	1.8%	2.3%	23.3%	24.4%	26.1%	26.7%
财务费用	4	1	-20	2	7	12
%销售收入	-1.3%	-0.3%	2.0%	-0.2%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-17	-17	-18	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	3	3	3
%税前利润	0.0%	n.a	1.7%	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	-8	-8	209	285	368	453
营业利润率	n.a	n.a	21.3%	24.6%	26.8%	27.5%
营业外收支	13	14	1	3	3	3
税前利润	5	6	210	288	371	456
利润率	1.7%	1.6%	21.4%	24.9%	27.0%	27.7%
所得税	-3	-2	-43	-72	-93	-114
所得税率	61.2%	30.4%	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2	4	167	216	278	342
少数股东损益	-2	-2	7	7	7	7
归属于母公司的净利润	4	6	160	209	271	335
净利率	1.3%	1.7%	16.3%	18.0%	19.7%	20.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2	4	167	216	278	342
少数股东损益	-2	-2	7	7	7	7
非现金支出	35	39	62	45	42	43
非经营收益	-10	-7	23	16	-4	-4
营运资金变动	-49	-2	76	-49	-6	-39
经营活动现金净流	-21	33	329	228	311	342
资本开支	-47	-34	-112	-10	-29	-32
投资	-30	-7	-478	-1	0	0
其他	160	10	-16	3	3	3
投资活动现金净流	83	-31	-606	-8	-26	-29
股权募资	0	0	442	0	0	0
债权募资	0	20	86	-77	0	0
其他	-13	-4	-66	-15	-2	-2
筹资活动现金净流	-13	16	462	-92	-2	-2
现金净流量	49	18	185	128	282	310

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	159	177	376	503	785	1,096
应收账款	273	288	400	411	488	584
存货	143	111	93	126	149	191
其他流动资产	8	15	156	23	27	31
流动资产	583	591	1,025	1,064	1,449	1,901
%总资产	62.6%	61.3%	34.0%	35.3%	42.8%	49.6%
长期投资	20	25	52	53	52	52
固定资产	260	275	314	325	334	342
%总资产	27.9%	28.5%	10.4%	10.8%	9.9%	8.9%
无形资产	56	53	1,601	1,567	1,549	1,535
非流动资产	348	373	1,991	1,946	1,936	1,930
%总资产	37.4%	38.7%	66.0%	64.7%	57.2%	50.4%
资产总计	931	964	3,016	3,010	3,386	3,831
短期借款	0	20	70	0	0	0
应付款项	133	147	668	510	585	663
其他流动负债	36	33	97	121	143	169
流动负债	169	200	835	630	728	832
长期贷款	0	0	36	36	36	36
其他长期负债	2	2	7	0	0	0
负债	171	202	878	666	764	868
普通股股东权益	751	756	2,110	2,308	2,579	2,914
少数股东权益	9	7	28	35	42	49
负债股东权益合计	931	964	3,016	3,010	3,386	3,831

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.015	0.023	0.471	0.615	0.799	0.986
每股净资产	2.979	2.998	6.211	6.795	7.594	8.580
每股经营现金净流	-0.084	0.132	0.968	0.671	0.914	1.007
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	0.51%	0.78%	7.59%	9.05%	10.52%	11.49%
总资产收益率	0.41%	0.61%	5.31%	6.94%	8.01%	8.74%
投入资本收益率	0.26%	0.71%	8.11%	8.92%	10.12%	10.98%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.10%	20.69%	187.67%	18.12%	18.71%	19.59%
EBIT增长率	-88.78%	56.67%	2763.89%	23.64%	26.70%	22.40%
净利润增长率	-92.25%	55.31%	2617.09%	30.51%	29.88%	23.38%
总资产增长率	5.95%	3.58%	212.69%	-0.20%	12.50%	13.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	276.0	253.2	109.3	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	301.4	234.6	108.5	108.0	110.0	120.0
应付账款周转天数	95.0	104.8	130.7	140.0	130.0	120.0
固定资产周转天数	287.8	278.6	112.7	95.4	80.0	66.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.97%	-20.60%	-12.61%	-19.94%	-28.58%	-35.76%
EBIT利息保障倍数	-1.4	-8.7	11.5	-120.7	-50.0	-37.8
资产负债率	18.38%	20.92%	29.11%	22.15%	22.58%	22.65%

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	5	6	8	8	16
增持	2	2	5	6	17
中性	2	2	4	4	4
减持	0	0	0	0	1
评分	1.67	1.60	1.76	1.78	1.74

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