



主业优化短期阵痛，教育成长稳定重组持续推进

2019.04.30

强烈推荐 (维持)

肖明亮(分析师) 叶锐 (分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

公司股价走势



事件: (1) 公司发布 2018 年年报, 2018 年营收为 9.59 亿元, 同比上涨 103.22%; 归母净利润为 0.28 亿元, 同比上涨 385.73%。(2) 公司发布 2019 一季报, 2019 年第一季度营收为 2.17 亿元, 同比下降 8.16%; 归母净利润 1,675.45 万元, 同比上涨 44.34%。

核心观点:

- **龙门教育并表拉动效应明显，主动调整油墨业务结构计提减值压制利润。**报告期内，公司毛利率为 37.35%，较去年同期增加 18.57pct，主要原因系本年度龙门教育纳入合并财务报表，受并表和银行贷款影响，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.00%/9.54%/2.75%，同比分别增加 2.81pct/减少 0.25pct/增加 1.69pct。此外，油墨板块发展稳定，母公司采取提高售价和扩大销售等针对性措施，同时控制生产成本，报告期内母公司实现销售收入 39,503.33 万元，较去年同期增长 4.4%，毛利率 21.12%，增加 1.41pct。报告期内，公司为优化传统主业结构剥离法国子公司，全额计提减值准备确认资产减值损失 8,506.96 万元；投资收益为 3355.81 万元，主要系丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得增加 3,352.94 万元。2019 年第一季度营收和利润上涨主要系法国子公司不再纳入合并报表范围；同时，龙门教育一季度实现营收 1.28 亿元，同比上涨 9.72%，归母净利润为 3,606.54 万元，比去年同期增长 32.51%，业绩维持稳定成长。
- **龙门教育完成业绩承诺，三大业务稳中保增。**2018 年，龙门教育实现营业收入 5 亿元，较去年同期增加 25.74%；归母净利润为 1.31 亿元，较去年同期增加 28.35%，毛利率 52.18%，同比减少 2.9pct。龙门教育三大业务板块发展稳中保增：本期中高考补习培训依然是龙门教育的主要增长业务板块，增长金额为 5,838 万元。截止报告期末，龙门教育拥有全封闭中高考补习培训校区 5 个，2018 年春季招生 10,972 人，秋季招生 11,210 人；K12 课外培训在本期增长 3,583 万元，一对一模式所占比例较上年增加。K12 课外培训业务在全国 12 个城市开展，校区数量 56 个，在读学生人数 7,139 人；跃龙门育才科技成功获得“跃龙门阅读宝系统 V1.0”等 5 项软件著作权，已累计获得 18 项软件著作权。
- **盈利预测与估值:** 暂不考虑并购的影响，我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.39/0.49/0.60 元/股，对应 PE 为 23/19/15，维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 行业政策变化，培训人数不及预期

股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
科斯伍德	-13.8	13.64	3.30
传媒行业	-8.31	17.43	17.67
创业板指	-4.60	29.92	27.90

公司基本资料

总市值 (亿元)	22.02
总股本 (亿股)	2.43
流通股比例	68.72%
资产负债率	44.80%
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) 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
- *广证恒生-传媒行业-科斯伍德 (300192) 公司事件点评: 龙门教育成长符合预期，主业减值短期压制利润释放-20190128
- *广证恒生-传媒行业-科斯伍德 (300192) 公司事件点评: 布局职教顺势而为，延伸教育产业链-20190218

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	959.48	1082.79	1224.95	1389.68
同比 (%)	103.22%	12.85%	13.13%	13.45%
归属母公司净利润	28.00	94.12	117.67	146.45
同比 (%)	385.73%	236.13%	25.02%	24.45%
毛利率 (%)	37.35%	38.36%	39.04%	39.56%
ROE (%)	3.20%	9.57%	9.96%	10.25%
每股收益 (元)	0.12	0.39	0.49	0.60
P/E	78.65	23.40	18.72	15.04
P/B	2.99	2.65	2.32	2.01
EV/EBITDA	6.26	9.96	7.84	6.25



盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	637	803	1060	1366	营业收入	959	1083	1225	1390
现金	276	390	596	856	营业成本	601	667	747	840
应收账款	125	141	160	181	营业税金及附加	8	10	11	12
其它应收款	6	7	8	7	营业费用	86	97	110	118
预付账款	12	8	10	10	管理费用	73	92	100	104
存货	64	73	75	71	财务费用	26	22	20	17
其他	154	183	212	241	资产减值损失	85	9	2	3
非流动资产	987	970	975	962	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	34	17	25	21
固定资产	237	223	208	192	营业利润	103	202	260	317
无形资产	39	41	44	44	营业外收入	2	3	3	3
其他	685	680	697	700	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1624	1772	2035	2328	利润总额	105	205	262	320
流动负债	419	393	434	455	所得税	16	31	39	48
短期借款	95	95	95	95	净利润	89	174	223	271
应付账款	0	55	47	34	少数股东损益	61	80	105	125
其他	324	243	292	326	归属母公司净利润	28	94	118	146
非流动负债	308	309	309	309	EBITDA	179	251	308	365
长期借款	308	308	308	308	EPS (摊薄)	0.12	0.39	0.49	0.60
其他	0	1	1	1					
负债合计	728	702	742	764	主要财务比率				
少数股东权益	160	240	345	470	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	243	243	243	243	成长能力				
资本公积	201	201	201	201	营业收入增长率	103.2%	12.9%	13.1%	13.4%
留存收益	293	387	505	651	营业利润增长率	1646.6%	95.5%	28.5%	22.2%
归属母公司股东权益	736	830	948	1094	归属于母公司净利润增长率	385.7%	236.1%	25.0%	24.5%
负债和股东权益	1624	1772	2035	2328	获利能力				
					毛利率	37.3%	38.4%	39.0%	39.6%
现金流量表					净利率	9.3%	16.1%	18.2%	19.5%
					ROE	3.2%	9.6%	10.0%	10.2%
					ROIC	8.8%	15.1%	17.0%	18.3%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力				
经营活动现金流	289	155	198	270	资产负债率	44.8%	39.6%	36.5%	32.8%
净利润	89	94	118	146	净负债比率	65.01%	64.05%	62.69%	60.56%
折旧摊销	54	24	26	29	流动比率	1.52	2.04	2.45	3.00
财务费用	26	22	20	17	速动比率	1.37	1.86	2.27	2.84
投资损失	-34	-17	-25	-21	营运能力				
营运资金变动	76	-60	-42	-23	总资产周转率	0.58	0.64	0.64	0.64
其它	76	92	102	123	应收账款周转率	7.48	8.12	8.13	8.14
投资活动现金流	-135	6	12	9	应付账款周转率	14.28	24.10	14.65	20.87
资本支出	-22	-1	-1	-2	每股指标 (元)				
长期投资	8	-1	-0	1	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.39	0.49	0.60
其他	-121	8	14	10	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.19	0.64	0.82	1.11
筹资活动现金流	-244	-46	-4	-19	每股净资产 (最新摊薄)	3.03	3.42	3.91	4.51
短期借款	-95	0	0	0	估值比率				
长期借款	-70	0	0	0	P/E	78.65	23.40	18.72	15.04
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.99	2.65	2.32	2.01
资本公积金增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.26	9.96	7.84	6.25
其他	-79	-46	-4	-19					
现金净增加额	-90	115	206	260					

团队成员介绍：

肖明亮：武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，5 年文化传媒与教育行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

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。