

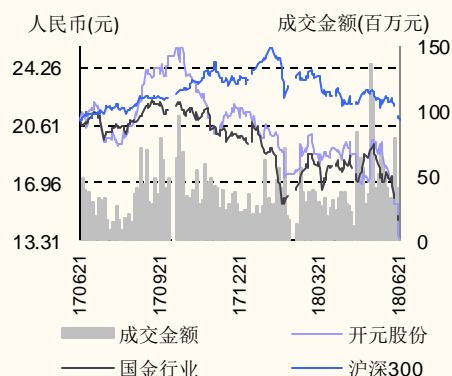
开元股份 (300338.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.31 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	188.12
总市值(百万元)	4,520.34
年内股价最高最低(元)	25.58/13.31
沪深 300 指数	3592.97



开元股份：拟整合剥离传统主业，教育业务纯化正式启动

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	21.64	16.66	13.50
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

事件

- 6月21日，开元股份公告董事会会议决议，审议通过主要事项有：①整合开元股份现有制造业业务，逐步将开元股份的制造业业务及与其业务紧密相关的公司转入到拟设立的全资子公司开元有限。②增加对教育业务投入。③在当对制造业业务整合完成后，启动对开元股份的业务重组，剥离效益不良的业务与子公司。

简评

- 教育业务方面，恒企教育&中大英才 2017年3月开始并表。**①恒企教育2017全年实现营业收入6.03亿元，同比增长58.01%；归母净利润1.10亿元，同比增长29.97%。在收购天琥教育、多迪科技、引入战略投资者青城禾元和昌都市高腾（粤民投）后，运营能力有望取得进一步提升。②中大英才2017年全年营业收入0.64亿元，同比增长48.00%；归母净利润0.23亿元，同比增长49.19%。通过持续保持内容领先、流量为王、技术为本并举的方式，中大英才的职业资格在线培训领军品牌优势得以保持与扩大。
- 2018财年一季度，公司预收款项由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%。**公司在线教育业务增长较快，在线业务收入确认周期更长，但预收账款已入账，未来随着预收账款确认，业绩增长确定性较强，营收利润有望超预期增长。

投资建议

- 我们预计2018-2020年EPS 0.615元，0.799元，0.986元，对应PE22x，17x，14x。目前开元股份估值已至较低位置，同时公司治理结构持续优化，业务有望纯化，未来公司或成为纯教育业务公司，全力发展教育业务，值得期待。现时点建议重点关注。目标价20元，维持“买入”评级。

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，职业教育培训行业竞争加剧；公司制造业业务整合及整体业务重组计划仍存不确定性等风险。

相关报告

- 《开元股份发布 18Q1 业绩：单季度实现营收 2.36 亿，教育业务...》，2018.4.25
- 《开元股份 2017 年报点评：职教业务顺利推进，稳步增长，利润贡...》，2018.4.20
- 《开元股份三季报：单季度实现净利润 0.54 亿，教育业务业绩持续兑...》，2017.10.27
- 《恒企教育收购天琥教育，设计类职业教育再落一子》，2017.10.16
- 《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

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

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

1.事件：开元股份拟整合剥离传统主业，教育业务纯化正式启动

- 6月21日，开元股份公告董事会会议决议，审议通过主要事项有：①整合开元股份现有制造业业务，逐步将开元股份的制造业业务及与其业务紧密相关的公司转入到拟设立的全资子公司开元有限。②增加对教育业务投入。③在当对制造业业务整合完成后，启动对开元股份的业务重组，剥离效益不良的业务与子公司。

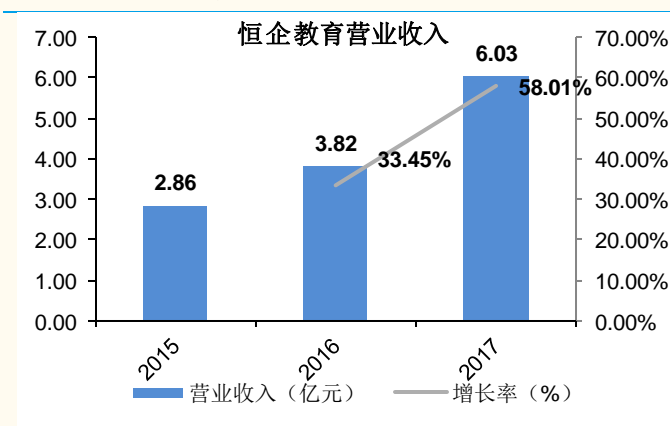
2.教育业务方面，恒企教育&中大英才2017年3月开始并表。

2.1 恒企教育：多赛道、线上线下融合、技术驱动构建护城河获得裂变式发展

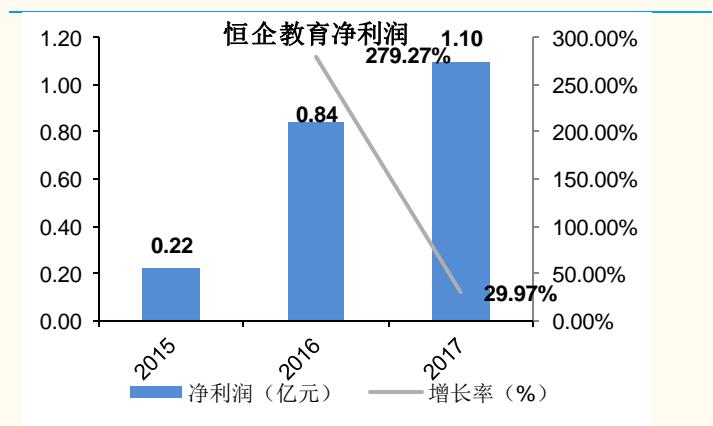
2.1.1 恒企教育2017财务数据：营收6.03亿，归母净利润1.10亿同增29.97%

- 恒企教育2017年实现营业收入6.03亿元，同比增长58.01%；2017年实现归母净利润1.10亿元，同比增长29.97%。而报告期内（3-12月），恒企教育实现营收5.61亿元，利润1.19亿元。

图表1：恒企教育2017营业收入



图表2：恒企教育2017净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.1.2 线下“总部、经济热区集训基地、省会城市、地级市、县城”五环终端布局初见成效，2017年底共有各类终端校区348家

- 2017年恒企教育业务从财经领域扩展至设计类、IT类、图书类、产教融合等领域，构建了恒企教育“总部+利润中心（赛道）+校区”三级组织架构，并构建完成全员星级管理及数字化管理体系，多赛道发展业务体系与组织管理体系初步成型。
- 恒企教育在多赛道发展与组织管理体系支撑下，线下“总部、经济热区集训基地、省会城市、地级市、县城”五环终端布局初见成效，截至2017年12月31日，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%。

2.1.3 借力线上线下融合，2017年在线教育订单销售额达到1.38亿元

- 2017年恒企教育在线教育业务领域从财经、自考向IT、设计、职业资格证书等扩展，2017年度在财经领域新增CPA、CMA、财务数据分析专项能力认证等产品，与中大英才合作在线自考类项目、教师资格证等逐步上线。
- 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。未来在线

教育或为重要业务增长点。在线教育业务收入确认周期更长，但预收账款已入账，未来随着预收账款确认，业绩增长确定性较强。

2.1.4 加大技术研发，依托产品技术驱动构建市场护城河

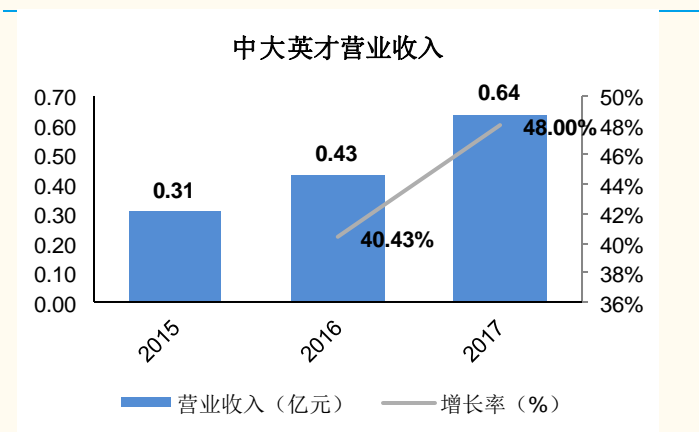
- 依托“产品领先，营销为王，经营人心，管理目标”的经营理念，恒企教育 2017 年大力加大技术研发与产品研发投入，报告期内研发投入 2942 万元，开发考霸魔方系统，研发高科技自动导播音视频平台、“四维”标准教学体系、名师线上教学、线下 1 对 1 辅导、360 度全流程服务系统、未来科技教室等，自主研发野马系统、蓝鲸系统、鹰眼系统，从教学产品、在线双师与营销技术上构建自己的核心竞争力与护城河。
- 在技术优势驱动下，产品持续迭代升级。财经类产品系列在原有 11 级进阶产品系列基础上不断丰富中高端课程体系；与中央财大合作开设中级研修班课程、高级研修班课程等使得成交平均客单价实现大幅增长；新开发了大数据、云计算、python、人工智能等课程产品；设计类产品课程体系主要涵盖 UI 设计等专业；职业资格培训产品提供会计、CPA、CMA、教师资格证等在内的专业、权威职业资格证书培训。
- 虽然 2017 年财经会计职业培训行业受会计证取消的政策影响，但是 2017 年恒企教育通过扩赛道多品牌、线上线下融合、产品技术双驱动等发展思路，以及通过收购整合由一家财经会计职业培训机构迅速裂变成为一家多赛道发展的职业教育集团公司。2017 年恒企教育全年共计招收学生 138295 人次，实现订单销售回款额 9.14 亿元。

2.2 中大英才：内容领先、流量为王、技术为本并举，实现营收 0.64 亿归母净利润 0.23 亿双增长

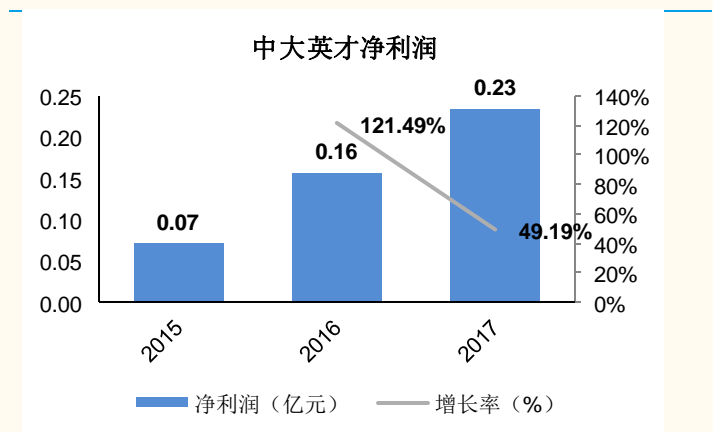
2.2.1 中大英才 2017 财务数据：收入、净利润双增长

- 中大英才报告期实现了收入、归母净利润双增长。中大英才通过持续保持内容领先、流量为王、技术为本并举的方式，职业资格在线培训领军品牌优势得以保持与扩大。
- 2017 年全年，中大英才营业收入 0.64 亿元，同比增长 48.00%；净利润 0.23 亿元，同比增长 49.19%。
- 而报告期内（3-12 月），中大英才实现营业收入 5862.88 万元，归母净利润 2291.82 万元，经营性净现金流 2077.13 万元。

图表 3：中大英才营业收入



图表 4：中大英才净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.2 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，与恒企教育深度融合

- 内容上，中大英才借鉴考霸魔方与自适应闯关平台培训思想与方法，优化其职业资格证书培训产品，完善从资料、题库、课程、图书到服务的课程体系立体化设计。
- 流量上，中大英才通过 PC 站与移动站改版、APP 升级、第三方资源合作开发、新媒体运营等打造领先的职业教育持续流量入口平台。
- 自主研发准题库 APP 系统，下载量位居同类职业资格证书培训题库产品前列，提升客户的粘性。
- 经营上，中大英才通过加强活动运营、重构与扩大销售团队、升级智能 CRM 系统与开发基于个人微信号营销与众筹支付系统以提高对现有用户与新增注册用户的付费率。
- TOB 端自主开发中大云校系统，面向各类职业培训教育机构开放，开拓全新市场。
- **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 317039 人次，同比增长 120.80%，实现在线订单销售回款额 6210.73 万元，同比增长 62.72%。**

2.3 一个细节数据：预收账款数量显著增长，保障未来业绩确定性

- 2018Q1 公司职业教育培训业务板块实现营收合计 2.06 亿元，占总营收 87.5%。其中，恒企教育实现营收 1.93 亿元，中大英才实现营收 0.13 亿元。
- 2018 财年一季度，公司预收款项由 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%。未来随着预收账款的确认，营收利润有望超预期增长。
- 值得关注的是，恒企教育 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，2018 年以来在线教育业务增速良好，未来在线教育或为重要业务增长点。虽然在线教育业务收入确认周期更长，但预收账款已入账，未来随着预收账款确认，业绩增长确定性较强。

3. 投资建议

- 我们预计 2018-2020 年 EPS 0.615 元，0.799 元，0.986 元，对应 PE22x, 17x, 14x。目前开元股份估值已至较低位置，同时公司治理结构持续优化，业务有望纯化，未来公司或成为纯教育业务公司，全力发展教育业务，值得期待。现时点建议重点关注。目标价 20 元，维持“买入”评级。

4. 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。
- 公司制造业业务整合及整体业务重组计划仍存不确定性。

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
应收款项	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	0	0	0	0	10
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

来源：贝格数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2016-09-07	买入	19.48	29.50~29.50
2 2016-10-20	买入	23.07	29.50~29.50
3 2016-10-28	买入	23.48	29.50~29.50
4 2016-12-16	买入	26.51	29.50~29.50
5 2017-01-25	买入	22.16	29.50~29.50
6 2017-02-10	买入	23.14	29.50~29.50
7 2017-03-29	买入	25.59	29.50~29.50
8 2017-04-19	买入	25.55	29.50~29.50

来源：国金证券研究所



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作出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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