

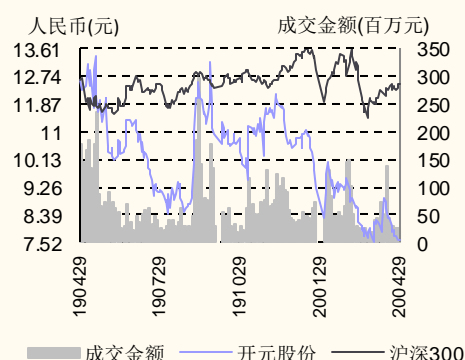
开元股份 (300338.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.63 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.43
已上市流通 A 股(亿股)	2.59
总市值(亿元)	26.19
年内股价最高最低(元)	8.89/7.52
沪深 300 指数	3867
创业板指	2030



相关报告

- 1.《拟增发 5.3 亿元，公司实控人或变更-拟增发 5.3 亿元，公司实...》，2020.4.14
- 2.《江勇/赵君上任董事长/总经理，公司治理改善现重要突破-江勇/...》，2019.9.26
- 3.《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

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

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

疫情影响单季业绩，治理结构持续优化

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.286	-1.850	-0.362	0.613	0.682
每股净资产(元)	6.38	4.17	3.80	4.40	5.07
每股经营性现金流(元)	0.80	0.37	-0.18	0.68	0.96
市盈率(倍)	24.19	-4.13	-21.08	12.45	11.20
净利润增长率(%)	-38.41%	-744.00%	-80.43%	N/A	11.19%
净资产收益率(%)	4.47%	-44.40%	-9.52%	13.92%	13.45%
总股本(百万股)	345.18	343.29	343.29	343.29	343.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 开元股份 2019 年实现营收 14.9 亿元/+2.4%YoY，其中仪表仪器实现营收 0.4 亿元/-87%YoY，职业教育实现营收 14.42 亿元/+24.2%YoY；归母净利润-6.35 亿元，-744%YoY；扣非后归母净利润-6.06 亿/-708%YoY。大幅亏损的原因主要为：①制造业剥离与计提商誉减值准备——2019 年净利润为-6.23 亿元/-691.77%YoY，剔除计提的 5.77 亿元商誉减值准备和原制造业务板块的 0.83 亿元净损失影响后净利润为 0.38 亿元。公司已于 2019 年 3 月完成制造业资产剥离，该业务板块 2019 年亏损同增 105%，主要是公司委托长沙开元仪器有限公司对制造业务应收账款进行包干收回，产生 0.56 亿元金融资产转移损失所致；②销售费用率大幅提高——公司 2019 年采用积极的营销策略，加大营销力度及品牌曝光率，报名人数大幅增长 29.8%，但因互联网红利逐步流失，流量有效性下降，获客成本提升，销售费用率达 40.7%，同比提高 14.5pct。
- 放缓网点扩张速度，报名人数同增 29.8%：截至 2019 年底共在 26 个省/直辖市、164 个城市拥有 397 个网点，较 2018 年底持平；直营网点 341 家，较年初净增加 1 家。2019 年公司主动放缓新开校区节奏，注重提升单校回款规模。2019 年报名人数达 73.3 万/+29.8%YoY；实现订单成交额 17.9 亿元/+26.8%YoY，其中职业技能培训 7.66 亿元/+20.4%YoY，职业资格考证 2.63 亿元/-7.2%YoY，学历辅导服务 7.60 亿元/-54.7%YoY。在线教育部分，培训人次达 56.1 万/+30.9%YoY；收入为 3.04 亿/+4.8%YoY。
- 开元股份 2020Q1 实现营收 1.4 亿/-61.0%YoY；归母净利润-1.22 亿/-650%YoY；扣非后归母净利润-1.24 亿/-706%YoY。主要系受疫情影响线下校区延期复课，面授业务收入大幅度下降所致；其中恒企教育收入为 1.16 亿/-61.5%YoY，中大英才收入为 0.23 亿/+7.9%YoY。公司实现招生报名人数 27 万人/+92.6%YoY；实现销售订单成交额 2.27 亿元/-45.3%YoY。主要系由于公司在线教育业务实现快速发展，招生报名人数快速增长，但是在线教育客单价较低，销售订单成交额同比有所下降。截止 2020 年 3 月 31 日，公司合同负债与预收款项总额为 3.66 亿元，较 2019 年末增加 18.3%，因为线下面授课程停课导致交付延迟，影响收入确认节奏。
- 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，集中发力职教，经营有望向好。我们预计 20-22 年归母净利润分别为-1.24/+2.10/+2.34 亿元，21 年 PE 估值为 12x，维持“买入”评级。
- 风险提示：增发尚需通过证监会批准，商誉减值风险，疫情影响，竞争加剧，政策风险，解禁风险，质押风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	981	1,454	1,489	1,602	1,797	1,981
增长率		48.2%	2.4%	7.6%	12.2%	10.2%
主营业务成本	-344	-434	-368	-475	-399	-440
%销售收入	35.0%	29.9%	24.7%	29.6%	22.2%	22.2%
毛利	637	1,020	1,122	1,127	1,398	1,541
%销售收入	65.0%	70.1%	75.3%	70.4%	77.8%	77.8%
营业税金及附加	-11	-15	-10	-16	-18	-20
%销售收入	1.1%	1.1%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-170	-381	-606	-745	-667	-735
%销售收入	17.3%	26.2%	40.7%	46.5%	37.1%	37.1%
管理费用	-228	-387	-441	-445	-448	-493
%销售收入	23.2%	26.6%	29.6%	27.8%	24.9%	24.9%
息税前利润 (EBIT)	229	236	64	-79	266	293
%销售收入	23.3%	16.2%	4.3%	n.a	14.8%	14.8%
财务费用	-20	-49	-53	-3	-4	-1
%销售收入	2.0%	3.3%	3.6%	0.2%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-18	-55	-592	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	9	0	10	10
%税前利润	1.7%	3.5%	-1.4%	0.0%	3.8%	3.4%
营业利润	209	155	-573	-82	272	302
营业利润率	21.3%	10.6%	n.a	n.a	15.1%	15.2%
营业外收支	1	-14	-44	-20	-10	-10
税前利润	210	141	-617	-102	262	292
利润率	21.4%	9.7%	n.a	n.a	14.6%	14.7%
所得税	-43	-36	-6	-10	-39	-44
所得税率	20.5%	25.4%	n.a	n.a	15.0%	15.0%
净利润	167	105	-623	-112	222	248
少数股东损益	7	7	12	12	12	14
归属于母公司的净利润	160	99	-635	-124	210	234
净利率	16.3%	6.8%	n.a	n.a	11.7%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	160	99	-635	-112	222	248
少数股东损益	7	7	12	12	12	14
非现金支出	75	147	693	39	48	64
非经营收益	23	6	7	28	8	6
营运资金变动	76	48	88	-14	-46	10
经营活动现金净流	342	306	166	-60	232	329
资本开支	-112	-153	-117	-75	-129	-200
投资	-478	-225	41	-1	0	0
其他	-16	4	31	0	10	10
投资活动现金净流	-606	-374	-46	-76	-119	-190
股权募资	442	54	1	0	0	0
债权募资	86	-42	73	59	-50	-27
其他	-66	-11	-171	-8	-13	-11
筹资活动现金净流	462	1	-97	51	-63	-39
现金净流量	198	-66	23	-85	50	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	376	321	335	250	300	400
应收款项	400	372	368	479	537	592
存货	93	117	13	26	22	24
其他流动资产	156	181	91	107	98	103
流动资产	1,025	991	807	862	957	1,119
%总资产	34.0%	33.0%	36.9%	38.2%	39.5%	41.3%
长期投资	52	55	91	92	91	91
固定资产	314	325	193	207	264	376
%总资产	10.4%	10.8%	8.8%	9.2%	10.9%	13.9%
无形资产	1,601	1,610	1,030	1,030	1,046	1,059
非流动资产	1,991	2,017	1,379	1,396	1,467	1,593
%总资产	66.0%	67.0%	63.1%	61.8%	60.5%	58.7%
资产总计	3,016	3,008	2,186	2,258	2,424	2,712
短期借款	70	52	137	196	147	119
应付款项	668	562	513	622	630	695
其他流动负债	97	121	72	87	78	86
流动负债	835	735	722	905	855	900
长期贷款	36	12	0	0	0	0
其他长期负债	7	9	2	2	2	2
负债	878	756	724	908	857	902
普通股股东权益	2,110	2,204	1,430	1,306	1,511	1,740
少数股东权益	28	49	32	44	56	70
负债股东权益合计	3,016	3,008	2,186	2,258	2,424	2,712

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.471	0.286	-1.850	-0.362	0.613	0.682
每股净资产	6.211	6.385	4.166	3.804	4.402	5.069
每股经营现金净流	0.968	0.804	0.371	-0.176	0.676	0.957
每股股利	0.015	0.015	0.000	0.000	0.015	0.015
回报率						
净资产收益率	7.59%	4.47%	-44.40%	-9.52%	13.92%	13.45%
总资产收益率	5.31%	3.28%	-29.04%	-5.50%	8.68%	8.63%
投入资本收益率	8.11%	7.61%	4.06%	-5.60%	13.17%	12.89%
增长率						
主营业务收入增长率	187.67%	48.25%	2.44%	7.56%	12.21%	10.19%
EBIT增长率	2763.89%	3.20%	-72.76%	-222.31%	-437.37%	10.16%
净利润增长率	2617.09%	-38.41%	-744.00%	-80.43%	N/A	11.19%
总资产增长率	212.69%	-0.25%	-27.32%	3.25%	7.38%	11.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.3	77.2	43.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	108.5	88.2	64.4	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	130.7	150.1	163.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	112.7	79.0	46.6	46.7	53.2	68.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.61%	-11.43%	-13.51%	-3.97%	-9.79%	-15.52%
EBIT利息保障倍数	11.5	4.9	1.2	-23.5	69.0	369.9
资产负债率	29.11%	25.12%	33.13%	40.21%	35.35%	33.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

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	2018-08-19	买入	9.64	N/A
2	2018-10-28	买入	7.48	9.35~9.35
3	2019-03-14	买入	10.41	13.00~13.00
4	2019-04-09	买入	10.20	14.00~14.00
5	2019-04-25	买入	11.22	14.00~14.00
6	2019-04-29	买入	11.50	14.00~14.00
7	2019-09-26	买入	13.19	14.00~14.00
8	2020-04-14	买入	8.77	N/A

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，不作为或被视为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

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