

科斯伍德 (300192) / 教育
收购龙门剩余股权事项顺利过会
评级: 买入(维持)

分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

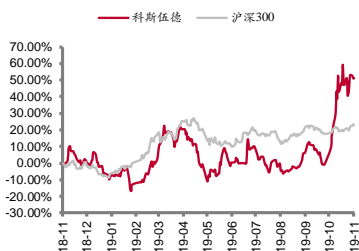
分析师: 吴张爽

执业证书编号: S0740519070005

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	243
流通股本(百万股)	172
市价(元)	14.04
市值(百万元)	3412
流通市值(百万元)	2415

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 三季报点评: 龙门业绩高增长
- 2 收购方案落地, 教育主业凸显
- 3 龙门符合预期, 法国子公司清算有助业务聚焦
- 4 收购龙门剩余股权“一小步”, 聚焦教育“一大步”
- 5 龙门教育 Q3 利润增速超 30%
- 6 收购龙门剩余股权“一小步”, 聚焦教育“一大步”
- 7 龙门教育略超预期, 教学调整符合《意见》规定
- 8 龙门新学年招生顺利, 预收同增 40%以上

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	472	959	1126	1275	1417
增长率 yoy%	-3.6	103.2	17.4	13.2	11.2
净利润	6	28	171	208	243
增长率 yoy%	-84.0	385.7	511.7	21.2	17.0
每股收益(元)	0.02	0.12	0.50	0.61	0.71
每股现金流量	0.74	-0.38	3.12	0.33	0.63
净资产收益率	0.7	3.1	8.9	10.0	10.7
P/E	509	105	30	25	21
PEG	-6	0	0	1	1
P/B	4.2	4.2	5.6	2.3	2.1

备注: 股价使用 2019 年 11 月 6 日收盘价, 19~21 年盈利预测为备考数据, 假设可转债到期全部转股, 当前股价对应市值约 51 亿元, 对应 19~21 年动态估值为 30x/25x/21x。

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 发行股份、可转换债券及支付现金购买龙门教育剩余股权并募集配套资金暨关联交易事项获证监会无条件通过, 公司股票将于 11 月 7 日开市起复牌。
- **点评:**
- **收购事项顺利过会。** 公司 6 月公告龙门教育剩余股权收购草案, 今日方案顺利过会。本次收购龙门教育 50.17% 股权总对价 8.13 亿元, 其中发股支付 2.9 亿元, 可转债支付 3 亿元, 现金支付 2.23 亿元。同时, 拟募集配套资金总额不超过 3 亿元。
- **绑定核心团队利益。** 公司 17 年末现金收购龙门 49.76% 股权时, 龙门管理层并未持有上市公司股份, 此次收购剩余股权, 将进一步绑定龙门管理层的利益, 增强龙门教育核心团队的稳定性, 有利于公司的长期稳定发展。预计收购完成后, 龙门创始人马良铭持股比例将达 14.5% 左右。
- **龙门竞争优势明显, 并表显著增厚公司业绩。** 龙门聚焦中西部、中等生、中高考, 核心业务全封闭补习口碑良好、品牌效应明显, 商业模式在 A 股极具稀缺性, 目前在西安开有 5 个校区, 在校生 1.1+ 万人, 学费年均提价 10% 以上, 学生人数及学费的自然增长, 叠加班型结构调整共同驱动全封闭业务业绩持续增长; K12 课外培训业务 19 年已贡献正向利润, 业务稳定发展同时, 为全封闭及软件销售业务导流; 软件服务销售业务盈利能力强、增厚业绩。2017/18/19/20 业绩承诺分别为 1.0/1.3/1.6/1.8 亿元, 其中 17/18 年分别实现 1.05/1.32 亿元, 19 年前三季度约实现净利润 1.3 亿元, 全年完成 1.6 亿元预计问题不大。本次收购完成后, 公司对龙门持股比例将由 49.76% 增至 99.93%, 几乎全额并表, 显著增厚上市公司业绩。
- **投资建议:** 龙门剩余股权收购顺利过会, 完成后显著增厚上市公司业绩, 同时将深入绑定龙门管理团队, 进一步聚焦教育主业。龙门竞争优势明显, 业务模式稀缺, 中长期看点在于西安地区的深化(校区数量有望继续增加)及异地复制(体外目前拥有北京 2 个校区, 在校生 700 余人, 未来有望在河南等其他区域实现复制)打开产能空间。考虑剩余股权收购, 维持 2019/20/21 年备考净利润 1.71/2.08/2.43 亿元的盈利预测, 假设可转债到期全部转股, 当前股价对应市值约 51 亿元, 对应 20/21 年动态估值 25x/21x, 维持买入评级。
- **风险提示:** 龙门教育新校区开设、招生和学费提价不达预期; 教育行业的政策风险。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	472	959	1,126	1,275	1,417	货币资金	362	276	1,340	1,453	1,670
营业成本	383	601	693	776	852	存货	88	64	67	67	65
毛利率	18.78%	37.35%	38.48%	39.11%	39.86%	应收账款	131	125	125	130	146
营业税金及附加	4	8	9	10	11	其他流动资产	96	172	177	250	286
营业费用	29	86	104	120	134	流动资产	677	637	1,709	1,901	2,167
营业费用率	6.19%	9.00%	9.22%	9.43%	9.43%	固定资产	286	237	215	193	171
管理费用	46	73	108	122	136	长期股权投资	27	26	26	26	26
管理费用率	9.79%	7.58%	9.57%	9.57%	9.57%	无形资产	42	39	39	39	39
财务费用	5	26	13	3	0	其他长期资产	670	685	691	701	711
财务费用率	1.06%	2.75%	1.13%	0.25%	0.02%	非流动资产	1,025	987	972	959	946
投资收益	0	34	0	0	0	资产总计	1,702	1,624	2,681	2,859	3,114
营业利润	6	103	198	243	285	短期借款	190	95	0	0	0
营业利润率	1.25%	10.77%	17.62%	19.05%	20.09%	应付账款	84	103	135	142	161
营业外收入	3	2	4	4	4	其他流动负债	196	221	318	327	373
营业外支出	0	1	1	1	1	流动负债	470	419	453	469	534
利润总额	9	105	202	246	288	长期负债	378	308	308	308	308
所得税	3	16	34	42	49	其他长期负债	1	0	0	0	0
所得税率	32.82%	15.06%	16.97%	17.07%	17.07%	非流动性负债	379	308	308	308	308
少数股东损益	0	61	-4	-4	-4	负债合计	848	728	761	777	842
归属于母公司股东的净利润	6	28	171	208	243	股本	243	243	341	341	341
净利率	1.22%	2.92%	15.21%	16.28%	17.14%	资本公积	201	201	992	992	992
每股收益(元)(摊薄)	0.02	0.12	0.50	0.61	0.71	股东权益合计	854	896	1,920	2,082	2,272
						少数股东权益	148	160	156	153	148
						负债股东权益总计	1,702	1,624	2,681	2,859	3,114
现金流量表(百万元)						比率分析					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6	28	171	208	243	增长率(%)					
少数股东损益	0	61	-4	-4	-4	营业收入	-3.6	103.2	17.4	13.2	11.2
折旧和摊销	32	54	22	22	22	营业利润	-85.0	1646.6	92.0	22.4	17.2
营运资金变动	-17	63	114	-69	7	净利润	-84.0	385.7	511.7	21.2	17.0
其他	6	80	14	3	0	利润率(%)					
经营现金流	27	287	318	160	267	毛利率	18.8	37.3	38.5	39.1	39.9
资本支出	-7	-22	0	0	0	EBIT Margin	1.9	19.9	18.9	19.3	20.1
投资收益	0	2	0	0	0	EBITDA Margin	8.6	25.6	20.9	21.1	21.6
资产变卖	0	418	-2	-3	-2	净利率	1.2	2.9	15.2	16.3	17.1
其他	-469	-532	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-477	-135	-2	-3	-2	净资产收益率	0.7	3.1	8.9	10.0	10.7
发行股票	0	0	890	0	0	总资产收益率	0.4	1.9	6.8	7.7	8.2
负债变化	638	-165	-95	0	0	其他(%)					
股息支出	0	0	-34	-42	-49	资产负债率	49.8	44.8	28.4	27.2	27.0
其他	-8	-79	-13	-3	0	所得税率	32.8	15.1	17.0	17.1	17.1
融资现金流	630	-244	748	-45	-49	股利支付率	0.0	0.0	0.0	20.5	20.4
现金净增加额	180	-92	1,065	113	216						

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。