

日期: 2018年01月16日

行业: 教育



龙门教育业绩符合预期，利润增速回升

分析师: 张涛
Tel: 021-53686152
E-mail: zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120023
研究助理: 周菁
Tel: 021-53686158
E-mail: zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116060005

■ 公司动态事项

公司控股子公司龙门教育披露2017年年度业绩预告，全年实现营业收入3.85-4.10亿元，同比增长60%-70%；实现归属净利润0.98-1.05亿元，同比增长40%-50%。

■ 事项点评

龙门教育业绩符合预期，营收维持高速增长，利润增速回升

公司通过协议转让方式获得龙门教育49.76%的股权，持股6452.10万股，同时取得龙门教育52.39%股份的表决权，龙门教育成为公司的控股子公司。根据业绩预告，龙门教育2017年实现归属净利润0.98-1.05亿元，业绩承诺的1.0亿元大概率可以完成。其中，龙门教育2017H2实现营业收入2.01-2.26亿元，同比增长41%-59%（2017H1增速87%）；实现归属净利润0.55-0.62亿元，同比增长57%-77%（2017H1增速23%）。全年营收保持稳定的高速增长，主要系龙门的全封闭中高考补习业务基于多年精耕细作打造的良好口碑，市场认可度持续提升，招生情况良好，校区的使用率有所提升。全年利润增速低于营收增速，我们认为主要受新设VIP校区储备人员造成人工成本提升降低毛利率、VIP及K12业务的市场推广等销售费用增长提高费用率等影响。但2017年下半年，利润增速开始攀升，超过同期营收增速，公司盈利能力呈现回升态势。全年来看，龙门教育的净利率介于23.9%-27.3%。

基本数据 (2018.1.15)

报告日股价 (元)	12.48
12mth A 股价格区间 (元)	12.48/15.46
总股本 (百万股)	242.55
无限售 A 股/总股本	71.91%
流通市值 (亿元)	21.77
每股净资产 (元)	2.96
PBR (X)	4.22

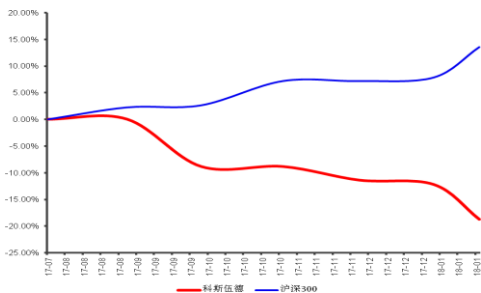
主要股东 (2017Q3)

吴贤良	37.45%
吴艳红	7.78%
新价值投资-卓泰阳光	1.18%
黄晓军	0.85%
创势翔投资	0.84%

收入结构 (2017H1)

快干亮光型胶印油墨	33.9%
高耐磨型胶印油墨	31.5%
高光泽型胶印油墨	22.5%
其他胶印油墨	4.5%
其他非胶印油墨	3.3%
其他	4.2%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



VIP业务量价齐升，K12业务迅猛发展

目前，龙门在陕西省内共有6个VIP校区，省外在北京和武汉各设1个VIP校区，2017年全日制在校生人数突破万人。同时，更多的学生选择班级人数较少的实验班和精品班，客单价随之提高。全封闭中高考补习业务进入量价齐升通道，2017H1实现营业收入0.98亿元。2016年新拓展的K12业务依托教育合伙人机制获得迅猛发展，根据官网数据，目前全国布局包括北京、天津、武汉、长沙、成都、苏州、合肥等14座城市，共设立64个K12校区，单店运营能力大幅提升，品牌价值初显，2017H1实现营业收入0.56亿元，较2016年全年大幅增长169.7%。此外，龙门教育科技类产品品类不断丰富，产品线日臻完善，推出单词赢、阅读赢、写作赢等功能板块，实现收入和利润的大幅增长，2017H1实现营业收入0.28亿元。

■ 投资建议

维持盈利预测，考虑龙门教育并表及新增并购贷款影响，预计2017-2019年公司归属净利润分别为0.57亿元、0.75亿元、1.02亿元，EPS分别为0.23元、0.31元、0.42元，对应PE分别为53X、41X、30X（按2018/1/15收盘价12.48元/股计算）。我们认为，公司收购的龙门教育是陕西省中高考补习区域龙头，具有品牌优势，“中高考、中等生、中西部”定位准确，业务盈利能力强；新增K12课外培训业务全国布局，担当流量入口，与封闭式培训联动发展，同时受益于K12课外培训赛道的高景气度，成长可期。公司不排除未来在龙门教育经营状况良好的情况下继续购买剩余股权，利润有望进一步增厚。维持“增持”评级。

相关报告:

《科斯伍德 (300192) 深度报告: 转型收购龙门教育，中高补龙头起航》

■ 风险提示

毛利率下降风险；收购整合风险；并购贷款增加财务风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	489.74	897.26	1071.25	1224.18
年增长率	-1.08%	83.21%	19.39%	14.28%
归属于母公司的净利润	36.00	56.78	74.52	102.20
年增长率	3.68%	57.71%	31.26%	37.13%
每股收益 (元)	0.15	0.23	0.31	0.42
PER (X)	84.08	53.31	40.62	29.62

注：有关指标按当年股本摊薄（股价为 2018/1/15 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	166	405	738	606
应收和预付款项	220	607	381	748
存货	65	140	99	167
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	301	262	223	184
无形资产和开发支出	29	25	22	19
其他非流动资产	11	11	11	11
资产总计	792	1450	1473	1734
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	84	214	132	253
长期借款	0	448	448	448
其他负债	0	0	0	0
负债合计	84	662	580	701
股本	243	243	243	243
资本公积	201	201	201	201
留存收益	262	307	366	447
归属母公司股东权益	705	750	809	891
少数股东权益	3	38	83	143
股东权益合计	708	788	893	1034
负债和股东权益合计	792	1450	1473	1734

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	58	-194	357	-103
投资活动产生现金流量	-23	4	4	4
融资活动产生现金流量	-9	430	-28	-32
现金流量净额	28	239	333	-131

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	490	897	1071	1224
营业成本	375	581	676	752
营业税金及附加	5	9	11	12
营业费用	34	99	123	147
管理费用	38	99	112	116
财务费用	-3	6	12	11
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	40	104	136	187
营业外收支净额	4	4	4	4
利润总额	44	108	141	191
所得税	8	16	21	29
净利润	36	92	120	162
少数股东损益	0	35	45	60
归属母公司股东净利润	36	57	75	102

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	23.46%	35.21%	36.86%	38.60%
EBIT/销售收入	8.48%	12.74%	14.31%	16.50%
销售净利率	7.35%	10.23%	11.16%	13.25%
ROE	5.11%	7.57%	9.21%	11.47%
资产负债率	10.58%	45.64%	39.40%	40.39%
流动比率	5.39	5.38	9.19	6.02
速动比率	4.61	4.73	8.45	5.36
总资产周转率	0.62	0.62	0.73	0.71
应收账款周转率	2.28	1.52	2.89	1.68
存货周转率	5.74	4.15	6.84	4.51

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。