

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10月10日

行业: 教育



# 拟收购龙门教育剩余股权，聚焦做大教育业务

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

## 基本数据 (2018.10.9)

报告日股价 (元)	9.02
12mth A 股价格区间 (元)	7.00-14.81
总股本 (百万股)	242.55
无限售 A 股/总股本	71.06%
流通市值 (亿元)	15.55
每股净资产 (元)	2.79
PBR (X)	3.23

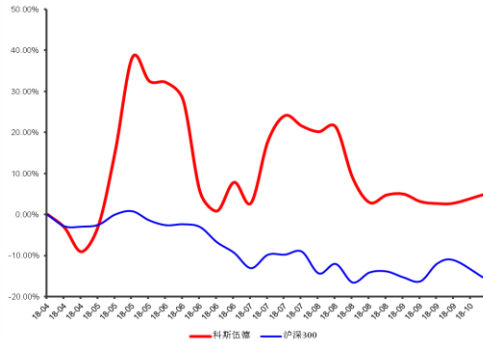
## 主要股东 (2018H1)

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》
- 《科斯伍德 (300192) 2018H1 业绩点评: 业绩亮眼, 龙门教育高增长可期》

## ■ 公司动态事项

公司发布公告, 拟以现金加发行股份的方式收购龙门教育剩余50.24%股权, 与龙门教育及其主要股东马良铭先生签署了《意向性合作协议》。

## ■ 事项点评

### 拟收购龙门教育剩余股权, 聚焦做大教育业务

公司现持有龙门教育 49.76% 股权, 为其控股股东。龙门教育于 2018 年开始并表, 上半年现金分红贡献利润 4968 万元、业绩并表贡献利润 2804 万元, 成为公司业绩的重要增长点。本次交易, 公司拟以现金加发行股份的方式向马良铭和上海翊占信息收购剩余 50.24% 股权, 若收购完成, 公司将持有龙门教育 100% 股权。标的业绩承诺 2017-2019 年实现净利润分别不低于 1.0/1.3/1.6 亿元, 若全额并表将明显增厚公司业绩。龙门教育聚焦中西部、中等生、中高考培训 (学科素养培训+综合素质培养), 差异化定位奠定区域龙头地位, 同时开启省外布局, 扩大成长空间。

### 配合转型, 战略收缩非核心业务

公司通过收购龙门教育转型至教育行业, 未来将聚焦做大教育产业。配合战略调整, 公司拟缩减非核心业务, 结束法国全资子公司及其下属波兰公司相关业务, 终止对外投资设立法国子公司, 并拟停止连云港全资子公司的业务经营。公司将进一步集中资源发展教育业务, 持续对低附加值的产业进行优化整合, 提升整体资产运营效率与财务效益。

### 设立产业基金, 加大教育投资

龙门教育参与发起设立教育产业并购基金, 首期规模暂定1亿元, 龙门教育认缴比例20%, 主要投向VIP校区、高中和K12素质教育培训等教育产业项目, 重点投资于陕西省, 其中不超过30%投资于外省及早期项目。通过设立产业基金, 公司加快对优质教育资源的布局与整合。

## ■ 投资建议

暂不考虑增发收购事项的影响, 维持盈利预测, 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 21/22/17 倍 (2018/10/9 收盘价计算)。龙门教育 VIP 校区运营模式成熟, 高收费的精品班和实验班人数占比提升带动盈利进一步增强, 省外循序拓展; K12 业务全国布局, 为 VIP 校区引流, 营收快速增长; 软件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。若本次收购完成, 龙门教育全额并表将明显增厚公司业绩。维持“增持”评级。

## ■ 风险提示

收购剩余股权不及预期, 毛利率持续下降风险, 政策监管趋严带来的不确定性风险等。

## ■ 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)	474.31	20.76	21.99	17.08

注: 有关指标按当年股本摊薄 (股价为 2018/10/9 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
<b>资产总计</b>	<b>1702</b>	<b>2191</b>	<b>1784</b>	<b>2386</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>848</b>	<b>1220</b>	<b>685</b>	<b>1132</b>
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
<b>股东权益合计</b>	<b>854</b>	<b>971</b>	<b>1099</b>	<b>1253</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1702</b>	<b>2191</b>	<b>1784</b>	<b>2386</b>

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
<b>现金流量净额</b>	<b>180</b>	<b>-17</b>	<b>57</b>	<b>47</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>472</b>	<b>1033</b>	<b>1202</b>	<b>1380</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>6</b>	<b>200</b>	<b>211</b>	<b>258</b>
营业外收支净额	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>9</b>	<b>200</b>	<b>211</b>	<b>258</b>
所得税	3	30	32	39
净利润	6	170	179	219
少数股东损益	0	65	80	91
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>6</b>	<b>105</b>	<b>99</b>	<b>128</b>

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。