

增持

——维持

科斯伍德 (300192)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2018年08月31日

行业: 教育



业绩亮眼, 龙门教育高增长可期

——2018H1 业绩点评

分析师: 周菁
 Tel: 021-53686158
 E-mail: zhoujing@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2018.8.30)

报告日股价 (元)	9.23
12mth A 股价格区间 (元)	7.00-15.26
总股本 (百万股)	242.55
无限售 A 股/总股本	71.06%
流通市值 (亿元)	15.91
每股净资产 (元)	2.79
PBR (X)	3.30

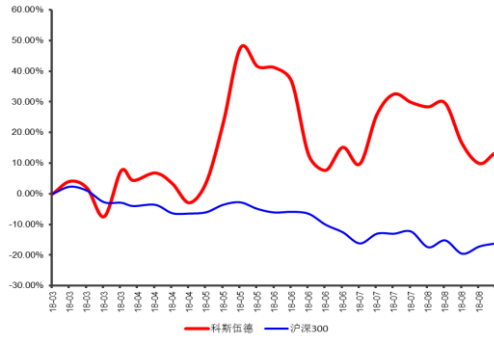
主要股东 (2018H1)

吴贤良	38.58%
吴艳红	7.78%
余国燕	1.54%
祁进	0.97%
何志坚	0.94%

收入结构 (2018H1)

教育	51.1%
油墨	48.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



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》

■ 公司动态事项

公司发布2018半年报, 上半年实现营收4.72亿元, 同比增长113.89%, 归属净利润7232万元, 同比增长657.33%, 扣非归属净利润2131万元, 同比增长205.13%, EPS为0.30元/股。

■ 事项点评

龙门教育保持快速增长, 分红&并表贡献业绩

公司上半年实现归属净利润7232万元, 主要系龙门教育现金分红贡献利润4968万元、业绩并表贡献利润2804万元, 龙门教育成为公司业绩的重要支撑点。龙门教育上半年实现营收2.41亿元, 同比增长30.59%, 实现净利润5531万元, 同比增长41.83%, 归属净利润5763万元, 同比增长34.15%, 保持快速增长态势。油墨业务实现营收约2.31亿元, 同比增长4.58%, 经营稳健, 预计贡献利润约1000万元, 有效抵消收购龙门教育的并购贷款利息支出1501万元。教育业务毛利率高达50.17%, 受高毛利的教育业务并表影响, 公司综合毛利率同比提高15.45pct至35.44%, 盈利显著提升。

龙门教育: VIP校区利润根基+K12业务收入增量新源泉, 控费有效提升盈利

龙门教育上半年营收总计增加5697万元, 其中Q1/Q2营收增速分别为29.95%、31.90%, 增速稳步提升。(1) 全封闭VIP校区是龙门教育发展战略要点, 享有高利润率, 为业绩增长的核心驱动力。目前全国共有7个VIP校区, 上半年营收同比增加2802万元, 主要系实验班和精品班比重上升、学生人均收费金额增加。西安封闭校区7月份当月预收下半年学费约1.5亿元, 同比增长超过40%, 8月招生仍在持续, 后续增长动力强劲。(2) K12课外培训为VIP校区提供强大生源入口, 目前在全国11个城市布点, 上半年营收同比增加2394万元, 逐渐成为龙门收入增长的新源泉。K12业务重点设置1对1和小班教学, “英语集训赢”推广显成效, 现已覆盖22个省区、47座城市, 为龙门赢得口碑、创造收入。根据国务院《意见》, 龙门已制定以3个月为中心的“两季三训”短期培训模式, 预计年内完成所有课程体系的调整。(3) 线上打造学科全系列产品 and 互联网在线教育产品, 助力撬动三四线城市, 上半年收入同比增加501万元。报告期内, 龙门教育毛利率下降3.08pct至50.48%, 主要系毛利率较低的K12业务收入占比提升及教师等人工成本增加。龙门教育控费有效, 销售/管理费用率分别下降2.08pct/3.59pct至12.95%、10.57%, 为净利润增加释放空间, 归属净利率同比提高0.57pct至23.91%。

■ 投资建议

我们预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 1.05/0.99/1.28 亿元, 对应 EPS 分别为 0.44/0.41/0.53 元/股, 对应 PE 分别为 21/23/17 倍 (按 2018/8/30 收盘价计算)。我们认为, 公司收购的龙门教育是中高补龙头, 全封闭 VIP 校区模式成熟、盈利能力强, 开启省外拓展; K12 业务全国布局, 为 VIP 校区引流, 营收快速增长; 线上产品助力渠道下沉三四线城市, 各条业务线发展态势良好, 保障未来持续的高增长。当前估值处于低位, 维持“增持”评级。

■ 风险提示

毛利率持续下降风险；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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	1033.09	1202.24	1379.54
年增长率		118.81%	16.37%	14.75%
归属于母公司的净利润	5.76	105.41	99.48	128.07
年增长率		1730.03%	-5.63%	28.74%
每股收益 (元)	0.02	0.44	0.41	0.53
PER (X)	461.5	21.0	22.5	17.4

注：有关指标按当年股本摊薄（股价为 2018/8/30 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	362	310	367	414
应收和预付款项	226	745	385	911
存货	88	168	119	201
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	27	27	27	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	288	249	209	169
无形资产和开发支出	638	633	629	624
其他非流动资产	73	58	48	38
资产总计	1702	2191	1784	2386
短期借款	190	473	0	315
应付和预收款项	280	299	237	369
长期借款	378	378	378	378
其他负债	1	70	70	70
负债合计	848	1220	685	1132
股本	243	243	243	243
资本公积	201	201	201	201
留存收益	265	315	363	426
归属母公司股东权益	706	758	806	869
少数股东权益	148	213	293	384
股东权益合计	854	971	1099	1253
负债和股东权益合计	1702	2191	1784	2386

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	27	-215	606	-181
投资活动产生现金流量	-477	-3	-3	-3
融资活动产生现金流量	630	202	-547	231
现金流量净额	180	-17	57	47

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	472	1033	1202	1380
营业成本	383	639	716	801
营业税金及附加	4	9	11	13
营业费用	29	103	120	145
管理费用	46	103	120	145
财务费用	5	28	23	19
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	0	50	0	0
其他收益	1	0	0	0
营业利润	6	200	211	258
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	9	200	211	258
所得税	3	30	32	39
净利润	6	170	179	219
少数股东损益	0	65	80	91
归属母公司股东净利润	6	105	99	128

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	18.78%	38.15%	40.40%	41.97%
EBIT/销售收入	2.22%	22.08%	19.49%	20.06%
销售净利率	1.24%	16.49%	14.93%	15.88%
ROE	0.82%	13.91%	12.34%	14.73%
资产负债率	49.83%	55.70%	38.39%	47.46%
流动比率	1.44	1.45	2.84	2.02
速动比率	1.25	1.25	2.45	1.76
总资产周转率	0.38	0.47	0.67	0.58
应收账款周转率	3.53	1.45	3.38	1.58
存货周转率	4.99	3.81	6.00	3.97

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

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。