

# 科斯伍德 (300192)

证券研究报告

2019年10月08日

## 收购龙门教育剩余股权，全面战略转型教育产业

公司拟启动发行股份+可转换债券+支付现金方式收购龙门教育剩余50.17%的股权，交易总金额为8.13亿元，其中以发行股份的方式支付对价2.9亿元（占比35.71%），以发行可转换债券的方式支付对价3亿元（占比36.9%），以现金支付对价2.23亿元（占比27.39%）。

科斯伍德于2011年3月上市，是印刷行业绿色环保之路的先行企业。科斯伍德专注于高分子材料和改性植物油的研发，并将之应用于印刷油墨的生产与销售，是国内创新能力较强、业内增长速度较快的胶印油墨企业之一。主营产品为胶印油墨的研发、生产与销售，产品畅销海外80多个国家和地区，销售网络遍布全球。

龙门教育属K12教育培训行业，聚焦中高考升学培训细分赛道。公司主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12课外培训、以及教学软件及课程销售。旗下拥有子品牌龙门补习学校、龙门尚学、跃龙门育才科技。2017、18年龙门教育营收分别为3.98亿元、5.00亿元，18年同比增长25.74%。其中主营业务收入分别为3.93亿元、4.95亿元，18年同比增长26.02%。

K12课外培训市场规模保持快速增长，预计未来三年CAGR达10.56%。随着人口结构调整、二胎政策及大范围消费升级，教育支出在中国家庭消费支出占比逐年加大，教育整体市场规模保持高速增长。作为学校教育的有效补充，K12课外培训是教育领域中需求最强劲的细分领域之一。据Frost&Sullivan报告，2018年我国K12课外培训市场规模达5205亿元，同比增长11.9%，预计未来三年复合增长率预计达10.56%。

竞争格局依然高度分散。不同区域的教育特色、师资水平和教材的差异，使得K12校外培训市场的竞争格局高度分散，行业巨头总计占有市场份额约为6%。但整体来看，三四线城市领头羊及收入在百万元以下的小微机构占有大部分市场份额，数量庞大、分布广泛。从竞争态势看，竞争格局趋于稳定，知名教育品牌的校区扩张趋势减缓，大型机构通过课程和产品推广、双师课堂等模式向三四线城市覆盖。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司19-20年营收为11.36/13.42亿元，收购完成前公司对龙门教育的持股比例为50.3%，参照往期归母净利润率，对应归母净利润为1.10/1.32亿元。

风险提示：重组未过会、收购进程不及预期、承诺业绩未能实现、商誉减值风险、配套融资未能实施或融资金额低于预期、行业竞争激烈、龙门校区扩张不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	472.13	959.48	1,136.23	1,342.21	1,578.74
增长率(%)	(3.60)	103.22	18.42	18.13	17.62
EBITDA(百万元)	39.35	178.00	234.08	186.31	210.78
净利润(百万元)	5.76	28.00	109.58	132.24	158.22
增长率(%)	(83.99)	385.73	291.34	20.68	19.65
EPS(元/股)	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65
市盈率(P/E)	579.78	119.36	30.50	25.27	21.12
市净率(P/B)	4.73	4.54	3.98	3.44	2.97
市销率(P/S)	7.08	3.48	2.94	2.49	2.12
EV/EBITDA	91.55	13.44	15.53	17.82	16.43

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.16元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	242.55
流通A股股本(百万股)	172.36
A股总市值(百万元)	2,464.31
流通A股市值(百万元)	1,751.22
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	40.33
一年内最高/最低(元)	11.82/7.59

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《科斯伍德-公司点评:19Q1-3 归母净利润大增70%-100%，拟收购龙门剩余股权全面转型教育》 2019-10-15
- 2 《科斯伍德-首次覆盖报告:收购龙门教育剩余股权，全面战略转型教育产业》 2019-10-08
- 3 《科斯伍德-首次覆盖报告:现金7.68亿收购龙门教育50.53%股权，开启发展新篇章》 2017-09-27

## 内容目录

1. 拟收购龙门剩余股权.....	4
1.1. 发行股份+可转债+支付现金方式收购龙门 50.17%股权.....	4
1.2. 科斯伍德：创新能力较强，业内增长速度较快的胶印油墨企业.....	5
1.3. 规模效应+费用管控，盈利能力改善.....	8
2. 聚焦中高考升学培训细分赛道，自主研发科技产品助力升学.....	9
2.1. 龙门教育：中高考升学赛道佼佼者.....	9
2.2. 业态丰富多点开花，客单价、校区数量稳步提升.....	10
2.3. 营收增长稳健，费用管控合理.....	12
3. K12 课外培训行业持续增长，市场分散集中度提升在即.....	14
3.1. K12 课外培训行业快速增长，国家政策加码教育现代化.....	15
3.2. 竞争格局依然高度分散，市场集中度有望快速提升.....	16
3.3. 业内两大龙头探索个性化成长模式，快速扩张.....	17
4. 盈利预测与估值.....	18
5. 风险提示.....	20
5.1. 本次重组未能过会.....	20
5.2. 收购进程不及预期.....	20
5.3. 承诺业绩未能实现.....	20
5.4. 配套融资未能实施或融资金额低于预期风险.....	20
5.5. 行业竞争激烈.....	20
5.6. 龙门校区扩张不及预期.....	20

## 图表目录

图 1：发行股份、可转债及支付现金方式交易对价占比.....	4
图 2：科斯伍德.....	5
图 3：快干亮光型胶印油墨.....	6
图 4：高光泽型胶印油墨.....	6
图 5：高耐磨型胶印油墨.....	7
图 6：科斯伍德企业荣誉.....	7
图 7：19H1 营收 4.42 亿元，同比减少 6.24%.....	8
图 8：19H1 归母净利 0.36 亿元，同比增长 56.52%.....	8
图 9：19H1 柯斯伍德营业收入拆分.....	8
图 10：19H1 毛利率 40.38%，同比增加 4.94pct；净利率 16.78%，同比增加 6.47pct.....	9
图 11：19H1 期间费用率 21.44%，同比减少 1.66pct.....	9
图 12：龙门教育专注小初高高校培优.....	9
图 13：龙门教育收获多项荣誉.....	10
图 14：学习/教育管理流程图.....	11
图 15：2018 年中补客单价为 1.33 万/人，同比增长 13.73%；高补客单价为 1.17 万/人，同	

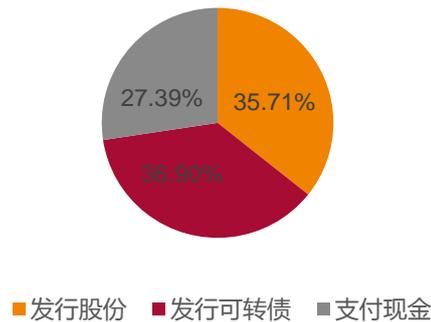
比增长 11.80%。 .....	11
图 16: 龙门教育 K12 培训业务校区个数 (单位: 个) .....	12
图 17: 目前 K12 培训业务各城市 .....	12
图 18: 2017、18 年龙门教育营收分别为 3.98 亿元、5.00 亿元, 18 年同比增长 25.74% .....	13
图 19: 全封闭中高考补习培训收入 2.77 亿, 同比增长 24.41%, .....	13
图 20: 2017、18 年营业成本分别为 1.78 亿元、2.38 亿元, 同比增长 33.36% .....	13
图 21: 全封闭中高考补习培训成本 1.45 亿, 同比增长 29.08%, 占营业成本 61.02%, 同比 -2.02pct.....	13
图 22: 2017、2018 年龙门教育销售费用率、管理费用率、研发费用率; 18 年研发费用同比增长 64.3%, 研发费用率同比+0.26pct .....	14
图 23: 2017、18 年净利分别为 0.99 亿元、1.27 亿元, 18 年毛利同比增加 19.92% .....	14
图 24: 2017、18 年净利率分别为 24.94%、25.36%, 同比+0.52pct .....	14
图 25: 我国 K12 课外培训市场保持快速增长 .....	15
图 26: 全国小学在校生数 .....	15
图 27: 全国初中在校生数 .....	15
图 28: 国家财政性教育经费持续增长, 占比 GDP 持续高于 4%.....	16
图 29: 2010—2018 年中国教育培训行业机构数量变化 (单位: 万家) .....	16
图 30: 好未来营业收入情况.....	17
图 31: 好未来营收拆分 .....	17
图 32: 好未来各业务营收增速 .....	18
图 34: 新东方营业收入 .....	错误!未定义书签。
图 35: 新东方 Non-GAAP 归母净利 .....	错误!未定义书签。
表 1: 科斯伍德发行股份支付对价 2.9 亿元, 占交易对价的 35.71% .....	4
表 2: 科斯伍德以现金支付对价 2.23 亿元, 占交易对价的 27.39% .....	5
表 3: 跃龙门主要软件服务及产品的用途 .....	12
表 4: 行业内主要企业模式及竞争优势 .....	17
表 5: 盈利预测 .....	19
表 6: 可比公司估值 .....	20

## 1. 拟收购龙门剩余股权

### 1.1. 发行股份+可转债+支付现金方式收购龙门 50.17%股权

公司拟启动发行股份+可转换债券+支付现金方式收购龙门教育剩余 50.17%的股权，交易总金额为 8.13 亿元，其中以发行股份的方式支付对价 2.9 亿元（占比 35.71%），以发行可转换债券的方式支付对价 3 亿元（占比 36.9%），以现金支付对价 2.23 亿元（占比 27.39%）。

图 1：发行股份、可转债及支付现金方式交易对价占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

具体来看：

#### ● 发行股份购买资产

标的资产交易对价中 2.9 亿元由科斯伍德以发行股份方式支付，占交易对价的 35.71%。

表 1：科斯伍德发行股份支付对价 2.9 亿元，占交易对价的 35.71%

股东类别	股东姓名	发行股份支付对价（元）	发股数量（股）
利润补偿责任人	马良铭	145,260,751	16,140,083
	董兵	90,000,000	10,000,000
	马良彩	30,000,000	3,333,333
	方锐铭	15,000,000	1,666,666
非利润补偿责任人	徐颖	10,000,000	1,111,111
<b>合计：</b>		<b>290,260,751</b>	<b>32,251,193</b>

资料来源：公司公告、天风证券研究所

本次非公开发行的股票为人民币普通股（A 股），每股面值人民币（下同）1 元，发行价格确定为 9 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。

#### ● 发行可转换债券购买资产

标的资产交易对价中 3 亿元由科斯伍德以发行可转换债券支付，占交易对价的 36.90%。

本次发行规模为 3 亿元，发行方式为非公开发行，发行对象为马良铭。可转换债券每张面值为 100 元，按面值发行；利率为年利率 0.01%，计息方式为债券到期后一次性还本付息；初始转股价格为 9 元/股。

马良铭通过本次交易取得的可转换公司债券锁定期为自取得之日起至利润补偿责任人已根据《重组协议》利润补偿责任条款履行完毕补偿责任之日止，且最短不得少于 12

个月。

● 支付现金购买资产

标的资产交易对价中 2.23 亿元由科斯伍德以现金支付，占交易对价的 27.39%。

表 2：科斯伍德以现金支付对价 2.23 亿元，占交易对价的 27.39%

股东类别	股东名称	现金支付对价（元）
利润补偿责任人	明旻	131,927,250
	董兵	8,945,438
	马良彩	8,522,757
	方锐铭	2,590,300
	徐颖	8,486,648
非利润补偿责任人	北京益优科技	12,685,748
	财富证券	12,518,987
	红塔证券	12,507,075
	国都证券	11,673,270
	翊占信息	11,256,368
	田珊珊	1,250,708
	齐勇	202,496
	智百扬投资	59,558
	孙少文	11,912
	<b>合计：</b>	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

为保护科斯伍德投资者利益，利润补偿责任人马良彩、明旻、董兵、马良彩、方锐铭承诺龙门教育 2019、2020 年度实现净利润分别不低于 1.6 亿元、1.8 亿元。如龙门教育在承诺期内未能实现承诺净利润，则利润补偿责任人应根据《重组协议》之约定负补偿责任。

同时，科斯伍德拟通过询价方式向其他不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金，总额不超过 3 亿元，发行股份数量不超过 0.49 亿股。所募集的配套资金拟用于支付本次交易中的现金对价和重组费用，并用于上市公司偿还银行贷款。

本次交易系上市公司收购控股子公司部分剩余股权，本次交易完成后，上市公司将持有标的公司 99.93% 的股权。本次交易前，上市公司已持有标的公司 49.76% 的股权，为龙门教育控股股东。

## 1.2. 科斯伍德：创新能力较强，业内增长速度较快的胶印油墨企业

科斯伍德于 2011 年 3 月上市，是印刷行业绿色环保之路的先行企业。科斯伍德专注于高分子材料和改性植物油的研发，并将之应用于印刷油墨的生产与销售，是国内创新能力较强、业内增长速度较快的胶印油墨企业之一。

图 2：科斯伍德



资料来源：公司官网、天风证券研究所

科斯伍德主营产品为胶印油墨的研发、生产与销售，产品畅销海外 80 多个国家和地区，销售网络遍布全球。“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨销量已多年位居国内胶印油墨市场的前列，产品被广泛运用于食品、电子、化妆品、化工等多个行业世界一流企业在内的众多终端客户群体。在国家环保政策趋严的形势下，科斯伍德积极应对市场变化，提高生产油墨工艺、优化产品性能，加快研发创新型环保油墨，使得油墨性能更具环保性，更符合市场发展方向。

公司成立以来，秉承“高度创新能力国际知名环保油墨制造商”的整体发展战略，专注于对高分子材料和植物油改性的研发，并将之运用于印刷胶印油墨的生产与销售。公司产品为环保型胶印油墨，产品可进一步细分为快干亮光、高光泽和高耐磨三大系列，其中：

(1) **快干亮光型胶印油墨**：油墨细腻，印品透明度高、色彩鲜艳，用于各类纸张印刷，如铜版纸、卡纸、胶板纸等；产品具有出色的固着速度，印刷过程中能够纸上干燥快、印刷机器上不结皮。

图 3：快干亮光型胶印油墨

ECHO快干亮光不结皮四原色油墨是一款适合各种印刷环境，可承印各种基材，具有快干、光泽高、色彩鲜艳、可连续稳定运行的性价比优的高级四色油墨。

**参 数**

ECHO 耐性	耐光	耐酸	耐碱	耐水	耐醇
ECHO 黑	7	5	5	5	3
ECHO 蓝	7	5	5	5	5
ECHO 红	4-5	3-4	4	5	4
ECHO 黄	3-4	5	5	5	5



资料来源：公司官网、天风证券研究所

(2) **高光泽型胶印油墨**：相对快干亮光型胶印油墨光泽更高、色彩更加鲜艳饱满；更适用于高级铜版纸印刷高档印刷品，印品可以不用上光即可获得类似上光后的高光泽效果。

图 4：高光泽型胶印油墨



资料来源：公司官网、天风证券研究所

(3) **高耐磨型胶印油墨**：在保证油墨的浓度和光泽前提下，加快了油墨的爽干性，使印品具有较高的耐磨性，产品特别适用于哑粉纸的印刷。

图 5：高耐磨型胶印油墨



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**科斯伍德屡获各类荣誉奖项，坐拥多项专利。**公司为“国家火炬计划立项项目执行单位”、“江苏省高新技术企业”、“省级民营科技企业”；2008 年，公司拥有的“东吴牌”商标被评为江苏省著名商标，2008 年被评为苏州市名牌产品；公司研发的“高光高浓度高级不结皮四原色油墨”、“环保长效不结皮四原色油墨”和“可降解胶印油墨”分别被江苏省科学技术厅授予“高新技术产品”。

图 6：科斯伍德企业荣誉



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.3. 规模效应+费用管控，盈利能力改善

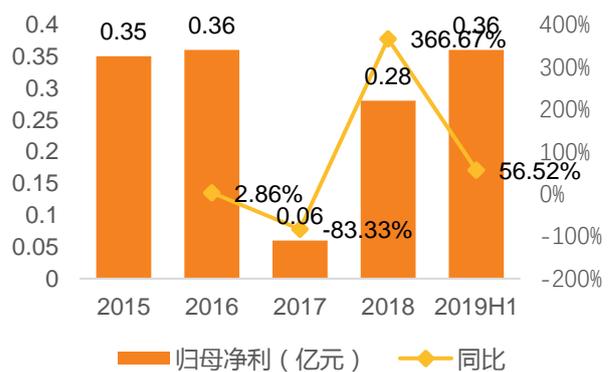
19H1 营收同比减少 6.24%，归母净利同比增长 56.52%达到 0.36 亿元。8 月 29 日，公司发布半年报，19H1 实现营收 4.42 亿元，同比减少 6.24%（19Q1/Q2 同比增速分别为 -8.16%/-4.31%）；归母净利 0.36 亿元，同比增长 56.52%（19Q1、19Q2 同比增速分别为 44.34%、71.03%）；实现扣非后归母净利 0.36 亿元，同比增长 71.4%。EPS 为 0.15 元。营收减少主要是因为法国子公司不再纳入合并报表，该子公司去年同期营业收入为 0.4 亿元。

图 7：19H1 营收 4.42 亿元，同比减少 6.24%



资料来源：Wind、天风证券研究所

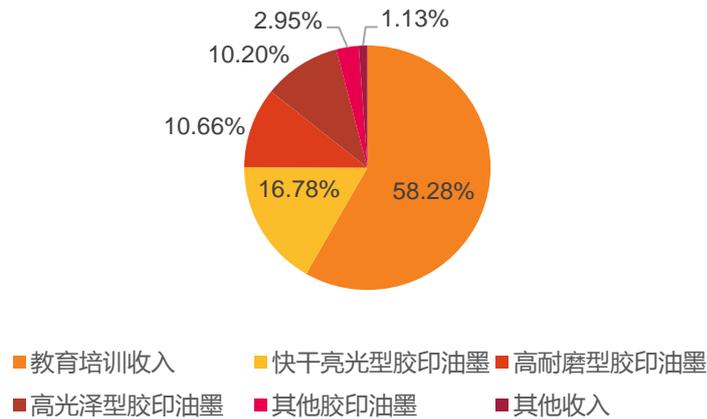
图 8：19H1 归母净利 0.36 亿元，同比增长 56.52%



资料来源：Wind、天风证券研究所

从产品收入来看：教育培训收入为 2.57 亿元（占比 58.28%），同比增长 7.58%；快干亮光型胶印油墨收入 0.74 亿元（占比 16.78%），同比减少 10.13%；高耐磨型胶印油墨收入 0.47 亿元（占比 10.66%），同比减少 35.24%；高光泽型胶印油墨收入 0.45 亿元（占比 10.20%），同比减少 7.89%；其他胶印油墨收入 0.13 亿元（占比 2.95%），同比增长 2.76%；其他收入 0.05 亿元（占比 1.13%）。

图 9：19H1 柯斯伍德营业收入拆分

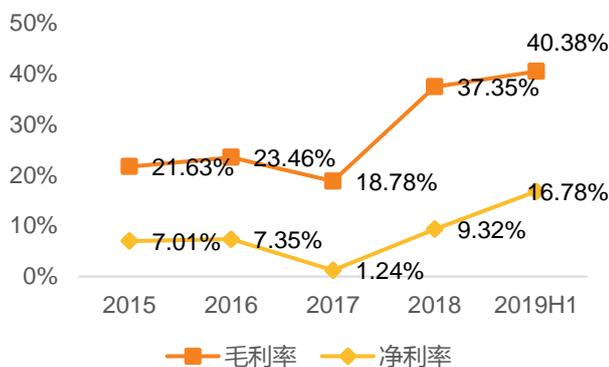


资料来源：Wind、天风证券研究所

**毛利率 40.38%，同比增加 4.94pct**，19H1 研发投入 0.11 亿元，占营业总收入 2.49%。19H1 综合毛利率 40.38%，其中：**教育培训**毛利率为 52.98%，同比增长 2.81pct；**快干亮光型胶印油墨**毛利率 16.43%，同比增长 0.39pct；**高耐磨型胶印油墨**毛利率 24.77%，同比增长 0.25pct；**高光泽型胶印油墨**毛利率 22.68%，同比增长 3.45pct；**其他胶印油墨**毛利率 16.25%，同比增长 1.68pct。

**报告期内期间费用率为 21.44%，同比减少 1.66pct**。其中，销售费用率 8.75%，同比减少 1.24pct；管理费用率 10.09%，同比增加 0.09pct；财务费用率 2.60%，同比减少 0.51pct。**报告期内净利率为 16.78%，同比增加 6.47pct**。

图 10：19H1 毛利率 40.38%，同比增加 4.94pct；净利率 16.78%，同比增加 6.47pct



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：19H1 期间费用率 21.44%，同比减少 1.66pct



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 聚焦中高考升学培训细分赛道，自主研发科技产品助力升学

### 2.1. 龙门教育：中高考升学赛道佼佼者

龙门教育属 K12 教育培训行业，聚焦中高考升学培训细分赛道。公司主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训、以及教学软件及课程销售。旗下拥有子品牌龙门补习学校、龙门尚学、跃龙门育才科技。

图 12：龙门教育专注小初高高校培优



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 13：龙门教育收获多项荣誉



资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 2.2. 业态丰富多点开花，客单价、校区数量稳步提升

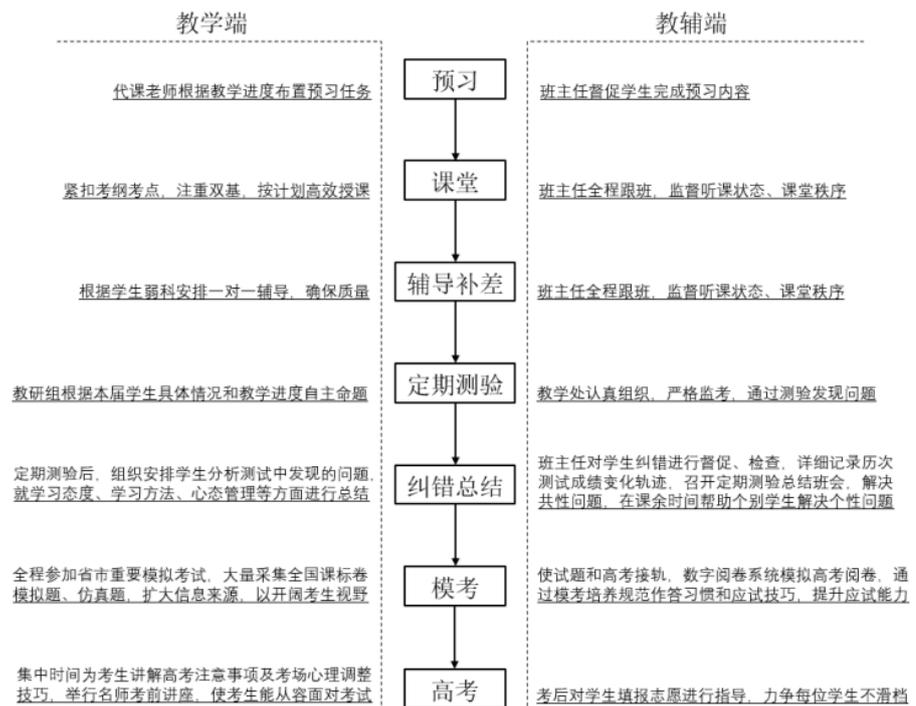
龙门教育属教育培训行业，主营业务分为全封闭中高考补习培训、K12 课外培训、教学辅助软件研发与销售三大部分。具体来看：

### ● 全封闭中高考补习培训

龙门教育的封闭式中、高考培训模式自 2003 年开始开展，通过“导师+讲师+专业班主任+多层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的“5+”龙门教育模式，帮助数以万计的中、高考学子在升学考试中取得理想的成绩。龙门教育主要通过收取学费和资料费的方式实现盈利。

学生方面，参加培训的学生首先要参加学科测验。学校根据能力水平为学员分班，因材施教。教师方面，龙门教育实行严格的教师考核制度，采用优胜劣汰的聘用方式，通过学生成绩考评、学生打分考评以及工作绩效考核等标准对教师进行筛选。

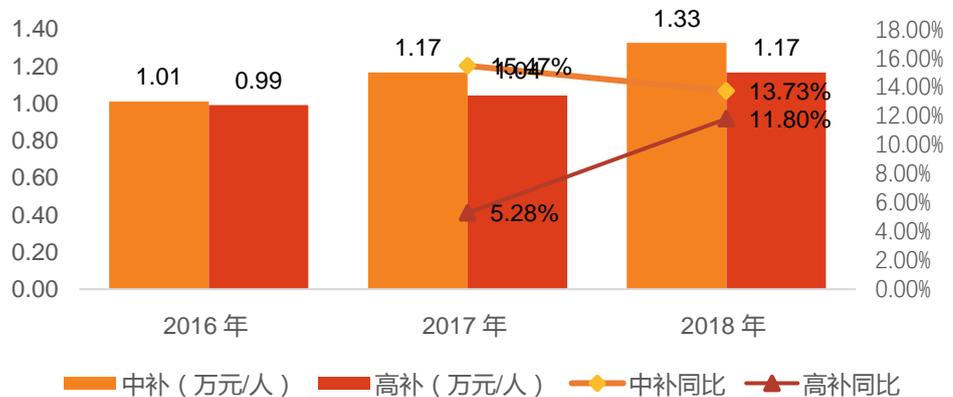
图 14：学习/教育管理流程图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

全封闭式培训业务分为中补和高补，近三年补课客单价增速较快。2018年中补客单价为1.33万/人，同比增长13.73%；高补客单价为1.17万/人，同比增长11.80%。

图 15：2018年中补客单价为1.33万/人，同比增长13.73%；高补客单价为1.17万/人，同比增长11.80%。



资料来源：公司公告、天风证券研究所

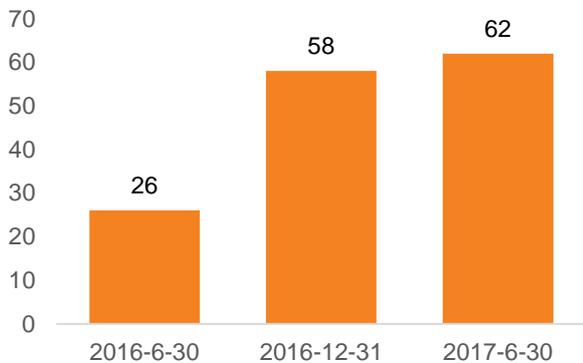
### ● K12 课外培训

K12 课外培训以龙门尚学为核心，面向中小學生提供个性化课外辅导服务，教学采用一对一、小班教学模式。龙门尚学新增按效果付费的短训课程，将线下培训与智能软件相结合，创设“短期集训+智能教学软件+免费跟踪教学服务”的教学模式，兼顾学习效率和学习效果，贯彻国家关于中小學生全面减负的指导方针。

K12 课外培训的盈利主要基于为付费学员提供个性化的教辅服务，收取教辅服务费用。具体而言，单网点盈利的主要来源为课程费用与各类管理成本、讲师人工费用的差额；为了获得更多的盈利空间，各网点都会进行单体的开源节流。

自 2016 年，龙门教育开始在北京、武汉、长沙、太原等全国多个大中型城市拓展 K12 课外培训业务。龙门教育不断吸收具有丰富教育培训经验的管理人员、培训团队，同时通过有针对性的选择客户群体加强宣传，知名度与影响力持续提升。截至 2017 年 6 月 30 日，龙门教育拥有 62 个校区。

图 16：龙门教育 K12 培训业务校区个数（单位：个）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：目前 K12 培训业务各城市



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### ● 教学辅助软件研发与销售

龙门教育的全资子公司深圳跃龙门主要提供信息技术软件服务，为学校、培训机构、学生和家長等教育消费环节提供专业的培训咨询、软件设计、软件开发、软件测试和软件维护。

深圳跃龙门致力于教育软件、教材体系、校务云三类产品的开发，业务面向 C 端和 B 端，针对 C 端，依照教育的规律，结合线下教学的有效流程，对应记忆、认知、理解、应用四个层面分别开发相应的产品；针对 B 端，从市场、招生、教学、校务管理、财务监管与核算等环节出发，开发完善校务云 ERP 系统。提供的信息技术软件服务及产品主要包括：跃龙门交互式教学系统 V2.0、龙门单词突击·集训赢、跃龙门阅读宝系统 V1.0。

表 3：跃龙门主要软件服务及产品的用途

软件服务及产品	产品用途
跃龙门交互式教学系统 V2.0	为培训机构、学校日常教学提供可靠的教研体系和教技术支持，为学生提供自主学习平台。
龙门单词突击集训赢 V1.0	适用于大学、中小学学生进行快速单词记忆。
跃龙门阅读宝系统 V1.0	阅读集训项目配套系统，根据学员单词量智能推送相应难度文章，实现真正的自适应阅读。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2.3. 营收增长稳健，费用管控合理

2017、18 年龙门教育营收分别为 3.98 亿元、5.00 亿元，18 年同比增长 25.74%。其中主营业务收入分别为 3.93 亿元、4.95 亿元，18 年同比增长 26.02%。

2018 年，主营收入按照业务划分：

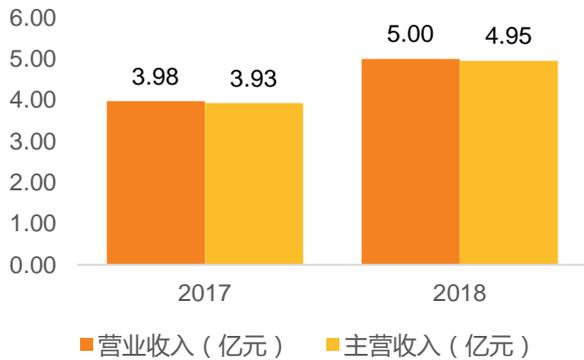
全封闭中高考补习培训收入 2.77 亿，同比增长 24.41%，占主营收入 55.88%，同比 -0.72pct，主要因为：招生规模继续扩大，吸引到更多的生源加入；精品班、实验班等高端班型的配比持续增加，单价增长带来营业收入的持续攀升；

K12 课外培训收入 1.56 亿，同比增长 33.61%，占 31.57%，同比+1.79pct，系新设校区、

新增业务类型，丰富龙门服务网点及课酬提高所致；

教学辅助软件研发与销售收入 0.62 亿，同比增长 16.09%，占 12.54%，同比-1.07pct，因为宣传力度的加大和已毕业学生的口碑宣传，配套软件的销售收入有所提高；同时随着“周末单词赢”等特色业务的推广，从多渠道多维度实现了教辅软件营业收入的增加。

图 18：2017、18 年龙门教育营收分别为 3.98 亿元、5.00 亿元，18 年同比增长 25.74%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：全封闭中高考补习培训收入 2.77 亿，同比增长 24.41%，



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从营业成本来看，2017、18 年营业成本分别为 1.78 亿元、2.38 亿元，同比增长 33.36%，主要因为各校区学生人数增加，教育教学规模扩大，教学教务人员数量增加，导致相应的人工成本提升；此外，随着报告期内 K12 课外培训业务的开展和规模的扩大，房屋租赁费、物业管理费等逐年增加。具体来看：

全封闭中高考补习培训成本 1.45 亿，同比增长 29.08%，占营业成本 61.02%，同比-2.02pct；

K12 课外培训成本 0.87 亿，同比增长 35.74%，占 36.71%，同比+0.65pct；

教学辅助软件研发与销售成本 0.05 亿，同比增长 239.19%，占 2.27%，同比+1.38pct。

图 20：2017、18 年营业成本分别为 1.78 亿元、2.38 亿元，同比增长 33.36%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：全封闭中高考补习培训成本 1.45 亿，同比增长 29.08%，占营业成本 61.02%，同比-2.02pct



资料来源：公司公告、天风证券研究所

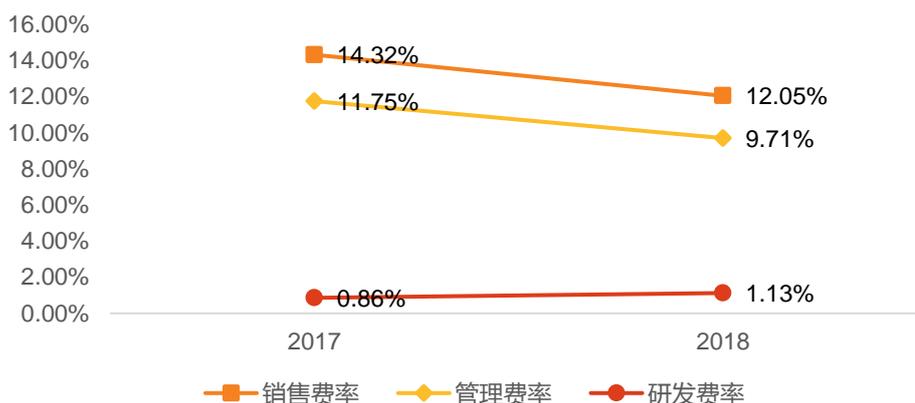
销售费用主要为销售人员工资社保、广告宣传费、差旅费、办公费、设计费、服务费、市场费和印刷费等。17、18 年销售费用分别为 0.57 亿元、0.60 亿元，销售费用率分别为 14.32%、12.05%。18 年销售费用同比增长 5.8%，销售费用率同比-2.27pct。

管理费用主要包括管理人员工资和社保、广告宣传费、差旅费、交通费、场地布置费、售后服务费以及与之相关的折旧及摊销费等。17、18 年管理费用分别为 0.47 亿元、

0.49 亿元，管理费用率分别为 11.75%、9.71%。18 年管理费用同比增长 5.8%，管理费用率同比-2.05pct。

研发费用主要是深圳跃龙门为了研发教学辅助软件和其他学习软件所发生的职工薪酬、委外开发费等。17、18 年研发费用分别为 0.03 亿元、0.06 亿元，研发费用率分别为 0.86%、1.13%。18 年研发费用同比增长 64.3%，研发费用率同比+0.26pct，是因为深圳跃龙门加大了研发力度，就教研内容进行了进一步研发，同时委托第三方研发龙门语数外三科中高考精编课程。

图 22：2017、2018 年龙门教育销售费用率、管理费用率、研发费用率；18 年研发费用同比增长 64.3%，研发费用率同比+0.26pct

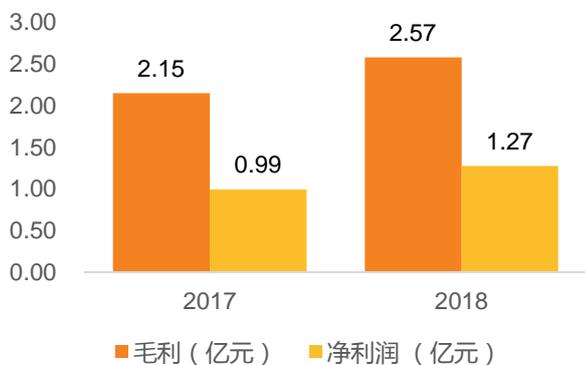


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2017、18 年毛利分别为 2.15 亿元、2.57 亿元，18 年毛利同比增加 19.92%；2017、18 年毛利率分别为 54.63%、51.98%，18 年毛利率同比-2.65pct。

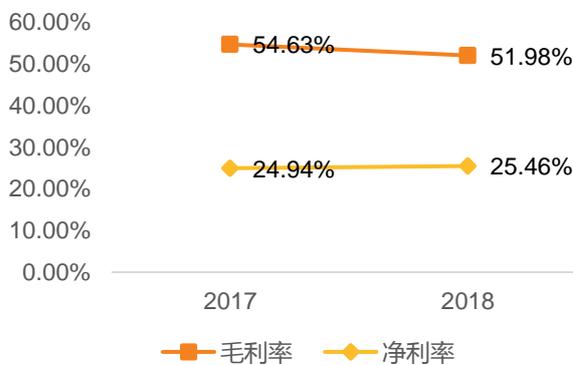
2017、18 年净利分别为 0.99 亿元、1.27 亿元，18 年净利同比增长 28.35%，净利率分别为 24.94%、25.36%，同比+0.52pct。

图 23：2017、18 年净利分别为 0.99 亿元、1.27 亿元，18 年毛利同比增加 19.92%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 24：2017、18 年净利率分别为 24.94%、25.36%，同比+0.52pct



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. K12 课外培训行业持续增长，市场分散集中度提升在即

### 3.1. K12 课外培训行业快速增长，国家政策加码教育现代化

K12 课外培训市场规模保持快速增长，预计未来三年 CAGR 达 10.56%。随着人口结构调整、二胎政策及大范围消费升级，教育支出在中国家庭消费支出占比逐年加大，教育整体市场规模保持高速增长。作为学校教育的有效补充，K12 课外培训是教育领域中需求最强劲的细分领域之一。据 Frost&Sullivan 报告，2018 年我国 K12 课外培训市场规模达 5205 亿元，同比增长 11.9%，预计未来三年复合增长率预计达 10.56%。

图 25：我国 K12 课外培训市场保持快速增长



资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，天风证券研究所

**学生基数奠定了教育产业规模化的基础。**①全国小学、初中在校生数自 2013 年以来持续增长。2018 年，全国小学在校生数 1.03 亿人，全国初中在校生数 4653 万人。②十八届五中全会公报允许普遍二孩政策，这将有利于促进我国未来儿童数量的增加。③另外，受传统观念的影响，中国家庭教育过程中对子女 K12 阶段的投入力度大，基础教育消费占中国家庭消费的比重高。在当前中国教育体制下，K12 教育的最终导向依然是应试结果，尤其是解决学生小升初、初升高以及高考的巨大压力。在庞大的学生基数和传统观念的共同影响下，K12 教育培训市场呈现刚性需求。

图 26：全国小学在校生数



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 27：全国初中在校生数

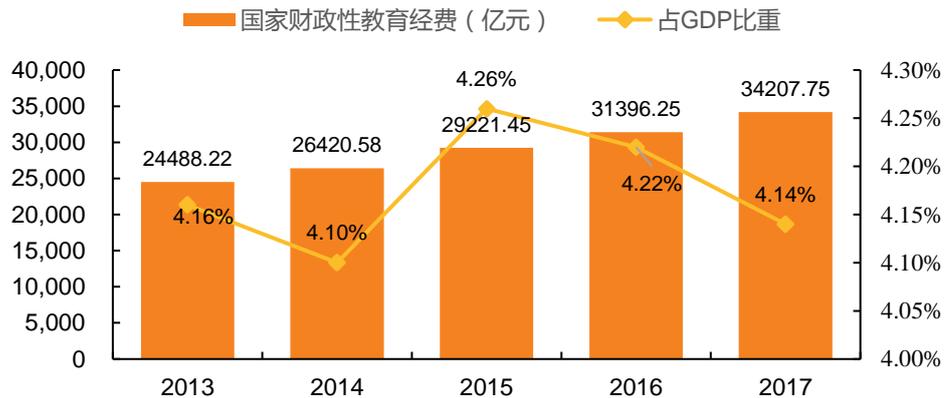


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

**国家政策积极推动教育现代化发展进程。**2019 年 2 月 2 日，中共中央、国务院印发《中国教育现代化 2035》，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022 年)》。此外，2018 年 4 月 13 日，教育部发布《教育信息 2.0 行动计划》，指出到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即“教育应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成‘互联网+教育’大平台”。2017 年国家财政性教育经费 3.42 万亿元，占

GDP 比重达 4.14%。

图 28：国家财政性教育经费持续增长，占比 GDP 持续高于 4%



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

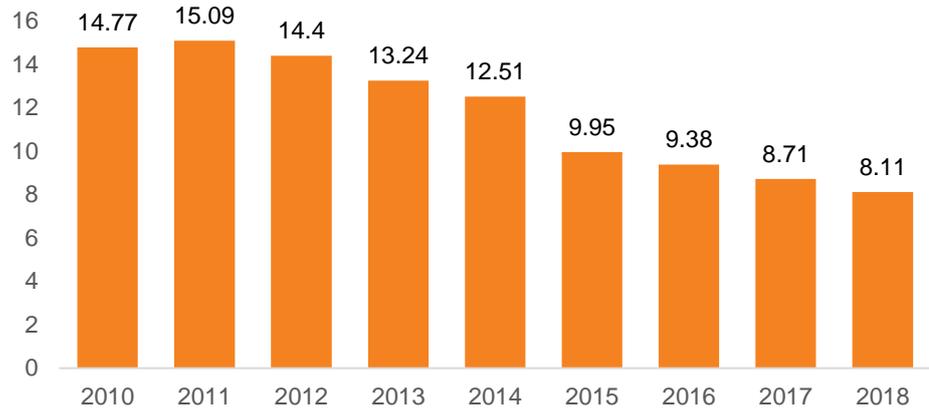
**新技术广泛应用，持续渗透教育行业。**新技术不断研发并应用于教育行业，目前的技术应用基本分为两大类：一类是“功能型”，即利用数据技术和智能软件，优化学习流程或学习空间，间接辅助学生的学习成绩、学习效率的提升，包括自适应学习、在线教育以及各类学习软件、工具等；第二类则是“平台型”，通过标准化产品来规范学校管理、提升教师教学效率，包括校务管理、云平台、智慧校园等。整体来说，目前“功能型”在校外培训领域的应用度最高，学生和家長付费意愿也较高。“平台型”产品应用体现出校园信息化向智慧校园升级的趋势。

### 3.2. 竞争格局依然高度分散，市场集中度有望快速提升

**竞争格局依然高度分散。**根据龙门教育 18 年报，不同区域的教育特色、师资水平和教材的差异，使得 K12 校外培训市场的竞争格局高度分散，行业巨头总计占有市场份额约为 6%。但整体来看，三四线城市领头羊及收入在百万元以下的小微机构占有大部分市场份额，数量庞大、分布广泛。从竞争态势看，竞争格局趋于稳定，知名教育品牌的校区扩张趋势减缓，大型机构通过课程和产品推广、双师课堂等模式向三四线城市覆盖。

**2018 年行业整体监管趋严，尚未形成规模、经营不规范的小微机构将被逐出市场，行业将出现新一轮的大面积整合，市场集中度有望快速提升。**2018 年教育行业重点政策密集出台，从政策导向上看，K12 课外培训行业面临严格的监管与调整。一系列政策文件，从办学资质、办学场所、收费管理、师资条件、课程内容、培训时间等方面首次设立明确标准，构建了培训机构的准入机制和综合治理的长效机制，并颁发了中小学生减负的具体措施。

图 29：2010—2018 年中国教育培训行业机构数量变化（单位：万家）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

由于行业集中度较低，行业内企业间的利润水平、发展前景相差较大。一般而言，行业内的主流知名企业，一直通过不断推出更为个性化、便捷性的产品来获取更多新客户和收入，并通过集团化管理、连锁化运营有效控制成本，发挥企业规模效应，确保自身利润空间，其盈利能力和可持续发展均较强。而诸多小型培训机构由于产品单一、同质化竞争激烈，盈利能力和可持续发展能力均较弱。

### 3.3. 业内两大龙头探索个性化成长模式，快速扩张

就 K12 课外辅导培训行业而言，两大龙头好未来和新东方由于起步模式不同、创始人背景差异，在发展中为了摆脱对名师的依赖，克服教师经常流失的困扰，各自摸索了适合自己的成长模式，并采取了与之配套的授课模式，后续也在资本的支持下开始快速扩张。

表 4：行业内主要企业模式及竞争优势

代表企业	起步模式	重点发力模式	主要授课模式	竞争优势
好未来	奥数班	培养一支教学研发团队，打造具有核心竞争力、系统化的教材题库体系，以此形成壁垒	小班模式	竞争培优模式（学生分层动态调整）
新东方	英语培训	沿袭新东方教育一贯模式，打造名师；大平台下大班保障教师收入；强调细分领域专精，降低老师单干风险	大班模式	先发品牌优势，平台影响力强

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### ①好未来（原学而思）

学而思成立于 2003 年，主要依托奥数教学起家，该机构凭借精英教育的理念、过硬的教学质量和优异的办学成绩在北京赢得了不错的口碑。目前，好未来重点发展另一主打产品智康 1 对 1，该产品定位是为国内中小學生提供 1 对 1 教育服务的高端品牌。近年来，好未来除了精耕北京，也正在向全国快速扩张。

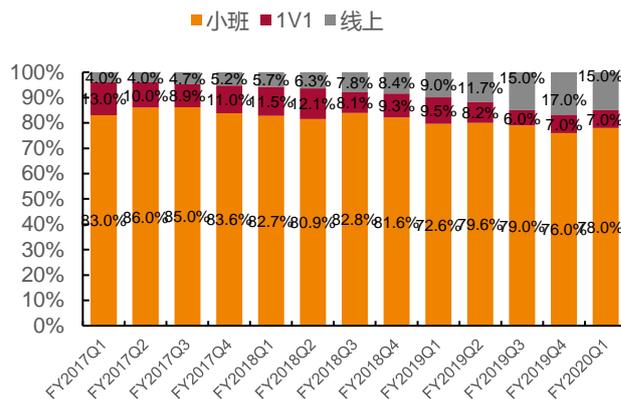
年营业收入持续上涨，增速放缓，季节性分明。自上市起，好未来营业总收入大幅上升，FY2017 增速一度逼近 70%，FY2017 后，增速有所放缓。FY2019 营业总收入超 25.6 亿美元，YOY 降至 49.4%；FY2020Q1 营业收入为 7.03 亿美元，同比增长 27.6%，主要系线上课程及小班课程学生报名人数增加。由于教育行业淡旺季显著，暑期课程报名学员人数通常最多，公司营收在 Q2、Q4 出现大小波峰，季度性营收差别明显。

图 30：好未来营业收入情况

图 31：好未来营收拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

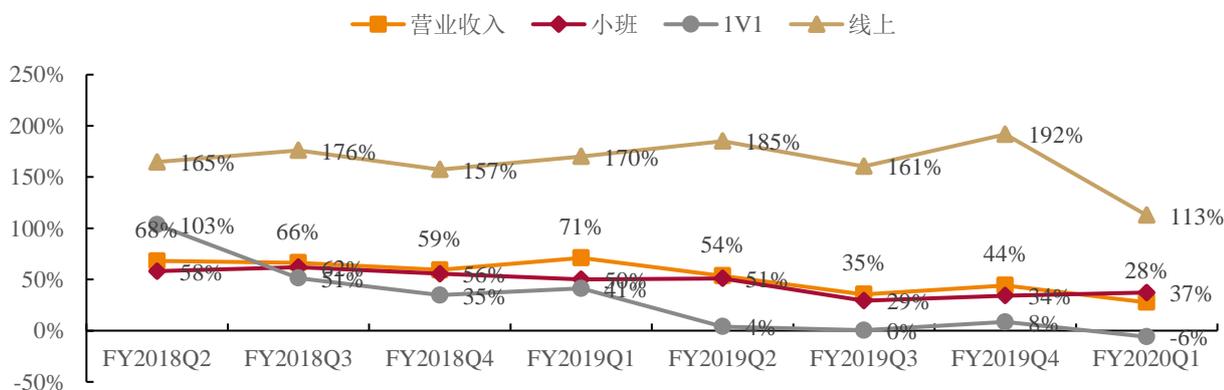


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 收入结构：

**在线业务承载收入增长的核心驱动。** FY2020Q1 在线收入超 1 亿美元，同比增长 113%，占收入 15%，在正常定价的长期课程招生中占 31% (正常定价长期招生人数同比增长 121%，超过 50 万人)，主要系利用在线课程拓展三四线城市市场以及在线促销加大导致报名人数以及续班率的提升。但线上收入占比小幅降低，增速下降，主要系在线课程 Q3 网络营销规模低于 Q2 导致在线的保留率略低。此外，营销费用的增长对业绩有短期压制，在线业务实现盈利需长期观察。

图 32：好未来各业务营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### ②新东方

新东方拥有满天星幼儿园、泡泡少儿教育、优能中学教育、基础英语培训、大学英语及考研培训、出国考试培训、多语种培训等多个培训体系，业务涵盖基础教育、职业教育、教育研发、出国咨询、文化产业等，旨在为学员提供一站式终身学习服务。

**年营业收入持续上涨，增速稳定，K12 课外辅导是主要驱动力。** FY19 公司营收 8.43 亿美元，同比增长 20.24%。营业收入的主要增长动力是 K12 课外辅导业务。

## 4. 盈利预测与估值

公司原主营胶印油墨的研发、生产与销售，产品畅销海外 80 多个国家和地区，销售网

络遍布全球。“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨销量已多年位居国内胶印油墨市场的前列，产品被广泛运用于食品、电子、化妆品、化工等多个行业世界一流企业在内的众多终端客户群体。在国家环保政策趋严的形势下，科斯伍德积极应对市场变化，提高生产油墨工艺、优化产品性能，加快研发创新型环保油墨，使得油墨性能更具环保性，更符合市场发展方向。

本次发行股份+可转债+现金收购控股子公司龙门教育部分剩余股权，本次交易完成后，上市公司将持有标的公司 99.93%的股权。

**龙门教育属 K12 教育培训行业，聚焦中高考升学培训细分赛道，近年营收增长稳健。**公司主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训、以及教学软件及课程销售。旗下拥有子品牌龙门补习学校、龙门尚学、跃龙门育才科技。2017、18 年龙门教育营收分别为 3.98 亿元、5.00 亿元，18 年同比增长 25.74%。其中主营业务收入分别为 3.93 亿元、4.95 亿元，18 年同比增长 26.02%。

**盈利预测关键假设：**①原有主业：油墨及类似产品制造、包辅材、印刷材料及机械两项业务维持低个位数增长。②龙门教育：门店增长、学员增长以及学费增长带动 K12 课外培训业务维持高速增长，预计 19-21 年营收增速分别为 36%/33%/30%；教学辅助软件研发与销售维持较高速增长，19-21 年营收增速分别为 30%/28%/26%；全封闭中高考补习培训人数稳步增长，19-21 年营收增速分别为 16%/15%/14%。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 19-20 年营收为 11.36/13.42 亿元，收购完成前公司对龙门教育的持股比例为 50.3%，参照往期归母净利率，对应归母净利润为 1.10/1.32 亿元。若 19 年 11 月完成收购，收购完成后公司持股比例 99.83%，收购龙门教育剩余股权后，公司归母净利率将与龙门教育趋近，对应归母净利为 1.10/2.06 亿元。参照 A 股教育公司 19 年 41XPE 的估值水平，给予 36-46XPE 估值区间，对应市值区间 39.4-50.4 亿元，给予“买入”评级。

表 5：盈利预测

	18A	19E	20E	21E
<b>主营营收（亿元）</b>	<b>4.59</b>	<b>4.87</b>	<b>5.11</b>	<b>5.32</b>
<b>YOY</b>	<b>-3%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>
油墨及类似产品制造	4.50	4.77	5.01	5.21
YOY	-2.4%	6%	5%	4%
包辅材、印刷材料及机械	0.10	0.10	0.10	0.11
YOY	-14.7%	5%	4%	3%
<b>龙门营收（亿元）</b>	<b>5.00</b>	<b>6.49</b>	<b>8.31</b>	<b>10.47</b>
<b>YOY</b>	<b>26%</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>	<b>26%</b>
教学辅助软件研发与销售	2.77	3.60	4.61	5.81
YOY	24.8%	30%	28%	26%
K12 课外培训	1.56	2.12	2.82	3.67
YOY	33.3%	36%	33%	30%
全封闭中高考补习培训	0.62	0.72	0.83	0.94
YOY	14.8%	16%	15%	14%
其他	0.05	0.05	0.05	0.05
<b>合计营收（亿元）</b>	<b>9.59</b>	<b>11.36</b>	<b>13.42</b>	<b>15.79</b>
<b>YOY</b>	<b>103%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>
<b>原有业务净利（亿元）</b>	<b>-0.36</b>	<b>0.28</b>	<b>0.30</b>	<b>0.32</b>
龙门净利（亿元）	1.27	1.63	2.04	2.51
<b>龙门归母净利（亿元）</b>	<b>0.64</b>	<b>0.82</b>	<b>1.02</b>	<b>1.26</b>
<b>合计归母净利（亿元）</b>	<b>0.28</b>	<b>1.10</b>	<b>1.32</b>	<b>1.58</b>
<b>YOY</b>	<b>386%</b>	<b>291%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：可比公司估值

	市值 (亿元, 2019/10/8)	PE(19)	PE(20)
立思辰	76.7	29	24
昂立教育	53.3	28	23
东方时尚	128.7	55	51
中公教育	998.5	59	43
佳发教育	67.0	33	22
平均		41	33

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 本次重组未能过会

本次重组尚需中国证监会核准，能否获得上述批准、核准，以及获得相关批准、核准的时间均存在不确定性。

### 5.2. 收购进程不及预期

本次收购中涉及向特定对象发行可转换债券作为支付手段，将定向可转换债券用于并购重组项目仍处于试点摸索阶段，存在一定风险。且因市场政策环境发生变化，交易双方可能不断完善交易方案，从而使收购进程放缓。

### 5.3. 承诺业绩未能实现

根据《重组协议》，龙门教育承诺业绩为 2019 年、2020 年实现的净利润（指扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东净利润）分别不低于 1.6 亿元、1.8 亿元，并同意在实际净利润未达到净利润承诺数时，按照《重组协议》的约定对科斯伍德进行补偿。但若遇见宏观经济波动、不可抗力、市场竞争形势变化、自身经营问题等因素，均可能出现业绩承诺无法实现的情况。如果未来龙门教育在被收购后出现经营未达预期的情况，则会科斯伍德公司的整体经营业绩和盈利水平。

### 5.4. 配套融资未能实施或融资金额低于预期风险

受股票市场波动及投资者预期的影响，募集配套资金能否顺利实施存在不确定性。如本次募集配套资金事项未获中国证监会核准或者虽获中国证监会核准但未能实施，或融资金额低于预期，上市公司需以自有或自筹资金支付本次交易的现金对价和重组相关费用，将可能对上市公司的资金使用安排及短期偿债能力、持续经营能力产生影响，同时以自筹方式筹集资金将增加上市公司财务费用。

### 5.5. 行业竞争激烈

教育培训行业市场需求广泛、市场化程度高，企业数量众多、竞争激烈。国家和社会对教育投资力度不断加大，且家庭教育支出不断增加，未来不排除会有更多投资方加入教育行业、竞争加剧。

### 5.6. 龙门校区扩张不及预期

由于龙门新版校区需要取得业务资质和办学许可证等工作，校区扩张尚需的工作流程较多，校区扩张可能不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	361.57	275.57	227.25	490.37	315.75
应收票据及应收账款	205.66	181.25	276.93	264.31	372.31
预付账款	9.90	11.51	7.64	18.26	12.51
存货	88.30	64.21	174.92	102.68	228.43
其他	11.60	104.14	53.12	57.21	79.71
<b>流动资产合计</b>	<b>677.03</b>	<b>636.69</b>	<b>739.86</b>	<b>932.83</b>	<b>1,008.71</b>
长期股权投资	27.22	26.02	26.02	26.02	26.02
固定资产	286.47	237.46	225.27	212.68	199.83
在建工程	1.71	4.12	3.37	2.92	2.65
无形资产	41.87	38.83	36.52	34.21	31.90
其他	668.02	680.68	650.13	637.95	624.87
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,025.30</b>	<b>987.11</b>	<b>941.31</b>	<b>913.78</b>	<b>885.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,702.33</b>	<b>1,623.80</b>	<b>1,681.17</b>	<b>1,846.62</b>	<b>1,893.98</b>
短期借款	190.00	95.00	51.14	0.00	57.27
应付票据及应付账款	84.17	102.74	193.57	131.72	235.57
其他	195.64	221.35	119.60	295.17	125.69
<b>流动负债合计</b>	<b>469.81</b>	<b>419.09</b>	<b>364.31</b>	<b>426.89</b>	<b>418.53</b>
长期借款	378.00	308.00	258.00	228.00	128.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.54	0.45	0.56	0.52	0.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>378.54</b>	<b>308.45</b>	<b>258.56</b>	<b>228.52</b>	<b>128.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>848.35</b>	<b>727.54</b>	<b>622.87</b>	<b>655.41</b>	<b>547.04</b>
少数股东权益	148.00	160.20	217.58	220.23	220.90
股本	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55
资本公积	200.63	200.64	200.64	200.64	200.64
留存收益	465.50	493.51	598.17	728.43	883.49
其他	(202.71)	(200.64)	(200.64)	(200.64)	(200.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>853.98</b>	<b>896.26</b>	<b>1,058.30</b>	<b>1,191.21</b>	<b>1,346.94</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,702.33</b>	<b>1,623.80</b>	<b>1,681.17</b>	<b>1,846.62</b>	<b>1,893.98</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5.88	89.42	109.58	132.24	158.22
折旧摊销	31.78	54.41	16.75	16.85	16.93
财务费用	6.80	27.99	17.99	11.43	7.19
投资损失	0.00	(33.56)	(36.00)	(36.00)	(39.00)
营运资金变动	(4.01)	(37.19)	(108.43)	180.45	(300.46)
其它	(13.65)	185.63	60.41	2.69	0.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>26.80</b>	<b>286.71</b>	<b>60.30</b>	<b>307.66</b>	<b>(156.43)</b>
资本支出	655.68	(12.74)	1.39	1.54	1.51
长期投资	27.22	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,159.47)	(120.71)	33.11	32.96	35.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>(476.57)</b>	<b>(134.64)</b>	<b>34.50</b>	<b>34.50</b>	<b>37.50</b>
债权融资	638.00	473.00	355.80	290.22	244.90
股权融资	(5.04)	(24.34)	(17.99)	(11.43)	(7.19)
其他	(3.19)	(693.01)	(480.94)	(357.83)	(293.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>629.77</b>	<b>(244.35)</b>	<b>(143.13)</b>	<b>(79.04)</b>	<b>(55.69)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>180.00</b>	<b>(92.29)</b>	<b>(48.33)</b>	<b>263.12</b>	<b>(174.62)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>472.13</b>	<b>959.48</b>	<b>1,136.23</b>	<b>1,342.21</b>	<b>1,578.74</b>
营业成本	383.47	601.14	711.88	840.93	989.12
营业税金及附加	4.31	7.88	9.33	11.03	12.97
营业费用	29.23	86.34	113.62	136.91	164.19
管理费用	46.23	72.72	95.33	115.26	129.23
研发费用	10.50	18.78	22.72	26.84	31.57
财务费用	5.01	26.42	17.99	11.43	7.19
资产减值损失	1.30	85.07	2.00	77.78	96.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	33.56	36.00	36.00	39.00
其他	(13.85)	(75.76)	(72.00)	(72.00)	(78.00)
<b>营业利润</b>	<b>5.92</b>	<b>103.33</b>	<b>199.35</b>	<b>158.03</b>	<b>186.65</b>
营业外收入	3.25	2.49	3.37	3.03	2.96
营业外支出	0.41	0.54	0.35	0.44	0.44
<b>利润总额</b>	<b>8.75</b>	<b>105.27</b>	<b>202.37</b>	<b>160.63</b>	<b>189.17</b>
所得税	2.87	15.86	32.38	25.70	30.27
<b>净利润</b>	<b>5.88</b>	<b>89.42</b>	<b>169.99</b>	<b>134.93</b>	<b>158.90</b>
少数股东损益	0.11	61.42	60.41	2.69	0.68
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5.76</b>	<b>28.00</b>	<b>109.58</b>	<b>132.24</b>	<b>158.22</b>
每股收益(元)	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.60%	103.22%	18.42%	18.13%	17.62%
营业利润	-85.04%	1646.56%	92.93%	-20.72%	18.11%
归属于母公司净利润	-83.99%	385.73%	291.34%	20.68%	19.65%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.78%	37.35%	37.35%	37.35%	37.35%
净利率	1.22%	2.92%	9.64%	9.85%	10.02%
ROE	0.82%	3.80%	13.03%	13.62%	14.05%
ROIC	1.43%	10.41%	18.09%	12.56%	17.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.83%	44.80%	37.05%	35.49%	28.88%
净负债率	32.37%	22.03%	12.15%	-16.80%	-5.26%
流动比率	1.44	1.52	2.03	2.19	2.41
速动比率	1.25	1.37	1.55	1.94	1.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.25	4.96	4.96	4.96	4.96
存货周转率	6.15	12.58	9.50	9.67	9.54
总资产周转率	0.38	0.58	0.69	0.76	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	0.12	0.45	0.55	0.65
每股经营现金流	0.11	1.18	0.25	1.27	-0.64
每股净资产	2.91	3.03	3.47	4.00	4.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	579.78	119.36	30.50	25.27	21.12
市净率	4.73	4.54	3.98	3.44	2.97
EV/EBITDA	91.55	13.44	15.53	17.82	16.43
EV/EBIT	475.46	17.11	16.72	19.60	17.87

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com