

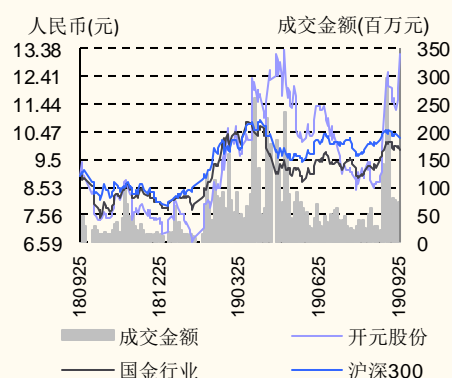
开元股份 (300338.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.19 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	198.72
总市值 (百万元)	4,527.98
年内股价最高最低 (元)	13.19/8.49
沪深 300 指数	3870.98



相关报告

1. 《19Q1 职教业务营收+56%，4月已完成制造业剥离，成为纯教...》，2019.4.29
2. 《治理结构或现重要改善，机制理顺或显著提升经营效率-治理结构或...》，2019.4.25
3. 《Q1 业绩预告：净利预喜，剥离传统业务完成，纯教育公司治理结构...》，2019.4.9
4. 《仪器主业剥离持续推进，治理结构优化现边际改善，职教巨头再出发...》，2019.4.9
5. 《传统业务剥离进一步推进，教育业务纯化，专注于职业教育-传统业...》，2019.3.14

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

江勇/赵君上任董事长/总经理，公司治理改善 现重要突破

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.471	0.286	0.123	0.595	0.747
每股净资产 (元)	6.21	6.38	6.46	7.04	7.77
每股经营性现金流 (元)	0.97	0.80	0.44	0.90	1.09
市盈率 (倍)	45.57	46.18	107.51	22.16	17.67
净利润增长率 (%)	2617.09%	-38.41%	-57.05%	385.08%	25.45%
净资产收益率 (%)	7.59%	4.47%	1.90%	8.46%	9.61%
总股本 (百万股)	339.62	345.18	345.18	345.18	345.18

来源：公司年报、国金证券研究所，注：利润表预测假设 19 年只剩下教育业务，资产负债表预测未包含该假设

事件

- 2019 年 9 月 25 日，开元股份发布公告，公司召开第三届董事会第三十五次会议，会议决议上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事、董事长职务；恒企教育创始人、董事长兼总裁江勇先生担任上市公司董事长；中大英才创始人、董事长赵君先生担任上市公司总经理等。

点评

- **江勇/赵君上任董事长/总经理，公司治理结构改善大步向前。**2017 年 3 月 1 日开始公司恒企教育&中大英才业务并表。2019 年 3 月 13 日，公司发布拟出售制造业全资子公司长沙开元仪器有限公司公告，由此完成制造业业务的剥离，聚焦于教育培训业务，转让给上市公司控股股东罗建文先生，交易价格为 2.71 亿元。2019 年 4 月 8 日，公司发布关于制造业全资子公司完成工商变更公告，开元有限完成了相关工商变更登记及章程备案手续，已变更为罗建文先生独资的有限责任公司，开元股份从 2019 年 4 月完成传统仪器业务的剥离，剥离后成为纯教育公司。现由原恒企教育董事长江勇和中大英才董事长赵君分别担任上市公司董事长和总经理，有望实现上市公司进一步治理结构优化，推动教育业务高效发展。
- **公司教育业务高管合计持股比例提升，中大英才董事长赵君增持至 7.19% 显信心。**截至 2019 年 9 月 24 日，原上市公司董事长罗建文/原总经理罗旭东分别持有 13.28%/7.79% 股权，恒企教育董事长江勇/中大英才董事长赵君及其一致行动人中大瑞泽分别持有上市公司 9.61%/7.19% 股权。且赵君及中大瑞泽于 2019 年 9 月 4 日以溢价 33% 的增持价 12 元/股增持上市公司股票，增持总金额为 2.2 亿元，大幅超出 2019 年 7 月 6 日其发布的 1.152 亿元计划增持总金额，持股比例由增持前的 1.87% 上升至 7.19%，显露出公司教育高管对未来业务发展的强大信心。
- **投资建议：**公司重要变化在于业务纯化，我们认为随着治理结构的改善，经营有望持续向好。受到剥离产生一次性亏损、成长业务拓展期间费用上升高于预期双重因素影响，19 年预计为公司利润低点，我们下调了 19 年盈利预测，下调幅度为 73%，之后年度维持原预测，预计 19/20 年归母净利润为 0.42/2.05 亿元，20 年 PE 估值为 22x，目标价 14 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商誉减值风险；竞争加剧；剥离对净利润造成一定影响等风险。

事件

- 2019年9月25日，开元股份发布公告，公司召开第三届董事会第三十五次会议，会议决议上市公司原董事长罗旭东先生辞去上市公司董事、董事长职务；恒企教育创始人、董事长兼总裁江勇先生担任上市公司董事长；中大英才创始人、董事长赵君先生担任上市公司总经理等。

点评

- **江勇/赵君上任董事长/总经理，公司治理结构改善大步向前。**2017年3月1日开始公司恒企教育&中大英才业务并表。2019年3月13日，公司发布拟出售制造业全资子公司长沙开元仪器有限公司公告，由此完成制造业业务的剥离，聚焦于教育培训业务，转让给上市公司控股股东罗建文先生，交易价格为2.71亿元。2019年4月8日，公司发布关于制造业全资子公司完成工商变更公告，开元有限完成了相关工商变更登记及章程备案手续，已变更为罗建文先生独资的有限责任公司，开元股份从2019年4月完成传统仪器业务的剥离，剥离后成为纯教育公司。现由原恒企教育董事长江勇和中大英才董事长赵君分别担任上市公司董事长和总经理，有望实现上市公司进一步治理结构优化，推动教育业务高效发展。
- **公司教育业务高管合计持股比例提升，中大英才董事长赵君增持至7.19%显信心。**截至2019年9月24日，原上市公司董事长罗建文/原总经理罗旭东分别持有13.28%/7.79%股权，恒企教育董事长江勇/中大英才董事长赵君及其一致行动人中大瑞泽分别持有上市公司9.61%/7.19%股权。且赵君及中大瑞泽于2019年9月4日以溢价33%的增持价12元/股增持上市公司股票，增持总金额为2.2亿元，大幅超出2019年7月6日其发布的1.152亿元计划增持总金额，持股比例由增持前的1.87%上升至7.19%，显露出公司教育高管对未来业务发展的强大信心。
- **恒企教育：**成立于2002年，深耕领域十余年，从事财务会计、设计、自考等行业的培训，近些年发展迅速，18年营收超10亿的规模（16年为3.8亿），体现了恒企教育战略发展的能力，截止2018年12月31日，恒企教育全国网点397个。一直以来，恒企教育在教研，管理系统上也做了相当多投入，打造大后台，小前台的标准化管理和教研交付体系。**中大英才：**成立于2010年，主营业务为在线职业教育考试培训、职业技能培训，旗下拥有“中大网校”等知名线上培训品牌，“准题库”等产品涵盖财务会计，建筑，证券投资，医学等多个领域的网校题库，在细分领域内也属龙头。
- **1H19公司营收快速增长，受主业剥离影响盈利预期下降。**1H2019公司实现营收8.11亿元，同比增长35.6%，其中，恒企教育营收为7.01亿元，同比增长46.1%；中大英才营收为0.51亿元，同比增长44.3%，教育业务营收增速快于公司整体增速，拉升业绩。1H2019公司实现归母净利润0.38亿元，同比下降42.4%，2019年前三季度业绩指引为0.47亿元/-53.9%至0.54亿元/-47.0%，受主业剥离影响，公司调低盈利预期。
- **投资建议：**公司重要变化在于业务纯化，我们认为随着治理结构的改善，经营有望持续向好。受到剥离产生一次性亏损、成长业务拓展期间费用上升高于预期双重因素影响，19年预计为公司利润低点，我们下调了19年盈利预测，下调幅度为73%，之后年度维持原预测，预计19/20年归母净利润为0.42/2.05亿元，20年PE估值为22x，目标价14元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商誉减值风险；竞争加剧；剥离对净利润造成一定影响等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	341	981	1,454	1,424	1,644	1,867	货币资金	177	376	321	387	488	688
增长率		187.7%	48.2%	-2.1%	15.5%	13.6%	应收账款	288	400	372	407	470	534
主营业务成本	-198	-344	-434	-409	-472	-550	存货	111	93	117	101	116	136
%销售收入	57.9%	35.0%	29.9%	28.7%	28.7%	29.5%	其他流动资产	15	156	181	180	188	197
毛利	143	637	1,020	1,015	1,172	1,317	流动资产	591	1,025	991	1,075	1,262	1,555
%销售收入	42.1%	65.0%	70.1%	71.3%	71.3%	70.5%	%总资产	61.3%	34.0%	33.0%	34.7%	37.8%	41.6%
营业税金及附加	-6	-11	-15	-14	-16	-19	长期投资	25	52	55	56	55	55
%销售收入	1.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	275	314	325	329	375	476
营业费用	-48	-170	-381	-530	-476	-519	%总资产	28.5%	10.4%	10.8%	10.6%	11.2%	12.7%
%销售收入	14.0%	17.3%	26.2%	37.2%	28.9%	27.8%	无形资产	53	1,601	1,610	1,609	1,620	1,629
管理费用	-81	-228	-387	-383	-411	-467	非流动资产	373	1,991	2,017	2,020	2,076	2,186
%销售收入	23.9%	23.2%	26.6%	26.9%	25.0%	25.0%	%总资产	38.7%	66.0%	67.0%	65.3%	62.2%	58.4%
息税前利润 (EBIT)	8	229	236	88	269	312	资产总计	964	3,016	3,008	3,096	3,339	3,741
%销售收入	2.3%	23.3%	16.2%	6.2%	16.4%	16.7%	短期借款	20	70	52	78	12	35
财务费用	1	-20	-49	2	4	7	应付款项	147	668	562	595	677	775
%销售收入	-0.3%	2.0%	3.3%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	其他流动负债	33	97	121	118	137	157
资产减值损失	-17	-18	-55	0	0	0	流动负债	200	835	735	791	826	968
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	36	12	12	12	12
投资收益	0	4	5	-30	-15	-15	其他长期负债	2	7	9	9	9	9
%税前利润	n.a	1.7%	3.5%	n.a	n.a	n.a	负债	202	878	756	812	847	989
营业利润	-8	209	155	60	258	304	普通股股东权益	756	2,110	2,204	2,229	2,429	2,682
营业利润率	n.a	21.3%	10.6%	4.2%	15.7%	16.3%	少数股东权益	7	28	49	55	63	71
营业外收支	14	1	-14	-2	-4	12	负债股东权益合计	964	3,016	3,008	3,096	3,339	3,741
税前利润	6	210	141	58	254	316	比率分析						
利润率	1.6%	21.4%	9.7%	4.0%	15.5%	16.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-2	-43	-36	-9	-41	-51	每股指标						
所得税率	30.4%	20.5%	25.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.023	0.471	0.286	0.123	0.595	0.747
净利润	4	167	105	48	213	266	每股净资产	2.998	6.211	6.385	6.457	7.038	7.769
少数股东损益	-2	7	7	6	8	8	每股经营现金净流	0.132	0.968	0.804	0.438	0.903	1.089
归属于母公司的净利润	6	160	99	42	205	258	每股股利	0.010	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015
净利率	1.7%	16.3%	6.8%	3.0%	12.5%	13.8%	回报率						
							净资产收益率	0.78%	7.59%	4.47%	1.90%	8.46%	9.61%
							总资产收益率	0.61%	5.31%	3.28%	1.37%	6.15%	6.89%
							投入资本收益率	0.71%	8.11%	7.61%	3.10%	8.98%	9.36%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.69%	187.67%	48.25%	-2.05%	15.45%	13.56%
							EBIT增长率	56.67%	2763.89%	3.20%	-62.87%	206.66%	15.96%
							净利润增长率	55.31%	2617.09%	-38.41%	-57.05%	385.08%	25.45%
							总资产增长率	3.58%	212.69%	-0.25%	2.91%	7.85%	12.05%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	253.2	109.3	77.2	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	234.6	108.5	88.2	90.0	90.0	90.0
							应付账款周转天数	104.8	130.7	150.1	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数	278.6	112.7	79.0	80.6	79.1	88.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-20.60%	-12.61%	-11.43%	-13.03%	-18.63%	-23.28%
							EBIT利息保障倍数	-8.7	11.5	4.9	-47.6	-65.7	-42.1
							资产负债率	20.92%	29.11%	25.12%	26.23%	25.36%	26.43%

来源：公司年报、国金证券研究所，注：利润表预测假设19年只剩下教育业务，资产负债表预测未包含该假设

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	2	4	4	27
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.21

来源：朝阳永续

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。

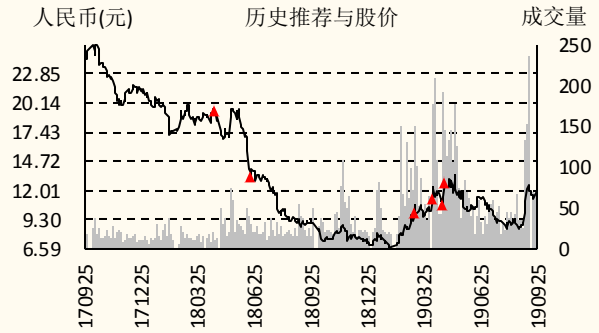
最终评分与平均投资建议对照：

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-25	买入	19.17	29.50
2	2018-06-21	买入	13.66	N/A
3	2018-08-19	买入	9.64	N/A
4	2018-10-28	买入	7.48	9.35~9.35
5	2019-03-14	买入	10.41	13.00~13.00
6	2019-04-09	买入	10.20	14.00~14.00
7	2019-04-25	买入	11.22	14.00~14.00
8	2019-04-29	买入	11.50	14.00~14.00

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH