



龙门教育并表驱动业绩增长，设立产业基金加码教育布局

2018.04.27

	肖明亮(分析师)	叶颀(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: 公司发布季度报告: 公司 2018 年第一季度实现营收 2.36 亿元, 同比增长 134.24%, 实现归母净利润 0.12 亿元, 同比增长 33.97%。

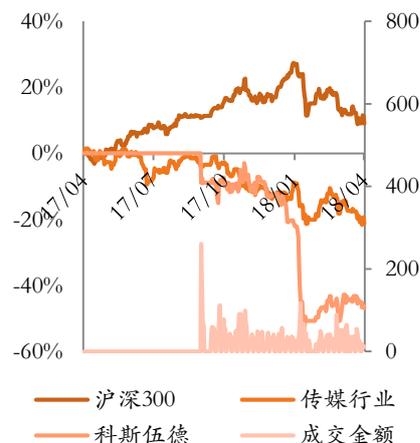
核心观点:

- **布局教育领域实现扭亏为盈, 龙门教育并表驱动业绩成长。** 报告期内公司营收和归母净利润增长迅速, 毛利率同比提升 13pct, 主要是因为新增并购标的龙门教育纳入合并报表范围所致, 龙门教育 18 年 Q1 实现营收 1.17 亿元, 实现归母净利润 0.27 亿元。传统主业 18 年 Q1 实现营收 0.98 亿元, 同比增长 28.45%, 主要由于客户和产品结构调优以及公司 3 月发出涨价通知后引发部分客户少量囤货行为所致。公司传统主业 18 年 Q1 实现净利润-4.75 万元 (YOY-100.53%), 实现毛利率 20.38% (-2.74pct), 主要原因为公司利息支出增加导致的财务费用上升以及原材料价格处于高位所致。**公司通过收购龙门教育带动其业绩增长, 我们看好公司后续布局教育领域增加利润空间。**
- **龙门教育: 差异化模式持续推动成长。** 17 年 12 月公司收购龙门教育 49.76% 股权并合计拥有其 52.39% 股份表决权, 龙门教育是中高考升学培训细分市场的龙头企业, 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。**在全封闭高考补习培训领域,** 龙门教育首创“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭科学化管理”的五加教育管理模式, 将业务扩展至多个省份。**在 K12 课外培训领域,** 龙门教育创立专注于中小学校外教育的“龙门尚学”, 将业务拓展至 K12 教育更低年龄层。**在教学软件研发领域,** 龙门教育推出教师合伙人机制, 探索“平台+教师”共享共创商业模式, 推出名师直播平台和双师课堂, 有效实现业务向三四线城市的扩展。此外, 龙门教育设立教学研究院和互联网创新研究院, 通过大数据分析研发智能教学软件及自适应课程, 实现线上线下业务的协同布局。**多层次差异化布局为龙门教育保持细分龙头地位、实现业绩持续增长提供支撑。**
- **设立全资子公司开拓海外市场, 设立并购基金加码教育领域。** 公司拟以自有资金 200 万美元在法国设立全资子公司, 公司这一举措将利于公司整合国际国内资源, 实现公司业务的全球化布局, 保持公司主业稳定成长。此外, 公司全资子公司龙门教育拟出资 2000 万元与国都创业共同投资设立并购基金, 基金总规模为 2 亿元, 拟投资于 K12 教育培训机构, 该基金的设立将为龙门教育外延投资并购、实现业务扩展提供现金流和专业支持, 同时, 公司还可通过此基金获得一定投资收益实现共赢。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 0.76/1.06/1.26 亿元, 对应 EPS 为 0.32/0.44/0.52 元/股, 对应 PE 为 26/18/16 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, 维持强烈推荐评级。
- **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(维持)

现价:	8.11
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	5.6	-32.1	-42.1
传媒行业	-5.2	-13.3	-18.6
沪深 300	-3.2	-14.0	-5.1

公司基本资料

总市值 (亿元)	19.7
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	1232.85	1426.71
同比(%)	-3.60%	123.10%	17.05%	15.72%
归母净利润	5.76	76.89	106.39	126.36
同比(%)	-83.99%	1233.7%	38.38%	18.76%
毛利率(%)	18.78%	38.87%	41.01%	42.56%
ROE(%)	0.74%	8.31%	9.77%	9.75%
每股收益(元)	0.02	0.32	0.44	0.52
P/E	341.22	25.58	18.49	15.57
P/B	2.78	2.51	2.21	1.93
EV/EBITDA	25.39	9.51	7.06	5.68



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
流动资产	677	741	959	1206	营业收入	472	1053	1233	1427
现金	362	440	681	916	营业成本	383	644	727	820
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	86	114
预付账款	10	6	8	7	管理费用	46	105	123	143
存货	88	74	156	166	财务费用	5	27	25	21
其他	75	83	79	79	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	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	营业利润	6	193	259	315
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
资产总计	1702	1739	1960	2192	利润总额	9	197	263	319
流动负债	470	365	399	405	所得税	3	57	76	92
短期借款	190	190	190	190	净利润	6	140	186	226
应付账款	84	83	84	83	少数股东损益	0	63	80	100
其他	196	92	126	132	归属母公司净利润	6	77	106	126
非流动负债	379	378	379	378	EBITDA	65	245	308	361
长期借款	378	378	378	378	EPS (摊薄)	0.02	0.32	0.44	0.52
其他	1	0	1	0	主要财务比率				
负债合计	848	743	778	783	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	148	211	291	391	成长能力				
股本	243	243	243	243	营业收入增长率	-3.6%	123.1%	17.0%	15.7%
资本公积	201	201	201	201	营业利润增长率	-85.0%	3170.0%	33.9%	21.8%
留存收益	265	342	448	575	归属于母公司净利润增长率	-84.0%	1233.7%	38.4%	18.8%
归属母公司股东权益	708	785	891	1018	获利能力				
负债和股东权益	1702	1739	1960	2192	毛利率	18.8%	38.9%	41.0%	42.6%
					净利率	1.2%	13.3%	15.1%	15.9%
现金流量表					ROE	0.7%	8.3%	9.8%	9.8%
					ROIC	1.7%	11.6%	13.7%	14.8%
					偿债能力				
经营活动现金流	27	143	275	244	资产负债率	49.8%	42.7%	39.7%	35.7%
净利润	6	77	106	126	净负债比率	75.20%	79.54%	77.02%	77.79%
折旧摊销	32	21	21	21	流动比率	1.44	2.03	2.40	2.98
财务费用	5	27	25	21	速动比率	1.25	1.83	2.01	2.57
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-17	-50	43	-24	总资产周转率	0.38	0.61	0.67	0.69
其它	1	68	80	99	应收账款周转率	3.53	7.97	15.32	49.20
投资活动现金流	-477	10	-17	2	应付账款周转率	4.62	7.70	8.73	9.82
资本支出	-7	10	-8	10	每股指标 (元)				
长期投资	0	5	-2	0	每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.32	0.44	0.52
其他	-469	-5	-6	-8	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.59	1.13	1.01
筹资活动现金流	630	-75	-17	-11	每股净资产 (最新摊薄)	2.92	3.24	3.67	4.20
短期借款	190	0	0	0	估值比率				
长期借款	378	0	0	0	P/E	341.22	25.58	18.49	15.57
普通股本增加	0	0	0	0	P/B	2.78	2.51	2.21	1.93
资本公积金增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.39	9.51	7.06	5.68
其他	62	-75	-17	-11					
现金净增加额	180	79	241	235					



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。