

职教业务投入增加，未来增长可期

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季度报告，2018 前三季度实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 67.78%；归母净利润 1.02 亿元，同比减少 6.64%。
- **职教业务收入高增带动营收增长，多项费用提升拖累利润。**2018 前三季度实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 67.78%；营收快速增长，主要原因在于职业教育业务因赛道增加、培训产品增加、学员增加等导致职业教育业务实现营收 8.47 亿元，同比增长 109.51%，带动公司整体营收大幅增长。2018 前三季度公司实现归母净利润 1.02 亿元，同比减少 6.64%，公司归母净利润增速大幅低于营收增速，主要原因在于（1）制造业业务营业收入同比下降、子公司股权处置、资产清理等影响净利润同比下降；（2）职业教育业务营业收入快速增长，但运营费用增加、新增股权激励费用、IT 培训业较大亏损等综合影响职业教育业务的净利润比上年同期增长 13.99%，大幅低于收入增幅 109.51%。
- **研发支出大幅提升，布局职教期间费用大幅增长。**2018 前三季度，公司发生研发支出 4973.91 万元，同比增长 73.88%。其中，教育研发支出 3,170.06 万元，占公司合计研发支出的 97.13%，重点开发了自适应学习系统、CRM 管理系统、云琥在线管理系统、公务员在线学习平台等系统，以巩固公司在行业内的技术领先地位，提升核心竞争力。2018H1，公司销售、管理、财务三项费用分别同比增长 166.53%/85.17%/124.6%，主要原因在于公司布局恒企教育、中大英才等职业教育板块布局新赛道，销售及管理人员薪酬、营销推广费用、及恒企教育为学员承担贷款贴息及公司贷款利息增加影响。
- **拟剥离效益不良业务，盈利能力有望提升。**6 月 21 日，公司董事会审议后决议：整合开元股份现有制造业业务；增加对教育业务投入、扩大教育业务规模、提升教育业务档次；业务重组，剥离效益不良的业务与子公司。主营业务由职业教育培训业务、仪器仪表制造业务两部分构成。2018 前三季度，公司传统制造业业务由于子公司股权处置、资产清理等影响净利润同比有所下滑；职业教育培训业务方面，公司旗下拥有线下会计培训巨头恒企教育、领先的在线职业教育供应商中大英才，形成“财经+IT+设计”多品牌跨赛道“线上+线下”业务格局。截至 2017 年底，公司在全国 23 省市布局 348 家校区，线下全年招生 13.8 万人，并计划未来 3 年完成 500 家线下网点的布局。随着效益不良的仪器仪表制造业务被剥离，教育业务规模、档次提升，公司盈利能力有望进一步加强。
- **盈利预测与评级。**由于公司传统业务盈利有所下滑，且职教业务研发/费用投入较大，我们下调公司盈利预测，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.44 元、0.66 元、0.91 元，未来三年归母净利润将保持 25%的复合增长率。公司是 A 股职业教育龙头，成长性较好，建议持续关注，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，业绩承诺或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险。

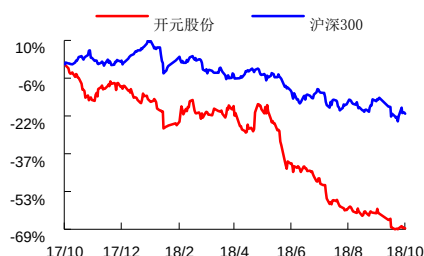
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	980.74	1276.47	1510.23	1770.25
增长率	187.67%	30.15%	18.31%	17.22%
归属母公司净利润 (百万元)	160.08	152.02	228.62	315.81
增长率	2617.09%	-5.04%	50.39%	38.14%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.44	0.66	0.91
净资产收益率 ROE	7.82%	7.04%	9.70%	12.01%
PE	16	17	11	8
PB	1.22	1.16	1.07	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.45
流通 A 股(亿股)	1.88
52 周内股价区间(元)	7.38-23.6
总市值(亿元)	25.82
总资产(亿元)	29.45
每股净资产(元)	6.43

相关研究

1. 开元股份 (300338): 跨赛道多品牌格局形成, 继续看好公司发展 (2018-04-21)

关键假设：

假设 1：传统主业由于子公司股权处置、资产清理等因素影响，传统业务逐步萎缩；毛利率基本维持前期水平；

假设 2：公司加大投入职业教育业务，恒企教育、中大英才招生情况良好，毛利率保持在 65%以上。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	980.7	1276.5	1510.2	1770.2
yoy	187.7%	30.2%	18.3%	17.2%
毛利率	65.0%	65.2%	64.7%	63.2%
检测分析仪器				
收入	152.8	68.7	70.8	72.9
yoy	24.8%	-55.0%	3.0%	3.0%
毛利率	61.2%	61.0%	61.0%	61.0%
燃料智能化				
收入	143.6	64.6	66.6	68.6
yoy	0.4%	-55.0%	3.0%	3.0%
毛利率	41.6%	41.0%	41.0%	41.0%
配件及其他				
收入	76.3	34.3	35.4	36.4
yoy	1.2%	-55.0%	3.0%	3.0%
毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
职业教育				
收入	614.0	1108.8	1337.5	1592.3
yoy	44.6%	80.6%	20.6%	19.1%
毛利率	76.0%	68.0%	67.0%	65.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.74	1276.47	1510.23	1770.25	净利润	167.20	158.77	238.78	329.85
营业成本	343.51	443.78	533.02	651.71	折旧与摊销	57.65	40.81	40.81	40.81
营业税金及附加	10.61	9.83	11.63	13.63	财务费用	19.96	48.33	45.58	34.51
销售费用	169.77	319.12	347.35	371.75	资产减值损失	17.69	17.00	17.00	17.00
管理费用	227.91	255.29	271.84	283.24	经营营运资本变动	303.60	-20.21	34.28	58.16
财务费用	19.96	48.33	45.58	34.51	其他	-224.34	-17.30	-16.43	-16.79
资产减值损失	17.69	17.00	17.00	17.00	经营活动现金流净额	341.75	227.39	360.02	463.54
投资收益	3.68	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1456.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.23	-0.11	-0.13	-0.14	其他	850.31	7.41	-0.13	-0.14
其他经营损益	0.00	15.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-606.08	7.41	-0.13	-0.14
营业利润	209.00	198.00	298.68	413.26	短期借款	50.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.29	1.70	1.65	1.61	长期借款	36.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	210.29	199.70	300.33	414.87	股权融资	1195.96	0.00	0.00	0.00
所得税	43.10	40.93	61.55	85.02	支付股利	-3.40	-32.02	-30.40	-45.72
净利润	167.20	158.77	238.78	329.85	其他	-815.77	-58.98	-45.58	-34.51
少数股东损益	7.12	6.76	10.16	14.04	筹资活动现金流净额	462.79	-161.00	-75.98	-80.23
归属母公司股东净利润	160.08	152.02	228.62	315.81	现金流量净额	198.08	73.81	283.91	383.16
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	375.56	449.37	733.28	1116.44	成长能力				
应收和预付款项	416.75	556.76	657.98	770.39	销售收入增长率	187.67%	30.15%	18.31%	17.22%
存货	92.95	122.23	147.49	181.59	营业利润增长率	2735.06%	-5.26%	50.84%	38.37%
其他流动资产	139.29	171.50	202.90	237.84	净利润增长率	4201.60%	-5.04%	50.39%	38.14%
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00	EBITDA 增长率	2096.55%	0.18%	34.10%	26.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	313.92	294.29	274.65	255.02	毛利率	64.97%	65.23%	64.71%	63.19%
无形资产和开发支出	1537.99	1523.11	1508.24	1493.36	三费率	42.58%	48.79%	44.02%	38.95%
其他非流动资产	136.15	129.86	123.57	117.28	净利率	17.05%	12.44%	15.81%	18.63%
资产总计	3015.62	3250.13	3651.10	4174.91	ROE	7.82%	7.04%	9.70%	12.01%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.54%	4.89%	6.54%	7.90%
应付和预收款项	497.20	607.43	730.46	877.60	ROIC	14.69%	10.36%	14.60%	19.57%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	29.22%	22.49%	25.50%	27.60%
其他负债	274.61	352.78	422.35	514.89	营运能力				
负债合计	877.81	996.21	1188.81	1428.49	总资产周转率	0.49	0.41	0.44	0.45
股本	339.62	339.62	339.62	339.62	固定资产周转率	3.48	4.36	5.52	6.98
资本公积	1394.62	1394.62	1394.62	1394.62	应收账款周转率	3.34	3.22	3.08	3.07
留存收益	364.65	484.65	682.86	952.95	存货周转率	3.15	3.92	3.79	3.82
归属母公司股东权益	2109.54	2218.89	2417.10	2687.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.49%	—	—	—
少数股东权益	28.27	35.03	45.19	59.23	资本结构				
股东权益合计	2137.81	2253.92	2462.29	2746.42	资产负债率	29.11%	30.65%	32.56%	34.22%
负债和股东权益合计	3015.62	3250.13	3651.10	4174.91	带息债务/总负债	12.08%	3.61%	3.03%	2.52%
					流动比率	1.23	1.36	1.52	1.66
					速动比率	1.12	1.24	1.39	1.53
					股利支付率	2.12%	21.06%	13.30%	14.48%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.44	0.66	0.91
					每股净资产	6.11	6.43	7.00	7.78
					每股经营现金	0.99	0.66	1.04	1.34
					每股股利	0.01	0.09	0.09	0.13
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	286.61	287.14	385.06	488.58					
PE	16.13	16.98	11.29	8.18					
PB	1.22	1.16	1.07	0.96					
PS	2.63	2.02	1.71	1.46					
EV/EBITDA	7.67	7.15	4.60	2.84					
股息率	0.13%	1.24%	1.18%	1.77%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn