

## 公司研究

## 股权激励彰显信心，疫情加剧业绩承压

## ——开元教育（300338.SZ）跟踪报告之二

## 买入（维持）

当前价：4.94元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

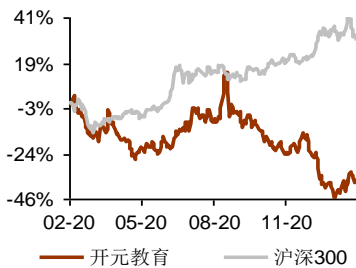
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.41
总市值(亿元)	16.85
一年最低/最高(元)	4.30/10.88
近3月换手率	82.15%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.09	-21.43	-36.27
绝对	2.28	-17.39	-32.24

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

开元教育于2021年4月24日发布2020年年报，公司2020年营业收入为8.5亿元，同比下降42.92%；实现归母净利润-7.66亿元，实现扣非归母净利润-7.64亿元。

开元教育于2021年4月24日发布2021年一季报，公司2021Q1营业收入为2.18亿元，同比增长56.79%，环比增长21.05%；实现归母净利润-0.86亿元；实现扣非归母净利润-0.87亿元。

## 点评：

2020年业绩下滑主要系受疫情影响业务下滑和集体大额商誉减值准备导致，公司剔除商誉减值准备影响后归属于上市公司股东的净利润为亏损3.93亿元。截至2020年12月31日，公司商誉项目账面原值为人民币14.1亿元，减值准备为人民币9.72亿元，本期计提商誉减值准备3.73亿元，占当期公司归属母公司股东净利润的48.68%；本期商誉减值准备计提完成后，商誉账面价值为4.42亿元，占期末合并总资产比例为30.86%。

公司2020年毛利率为57.93%，较上年下降17.38pcts，净利率为-92.47%，较上年下降50.66pcts。公司2020年管理费用为3.32亿元，同比下降11.23%，管理费用率为39.00%。公司2020年销售费用为5.16亿元，同比下降14.89%，销售费用率为60.71%。公司2020年财务费用为0.27亿元，同比下降48.51%，财务费用率为3.22%。

公司2020年分项拆分情况为：（1）公司2020年教育培训收入为5.79亿元，同比下降35.17%，毛利率为48.5%，较上年同比下降19.72pcts。（2）公司2020年学历中介收入为2.26亿元，同比下降54.03%，毛利率为85.65%，较上年同比下降8.74pcts。（3）公司2020年配件及其它收入为0.27亿元，同比下降34.55%，毛利率为48.08%。（4）公司2020年图书收入为0.18亿元，同比下降49.07%，毛利率为27.47%。

公司2020Q4营业收入为1.8亿元，同比下降36.21%，环比下降40.16%；实现归母净利润-5.94亿元，实现扣非归母净利润-5.83亿元。公司2020Q4毛利率为34.61%，净利率为-332.21%。

公司2021Q1毛利率为54.11%，环比增长19.50pcts，同比增长9.15pcts，净利率为-39.77%，环比增长292.43pcts，同比增长60.07pcts。公司2021Q1管理费用为0.76亿元，同比增长2.10%，管理费用率为35.10%。公司2021Q1销售费用为1.13亿元，同比增长8.56%，销售费用率为51.92%。公司2021Q1财务费用为0.08亿元，同比增长2.04%，财务费用率为3.57%。公司2021Q1研发费用为0.18亿元，同比增长17.46%，研发投入营收占比为8.09%。

开元教育作为一家全国连锁经营公司，目前已经构建了广州、北京、长沙三大运营中心，在全国 26 个省市，163 个城市开办了近 456 家校区，并拥有 2014 人的教学教务团队，总员工人数达到 6128 人。开元教育正在成为一家真正的 OMO（线上—移动—线下三位一体）在线教育公司。多年来，公司不断探索互联网教育的发展，最终坚定地将“教育+互联网”作为公司发展方向。目前，公司在教育+互联网路上，不断加大技术研发力度，持续研发推出以 See.AI 智适应学习平台为基础的产业互联网中台，驱动公司线上线下的深度融合与融合，实现整个架构、人员、用户、产品、交付、服务等转型，真正实现个性化教育和终身教育。2020 年实现销售订单成交额 124,746.04 万元，实现总营业收入 85,015.71 万元，其中在线教育培训收入达到 26,035.33 万元，占公司总营收的 30.62%。

**开元教育近期推出 2021 年限制性股票激励计划。**本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量 2,000 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 34,118.4492 万股的 5.86%。其中首次授予 1,600 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 34,118.4492 万股的 4.69%，首次授予部分占本次授予权益总额的 80%；预留 400 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 34,118.4492 万股的 1.17%，预留部分占本次授予权益总额的 20%。本激励计划首次授予限制性股票的授予价格为 3.89 元/股。

图表 1：开元教育 2021 年限制性股票激励计划的业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以公司2020年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于30%；
第二个归属期	以公司2020年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于60%；
第三个归属期	以公司2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于90%。

资料来源：公司公告

**盈利预测、估值与评级。**考虑近期国内疫情影响，我们下修公司 2021-2022 年净利润分别为 0.10 (-96%)、1.00 (-75%) 亿元、预计 2023 年净利润为 1.97 亿元。考虑到目前职业教育为政府政策鼓励和支持方向，公司为职业教育领域巨头公司和上市公司之一，近期推出股权激励彰显未来发展信心，我们维持“买入”评级。

**风险提示：**政策风险，人才流失风险，疫情加剧风险。

图表 2：公司盈利预测与估值简表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,489.35	850.16	1,120.21	1,420.26	1,820.34
营业收入增长率	2.44%	-42.92%	31.76%	26.79%	28.17%
净利润 (百万元)	-634.98	-765.72	10.14	100.03	196.53
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	886.49%	96.47%
EPS (元)	-1.85	-2.24	0.03	0.29	0.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	-44.40%	-151.91%	1.97%	16.29%	24.24%
P/E	N/A	N/A	166	17	9
P/B	1	3	3	3	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-04。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,489	850	1,120	1,420	1,820
营业成本	368	358	470	597	765
折旧和摊销	63	76	95	110	148
税金及附加	10	2	9	10	13
销售费用	606	516	295	349	400
管理费用	373	332	224	213	273
财务费用	53	27	19	34	34
研发费用	67	62	56	71	91
投资收益	9	0	0	0	0
营业利润	-573	-804	63	156	257
利润总额	-617	-827	63	156	257
所得税	6	-41	3	6	10
净利润	-623	-786	60	150	247
少数股东损益	12	-20	50	50	50
归属母公司净利润	-635	-766	10	100	197
EPS	-1.85	-2.24	0.03	0.29	0.58

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	166	-76	-424	197	309
净利润	-635	-766	10	100	197
折旧摊销	63	76	5	10	18
净营运资金增加	-91	-602	576	73	89
其他	828	1,215	-1,014	13	6
投资活动产生现金流	-46	29	-218	-220	-220
净资本支出	-117	-47	-218	-220	-220
长期投资变化	61	70	0	0	0
其他资产变化	10	6	1	0	0
融资活动现金流	-97	-157	792	98	11
股本变化	-2	-2	0	0	0
债务净变化	73	-66	811	132	45
无息负债变化	-105	271	-441	89	127
净现金流	23	-205	151	75	100

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	75.3%	57.9%	58.0%	58.0%	58.0%
EBITDA 率	50.6%	4.7%	7.0%	14.1%	17.0%
EBIT 率	43.8%	-4.0%	6.6%	13.4%	16.0%
税前净利润率	-41.4%	-97.3%	5.6%	11.0%	14.1%
归母净利润率	-42.6%	-90.1%	0.9%	7.0%	10.8%
ROA	-28.5%	-54.8%	3.2%	6.7%	9.3%
ROE (摊薄)	-44.4%	-151.9%	2.0%	16.3%	24.2%
经营性 ROIC	42.7%	-5.9%	5.3%	11.3%	14.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	33%	65%	70%	68%	64%
流动比率	1.12	0.47	0.50	0.54	0.61
速动比率	1.10	0.46	0.49	0.53	0.60
归母权益/有息债务	10.41	7.09	0.58	0.61	0.77
有形资产/有息债务	8.26	10.36	1.30	1.48	1.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,186	1,434	1,863	2,235	2,653
货币资金	335	129	280	355	455
交易性金融资产	0	10	10	10	10
应收帐款	83	86	112	142	182
应收票据	42	23	22	28	36
其他应收款 (合计)	244	106	134	170	218
存货	13	10	14	18	23
其他流动资产	30	34	41	48	58
流动资产合计	807	433	649	812	1,028
其他权益工具	33	32	32	32	32
长期股权投资	61	70	70	70	70
固定资产	190	161	234	327	433
在建工程	2	0	105	184	243
无形资产	111	98	115	133	150
商誉	815	442	442	442	442
其他非流动资产	12	3	3	3	3
非流动资产合计	1,379	1,000	1,214	1,424	1,626
总负债	724	929	1,299	1,520	1,692
短期借款	125	71	882	1,014	1,060
应付账款	155	203	235	298	382
应付票据	0	0	5	6	8
预收账款	309	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	3	3	3
流动负债合计	722	918	1,288	1,509	1,681
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	11	11	11	11
非流动负债合计	2	11	11	11	11
股东权益	1,462	504	565	715	961
股本	343	341	341	341	341
公积金	1,331	1,155	1,156	1,166	1,186
未分配利润	-212	-977	-968	-878	-701
归属母公司权益	1,430	504	514	614	811
少数股东权益	32	0	50	100	150

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	41%	61%	26%	25%	22%
管理费用率	25%	39%	20%	15%	15%
财务费用率	4%	3%	2%	2%	2%
研发费用率	4%	7%	5%	5%	5%
所得税率	-1%	5%	4%	4%	4%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.48	-0.22	-1.24	0.58	0.91
每股净资产	4.17	1.48	1.51	1.80	2.38
每股销售收入	4.34	2.49	3.28	4.16	5.34

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	N/A	N/A	166	17	9
PB	1.2	3.3	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	3	42	33	14	10
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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见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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE