

教育收入快速增长，治理结构持续改善

——开元股份 (300338.SZ) 2019 半年报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：8.92 元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-52523693

caoty@ebsec.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsec.com

市场数据

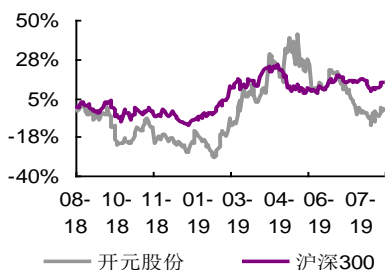
总股本(亿股)：3.45

总市值(亿元)：30.79

一年最低/最高(元)：6.46/13.77

近3月换手率：66.72%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -3.39 | -20.07 | -17.98 |
| 绝对 | -0.56 | -13.90 | -2.41 |

资料来源：Wind

事件：

开元股份公告《2019年半年度报告》：收入 8.11 亿元 (+35.64%)，归母净利润 3,762 万元 (-42.44%)。

点评：

◆收入增长迅速，恒企增长 46%，中大增长 44%。

开元股份 2019H1 实现收入 8.11 亿元 (+35.64%)，归母净利润 3,762 万元 (-42.44%)，综合毛利率 76.69% (+5.48pcts)，符合市场预期。

销售费用 2.83 亿元 (+77.88%)，主要是因为恒企教育、中大英才增加销售人员，网络推广投入和销售提成增加等；管理费用 2.00 亿元 (+37.85%)，主要是因为恒企、中大进一步加强了产品的研发工作，着力提升产品的信息化程度增加相应投入影响所致。

职业教育培训业务 7.52 亿元 (+48%)，归母净利润 6,232 万元，毛利率 79.42%，同比增加 5.37pcts。其中恒企教育收入 7.01 亿元 (+46.05%)，归母净利润 5,332 万元 (-15.77%)；中大英才收入 5,108 万元 (+44.30%)，归母净利润 899 万元 (-11.48%)。

◆19Q1~Q3 业绩指引 4,700~5,400 万元。

19Q1-Q3 业绩指引为 4,700~5,400 万元 (-53.88%~-47.01%)，利润下降主要原因为 (1) 制造业剥离产生的收购账费用、管理费用等影响利润减少 2,900~3,100 万元；(2) 教育业务净利润同比减少 2,480~2,980 万元 (-22.08%~-22.54%)。2019Q3 净利润预计为 938~1,638 万元 (-55.20%~-74.34%)。

◆恒企教育：主业为财务会计培训，未来将在大财经和设计领域深度布局。恒企是覆盖全国的会计培训巨头，产品涵盖财务会计技能培训、财务会计考证培训、学历教育中介服务，以及子公司牵引力的 IT 培训、天琥教育的设计培训等。截止 2018 年年底，恒企在全国 24 个省市、170 多个城市共有各类终端校区网点 397 家，同比增加 49 家，其中恒企 338 家、天琥 51 家、牵引力 8 家。2018 年恒企共计招生学员 17.08 万人次 (+24%)，订单回款 12.63 亿元 (+38%)，客单价 7,394 元/人次 (+12%)。

◆ **中大英才将实现 100% 股权并表。**中大英才的主业为互联网在线职业考试教育，课程涵盖建筑工程、财经金融、职业资格等 10 个领域，包括 134 种细分课程和 8450 节网校课。2018 年中大英才新增注册会员 273 万人次 (+76%)，订单回款 9,963 万元 (+60%)，客单价 250 元/人次 (+27%)。中大英才 2018 年实现收入 9,411 万元 (+48%)，净利润 2,748 万元 (+18%)。2016-2018 年实现扣非净利润分别为 1603、2306 和 2707 万元，合计实现扣非净利润 6616 万元，完成业绩承诺的 102%。

◆ **中大英才创始人增持开元股份股票是公司治理结构改善重要标志。**2018 年制造业务净利润亏损 4159 万元，职业教育业务净利润为 1.40 亿元。开元股份制造业务已于二季度剥离，未来将聚焦职业教育主业。截止 2019 年 5 月 10 日，开元股份创始人罗氏家族合计持股比例约 29.12%。从公司治理结构角度看，教育业务创始团队作为上市公司业绩的核心贡献方，持股比例仅 18.25%。中大英才创始人赵君以不低于 1.15 亿元增持开元股份股票，意味着公司治理结构改善迈出实质性的步伐。随着教育业务高管与上市公司利益逐步绑定，我们认为开元股份的教育行业收入规模有望重回快速增长趋势。

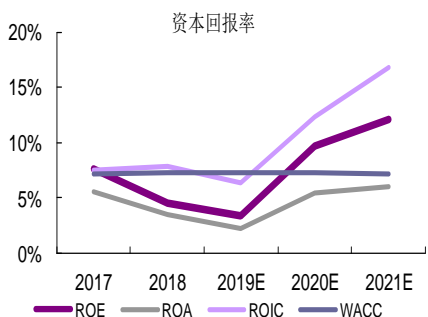
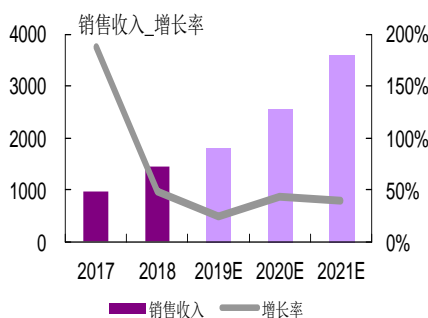
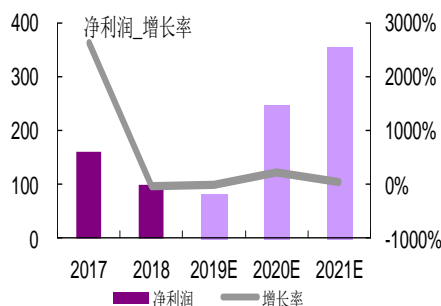
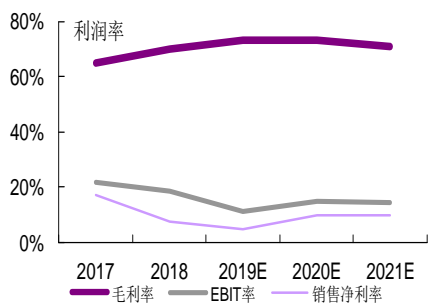
◆ **投资建议：公司治理结构改善带来的估值体系重构。**（1）一方面费用影响：2019 年制造业剥离后，考虑到其原有应收账款委托开元有限进行收取所产生的收账费用、和 2019 年员工人数增加的影响；（2）另一方面 2020 年之后净利率回归行业正常水平，职业教育行业 2017 年和 2018 年净利率约 22% 和 12%，2019 年预计约 6%，随着恒企教育规模快速扩张回归正常，销售管理费用率将逐步下跌，我们预计 2020 年之后有望重新回到 10% 以上的净利率水平。基于 19 年费用等方面的影响，我们下调 19 年归母净利润预测为 0.80 亿元，小幅下调 20 年盈利预测为 2.48 亿元，维持 21 年盈利预测为 3.53 亿元，长期看好开元股份的投资价值，维持“买入”评级。

◆ **风险因素。经营管理风险、新开校区不及预期等。**

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|----------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 981 | 1,454 | 1,800 | 2,570 | 3,600 |
| 营业收入增长率 | 187.67% | 48.25% | 23.80% | 42.78% | 40.08% |
| 净利润 (百万元) | 160 | 99 | 80 | 248 | 354 |
| 净利润增长率 | 2617.09% | -38.41% | -18.78% | 209.73% | 42.55% |
| EPS (元) | 0.46 | 0.29 | 0.23 | 0.72 | 1.02 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 7.59% | 4.47% | 3.44% | 9.64% | 12.13% |
| P/E | 22 | 36 | 44 | 14 | 10 |
| P/B | 1.7 | 1.6 | 2.0 | 1.4 | 1.0 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 3 日



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 981 | 1,454 | 1,800 | 2,570 | 3,600 |
| 营业成本 | 344 | 434 | 486 | 694 | 1,044 |
| 折旧和摊销 | 58 | 92 | 59 | 68 | 78 |
| 营业税费 | 11 | 15 | 18 | 26 | 36 |
| 销售费用 | 170 | 381 | 589 | 822 | 1,116 |
| 管理费用 | 228 | 301 | 504 | 648 | 882 |
| 财务费用 | 20 | 49 | 44 | 49 | 50 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 209 | 155 | 156 | 332 | 472 |
| 利润总额 | 210 | 141 | 108 | 331 | 471 |
| 少数股东损益 | 7 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 160 | 99 | 80 | 248 | 354 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,016 | 3,008 | 3,601 | 4,598 | 5,885 |
| 流动资产 | 1,025 | 991 | 1,563 | 2,488 | 3,718 |
| 货币资金 | 376 | 321 | 790 | 1,394 | 2,169 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 345 | 270 | 335 | 478 | 669 |
| 应收票据 | 8 | 36 | 45 | 64 | 90 |
| 其他应收款 | 47 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 93 | 117 | 118 | 170 | 258 |
| 可供出售投资 | 23 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 固定资产 | 303 | 315 | 349 | 416 | 471 |
| 无形资产 | 116 | 120 | 113 | 107 | 97 |
| 总负债 | 878 | 756 | 1,223 | 1,976 | 2,922 |
| 无息负债 | 772 | 692 | 1,181 | 1,904 | 2,820 |
| 有息负债 | 106 | 64 | 42 | 72 | 102 |
| 股东权益 | 2,138 | 2,252 | 2,377 | 2,621 | 2,962 |
| 股本 | 340 | 345 | 345 | 345 | 345 |
| 公积金 | 1,422 | 1,468 | 1,476 | 1,501 | 1,536 |
| 未分配利润 | 337 | 429 | 495 | 715 | 1,020 |
| 少数股东权益 | 28 | 49 | 49 | 49 | 49 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 342 | 306 | 593 | 775 | 952 |
| 净利润 | 160 | 99 | 80 | 248 | 354 |
| 折旧摊销 | 58 | 92 | 59 | 68 | 78 |
| 净营运资金增加 | -95 | 292 | -246 | -91 | -44 |
| 其他 | 219 | -177 | 701 | 550 | 564 |
| 投资活动产生现金流 | -606 | -374 | -105 | -151 | -150 |
| 净资本支出 | -112 | -153 | -127 | -151 | -150 |
| 长期投资变化 | 3 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -498 | -226 | 22 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 463 | 0 | -20 | -19 | -27 |
| 股本变化 | 88 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 86 | -42 | -22 | 30 | 30 |
| 无息负债变化 | 590 | -80 | 490 | 723 | 916 |
| 净现金流 | 198 | -66 | 469 | 604 | 774 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|-----------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 187.67% | 48.25% | 23.80% | 42.78% | 40.08% |
| 净利润增长率 | 2617.09% | -38.41% | -18.78% | 209.73% | 42.55% |
| EBITDA 增长率 | 1956.53% | 33.96% | -27.96% | 72.63% | 33.89% |
| EBIT 增长率 | -2493.29% | 26.81% | -25.19% | 89.80% | 37.24% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 22 | 36 | 44 | 14 | 10 |
| PB | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 14 | 11 | 14 | 8 | 5 |
| EV/EBIT | 17 | 15 | 18 | 9 | 6 |
| EV/NOPLAT | 22 | 20 | 25 | 12 | 8 |
| EV/Sales | 4 | 3 | 2 | 1 | 1 |
| EV/IC | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 64.97% | 70.13% | 73.00% | 73.00% | 71.00% |
| EBITDA 率 | 27.42% | 24.77% | 14.42% | 17.43% | 16.66% |
| EBIT 率 | 21.54% | 18.42% | 11.13% | 14.80% | 14.50% |
| 税前净利润率 | 21.44% | 9.70% | 6.01% | 12.87% | 13.10% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 16.32% | 6.78% | 4.45% | 9.65% | 9.82% |
| ROA | 5.54% | 3.50% | 2.22% | 5.39% | 6.01% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 7.59% | 4.47% | 3.44% | 9.64% | 12.13% |
| 经营性 ROIC | 7.51% | 7.86% | 6.33% | 12.29% | 16.80% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 1.23 | 1.35 | 1.34 | 1.32 | 1.33 |
| 速动比率 | 1.12 | 1.19 | 1.23 | 1.23 | 1.24 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 19.90 | 34.44 | 55.45 | 35.73 | 28.57 |
| 有形资产/有息债务 | 13.18 | 21.53 | 47.63 | 41.71 | 42.16 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.46 | 0.29 | 0.23 | 0.72 | 1.02 |
| 每股红利 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.04 | 0.05 |
| 每股经营现金流 | 0.99 | 0.89 | 1.72 | 2.24 | 2.76 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.66 | -0.29 | 0.95 | 0.85 | 1.05 |
| 每股净资产 | 6.11 | 6.38 | 6.75 | 7.45 | 8.44 |
| 每股销售收入 | 2.84 | 4.21 | 5.21 | 7.44 | 10.43 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |