

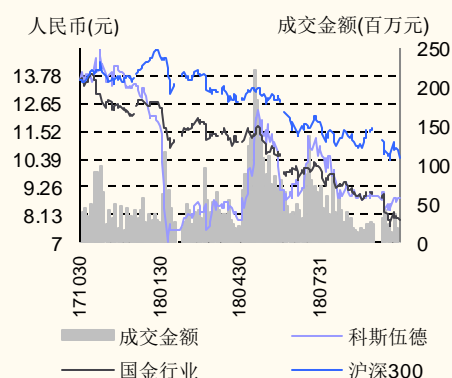
## 科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.85 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	172.36
总市值 (百万元)	2,146.57
年内股价最高最低 (元)	14.81/7.00
沪深 300 指数	3076.89



## 科斯伍德 18Q3 点评: 前三季度扣非后归母净利润同增 183%, 未来有望加大教育产业投入

### 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	0.450	0.420	0.515
每股净资产 (元)	2.91	2.91	3.36	3.78	4.30
每股经营性现金流 (元)	0.24	0.11	0.85	1.07	1.31
市盈率 (倍)	101.74	563.79	19.65	21.07	17.17
净利润增长率 (%)	3.68%	-83.99%	1794.74%	-6.73%	22.71%
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 2018Q1-Q3 实现营收 7.11 亿元, +107%YOY; 归母净利润为 8595 万元, +466%YOY (业绩预期为 453%-483%); 营收增速快的主要原因在于龙门教育并表所致。其中 2018Q3 单季度实现营收 2.39 亿元, +94%YOY, 归母净利润 1362 万元, +142%YOY。公司 2018Q1-Q3 毛利率为 35%/+15pct, 销售费用率为 10%/+4pct, 财务费用率为 3%/+3pct, 管理费用率为 8%/+2pct, 归母净利率为 12%/+8pct, 非经常性损益为 5168 万元 (包括 4968 万来自龙门教育的分红款), 扣非后归母净利润为 3426 万元, +183%YOY, 利润率为 5%/+1pct。

### 经营分析

- 2018Q1-Q3 龙门教育实现营收 3.61 亿元, +30%YOY, 归母净利润 8504 万元, +39%YOY, 按股权比例计算龙门教育约贡献科斯伍德 4231 万元净利润, 我们认为龙门教育有望超预期完成 2018 全年 1.3 亿的业绩承诺。
- 2018 年 10 月 9 日, 科斯伍德发布《关于签署意向性合作协议暨关联交易的公告》: 拟以现金加发行股份的方式收购龙门教育 50.24% 股权。启动本次收购前, 公司已持有龙门教育 49.76% 股权, 为龙门教育的控股股东。若本次收购完成, 公司将持有龙门教育 100% 股权。在 2017 年 7 月的公司公布的龙门教育部分股权项目评估报告中, 采用收益法估值, 龙门教育总估值为 15.84 亿元, 我们认为目前估值模型尚未发生重大变动。龙门教育作为公司转型教育战略的重要部分, 该举措符合公司整体战略发挥规划, 有利于进一步整合资源, 加大对教育产业投入, 也有利于教育板块与母公司的深度融合, 理顺管理机制, 增强核心团队稳定性。同日, 科斯伍德发布了《关于结束公司子公司生产经营业务的公告》: 公司拟结束法国全资子公司及其下属波兰子公司的业务, 同时拟停止连云港全资子公司的业务经营。公司拟通过缩减非核心业务, 优化资源配置, 配合战略转型, 将资源集中于战略核心业务, 做大教育板块, 通过优化整合有望提升整体资产运营效率与财务效益。
- 投资建议: 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, 地域性龙头具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒, 未来异地扩张, 营收利润再上台阶可期。暂不考虑增发收购因素, 预计 2018-2020 年归母净利润为 1.09/1.02/1.25 亿元, 对应估值 20/21/17x, 若考虑到增发并表, 假设以目前股价进行增发计算, 预计 2018-2020 年归母净利润为 1.73/1.80/2.21 亿元, 对应估值 17/16/13x, 维持买入评级, 目标价 11.5 元。
- 风险提示: 协议仅为意向性协议, 正式实施结果仍存较大不确定性等风险。

### 相关报告

1. 《科斯伍德拟以收购龙门 50.24% 股权, 缩减非核心业务, 集中资...》, 2018.10.10
2. 《科斯伍德 18 半年报点评: 归母净利润增幅达 657% 符合预告, 龙...》, 2018.8.30
3. 《科斯伍德: 2018H1 业绩预告增幅超 600%, 龙门教育有望超...》, 2018.7.13
4. 《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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		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>	货币资金	161	181	362	411	532	742
增长率		-1.1%	-3.6%	123.3%	20.7%	20.0%	应收账款	228	219	217	265	333	415
<b>主营业务成本</b>	<b>-388</b>	<b>-375</b>	<b>-383</b>	<b>-632</b>	<b>-761</b>	<b>-904</b>	存货	67	65	88	121	146	173
%销售收入	78.4%	76.5%	81.2%	59.9%	59.9%	59.3%	其他流动资产	5	2	10	61	19	23
<b>毛利</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>89</b>	<b>422</b>	<b>511</b>	<b>622</b>	流动资产	461	467	677	859	1,030	1,353
%销售收入	21.6%	23.5%	18.8%	40.1%	40.1%	40.7%	%总资产	57.5%	57.7%	39.8%	46.5%	52.0%	59.7%
营业税金及附加	-2	-5	-4	-9	-11	-14	长期投资	0	9	39	42	41	41
%销售收入	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	309	301	288	258	229	201
营业费用	-30	-34	-29	-79	-114	-145	%总资产	38.4%	37.2%	16.9%	14.0%	11.6%	8.9%
%销售收入	6.0%	6.9%	6.2%	7.5%	9.0%	9.5%	无形资产	29	29	688	678	669	662
管理费用	-41	-38	-46	-94	-120	-154	非流动资产	342	342	1,025	988	949	914
%销售收入	8.2%	7.8%	9.8%	8.9%	9.4%	10.1%	%总资产	42.5%	42.3%	60.2%	53.5%	48.0%	40.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>9</b>	<b>240</b>	<b>265</b>	<b>309</b>	<b>资产总计</b>	<b>803</b>	<b>809</b>	<b>1,702</b>	<b>1,846</b>	<b>1,979</b>	<b>2,267</b>
%销售收入	7.0%	7.9%	1.9%	22.8%	20.8%	20.2%	短期借款	0	0	260	246	86	0
财务费用	3	3	-5	-33	-27	-16	应付款项	108	84	172	302	364	435
%销售收入	-0.6%	-0.5%	1.1%	3.1%	2.2%	1.0%	其他流动负债	16	17	38	63	76	169
资产减值损失	-1	-2	-1	-2	0	0	流动负债	124	101	470	611	527	604
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	378	344	344	344
投资收益	0	0	0	50	0	0	其他长期负债	0	1	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	19.2%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>124</b>	<b>101</b>	<b>848</b>	<b>955</b>	<b>871</b>	<b>948</b>
<b>营业利润</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>6</b>	<b>255</b>	<b>237</b>	<b>292</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>679</b>	<b>705</b>	<b>706</b>	<b>815</b>	<b>917</b>	<b>1,042</b>
营业利润率	7.4%	8.1%	1.3%	24.2%	18.7%	19.2%	少数股东权益	0	3	148	212	290	387
营业外收支	4	4	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>803</b>	<b>809</b>	<b>1,702</b>	<b>1,982</b>	<b>2,078</b>	<b>2,377</b>
<b>税前利润</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>9</b>	<b>258</b>	<b>240</b>	<b>295</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.2%	8.9%	1.9%	24.5%	18.9%	19.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-6	-8	-3	-85	-60	-74	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.7%	17.8%	32.8%	33.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.143	0.148	0.024	0.450	0.420	0.515
<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>173</b>	<b>180</b>	<b>222</b>	每股净资产	2.798	2.907	2.911	3.361	3.781	4.296
少数股东损益	0	0	0	64	78	97	每股经营现金净流	0.191	0.242	0.110	0.848	1.067	1.310
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>109</b>	<b>102</b>	<b>125</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	7.0%	7.4%	1.2%	10.4%	8.0%	8.2%	<b>回报率</b>						
							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%
							<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%	16.44%
							净利润增长率	-12.15%	3.68%	-83.99%	1794.74%	-6.73%	22.71%
							总资产增长率	-1.38%	0.81%	110.31%	21.30%	5.12%	14.30%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	99.0	99.7	103.4	70.0	70.0	70.0
							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	70.0	70.0	70.0
							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%	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%

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	4	10	11	26
增持	0	3	5	7	10
中性	1	2	3	3	3
减持	0	0	0	0	1
评分	3.00	1.78	1.61	1.62	1.48

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。

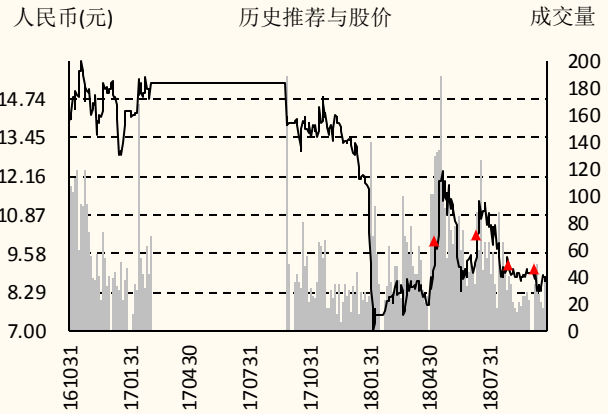
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2018-08-30	买入	9.49	N/A
4	2018-10-10	买入	9.02	11.50~11.50

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