

日期: 2019年04月26日

行业: 教育



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

龙门稳健增长, Q1 利润高增

■ 公司动态事项

公司发布2018年报和2019Q1季报。

■ 事项点评

2018年: 教育并表明改善毛利, 龙门全年稳定增长

2018年公司实现营收9.59亿元, 同增103.22%, 其中Q4收入2.49亿元, 同增94.23%, 环比增长3.94%。龙门教育全年收入约5亿元, 同增25.74%, 其中面授培训4.32亿元(+28%)、软件销售6155万元(+21%)、咨询服务147万元(-60%)、游学服务18万元(-68%), 面授培训占龙门营收的87.24%。具体看, 中高考补习培训仍是主要增长业务板块, 绝对销售额增加5838万元, 估算增幅约为26%左右, 主要系校舍规模继续扩大容纳更多生源, 精品、实验高端班占比增加带动客单价提升。截止去年末, 龙门共有5个VIP校区, 2018年春季招生10972人(+11%)、秋季招生11210人(-15%), 秋季招生同比下降主要系公司采取高质量招生, 对生源进行主动筛选。K12课外培训绝对销售额增加3583万元, 估算增幅约为31%左右, 一对一模式比例上升使得课酬增加, 并新增按效果付费的短训课程, 将线下培训与智能软件结合。截止去年末, K12业务在全国12个城市开设了56个校区, 在读学生7139人(+40%)。公司综合毛利率为37.3%, 同比大幅提高18.6pct, 主要系新增毛利率较高的教育培训业务, 具体看教育培训、油墨业务毛利率分别为46.24%(-3.32pct)、21.12%(+1.40pct)。公司销售/研发/财务费用率分别+2.8pct/-0.2pct/+1.7pct至9.0%/2.0%/2.8%, 管理费用率持平为7.6%, 销售费用率较大幅度提高主要系新增龙门销售费用6024万元, 公司为并购贷款支付利息费用2886万元导致财务费用率上升。龙门教育全年实现归属净利润1.32亿元, 同增28.35%, 完成1.3亿元业绩承诺, 但由于公司对法国子公司计提坏账损失和长投减值损失等导致发生资产减值损失8507万元, 公司整体实现归属净利润为2800万元, 扣非后为2631万元。期末公司账面预收款1.08亿元, 较期初增长25%, 其中预收学费1.06亿元。

2019Q1: 龙门季度营收增速放缓, 盈利提升显弹性

2019Q1公司实现营收2.17亿元, 同减8.16%, 主要系法国子公司进入破产重整, 不再并表。龙门教育Q1实现营收1.28亿元, 同增9.72%, 增速有所放缓主要系Q1是龙门传统淡季, 17-18年Q1收入均占全年的23%。公司季度毛利率39.4%(+3.7pct), 其中龙门教育季度毛利率51.1%(+0.4pct)。公司季度销售/管理/研发/财务费用率分别-1.1pct/-1.2pct/+0.7pct/+0.4pct至8.8%/7.7%/2.2%/4.0%。公司Q1实现归属净利润1675万元, 同增44.34%, 扣非归属净利润1671万元, 同增96.36%, 其中龙门教育Q1归属净利润3607万元, 同增32.51%, 盈利增速显著高于收入增速, 带动净利率同比提高4.83pct至28.09%, 一方面VIP校区招生规模继续扩大, 且2019年春节开设各培训班使得2月利润上涨, 另一方面龙门销售和管理费用率同比分别下降1.9pct和2.8pct, 主要系K12业务压缩门店数但单店面积扩大, 精简销售与管理提高单个人效, 带来运营效率的提升释放弹性。

基本数据 (2019.4.25)

报告日股价 (元)	9.59
12mth A 股价格区间 (元)	7.76-12.35
总股本 (百万股)	242.55
无限售 A 股/总股本	68.72%
流通市值 (亿元)	13.02
每股净资产 (元)	3.10
PBR (X)	3.09

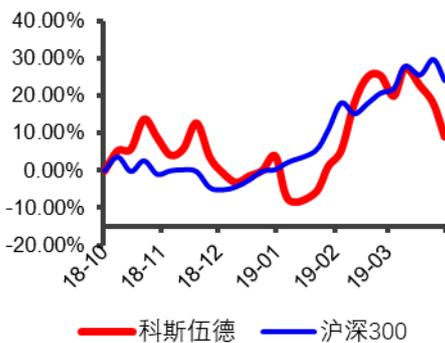
主要股东 (2019Q1)

吴贤良	38.58%
吴艳红	7.78%
华夏成长证券投资基金	2.08%
祁进	1.06%
华宝基金	0.88%

收入结构 (2018)

教育培训	52.12%
油墨	47.88%

最近6个月股票与沪深300比较



相关报告:

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

《科斯伍德 (300192) 2018Q3 业绩点评: 龙门业绩继续高增, 进一步整合做大教育》

《科斯伍德 (300192) 2018 年业绩预告点评: 龙门教育稳健增长, 原主业计提减值影响短期盈利》

■ 投资建议

暂不考虑龙门剩余股权收购事项的影响，原油墨业务持续收缩且龙门 K12 业务受行业整顿影响，但运营效率改善，我们据此调整盈利预测，并新增 2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年公司归属净利润为 1.01/1.47/1.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.61/0.73 元/股，对应 PE 分别为 23/16/13 倍（按 2019/4/25 收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

政策监管趋严带来的不确定性风险，收购剩余股权不及预期，行业竞争加剧风险，招生不及预期，油墨原材料价格波动风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	959.48	1072.60	1220.44	1351.76
年增长率		11.79%	13.78%	10.76%
归属于母公司的净利润	28.00	100.55	147.21	177.31
年增长率		259.10%	46.41%	20.45%
每股收益 (元)	0.12	0.41	0.61	0.73
PER (X)	83.07	23.13	15.80	13.12

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/4/25 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	288	215	427	528
应收和预付款项	189	276	263	333
存货	61	100	80	113
其他流动资产	167	98	98	98
长期股权投资	26	26	26	26
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	235	244	246	248
无形资产和开发支出	634	635	635	635
其他非流动资产	84	68	66	61
资产总计	1684	1661	1841	2041
短期借款	75	43	0	0
应付和预收款项	299	210	262	253
长期借款	308	308	308	308
其他负债	71	70	70	70
负债合计	753	631	640	631
股本	243	243	243	243
资本公积	201	201	201	201
留存收益	309	347	426	521
归属母公司股东权益	753	790	869	964
少数股东权益	178	240	331	446
股东权益合计	931	1030	1200	1411
负债和股东权益合计	1684	1661	1841	2041

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	287	92	350	206
投资活动产生现金流量	-135	-15	-15	-15
融资活动产生现金流量	-244	-113	-122	-90
现金流量净额	-91	-36	212	101

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	959	1073	1220	1352
营业成本	601	646	707	758
营业税金及附加	8	9	10	11
营业费用	86	94	105	115
管理&研发费用	92	97	107	116
财务费用	26	15	11	8
资产减值损失	85	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
其他收益	9	0	0	0
营业利润	103	212	280	344
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	105	212	280	344
所得税	16	32	42	52
净利润	89	181	238	292
少数股东损益	61	80	91	115
归属母公司股东净利润	28	101	147	177

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	37.35%	39.79%	42.10%	43.95%
EBIT/销售收入	12.66%	21.16%	23.88%	26.03%
销售净利率	8.69%	16.83%	19.52%	21.62%
ROE	2.98%	12.73%	16.94%	18.39%
资产负债率	43.37%	37.99%	34.79%	30.90%
流动比率	1.62	2.13	2.61	3.32
速动比率	1.19	1.52	2.08	2.67
总资产周转率	0.61	0.65	0.66	0.66
应收账款周转率	5.29	4.27	5.07	4.44
存货周转率	9.36	6.48	8.87	6.73

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。