

**科斯伍德(300192)/教育**
**现金收购龙门教育, 转战 K12 教培**
**评级: 增持(首次)**

市场价格: 15.26

目标价格: 17.30

分析师: 鞠兴海

执业证书编号: S0740516120001

电话: 021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

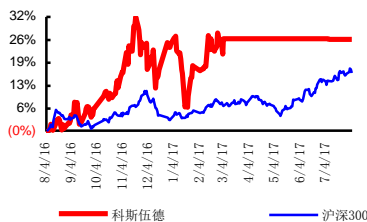
分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	243
流通股本(百万股)	174
市价(元)	15.26
市值(百万元)	3,701
流通市值(百万元)	2,662

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	495	490	932	1092	1265
增长率 yoy%	-5.0	-1.1	90.4	17.2	15.8
净利润	35	36	81	96	110
增长率 yoy%	-12.2	3.7	123.7	18.8	15.0
每股收益(元)	0.14	0.15	0.33	0.39	0.45
每股现金流量	0.04	0.12	0.79	0.71	0.88
净资产收益率	5.1	5.1	10.5	10.7	10.4
P/E	107	103	46	39	34
PEG	-9	28	0	2	2
P/B	5.5	5.3	4.8	4.4	4.0

备注: 股价使用停牌前收盘价。龙门教育并表时间具有不确定性, 净利润使用备考净利润(假设全年并表)。

**投资要点**

- **胶印油墨生产销售商, 收购地方性 K12 教培龙头。**公司以胶印油墨的研发、生产与销售为主营业务, 产品以单张纸胶印油墨为主, 主要运用于商务和包装印刷等领域。2017年7月、9月公告拟分两次以总计7.69亿元现金收购龙门教育50.53%股权。利润补偿责任人承诺龙门教育2017/18/19年归母净利润不低于1.0/1.3/1.6亿元, 交易价格对应2017年承诺净利润15.2x。
- **龙门教育定位中西部、中等生、中高考, 实现差异化竞争。**6个全封闭校区及62个K12课外培训校区, 除了北京、苏州外, 均分布在中西部; 以中等生为目标客群, 全封闭管理, 令学习效果与教学水平相关度加强; 教学聚焦中高考, 只提供初三、高一、高二、高三的培训(高考改革将高考延伸至高一、高二)。龙门全封闭培训的学生中高考升学优异, 提高品牌美誉度。K12课外培训业务同样定位中等生, 为全封闭业务打开流量入口。
- **K12 课外辅导行业: 市场空间大&集中度低, 全封闭模式兼顾学习效果&盈利能力。**根据教育十三五规划, 2020年K12学生数将达到1.91亿元, 假设参配率65%、ARPU值5000元, 预计2020年K12课外培训市场规模将达到6200亿元。从竞争格局看, 市场集中度低, CR3<5%。从教学模式角度可分为一对一&班课&全封闭: 从教学效果看, 班课<一对一<全封闭, 全封闭模式对学生进行全方位的管理, 令学习效果与教学相关度提升; 从盈利能力看, 全封闭>班课>一对一, 班课具有明显的规模效应, 全封闭在班课的基础上, 还衍生出住宿、餐饮、购物等一系列需求。
- **投资建议:**公司现金收购龙门教育50.53%股权, 切入K12教培。龙门教育定位中西部、中等生、中高考, 与多数机构差异化竞争, 全封闭参培学生中高考升学情况良好, 品牌优势逐步彰显, 拓展课外培训打开流量入口。预计2017/18/19年备考净利润0.81/0.96/1.10亿元, 其中油墨业务贡献净利润0.30/0.29/0.28亿元, 教育业务备考净利润0.50/0.67/0.82亿元。停牌前股价15.28元对应估值46x/39x/34x, 首次评级给予目标价17.30元, 给予增持评级。
- **风险提示:**(1) 龙门教育下属6家公司制主体经营范围描述中存在(不含教育培训)等类似表示; 部分办学场所尚未取得消防合规证明。(2) 龙门教育全封闭补习培训的学生人数、学费增速不达预期; K12课外培训教学中心开设速度、报名人数增长不达预期, 从而造成收入增长和盈利能力提升不及预期。(3) 油墨的销售量和销售价格大幅下滑。

## 内容目录

<b>公司介绍：胶印油墨生产销售商，收购地方性 K12 教培龙头</b> .....	<b>- 3 -</b>
股权结构：实际控制人持股比例较高 .....	- 3 -
<b>油墨业务：定位行业高端需求，近年业绩承压</b> .....	<b>- 4 -</b>
国内印刷业增速下滑，油墨出口量增速放缓 .....	- 4 -
财务分析：油墨业绩承压，量价小幅下滑 .....	- 5 -
<b>拟收购龙门教育，切入 K12 教培</b> .....	<b>- 7 -</b>
业务分析：全封闭补习+课外培训+软件销售，三大业务板块相辅相成 .....	- 8 -
竞争优势：定位中西部+中等生+中高考，品牌优势显著 .....	- 9 -
财务分析：收入高增长，业务拓展至毛利率下滑 .....	- 10 -
<b>K12 课外辅导行业：全封闭模式兼顾学习效果&amp;盈利能力</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>盈利预测及投资建议</b> .....	<b>- 13 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 14 -</b>

## 公司介绍：胶印油墨生产销售商，收购地方性 K12 教培龙头

- 公司是由苏州科斯伍德油墨有限公司整体变更设立的股份有限公司，主营业务是印刷胶印油墨的研发、生产与销售，以“东吴牌”和“Kingswood”为品牌，产品被广泛运用于食品、电子、化妆品、化工等多个行业的众多终端客户群体。公司已在全国最主要印刷业聚集地建立了稳定的经销商网络，并通过 OEM 和经销商形式将产品销往了全球 80 多个国家（地区）。

图表 1：公司油墨品牌



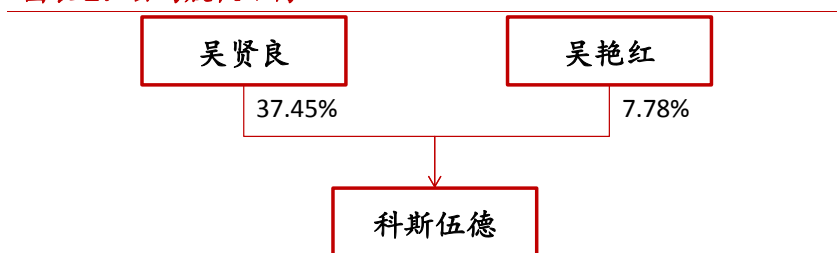
来源：公司官网，中泰证券研究所

- **现金收购龙门教育，转型 K12 教培。**2017 年 7 月，公告拟以支付现金的方式收购龙门教育 49.22% 股权，交易价格为 7.49 亿元；龙门教育股东翊占信息、丁文波、方锐铭将其 2.629% 股权对应的表决权委托上市公司行使。2017 年 9 月，公告拟以 1917.6 万元继续收购龙门教育 1.31% 股权，交易完成后，公司总计持有龙门教育 50.53% 的股权及 51.85% 的表决权。龙门教育于 2016 年 8 月在新三板挂牌，属于 K12 教培领域，以向初中、高中阶段学生提供全封闭中高考补习培训、K12 课外培训以及教学辅助软件销售为主营业务。

### 股权结构：实际控制人持股比例较高

- **实际控制人持股比例较高。**吴艳红、吴贤良系姐弟关系，是一致行动人，为公司控股股东、实际控制人，合计持有公司 45.23% 股权。

**图表 2：公司股权结构**

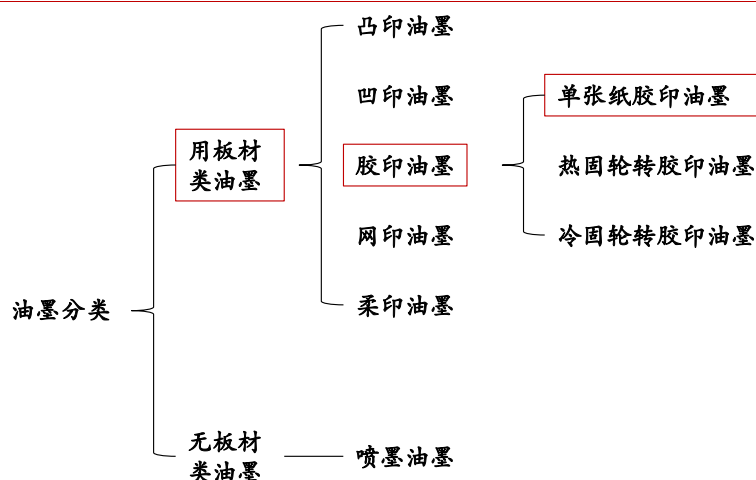


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 油墨业务：定位行业高端需求，近年业绩承压

- 公司以胶印油墨的研发、生产与销售为主营业务，胶印油墨产品从性能上可进一步细分为快干亮光、高光泽和高耐磨三大系列。(1) 快干亮光型胶印油墨固着速度出色（3分钟左右，快于同行业平均），印刷过程中纸上干燥快、印刷机器上不结皮（未使用状态下 2-3 天不结皮），用于各类纸张印刷，如铜版纸、卡纸、胶板纸等。(2) 高光泽型胶印油墨高光泽型胶印油墨光泽更高（80%以上、远高于标准要求的 55%）、色彩更加鲜艳饱满，更适用于高级铜版纸印刷高档印刷品。(3) 高耐磨型胶印油墨加快了油墨爽干性，使印品具有较高的耐磨性，产品特别适用于哑粉纸的印刷。
- 属于单张纸胶印油墨细分领域，定位高端需求。公司产品以单张纸胶印油墨为主，主要运用于商务和包装印刷等领域。印刷方式决定油墨的使用，用版材印刷是印刷业的主流形式，用板材印刷中的胶版印刷运用范围广泛，从相对低端的报纸、书刊印刷到相对高端的商务印刷、包装印刷都可采用。胶印油墨在整个油墨市场中需求量最大，2015 年约占印刷油墨总产量 42%，其中单张纸胶印油墨需求属于市场高端需求。

**图表 3：公司油墨业务细分领域**

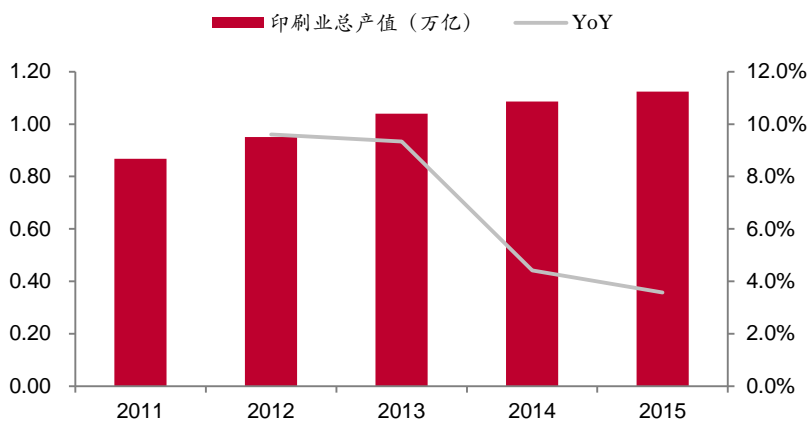


来源：公司公告，中泰证券研究所

国内印刷业增速下滑，油墨出口量增速放缓

- **我国印刷业增速下滑。**油墨是印刷器材的一部分，油墨需求与印刷行业整体发展息息相关。受到国内经济形势的影响，从2014年开始我国印刷业总产值增速下滑。2015年我国印刷业总产值1.12万亿，增速仅为3.6%。

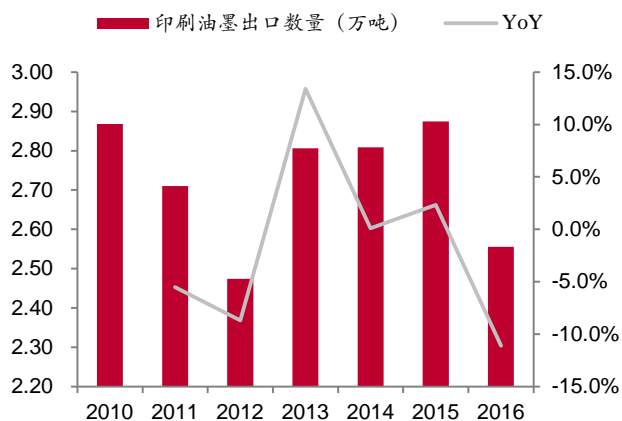
**图表 4：我国印刷业总产值及增速**



来源：国家新闻出版广电总局，中泰证券研究所

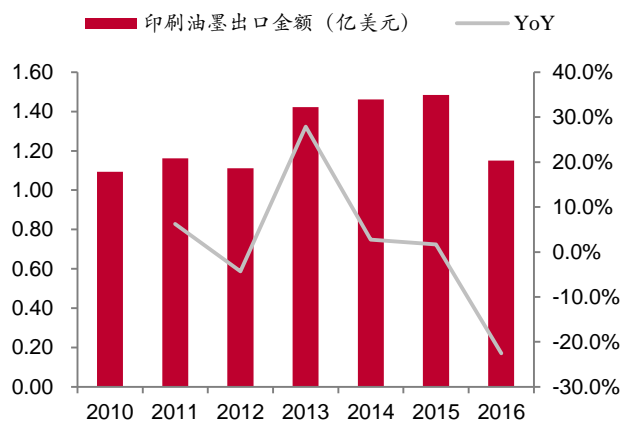
- **我国印刷油墨成为净出口国，但出口量放缓甚至下滑。**我国油墨行业自主生产能力提升，从2012年开始我国印刷油墨出口数量连续5年超过进口数量，我国已经由油墨净进口国变为净出口国。然而近三年印刷油墨出口数量和金额出现放缓、甚至下滑的趋势，2016年印刷油墨出口数量2.56万吨，同减11.1%；出口金额1.15亿美元，同减22.5%。

**图表 5：我国印刷油墨出口数量及增速**



来源：印刷工业，中泰证券研究所

**图表 6：我国印刷油墨出口金额及增速**



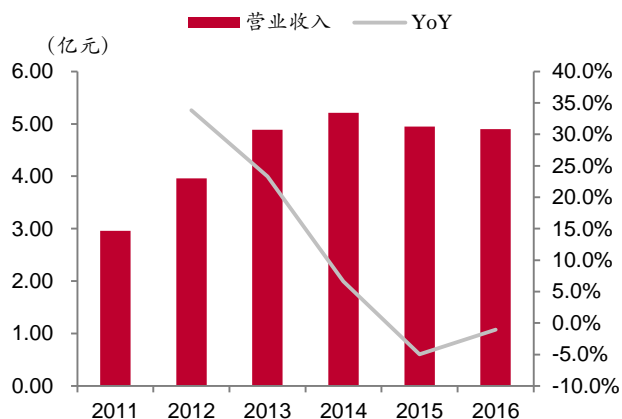
来源：印刷工业，中泰证券研究所

### 财务分析：油墨业绩承压，量价小幅下滑

- **从2015年开始营业收入下滑。**受到国内宏观经济放缓及油墨出口的影响，公司收入增速从2014年开始放缓，2015年开始同比减少。2016年营业收入4.90亿元，同减1.1%。从量、价看，公司油墨及类似产品

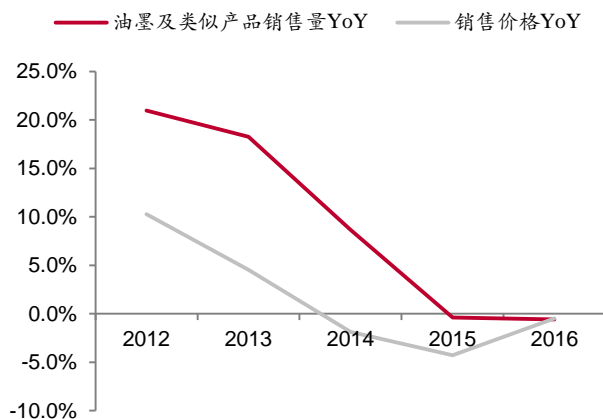
的销售量从 2015 年开始同比小幅下滑，销售价格从 2014 年开始同比小幅下滑。

图表 7：公司营业收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

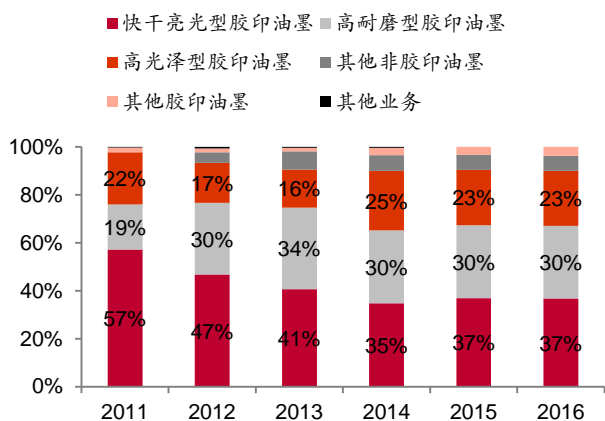
图表 8：公司油墨及类似产品销售量及销售价格增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

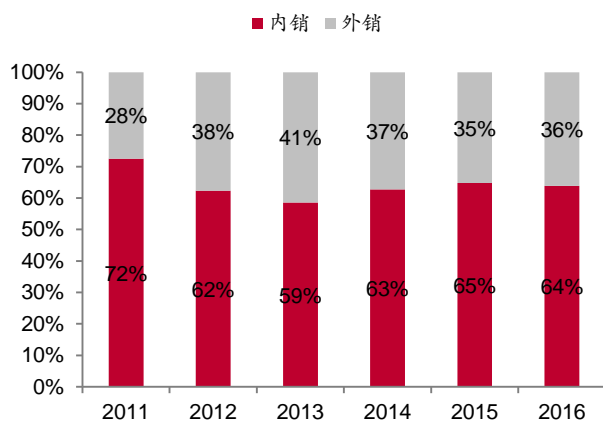
- 三大系列胶印油墨收入占比均衡，外销占比约三分之一。近三年公司三大系列胶印油墨收入贡献稳定，其中快干亮光型收入贡献 35-37%、高耐磨型收入贡献 30%左右，高光泽型收入贡献 23-25%。公司超过三分之一的收入来源于外销。

图表 9：营业收入按产品类型拆分



来源：公司公告，中泰证券研究所

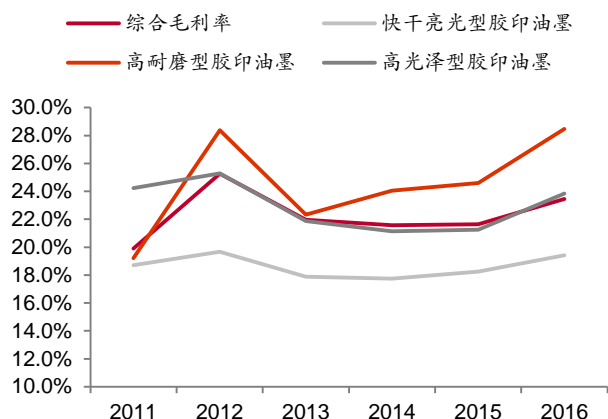
图表 10：内销、外销收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

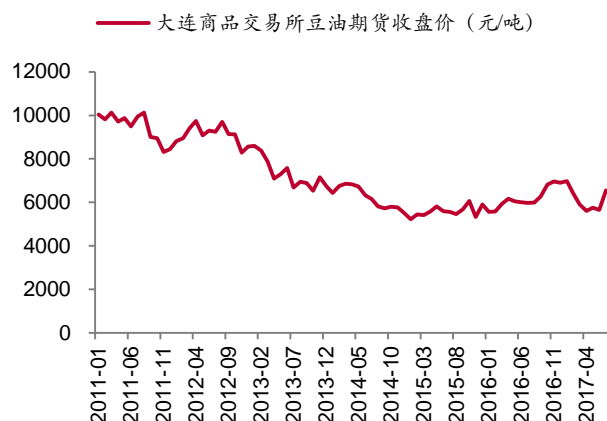
- 原材料价格下降带来毛利率小幅提升。从目前胶印油墨中使用的豆油在大连商品交易所期货收盘价来看，原材料价格的逐步下降提升油墨行业公司的盈利能力。从 2015 年开始，公司三大系列胶印油墨产品及综合毛利率呈上升趋势，2016 年综合毛利率 23.5%，同增 1.8pct。

图表 11: 公司分业务及综合毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

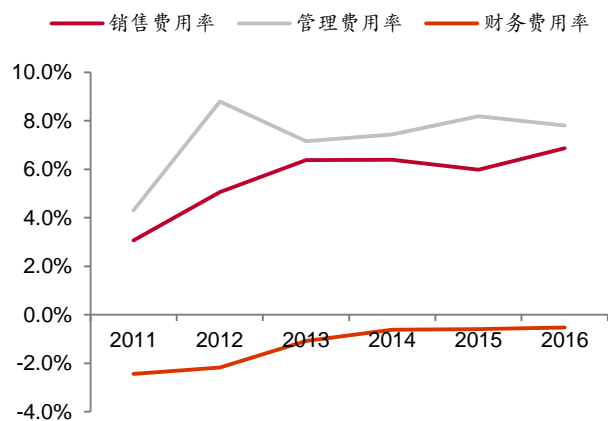
图表 12: 大连商品交易所豆油期货收盘价



来源: Wind, 中泰证券研究所

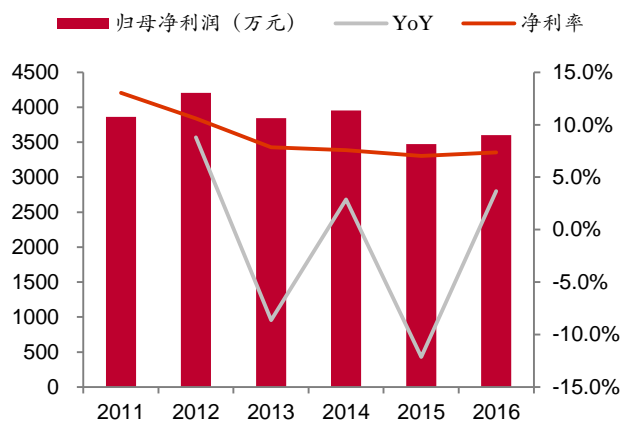
- **期间费用率略有提升。**2012-2016 年公司期间费用率总体来看小幅提升, 2016 年销售费用率同增 0.9pct 至 6.9%, 管理费用率同减 0.4pct 至 7.8%, 利息收入减少令财务费用率同增 0.1pct 至 -0.5%。
- **业绩增长乏力, 净利率 7-8%。**公司收入增速放缓甚至下滑, 原材料价格下降令毛利率略有提升, 但同时期间费用率也呈上升趋势, 公司净利率在 7-8% 波动。2016 年公司归母净利润 3600 万元, 同增 3.7%。

图表 13: 公司期间费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 公司归母净利润及净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 拟收购龙门教育, 切入 K12 教培

- 2017 年 7 月, 公司公告拟以支付现金的方式收购龙门教育 49.22% 的股权, 其中利润补偿责任人转让股份的对价为 11.95 元/股, 其他转让方转让股份的对价为 11.28 元/股, 龙门教育 49.22% 的股权交易价格为 7.49 亿元。2017 年 9 月, 公告拟以 1917.6 万元继续收购龙门教育 1.31% 的股权, 转让价格 11.28 元/股。交易完成后, 公司总计持有龙门教育 50.53% 股权及 51.85% 的表决权。

- 此次交易前，马良铭和明昊通过签订《一致行动协议》，合计持有龙门教育 60.74% 股权，为公司共同实际控制人和控股股东。此次交易马良铭向科斯伍德转让 9.11% 股权、转让后持股比例 27.33%，明昊转让 16.20% 股权、转让后持股比例 8.10%。

**图表 15：原前十大股东此次交易股权转让情况**

原前十股东	原持股比例 (%)	转让比例 (%)	转让后持股比例 (%)	利润补偿责任人
马良铭	36.4	9.11	27.33	是
明昊	24.30	16.20	8.10	是
董兵	8.1	2.02	6.08	是
方锐铭	3.24	2.16	1.08	是
马良彩	3.16	0.79	2.37	是
丁文波	2.43	1.61	0.82	是
徐颖	1.62	0.40	1.22	是
孙淑凡	1.08	1.08	0.00	否
谢闻九	0.76	0.76	0.00	否
田珊珊	0.24	0.16	0.0	是

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 业务分析：全封闭补习+课外培训+软件销售，三大业务板块相辅相成

- 龙门教育 2016 年 8 月新三板挂牌，以向初中、高中阶段学生提供全封闭中高考补习培训、K12 课外培训以及教学辅助软件销售为主营业务，聚焦中高考升学培训细分市场，是集教育培训、产品研发、教学研究于一体的综合教育服务机构。龙门教育以封闭式中、高考培训为特色，业务集中在西安地区；2016 年拓展 K12 课外培训，已在 12 个城市开设 62 个校区。
- **全封闭中、高考补习培训：“5+”模式定位中等生。**龙门教育的封闭式中、高考培训于当地单位以分成的模式（一部分学生的学费作为合作方收取的合作办学费用）合作办学，当地单位提供校区（包含教学楼、住宿楼、食堂等配套设施），龙门教育提供品牌、师资、教学等全方位的服务，并派驻核心管理团队，全面负责招生、运营、日常教学管理、人事招聘等工作。封闭式中、高考培训定位中等生，以“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的“5+”教育模式帮助学生提高学习成绩。全封闭培训在西安共有 5 个校区，其中华美校区、咸宁东路校区和长安南路校区学生数量较多，17 年 1 月新拓展武汉校区。
- **K12 课外培训：全国化&流量入口。**在北京、武汉、合肥、长沙等 12 个城市拥有 62 个校区，教学模式是一对多和小班，目标客群是初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生。龙门教育在 2016 年新增 K12 培训业务，不仅走出西安、辐射全国，而且为全封闭 VIP 校区开设流量入口。
- **教学辅助软件研发与销售：**子公司深圳跃龙门主要向教育机构提供信息技术软件服务和开发，为学校、培训机构、学生和家長等教育消费环节



提供专业的业务咨询、软件设计、软件开发、软件测试和软件维护。目前主要产品包括跃龙门移动教育平台软件 V1.0（中高考知识点挖掘机版、龙门精讲版）、跃龙门交互式教学系统、龙门单词突击·集训赢、培训管理系统。

**图表 16：龙门教育教学辅助软件主要产品及用途**

软件服务及产品	产品用途
中高考知识点挖掘机版	供学生在完成面授培训的同时，对所学知识点进行梳理，定位学习中的问题，并对所学内容进行测验考评
龙门精讲版	特邀重点学校一线特、高级教师以及部分中高考命题组专家，按照最新中高考大纲，针对学生在复习备考中常见的知识盲点、误区、易错点、障碍点进行讲解，帮学生全面梳理考点，强化训练考能
跃龙门交互式教学系统	为培训机构、学校日常教学提供教研体系和教学技术支持，为学生提供自主学习平台
龙门单词突击·集训赢	大学、中小学学生进行快速单词记忆
培训管理系统	对学员咨询、报名、收费、发听课证、发放教材、分班、考证报名、导入成绩、合格证书分发、奖金发放等所有功能实现信息化管理

来源：公司公告，中泰证券研究所

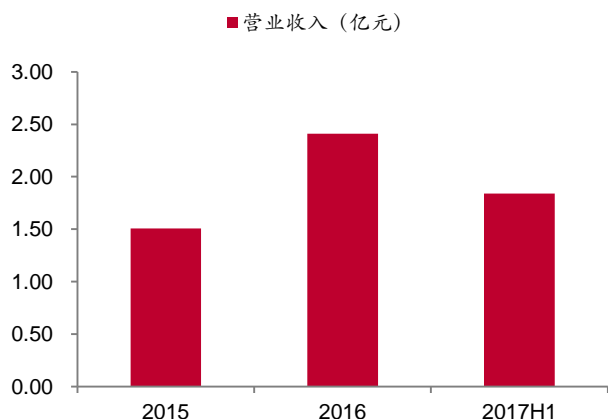
### 竞争优势：定位中西部+中等生+中高考，品牌优势显著

- 定位中西部、中等生、中高考，实现差异化竞争。**从校区分布上看，多数机构优先布局东部一二线城市，而龙门的全封闭及 K12 课外培训校区除了北京、苏州外，均分布在中西部。从目标客群看，多数机构定位“培优”，龙门的目标客群主要是中等生。从教学内容看，多数机构提供 K12 所有年级的课程，而龙门全封闭培训只提供初三、高一、高二、高三的课程（高考改革将高考延伸至高一、高二）。
- 全封闭培训令学习效果与教学水平相关度加强。**传统 K12 培训课程的时长为几个小时，影响学生学习效果的因素不仅包括教学水平，还包括学生课余时间的自习效率。龙门提供的全封闭课程充分利用学生课余时间，提高学生对知识的吸收效率和效果，在考试提分层面具有优势。同时，“强调管理”的模式弱化了师资、教研难以标准化对于全国扩张的阻碍，为龙门的业务拓展奠定基础。
- 为全封闭培训打开流量入口。**龙门从 2016 年开始在全封闭培训的基础上拓展 K12 课外培训业务，同样定位中等生，为全封闭 VIP 校区打开流量入口，或为全封闭培训从西安走向全国提前做好生源储备。“教育合伙人”模式也利于迅速拓展西安以外地区的业务、整合教育资源。
- 教学成果显著，具有品牌优势。**龙门的客群一般是中等生，但经过封闭式培训中高考成绩提高，2016 年高三重点班一本上线率 53%、二本上线率 94%，中考部上线率 92%。学生的提分及中高考升学情况将不断形成客户口碑，提升龙门的品牌美誉度。

财务分析：收入高增长，业务拓展至毛利率下滑

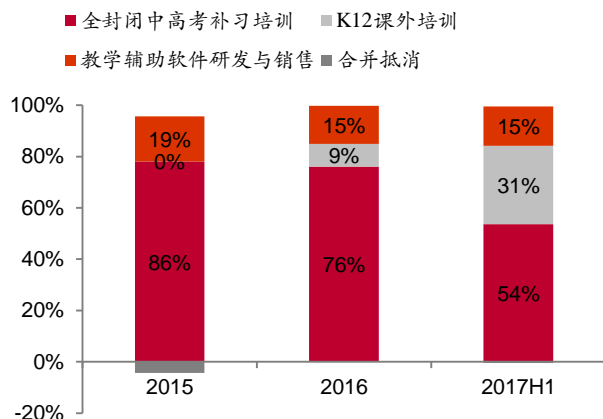
- 营业收入高增长，全封闭培训为主要收入来源。2016 年龙门收入 2.41 亿元，同增 60.1%，其中全封闭中高考补习培训贡献收入约 76%，新增业务 K12 课外培训贡献收入约 9%。随着 K12 课外培训业务的全面铺开，2017H1 收入占比已达到 31%。

图表 17：龙门教育营业收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

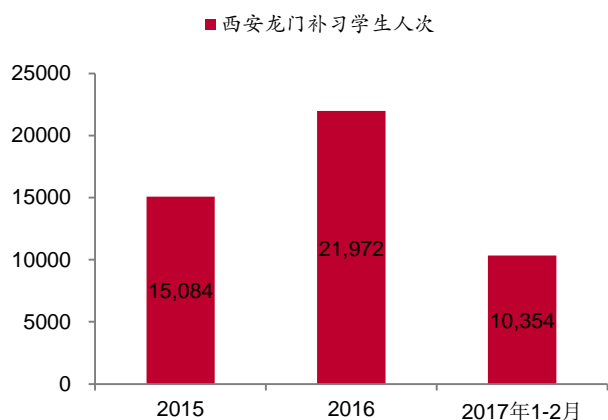
图表 18：龙门教育主营业务收入按业务类型拆分



来源：公司公告，中泰证券研究所

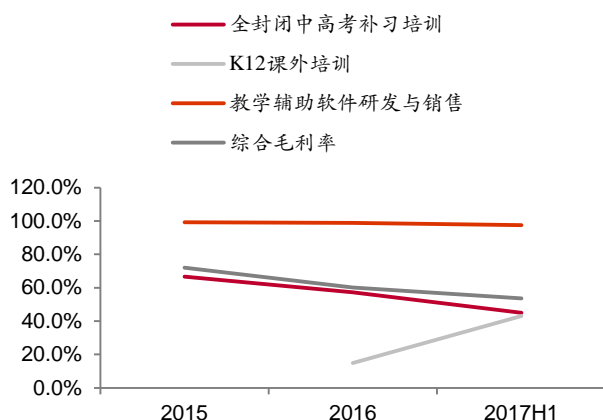
- 学生人数增长是全封闭中高考补习培训收入增长的主要引擎。2016 年龙门主要的收入来源全封闭培训收入同增 43.9% 至 1.85 亿元。全封闭培训人次达到 2.20 万人次，同增 45.7%，由此可见全封闭培训收入的增长主要依赖于学生人数的增长。
- 毛利率下滑。2016 年龙门毛利率 60.2%，同减 11.9pct。其中全封闭培训毛利率同减 9.5pct 至 57.2%，主要原因是全封闭培训专职教师同增 51.3% 至 826 人、人工成本增速高于收入增速所致；K12 课外培训毛利率同增 14.9pct 至 31.6%，主要是招生人数增加带来规模效应提升所致。

图表 19：龙门教育补习学生人次



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20：龙门教育分业务及综合毛利率



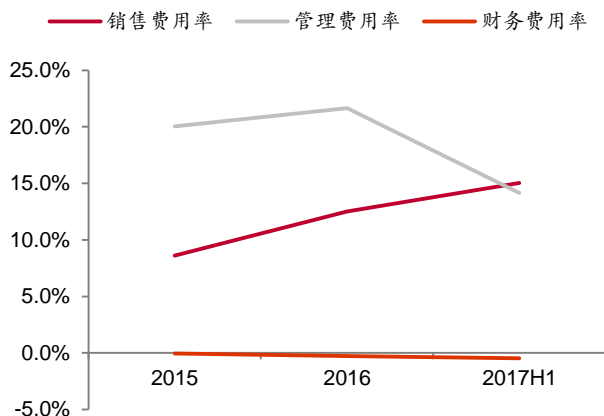
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 期间费用率提高。2016 年龙门销售费用率同增 3.9pct 至 12.5%，主要

是 K12 课外培训、高一高二业务拓展带来销售人员增加所致；管理费用率同增 1.6pct 至 21.7%，主要是行政管理人員增加所致。

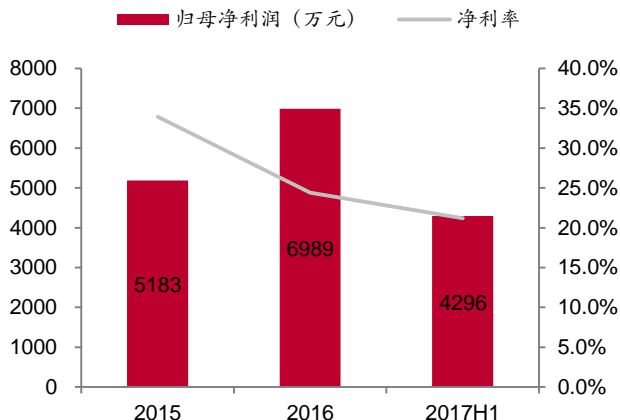
- **业务拓展致净利率下滑。**龙门在 2016 年拓展的 K12 课外培训业务尚在培育期，拉低整体盈利能力。2016 年实现归母净利润 6989 万元，同增 34.8%，净利率 24.4%，同减 9.5pct。

图表 21：龙门教育期间费用率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：龙门教育归母净利润及净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **收购估值 15.2x。**根据龙门教育的业绩承诺，2017/18/19 年归母净利润（扣除非经常性损益前后孰低）不低于 1.0/1.3/1.6 亿元，若按恰好完成业绩承诺计算，增速将不低于 43.1%/30.0%/23.1%。龙门教育 50.53% 的股权交易价格为 7.69 亿元，对应 2017 年承诺净利润 15.2x，估值合理。

图表 23：龙门教育承诺净利润

	实现		承诺		
	2015	2016	2017	2018	2019
归母净利润 (万元)	5183	6989	10000	13000	16000
YoY		34.8%	43.1%	30.0%	23.1%

来源：中泰证券研究所

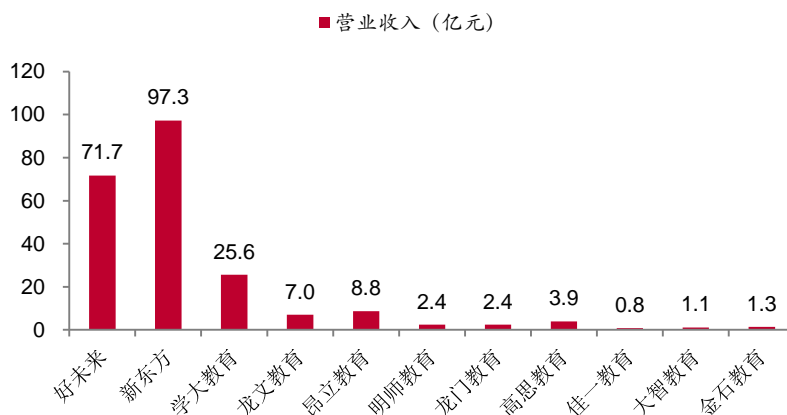
## K12 课外辅导行业：全封闭模式兼顾学习效果&盈利能力

- **预计 2020 年市场规模将超过 6000 亿元。**根据教育十三五规划，2020 年 K12 学生数将达到 1.91 亿元，假设参配率 65%、ARPU 值 5000 元，预计 2020 年 K12 课外培训市场规模将达到 6200 亿元，CAGR 将达到 15%。
- **K12 课外辅导市场集中度较低，CR3<5%。**K12 课外辅导市场的供给除了全国性、地方性培训机构外，还有单个教师开办的辅导班等，市场集中度较低。根据好未来上市时提供的数据，2009 年其在全国市场份额为 0.26%，根据其营业收入反推 2009 年 K12 课外辅导的市场规模约为 144 亿美元，假设行业 20% 的 CAGR，估计 2016 年市场规模约 516 亿美元

(约合 3500 亿元)，新东方的市场份额约为 1.4%，好未来的市场份额约为 1.2%，学大教育的市场份额约为 0.7%，CR3<5%。

- **K12 教培按收入规模可以分为三个梯队：**第一梯队（30 亿收入以上）是全国性布局的龙头，如好未来、新东方；第二梯队（5-30 亿收入）以其他全国性机构和区域性龙头为主，如学大教育、精锐教育、龙文教育、卓越教育、昂立教育；第三梯队（5 亿收入以下）以区域性机构为主，如高思教育、明师教育、龙门教育、佳一教育。

**图表 24：K12 教培的营业收入规模**



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：好未来 2017 财年数据，新东方 2016 财年数据，龙文教育、明师教育 2015 年数据，其他 2016 年数据；好未来、新东方数据使用历史汇率换算。

- **K12 课外辅导的三个区分维度：**（1）**教学模式层面，一对一&班课&全封闭：**班课标准化程度较高，一对一个性化程度较高，满足极好或极差学生的需求，目前的趋势是融合，而全封闭模式对学生进行全方位的管理，令学习效果与教学相关度提升；（2）**扩张范围层面，全国性&区域性：**区域性机构在教学内容把握、师资招聘等方面具有地缘优势，但扩张面临瓶颈，越来越多区域性机构走向全国；（3）**扩张模式层面，To C&To B+ To C：**以 To B+To C 模式扩张的机构通常以某个省市为大本营开设教学网点、深耕教研、具有区域性品牌优势，以向其他机构输出优质教研体系、而非开设教学网点的形式实现全国扩张。
- **从毛利率的角度看盈利能力：**（1）**以教学模式区分，全封闭>班课>一对一：**班课具有明显的规模效应，全封闭在班课的基础上，还衍生出住宿、餐饮、购物等一系列需求；（2）**以扩张模式区分，To B+ To C>To C：**以轻资产的模式向其他机构输出教学体系，节省租金、人工等成本，具有较高的毛利率。

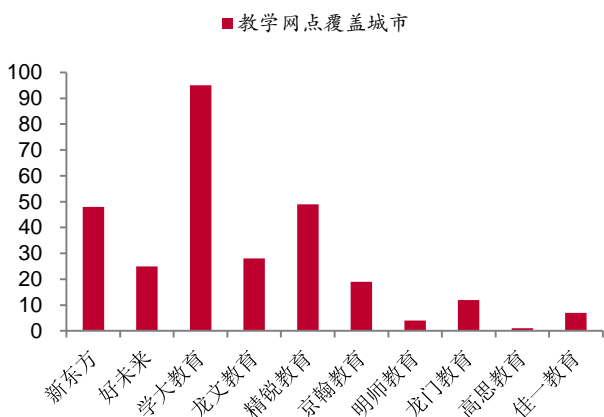
图表 25: K12 教培按照教学模式和扩张模式的区分



来源: 中泰证券研究所

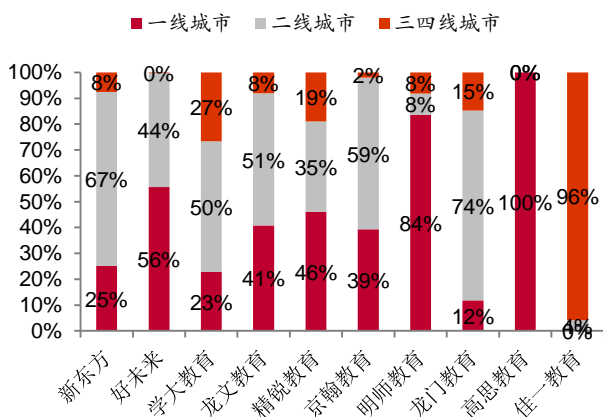
- 扩张的现状: 全国性&区域性机构并存, 一线城市竞争加剧。新东方、好未来、学大教育等全国性机构在一线城市和多数二线城市的布局已基本完成, 其中好未来在一二线城市占比最高, 新东方在二线城市布局广泛, 学大教育的一对一模式对师资和教研依赖程度较低、三四线城市占比较高。区域性机构的布局与大本营所在省市相关。

图表 26: K12 教培教学网点覆盖城市数量



来源: 公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所

图表 27: K12 教培教学网点覆盖城市类型占比



来源: 公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所

### 盈利预测及投资建议

- 油墨业务收入及毛利率: 受到国内宏观经济及出口的影响, 油墨业务收入从 2015 年开始连续两年下滑。根据 2017H1 业绩预告, 公司面临销

售下滑和原材料涨价的双重压力。预计油墨业务收入将持续小幅下滑、毛利率略有降低，2017/18/19 年油墨收入 4.82/4.78/4.73 亿元，同减 1.5%/1.0%/1.0%；毛利率 22.26%/22.06%/21.86%。

- **教育业务收入及毛利率：**龙门教育从 2016 年开始拓展 K12 课外培训业务，随着教学中心的铺设以及使用率的提升，收入将实现翻倍式增长；全封闭中高考补习培训在西安具有品牌优势，学生人数的提升将带动收入增长。预计 2017/18/19 年龙门教育收入 4.50/6.15/7.92 亿元，同增 86.5%/36.7%/28.8%。K12 课外培训业务毛利率低于全封闭补习培训，而收入贡献将不断提升，收入结构的调整将带来毛利率的降低，预计 2017/18/19 年龙门教育毛利率 56.46%/55.20%/54.21%。
- **净利润：**综合考虑油墨业务及龙门教育并表，预计 2017/18/19 年备考净利润 0.81/0.96/1.10 亿元，其中油墨业务贡献净利润 0.30/0.29/0.28 亿元，教育业务备考净利润 0.50/0.67/0.82 亿元。对应 EPS0.33/0.39/0.45 元。
- **可比上市公司估值：**公司拟收购的龙门教育属于 K12 教培，与新南洋旗下昂立教育、勤上股份旗下龙文教育在同一个细分领域，新南洋目前股价对应 2017 年估值约 64x，勤上股份股价对应 2017 年估值约 45x。公司和两个可比上市公司都包含非教育业务，教育业务收入占比差异较大，因此估值不具有可比性。

**图表 28：可比上市公司估值**

公司名称	股价	EPS				PE			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
新南洋	22.06	0.64	0.33	0.40	0.45	34	67	55	49
勤上股份	8.14	(0.43)	0.18	0.23	0.16		45	35	51
平均						34	56	45	50

来源：Wind，中泰证券研究所

注：新南洋 EPS 预测来自中泰证券研究所、勤上股份 EPS 预测来自 Wind 一致预期。股价使用 2017 年 9 月 25 日收盘价。

- **投资建议：**公司现金收购龙门教育 50.53% 股权，切入 K12 教培。龙门教育定位中西部、中等生、中高考，与多数机构差异化竞争，全封闭参培学生中高考升学情况良好，品牌优势逐步彰显，拓展课外培训打开流量入口。停牌前股价 15.28 元对应估值 46x/39x/34x，首次评级给予目标价 17.30 元，给予增持评级。

## 风险提示

- 龙门教育下属 6 家公司制主体经营范围描述中存在（不含教育培训）等类似表示；部分办学场所尚未取得消防合规证明。
- 龙门教育全封闭补习培训的学生人数、学费增速不达预期；K12 课外培训教学中心开设速度、报名人数增长不达预期，从而造成收入增长和盈利能力提升不及预期。
- 油墨的销售量和销售价格大幅下滑。

图表 29: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	495	490	932	1,092	1,265	货币资金	161	181	373	546	759
营业成本	388	375	571	648	732	存货	67	65	61	63	64
毛利率	21.63%	23.46%	38.76%	40.71%	42.12%	应收账款	131	136	123	121	114
营业税金及附加	2	5	8	10	12	其他流动资产	102	85	146	159	172
营业费用	30	34	103	125	147	流动资产	461	467	703	890	1,110
营业费用率	5.98%	6.86%	11.03%	11.45%	11.65%	固定资产	307	300	297	292	287
管理费用	41	38	104	121	142	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	8.18%	7.80%	11.11%	11.10%	11.20%	无形资产	29	29	29	29	29
财务费用	-3	-3	-2	-2	-4	其他长期资产	6	13	13	9	7
财务费用率	-0.59%	-0.53%	-0.19%	-0.22%	-0.32%	非流动资产	342	342	338	329	323
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	803	809	1,041	1,219	1,432
营业利润	37	40	148	191	236	短期借款	0	0	46	50	54
营业利润率	7.43%	8.08%	15.90%	17.46%	18.69%	应付账款	84	82	125	141	160
营业外收入	4	4	3	3	3	其他流动负债	40	19	48	60	77
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	124	101	218	251	290
利润总额	41	44	151	193	239	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	6	8	21	29	44	其他长期负债	0	1	1	2	2
所得税率	14.74%	17.84%	14.13%	15.15%	18.35%	非流动性负债	0	1	1	2	2
少数股东损益	0	0	50	68	85	负债合计	124	101	219	252	292
归属于母公司股东的净利润	35	36	81	96	110	股本	243	243	243	243	243
净利率	7.01%	7.35%	8.64%	8.76%	8.69%	资本公积	201	201	201	201	201
每股收益(元)(摊薄)	0.14	0.15	0.33	0.39	0.45	股东权益合计	679	708	822	967	1,140
						少数股东权益	0	3	53	121	206
						负债股东权益总计	803	809	1,041	1,219	1,432
						比率分析					
							2015	2016	2017F	2018F	2019F
						增长率(%)					
						营业收入	-5.0	-1.1	90.4	17.2	15.8
						营业利润	-6.5	7.5	274.7	28.7	23.9
						净利润	-12.2	3.7	123.7	18.8	15.0
						利润率(%)					
						毛利率	21.6	23.5	38.8	40.7	42.1
						EBIT Margin	7.0	7.9	15.7	17.2	18.3
						EBITDA Margin	12.1	14.3	16.2	17.7	18.7
						净利率	7.0	7.4	8.6	8.8	8.7
						回报率(%)					
						净资产收益率	5.1	5.1	10.5	10.7	10.4
						总资产收益率	4.3	4.5	9.0	9.2	9.5
						其他(%)					
						资产负债率	15.5	12.5	21.1	20.7	20.4
						所得税率	14.7	17.8	14.1	15.1	18.4
						股利支付率	0.0	0.0	12.4	11.7	11.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。