

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

公司简报

买入 (维持)

当前价：9.08 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：

公司于2019年9月4日公告：公司董事、副董事长兼副总经理赵君已于2019年9月4日与罗建文、罗旭东签署了《罗建文、罗旭东与赵君关于开元股份(300338.SZ)开元股份股票之股份转让协议》。协议分别约定：罗建文、罗旭东同意将其持有的开元股份1730.00万股股份(在协议生效日占开元股份股份总数的5.01%) (包括罗建文持有的839.00万股股份，罗旭东持有的891.00万股股份) 以及由此所衍生的所有股东权益通过协议转让方式转让给赵君。本次增持后，赵君直接持有公司股份17,534,600股，占公司总股本的5.08%，成为公司持股5%以上的股东。

点评：

◆赵君先生的增持价和增持金额均超预期，彰显教育业务高管信心，教育业务高管与上市公司创始人持股比例高度接近，公司治理结构迈出实质步伐。

增持价和增持金额均超预期，彰显教育业务高管信心：(1) 增持价超预期：目前股价约9.04元，增持价12.0元溢价33%；(2) 增持金额超预期：赵君耗资约2.20亿元增持开元股份股票，原计划约1.15亿元。开元股份于2019年6月3日公告：开元股份以1.44亿元现金收购中大英才30%股权。中大英才创始人赵君承诺在取得标的资产转让款项后6个月内通过市场集合竞价、大宗交易或协议转让等方式增持开元股份股票，增持总金额不低于1.152亿元。本次约2.20亿元的增持金额超出之前约1.152亿元的承诺增持金额。

本次增持之后，赵君将持有上市公司7.19%股权。本次增持计划前，赵君直接持有公司股份0股，间接持有公司股份6,224,350股，占公司总股本的1.80%。本次增持计划实施后，赵君直接持有公司股份17,534,600股，占公司总股本的5.08%；间接持有公司股份7,277,501股，占公司总股本的2.11%。

教育业务高管持股比例与上市公司创始人非常接近，仅相差0.55%，公司治理结构改善迈出实质性的步伐。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%；教育业务创始团队作为上市公司业绩的核心贡献方，持股比例约18.25%。本次增持中，赵君持股比例从1.87%提高至7.19%，提高近5.32pcts。本次赵君增持完成之后，罗氏家族合计持股比例约24.12%；教育业务高管合计持股比例约23.57%，双方股权比例仅相差0.55%。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)有望重回快速增长趋势。2019H1职业教育培训业务7.52亿元，同比增长48%，超预期的业绩表现是公司治理结构清晰的重要标志。

图 1：赵君及其控制的新余中大瑞泽投资合伙企业增持前后持股情况

具体增持情况如下：

股东名称	日期	增持方式	增持均价 (元/股)	增持股数 (股)	占总股本比例
赵君	2019/9/4	协议转让	12.00	17,300,000	5.01%
赵君	2019/8/22	集中竞价	8.94	28,800	0.01%
赵君	2019/8/23	集中竞价	8.805	205,800	0.06%
中大瑞泽	2019/7/18-2019/7/19	集中竞价	9.62	1,053,151	0.31%
合计				18,587,751	5.39%

增持前后持股情况如下：

股东姓名	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)	持有公司股份数量 (股)	持有公司股份比例 (%)
赵君	234,600	0.07%	17,534,600	5.08%
中大瑞泽	6,224,350	1.80%	7,277,501	2.11%
合计	6,458,950	1.87%	24,812,101	7.19%

备注：赵君持有樟树市中大睿远投资管理中心(有限合伙)99%合伙份额，为其实际控制人。樟树市中大睿远投资管理中心(有限合伙)持有中大瑞泽99%合伙份额。因此赵君通过中大瑞泽间接持有公司股份7,277,501股。

资料来源：Wind，光大证券研究所

职业培训业务位列国内前五，未来经营业绩 100%来自于职业教育培训业务。开元股份在 2019 年 Q1 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（现金 4.8 亿元+股份支付 7.2 亿元）并购恒企教育 100%股权，并以 1.8 亿元（现金 0.9 亿元+股份支付 0.9 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，未来将聚焦职业教育主业。开元股份 2019 年教育业务收入有望超过 16 亿元，位列中国职业培训行业前五。

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 培训与天琥教育的设计培训等。截止 2019H1，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%）。恒企教育 16-18 年收入 3.82/6.03/10.87 亿元，净利润 0.92/1.10/1.21 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 16-18 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。

淡化 2019 年的短期经营业绩。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%)，2019 年前三季度业绩指引为 4,700~5,400 万元 (-53.88%~-47.01%)。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。

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。（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、在线教育业务（中大英才）收入有望保持 30%、40% 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。

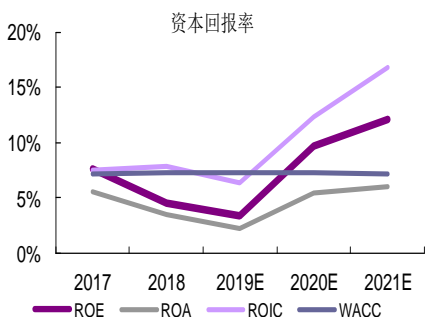
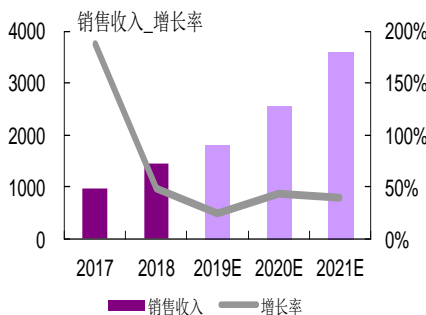
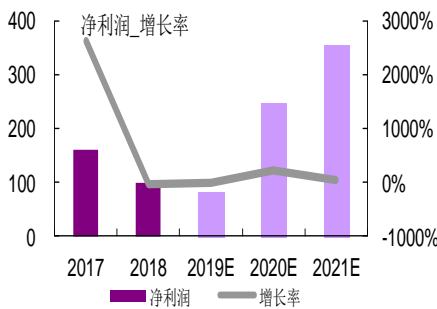
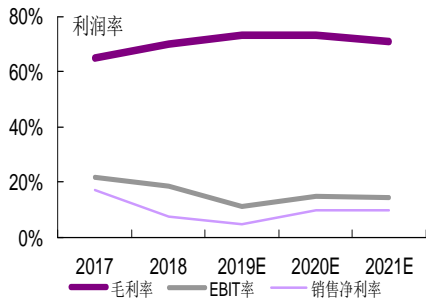
投资建议：公司治理结构改善带来的估值体系重构。我们维持开元股份 19~21 年归母净利润预测为 0.80/2.48/3.54 亿元。2019 年是开元股份公司治理结构改善和经营业务重新调整的一年，2020 年公司盈利回归至正常水平或将是大概率事件。对标行业第一名中公教育（19/20PE 约 55x/40x）、行业第二名中国东方教育（19/20PE 约 33x/26x）的估值水平，两大龙头公司除了业务保持快速增长之外，公司实际控制人、管理层与上市公司利益深度一致，企业家精神也是重要原因之一。职业教育培训行业政策红利且空间巨大，开元股份（恒企教育+中大英才）作为行业第 5 名的企业，随着未来公司治理结构逐步改善，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 31 亿元市值（20PE 约 13x），估值显著低估，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	13	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	13	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, 也不, 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