

# 恒企江勇增发后或成实控，疫情影响不改财经培训龙头战略定位

## ——开元股份(300338.SZ)跟踪报告

公司动态

### 买入(维持)

当前价: 8.77元

### 分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

### 联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

### 市场数据

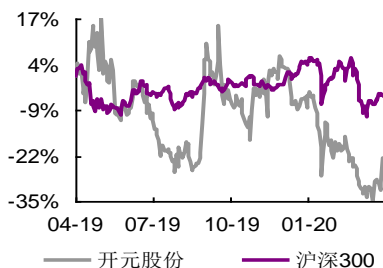
总股本(亿股): 3.43

总市值(亿元): 30.11

一年最低/最高(元): 7.51/13.77

近3月换手率: 95.06%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.27	-9.92	-22.15
绝对	5.27	-19.77	-28.05

资料来源: Wind

### 相关研报

淡化短期经营业绩，教育业务高管持股比例已高于罗氏家族——开元股份(300338.SZ) 2019年第三季度报告点评.....2019-10-30

恒企江勇任上市公司董事长，公司治理实现里程碑式跨越——开元股份(300338.SZ) 重大事项点评.....2019-09-25

教育高管溢价33%受让实控股权，公司治理结构迈出实质步伐——开元股份(300338.SZ) 重大事项点评.....2019-09-04

### 事件:

2020年4月13日,开元股份公告《2020年度非公开发行A股股票预案》、《关于5%以上股东签署一致行动协议的公告》、《关于与南京瑞森,瑞华投资和瑞华集团签署附条件生效的战略合作协议的公告》。

### 点评:

## 1、恒企江勇将在增发后成为上市公司实际控制人

◆拟增发不超过8116万股,募集资金5.30亿元。

截止2019年底,上市公司总股本为3.43亿股,本次非公开发行股票数量不超过8116万股,发行股票价格为6.53元/股,募集资金总额不超过5.30亿元。扣除发行费用后的募集资金净额中的3.00亿元用于恒企教育在线教育平台建设项目、7000万元用于中大英才网校平台升级改造项目,剩余募集资金1.60亿元将用于补充流动资金。

图表1: 开元股份募集资金用途

序号	项目名称	预计总投资	拟使用募集资金额
1	恒企教育在线教育平台建设项目	34,064.72	30,000.00
2	中大英才网校平台升级改造项目	10,128.82	7,000.00
3	补充流动资金	16,000.00	16,000.00
合计		60,193.54	53,000.00

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

◆增发完成后江勇将成为公司的实际控制人。

本次发行的发行对象为江勇、赵君、江胜、南京瑞森。其中,江勇为公司5%以上股东,为公司董事长;赵君为公司5%以上股东,为公司副董事长和总经理;2020年4月13日,江勇、江胜、赵君及中大瑞泽签署《一致行动协议》,以上各方为一致行动人,江勇与江胜为兄弟关系,赵君及其妻子王琳琳间接持有中大瑞泽100%股权。

图表2: 开元股份各个发行对象认购情况

发行对象	认购股份数量(股)	认购金额(元)
江勇	28,024,502	183,000,000.00
赵君	22,052,067	144,000,000.00
江胜	6,278,713	41,000,000.00
南京瑞森投资管理合伙企业(有限合伙)	24,808,575	162,000,000.00
合计	81,163,857	530,000,000.00

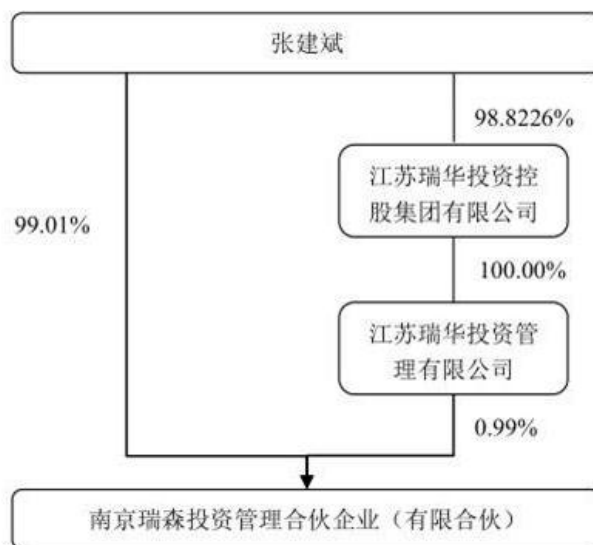
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

本次发行前，实际控制人为罗建文、罗旭东、罗华东，三者合计直接持有公司股份总数的比例为 22.75%。江勇直接持有占公司股份总数的比例为 9.61%；一致行动人江胜直接持有公司股份总数的比例为 1.26%，二者合计直接持有股份总数的比例为 10.88%。赵君直接和间接持有公司股份总数的比例为 7.23%。

本次发行完成后，江勇及一致行动人江胜、赵君和中大瑞泽合计持股比例为 27.92%，罗建文、罗旭东、罗华东三者合计直接持股比例为 18.40%，江勇将成为公司的实际控制人，将导致控制权发生变更。

**战略投资者南京瑞森在教育行业拥有较强的战略性资源，且和上市公司的业务发展具备协同效应。**南京瑞森与瑞华投资、瑞华集团为受同一实际控制人控制的企业，瑞华集团已通过不同形式和多所高校开展合作，可促进上市公司和高校之间的课程产品研发的合作，同时瑞华集团进行了众多在线业务相关产业链的投资，在云计算、云服务及新媒体解决方案方面具备显著的技术资源，瑞华集团在投资并购职业教育行业或产业领域及项目管理方面亦具备优秀的人才资源。上市公司发展至今极为需要优秀的职业教育投资及管理人才资源及在在线教育技术方面的发展和运用，上市公司也需要通过投资并购及提高公司管理能力提升市场拓展及竞争力。

**图表 3：战略投资者穿透后的股权结构**



资料来源：公司公告，光大证券研究所

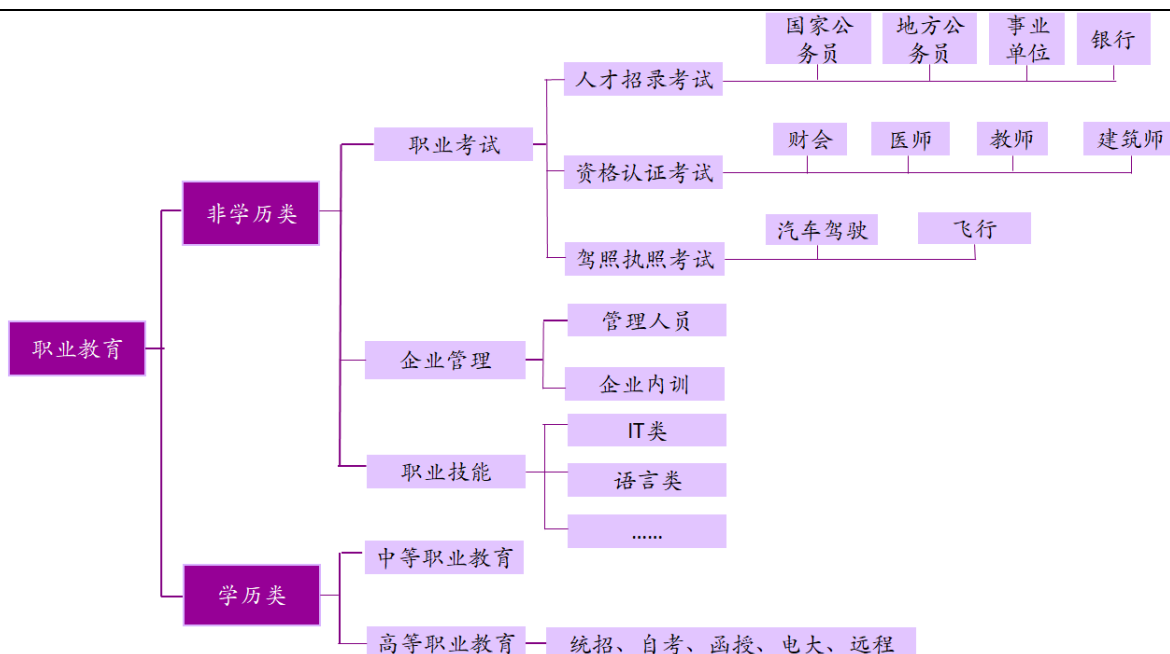
**大力发展在线职业教育业务，提高运营效率与边际效益。**公司通过打造领先的线上职业教育学习平台，实现学员随时随地学习，将优质教学资源与优秀技能经验公平的传递给学员，并通过记录学员学习数据，结合 AI 等信息技术应用，实现知识点智适应学习、智能推荐、智能规划，提升老师的教学质量与教学效率、学员学习效率与学习质量，从而提高公司的运营效率，能集中精力研发更多优质产品为学员提供更多教学服务，提升公司业绩的边际效益。

## 2、“新开元”的“1+3”战略聚焦财经，AI 时代下的管理会计培训或成风口

### 2.1、财经培训赛道拥有巨大的市场空间

2000 亿元宏大市场为“新开元”打开广阔长期成长空间，未来开元股份战略为“1+3”，“1”代表深度聚焦“财经”培训，“3”代表布局在线考证培训、艺术设计与泛 IT 培训、学历辅导培训。（1）财经：我们测算 2019 年财经赛道培训空间约千亿空间，其中财经类证书培训约 150 亿元，财经技能实操培训约 800 亿元。恒企教育是中国财经赛道第一龙头。（2）学历辅导培训（自考等）：我们预计 2019 年学历辅导培训的市场规模（线上+线下）约 600 亿元。（3）艺术设计与泛 IT 培训：我们预计 2019 年市场规模约 300 亿元。（4）在线考证培训：我们预计 2019 年市场规模约 100 亿元。

图表 4：职业教育按学历/非学历分类



资料来源：光大证券研究所

2019 年，全国会计职称考试报名总数为 605 万人，其中：初级 439 万人；中级 160 万人；高级 6 万人。2019 年 CPA 报名人数超过 173 万人次。会计职称和 CPA 报名人数合计约 780 万人次，恒企教育 2019 年财经培训人数仅约 17 万人，占比 2%~3%。

图表 5：2019 年会计资格认证考试市场空间测算

考试名称	报名人数(万人)	平均参培率	人均培训费用(元)	市场规模(亿元)
注册会计师考试	173	50%	5000	~50
会计专业技术资格考试(职称考试)	605	50%	4500	~140
特许公认会计师考试	25	50%	5500	~10
合计				~200

资料来源：光大证券研究所整理预测

图表 6：2017 年会计类培训人才招聘和资格认证考试基本信息汇总

考试名称	考试性质	参考书目	考试内容难度	考试通过比率	考试频次 (次/年)	参考人数 (万人/年)
注册会计师考试	资格认证	有	★★★★★	10%	1	120
会计专业技术资格考试(职称考试)	资格认证	有	★★★	初级 25%、中高级 9%	1	540
税务师考试	资格认证	有	★★★	10%	1	44
特许公认会计师考试	资格认证	有	★★★★★	单科 40%	4	25
国际注册内部审计师考试	资格认证	有	★★★★★	30-50%	1	2
加拿大注册会计师考试	资格认证	有	★★★★★	80% (中国)	4	2
美国注册管理会计师考试	资格认证	有	★★★	40%+ (中国)	中英文各 3 次/年	2

资料来源：百度教育，光大证券研究所整理预测

## 2.2、管理会计培训市场或成 AI 时代新风口

人工智能在会计行业应用广泛。自从李世石、柯洁大战围棋人工智能 AlphaGo 之后，人工智能开启了一个新的互联网时代。依托于海量数据和大数据分析处理建立起的智能领域，作为科技领域新时代的弄潮儿，正逐渐渗透方方面面，使得生活“数据化”和“智能化”。财务机器人产品由德勤首先推出后，瞬间引爆财务圈。隶属于四大国际公司的毕马威、普华永道和安永也推出了自己的金融机器人和金融机器人解决方案。机器人产品为传统财务问题提出了更加多样且便捷的解决途径。

人工智能和大数据将对传统财务会计产生深远的影响：**(1) 提高会计工作质量。**在大数据充分学习发展中，人工智能不仅可以减少人为错误造成的信息失真的可能性，也在很大程度上减少了人工干预或欺诈，从而导致财务信息造假的可能性。**(2) 提高会计工作效率。**机器人代替人工完成诸如会计、投递、汇总、报告准备、审计等烦琐耗时的基本会计工作，大大提高了相关行业的成本和效率。**(3) 提高企业竞争力。**人工智能在许多领域帮助公司从事归纳、综合、推理甚至优化分析的工作并表现不俗。随着人工智能在会计行业的深入发展，会计机器人的功能将越来越强大。

人工智能和大数据给管理会计带来的机遇和挑战。**(1) 会计行业将由财务会计向管理会计转变。**管理会计强调面向未来，根据时间价值来对现金流量进行整合分析，从而得出可靠的信息，制定计划。同时需要对未来编制预算，而只有通过全面的预算才能使控制得到实施，这要求管理会计具体到每个环节，发现有偏差及时修正，将计划与预算紧密结合起来。**(2) 计算机财务复合型人才成为热门。**面对未来，则需要调整对会计人员的培养方向，以计算机财务复合型人才为目标。**(3) 有利于管理会计制度的完善。**人工智能时代的到来将使得大批传统会计人员调整方向，涌入管理会计行业，也必将实际推动管理会计制度体系的建设与完善。

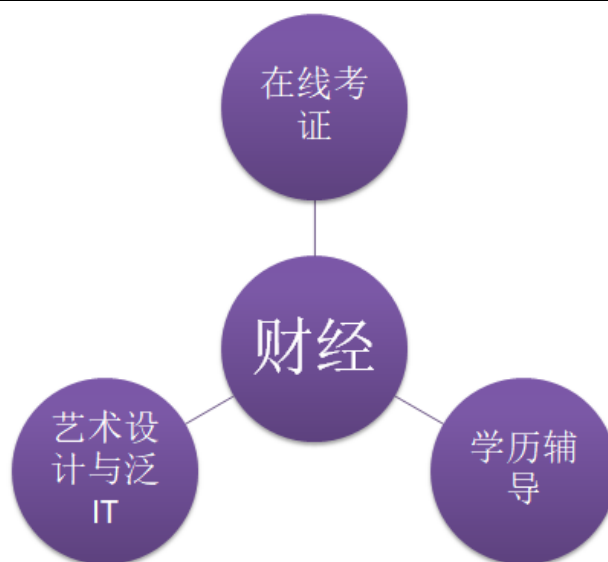
**管理会计培训或成风口。**目前我国持有相关会计证的会计人员达 1500 万，但以传统的财务会计知识体系为主要专业技能，高级会计人才不足 40 万，真正的管理会计人才缺口有 300 多万。人工智能向各行各业的侵入已是势不可挡，这也为管理会计培训带来巨大的市场空间。

### 3、财经培训龙头“新开元”未来将聚焦财经领域和布局管理会计培训方向

#### 3.1、“1+3”战略将以财经培训为核心

职业培训业务位列国内前五，未来上市公司经营业绩 100%来自于教育业务，开元股份的“1+3”战略将深度聚焦财经培训赛道。开元股份在 2019 年 3 月之前为“制造+教育”双主业，2017 年 3 月通过并购布局职业培训领域，分别以 12.0 亿元并购恒企教育 100% 股权，并以 1.8 亿元并购中大英才 70% 股权，定增价 14.62 元/股。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 2019Q2 剥离，未来上市公司将聚焦教育主业。

图表 7：开元股份（恒企教育+中大英才）的“1+3”战略



资料来源：光大证券研究所整理

**恒企教育：主业为财务会计培训，未来将在大财经领域深度布局。**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 培训与天琥教育的设计培训等。截止 2019 年底，恒企在全国共有各类终端校区网点 400+ 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%)。恒企教育 2016-2018 年收入为 3.82、6.03、10.87 亿元，净利润为 0.92、1.10、1.21 亿元。我们预计恒企教育 2019 年收入约为 14 亿元。

**中大英才：在线职教培训优质平台。**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%)，在线成交 39.89 万人次 (+26%)，订单回款 9,963 万元 (+60%)，客单价 250 元/人次 (+27%)。中大英才 2016-2018 年收入分别为 0.43、0.64、0.94 亿元，净利润分别为 0.16、0.23、0.27 亿元。我们预计中大英才 2019 年收入约为 1.0 亿元。



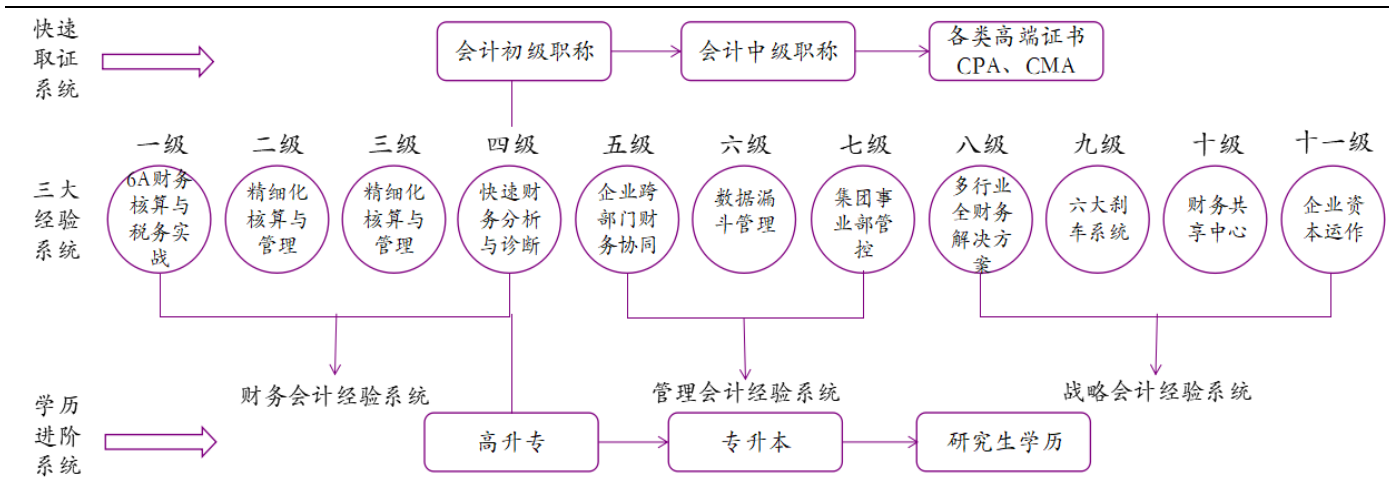
图表 8：中大网校课程种类丰富

建筑工程考试			财会金融考试		资格类考试		医药类考试		外语外贸考试	
一级建造师	安全工程师	注册测绘师	经济师考试	银行从业	社会工作者	管理咨询师	执业药师考试	临床执业医师	职称英语	管理培训
二级建造师	造价工程师	招标师考试	审计师考试	证券从业	出版资格考试	教师资格证	卫生资格考试	护士资格考试	报检员考试	公务员考试
监理工程师	环境影响评价师	注册计量师	会计从业证	期货从业	广告师考试	企业法律顾问	执业中药师	执业西药师	职称计算机	成英三级
设备工程师	物业管理师	消防工程师	初级会计职称	统计师考试	心理咨询师	人力资源师	临床助理医师	中医执业医师	自考英语	翻译资格
电气工程师	咨询工程师	房产估价师	中级会计职称	注册会计师	公共营养师	司法考试	中医助理医师	中西医执业	外销员考试	货运代理
岩土工程师	结构工程师	土地估价师	注册税务师	资产评估师	企业培训师	理财规划师	中西助理医师	口腔执业医师	国际商务师	物流师考试
环保工程师	化工工程师	勘察师考试	价格鉴证师	精算师考试	电子商务师	项目管理师	口腔助理医师	公卫执业医师	单证员考试	跟单员考试
质量工程师	城乡规划师	造价员考试	高级会计师	内部审计师	导游资格	保险从业	公卫助理医师	卫生资格考试	日语学习	韩语学习
房产经纪人	项目管理师	土地代理人	基金从业	ACCA/CAT	秘书资格	网络编辑	护理职称考试	药学职称考试	德语学习	法语学习
设备监理师	公路造价师	公路监理师			技工证考试		中药学职称	医学检验职称	俄语学习	意大利语学习
通信工程师	注册建筑师	安全评价师					外科主治医师	内科主治医师	BEC	PETS
							妇产主治医师			

资料来源：中大网校首页，光大证券研究所

**整合现有教育资源，加速提升市场竞争力与市场份额。**从线下渠道资源看，恒企教育目前在全国 26 个省市、170 个城市共建立连锁学习校区终端网点接近 400 个；从职业教育产品看，公司拥有丰富完善的产品梯队与产品矩阵，从财务会计上岗教育、财务会计实训课程、财务管理精英课程、卓越计划课程、财务总监研修班及 CPA、CMA 等实战与考证课程。本次募投项目实施后，公司将对现有优质教育资源进行整合，加大投入整合优质师资资源和内容资源，打造在线职业教育 OMO（线上线下深度融合）平台，覆盖更多学员，为更多的学员提供优质教学资源与技能经验，将加速提升公司的市场竞争力与提升市场份额。

图表 9：恒企教育会计培训课程种类



资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制

**财经业务在疫情之后有望保持年均 50%复合增长。**恒企作为中国财经培训排名第一的龙头机构，2018 年订单销售回款额约 8.1 亿元，技能和证书培训比例约 7:3。我们预计 2019 年订单销售回款额约 9 亿元。庞大基数人群构成巨大流量入口池，恒企在 2019 年潜心打造和提升证书类教研课程体系，未来将通过低客单价考证类课程（数百元/人）为高客单价实操技能类课程（7-8000 元/人）导流。目前恒企财经约 350+ 个校区，未来年均新增校区将

不低于 50 个，目前全中国地级市覆盖率约 50%，未来计划做到中国地级市的全覆盖。

### 3.2、恒企教育推出的“行业全财务管理会计解决方案”有望帮助学员适应 AI 时代的财会需求

恒企教育的行业全财务管理会计解决方案。恒企教育近期推出“行业全财务管理会计”模式，并将全线产品同步升级为“行业全财务管理会计”，该产品主打“财务会计+财务管理+管理会计”的全财务概念，采用了“基础+实训+实战”进行课程设计，细分 30 个热门行业，帮助学员制定个性化终身学习培养方案。其中，商业、电子工业、酒店业、餐饮业、快消行业、电子商务、物流业、房地产业、建筑施工业、机械制造业等都是“行业全财务管理会计”的核心行业。

图表 10：恒企教育的行业全财务管理会计解决方案



资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制

图表 11：恒企教育的多行业全财务管理会计解决方案

<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>物流行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p>	<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>酒店行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>酒店业全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>	<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>房地产行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>房地产业全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>	<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>互联网电商全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>互联网电商全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>
	<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>物流行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>物流业全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>	<p>行业管理会计全方位揭秘</p> <p><b>餐饮行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>餐饮业全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>	<p>针对财会专业院校创新教育</p> <p><b>建筑施工行业全财务管理会计解决方案</b></p> <p>①课程 ②习题 ③实习 ④答疑 ⑤证书</p> <p>打造建筑行业管理“高才生”</p> <p>建筑施工行业全财务管理会计解决方案</p> <p>¥3980.0</p>

资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制



图表 12: 恒企教育的多行业全财务管理会计解决方案的入门会员班和全能会员班

<p>面授</p> <p>✓ 顶尖师资队伍    ✓ 全真模拟财税实训    ✓ 1个月打造会计能手</p> <h2 style="color: white;">管理会计—入门会员班</h2> <h3 style="color: white;">零基础起步，轻松做个好财务！</h3>	<p>直播 / 面授 / 双师</p> <p>✓ 5大行业在线实习    ✓ 全真模拟财税实训</p> <h2 style="color: white;">管理会计 - 全能会员班</h2> <h3 style="color: white;">内外兼修做管理会计</h3>
<h4>行业全财务管理会计入门会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群：零基础、想转行、升职加薪的人、大学生</li> <li>● 目标岗位：财务会计人员 (2.5-4K)</li> <li>● 积累经验：具备财务会计做账、申报纳税等财务人员上岗能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容：1.管理会计基础 2.管理会计入门实训 3.自学成才系列</li> </ul>	<h4>行业全财务管理会计全能会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群：零基础、想转行、在校生、有一定财务基础想升职加薪的人</li> <li>● 目标岗位：商业主办会计 (3-5K)</li> <li>● 积累经验：具备财务人员上岗能力，具备商业行业财务核算和管理会计能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容：1.管理会计基础 2.管理会计入门实训 3.商超全财务管理会计实战 4.自学成才系列</li> <li>● 可收获证书：初级会计职称、行业管理会计能力认定证书</li> </ul>
<p>¥ 2980.0</p>	<p>¥ 4980.0 起</p> <p style="font-size: small; text-align: right;">激活 Windows 转到“设置”以激活 Windows</p>

资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制

图表 13: 恒企教育的多行业全财务管理会计解决方案的精英会员班和杰出会员班

<p>直播 / 面授 / 双师</p> <p>学精行业财务会计、管理会计、财务管理，快速成为全财务管理会计精英</p> <h2 style="color: white;">管理会计 - 精英会员班</h2> <h3 style="color: white;">管理会计精英的速成之路！</h3> <p style="background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px; font-size: small;">报精英会员班，限时免费送初级会计职称高效 OAO 班 &amp; 10 个行业真账实习</p>	<p>直播 / 面授 / 双师</p> <h2 style="color: white;">管理会计—杰出会员班</h2> <h3 style="color: white;">成就杰出非凡的你</h3>
<h4>行业全财务管理会计精英会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群：零基础、大学生、想转行或想学精管理会计人员</li> <li>● 目标岗位：商业+工业+其他行业主办会计 (4-6K)</li> <li>● 您的收获：具备财务人员上岗能力，具备商业、工业行业财务核算和管理会计能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容：1.管理会计基础 2.管理会计入门实训 3.商超全财务管理会计实战 4.电子工业全财务管理会计实战 5.多行业全财务管理会计实战 6.自学成才系列</li> <li>● 可收获证书：《初级会计职称》、《行业管理会计能力认定书》</li> </ul>	<h4>行业全财务管理会计杰出会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群：想升职加薪、提升财务分析决策能力的会计人员</li> <li>● 目标岗位：财务主管、经理 (6-10K)</li> <li>● 您的收获：具备3个行业的财务核算、财务管理和管理会计分析决策能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容：1.管理会计基础 2.管理会计入门实训 3.商超全财务管理会计实战 4.电子工业全财务管理会计实战 5.多行业全财务管理会计实战 6.真账实习 7.财务管理专修 8.自学成才系列 9.初级会计职称无忧通关面授班</li> <li>● 可收获证书：初级会计职称、行业管理会计能力认定证书、工信部急需紧缺人才证书</li> </ul>
<p>¥ 7980.0 起</p>	<p>¥ 10800.0 起</p> <p style="font-size: small; text-align: right;">激活 Windows 转到“设置”以激活 Windows</p>

资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制



图表 14: 恒企教育的多行业全财务管理会计解决方案的卓越会员班和通关会员班

直播 / 面授 / 双师	直播 / 面授 / 双师
<p>精通 3 个行业, 学精 3 大财管, 学中央财大研修班, 拿名校证书, 听名师讲课</p> <h2>管理会计 - 卓越会员班</h2> <h3>打造卓越财务管理精英!</h3>	<p>✔ 精通 3 个行业    ✔ 学精财管技能    ✔ 30 大行业实习经验    ✔ 9 大权威证书</p> <h2>管理会计 - 通关会员班</h2> <h3>培养企业级的财务总监!</h3>
<h4>行业全财务管理会计卓越会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群: 想提升风控管控、跨部门协同、集团管控的会计人员</li> <li>● 目标岗位: 财务经理 (8~15k)</li> <li>● 您的收获: 具备企业风险掌控、跨部门协同、集团管控能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容: 1.高超全财务管理会计实战 2.电子工业全财务管理会计实战</li> <li>3.多行业全财务管理会计实战 4.财务管理专修 5.中央财大财务管理研修班 6.中级会计职称</li> <li>● 可收获证书: 初级会计职称、中级会计职称、行业管理会计能力认定证书、工信部急需紧缺人才证书、中央财大财务管理结业证书</li> </ul>	<h4>行业全财务管理会计通关会员班</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 适合人群: 想提升战略决策、营运管控、财务共享的会计人员</li> <li>● 目标岗位: 财务总监 (20-60K)</li> <li>● 您的收获: 具备企业战略决策、营运管控、领导能力、财务共享和资本运作能力</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 学习内容: 1.高超全财务管理会计实战 2.电子工业全财务管理会计实战</li> <li>3.多行业全财务管理会计实战 4.财务管理专修 5.中级会计职称 6.中央财大财务管理研修班 7.中央财大财务总监研修班 8.CMA/CPA/税务师</li> <li>● 可收获证书: 初级会计职称、中级会计职称、行业管理会计能力认定证书、工信部急需紧缺人才证书、中央财大财务管理结业证书、中央财大财务总监结业证书、CMA、CPA、税务师</li> </ul>
<p>¥ 17800.0 起</p>	<p>¥ 27800.0 起</p>

资料来源: 恒企教育官网, 光大证券研究所绘制

## 4、投资建议

**2019 年业务剥离与整合。**根据公司业绩预告, 由于剥离传统制造业务等影响, 开元股份 2019 年实现收入 15.17 亿元 (+4.35%), 归母净利润亏损 6.26 亿元。

- 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司在并购过程中形成的商誉的剩余账面净值 13.92 亿元, 占合并净资产比例为 64.40%。鉴于公司 2019 年职业教育板块管理费用、销售费用大幅增加造成 2019 年利润出现较大幅度下滑, 同时 2020 年 1 月突然爆发新冠病毒疫情, 公司所处的职业教育行业受到了较大的影响, 公司原收购的职业教育板块部分资产存在大额计提商誉减值准备的迹象。公司预计 2019 年减值准备金额为 6 亿元左右。
- 2019 年开元股份制造业资产及业务剥离, 公司委托长沙开元仪器有限公司对公司截至 2018 年 12 月 31 日的制造业务应收账款进行包干收回, 因此金融资产转移产生的损失约为 5,904.03 万元。
- 随着新赛道的发展和公司整体业务规模扩大, 公司电销团队快速扩大, 员工数量的增加, 且人均薪酬的提高直接导致总体薪酬与管理费用同比大幅增加。
- 公司为进一步提高教育板块市场占有率, 采取积极的销售策略, 加大营销推广力度, 在移动互联网流量红利下降大背景下流量有效性

下降，同时受市场竞争影响获客成本提升，导致营销推广费大幅增加，但总体营收的增长低于推广费的增速。

**受疫情影响，开元股份 2020Q1 预计亏损 1.18~1.23 亿元，同比下降 630.79% -653.36%。**2020Q1 因新型冠状病毒肺炎疫情爆发，公司阶段性暂停线下校区网点开课，我们预计 2020Q1 流水约下滑 20%，但是由于未开班授课，因此部分收入无法确认，所以我们预计 Q1 收入下滑约 60%。

**关注疫情之后成长趋势：收入 50%+复合增长，盈利回归行业平均水平。**  
(1)收入端：展望疫情之后，开元股份的财经业务、自考业务、设计业务、在线教育业务(中大英才)收入均有望保持超过 50%复合增长。(2)利润端：疫情之后净利率有望回归行业正常水平，开元股份职业教育行业 2017 年和 2018 年净利率约 22%和 12%，我们预计 2021 年之后有望重新回到 10%~15%左右的净利率水平。

**投资建议：公司治理结构改善带来的估值体系重构，战略清晰“聚焦大财经+以利润考核为导向”。**考虑到 2019 年公司计提 6 亿元商誉减值以及疫情对 20-21 年业绩的影响，我们下调开元股份 19~21 年归母净利润预测为 -6.26、0.47、3.00 亿元。2019 年是开元股份公司治理结构改善和经营业务重新调整的一年。虽然 2020 年疫情影响巨大，但是长期来看，职业教育培训行业政策红利且空间巨大，开元股份(恒企教育+中大英才)作为行业第 5 名的企业，随着未来公司治理结构逐步改善，教育业务高管与上市公司利益趋于一致，且目前战略清晰“聚焦大财经+以利润考核为导向”，未来成长可期，维持“买入”评级。

**风险提示：**募集资金投资项目风险、新型冠状病毒肺炎疫情及其他突发性事件的风险、商誉减值风险等。

**图表 15：开元股份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	1,517	1,593	2,501
营业收入增长率	187.67%	48.25%	4.35%	5.00%	57.00%
净利润(百万元)	160	99	-626	47	300
净利润增长率	2617.09%	-38.41%	N/A	N/A	533.39%
EPS(元)	0.47	0.29	-1.81	0.14	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.59%	4.47%	-39.80%	2.93%	15.72%
P/E	19	31	N/A	64	10
P/B	1.4	1.4	1.9	1.9	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 13 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	981	1,454	1,517	1,593	2,501
营业成本	344	434	652	462	725
折旧和摊销	45	64	91	120	149
税金及附加	11	15	30	16	25
销售费用	170	381	425	414	550
管理费用	228	301	319	319	425
研发费用	0	86	102	96	150
财务费用	20	49	168	250	253
投资收益	4	5	0	0	0
营业利润	209	155	-759	139	447
利润总额	210	141	-768	130	438
所得税	43	36	-192	32	88
净利润	167	105	-576	97	350
少数股东损益	7	7	50	50	50
归属母公司净利润	160	99	-626	47	300
EPS(按最新股本计)	0.47	0.29	-1.81	0.14	0.87

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	342	306	373	399	728
净利润	160	99	-626	47	300
折旧摊销	45	64	91	120	149
净营运资金增加	-159	245	-15	89	309
其他	296	-102	923	143	-30
投资活动产生现金流	-606	-374	-3,855	-235	-210
净资本支出	-112	-153	-207	-210	-210
长期投资变化	3	6	0	0	0
其他资产变化	-498	-226	-3,648	-25	0
融资活动现金流	463	0	3,616	-141	-245
股本变化	88	6	0	0	0
债务净变化	86	-42	3,789	109	18
无息负债变化	590	-80	7	-11	259
净现金流	198	-66	134	23	272

## 主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	65.0%	70.1%	57.0%	71.0%	71.0%
EBITDA 率	28.9%	20.1%	45.4%	28.5%	34.0%
EBIT 率	23.0%	13.7%	39.4%	21.0%	28.0%
税前净利润率	21.4%	9.7%	-50.6%	8.2%	17.5%
归母净利润率	16.3%	6.8%	-41.3%	3.0%	12.0%
ROA	5.5%	3.5%	-9.3%	1.5%	5.0%
ROE (摊薄)	7.6%	4.5%	-39.8%	2.9%	15.7%
经营性 ROIC	8.4%	6.2%	24.4%	12.4%	23.5%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	29%	25%	73%	72%	70%
流动比率	1.23	1.35	0.63	0.63	0.71
速动比率	1.12	1.19	0.63	0.63	0.71
归母权益/有息债务	19.90	34.44	0.41	0.41	0.48
有形资产/有息债务	13.18	21.53	1.36	1.37	1.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,016	3,008	6,223	6,418	7,036
货币资金	376	321	455	478	750
交易性金融资产	0	0	1,754	1,754	1,754
应收账款	345	270	282	354	555
应收票据	8	36	38	40	63
其他应收款(合计)	48	65	68	71	112
存货	93	117	0	0	0
其他流动资产	131	116	116	116	116
流动资产合计	1,025	991	2,850	2,927	3,496
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	6	6	6	6
固定资产	303	315	409	473	509
在建工程	11	10	8	6	4
无形资产	116	120	128	135	142
商誉	1,410	1,392	792	792	792
其他非流动资产	7	6	6	6	6
非流动资产合计	1,991	2,017	3,373	3,491	3,540
总负债	878	756	4,552	4,649	4,926
短期借款	70	40	3,741	3,850	3,868
应付账款	183	174	65	46	73
应付票据	8	25	37	26	42
预收账款	209	290	303	318	499
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	835	735	4,529	4,627	4,904
长期借款	36	12	12	12	12
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	9	9	9	9
非流动负债合计	43	21	23	23	23
股东权益	2,138	2,252	1,671	1,769	2,109
股本	340	345	345	345	345
公积金	1,422	1,468	1,468	1,473	1,503
未分配利润	337	429	-203	-160	101
归属母公司权益	2,110	2,204	1,573	1,620	1,911
少数股东权益	28	49	99	149	199

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	17%	26%	28%	26%	22%
管理费用率	23%	21%	21%	20%	17%
财务费用率	2%	3%	11%	16%	10%
研发费用率	0%	6%	7%	6%	6%
所得税率	20%	25%	25%	25%	20%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.02	0.02	0.00	0.03	0.10
每股经营现金流	1.01	0.89	1.08	1.16	2.11
每股净资产	6.21	6.38	4.56	4.69	5.54
每股销售收入	2.89	4.21	4.40	4.62	7.25

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	19	31	N/A	64	10
PB	1.4	1.4	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.2	12.4	7.7	12.1	6.6
股息率	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	1.2%

## 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会与，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。

## 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。

## 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