

科斯伍德 (300192)

证券研究报告

2019年11月07日

重组事项获证监会无条件通过，坚定教育产业布局

公司重组获证监会无条件通过，2019年11月6日，中国证监会上市公司并购重组审核委员会召开2019年第57次并购重组委工作会议，对公司发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行了审核。根据会议审核结果，公司本次发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。

公司拟通过发行股份+可转换债券+支付现金方式收购龙门教育剩余50.17%的股权，交易总金额为8.13亿元，其中以发行股份的方式支付对价2.9亿元（占比35.71%），以发行可转换债券的方式支付对价3亿元（占比36.9%），以现金支付对价2.23亿元（占比27.39%）。

龙门教育是全国中高考补习培训（学科素养培训+综合素质培养）领先企业，在陕西省已经树立龙头企业的品牌地位。其中

1、全封闭补习培训

龙门补习学校通过建立全封闭VIP校区，以“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭科学化管理”五加教学模式，提供“教、管、学”一体的全封闭面授培训。

2、K12 课外培训

自2016年开始积极开拓全国市场，打造K12教培品牌“龙门尚学”。龙门教育的K12课外培训业务是以能力提升为导向，面向中小學生提供个性化的课外辅导服务。培训课程包含一对一、微班课等。

龙门缩短K12校外培训周期，延长课后服务周期，减轻学生学习和家长经济压力。以高效率、高精度、高附加服务的课外培训模式帮助学生节省更多的时间提升综合素质，适应国家对新时代人才培养的新要求。

3、教学软件及课程销售

龙门教育进一步加大智能教学软件研发力度，目前公司专注智能教学软件及“线上线下相结合”的短期集训课程研发推广，提升龙门教育线下培训的效率效果，扩大龙门教育在中高考（学科素养培训+综合素质培养）升学细分领域的品牌影响力。同时，龙门教育采用B2B2C业务模式向合作机构输出产品及课程服务。

维持盈利预测，给予买入评级。公司将以收购区域性龙头企业龙门教育为转型切入点，未来将继续架设良好的资本平台，加大加速外延式驱动，积极布局K12领域相关产业链，努力打造产业协同的教育运营平台。不考虑增发及募配，预计公司19-21年净利润为1.10/1.32/1.58亿元，PE为31/26/22x。

风险提示：承诺业绩未能实现、行业竞争激烈、龙门校区扩张不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	472.13	959.48	1,136.23	1,342.21	1,578.74
增长率(%)	(3.60)	103.22	18.42	18.13	17.62
EBITDA(百万元)	39.35	178.00	234.08	186.31	210.78
净利润(百万元)	5.76	28.00	109.58	132.24	158.22
增长率(%)	(83.99)	385.73	291.34	20.68	19.65
EPS(元/股)	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65
市盈率(P/E)	590.72	121.61	31.08	25.75	21.52
市净率(P/B)	4.82	4.63	4.05	3.51	3.02
市销率(P/S)	7.21	3.55	3.00	2.54	2.16
EV/EBITDA	91.55	13.44	15.80	18.16	16.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.04元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	242.55
流通A股股本(百万股)	172.36
A股总市值(百万元)	3,405.40
流通A股市值(百万元)	2,419.99
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	41.14
一年内最高/最低(元)	15.30/7.59

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《科斯伍德-公司点评:19Q1-3 归母净利润大增70%-100%，拟收购龙门剩余股权全面转型教育》2019-10-15
- 《科斯伍德-首次覆盖报告:收购龙门教育剩余股权，全面战略转型教育产业》2019-10-08
- 《科斯伍德-首次覆盖报告:现金7.68亿收购龙门教育50.53%股权，开启发展新篇章》2017-09-27



公司重组获证监会无条件通过，2019年11月6日，中国证监会上市公司并购重组审核委员会召开2019年第57次并购重组委工作会议，对公司发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行了审核。根据会议审核结果，公司本次发行股份、可转换债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。

公司拟通过发行股份+可转换债券+支付现金方式收购龙门教育剩余50.17%的股权，交易总金额为8.13亿元，其中以发行股份的方式支付对价2.9亿元（占比35.71%），以发行可转换债券的方式支付对价3亿元（占比36.9%），以现金支付对价2.23亿元（占比27.39%）。

龙门教育是全国中高考补习培训（学科素养培训+综合素质培养）领先企业，在陕西省已经树立龙头企业的品牌地位。其中

1、全封闭补习培训

龙门补习学校通过建立全封闭VIP校区，以“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭科学化管理”五加教学模式，提供“教、管、学”一体的全封闭面授培训。

2、K12 课外培训

自2016年开始积极开拓全国市场，打造K12教培品牌“龙门尚学”。龙门教育的K12课外培训业务是以能力提升为导向，面向中小学生提供个性化的课外辅导服务。培训课程包含一对一、微班课等。

龙门缩短K12校外培训周期，延长课后服务周期，减轻学生学习压力和家长经济压力。以高效率、高精度、高附加服务的课外培训模式帮助学生节省更多的时间提升综合素质，适应国家对新时代人才培养的新要求。

3、教学软件及课程销售

龙门教育进一步加大智能教学软件研发力度，目前公司专注智能教学软件及“线上线下相结合”的短期集训课程研发推广，提升龙门教育线下培训的效率效果，扩大龙门教育在中高考（学科素养培训+综合素质培养）升学细分领域的品牌影响力。同时，龙门教育采用B2B2C业务模式向合作机构输出产品及课程服务。

维持盈利预测，给予买入评级。公司将以收购区域性龙头企业龙门教育为转型切入点，未来将继续架设良好的资本平台，加大加速外延式驱动，积极布局K12领域相关产业链，努力打造产业协同的教育运营平台。不考虑增发及募配，预计公司19-21年净利润为1.10/1.32/1.58亿元，PE为31/26/22x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	361.57	275.57	227.25	490.37	315.75
应收票据及应收账款	205.66	181.25	276.93	264.31	372.31
预付账款	9.90	11.51	7.64	18.26	12.51
存货	88.30	64.21	174.92	102.68	228.43
其他	11.60	104.14	53.12	57.21	79.71
流动资产合计	677.03	636.69	739.86	932.83	1,008.71
长期股权投资	27.22	26.02	26.02	26.02	26.02
固定资产	286.47	237.46	225.27	212.68	199.83
在建工程	1.71	4.12	3.37	2.92	2.65
无形资产	41.87	38.83	36.52	34.21	31.90
其他	668.02	680.68	650.13	637.95	624.87
非流动资产合计	1,025.30	987.11	941.31	913.78	885.27
资产总计	1,702.33	1,623.80	1,681.17	1,846.62	1,893.98
短期借款	190.00	95.00	51.14	0.00	57.27
应付票据及应付账款	84.17	102.74	193.57	131.72	235.57
其他	195.64	221.35	119.60	295.17	125.69
流动负债合计	469.81	419.09	364.31	426.89	418.53
长期借款	378.00	308.00	258.00	228.00	128.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.54	0.45	0.56	0.52	0.51
非流动负债合计	378.54	308.45	258.56	228.52	128.51
负债合计	848.35	727.54	622.87	655.41	547.04
少数股东权益	148.00	160.20	217.58	220.23	220.90
股本	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55
资本公积	200.63	200.64	200.64	200.64	200.64
留存收益	465.50	493.51	598.17	728.43	883.49
其他	(202.71)	(200.64)	(200.64)	(200.64)	(200.64)
股东权益合计	853.98	896.26	1,058.30	1,191.21	1,346.94
负债和股东权益总	1,702.33	1,623.80	1,681.17	1,846.62	1,893.98

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5.88	89.42	109.58	132.24	158.22
折旧摊销	31.78	54.41	16.75	16.85	16.93
财务费用	6.80	27.99	17.99	11.43	7.19
投资损失	0.00	(33.56)	(36.00)	(36.00)	(39.00)
营运资金变动	(4.01)	(37.19)	(108.43)	180.45	(300.46)
其它	(13.65)	185.63	60.41	2.69	0.68
经营活动现金流	26.80	286.71	60.30	307.66	(156.43)
资本支出	655.68	(12.74)	1.39	1.54	1.51
长期投资	27.22	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,159.47)	(120.71)	33.11	32.96	35.99
投资活动现金流	(476.57)	(134.64)	34.50	34.50	37.50
债权融资	638.00	473.00	355.80	290.22	244.90
股权融资	(5.04)	(24.34)	(17.99)	(11.43)	(7.19)
其他	(3.19)	(693.01)	(480.94)	(357.83)	(293.40)
筹资活动现金流	629.77	(244.35)	(143.13)	(79.04)	(55.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	180.00	(92.29)	(48.33)	263.12	(174.62)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	472.13	959.48	1,136.23	1,342.21	1,578.74
营业成本	383.47	601.14	711.88	840.93	989.12
营业税金及附加	4.31	7.88	9.33	11.03	12.97
营业费用	29.23	86.34	113.62	136.91	164.19
管理费用	46.23	72.72	95.33	115.26	129.23
研发费用	10.50	18.78	22.72	26.84	31.57
财务费用	5.01	26.42	17.99	11.43	7.19
资产减值损失	1.30	85.07	2.00	77.78	96.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	33.56	36.00	36.00	39.00
其他	(13.85)	(75.76)	(72.00)	(72.00)	(78.00)
营业利润	5.92	103.33	199.35	158.03	186.65
营业外收入	3.25	2.49	3.37	3.03	2.96
营业外支出	0.41	0.54	0.35	0.44	0.44
利润总额	8.75	105.27	202.37	160.63	189.17
所得税	2.87	15.86	32.38	25.70	30.27
净利润	5.88	89.42	169.99	134.93	158.90
少数股东损益	0.11	61.42	60.41	2.69	0.68
归属于母公司净利润	5.76	28.00	109.58	132.24	158.22
每股收益(元)	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-3.60%	103.22%	18.42%	18.13%	17.62%
营业利润	-85.04%	1646.56%	92.93%	-20.72%	18.11%
归属于母公司净利润	-83.99%	385.73%	291.34%	20.68%	19.65%
获利能力					
毛利率	18.78%	37.35%	37.35%	37.35%	37.35%
净利率	1.22%	2.92%	9.64%	9.85%	10.02%
ROE	0.82%	3.80%	13.03%	13.62%	14.05%
ROIC	1.43%	10.41%	18.09%	12.56%	17.15%
偿债能力					
资产负债率	49.83%	44.80%	37.05%	35.49%	28.88%
净负债率	32.37%	22.03%	12.15%	-16.80%	-5.26%
流动比率	1.44	1.52	2.03	2.19	2.41
速动比率	1.25	1.37	1.55	1.94	1.86
营运能力					
应收账款周转率	2.25	4.96	4.96	4.96	4.96
存货周转率	6.15	12.58	9.50	9.67	9.54
总资产周转率	0.38	0.58	0.69	0.76	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65
每股经营现金流	0.11	1.18	0.25	1.27	-0.64
每股净资产	2.91	3.03	3.47	4.00	4.64
估值比率					
市盈率	590.72	121.61	31.08	25.75	21.52
市净率	4.82	4.63	4.05	3.51	3.02
EV/EBITDA	91.55	13.44	15.80	18.16	16.73
EV/EBIT	475.46	17.11	17.01	19.97	18.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com