

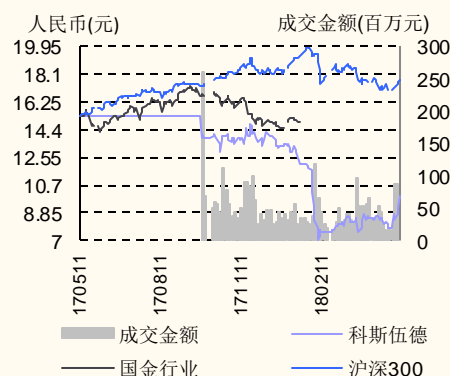
# 科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.92 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	174.42
总市值 (百万元)	2,406.10
年内股价最高最低 (元)	15.26/7.00
沪深 300 指数	3893.06



## 科斯伍德——区域性 K12 教培龙头龙门教育并表，优势品牌 K12 大市场发展空间可期

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.148	0.024	0.308	0.413	0.534
每股净资产 (元)	2.91	2.91	3.22	3.63	4.17
每股经营性现金流 (元)	0.24	0.11	0.21	1.22	1.28
市盈率 (倍)	101.74	563.79	32.16	24.05	18.59
净利润增长率 (%)	3.68%	-83.99%	1197.64%	33.77%	29.34%
净资产收益率 (%)	5.11%	0.82%	9.58%	11.36%	12.81%
总股本 (百万股)	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 科斯伍德是我国环保胶印油墨行业的领先企业，通过现金收购控股中高考教培龙头龙门教育进入 K12 教培行业：公司于 2017 年 7 月公告以支付现金的方式收购龙门教育 49.22% 的股权，9 月公告签订《股权收购意向协议》现金收购龙门教育 1.31% 股权。股权分批次交割，目前公司合计持有龙门教育 49.76% 股权，取得 52.39% 股份的表决权。
- 龙门教育 2018 年 Q1 正式并表：科斯伍德 18Q1 实现营业收入 2.36 亿元，同比+134.24%；归母净利润 1160.74 万元，同比+33.97%。龙门教育营收利润增长较快，18Q1 实现营收 1.17 亿元，同比+29.95%，归母净利 0.27 亿元，同比+38.95%。17 年实现营收 3.98 亿元，同比+64.93%，归母净利 1.05 亿元，同比+50.56%，龙门教育已兑现 2017 年业绩承诺。
- 龙门教育是国内领先的中高考及 K12 综合教育服务机构，2016 年挂牌新三板 (838830.OC)：主营业务是面向初中高中学生提供封闭式中高考复读培训、K12 课外培训 (B2C 业务) 以及教学软件及课程销售 (B2B2C 业务)。2017 年面授培训营收 3.38 亿元，同比+68.2%，其中封闭培训收入同比+24%，K12 课外培训收入同比+458%；软件销售营收 5075.71 万元，同比+43.97%。公司 2017 年新增咨询服务，围绕软件技术与客户更深度的合作，并新增国际部开展游学业务。

### 投资建议

- K12 培训行业空间巨大，且分散度高，地域性龙头具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒，龙门教育从高考补习业务伊始，成功拓展中考补习业务，K12 培训，艺术高考培训，目前在西安市已有超过 13,000 人的在校学生，且在校人数仍保持较快增长，未来异地扩张，营收利润再上台阶可期，因此我们看好立足西北，辐射全国的中高考及 K12 辅导龙头龙门教育。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.308/0.413/0.534 元，对应 PE 为 32x/24x/19x，首次覆盖给予买入评级，目标价 12.3 元。

■

### 风险

- 教育业务新市场及新校区开拓不达预期、政策风险和并购整合风险等。

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.环保胶印油墨龙头通过现金收购转型 K12 教育产业.....	3
1.1 科斯伍德：深耕环保胶印油墨行业 15 余年的龙头企业.....	3
1.2 现金收购控股新三板公司龙门教育，转型进入 K12 教培领域.....	3
2.龙门教育：中高考辅导领域龙头，立足西北，辐射全国.....	6
2.1 深耕中高考培训市场 16 年，2017 年收入增长 64.93%.....	6
2.2 中高考全封闭培训龙头，发力 K12 课外培训，全国化扩张持续推进.....	7
2.3 公司五大核心竞争优势.....	10
3.三大因子推动 K12 课外培训持续发展，行业格局有待优化.....	12
4.投资建议.....	14
5.风险提示.....	14

## 图表目录

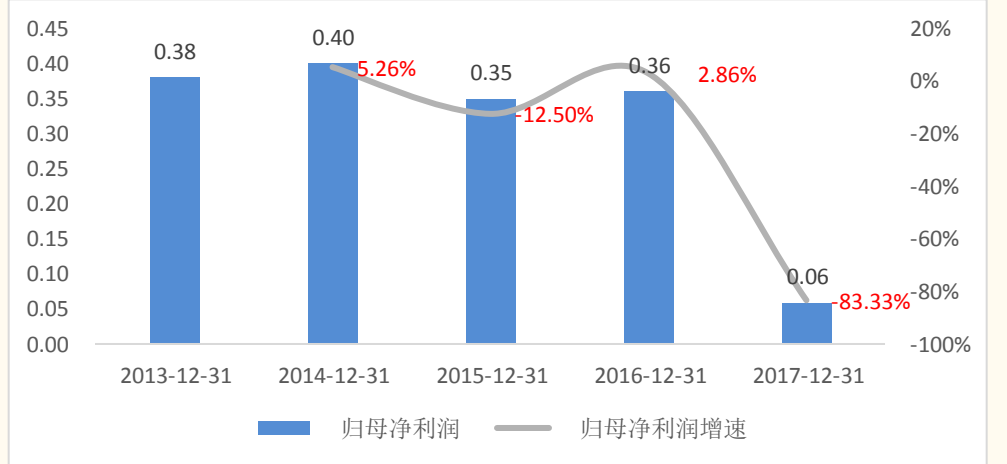
图表 1：2013-2017 科斯伍德归母净利润（亿元）及增速.....	3
图表 2：科斯伍德现金收购龙门教育股权交易方案.....	4
图表 3：交易前龙门教育前十大股东情况.....	5
图表 4：2018Q1 龙门教育前十大股东情况.....	5
图表 5：2014-2017 龙门教育营收（亿元）及增速.....	6
图表 6：2014-2017 龙门教育各业务营收（亿元）.....	6
图表 7：2014-2017 龙门教育净利润（亿元）及增速.....	6
图表 8：2014-2017 龙门教育毛利率及净利率.....	6
图表 9：面授培训服务 2015-2017 年收入构成.....	7
图表 10：封闭式中高考补习培训的学生规模、班级类型与报名收入和报名单价.....	7
图表 11：2015-2017 封闭式中高考补习招生人次及增速.....	8
图表 12：K12 课外培训教学点运营情况.....	8
图表 13：K12 课外培训全国布局情况.....	9
图表 14：2016 年龙门教育各地区营收占比.....	9
图表 15：2017 年龙门教育各地区营收占比.....	9
图表 16：龙门教育线下网点情况.....	10
图表 17：龙门教育在线测评工具.....	11
图表 18：跃龙门电子多媒体备课系统.....	11
图表 19：K12 课外培训行业驱动因子.....	12
图表 20：我国 K12 课外培训行业规模测算.....	12
图表 21：2015-2010E 我国 K12 课外培训行业规模（亿元）.....	13
图表 22：K12 课外培训市场行业格局.....	13

## 1.环保胶印油墨龙头通过现金收购转型 K12 教育产业

### 1.1 科斯伍德：深耕环保胶印油墨行业 15 余年的龙头企业

- 公司是我国环保胶印油墨行业的龙头企业之一，2011 年在创业板上市。公司以对高分子材料和植物油改性的研发，并将之运用于印刷胶印油墨的生产与销售为主，主要产品为快干亮光型胶印油、高光泽型胶印油墨、高耐磨型胶印油等，“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨销量已多年位居国内胶印油墨市场的龙头。
- 公司产品从性能上可进一步细分为快干亮光、高光泽和高耐磨 3 大系列：  
(1) 快干亮光型胶印油墨：具有出色的固着速度，印刷过程中能够纸上干燥快、印刷机器上不结皮。(2) 高光泽型胶印油墨：光泽更高、色彩更加鲜艳饱满，更适用于高级铜版纸印刷高档印刷品。(3) 高耐磨型胶印油墨：使印品具有较高的耐磨性，产品特别适用于哑粉纸的印刷。
- 公司经过 15 年的发展，产品畅销海外包括美国、英国、德国、法国、荷兰、比利时、印度等世界主要油墨制造国在内的 80 多个国家和地区，销售网络遍布全球，是被发达国家认可的国际标准油墨制造企业，产品被广泛运用于食品、电子、化妆品、化工等多个世界一流企业在内的众多终端客户群。
- 2017 年公司因并购龙门教育新增并购贷款致财务费用增加，整体而言，油墨主业业绩较为稳健，2017 年之前净利润水平波动较小。

图表 1：2013-2017 科斯伍德归母净利润（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司积极探索战略转型升级，将战略重心转向教育产业：近年来，公司营业收入及利润增长缓慢，需引入符合国家产业政策、具有持续业绩增长能力、行业发展前景广阔的优质资产，提高上市公司的持续盈利能力，实现上市公司股东利益的最大化。由于学习时间跨度长、在校学生数量大，K12 教育已经成为中国教育市场规模最大的细分领域。随着政府大力支持民办教育行业，鼓励社会力量参与办学，教育及辅导培训市场机构迎来发展机遇。公司积极探索战略转型升级，通过现金收购 K12 培训龙头龙门教育增加发展前景广阔的教育培训业务。2018 年公司正式并表龙门教育，18Q1 实现营业收入 2.36 亿元，同比+134.24%；归母净利润 1160.74 万元，同比+33.97%。

### 1.2 现金收购控股新三板公司龙门教育，转型进入 K12 教培领域

- 龙门教育是国内领先的 K12 综合教育服务机构。教学服务涉及全封闭培训、K12 校外培训、在线教育、智能教学软件研发。公司于 2002 年创立，2016 年 8 月挂牌新三板 (838830.OC)。公司聚焦中高考升学培训细分市场，主营业务是面向初中、高中阶段学生提供全封闭中高考补习培训、K12 课外培训以及教学辅助软件销售。长期的经营过程中公司积累了丰富的培训经验，树立了良好的市场形象和品牌知名度，在陕西地区中高考培

训领域居于行业领先地位，拥有一定行业地位和核心竞争优势，2016 年龙门教育开启全国扩张。

- **2017 年 12 月科斯伍德成为龙门教育第一大股东，龙门教育自 2018 年 Q1 正式并表。**公司于 2017 年 7 月 27 日公告以支付现金的方式收购龙门教育 49.22% 的股权，股权交易价格为 749,360,780 元。2017 年 9 月 25 日公告与国都证券、红塔证券、财富证券分别签订《股权收购意向协议》，现金收购龙门教育 1.31% 股权，合计价值为 1917.6 万元。因全国股份转让系统现行有效的交易规则限制，导致公司无法一次性完成龙门教育股权的交割过户。公司于 2017 年 11 月开始分批次进行龙门教育股权的交割，截止 2018 一季报，公司已交割完成龙门教育 49.22% 的股权。同时，国都证券已按照《股权收购意向协议》与公司完成了龙门教育 0.54% 股权的交割。目前公司合计持有龙门教育 49.76% 股权，取得龙门教育 52.39% 股份的表决权，龙门教育已成为科斯伍德的控股子公司，并由 2018Q1 正式并表。
- **现金收购的资金来源分别为自有资金和银行借款：**其中自有资金主要为货币资金及变现能力较强的流动资产，银行借款主要通过并购贷款方式取得。2017 年 11 月 9 日公司向招商银行申请借款 4.48 亿元，用于龙门教育股权的部分对价款，借款期限为 5 年，借款成本为 5 年期基准利率即 4.75%。
- **龙门教育 2017 年业绩承诺已兑现：**2017 年、2018 年、2019 年实现的归属于母公司所有者的净利润按扣除非经常性损益前后孰低的原则，分别不低于 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元。**2017 年龙门教育实现归属于母公司所有者的净利润为 10,523.45 万元，已实现 2017 年度业绩承诺。**

**图表 2：科斯伍德现金收购龙门教育股权交易方案**

五个部分	具体内容
现金收购 49.22% 股权	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公司于 2017 年 7 月 27 日召开了第四届董事会第二次会议，审议通过了支付现金购买龙门教育 49.22% 股权事项的相关议案：公司以支付现金的方式收购马良铭、明旻、董兵、方锐铭、马良彩、丁文波、徐颖、田珊珊、翊占信息、孙淑凡、德睦投资、智百扬投资、申瑞汇赢、慕远投资、谢闻九、汇君资管（包括其作为基金管理人管理的的汇君资产新三板成长 1 号基金、汇君资产汇盈 5 号股权投资基金、汇君资产稳盈 6 号股权投资私募基金）、新材料创投、西安丰皓持有的龙门教育 49.22% 的股权。</li> <li>• 交易涉及的龙门教育股份数合计 63,821,000 股：其中利润补偿责任人承担业绩补偿责任，其转让股份的对价为 11.95 元/股，涉及的龙门教育股份数 43,970,000 股；其他转让方转让股份的对价为 11.28 元/股，涉及的龙门教育股份数 19,851,000 股，因此龙门教育 49.22% 的股权交易价格为 749,360,780 元。</li> <li>• 表决权委托：科斯伍德已分别与利润补偿责任人方锐铭、丁文波、翊占信息签订《表决权委托协议》，方锐铭、丁文波、翊占信息将其本次交易完成后仍持有之龙门教育股份（合计 3,410,000 股、占龙门教育总股份数的 2.629%）对应全部表决权委托给科斯伍德行使，交易完成后，科斯伍德将合计拥有龙门教育 67,231,000 股股份对应之表决权，占龙门教育总表决权股数的 51.85%。</li> </ul>
签订《股权收购意向协议》 现金收购 1.31% 股权	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2017 年 9 月 25 日，公司与国都证券、红塔证券、财富证券分别签订《股权收购意向协议》，拟以支付现金方式收购国都证券、红塔证券、财富证券合计持有的龙门教育 1.31% 股权，转让价格为 11.28 元/股，合计价值为 1917.6 万元。国都证券、红塔证券、财富证券同意在龙门教育股东大会审议通过终止做市事项后将所持龙门教育股份转至自营账户并将转让给科斯伍德。</li> </ul>
交易的资金来源及筹资方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公司用于本次交易的资金为自有资金和银行借款，其中自有资金主要为货币资金及变现能力较强的流动资产，银行借款主要通过并购贷款方式取得。2017 年 11 月 9 日，公司与招商银行股份有限公司苏州分行签订了《并购借款合同》，合同约定公司向招行苏州分行申请借款 4.48 亿元，用于龙门教育股权的部分对价款。借款期限为 5 年，借款成本为 5 年期基准利率即 4.75%（年利率），借款期限内利率不变。担保条款为控股股东吴贤良提供连带责任担保，同时公司以其拥有的房地产提供抵押担保，吴贤良以其持有 2000 万股公司股份提供质押担保。</li> </ul>
龙门教育业绩承诺	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 由马良铭、马良彩、董兵、方锐铭、徐颖、丁文波、明旻、田珊珊和上海翊占信息科技中心（普通合伙）作为利润补偿责任人承诺龙门教育 2017 年、2018 年、2019 年实现的归属于母公司所有者的净利润按扣除非经常性损益前后孰低的原则，分别不低于 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元，否则由利润补偿责任人向科斯伍德支付补偿。同时，利润补偿责任人按相应比例在其与科斯伍德共同开设的第三方托管银行账户存入人民币现金 14,200 万元，以通过资产管理计划买入固定收益类理财产品作为承担业绩补偿责任的保证。</li> </ul>
交易进展	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截止 2018 一季报，公司已交割完成龙门教育 49.22% 的股权。同时，国都证券已按照《股权收购意向协议》与公司完成了龙门教育 0.54% 股权的交割。目前公司合计持有龙门教育 49.76% 股权，取得龙门教育 52.39% 股份的表决权，龙门教育已成为科斯伍德的控股子公司，并由 2018 年 Q1 正式并表。</li> </ul>

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 3：交易前龙门教育前十大股东情况**

序号	股东名称	期末持股比例
1	马良铭	36.44%
2	明旻	24.30%
3	董兵	8.10%
4	方锐铭	3.24%
5	上海德睦投资中心（有限合伙）	3.24%
6	马良彩	3.16%
7	丁文波	2.42%
8	新余智百扬投资管理中心（有限合伙）	2.42%
9	上海翊占信息科技中心（有限合伙）	2.19%
10	汇君资产管理（北京）股份有限公司	1.70%
合计		<b>87.21%</b>

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 4：2018Q1 龙门教育前十大股东情况**

序号	股东名称	期末持股比例
1	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	49.76%
2	马良铭	27.33%
3	明旻	8.10%
4	董兵	6.07%
5	马良彩	2.37%
6	徐颖	1.21%
7	方锐铭	1.08%
8	丁文波	0.82%
9	财富证券有限责任公司中心（有限合伙）	0.81%
10	红塔证券股份有限公司	0.81%
合计		<b>98.36%</b>

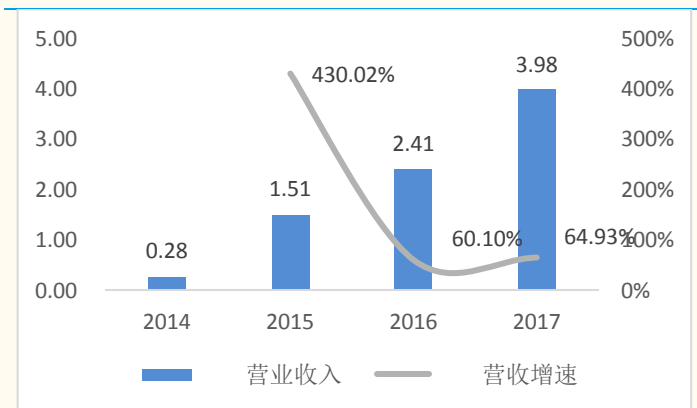
来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 龙门教育：中高考辅导领域龙头，立足西北，辐射全国

### 2.1 深耕中高考培训市场 16 年，2017 年收入增长 64.93%

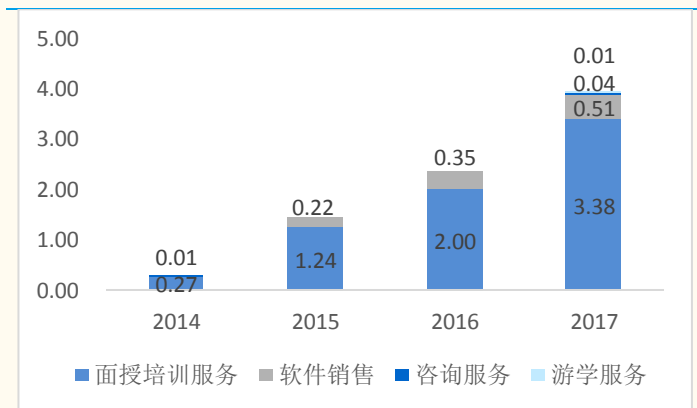
- 龙门教育是国内领先的中高考及 K12 综合教育服务机构，2016 年挂牌新三板 (838830.OC)。公司长期聚焦中高考复读培训细分赛道，并围绕高考综合改革和新课改，在原有业务形态基础上，新增艺术类高考、K12 辅导、生涯规划、素质拓展、套餐式培训、大数据志愿填报等服务。
- 公司主营业务是面向初中高中生提供封闭式中高考（含艺术类高考）培训、K12 课外培训（B2C 业务）以及教学软件及课程销售（B2B2C 业务）。全封闭中高考补习培训按学期收费，于收到学费款项时确认预收款项，并在学期内按直线法摊销相关的预收款项并确认收入。K12 课外培训按课时收费，于收到课时款项时确认预收款项，每月按实际消耗课时确认收入。教学软件及课程销售以软件产品交付购买方并收取对价时确认收入。
- 2018Q1 公司实现营收 1.17 亿元，同比+29.95%，归母净利 0.27 亿元，同比+38.95%。2017 年实现营收 3.98 亿元，同比+64.93%，归母净利 1.05 亿元，同比+50.56%。营收由面授培训、软件销售、咨询服务以及游学服务构成。2017 年面授培训营收 3.38 亿元，同比增长 68.2%，其中封闭培训收入较 16 年增加 4,239 万元，K12 课外培训收入较 16 年增加 9,506 万元；软件销售营收 5075.71 万元，同比增长 43.97%。公司 2017 年新增咨询服务，围绕软件技术与客户更深度合作，营收 365.29 万元；并新增国际部开展游学业务，营收 56.70 万元。

图表 5：2014-2017 龙门教育营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

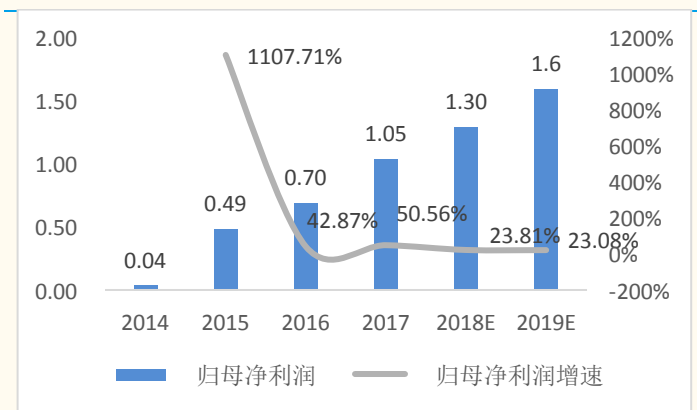
图表 6：2014-2017 龙门教育各业务营收（亿元）



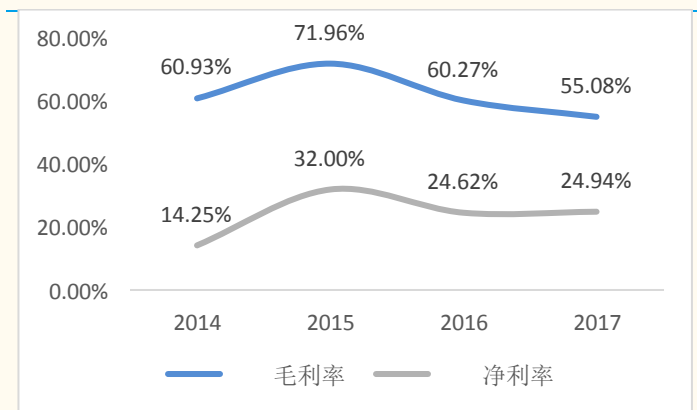
来源：Wind，国金证券研究所

- 毛利率受师资成本上升有所下降，净利率稳中有升：2017 年公司毛利率为 55.08%，同比-5.19pct，主要因师资等成本上升。公司净利率为 24.94%，同比+0.32pct，主要系研发费用率下降明显，而销售费用率有所上升。

图表 7：2014-2017 龙门教育净利润（亿元）及增速



图表 8：2014-2017 龙门教育毛利率及净利率



## 2.2 中高考全封闭培训龙头，发力 K12 课外培训，全国化扩张持续推进

- **赛道选择：聚焦中高考、中等生、中西部市场，做扎实后进行边界扩张。**
  - **中高考：**龙门初期聚焦 K12 阶段中初三到高三的阶段，主要是中高考学生，以考试结果为导向，对培训服务有刚需。同时竞争对手分散，新东方、好未来等相对在中高考培训领域优势不明显。
  - **中等生：**一般各地优质生源复读会去当地公办名校，龙门避开与公办名校的竞争，聚焦中等学生。中等生是指分数在二本线以下，高职线以上的群体，每年全国高考人数约 900 万人，这一群体大约有 400 多万，是高考群体中枣核型中间的部分，市场空间大。
  - **中西部：**一线城市学生高考后，有出国留学等分流因素；而中西部学生更多以高考为首选出路，对于高考培训需求更为迫切。同时近两年中西部省会及重点城市，城市化水平快速提升，对教育重视程度显著提升。
- **面授培训业务：主要包括封闭式中高考（含艺术类高考）培训和 K12 课外培训。**2017 年面授培训业务实现营业收入 3.38 亿元，同比+68%。其中封闭式培训营收 2.22 亿元，同比+24%；K12 课外培训营收 1.16 亿元，同比+458%。封闭式业务培训为公司持续耕耘近 16 年的业务，保持稳定增长，K12 课外培训为公司 2016 年起发力业务，2017 年得到迅猛增长。

图表 9：面授培训服务 2015-2017 年收入构成

单位：万元	2015	2016	2017
面授培训服务总计	12,433	20,081	33,826
yoy		62%	68%
封闭式培训	12,433	18,005	22,244
yoy		45%	24%
K12 课外培训	-	2,076	11,582
yoy			458%

来源：Wind，国金证券研究所

- ① 封闭式中高考培训模式：通过“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的“5+”龙门教育模式，面向直面中高考升学压力的学生，提供“教、管、学”一体的全封闭面授培训，已成功开展 15 年。学生首先要参加学科测验，学校根据能力水平将学员分为普通班、精品班、实验班、精品实验班，因材施教，根据不同的班型安排与本班型学生能力水平相适宜的课程。从录取情况来看，高三重点班一本上线率 53%，二本上线率 94%，中考部上线率 92%，近年来居于区域行业前列。截至 2017 年，公司拥有全封闭中高考补习培训校区 7 个，2017 年春季招生 9,877 人，秋季招生 13,151 人。

图表 10：封闭式中高考补习培训的学生规模、班级类型与报名收入和报名单价

全封闭中高考补习		2015 年			2016 年			2017 年 1-2 月		
补习类型	班级类型	学生人次 (注 1)	报名单价 (注 2) (万元/人次)	报名收入 (万元)	学生人次	报名单价 (万元/人)	报名收入 (万元)	学生人次	报名单价 (万元/人)	报名收入 (万元)
高考补习	普通班	-	-	-	2,118	0.57	1,206.37	873	0.57	497.41
	精品班	2,080	0.91	1,886.41	4,061	1.00	4,042.21	3,223	0.96	3,105.00
	冲刺班	-	-	-	540	1.60	864.00	-	-	-
	实验班	1,845	1.72	3,165.40	659	1.66	1,096.32	268	1.66	444.51
	精品实验班	223	2.74	610.05	226	2.95	665.99	-	-	-

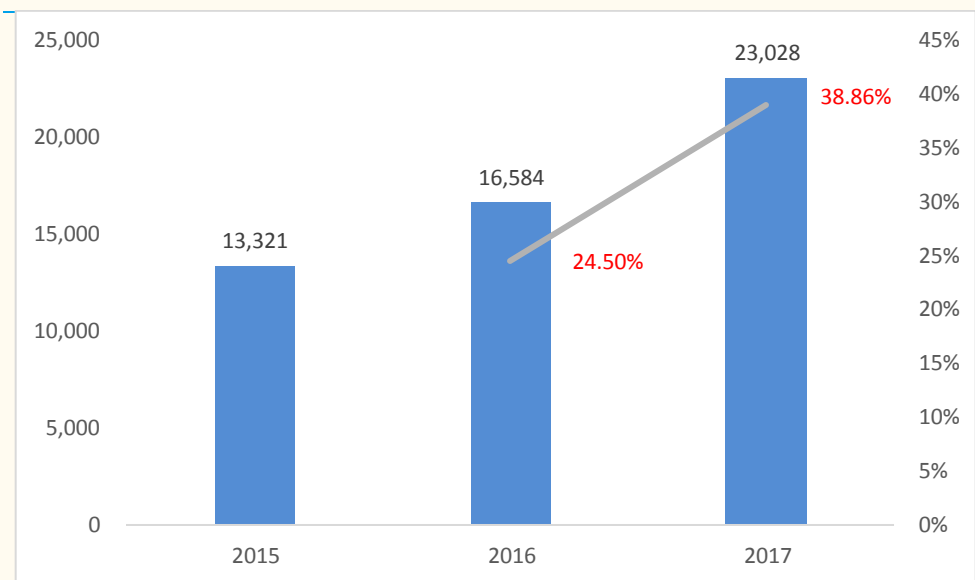
	承诺班	-	-	-	-	-	-	103	3.08	317.75
	小计	4,148	1.37	5,661.86	7,604	1.04	7,874.88	4,467	0.98	4,364.67
中考补习	普通班	5,198	0.35	1,839.24	3,239	0.57	1,844.45	772	0.57	439.60
	精品班	2,391	0.83	1,978.49	4,125	1.06	4,374.60	2,973	1.07	3,185.52
	实验班	1,464	1.82	2,669.51	1,375	1.64	2,255.41	816	1.67	1,361.71
	承诺班	120	3.44	413.15	241	2.69	648.61	139	2.80	388.86
	小计	9,173	0.75	6,900.39	8,980	1.02	9,123.07	4,700	1.14	5,375.69
	合计	13,321	0.94	12,562.25	16,584	1.02	16,997.95	9,167	1.06	9,740.36

注1：学生人次系当年度春季招生的报名人数和秋季招生的报名人数之和。

注2：报名单价系当年度春季招生和秋季招生的报名收入之和除以当年度学生人次，即单个学生每学期的平均学费。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2015-2017 封闭式中高考补习招生人次及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- ② K12 课外培训：面向中小学生提供个性化课外辅导服务，重点开设一对一、小班教学。2016 年开始由龙门教育旗下龙门尚学、武汉龙门尚学等主体开展。主要目的为积累客户基础，以初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生为目标群体，为全封闭 VIP 校区开设流量入口。2017 年，龙门课外学习中心新增按效果付费的强化训练课，将线下培训与智能软件相结合，创设“短期集训+免费跟踪教学服务”教学模式，兼顾学习效率和学习效果。同时“英语集训赢”系列产品在 K12 培训中心落地推广，未来将陆续开通数学、语文、物理等模块，实现高考“6 选 3”学科全覆盖。截至 2017 年，目前业务已遍布全国 11 个城市，拥有 61 个校区，在读学生人数达 5,100 人。

图表 12：K12 课外培训教学点运营情况

项目	2016.6.30	2016.12.31	2017.6.30
教学点累计数量	26	58	62
累计收入（万元）	472	2,076	7,675

来源：公司公告，国金证券研究所



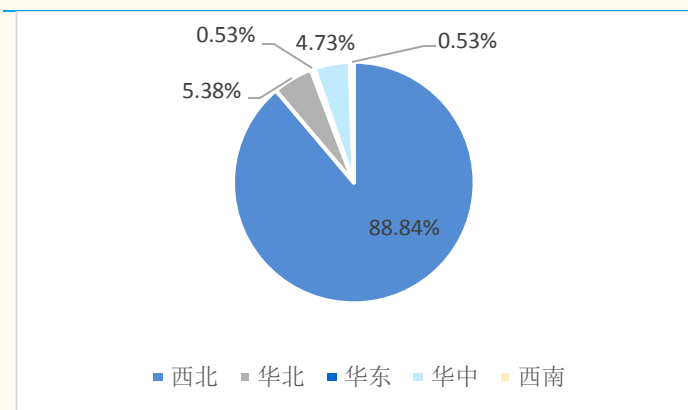
图表 13: K12 课外培训全国布局情况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

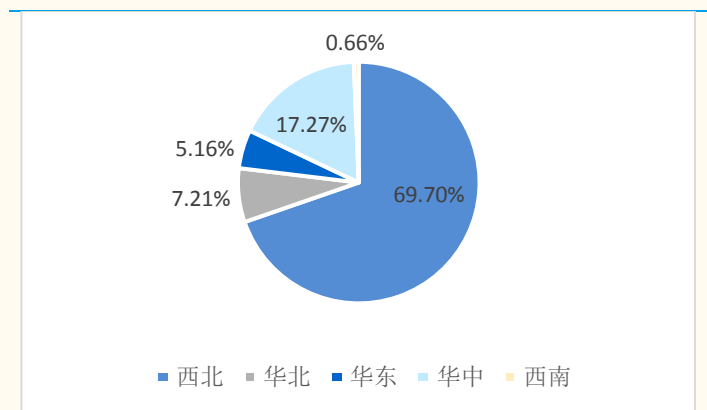
- 教学软件及课程销售业务:** 公司享有《龙门单词突击集训赢软件 V1.0》、《龙门校务云 ERP 管理系统 V1.0》、《跃龙门交互式教学系统 V2.0》、《跃龙门阅读宝系统 V1.0》等十四款计算机软件著作权, 陆续开发了用以支撑线下培训的《跃龙门中高考知识点挖掘机》、《龙门精讲》、《学习空间站》等功能性产品, 及《龙门单词突击集训赢》、《写作赢》、《分级阅读》等软件和培训结合的课程产品。教学软件与课程研发为龙门提供更加科学、更加智能的教学方式, 同时采用 B2B2C 业务模式向合作机构输出产品及服务。教学软件研发为全封闭中高考补习培训学校和 K12 学习中心提供智能教学软件、校务管理系统, 以数据技术驱动线下教学效率提升。**2017 年软件销售营收 5075.71 万元, 同比增长 43.97%, 43.97%, 主要系深圳跃龙门开发新软件拓展新客户所致。**
- 咨询业务和游学服务均为公司 2017 年新增业务:** 其中咨询服务充分围绕软件技术拓展开与客户更深度、全面的合作; 国际部游学业务旨在吸引学员走出国门拓宽视野, 多领域多维度实现公司创收。**2017 年咨询服务, 营收 365.29 万元; 游学业务营收 56.70 万元, 目前在营业收入中占比较低。**
- 公司业务立足西北、走向全国:** 2017 年收入在区域上更加广泛。以武汉为首的华中地区 K12 培训业务异军突起, 占主营业务收入的比例从 4.73% 猛增至 17.27%, 华北、华东区域也有一定程度的增加, 使得西安为主的西北地区的整体收入占比相对下降, 全面践行从区域到全国的发展战略。

图表 14: 2016 年龙门教育各地区营收占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 2017 年龙门教育各地区营收占比



来源: Wind, 国金证券研究所



图表 17: 龙门教育在线测评工具



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **技术研发优势, 极大提高教学效率:** 公司旗下跃龙门育才科技为“双软认证”企业, 荣获 CIEC2017 中国互联网教育大会“中国互联网教育创新企业”、新浪教育盛典“年度教育行业科技创新产品”等多项荣誉, 享有 14 个计算机软件著作权。互联网基因的注入, 为龙门教育增设更多增值服务提供可能; 软件产品的研发, 是公司在线下业务扩张外, 快速布局三四线城市的关键; 软件+线下培训的**课程创新, 打造高效率、高性价比的学习体验, 成为公司“效率减负”方针的实施保障。**

图表 18: 跃龙门电子多媒体备课系统



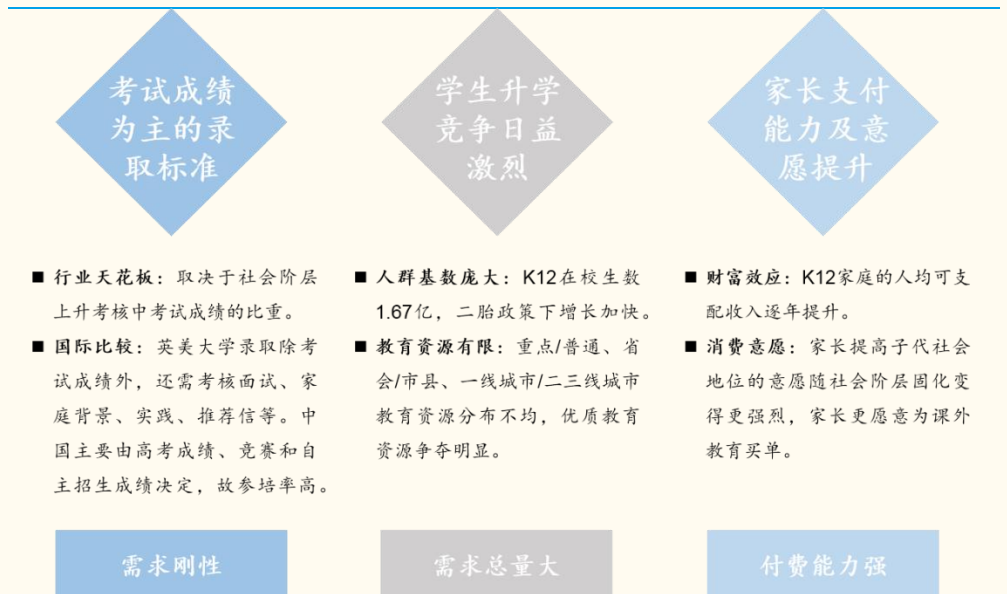
来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **团队人才优势, 优化运营管理:** 以龙门教育创始人马良铭先生为代表的教学和教研团队, 在中高考“中等生”培训方面有 20 多年的实践经验, 并在近年开始探索将教学与大数据技术结合的创新之路。以总经理黄森磊先生为代表的运营管理团队, 有多家全国规模教育类上市企业的管理经验。“平台+创业”的教育合伙人模式及内部激励机制, 吸引大批行业创业者, 有利于公司整合教育资源并进行区域运营人才储备。

### 3. 三大因子推动 K12 课外培训持续发展，行业格局有待优化

- **考试成绩为主的录取标准、学生升学日益激烈的竞争及家长支付能力及意愿的提升**这三大因子决定了我国 K12 课外培训行业的需求刚性、需求总量大且付费能力强。
  - **考试成绩为主的录取标准决定了需求刚性**：K12 课外培训行业的天花板由社会阶层上升考核中考试成绩的比重所决定，不同于英美大学除考试成绩外，还需考核面试、家庭背景、实践、推荐信等的录取方式。中国主要由高考成绩、竞赛和自主招生成绩决定，故参培率高。
  - **学生升学日益激烈的竞争决定了需求总量大**：我国 K12 人群基数庞大，二胎政策影响下啊啊下增长加快。但我国的教育资源却十分有限，因此重点/普通、省会/市县、一线城市/二三线城市教育资源分布不均，大量学生争夺优质教育资源的現象十分显著。
  - **家长收入水平的提升决定了 K12 培训的强付费能力**：目前我国 K12 家庭的人均可支配收入逐年提升，家长提高子代社会地位的意愿随社会阶层固化变得更强烈，家长更愿意为课外教育买单。

图表 19：K12 课外培训行业驱动因子



来源：国金证券研究所

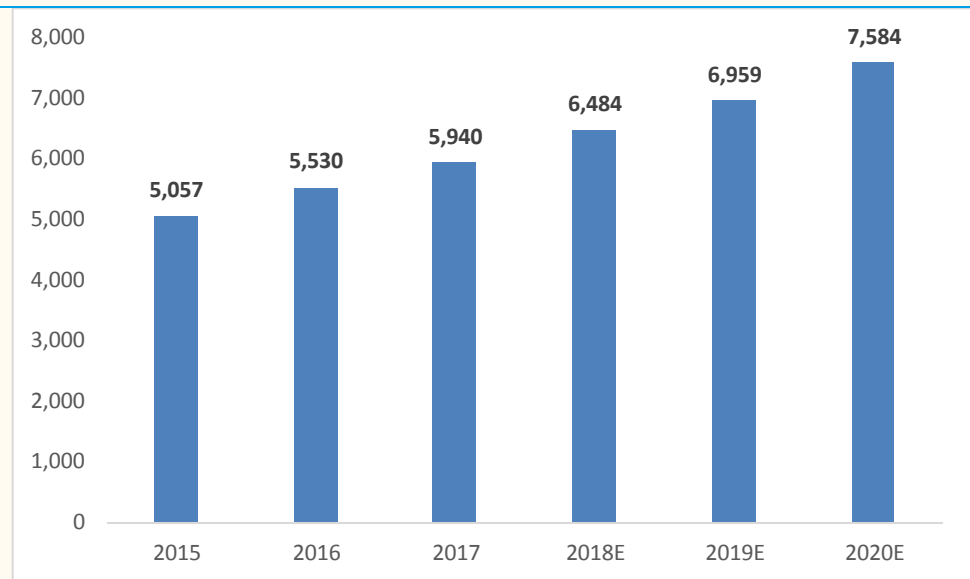
- **我国 K12 课外培训行业规模**：2017 年我国中小学在校生人数约为 1.67 亿，经测算，预计 2020 年中小学在校生人数突破 1.7 亿，城镇课外辅导渗透率突破 65%，单个学生年平均花费 6,863 元，2020 年 K12 课外辅导市场规模有望突破 7,584 亿元。

图表 20：我国 K12 课外培训行业规模测算

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
我国中小学在校生人数 (亿人)	1.65	1.66	1.67	1.68	1.69	1.7
课外辅导渗透率	57%	59%	60%	62%	63%	65%
单个学生每年平均花费 (元)	5,377	5,646	5,928	6,225	6,536	6,863
<b>K12 课外辅导市场规模 (亿元)</b>	<b>5,057</b>	<b>5,530</b>	<b>5,940</b>	<b>6,484</b>	<b>6,959</b>	<b>7,584</b>

来源：Frost & Sullivan, 腾讯课堂, 国金证券研究所

图表 21: 2015-2010E 我国 K12 课外培训行业规模 (亿元)



来源: Frost & Sullivan, 腾讯课堂, 国金证券研究所

- **当前行业格局较为分散:** 由于不同省市中高考命题、教材和师资差异显著, 标准化扩张难度较大, 但进入门槛却相对较低, 预付模式下现金流压力不大, 所以培训机构及其分散。行业龙头新东方、好未来合计市占率不足 4%。营业收入在百万元以下的小机构数量庞大, 规模很小, 无特色化产品, 分布广泛, 总量占 K12 课外辅导领域的半壁江山。
- **从竞争区域来看:** 北上广深等一线城市竞争格局已经基本稳定, 教学点分布基本饱和, 目前各大机构积极抢占二线城市, 品牌竞争进入白热化。三四线城市由于缺乏优质的高等教育资源, 较难达到教育品牌扩张的条件, 但新东方等品牌通过双师等方式在积极渗入三四线城市。
- **具有品牌和资本优势的企业市占率将逐步提升:** 随着高考全国统一命题逐渐成为主流、教培行业进入门槛地不断提升, 具有深厚品牌积淀和强大资本实力的教培机构将进一步实现异地扩张, 提升市占率。

图表 22: K12 课外培训市场行业格局

类型	名称	业务类型	覆盖城市数	教学点数量	在校学生数	资本市场进展
全国	新东方	多元化综合	75	855	486 万	美股上市公司 (EDU.N)
	好未来	多元化综合	35	567	394 万	美股上市公司 (TAL.N)
	学大教育	线下 1 对 1	123	585	/	2016 年从美股退市借壳 A 股紫光 (000526.SZ)
	精锐教育	线下 1 对 1、1 对 3、班课	42	225	/	美股上市公司 (ONE.N)
	龙文教育	线下 1 对 1	20+	400+	5 万+	2016 年被勤上股份 (002638.SZ) 收购
	巨人教育	线下 1 对 1、班课	30+	200+ 直营 400+ 加盟	20 万+	2014 年引进清华旗下启迪控股战略投资
	京翰教育	线下 1 对 1	20+	263	/	2015 年恒立实业 (000622.SZ) 曾经试图收购
区域	卓越教育	线下 1 对 1、班课	9, 华南(7)	160+	/	2010 年获红杉投资
	昂立教育	线下班课	江浙沪(6)	125+	/	2014 年通过资产重组注入新南洋 (600661.SH)

龙门教育	线下复读、1对1、班课	西北(11)	全日制(5) 辅导(61)	2万+	(838830.OC)2017年12月被科斯伍德(300192)控股
高思教育	1对1、班课、B端内容与服务输出	北京	32+	6万+	2016年挂牌新三板(870155.OC)
邦德教育	线下班课	深圳	50+	/	2017年12月pre IPO轮融资,估值约45亿
平行线教育	线下+线上班课、VIP	河南(7)、安徽(1)、陕西(1)	46	15万+	2017年10月完成创新工场领投最新一轮融资
明师教育	线下复读、1对1、班课	广东(4)	71	/	(837957.OC)已摘牌
金石教育	线下1对1、班课	山东(9)	54	/	(872035.OC), 申请摘牌
大智教育	线下班课	山东(9)	34	1.5万	2016年挂牌新三板(871938.OC)
佳一教育	班课、B端内容与服务输出	华东(7)	29+	1.6万+	(833142.OC)已摘牌

来源: 截止2018年5月公司官网及年报最新披露数据, 国金证券研究所

#### 4.投资建议

- **K12 培训行业空间巨大**, 且分散度高, 地域性龙头具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒, 龙门教育从高考补习业务伊始, 成功拓展中考补习业务, K12 培训, 艺术高考培训, 目前在西安市已有超过 13,000 人的在校学生, 且在校人数仍保持较快增长, 未来异地扩张, 营收利润再上台阶可期, 因此我们看好立足西北, 辐射全国的中高考及 K12 辅导龙头龙门教育。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.308/0.413/0.534 元, 对应 PE 为 32x/24x/19x, 首次覆盖给予买入评级, 目标价 12.3 元。

#### 5.风险提示

- **教育业务新市场及新校区开拓不达预期**: 龙门教育在新地区品牌影响力和招生不达预期, 导致新校区开展不利的风险。
- **教育业务政策风险**: 教育行业是国家监管较为严格的行业, 外部政策环境的变化、国家课程改革的推进将对公司经营过程产生持续影响。
- **并购整合风险**: 龙门教育所处行业与科斯伍德目前业务领域不同, 两者仍需在财务管理、人力资源管理、制度管理、公司文化、群体协同、业务系统等方面进行优化整合, 以发挥绩效, 但整合可能无法达到预期效果。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>495</b>	<b>490</b>	<b>472</b>	<b>1,054</b>	<b>1,272</b>	<b>1,526</b>
增长率		-1.1%	-3.6%	123.3%	20.7%	20.0%
主营业务成本	-388	-375	-383	-632	-761	-897
%销售收入	78.4%	76.5%	81.2%	59.9%	59.9%	58.8%
毛利	107	115	89	422	511	629
%销售收入	21.6%	23.5%	18.8%	40.1%	40.1%	41.2%
营业税金及附加	-2	-5	-4	-9	-11	-14
%销售收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-30	-34	-29	-79	-114	-145
%销售收入	6.0%	6.9%	6.2%	7.5%	9.0%	9.5%
管理费用	-41	-38	-46	-94	-120	-154
%销售收入	8.2%	7.8%	9.8%	8.9%	9.4%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	35	39	9	240	265	316
%销售收入	7.0%	7.9%	1.9%	22.8%	20.8%	20.7%
财务费用	3	3	-5	-34	-30	-17
%销售收入	-0.6%	-0.5%	1.1%	3.2%	2.3%	1.1%
资产减值损失	-1	-2	-1	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	37	40	6	204	235	298
营业利润率	7.4%	8.1%	1.3%	19.3%	18.5%	19.5%
营业外收支	4	4	3	3	3	3
税前利润	41	44	9	207	238	301
利润率	8.2%	8.9%	1.9%	19.6%	18.7%	19.7%
所得税	-6	-8	-3	-68	-59	-75
所得税率	14.7%	17.8%	32.8%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润	35	36	6	139	178	226
少数股东损益	0	0	0	64	78	97
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>75</b>	<b>100</b>	<b>129</b>
净利率	7.0%	7.4%	1.2%	7.1%	7.9%	8.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	35	36	6	139	178	226
少数股东损益	0	0	0	64	78	97
非现金支出	26	33	33	23	20	19
非经营收益	1	-1	4	39	36	27
营运资金变动	-15	-9	-17	-150	62	38
<b>经营活动现金净流</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>297</b>	<b>311</b>
资本开支	-30	-15	-5	22	22	19
投资	0	-9	-471	-1	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>-23</b>	<b>-477</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>19</b>
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	0	0	638	20	-158	-122
其他	-8	-10	-8	-42	-39	-30
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>630</b>	<b>-22</b>	<b>-198</b>	<b>-152</b>
<b>现金净流量</b>	<b>9</b>	<b>28</b>	<b>180</b>	<b>49</b>	<b>121</b>	<b>178</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	161	181	362	411	532	710
应收款项	228	219	217	439	529	635
存货	67	65	88	121	146	172
其他流动资产	5	2	10	108	16	19
流动资产	461	467	677	1,079	1,223	1,536
%总资产	57.5%	57.7%	39.8%	52.3%	56.4%	62.7%
长期投资	0	9	39	40	39	39
固定资产	309	301	288	258	229	201
%总资产	38.4%	37.2%	16.9%	12.5%	10.6%	8.2%
无形资产	29	29	688	678	669	662
非流动资产	342	342	1,025	986	947	912
%总资产	42.5%	42.3%	60.2%	47.7%	43.6%	37.3%
<b>资产总计</b>	<b>803</b>	<b>809</b>	<b>1,702</b>	<b>2,065</b>	<b>2,171</b>	<b>2,448</b>
短期借款	0	0	260	280	122	0
应付款项	108	84	172	351	423	504
其他流动负债	16	17	38	63	76	169
流动负债	124	101	470	694	621	673
长期贷款	0	0	378	378	378	378
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
<b>负债</b>	<b>124</b>	<b>101</b>	<b>848</b>	<b>1,072</b>	<b>999</b>	<b>1,051</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>679</b>	<b>705</b>	<b>706</b>	<b>781</b>	<b>881</b>	<b>1,010</b>
少数股东权益	0	3	148	212	290	387
<b>负债股东权益合计</b>	<b>803</b>	<b>809</b>	<b>1,702</b>	<b>2,065</b>	<b>2,171</b>	<b>2,448</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.143	0.148	0.024	0.308	0.413	0.534
每股净资产	2.798	2.907	2.911	3.219	3.632	4.165
每股经营现金净流	0.191	0.242	0.110	0.209	1.223	1.282
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.12%	5.11%	0.82%	9.58%	11.36%	12.81%
总资产收益率	4.32%	4.45%	0.34%	3.62%	4.61%	5.29%
投入资本收益率	4.35%	4.48%	0.40%	9.75%	11.90%	13.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-4.98%	-1.08%	-3.60%	123.25%	20.65%	19.98%
EBIT增长率	-9.63%	11.43%	-76.98%	2604.01%	10.41%	19.27%
净利润增长率	-12.15%	3.68%	-83.99%	1197.64%	33.77%	29.34%
总资产增长率	-1.38%	0.81%	110.31%	21.30%	5.12%	12.77%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	99.0	99.7	103.4	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	58.7	64.5	73.1	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	86.8	81.0	79.1	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	226.2	224.0	221.5	88.9	65.4	47.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-23.79%	-25.55%	32.37%	24.91%	-2.72%	-23.77%
EBIT利息保障倍数	-11.9	-14.9	1.8	7.1	8.9	18.2
资产负债率	15.47%	12.50%	49.83%	51.93%	46.05%	42.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH