天风证券 TF SECURITIES

开元股份（300338）

证券研究报告
2018 年 10 月 29 日

受原主业+IT 业务拖累业绩同比减少 6.64%，个税改革利好成人培训发展

18Q1-3 营收同比增长 67.78%，归母净利润同比减少 6.64%

10 月 27 日，公司发布 2018 年三季度报；18 年前三季度营收 9.81 亿，同比增长 67.78%(18Q1、18Q2、18Q3 同比增速分别 174.96%、59.46%，40.91%)；归母净利润 1.02 亿，同比减少 6.64%（18Q1、18Q2、18Q3 同比增速分别为 32.71%，14.41%、-32.36%），扣非归母净利 0.97 亿元，同比减少 7.67%，EPS 为 0.30 元。

营收增长主要系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业收入 8.47 亿元，同比增长 109.51%；归母净利下滑主要系（1）制造业业务营收入同比下降、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%。

毛利率 72.26%，同比增加 4.63 个百分点

18Q1-3 公司综合毛利率 72.26%，同比增加 4.63 个百分点；报告期内期间费用率 53.07%，同比增加 8.81 个百分点，其中销售费用率 27.36%，同比增加 10.14 个百分点；主要系营业收入增长影响销售费用同步增长，且推广费等增速较快影响所致；管理费用率 22.09%，同比减少 2.24 个百分点，但绝对值同比增加 85.17%，主要系职业教育公司规模扩大，人员增加等综合影响所致；财务费用率 3.62%，同比增加 0.91 个百分点，主要系职业教育公司为学员承担贷款贴息及公司贷款利息增加影响所致。报告期内净利润率为 10.94%，同比减少 8.56 个百分点。

下调盈利预测，给予买入评级

下调盈利预期，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建设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的第一梯队企业。2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、校区重构、资源重构等整合，使得业绩释放低于预期。综上我们下调公司 18-20 年的 EPS 分别由原来的 0.62 元、0.84 元、1.13 元下调至现在的 0.53 元、0.70 元、0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、8 倍。

风险提示：开店速度不及预期，原有传统业务或拖累业绩

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	400.39	481.34	571.37
净利润(百万元)	5.89	160.08	183.42	241.78	303.58
增长率(%)	55.31	2,617.09	14.58	31.82	25.56
EPS(元/股)	0.02	0.46	0.53	0.70	0.88
市盈率(P/E)	437.65	16.11	14.06	10.66	8.49
市净率(P/B)	3.41	1.22	1.17	1.09	1.00
市销率(P/S)	7.56	2.63	1.95	1.52	1.19
EV/EBITDA	486.74	26.65	9.31	4.37	6.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	345.18
流通 A 股股本(百万股)	188.12
A 股总市值(百万元)	2,581.93
流通 A 股市值(百万元)	1,407.12
每股净资产(元)	6.43
资产负债率(%)	23.40
一年内最高/最低(元)	23.61/6.75

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

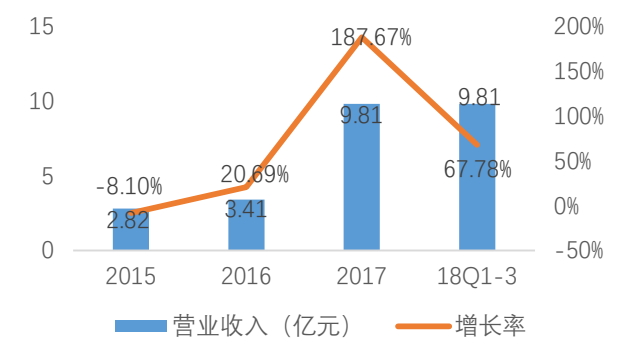
相关报告

1 《开元股份-半年报点评:18H1 归母净利同比增长 18.6%，恒企持续推进网点及课程建设》 2018-08-21
2 《开元股份-公司点评: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》 2018-05-10
3 《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

18Q1-3 营收同比增长 67.78%，归母净利润同比减少 6.64%。10 月 27 日，公司发布 2018 年三季度报；18 年前三季度营收 9.81 亿，同比增长 67.78%（18Q1、18Q2、18Q3 同比增速分别 174.96%、59.46%，40.91%）；归母净利润 1.02 亿，同比减少 6.64%（18Q1、18Q2、18Q3 同比增速分别为 32.71%，14.41%、-32.36%），扣非归母净利 0.97 亿元，同比减少 7.67%，EPS 为 0.30 元。

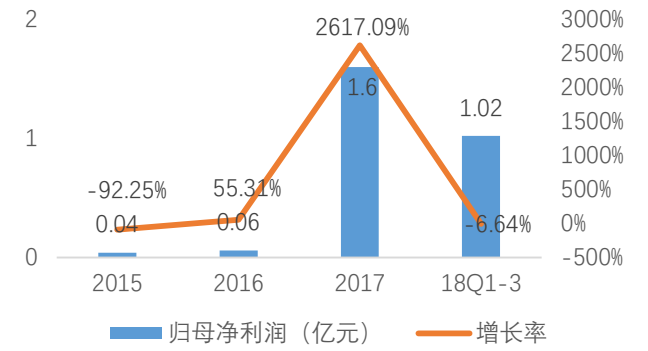
营收增长主要系职业教育业务因赛道增加、培训产品增加、学员增加等导致职业教育业务实现营业收入 8.47 亿元，同比增长 109.51%；归母净利下滑主要系（1）制造业业务营收入同比下降、子公司股权处置、资产清理等影响净利润同比下降；（2）职业教育业务营业收入快速增长，但运营费用增加、新增股权激励费用、IT 培训业较大亏损等综合影响职业教育业务的净利润比上年同期增长 13.99%。

图 1：2015-2018Q3 营收及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

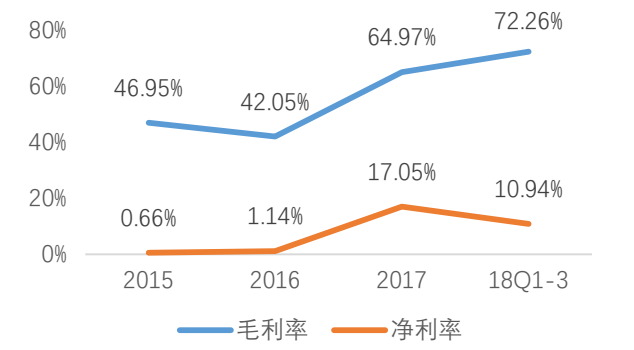
图 2：2015-2018 归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

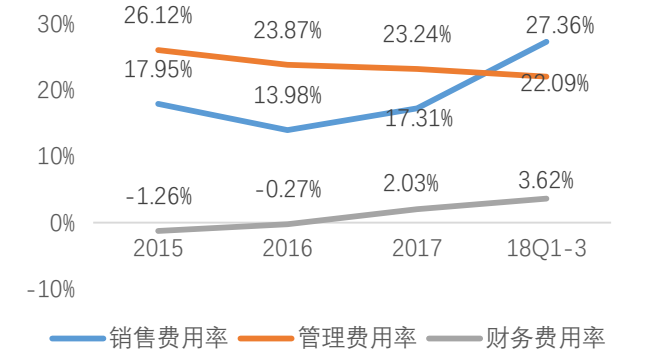
毛利率 72.26%，同比增加 4.63 个百分点。18Q1-3 公司综合毛利率 72.26%，同比增加 4.63 个百分点；报告期内期间费用率 53.07%，同比增加 8.81 个百分点，其中销售费用率 27.36%，同比增加 10.14 个百分点；主要系营业收入增长影响销售费用同步增长，且推广费等增速较快影响所致；管理费用率 22.09%，同比减少 2.24 个百分点，但绝对值同比增加 85.17%，主要系职业教育公司规模扩大，人员增加等综合影响所致；财务费用率 3.62%，同比增加 0.91 个百分点，主要系职业教育公司为学员承担贷款贴息及公司贷款利息增加影响所致。报告期内净利润率为 10.94%，同比减少 8.56 个百分点。

图 3：2015-2018Q3 毛利润率及净利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2015-2018Q3 公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒企教育目前在全国近 150 个城市共建立连锁校区近 400 所（包括加盟校区）。恒企①进一步做强财务会计培训的内容，丰富“猎才计划”培训课程内容，优化升级“卓越计划”培训课程，中央财大研修班在原有中级课程基础上增设高级研修班课程；②进一步做大财务会计培训的边界，新增了“ERP 实战培训”课程、财务数据分析专项能力认证、CMA、

CFO 实战培训课程等。校区产品更加完善丰富，校区课单价进一步提升。

恒企 2017 年收购天琥教育后，在资本注入、组织融合、课程丰富等方面全方位融合完善，天琥教育设计培训按照恒企教育成熟的连锁模式复制扩张，2018 年上半年，新增 12 所自营校区，全日制培训基地得到强化。

2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、产品重构、校区重构、资源重构等整合，在保持原有优势产品课程基础上，重新定位牵引力教育 IT 培训产品定位。

中大英才拥有良好的企业形象，旗下的“中大网校”经过多年的发展和积累，在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑，用户认可度较高。

启动原有业务剥离，改组董事会，转型纯正教育标的。18 年 6 月，公司公告第三届董事会第二十一次会议决议：整合开元现有制造业务①由开元股份以其在星沙产业园（新厂区）土地与房产（账面净值 1.36 亿）作为投资设立全资子公司开元有限。②逐步将开元制造业务及与制造业务相关的长沙开元平方软件、长沙天腾电子转入开元有限。③计划 2018 年底前注销控股孙公司北京冶联科技；同时加大推动全资子长沙开元机电应收账款回收工作力度，适时启动对其注销流程。

下调盈利预期，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建设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的第一梯队企业。2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、校区重构、资源重构等整合，使得业绩释放低于预期。综上我们下调公司 18-20 年的 EPS 分别由原来的 0.62 元、0.84 元、1.13 元下调至现在的 0.53 元、0.70 元、0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、8 倍。

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	424.10	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	25.67	48.34
存货	111.24	92.95	429.14	158.02	711.67
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**	**1,268.22**	**2,942.39**
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**	**3,253.92**	**4,923.87**
短期借款	20.00	70.00	1,086.52	0.00	1,192.78
应付账款	101.54	450.45	184.29	488.76	479.55
其他	77.98	314.57	237.27	369.23	393.60
流动负债合计	**199.51**	**835.02**	**1,508.08**	**857.99**	**2,065.93**
长期借款	0.00	36.00	232.96	0.00	241.66
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**	**236.76**	**4.27**	**246.61**
负债合计	**201.75**	**877.81**	**1,744.83**	**862.26**	**2,312.54**
少数股东权益	7.14	28.27	26.55	23.03	20.10
股本	252.00	339.62	345.18	345.18	345.18
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	1,864.88	2,023.45	2,246.06
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**	**2,236.61**	**2,391.66**	**2,611.33**
负债和股东权益总	**964.43**	**3,015.62**	**3,981.44**	**3,253.92**	**4,923.87**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3.89	167.20	183.42	241.78	303.58
折旧摊销	21.90	57.65	38.48	40.94	43.41
财务费用	0.68	20.86	145.86	134.01	145.25
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)	1,522.51	(1,896.97)
其它	25.89	117.54	(1.82)	(3.57)	(3.01)
经营活动现金流	**33.42**	**341.75**	**(1,200.69)**	**1,934.45**	**(1,408.96)**
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	1,319.48	0.00	1,434.44
股权融资	2.28	1,177.36	(150.95)	(134.01)	(145.25)
其他	(6.81)	(820.57)	(183.71)	(1,402.63)	(80.90)
筹资活动现金流	**15.48**	**462.79**	**984.82**	**(1,536.64)**	**1,208.29**
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)**	**318.18**	**(250.57)**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	576.20	759.23
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	239.64	306.74	392.63
管理费用	81.39	227.91	251.56	338.94	455.54
财务费用	(0.92)	19.96	145.86	134.01	145.25
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**	**216.05**	**306.39**	**382.72**
营业外收入	14.31	2.63	11.80	1.00	2.00
营业外支出	0.79	1.34	0.85	2.00	9.00
利润总额	**5.59**	**210.29**	**227.00**	**305.39**	**375.72**
所得税	1.70	43.10	45.40	67.19	75.14
净利润	**3.89**	**167.20**	**181.60**	**238.20**	**300.57**
少数股东损益	(2.00)	7.12	(1.82)	(3.57)	(3.01)
归属于母公司净利润	**5.89**	**160.08**	**183.42**	**241.78**	**303.58**
每股收益（元）	0.02	0.46	0.53	0.70	0.88

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%	3.37%	41.81%	24.91%
归属于母公司净利润	55.31%	2617.09%	14.58%	31.82%	25.56%
获利能力					
毛利率	42.05%	64.97%	66.50%	66.00%	65.00%
净利率	1.73%	16.32%	13.85%	14.27%	13.99%
ROE	0.78%	7.59%	8.30%	10.21%	11.72%
ROIC	-1.09%	32.80%	16.79%	10.23%	22.30%
偿债能力					
资产负债率	20.92%	29.11%	43.82%	26.50%	46.97%
净负债率	1.54%	0.22%	17.72%	13.36%	16.78%
流动比率	2.96	1.23	1.34	1.48	1.42
速动比率	2.41	1.12	1.05	1.29	1.08
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	5.77	4.99
总资产周转率	0.36	0.49	0.38	0.47	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.46	0.53	0.70	0.88
每股经营现金流	0.10	0.99	-3.48	5.60	-4.08
每股净资产	2.19	6.11	6.40	6.86	7.51
估值比率					
市盈率	437.65	16.11	14.06	10.66	8.49
市净率	3.41	1.22	1.17	1.09	1.00
EV/EBITDA	486.74	26.65	9.31	4.37	6.64
EV/EBIT	-706.05	32.19	10.30	4.78	7.19

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