



拟收购龙门教育剩余股权，进一步聚焦教育赛道

2019.06.25

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

事件: 公司拟通过发股+发行可转债+现金合计作价 8.12 亿元收购龙门教育 50.17%，交易完成后公司将合计持有龙门教育 99.93% 股权。

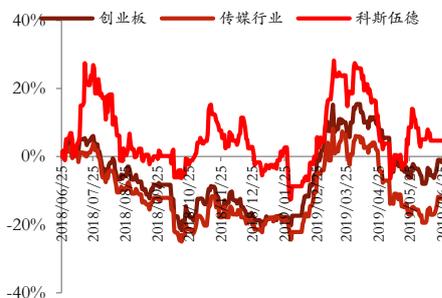
核心观点:

- **拟收购中西部 K12 课培龙头龙门教育 50.17% 股权，聚焦教育赛道。**公司拟作价 8.12 亿元收购龙门教育 50.17% 股权，核心关注点：①支付方式：发股、发行可转债、现金支付占比分别为 35.71%、36.90%、27.39%；②拟配套融资：同时拟通过询价方式发股配套融资不超过 3 亿元，用于支付本次交易中的现金对价和重组相关费用，并用于上市公司偿还银行贷款；③业绩承诺：龙门教育核心管理团队承诺 2019/2020 年实现扣非净利润为 1.6/1.8 亿元；④收购 PE：龙门教育整体估值 16.18 亿元，对应 19 年 PE 为 10 倍；⑤发行 3 亿可转债后，预计公司将增加 2000 万左右财务费用。我们认为，公司通过收购龙门教育剩余股权，有望进一步聚焦教育赛道，本次收购估值合理，发股绑定龙门教育核心团队，并表范围扩大驱动公司业绩成长。
- **龙门教育近三年净利润年复合增长率 39%，中西部中高考定位清晰，全封闭+培训中心差异化发展。**公司一直围绕中西部、中考高，以 15-20 岁学生作为服务对象，持续深耕龙门教育品牌已在中西部地区树立了良好的品牌形象。2018 年龙门教育旗下拥有全封闭中高考补习培训校区 5 个、K12 课外培训校区数量 56 个，在教、管、学三个环节设定不同的“变量”，形成差异化的产品和服务，并采用独创“5+教学”保证学生对知识接收的效率效果和速度。在扩张过程中，采取“全封闭校区+课外学习中心”联动发展模式协同性成长。软件服务方面，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，过去软件课程主要对内销售，随着软件产品不断成熟，后续有望从逐渐由内转向对外，扩大公司营收渠道。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑并购的影响，我们预计公司 19-21 年归母净利润为 0.94/1.17/1.46 亿元，对应 EPS 为 0.39/0.49/0.60 元/股，对应 PE 为 23/19/15；备考角度（假设龙门教育按全年并表，可转债按现价转股，暂不考虑配套融资）公司 2019-2020 年归母净利润为 1.45/1.65 亿元，则增发后总市值为 28.5 亿元（按停牌前股价计算），对应 19-20 年 PE 为 20/17 倍，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

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	80.64	23.99	19.19	15.42
P/B	3.07	2.72	2.38	2.06
EV/EBITDA	6.26	10.18	8.03	6.40

强烈推荐 (维持)

公司股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
科斯伍德	-3.62	-8.81	2.20
传媒行业	5.66	-12.3	7.79
创业板指	4.90	-7.10	19.22

公司基本资料

总市值 (亿元)	22.58
总股本 (亿股)	2.43
流通股比例	68.72%
资产负债率	44.72%
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
- *广证恒生-传媒行业-科斯伍德 (300192) 事件点评: 主业优化短期阵痛，教育成长稳定重组持续推进-20190430



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%
经营活动现金流	289	155	198	270	偿债能力				
净利润	89	94	118	146	资产负债率	44.8%	39.6%	36.5%	32.8%
折旧摊销	54	24	26	29	净负债比率	65.01%	64.05%	62.69%	60.56%
财务费用	26	22	20	17	流动比率	1.52	2.04	2.45	3.00
投资损失	-34	-17	-25	-21	速动比率	1.37	1.86	2.27	2.84
营运资金变动	76	-60	-42	-23	营运能力				
其它	76	92	102	123	总资产周转率	0.58	0.64	0.64	0.64
投资活动现金流	-135	6	12	9	应收账款周转率	7.48	8.12	8.13	8.14
资本支出	-22	-1	-1	-2	应付账款周转率	14.28	24.10	14.65	20.87
长期投资	8	-1	-0	1	每股指标 (元)				
其他	-121	8	14	10	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.39	0.49	0.60
筹资活动现金流	-244	-46	-4	-19	每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.64	0.82	1.11
短期借款	-95	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.42	3.91	4.51
长期借款	-70	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	80.64	23.99	19.19	15.42
资本公积金增加	0	0	0	0	P/B	3.07	2.72	2.38	2.06
其他	-79	-46	-4	-19	EV/EBITDA	6.26	10.18	8.03	6.40
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。