

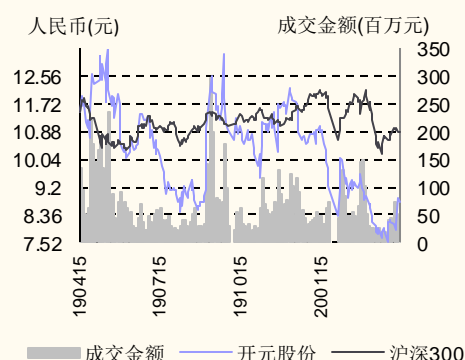
开元股份 (300338.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.77 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.43
已上市流通 A 股(亿股)	2.59
总市值(亿元)	30.11
年内股价最高最低(元)	8.89/7.52
沪深 300 指数	3753
创业板指	1923



相关报告

- 1.《江勇/赵君上任董事长/总经理, 公司治理改善现重要突破-江勇/...》, 2019.9.26
- 2.《19Q1 职教业务营收+56%, 4 月已完成制造业剥离, 成为纯教...》, 2019.4.29
- 3.《治理结构或现重要改善, 机制理顺或显著提升经营效率-治理结构或...》, 2019.4.25

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

拟增发 5.3 亿元, 公司实控人或变更

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.471	0.286	-1.824	-0.363	0.640
每股净资产(元)	6.21	6.38	4.51	4.13	4.76
每股经营性现金流(元)	0.97	0.80	0.22	0.12	0.87
市盈率(倍)	45.57	30.70	-4.81	-24.18	13.70
净利润增长率(%)	2617.09%	-38.41%	N/A	-80.12%	N/A
净资产收益率(%)	7.59%	4.47%	-40.43%	-8.77%	13.45%
总股本(百万股)	339.62	345.18	345.18	345.18	345.18

来源: 公司年报、国金证券研究所, 注: 利润表预测假设 19 年只剩下教育业务, 资产负债表预测未包含该假设

事件

- 2020 年 4 月 13 日, 开元股份发布非公开发行股票预案。发行股票价格为 6.53 元/股, 发行股票数量不超过 8116.39 万股, 发行对象为江勇、赵君、江胜、南京瑞森投资管理合伙企业 (有限合伙)。发行对象均以现金认购, 江勇、赵君、江胜、南京瑞森投资管理合伙企业 (有限合伙) 分别认购 2802.45/2205.21/627.87/2480.86 万股, 认购金额分别为 1.83/1.44/0.41/1.62 亿元。

点评

- **募集资金主要用于恒企教育在线教育平台建设项目和中大英才网销平台升级改造项**。本次募集资金总额不超过 5.30 亿元, 其中 3.00 亿元用于恒企教育在线教育平台建设项目, 0.70 亿元用于中大英才网销平台升级改造项目, 剩余 1.60 亿募集资金用于补充流动资金。职业教育是最受政策支持的赛道之一, 疫情影响下在线化能力备受重视, 募投项目针对在线职业教育业务进行投入, 有望提高运营效率与边际效益。
- **发行后实际控制人变更, 江勇成为实际控制人**。本次发行完成后, 罗建文、罗旭东、罗华东三者合计直接持有 0.78 亿股股份, 占总股份的 18.40%; 江勇、江胜、赵君和中大瑞泽 (为一致行动人) 合计持有 1.19 亿股股份, 占总股份的 27.92%。本次发行后, 实际控制人发生变更, 江勇成为公司的实际控制人。
- **引入战略投资者, 有望产生协同效应, 开展业务合作**。公司拟引入战略投资者南京瑞森、瑞华投资和瑞华集团。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。上市公司与战略投资者有望在公司治理、业务拓展、产品研发、技术升级、投资并购等方面建立合作关系, 协同发展。
- **投资建议**: 公司重要变化在于业务纯化, 我们认为随着治理结构的改善, 若募投完成实际控制人将变更, 集中发力职教, 经营有望向好。受到剥离原主业、成长业务拓展期间费用上升、商誉减值、疫情影响等多重因素影响, 我们下调了盈利预测, 19-21 年下调幅度分别为 1587%/161%/14%, 预计 19-21 年归母净利润分别为 -6.30/-1.25/+2.21 亿元, 21 年 PE 估值为 14x, 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 增发尚需通过证监会批准, 商誉减值风险, 疫情影响, 竞争加剧, 政策风险, 解禁风险 (2020 年 4 月 2 日有 7324 万股解禁, 占总股本 21.33%), 质押风险 (主要股东中江勇、罗华东质押比例高于 60%) 等。

事件

- **2020年4月13日，开元股份发布非公开发行股票预案。**发行股票价格为6.53元/股，发行股票数量不超过8116.39万股，发行对象为江勇、赵君、江胜、南京瑞森投资管理合伙企业（有限合伙）。发行对象均以现金认购，江勇、赵君、江胜、南京瑞森投资管理合伙企业（有限合伙）分别认购2802.45/2205.21/627.87/2480.86万股，认购金额分别为1.83/1.44/0.41/1.62亿元。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；本次发行完成后，南京瑞森投资管理合伙企业（有限合伙）将成为上市公司5%以上的股东。

图表 1：本次发行认购情况

发行对象	认购股份数量（万股）	认购金额（亿元）
江勇	2,802.45	1.83
赵君	2,205.21	1.44
江胜	627.87	0.41
南京瑞森投资管理合伙企业（有限合伙）	2,480.86	1.62
合计	8,116.39	5.30

来源：公司公告，国金证券研究所

- **募集资金主要用于恒企教育在线教育平台建设项目和中大英才网销平台升级改造项目。**本次募集资金总额不超过5.30亿元，其中3.00亿元用于恒企教育在线教育平台建设项目，0.70亿元用于中大英才网销平台升级改造项目，剩余1.60亿募集资金用于补充流动资金。职业教育是最受政策支持的赛道之一，疫情影响下在线化能力备受重视，募投项目针对在线职业教育业务进行投入，有望提高运营效率与边际效益。
- **恒企教育在线教育平台建设项目**预计总投资金额为3.41亿元，使用募集资金投入3亿元，拟建设周期为3年。此项目主要在公司原有教育系统的基础上建设在线教育平台，具体包括在线营销系统、在线教学教务系统、内部管理评价系统、技术支撑系统、智能教室和双师教室等。公司全资子公司恒企教育作为财经会计培训领域的龙头企业，目前在全国26个省市、170个城市共建立接近400个校区网点，渠道资源丰富，产品涵盖财务会计上岗教育、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，以及持续学习的“第二课堂”课程。能够满足低端、中端、高端各类财务会计管理人员的培训与学习需求。公司可以利用现有的渠道优势和产品优势进行整合，实现线上线下协同发展，有望进一步提升市场占有率，同时提高抵抗风险能力。
- **中大英才网校平台升级改造项目**预计总投资金额为1.01亿元，使用募集资金投入0.7亿元，拟建设周期为3年。此项目通过智适应学习系统（AI）、超脑系统、多模态教学系统升级等核心技术，引入智慧课堂在线教学平台。中大英才自成立以来专注于在线职业培训平台建设，旗下中大网校平台已覆盖了财会财税、医药卫生、建筑工程、对外贸易、金融法律、外语学历等多个领域的在线教育培训，本次募投项目有望帮助精准定位客户学习程度，深度挖掘客户需求，智能推送学习内容，进而提升教学品质，同时中大英才在线课程产品以录播为主，近两年来正逐渐转向“录播+直播”结合的形式，本次非公开发行募投项目将引入录播/直播室、服务器、带宽等设备，建设先进的录播/直播间，丰富公司产品与服务的表现形式，有望提升公司的引流与营销能力。

图表 2：拟募投项目

序号	项目名称	预计总投资(亿元)	拟使用募集资金额(亿元)
1	恒企教育在线教育平台建设项目	3.41	3.00
2	中大英才网校平台升级改造项目	1.01	0.70
3	补充流动资金	1.60	1.60
合计		6.02	5.30

来源：公司公告，国金证券研究所

- **发行后实际控制人变更，江勇成为实际控制人。**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 7,810.56 万股股份，占公司股份总数的比例为 22.75%；江勇和其一致行动人江胜合计直接持有公司 3,734.49 万股股份，占公司股份总数的比例为 10.88%。2020 年 4 月 13 日江勇、江胜、赵君和中大瑞泽签署《一致行动协议》，以江勇意见为准。本次发行完成后，罗建文、罗旭东、罗华东三者合计直接持有 7,810.56 万股股份，占总股份的 18.40%；江勇、江胜、赵君和中大瑞泽合计持有 11,851.23 万股股份，占总股份的 27.92%。本次发行后，实际控制人变更，江勇成为公司的实际控制人。

图表 3：本次发行前主要股东持股情况

本次发行前			
主要股东	股数(万股)	股份占比	备注
罗建文	4,049.46	11.80%	实际控制人
罗旭东	2,674.80	7.79%	实际控制人
罗华东	1,086.30	3.16%	实际控制人
合计	7,810.56	22.75%	
江勇	3,300.56	9.61%	
江胜	433.93	1.26%	江勇一致行动人
合计	3,734.49	10.88%	
赵君	1,753.46	5.11%	
中大瑞泽	727.75	2.12%	赵君通过中大瑞泽间接持有公司股份
合计	2,481.21	7.23%	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：本次发行后主要股东持股情况

本次发行后			
主要股东	股数(万股)	股份占比	备注
罗建文、罗旭东、罗华东合计	7,810.56	18.40%	
江勇、江胜、赵君和中大瑞泽合计	11,851.23	27.92%	江勇、江胜、赵君和中大瑞泽签署《一致行动协议》

来源：公司公告，国金证券研究所

- **引入战略投资者，有望产生协同效应，开展业务合作。**公司拟引入战略投资者南京瑞森、瑞华投资和瑞华集团。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，可促进公司和高校之间的课程产品研究开发的合作，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。上市公司与战略投资者有望在公司治理、内生业务拓展、产品研发、技术升级、投资并购等各方面建

立合作关系，协同发展。公司与战略投资者签订战略合作协议，合作期限为三年，合作期满经协商一致可以延长，协议生效条件为上市公司董事会、股东大会审议批准本次非公开发行和本协议，上市公司本次非公开发行获得证监会的核准。

- **投资建议：**公司重要变化在于业务纯化，我们认为随着治理结构的改善，若募投完成实际控制人将变更，集中发力职教，经营有望向好。受到剥离原主业、成长业务拓展期间费用上升、商誉减值、疫情影响等多重因素影响，我们下调了盈利预测，19-21 年下调幅度分别为 1587%/161%/14%，预计 19-21 年归母净利润分别为-6.30/-1.25/+2.21 亿元，21 年 PE 估值为 14x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**增发尚需通过证监会批准，商誉减值风险，疫情影响，竞争加剧，政策风险，解禁风险（2020 年 4 月 2 日有 7324 万股解禁，占总股本 21.33%），质押风险（主要股东中江勇、罗华东质押比例高于 60%）等风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	341	981	1,454	1,424	1,649	1,804
增长率		187.7%	48.2%	-2.1%	15.8%	9.4%
主营业务成本	-198	-344	-434	-409	-651	-531
%销售收入	57.9%	35.0%	29.9%	28.7%	39.5%	29.5%
毛利	143	637	1,020	1,015	998	1,273
%销售收入	42.1%	65.0%	70.1%	71.3%	60.5%	70.5%
营业税金及附加	-6	-11	-15	-14	-16	-18
%销售收入	1.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-48	-170	-381	-557	-640	-501
%销售收入	14.0%	17.3%	26.2%	39.1%	38.8%	27.8%
管理费用	-81	-228	-387	-383	-435	-451
%销售收入	23.9%	23.2%	26.6%	26.9%	26.4%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	8	229	236	61	-94	302
%销售收入	2.3%	23.3%	16.2%	4.3%	n.a	16.8%
财务费用	1	-20	-49	-1	-8	-15
%销售收入	-0.3%	2.0%	3.3%	0.1%	0.5%	0.8%
资产减值损失	-17	-18	-55	-600	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	5	-40	-15	-15
%税前利润	n.a	1.7%	3.5%	n.a	n.a	n.a
营业利润	-8	209	155	-580	-117	273
营业利润率	n.a	21.3%	10.6%	n.a	n.a	15.1%
营业外收支	14	1	-14	-20	-15	0
税前利润	6	210	141	-600	-132	273
利润率	1.6%	21.4%	9.7%	n.a	n.a	15.1%
所得税	-2	-43	-36	-60	-13	-44
所得税率	30.4%	20.5%	25.4%	n.a	n.a	16.0%
净利润	4	167	105	-660	-145	229
少数股东损益	-2	7	7	-30	-20	8
归属于母公司的净利润	6	160	99	-630	-125	221
净利率	1.7%	16.3%	6.8%	n.a	n.a	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4	167	105	-660	-145	229
少数股东损益	-2	7	7	-30	-20	8
非现金支出	39	62	119	654	63	79
非经营收益	-7	23	6	66	44	38
营运资金变动	-2	76	48	15	78	-46
经营活动现金净流	33	329	278	76	40	300
资本开支	-34	-112	-153	-77	-133	-190
投资	-7	-478	-225	-1	0	0
其他	10	-16	4	-40	-15	-15
投资活动现金净流	-31	-606	-374	-118	-148	-205
股权募资	0	442	54	0	0	0
债权募资	20	86	-42	132	194	168
其他	-4	-66	-11	-23	-19	-28
筹资活动现金净流	16	462	1	108	174	139
现金净流量	18	185	-95	66	66	235

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	177	376	321	387	453	688
应收账款	288	400	372	407	471	515
存货	111	93	117	101	161	131
其他流动资产	15	156	181	180	210	195
流动资产	591	1,025	991	1,075	1,294	1,530
%总资产	61.3%	34.0%	33.0%	43.1%	46.7%	49.1%
长期投资	25	52	55	56	55	55
固定资产	275	314	325	329	375	476
%总资产	28.5%	10.4%	10.8%	13.2%	13.5%	15.3%
无形资产	53	1,601	1,610	1,009	1,020	1,029
非流动资产	373	1,991	2,017	1,420	1,476	1,586
%总资产	38.7%	66.0%	67.0%	56.9%	53.3%	50.9%
资产总计	964	3,016	3,008	2,496	2,770	3,116
短期借款	20	70	52	184	378	545
应付款项	147	668	562	597	783	749
其他流动负债	33	97	121	118	164	152
流动负债	200	835	735	899	1,324	1,446
长期贷款	0	36	12	12	12	12
其他长期负债	2	7	9	9	9	9
负债	202	878	756	920	1,345	1,467
普通股股东权益	756	2,110	2,204	1,557	1,427	1,642
少数股东权益	7	28	49	19	-1	7
负债股东权益合计	964	3,016	3,008	2,496	2,770	3,116

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.023	0.471	0.286	-1.824	-0.363	0.640
每股净资产	2.998	6.211	6.385	4.511	4.133	4.758
每股经营现金净流	0.132	0.968	0.804	0.219	0.117	0.870
每股股利	0.010	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015
回报率						
净资产收益率	0.78%	7.59%	4.47%	-40.43%	-8.77%	13.45%
总资产收益率	0.61%	5.31%	3.28%	-25.23%	-4.52%	7.09%
投入资本收益率	0.71%	8.11%	7.61%	3.80%	-5.70%	11.51%
增长率						
主营业务收入增长率	20.69%	187.67%	48.25%	-2.05%	15.80%	9.39%
EBIT增长率	56.67%	2763.89%	3.20%	-74.09%	-253.57%	#####
净利润增长率	55.31%	2617.09%	-38.41%	N/A	-80.12%	N/A
总资产增长率	3.58%	212.69%	-0.25%	-17.04%	11.01%	12.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	253.2	109.3	77.2	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	234.6	108.5	88.2	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	104.8	130.7	150.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	278.6	112.7	79.0	80.6	78.9	91.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.60%	-12.61%	-11.43%	-12.13%	-4.45%	-7.92%
EBIT利息保障倍数	-8.7	11.5	4.9	75.1	-11.8	20.5
资产负债率	20.92%	29.11%	25.12%	36.86%	48.55%	47.08%

来源：公司年报、国金证券研究所，注：利润表预测假设 19 年只剩下教育业务，资产负债表预测未包含该假设

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-21	买入	13.66	N/A
2	2018-08-19	买入	9.64	N/A
3	2018-10-28	买入	7.48	9.35~9.35
4	2019-03-14	买入	10.41	13.00~13.00
5	2019-04-09	买入	10.20	14.00~14.00
6	2019-04-25	买入	11.22	14.00~14.00
7	2019-04-29	买入	11.50	14.00~14.00
8	2019-09-26	买入	13.19	14.00~14.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH