



2017年10月27日

无评级(首次评级)

当前价: 13.76 元

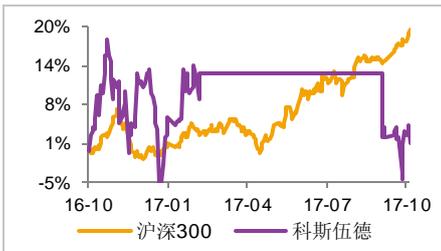
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	489.7	459.1	468.9	483.7
(+/-)	-1%	-6%	2%	3%
归母净利润	36	17	24	25
(+/-)	4%	-51%	37%	3%
EPS(元)	0.15	0.07	0.10	0.10
P/E	100.67	191.1	139.6	135.3

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

科斯伍德(300192.SZ)

【联讯中小盘公司点评】科斯伍德：原材料涨价拖累利润，拟收购龙门期待转型

投资要点

◇ 事件

公司昨日公布三季报：前三季度公司实现营业收入 3.44 亿元，同比下降 1.98%，实现归母净利润 1517.57 万元，同比下降 47.3%，扣非后归母净利润 1210.36 万元，同比下降 53.77%；其中，第三季度公司实现营业收入 1.236 亿元，同比增长 0.08%，归母净利润 562.58 万元，同比下降 46.56%，扣非后归母净利润 512.10 万元，同比下降 44.59%。

◇ 原材料价格上涨抬高成本是净利润下滑主因

由于原材料价格上涨，公司本期成本增加约 848.71 万元。1-9 月，公司毛利率 19.67%，较 2016 年同期减少 4.27 个百分点。此外，审计、咨询等并购费用增加、政府补助收入下降，以及汇兑损失都拖累净利润下滑。

◇ 积极推进收购龙门教育部分股权事宜

按照预案，公司拟计划收购龙门教育 50.53% 股权及 53.159% 表决权，总对价合计 7.685 亿元。因公司延期复牌及新三板股权转让规则等因素影响，目前方案仍在推进当中。若此次交易完成，龙门教育将纳入公司合并报表。按照业绩承诺，龙门教育承诺 17-19 年实现扣非前后孰低归属于母公司净利润 1\1.3\1.6 亿元，将大幅改善公司业绩。

◇ 龙门教育上半年绩效保持高速增长

龙门教育是陕西省 K12 培训龙头，主营包括全封闭中、高考补习培训，K12 课外培训，教学辅助软件研发与销售等三部分。龙门教育上半年继续扩大办学规模，实现营业收入 1.84 亿元，同比增长 86.69%，其中全封闭高考补习板块增加 1565 万元，K12 培训板块增加 5554 万元，教学辅助软件板块增加 1429 万元。根据公司披露历史运营信息来看，由于暑假为学生课外培训高峰，上半年实现收入低于下半年。并且，由于公司是通过预收学费，再按照直线摊销转入营业收入，我们可以从预收款一项来看出公司短期盈利能力。上半年公司预收款余额 5057.60 万元，同比大幅增长 164.31%，可以预期龙门教育下半年收入将实现快步增长。

上半年，龙门教育实现归属于挂牌公司股东的净利润 4,295.95 万元，同比增长 23.11%，增速较上年同期及 2016 年全年都有所收窄。主要原因，一方面是受全封闭中高考补习培训板块新设立校区储备人员造成人工成本提升影响，上半年龙门教育毛利率为 53.55%，较上年同期下降 13.35 个百分点。另一方面，受业务规模扩大导致教学成本、房屋租赁增长，及宣传力度加大增加宣传费用等因素影响，公司销售费用大幅增长。我们认为，随着新校区招生人数提升，摊薄成本，毛利率未来将会回升。同时，伴随新校区运营步入成熟阶段，相关销售费用将趋于平稳。



◇ 估值及投资建议

公司主要看点在于对龙门教育收购事项。在不考虑收购事项情况下，我们预计公司 17\18\19 年营业收入 4.59\4.69\4.84 亿元，归母净利润 0.17\0.24\0.25 亿元，EPS 为 0.07\0.10\0.10 元。由于目前重组事项仍在推进中，暂不给予评级。

◇ 风险提示

主营业务持续下滑；政策风险；重组事项存在不确定性风险，进度不及预期，宏观经济波动风险。

图表1: PE Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: PB Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	467	499	549	603	经营活动现金流	59	45	46	47
现金	181	219	263	308	净利润	36	18	24	25
应收账款	136	127	130	134	折旧摊销	31	19	7	14
其它应收款	4	4	4	4	财务费用	-1	-3	-3	-3
预付账款	2	4	4	4	投资损失	0	0	0	0
存货	65	69	71	73	营运资金变动	30	37	50	52
其他	79	76	77	80	其它	-37	-26	-32	-40
非流动资产	342	321	314	306	投资活动现金流	-23	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	资本支出	24	0	-1	7
固定资产	301	282	275	267	长期投资	0	0	0	0
无形资产	29	29	29	29	其他	-1	0	1	-7
其他	12	10	10	10	筹资活动现金流	-9	-5	0	0
资产总计	809	820	863	909	短期借款	0	0	0	0
流动负债	101	95	94	97	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-9	-5	0	0
应付账款	82	81	81	83	现金净增加额	2	-2	-2	-2
其他	19	14	14	14		28	38	44	45
非流动负债	1	1	1	1	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1	1	1	1	营业收入	-1.1%	-6.3%	2.2%	3.1%
负债合计	101	95	95	98	营业利润	7.5%	-52.0%	53.5%	3.1%
少数股东权益	3	3	3	4	归属母公司净利润	3.7%	-51.5%	36.9%	3.1%
归属母公司股东权益	705	722	764	808	获利能力				
负债和股东权益	809	820	863	909	毛利率	23.5%	18.8%	20.9%	20.9%
					净利率	7.4%	3.8%	5.1%	5.1%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	5.2%	2.5%	3.2%	3.1%
营业收入	490	459	469	484	ROIC	5.0%	2.2%	2.9%	2.9%
营业成本	375	373	371	383	偿债能力				
营业税金及附加	5	4	4	4	资产负债率	12.5%	11.6%	11.0%	10.7%
营业费用	34	29	30	31	净负债比率	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	38	37	37	39	流动比率	465.0%	526.6%	581.5%	622.1%
财务费用	-3	-3	-3	-3	速动比率	321.3%	373.5%	424.5%	464.4%
资产减值损失	2	0	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.12	0.11	0.11
投资净收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.66	3.49	3.65	3.67
营业利润	40	19	29	30	应付账款周转率	5.89	5.63	5.80	5.90
营业外收入	4	3	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	0	1	0	0	每股收益	0.15	0.07	0.10	0.10
利润总额	44	21	29	30	每股经营现金	0.24	0.19	0.19	0.20
所得税	8	4	5	5	每股净资产	2.91	2.98	3.15	3.33
净利润	36	18	24	25	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	100.67	191.14	139.59	135.33
归属母公司净利润	36	17	24	25	P/B	5.19	4.62	4.37	4.13
EBITDA	73	38	33	41	EV/EBITDA	50.18	88.19	101.03	80.64
EPS（元）	0.15	0.07	0.10	0.10					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com