

# 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

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：10.37 元

### 分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebsecn.com](mailto:kailiu@ebsecn.com)

### 联系人

贾昌浩

021-52523835

[jiachanghao@ebsecn.com](mailto:jiachanghao@ebsecn.com)

### 市场数据

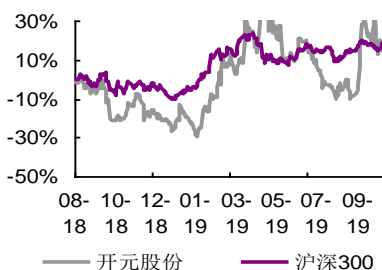
总股本(亿股)：3.43

总市值(亿元)：35.60

一年最低/最高(元)：6.46/13.77

近3月换手率：87.02%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.32	12.24	15.57
绝对	-6.83	13.58	38.78

资料来源：Wind

### 相关研报

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.doc

..... 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

公司治理逐步优化，职教巨头凤凰涅槃——开元股份 (300338.SZ) 跟踪报告

..... 2019-04-07

### 事件：

2019年10月29日，开元股份发布《2019年第三季度报告》：2019年Q3收入3.97亿元(+3.66%)，归母净利润931.40万元(-74.53%)，扣非归母净利润733.96万元(-79.00%)。2019年Q1-3收入12.08亿元(+23.16%)，归母净利润4693.14万元(-53.95%)，扣非归母净利润5703.49万元(-41.50%)。

### 点评：

◆净利润下降主要系原有制造业务剥离、非经常性损益下降、恒企教育新赛道转型期间各项经营费用增加。

2019年前三季度销售费用增长66.53%，主要原因是教育板块销售人员数量增加导致销售薪资及社保总额增加；同时教育板块进行战略推广部署，加大推广力度，增加推广投入等综合影响所致；2019年前三季度管理费用增长33.68%，主要是教育板块布局新赛道，其管理人员薪酬以及场地费、办公费等日常费用等增加影响所致。

◆教育业务高管持股比例已超过上市公司创始人罗氏家族，公司治理结构改善迈出实质性的步伐。

考虑到近期罗建文先生减持，目前罗氏家族合计持股比例约23.49%；教育业务高管合计持股比例约23.57%，教育业务高管持股已高于罗氏家族。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(恒企+中大)有望在2020年重回快速增长趋势。

◆财经业务未来3年保持30%复合增长。

恒企教育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。2018年，全国会计职称考试报名总数为544.6万人，其中：初级403.6万人；中级135.4万人；高级5.6万人。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720万人次，恒企2018年财经培训人数仅约17万人，占比2.4%。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。

◆ **自考业务有望在未来 3 年保持超过 50% 复合增长。**

恒企自考业务负责人是知名职教在线公司邢帅教育原联合创始人。自考业务线上和线下招生，纯线上授课，课程包括：自考、成人高考（函授）、远程、国家开放大学（电大）等，目前人均学费约 7000 元/人，服务期约 3 年。自考业务 2016 年底从零起步，2018 年订单销售回款额约 2.25 亿元，未来有望保持超过 50% 复合增速。自考业务的飞速发展一方面得益于高管团队对于互联网营销的精通，目前销售团队约 700 人，数字化运营体系的把控是业务发展的核心；另一方面来自于恒企遍布全国约 350 家渠道门店，线网结合的获客方式将有助于获客成本的降低。

◆ **设计业务（天琥教育）未来 3 年有望保持 50%+ 复合增长。**

恒企教育在 2017 年以 1.18 亿元对价收购 56% 天琥教育股权，2017-2019 年承诺业绩 1200、1800 和 2800 万元。课程包括二维和三维两大类，其中二维课程包括平面设计、网页、电商、UI、动态视觉、商业插画、互联网营销等；三维课程包括室内设计、装修设计等。目前约有 56 个校区，未来远期目标 150 个校区。天琥教育 2018 年订单销售回款额约 1.96 亿元，预计未来复合增速有望超过 50%。此外如果未来考虑到剩余股权的并表，有望进一步增厚上市公司业绩。

◆ **淡化 2019 年的短期经营业绩，关注 2020 年之后成长趋势：收入 40%+ 复合增长，盈利回归行业平均水平。**

2019 年业绩下滑主要因为主业剥离费用的影响和职业教育业务扩张：  
(1) 我们测算主业剥离的相关费用包括应收账款催账费用、制造业亏损、产业园折旧、公共费用合计至少约 5000 万元；(2) 教育业务销售和教研团队的搭建、在线教育布局等等也对 2019 年经营业绩负面贡献。

(1) 收入端：2019H1，恒企教育收入 7.01 亿元 (+46.05%)，中大英才收入 5,108 万元 (+44.30%)；展望未来，财经业务、自考业务、设计业务、在线教育业务（中大英才）收入有望保持 30%、50%、50% 和 50% 复合增长。(2) 利润端：2020 年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%，2019 年预计约 6%，我们预计 2020 年之后有望重新回到 10% 以上的净利率水平。

◆ **投资建议：公司治理结构改善带来的估值体系重构。**

我们维持开元股份 19~21 年归母净利润预测为 0.80、2.48、3.54 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，2020 年公司盈利回归至正常水平或将是大概率事件。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，未来成长可期。考虑到目前开元股份仅约 36 亿元市值（20PE 约 14x），估值显著低于行业平均 26x 估值，维持“买入”评级。

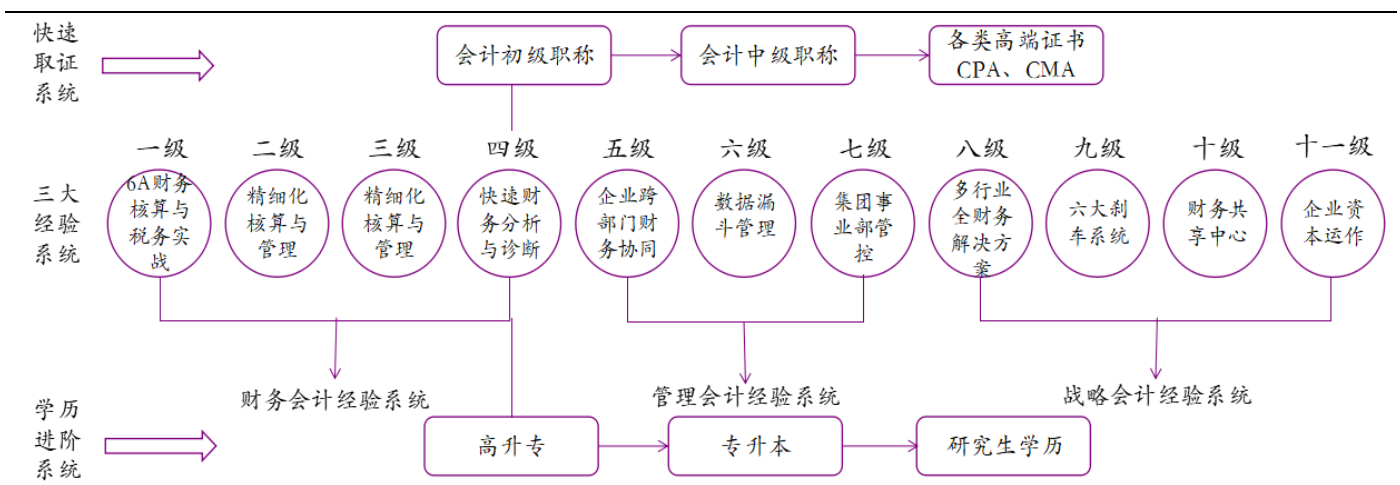
◆ **风险因素。经营管理风险、新开校区不及预期等。**

表 1：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	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.59%	4.47%	3.44%	9.64%	12.13%
P/E	22	36	45	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 10 月 29 日

图 1：恒企教育会计培训课程种类

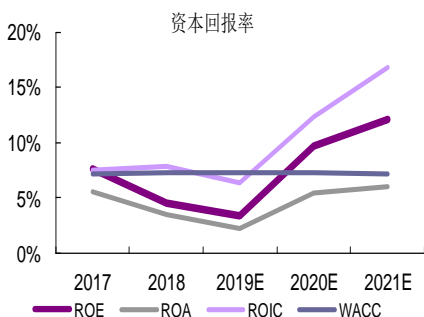
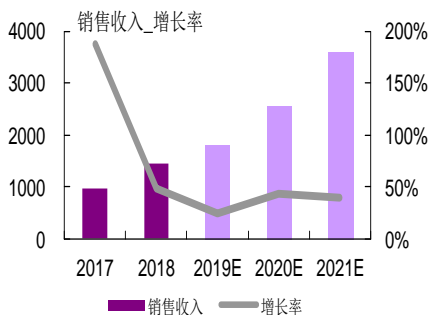
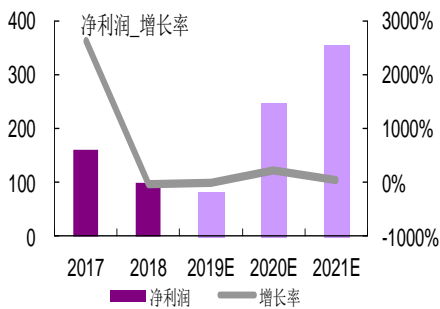
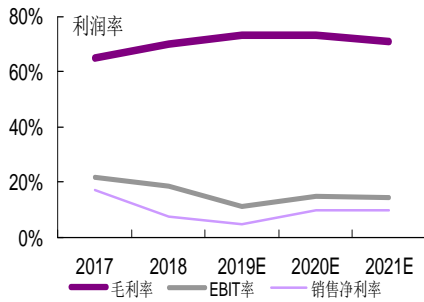


资料来源：恒企教育官网，光大证券研究所绘制

表 2：2018 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	120	50%	4500	27
会计专业技术资格考试(职称考试)	540	45%	4500	110
特许公认会计师考试	25	50%	5500	7
合计				150

资料来源：百度教育，光大证券研究所整理预测



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>981</b>	<b>1,454</b>	<b>1,800</b>	<b>2,570</b>	<b>3,600</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>155</b>	<b>156</b>	<b>332</b>	<b>472</b>
<b>利润总额</b>	<b>210</b>	<b>141</b>	<b>108</b>	<b>331</b>	<b>471</b>
少数股东损益	7	7	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>99</b>	<b>80</b>	<b>248</b>	<b>354</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>3,016</b>	<b>3,008</b>	<b>3,601</b>	<b>4,598</b>	<b>5,885</b>
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
应收账款	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
<b>总负债</b>	<b>878</b>	<b>756</b>	<b>1,223</b>	<b>1,976</b>	<b>2,922</b>
无息负债	772	692	1,181	1,904	2,820
有息负债	106	64	42	72	102
<b>股东权益</b>	<b>2,138</b>	<b>2,252</b>	<b>2,377</b>	<b>2,621</b>	<b>2,962</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>342</b>	<b>306</b>	<b>593</b>	<b>775</b>	<b>952</b>
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
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-606</b>	<b>-374</b>	<b>-105</b>	<b>-151</b>	<b>-150</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>463</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-27</b>
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
<b>净现金流</b>	<b>198</b>	<b>-66</b>	<b>469</b>	<b>604</b>	<b>774</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
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%
<b>估值指标</b>					
PE	22	36	45	14	10
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	14	11	14	8	5
EV/EBIT	18	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
<b>盈利能力 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.46	0.29	0.23	0.72	1.03
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, 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 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