



## 并购费用+成本提升压制业绩，转型 K12 教培驱动成长

2018.04.03

	肖明亮(分析师)	叶锲(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

**事件:** 公司发布年度报告: 公司 2017 年实现营收 4.72 亿元, 同比减少 3.6%, 实现归母净利润 576 万元, 同比减少 83.99%, 基本每股收益为 0.02 元,

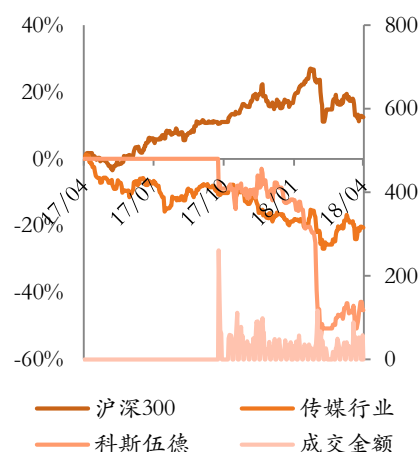
### 核心观点:

- **并购费用+原材料成本提升压制业绩，收购龙门教育并表驱动 18 年业绩成长。** 公司 17 年归母净利润同比减少 83.99%，主要由于①并购龙门教育增加了中介机构费用 915.09 万元、融资费用 415.54 万元和交易过户费用 66 万元，共计 1396.63 万元，公司管理费用以及财务费用同比增长 21% 以及 294%；②追加环保投入、原材料价格上涨等因素增加生产成本 1466.51 万元，公司整体毛利率同比减少 3.87pct 至 19.71%，公司后续有望通过改良销售渠道以及产品提价 5%-10% 方式转移成本压力；③汇兑损益确认 -264 万元。公司 2017 年作价 7.69 亿元现金收购龙门教育 50.53% 并通过享有部分股东表决权合计拥有 52.39% 表决权，17-19 年业绩承诺为 1/1.3/1.6 亿元，龙门教育已于 2017 年 12 月 28 日完成过户，且 2017 年实现净利润 1.05 亿元符合预期。公司收购龙门教育体现明确转型意图，有望通过持续的教育板块布局实现公司毛利率的优化以及业绩成长，18 年 Q1 净利润同比增长 35%。
- **K12 培训行业高空间高分散，细分龙头龙门教育差异化模式助推成长。** 2016 年中小学课外培训规模超过 8000 亿元，CR3 小于 2%，市场极度分散，具有较大整合发展空间。龙门教育是西部地区领先的中高考升学培训机构，通过 VIP 全封闭校区（7 个校区，1.3 万学生）+ 课外学习中心（11 个城市，61 校区，5100 名学生）+ 区域合伙人模式推进联动扩张，针对①差异化赛道：中高考全封闭培训细分赛道；②细分市场：聚焦“中等生”庞大学生人群；③细分区域：重点覆盖二三四线城市；多层差异化赛道成就细分龙头开辟成长空间。
- **大股东增持信心彰显，拟申请授信 8.3 亿元加码整合。** 公司大股东近日累计增持 2141 万元，占总股本 1.13%，平均成本为 7.83 元/股，接近当前股价；公司拟向银行申请 8.3 亿元授信，有望加码教育板块资产整合，完善公司教育布局带来持续成长机会。
- **盈利预测与估值：** 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 0.76/1.06/1.2 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.44/0.50 元/股，对应 PE 为 26/19/17 倍。结合行业可比公司估值，我们给予公司 18 年 35 倍 PE，对应仍有 34% 的空间，首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：** 教育整合并购不达预期，传统主业大幅下滑

## 强烈推荐(首次覆盖)

现价:	8.35
目标价:	11.19
股价空间:	34%

### 公司股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
科斯伍德	2.8	-37.5	-40.0
传媒行业	0.2	-2.8	-11.5
沪深 300	-3.2	-4.9	1.3

### 公司基本资料

总市值(亿元)	20.3
总股本(亿股)	2.4
流通股比例	71.9%
资产负债率	12.5%
大股东	吴贤良
大股东持股比例	38.6%

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	1053.30	1221.30	1403.30
同比(%)	-3.60%	123.10%	15.95%	14.90%
归母净利润	5.76	76.52	106.69	120.24
同比(%)	-83.99%	1227.4%	39.43%	12.70%
毛利率(%)	18.78%	39.95%	42.65%	43.05%
ROE(%)	0.74%	8.27%	9.80%	9.30%
每股收益(元)	0.02	0.32	0.44	0.50
P/E	351.32	26.47	18.98	16.84
P/B	2.86	2.58	2.27	2.00
EV/EBITDA	25.39	9.31	6.87	5.84



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	677	874	1267	1508	<b>营业收入</b>	472	1053	1221	1403
现金	362	573	989	1218	营业成本	383	632	700	799
应收账款	131	133	28	30	营业税金及附加	4	8	11	12
其它应收款	11	6	7	8	营业费用	29	74	85	112
预付账款	10	6	8	7	管理费用	46	105	122	140
存货	88	74	156	166	财务费用	5	29	32	31
其他	75	83	79	79	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	1025	998	1001	986	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	27	27	27	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	286	257	226	195	<b>营业利润</b>	6	203	269	307
无形资产	42	45	50	57	营业外收入	3	4	4	4
其他	670	669	698	707	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1702	1872	2268	2494	<b>利润总额</b>	9	206	273	310
<b>流动负债</b>	470	365	399	405	所得税	3	60	79	90
短期借款	190	190	190	190	<b>净利润</b>	6	146	194	220
应付账款	84	83	84	83	少数股东损益	0	63	80	100
其他	196	92	126	132	<b>归属母公司净利润</b>	6	83	114	120
<b>非流动负债</b>	379	504	673	672	EBITDA	65	256	325	362
长期借款	378	504	672	672	EPS (摊薄)	0.02	0.34	0.47	0.50
其他	1	0	1	0					
<b>负债合计</b>	848	869	1072	1077	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	148	211	291	391	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	243	243	243	243	<b>成长能力</b>				
资本公积	201	201	201	201	营业收入增长率	-3.6%	123.1%	15.9%	14.9%
留存收益	265	348	462	582	营业利润增长率	-85.0%	3327.3%	32.9%	14.0%
归属母公司股东权益	708	792	905	1026	归属于母公司净利润增长率	-84.0%	1348.3%	36.2%	5.8%
<b>负债和股东权益</b>	1702	1872	2268	2494	<b>获利能力</b>				
					毛利率	18.8%	40.0%	42.6%	43.1%
<b>现金流量表</b>					净利率	1.2%	13.9%	15.9%	15.7%
					ROE	0.7%	9.0%	10.3%	9.2%
					ROIC	1.7%	11.1%	12.0%	12.6%
<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	27	152	289	248	资产负债率	49.8%	46.4%	47.3%	43.2%
净利润	6	83	114	120	净负债比率	75.20%	82.51%	83.33%	83.85%
折旧摊销	32	21	21	21	流动比率	1.44	2.39	3.17	3.72
财务费用	5	29	32	31	速动比率	1.25	2.19	2.78	3.31
投资损失	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-17	-50	43	-24	总资产周转率	0.38	0.59	0.59	0.59
其它	1	68	80	99	应收账款周转率	3.53	7.97	15.17	48.39
<b>投资活动现金流</b>	-477	10	-17	2	应付账款周转率	4.62	7.56	8.40	9.57
资本支出	-7	10	-8	10	<b>每股指标 (元)</b>				
长期投资	0	5	-2	0	每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.34	0.47	0.50
其他	-469	-5	-6	-8	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.63	1.19	1.02
<b>筹资活动现金流</b>	630	49	144	-21	每股净资产 (最新摊薄)	2.92	3.26	3.73	4.23
短期借款	190	0	0	0	<b>估值比率</b>				
长期借款	378	126	168	0	P/E	351.32	24.26	17.81	16.82
普通股本增加	0	0	0	0	P/B	2.86	2.56	2.24	1.97
资本公积金增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.39	9.29	6.82	5.80
其他	62	-77	-24	-21					
<b>现金净增加额</b>	180	211	416	229					



### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。