

**龙门教育成长符合预期，主业减值短期压制利润释放**

2019.01.28

	<b>肖明亮(分析师)</b>	<b>叶锐(研究助理)</b>
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

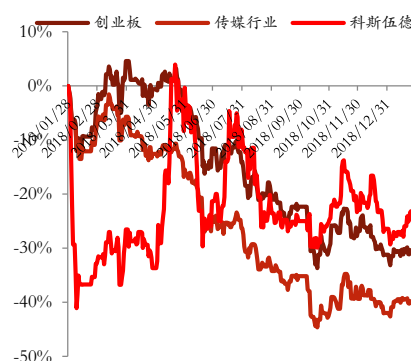
**事件:** 公司发布 2018 年业绩预告: 全年归母净利润区间为 7471-7644 万元, 同比增长 1196%-1226%。

**核心观点:**

- **龙门教育成长稳定并表驱动增长，并购贷款+主业子公司关闭计提减值短期压制利润。**报告期内公司归母净利润同比大幅增长，主要是因为龙门教育并表所致，2018 年龙门教育成长稳定，实现净利润约 1.3 亿元，并表利润为 6342 万元；同时，公司拟进一步聚焦教育板块，关闭经营不善的法国子公司，全额计提 4262 万元的减值（基本与收到龙门教育分红款 4968 万元抵消）；报告期内确认并购贷款利息费用 2878 万元，压制利润释放。
- **拟收购龙门教育剩余股权，全封闭+K12 学习中心+教学软件。**公司拟收购龙门教育剩余股权，进一步聚焦教育板块业务。2018 年全国培训行业整顿对行业扩张带来短期的影响，龙头公司抗风险能力强有望率先调整突围。公司以高利润率抗风险力高的全封闭学校为根基，从传统高考复读培训延伸至高中学习培训（高一至高四），并积极布局营利性高中、职业学院等领域，以全封闭学校异地扩张为业绩增长的核心驱动，同时基于公司研发的教育科技产品线，通过在全国布局 K12 学习中心方式进行品牌营销和生源引流，辅助加速 VIP 封闭式培训业务的全国布局，做中高考学科素养+综合素质培养细分赛道龙头。
- **盈利预测与估值:** 暂不考虑外延预期，我们下调公司 18 年净利润，预计公司 2018-2020 年归母净利润为 0.76/0.95/1.11 亿元，对应 EPS 为 0.31/0.39/0.46 元/股，对应 PE 为 27/22/18 倍，结合成长性、K12 课培行业高天花板以及加速集中，给予 19 年 30 倍估值，下调目标价至 11.8 元/股，**维持强烈推荐评级。**
- **风险提示:** 教育整合并购不达预期，传统主业大幅下滑，政策风险

**强烈推荐(维持)**

现价:	8.43
目标价:	11.80
股价空间:	<b>40%</b>

**公司股价走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
科斯伍德	4.46	3.16	-13.38
传媒行业	3.29	4.89	-20.31
沪深 300	1.20	1.20	-20.64

**公司基本资料**

总市值(亿元)	22.14
总股本(亿股)	2.43
流通股比例	71.06%
资产负债率	48.15%
大股东	吴贤良
大股东持股比例	38.58%

**相关报告**

\*广证恒生-传媒行业-科斯伍德(300192)深度报告-收购龙门教育,教育生态打造+复制驱动成长-20180708

\*广证恒生-传媒行业-科斯伍德(300192)公司事件点评: 归母净利润同比 657%, 优化教学产品适应新政保持长期成长-20180830

\*广证恒生-传媒行业-科斯伍德(300192)公司事件点评: 拟收购龙门教育剩余股权+关闭 3 家油墨子公司, 加速聚焦教育板块 - 20181010

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	980.16	1128.89	1297.80
同比(%)	-3.60%	107.60%	15.17%	14.96%
归母净利润	5.76	76.07	95.02	111.61
同比(%)	-83.99%	1219.5%	24.91%	17.46%
毛利率(%)	18.78%	37.63%	39.08%	40.11%
ROE(%)	0.74%	8.22%	8.76%	8.73%
每股收益(元)	0.02	0.31	0.39	0.46
P/E	354.68	26.88	21.52	18.32
P/B	2.89	2.61	2.33	2.06
EV/EBITDA	25.24	9.86	8.19	6.96



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	677	704	838	1001	<b>营业收入</b>	472	980	1129	1298
现金	362	399	529	694	营业成本	383	611	688	777
应收账款	131	134	133	133	营业税金及附加	4	8	10	11
其它应收款	11	6	7	8	营业费用	29	59	68	84
预付账款	10	6	8	7	管理费用	46	87	96	117
存货	88	77	83	80	财务费用	5	28	27	25
其他	75	83	79	79	资产减值损失	1	42	1	1
<b>非流动资产</b>	1025	1050	1122	1170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	30	50	50	投资净收益	0	50	0	0
固定资产	286	293	315	338	<b>营业利润</b>	6	195	240	283
无形资产	42	45	50	57	营业外收入	3	4	4	4
其他	670	682	707	724	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1702	1754	1959	2170	<b>利润总额</b>	9	199	243	286
<b>流动负债</b>	470	379	409	408	所得税	3	58	68	74
短期借款	190	190	190	190	<b>净利润</b>	6	141	175	212
应付账款	84	83	84	83	少数股东损益	0	65	80	100
其他	196	106	135	135	<b>归属母公司净利润</b>	6	76	95	112
<b>非流动负债</b>	379	378	379	378	EBITDA	65	248	294	338
长期借款	378	378	378	378	EPS (摊薄)	0.02	0.31	0.39	0.46
其他	1	0	1	0					
<b>负债合计</b>	848	757	787	787	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	148	213	293	393	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	243	243	243	243	<b>成长能力</b>				
资本公积	201	201	201	201	营业收入增长率	-3.6%	107.6%	15.2%	15.0%
留存收益	265	341	436	548	营业利润增长率	-85.0%	3198.1%	22.9%	17.9%
归属母公司股东权益	708	784	879	991	归属于母公司净利润增长率	-84.0%	1219.5%	24.9%	17.5%
<b>负债和股东权益</b>	1702	1754	1959	2170	<b>获利能力</b>				
					毛利率	18.8%	37.6%	39.1%	40.1%
<b>现金流量表</b>					净利率	1.2%	14.4%	15.5%	16.3%
					ROE	0.7%	8.2%	8.8%	8.7%
					ROIC	1.7%	11.7%	13.1%	14.4%
<b>经营活动现金流</b>	27	106	237	247	<b>偿债能力</b>				
净利润	6	76	95	112	资产负债率	49.8%	43.2%	40.2%	36.2%
折旧摊销	32	22	24	27	净负债比率	75.20%	78.09%	76.11%	77.48%
财务费用	5	28	27	25	流动比率	1.44	1.86	2.05	2.45
投资损失	0	-50	0	0	速动比率	1.25	1.66	1.85	2.26
营运资金变动	-17	-40	11	-16	<b>营运能力</b>				
其它	1	70	80	99	总资产周转率	0.38	0.57	0.61	0.63
<b>投资活动现金流</b>	-477	7	-88	-68	应收账款周转率	3.53	7.39	8.47	9.76
资本支出	-7	-40	-60	-60	应付账款周转率	4.62	7.31	8.25	9.31
长期投资	0	2	-22	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	-469	45	-6	-8	每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.31	0.39	0.46
<b>筹资活动现金流</b>	630	-75	-19	-14	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.44	0.98	1.02
短期借款	190	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.92	3.23	3.62	4.08
长期借款	378	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股本增加	0	0	0	0	P/E	354.68	26.88	21.52	18.32
资本公积金增加	0	0	0	0	P/B	2.89	2.61	2.33	2.06
其他	62	-75	-19	-14	EV/EBITDA	25.24	9.86	8.19	6.96
<b>现金净增加额</b>	180	37	130	165					



### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。