

开元股份 (300338)

证券研究报告

2018年05月10日

授予恒企高管 644 万股限制性股票，全面激励加深绑定扬帆远航

以 9 元/股向 272 位恒企核心教育高管授予 644 万股限制性股票。5 月 9 日，公司公告，拟向公司教育板块核心管理人员、核心技术（业务）骨干人员合计（272 人，均为恒企核心骨干）授予 644 万股限制性股票，约占公司总股本的 1.90%，授予价格为每股 9.00 元，解除限售时间为自授予限制性股票上市之日起 1 年、2 年、3 年，分别对应解锁 30%、30%、40%。业绩考核目标为 2018-20 年恒企净利分别为 1.28 亿元、1.47 亿元、1.84 亿元，预计 2018-21 年需摊销费用分别为 1239.3 万元、1614.72 万元、705.8 万元、191.94 万元。本次业绩考核目标（已扣除相关费用）制定相对保守，主要出于确保能有效激励恒企员工角度考虑。

健全长效激励机制，充分调动核心骨干工作积极性。不同于传统制造业，人力资源是教育行业最根本核心的价值与竞争壁垒，在强调教育要实现标准化输出、降低对个人依赖的今天，不能忽视专业人才才是构建标准化流程的基础。公司推出员工持股计划，并充分考虑到激励有效性，使骨干员工切实分享业绩增长红利，进而有效调动工作积极性，有效将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，激发干劲，加速发展。

根据公司 2017 年报和 2018 一季报显示，恒企 18Q1 收入+354.64%yoy 达 1.92 亿元，预计全年或超额完成解锁业绩。恒企融入上市公司体内后，通过多赛道跨赛道、线上线下融合、技术驱动构建护城河等经营策略得到了裂变式发展。2017 年实现净利 1.1 亿元，同比增长 30%，18Q1 收入同比增长近 354.64%，彰显强劲内生能力。具体来看，①跨赛道多品牌发展，正在成为一家多赛道发展职教集团，以上海恒企为依托，整合延伸广州多迪、上海天琥、广州恒企、北京央财云研咨询、北京恒企知源图书，业务从财经领域扩展至设计、IT、图书、产教融合等领域。②借力线上线下融合，在线职业教育实现较大增长，17 年恒企在线业务快速增长，16 年在线教育订单销售额不足 500 万元，17 年达到 1.38 亿元。③加大技术研发，依托产品驱动构建市场护城河。中大英才利用原有中大网校平台沉淀的品牌、用户、内容、技术、数据等优势，与恒企深度融合。

维持盈利预测，给予买入评级。恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作，有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.72 元、0.88 元、1.15 元；当前股价对于 PE 为 24 倍、19 倍、15 倍。

风险提示：恒企业绩不达预期、全国职业教育行业竞争态势加剧

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	340.92	980.74	1,324.00	1,694.72	2,169.24
增长率(%)	20.69	187.67	35.00	28.00	28.00
EBITDA(百万元)	12.84	259.26	473.21	549.13	660.31
净利润(百万元)	5.89	160.08	245.07	300.35	391.71
增长率(%)	55.31	2,617.09	53.09	22.56	30.42
EPS(元/股)	0.02	0.47	0.72	0.88	1.15
市盈率(P/E)	977.65	35.98	23.50	19.18	14.70
市净率(P/B)	7.62	2.73	2.57	2.36	2.10
市销率(P/S)	16.90	5.87	4.35	3.40	2.66
EV/EBITDA	486.74	26.65	14.53	9.49	10.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/仪器仪表
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.96 元
目标价格	25.18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	339.62
流通 A 股股本(百万股)	188.02
A 股总市值(百万元)	5,759.95
流通 A 股市值(百万元)	3,188.89
每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	27.66
一年内最高/最低(元)	25.99/15.81

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001	
zhanglufang@tfzq.com	
孙海洋	联系人
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《开元股份-年报点评报告:17 年归母净利 1.6 亿元，恒大深度联手线下开点+线上融合》 2018-04-20
- 《开元股份-公司点评:恒企+中大并表致 17 年归母净利达 1.70-1.72 亿元，扎实经营稳健成长凸显长期价值》 2018-01-18
- 《开元股份-公司点评:恒企并表致业绩+1482%，实现跨赛道经营综合职教集团呼之欲出》 2017-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177.14	375.56	105.92	496.35	173.54
应收账款	268.48	391.45	1,279.54	568.91	1,797.11
预付账款	12.80	16.95	30.84	24.67	45.74
存货	111.24	92.95	429.14	147.66	679.79
其他	21.79	147.64	170.67	91.52	211.73
流动资产合计	591.46	1,024.55	2,016.11	1,329.11	2,907.91
长期股权投资	0.00	3.00	3.00	3.00	3.00
固定资产	260.22	302.85	316.85	349.02	379.10
在建工程	15.05	11.08	42.65	73.59	74.15
无形资产	43.18	127.79	103.74	79.69	55.64
其他	54.52	1,546.35	1,499.10	1,480.41	1,469.59
非流动资产合计	372.97	1,991.07	1,965.33	1,985.70	1,981.48
资产总计	964.43	3,015.62	3,981.44	3,314.81	4,889.39
短期借款	20.00	70.00	1,066.07	0.00	1,079.30
应付账款	101.54	450.45	184.29	476.88	444.39
其他	77.98	314.57	237.27	368.22	391.36
流动负债合计	199.51	835.02	1,487.63	845.10	1,915.06
长期借款	0.00	36.00	221.45	0.00	213.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.24	6.79	3.79	4.27	4.95
非流动负债合计	2.24	42.79	225.25	4.27	218.07
负债合计	201.75	877.81	1,712.87	849.37	2,133.13
少数股东权益	7.14	28.27	25.97	21.60	17.81
股本	252.00	339.62	339.62	339.62	339.62
资本公积	286.28	1,394.62	1,394.62	1,394.62	1,394.62
留存收益	494.24	1,759.27	1,902.98	2,104.21	2,398.83
其他	(276.99)	(1,383.97)	(1,394.62)	(1,394.62)	(1,394.62)
股东权益合计	762.68	2,137.81	2,268.57	2,465.44	2,756.26
负债和股东权益总	964.43	3,015.62	3,981.44	3,314.81	4,889.39

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3.89	167.20	245.07	300.35	391.71
折旧摊销	21.90	57.65	38.48	40.94	43.41
财务费用	0.68	20.86	142.37	130.02	129.82
投资损失	0.03	(3.68)	(1.22)	(1.22)	(1.22)
营运资金变动	(18.97)	(17.82)	(1,565.42)	1,520.98	(1,898.36)
其它	25.89	117.54	(2.43)	(4.44)	(3.88)
经营活动现金流	33.42	341.75	(1,143.14)	1,986.63	(1,338.52)
资本支出	34.25	1,572.58	62.99	79.52	49.32
长期投资	0.00	3.00	0.00	0.00	0.00
其他	(64.76)	(2,181.65)	(116.76)	(159.14)	(99.22)
投资活动现金流	(30.52)	(606.08)	(53.76)	(79.62)	(49.90)
债权融资	20.00	106.00	1,287.52	0.00	1,292.43
股权融资	2.28	1,177.36	(153.02)	(130.02)	(129.82)
其他	(6.81)	(820.57)	(207.23)	(1,386.56)	(97.00)
筹资活动现金流	15.48	462.79	927.26	(1,516.58)	1,065.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	18.37	198.46	(269.64)	390.43	(322.81)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	340.92	980.74	1,324.00	1,694.72	2,169.24
营业成本	197.56	343.51	443.54	566.04	722.36
营业税金及附加	6.31	10.61	14.56	18.64	19.52
营业费用	47.67	169.77	173.44	238.96	314.54
管理费用	81.39	227.91	244.94	349.11	481.57
财务费用	(0.92)	19.96	142.37	130.02	129.82
资产减值损失	16.82	17.69	14.00	15.00	15.56
公允价值变动收益	0.00	(0.23)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.03)	3.68	1.22	1.22	1.22
其他	0.05	(21.18)	(2.44)	(2.44)	(2.44)
营业利润	(7.93)	209.00	292.36	378.17	487.08
营业外收入	14.31	2.63	11.80	3.20	6.70
营业外支出	0.79	1.34	0.85	2.00	9.00
利润总额	5.59	210.29	303.31	379.37	484.78
所得税	1.70	43.10	60.66	83.46	96.96
净利润	3.89	167.20	242.65	295.91	387.83
少数股东损益	(2.00)	7.12	(2.43)	(4.44)	(3.88)
归属于母公司净利润	5.89	160.08	245.07	300.35	391.71
每股收益(元)	0.02	0.47	0.72	0.88	1.15

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.69%	187.67%	35.00%	28.00%	28.00%
营业利润	0.75%	-2735.06%	39.88%	29.35%	28.80%
归属于母公司净利润	55.31%	2617.09%	53.09%	22.56%	30.42%
获利能力					
毛利率	42.05%	64.97%	66.50%	66.60%	66.70%
净利率	1.73%	16.32%	18.51%	17.72%	18.06%
ROE	0.78%	7.59%	10.93%	12.29%	14.30%
ROIC	-1.09%	32.80%	20.17%	11.80%	26.04%
偿债能力					
资产负债率	20.92%	29.11%	43.02%	25.62%	43.63%
净负债率	1.54%	0.22%	17.47%	12.96%	12.81%
流动比率	2.96	1.23	1.36	1.57	1.52
速动比率	2.41	1.12	1.07	1.40	1.16
营运能力					
应收账款周转率	1.33	2.97	1.58	1.83	1.83
存货周转率	2.68	9.61	5.07	5.88	5.24
总资产周转率	0.36	0.49	0.38	0.46	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.47	0.72	0.88	1.15
每股经营现金流	0.10	1.01	-3.37	5.85	-3.94
每股净资产	2.22	6.21	6.60	7.20	8.06
估值比率					
市盈率	977.65	35.98	23.50	19.18	14.70
市净率	7.62	2.73	2.57	2.36	2.10
EV/EBITDA	486.74	26.65	14.53	9.49	10.35
EV/EBIT	-706.05	32.19	15.82	10.26	11.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com