

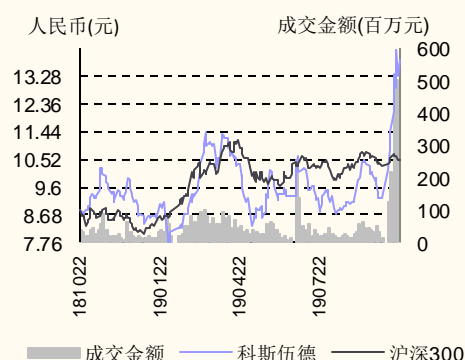
科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.78 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.43
已上市流通 A 股(亿股)	1.72
总市值(亿元)	33.42
年内股价最高最低(元)	14.19/9.24
沪深 300 指数	3881



收购龙门剩余股权方案持续落地，渐近落地： 聚焦资源，发展教育板块

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.024	0.115	0.422	0.517	0.603
每股净资产(元)	2.91	3.03	3.46	3.97	4.58
每股经营性现金流(元)	0.11	1.11	0.66	1.65	1.59
市盈率(倍)	563.79	75.71	32.69	26.64	22.85
净利润增长率(%)	-83.99%	385.73%	265.11%	22.71%	16.59%
净资产收益率(%)	0.82%	3.80%	12.20%	13.02%	13.18%
总股本(百万股)	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月21日**，科斯伍德就《证监会反馈意见通知书》给予回复。科斯伍德于2019年9月20日收到证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，并于10月21日给予回复。回复问题涉及有：①法律法规：龙门教育及其控制的民办非企业法人、控股子公司等开展业务是否符合《民促法》等相关法律法规的规定；②民非学校：旗下民非学校招生、办学模式和盈利模式，民非学校在税收、土地等方面是否存在合规性问题，各办学点的办学许可证现状；③师资：培训业务教师数量、来源，全职、兼职教师占比情况；④未来增长：标的资产承诺期净利润保持稳定增长的依据、合理性及可实现性等多方面。
- 6月25日**，科斯伍德公告拟以三种方式合计收购龙门教育 50.17% 的股权。科斯伍德拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育股东马良铭、明昊、董兵、马良彩、方锐铭、徐颖、益优科技、财富证券、红塔证券、国都证券、翊占信息、田珊珊、齐勇、智百扬投资、孙少文收购龙门教育 50.17% 的股权，其中以发行股份的方式支付对价 2.9 亿元，占交易对价的 35.71%；以发行可转换债券的方式支付对价 3 亿元，占交易对价的 36.90%，以支付现金的方式支付对价 2.2 亿元，占交易对价的 27.39%。股权锁定期为 12 个月，债转股价格为 9 元/股。
- 交易后股权结构**：①龙门教育：本次交易完成后，科斯伍德将持有龙门 99.93% 的股权，全资持有龙门教育。②科斯伍德：本次交易后，如不考虑可转换债券转股，控股股东吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 36.49% 的股份；如考虑定向可转换债券转股，假设交易对方按照初始转股价格将全部可转换债券转股，则吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 32.93% 的股份；龙门教育副董事长马良铭将持有科斯伍德 14.49% 股份。持股结构的变化，将龙门管理层与上市公司原股东利益进行深度绑定，增强凝聚力，利于公司长远发展。

相关报告

- 《1H19：龙门教育经营效率提升，龙门净利润同比+34%，收购...》，2019.9.30
- 《方案落地，拟收购龙门剩余股权：聚焦资源，发展教育板块-方案落...》，2019.6.26
- 《18 年报&19Q1：龙门教育净利同增 25%+，缩减非核心业务...》，2019.4.28
- 《业绩预告现波动因计提原主业一次性减值损失，龙门教育经营向好...》，2019.1.28
- 《科斯伍德 18Q3 点评：前三季度扣非后归母净利润同增 183%，未...》，2018.10.20

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

投资建议

- 龙门教育经营向好，同时科斯伍德通过缩减非核心业务，聚焦教育行业，有望提高整体盈利能力，集中资源做大教育板块。我们预计科斯伍德 2019/2020/2021 年归母净利润实现 1.02/1.25/1.50 亿元，对应 PE 估值为 33/27/23x。
- 风险提示**：增发尚需证监会审核，交易方案尚未落地仍存不确定性，行业政策风险，竞争加剧等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	490	472	959	1,010	1,163	1,327	货币资金	181	362	276	366	578	648
增长率		-3.6%	103.2%	5.3%	15.1%	14.0%	应收账款	219	217	187	205	278	321
主营业务成本	-375	-383	-601	-580	-676	-776	存货	65	88	64	73	85	98
%销售收入	76.5%	81.2%	62.7%	57.4%	58.1%	58.5%	其他流动资产	2	10	110	180	15	17
毛利	115	89	358	430	488	551	流动资产	467	677	637	825	956	1,083
%销售收入	23.5%	18.8%	37.3%	42.6%	41.9%	41.5%	%总资产	57.7%	39.8%	39.2%	46.0%	49.3%	52.2%
营业税金及附加	-5	-4	-8	-9	-10	-12	长期投资	9	39	39	40	39	39
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	301	288	242	237	257	269
营业费用	-34	-29	-86	-91	-99	-113	%总资产	37.2%	16.9%	14.9%	13.3%	13.3%	13.0%
%销售收入	6.9%	6.2%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%	无形资产	29	688	682	679	677	674
管理费用	-38	-46	-92	-99	-102	-117	非流动资产	342	1,025	987	967	983	992
%销售收入	7.8%	9.8%	9.5%	9.8%	8.8%	8.8%	%总资产	42.3%	60.2%	60.8%	54.0%	50.7%	47.8%
息税前利润 (EBIT)	39	9	173	231	276	309	资产总计	809	1,702	1,624	1,792	1,939	2,075
%销售收入	7.9%	1.9%	18.0%	22.9%	23.7%	23.3%	短期借款	0	260	165	151	145	0
财务费用	3	-5	-26	-23	-18	-3	应付款项	84	172	213	218	243	278
%销售收入	-0.5%	1.1%	2.8%	2.3%	1.5%	0.2%	其他流动负债	17	38	41	38	44	128
资产减值损失	-2	-1	-85	0	0	0	流动负债	101	470	419	407	432	406
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	378	308	308	208	108
投资收益	0	0	34	0	0	0	其他长期负债	1	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	31.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	101	848	728	715	640	514
营业利润	40	6	103	209	258	306	普通股股东权益	705	706	736	838	964	1,110
营业利润率	8.1%	1.3%	10.8%	20.6%	22.2%	23.1%	少数股东权益	3	148	160	239	335	451
营业外收支	4	3	2	4	3	2	负债股东权益合计	809	1,702	1,624	1,792	1,939	2,075
税前利润	44	9	105	213	261	308	比率分析						
利润率	8.9%	1.9%	11.0%	21.0%	22.5%	23.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-8	-3	-16	-32	-39	-46	每股指标						
所得税率	17.8%	32.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.148	0.024	0.115	0.422	0.517	0.603
净利润	36	6	89	181	222	262	每股净资产	2.907	2.911	3.035	3.456	3.973	4.576
少数股东损益	0	0	61	78	97	116	每股经营现金净流	0.242	0.110	1.115	0.656	1.646	1.594
归属于母公司的净利润	36	6	28	102	125	146	每股股利	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	7.4%	1.2%	2.9%	10.1%	10.8%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	5.11%	0.82%	3.80%	12.20%	13.02%	13.18%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.45%	0.34%	1.72%	5.71%	6.47%	7.05%
净利润	36	6	89	181	222	262	投入资本收益率	4.48%	0.40%	10.71%	12.80%	14.20%	15.76%
少数股东损益	0	0	61	78	97	116	增长率						
非现金支出	33	33	123	35	41	49	主营业务收入增长率	-1.08%	-3.60%	103.22%	5.31%	15.12%	14.05%
非经营收益	-1	4	-18	39	25	14	EBIT增长率	11.43%	-76.98%	1843.64%	34.00%	19.33%	12.10%
营运资金变动	-9	-17	76	-95	112	62	净利润增长率	3.68%	-83.99%	385.73%	265.11%	22.71%	16.59%
经营活动现金净流	59	27	270	159	399	387	总资产增长率	0.81%	110.31%	-4.61%	10.34%	8.20%	7.02%
资本开支	-15	-5	-22	-24	-54	-56	资产管理能力						
投资	-9	-471	-8	-1	0	0	应收账款周转天数	99.7	103.4	48.8	50.0	55.0	55.0
其他	1	0	-105	0	0	0	存货周转天数	64.5	73.1	46.3	46.0	46.0	46.0
投资活动现金净流	-23	-477	-135	-25	-54	-56	应付账款周转天数	81.0	79.1	56.7	60.0	55.0	55.0
股权募资	3	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	224.0	221.5	90.3	84.3	79.5	72.9
债权募资	0	638	-165	-14	-106	-245	偿债能力						
其他	-10	-8	-78	-29	-28	-16	净负债/股东权益	-25.55%	32.37%	22.03%	8.64%	-17.31%	-34.58%
筹资活动现金净流	-7	630	-243	-44	-134	-261	EBIT利息保障倍数	-14.9	1.8	6.5	10.2	15.5	102.0
现金净流量	28	180	-108	90	212	70	资产负债率	12.50%	49.83%	44.80%	39.90%	33.00%	24.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	6	6	17
增持	0	0	1	1	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.14	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

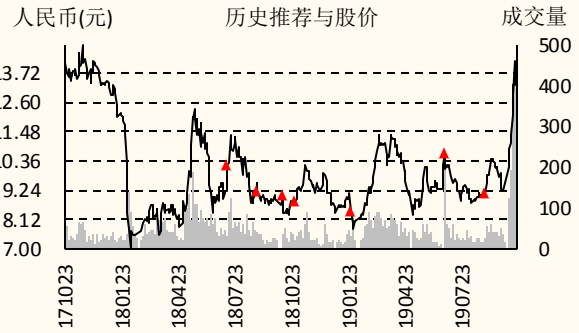
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-13	买入	9.44	N/A
2	2018-08-30	买入	9.49	N/A
3	2018-10-10	买入	9.02	11.50~11.50
4	2018-10-29	买入	8.79	11.50~11.50
5	2019-01-28	买入	9.13	11.50~11.50
6	2019-04-28	买入	9.30	11.50~11.50
7	2019-06-26	买入	10.24	11.50~11.50
8	2019-08-30	买入	9.10	11.50~11.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH