

增持

——维持

日期：2019年04月26日

行业：教育



分析师 周菁
Tel: 021-53686158
E-mail zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2019.4.24)

报告日股价 (元)	11.22
12mth A 股价格区间 (元)	6.60-19.69
总股本 (百万股)	345.18
无限售 A 股/总股本	54.5%
流通市值 (亿元)	21.11
每股净资产 (元)	6.38
PBR (X)	1.76

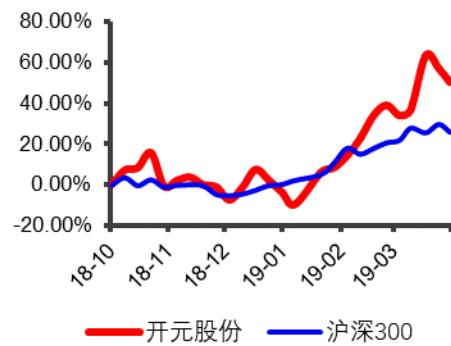
主要股东 (2018)

罗建文	15.64%
罗旭东	10.33%
江勇	9.56%
昌都高腾	4.93%
万忠波	4.92%

收入结构 (2018)

职业教育	79.83%
仪器仪表	18.95%
其他	1.21%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《开元股份 (300338) 深度报告：职教龙头开疆拓土，打造第一梯队阵营》
- 《开元股份 (300338) 2018Q1 季报点评：恒企营收高速增长，职教收入占比 87%》
- 《开元股份 (300338) 2018H1 半年报点评：职教快速发展，扩张期费用增加，内部积极调整聚焦教育》
- 《开元股份 (300338) 2018Q3 业绩点评：教育收入高增长，IT 精简+制造业整合长期提振盈利》

开元股份 (300338)

证券研究报告/公司研究/公司动态

正式转型纯职教，开启多元新发展

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报，全年实现营收14.54亿元，同增48.25%，归属净利润9869万元，同减38.41%，EPS为0.29元/股，ROE=4.56%，公司拟每10股派现0.15元。

■ 事项点评

恒企收入高增，IT 亏损及商誉减值拖累净利润

2018 年公司职业教育实现收入 11.61 亿元，同增 89.44%，收入占比 79.83% (+17.36pct)，贡献盈利 1.40 亿元，同增 11.34%，扣非后归属净利润为 1.43 亿元，同增 15.22%，扣非盈利占比 143.16% (+63.04pct)。盈利增速大幅低于收入增速主要系 IT 业务亏损及计提了全额商誉减值。具体看，恒企教育全年收入 10.87 亿元，同增 80.25%，招生 17.08 万人次，同增 23.5%，受高端课程占比提升影响，客单价提高 11.86% 至 7394 元/人次，全年订单销售回款达 12.63 亿元，同增 38.15%，收现比（销售回款/营业收入）为 1.16。其中，财经（不含自考）、自考、艺术设计、IT 四大业务的销售回款分别为 8.11 亿元（占比 64.25%、+18.91%）、2.25 亿元（占比 17.82%、+392.84%）、1.96 亿元（占比 15.53%、+67.95%）、0.30 亿元（占比 2.40%、-56.27%），自考和艺术设计飞速发展，IT 受关闭校区影响大幅下滑。截止期末，恒企教育在全国 24 个省市、170 多个城市开设了 397 家校区，年内净增 49 家，增幅 14.08%，其中恒企 338 家、天琥 51 家、牵引力 8 家（报告期内关闭 21 家）。线上端，恒企在线教育订单回款 16-18 年分别约为 0.05/1.38/2.89 亿元，实现翻倍式增长。在拓渠道、扩品类、跨赛道支撑下，恒企收入端增速继续提升，但受牵引力大幅亏损(18 年营收 3573 万元，同减 47%，亏损 6538 万元，同减 420%，含商誉全额减值 2197 万元) 及商誉全额减值拖累，全年实现归属净利润 1.21 亿元，同比仅增长 10.35%，3 年业绩对赌合计实现累计扣非净利润 3.15 亿元，业绩承诺完成率 98.7%。中大英才增长情况保持良好，2018 年收入 9411 万元，同增 48.15%，归属净利润为 2748 万元，同增 17.50%，全年在线成交 39.89 万人次，同增 25.83%，成交客单价 249.7 元/人次，同增 27.48%，订单销售回款 9963 万元，同增 60.41%。3 年业绩对赌合计实现累计扣非净利润 6616 万元，业绩承诺完成率 101.79%。

综合毛利率持续提升，期末预收款增长 39%

受高毛利率的教育业务占比持续提升影响，综合毛利率达 70.13% (+5.15pct)，其中教育培训及学历中介、图书产品、仪器仪表、配件及其他毛利率分别为 75.89% (-1.04pct)、29.41% (+13.29pct)、60.99% (+9.28pct)、33.15% (+2.84pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别 +8.87pct/-2.55pct/+0.73pct/+1.31pct 至 26.18%/20.69%/5.95%/3.35%，销售费用率较大幅度提高主要系员工薪酬及业务宣传费分别大幅增长 117%/175%，期末公司销售人员共 2205 名，同增 76%。公司研发投入达 1.03 亿元，占营收的 7.08%，主要系恒企投入 5988 万元用于云琥在线管理系统、蓝鲸系统、BI 系统等开发，研发支出资本化率由 22.10% 降至 15.98%。财务费用较快增长主要系银行贷款利息增加及学员贷款的贴息支出增加等。此外，公司本期计提资产减值损失 5486 万元、营业外支出 1539 万元，一定程度上影响盈利水平。报告期，公司归属净利润同比下降 9.54pct 至 6.78%。截止期末，公司账面预收款项 2.90

亿元，较期初增长 39%，其中预收培训费 2.63 亿元。

剥离制造业务，打造综合性职教集团

2019 年 4 月制造业务将实现剥离，不再并表，公司成为纯职业教育标的。恒企一方面深耕财经、自考、设计、IT 四大业务，渠道端每年新增校区 10-20%，产品端不断完善产品矩阵，持续向多品类、中高端延伸，另一方面积极扩展赛道，已探索教师资格考证培训、年轻时代、行家网校等新项目，未来规划每年探索孵化不少于 2-3 个新项目，向多赛道多元化多品牌的综合性职业教育运营集团演进。19 年恒企目标销售回款 15 亿元，同增约 19%。中大英才将加强与恒企的线上线下深度融合，包括项目试点、人员融合等，19 年销售回款目标 1.5 亿元，同增约 51%。

■ 投资建议

由于公司剥离制造业务及关闭 IT 部分校区止损，我们调整原有盈利预测并新增 2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年公司归属净利润分别为 1.98/2.49/3.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.72/0.92 元/股，对应 PE 分别为 20/16/12 倍（按 2019/4/24 收盘价计算）。公司剥离制造业成为纯职教公司，恒企销售回款增长目标近 20%，保持良好势头体现信心，现阶段打磨产品、拓展渠道、抢占份额，预计在回款指引下收入端将保持较快增长，并逐步转化为利润迎来业绩的稳步释放。公司逐渐厘清业务条线和管理机制，未来经营效率有望提升为业绩带来弹性，当前估值处于较低水平，具备修复空间，维持“增持”评级。

■ 风险提示

商誉减值风险、公司控制权发生变更风险、行业竞争加剧风险、IT 业务持续亏损风险、人才流失风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1453.90	1516.27	1895.89	2274.34
年增长率		4.29%	25.04%	19.96%
归属于母公司的净利润	98.6	197.76	249.41	318.89
年增长率		100.57%	26.12%	27.86%
每股收益 (元)	0.29	0.57	0.72	0.92
PE (X)	39.28	19.58	15.53	12.14

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/4/24 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	321	431	595	1032
应收和预付款项	423	448	641	665
存货	117	86	168	138
其他流动资产	116	130	130	130
长期股权投资	6	6	6	6
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	325	328	331	334
无形资产和开发支出	1515	1515	1515	1514
其他非流动资产	185	180	197	202
资产总计	3008	3124	3582	4020
短期借款	40	0	0	0
应付和预收款项	682	635	826	922
长期借款	12	12	12	12
其他负债	22	12	12	12
负债合计	756	659	850	946
股本	345	345	345	345
资本公积	1438	1388	1388	1388
留存收益	421	668	918	1236
归属母公司股东权益	2204	2402	2651	2970
少数股东权益	49	63	81	105
股东权益合计	2252	2465	2732	3075
负债和股东权益合计	3008	3124	3582	4020

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	306	321	222	490
投资活动产生现金流量	-374	-65	-65	-65
融资活动产生现金流量	0	-37	7	12
现金流量净额	-66	219	164	437

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1454	1516	1896	2274
营业成本	434	421	527	632
营业税金及附加	15	16	20	24
营业费用	381	417	521	614
管理&研发费用	387	409	512	603
财务费用	49	0	-3	-6
资产减值损失	55	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
其他收益	18	0	0	0
营业利润	155	253	319	407
营业外收支净额	-13	0	0	0
利润总额	141	253	319	407
所得税	36	40	51	65
净利润	105	212	268	342
少数股东损益	7	14	18	23
归属母公司股东净利润	99	198	249	319
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	70.13%	72.24%	72.23%	72.20%
EBIT/销售收入	11.65%	16.44%	16.43%	17.40%
销售净利率	6.66%	14.00%	14.12%	15.05%
ROE	4.10%	8.23%	9.41%	10.74%
资产负债率	21.75%	21.11%	23.72%	23.52%
流动比率	1.44	1.69	1.83	2.10
速动比率	1.03	1.36	1.47	1.82
总资产周转率	0.51	0.49	0.53	0.57
应收账款周转率	4.74	3.98	3.96	4.11
存货周转率	3.71	4.87	3.13	4.59

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。