

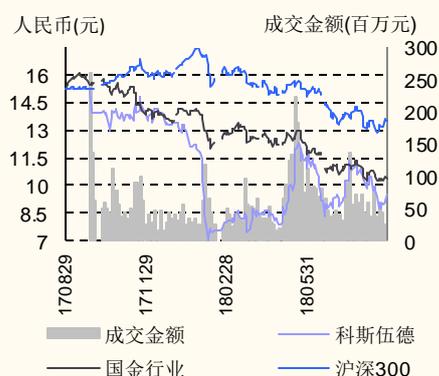
科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.49 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)	2,301.80
年内股价最高最低 (元)	15.26/7.00
沪深 300 指数	3386.57



相关报告

1. 《科斯伍德: 2018H1 业绩预告增幅超 600%, 龙门教育有望超...》, 2018.7.13
2. 《科斯伍德——区域性 K12 教培龙头 龙门教育并表, 优势品牌 K12...》, 2018.5.11

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

科斯伍德 18 半年报点评: 归母净利润增幅达 657% 符合预告, 龙门教育全年有望超业绩承诺

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	0.449	0.420	0.515
每股净资产 (元)	2.91	2.91	3.36	3.78	4.29
每股经营性现金流 (元)	0.24	0.11	0.14	1.22	1.26
市盈率 (倍)	101.74	563.79	21.15	22.61	18.43
净利润增长率 (%)	3.68%	-83.99%	1788.02%	-6.48%	22.72%
净资产收益率 (%)	5.11%	0.82%	13.36%	11.10%	11.99%
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

业绩简评

- 科斯伍德 2018 年上半年实现营收 4.72 亿元, +114% yoy, 归母净利润 7232 万元, +657% yoy (业绩预告为 655%-685%)。公司业绩大幅增长主要由于①收到龙门教育以 2017 年度末可供分配利润为基础的现金分红款, 为公司贡献利润 4968 万元。②报告期内, 公司将龙门教育纳入合并财务报表, 新增教育板块业务为公司贡献营收 2.41 亿元, 贡献利润为 2804 万元。

事件简评

- 龙门教育下半年业绩值得期待, 深耕 K12 培训的教育业务未来将持续增加利润增长点。①因龙门教育 2017 年还未并表, 公司持有其 49.8% 股权, 于 2018 年 5 月 31 日收到龙门教育以 2017 年度末可供分配利润为基础的现金分红款约 4968 万元。根据现行会计准则, 由于分红来自龙门教育并表之前的利润, 因此计入科斯伍德 2018 年投资收益。实际上, 科斯伍德收到的现金分红款相当于抵减了收购龙门教育的成本, 使得实际收购成本更低, 因会计处理, 在科斯伍德 2018 年报表中体现为净利润增加。②龙门教育 2018H1 实现营收 2.41 亿元, +31% yoy; 归母净利润为 5763 万元, +34% yoy, 超 2018Q1 预告中的 5200 万元, 2017H1 归母净利润约占全年归母净利润 40.8%, 有望超预期完成 2018 全年 1.3 亿的业绩承诺。龙门教育未来有望以高利润率的全封闭式学校为基础, 以全封闭式学校的异地扩张为业绩核心驱动。其西安校区的封闭式培训业务 2018 年 7 月预收下半年学费 1.5 亿元左右, +40% yoy。③2018H1 公司原有胶印油墨业务板块经营较好, 相比 2017H1 油墨产品综合毛利率有所提高。
- 投资建议: 科斯伍德持有龙门教育 49.8% 股权, 龙门教育 2018 年成功并表, 其作为 K12 封闭式培训公司本身质地优良。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 13000 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。科斯伍德现在整体市值仅 22 亿, 对应 19 年 PE 仅 23x, 考虑到其市值较小, 且龙门教育在行业地位是区域性龙头, 有一定溢价, 这个估值是有吸引力的, 保持推荐。
- 风险提示: 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。

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
主营业务收入	495	490	472	1,054	1,272	1,526
增长率		-1.1%	-3.6%	123.3%	20.7%	20.0%
主营业务成本	-388	-375	-383	-632	-761	-904
%销售收入	78.4%	76.5%	81.2%	59.9%	59.9%	59.3%
毛利	107	115	89	422	511	622
%销售收入	21.6%	23.5%	18.8%	40.1%	40.1%	40.7%
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	309
%销售收入	7.0%	7.9%	1.9%	22.8%	20.8%	20.2%
财务费用	3	3	-5	-33	-27	-16
%销售收入	-0.6%	-0.5%	1.1%	3.1%	2.2%	1.0%
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	50	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	19.3%	0.0%	0.0%
营业利润	37	40	6	255	237	292
营业利润率	7.4%	8.1%	1.3%	24.2%	18.7%	19.2%
营业外收支	4	4	3	3	3	3
税前利润	41	44	9	258	240	295
利润率	8.2%	8.9%	1.9%	24.4%	18.9%	19.3%
所得税	-6	-8	-3	-85	-60	-74
所得税率	14.7%	17.8%	32.8%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润	35	36	6	173	180	221
少数股东损益	0	0	0	64	78	97
归属于母公司的净利润	35	36	6	109	102	125
净利率	7.0%	7.4%	1.2%	10.3%	8.0%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	35	36	6	173	180	221
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	-12	34	26
营运资金变动	-15	-9	-17	-150	62	39
经营活动现金净流	46	59	27	34	296	306
资本开支	-30	-15	-5	22	22	19
投资	0	-9	-471	-1	0	0
其他	0	1	0	50	0	0
投资活动现金净流	-30	-23	-477	70	22	19
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	0	0	638	-14	-160	-86
其他	-8	-10	-8	-41	-37	-29
筹资活动现金净流	-8	-7	630	-55	-197	-115
现金净流量	9	28	180	49	121	210

来源：公司年报、国金证券研究所

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	742
应收款项	228	219	217	439	529	635
存货	67	65	88	121	146	173
其他流动资产	5	2	10	108	16	19
流动资产	461	467	677	1,079	1,223	1,569
%总资产	57.5%	57.7%	39.8%	52.3%	56.4%	63.2%
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%	8.1%
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%	36.8%
资产总计	803	809	1,702	2,065	2,171	2,481
短期借款	0	0	260	246	86	0
应付款项	108	84	172	351	423	506
其他流动负债	16	17	38	63	76	169
流动负债	124	101	470	660	586	675
长期贷款	0	0	378	378	378	378
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	124	101	848	1,038	964	1,053
普通股股东权益	679	705	706	815	917	1,042
少数股东权益	0	3	148	212	290	387
负债股东权益合计	803	809	1,702	2,065	2,171	2,481

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.143	0.148	0.024	0.449	0.420	0.515
每股净资产	2.798	2.907	2.911	3.359	3.779	4.294
每股经营现金净流	0.191	0.242	0.110	0.140	1.220	1.260
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.12%	5.11%	0.82%	13.36%	11.10%	11.99%
总资产收益率	4.32%	4.45%	0.34%	5.27%	4.69%	5.03%
投入资本收益率	4.35%	4.48%	0.40%	9.75%	11.90%	12.82%
增长率						
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%	16.44%
净利润增长率	-12.15%	3.68%	-83.99%	1788.02%	-6.48%	22.72%
总资产增长率	-1.38%	0.81%	110.31%	21.30%	5.12%	14.30%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.79%	-25.55%	32.37%	20.77%	-5.61%	-25.47%
EBIT利息保障倍数	-11.9	-14.9	1.8	7.4	9.7	19.5
资产负债率	15.47%	12.50%	49.83%	50.28%	44.40%	42.43%

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	1	6	11	20
增持	0	2	4	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	1.67	1.64	1.44	1.33

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-11	买入	9.92	12.30~12.30
2	2018-07-13	买入	9.44	N/A

来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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