

**社会服务**
**将完成龙门教育收购，迈入新里程**

2019年12月16日

**—科斯伍德(300192.SZ)深度研究报告**
**公司评级：增持（首次）**

分析师：顾静

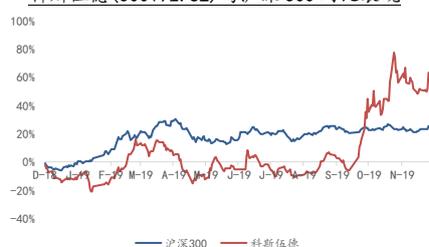
执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

科斯伍德(300192.SZ)与沪深300对比表现


**公司数据与预测**

| 公司数据与预测   | Wind 资讯 |
|-----------|---------|
| 总市值(亿元)   | 38.91   |
| 流通市值(亿元)  | 27.65   |
| 总股本(百万股)  | 242.55  |
| 流通股本(百万股) | 172.36  |
| 日均成交额(百万) | 157.28  |
| 近一个月换手(%) | 135.54  |
| 第一大股东     | 吴贤良     |

请务必阅读文后重要声明及免责条款

**核心观点：**

- 1) **公司将完成龙门教育收购，迈入新里程：**11月30日，公司收购龙门教育剩余50.17%股权获中国证监会核准批复，这意味着公司对龙门教育历经两年的收购即将完成。龙门教育是区域教育培训龙头，在陕西省市占率为20%-30%，聚焦中西部、中等生、中高考。
- 2) **“全封闭校区+课外学习中心”联动发展奠定成长基础：**我们测算龙门教育高考复读市场占有率仅0.5%。公司现有全封闭校区利用率提升空间约20%，学费低于当地可比机构，有上涨空间。陕西挖潜+异地扩张+资产或注入，新增校区值得期待；公司现有K12课外培训教学场地、课程饱和率分别有1倍、3倍以上的提升空间，将辅助加速封闭式教学培训业务全国布局。
- 3) **国内K12课外培训超万亿市场可期，中西部是优质赛道：**根据Frost&Sullivan数据，预计2022年，国内K12课外培训市场将达到7689亿元，2018-2022年，年均复合增速为10.2%。我们认为，对比韩国，国内市场渗透率、学费具有倍增空间，未来国内K12教育课外培训超万亿市场可期；中西部地区课外课程培训参与率提升空间更大，值得关注。
- 4) **盈利预测与投资评级：**若按照本次收购完成前公司对龙门教育的持股比例，2019-2021年，我们预计公司EPS分别为0.37元、0.45元、0.53元，对应PE分别为43.35倍、35.64倍、30.26倍。若本次收购完成，我们预计公司EPS分别为0.49元、0.59元、0.69元，其中教育业务占比分别为90.7%、92.1%、93.4%。对应PE分别为32.52倍、27.07倍、23.16倍。与国内外K12教育上市公司比较，公司完成收购后的估值相对较低。我们认为，国内中高考升学培训属刚性需求，龙门教育兼具盈利性和成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 5) **风险提示：**行业监管和产业政策变化风险、市场竞争风险等。

**预测指标**

| 预测指标      | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万)  | 959.48  | 965.71  | 1058.34 | 1146.34 |
| 收入同比      | 103.22% | 0.65%   | 9.59%   | 8.32%   |
| 归母净利润(百万) | 28.00   | 90.72   | 108.99  | 127.43  |
| 同比增速      | 385.73% | 223.97% | 20.14%  | 16.92%  |
| 毛利率       | 37.35%  | 40.47%  | 42.21%  | 43.74%  |
| 净利率       | 9.32%   | 17.98%  | 19.71%  | 21.27%  |
| EPS(元)    | 0.12    | 0.37    | 0.45    | 0.53    |
| PE(倍)     | 133.67  | 43.35   | 35.64   | 30.26   |

## 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、公司将完成龙门教育收购，迈入新里程</b> .....           | <b>4</b>  |
| 1、公司收购龙门教育剩余股权获核准批复.....                   | 4         |
| 2、龙门教育定位“三中”，收购利于降低估值水平.....               | 4         |
| 3、业绩有承诺，股权绑定核心成员.....                      | 5         |
| <b>二、“全封闭校区+课外学习中心”联动奠定成长基础</b> .....      | <b>7</b>  |
| 1、公司业绩稳健增长，净利率名列前茅.....                    | 7         |
| 2、封闭式教学培训业务是业绩增长核心引擎.....                  | 9         |
| 3、K12 课外培训业务是业绩增长新引擎.....                  | 12        |
| 4、教学辅助软件与销售业务业绩将保持稳健增长.....                | 14        |
| <b>三、国内 K12 课外培训超万亿市场可期，中西部是优质赛道</b> ..... | <b>15</b> |
| 1、多因素驱动国内 K12 课外培训市场增长.....                | 15        |
| 2、国内 K12 课外培训超万亿市场可期.....                  | 18        |
| 3、中西部地区课外课程培训是优质赛道.....                    | 20        |
| 4、规模、品牌优势企业将受益行业集中度提升.....                 | 22        |
| <b>四、盈利预测及投资评级</b> .....                   | <b>23</b> |
| 1、盈利预测.....                                | 23        |
| 2、估值与评级.....                               | 27        |
| <b>五、风险提示</b> .....                        | <b>27</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| Figure1 公司主营业务收入构成 (2019H1)                  | 4  |
| Figure2 公司主营业务利润构成 (2019H1)                  | 4  |
| Figure3 龙门教育主营业务收入构成 (2018 年)                | 5  |
| Figure4 龙门教育业绩承诺及同比增速                        | 6  |
| Figure5 公司股权结构                               | 6  |
| Figure6 龙门教育营业收入及同比增速                        | 7  |
| Figure7 龙门教育归母净利润及同比增速                       | 7  |
| Figure8 三大梯队 K12 课外培训上市公司盈利指标对比              | 7  |
| Figure9 龙门教育毛利率与净利率水平                        | 8  |
| Figure10 龙门教育期间费用率                           | 8  |
| Figure11 龙门教育主营业务毛利率水平                       | 8  |
| Figure12 龙门教育主营业务净利润占比 (2018 年)              | 8  |
| Figure13 公司封闭式高考补习营业收入及同比增速                  | 9  |
| Figure14 公司封闭式中考补习营业收入及同比增速                  | 9  |
| Figure15 龙门教育陕西地区 5 个全封闭校区最大可容纳学生数           | 9  |
| Figure16 全封闭中高考补习培训业务毛利率随着封闭式校区利用率提升         | 10 |
| Figure17 公司中考和高考补习实际单价及同比增速                  | 10 |
| Figure18 陕西地区规模高考补习机构简介                      | 11 |
| Figure19 陕西省初高中在校学生及招生人数 (2016-2018 年)       | 11 |
| Figure20 部分省市往届生占高考报名人数比例 (2017 年)           | 12 |
| Figure21 龙门教育与关联方北京昌平龙门育才文化培训学校交易情况 (2018 年) | 12 |
| Figure22 公司 K12 课外培训业务财务指标                   | 13 |
| Figure23 公司 K12 课外培训业务各城市办学面积及生均面积情况         | 13 |
| Figure24 公司 K12 课外培训业务理论饱和课时数                | 14 |
| Figure25 公司教学辅助软件服务及产品简介                     | 14 |
| Figure26 公司近 8 成在校学生购买配套教学软件                 | 15 |
| Figure27 公司教学辅助软件研发与销售业务财务指标                 | 15 |
| Figure28 国内 K12 阶段在校生人数及同比增速                 | 16 |
| Figure29 预测国内 K12 阶段在校生人数及同比增速               | 16 |
| Figure30 国内 K12 阶段在校生结构 (2018 年)             | 16 |
| Figure31 国内 K12 阶段在校生结构 (2024 年)             | 16 |
| Figure32 韩国课外辅导渗透率及放学后项目参与率                  | 17 |
| Figure33 韩国 K12 课外辅导生均支出                     | 18 |
| Figure34 国内 K12 课外培训市场结构                     | 18 |
| Figure35 全国中小学生课外课程 (学科类) 及兴趣培训参与率           | 19 |
| Figure36 国内 K12 课外培训市场规模及预测                  | 20 |
| Figure37 国内高考人数及同比增速                         | 20 |
| Figure38 国内 985 和 211 高校录取率排名                | 20 |
| Figure39 韩国 K12 课外辅导生均参与时长及同比增速              | 21 |
| Figure40 国内家庭教育支出                            | 22 |
| Figure41 中西部地区家庭课外教育支出占比较                    | 22 |

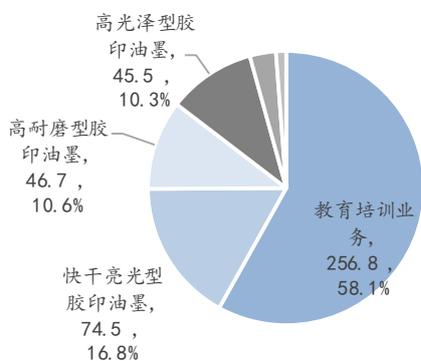
|  |    |
|--|----|
| Figure42 全国课外中小學生课外课程（学科类）培训参与率 .....      | 22 |
| Figure43 国内 K12 课外培训规模机构分为三大梯队 .....       | 23 |
| Figure44 中国 K12 课外培训行业市场集中度（2017 年） .....  | 23 |
| Figure45 公司营业收入预测关键假设条件（2019-2021 年） ..... | 24 |
| Figure46 公司主营业务毛利率预测（2019-2021 年） .....    | 26 |
| Figure47 公司期间费用率预测（2019-2021 年） .....      | 26 |
| Figure48 科斯伍德与国内外可比教育上市公司估值比较 .....        | 27 |
| 附：财务预测摘要 .....                             | 28 |

## 一、公司将完成龙门教育收购，迈入新里程

### 1、公司收购龙门教育剩余股权获核准批复

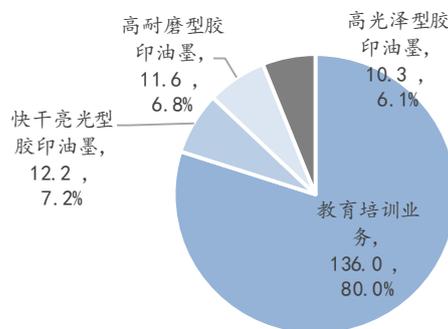
公司业务涵盖教育培训和胶印油墨两大板块。2017 年，公司以支付现金的方式收购龙门教育 49.22% 的股权。2019 年上半年，教育培训业务贡献了公司 58.1% 营业收入，80% 营业利润。龙门教育成立于 2002 年，以高考复读培训起家，公司聚焦于中高考升学培训的细分市场，在陕西省的市占率为 20%-30%，是区域教育培训龙头，曾于 2016 年挂牌新三板。

Figure1 公司主营业务收入构成（2019H1） 单位：百万元



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure2 公司主营业务利润构成（2019H1） 单位：百万元



资料来源：wind、世纪证券研究所

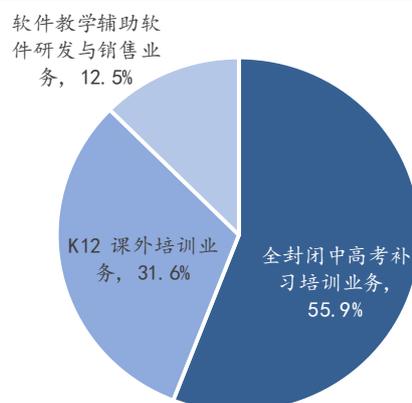
公司收购龙门教育剩余 50.17% 股权获中国证监会核准批复。2019 年 10 月 18 日，龙门教育正式终止新三板挂牌。11 月 30 日，公司收购龙门教育剩余 50.17% 股权获得中国证监会核准批复。该交易完成后，公司将持有龙门教育 99.93% 的股权。由于批复自下发之日起 12 个月内有效，我们认为，这意味着公司对龙门教育历经两年的收购即将完成，也将迈入新里程。

### 2、龙门教育定位“三中”，收购利于降低估值水平

龙门教育定位“三中”，全封闭准军事化管理。公司聚焦中西部、中等生、中高考：公司已在陕西耕耘 17 年，中西部学生更多以高考为出路；高考中等生是指分数在二本线以下，高职线以上的群体，每年全国高考人数约 900 万人，这一群体大约有 400 多万，提升效果最明显。公司全封闭校区采取“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭准军事化管理”的“5+”龙门教育模式。

龙门教育全封闭中高考补习培训业务收入占比 56%。2018 年，龙门教育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，营业收入分别占比 55.9%、31.6%、12.5%。

Figure3 龙门教育主营业务收入构成（2018 年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

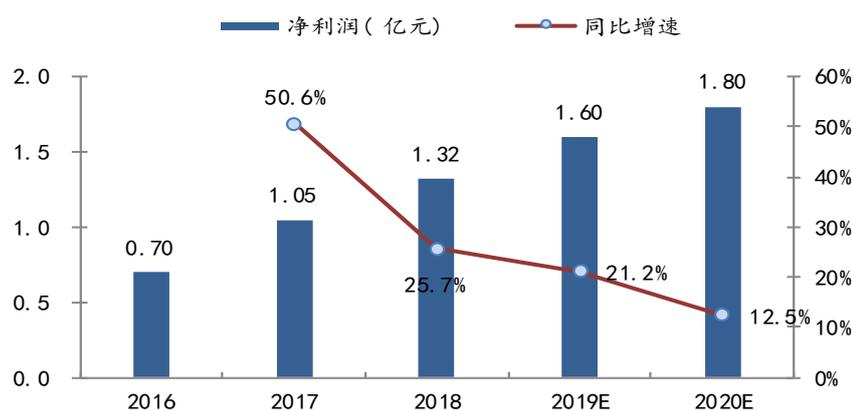
公司收购龙门教育剩余股权有利于降低估值水平。本次公司购买龙门教育 50.17% 股权价值约为 8.17 亿元，交易价格为 8.13 亿元，对应 2018 业绩的 PE 估值仅为 12.3 倍，低于目前业务可比 K12 教育上市公司估值（53 倍）。我们认为，收购估值较低的股权有利于公司盈利水平提升，增厚 EPS，降低估值水平。

### 3、业绩有承诺，股权绑定核心成员

**业绩承诺保障净利润稳健增长。**为保护上市公司投资者利益，龙门教育利润补偿责任人马良铭等承诺：2019、2020 年度实现净利润分别不低于人民币 1.6 亿元、1.8 亿元，同比增速分别为 21.21%、12.50%。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。

**股权交易绑定核心成员。**本次交易，公司拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育 50.17% 的股权。其中发行股份、发行可转换债券、支付现金的方式在交易金额中占比分别为 35.71%、36.90%、27.39%。

Figure4 龙门教育业绩承诺及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

如不考虑定向可转换债券转股，则本次交易完成后，吴贤良、吴艳红（姐弟关系）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，则本次交易及交易对方转股完成后，吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 32.93% 的股份，同为姐弟关系的龙门教育马良铭（副董事长）、马良彩（财务总监）分别持有 14.49%，0.98% 股权。

Figure5 公司股权结构 单位：万股

| 股东姓名<br>或名称 | 重组前          |          | 重组后          |         |
|-------------|--------------|----------|--------------|---------|
|             | 股份数量<br>(万股) | 股份<br>比例 | 股份数量<br>(万股) | 股份比例    |
| 吴贤良         | 9,357        | 38.58%   | 9,357        | 27.40%  |
| 吴艳红         | 1,887        | 7.78%    | 1,887        | 5.53%   |
| 吴贤良、吴艳红合计   | 11,245       | 46.36%   | 11,245       | 32.93%  |
| 马良铭         |              |          | 4,947        | 14.49%  |
| 马良彩         |              |          | 333          | 0.98%   |
| 董兵          |              |          | 1,000        | 2.93%   |
| 方锐铭         |              |          | 167          | 0.49%   |
| 徐颖          |              |          | 111          | 0.33%   |
| 配套融资方       |              |          | 3,333        | 9.76%   |
| 其他股东        | 13,010       | 53.64%   | 13,010       | 38.10%  |
| 上市公司股本      | 24,255       | 100.00%  | 34,147       | 100.00% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：发行股份+可转债按初始转股价全部转股计算重组后股权结构

**龙门教育管理层保持稳定。**以龙门教育创始人马良铭先生为代表的教学和教研团队和以总经理黄森磊先生为代表的运营管理团队，在中高考培训及企业管理方面有多年的实践经验。

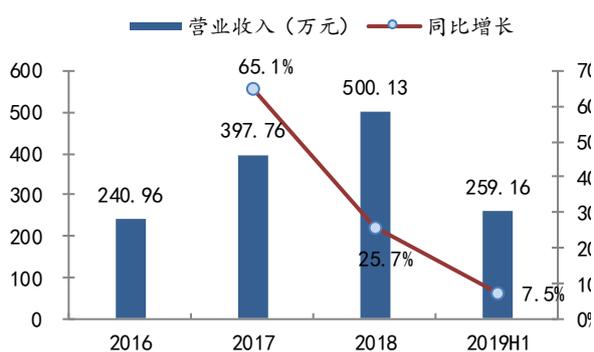
马良铭先生毕业于陕西师范大学英语教育专业，教育管理硕士，中学特级教师，在中学教书20年，首创“龙门5+”高考补习模式。黄森磊先生历任北大附中网校总经理、安博教育副总裁、京翰教育CEO，2016年加盟龙门教育，负责K12课外辅导业务。本次交易完成后，龙门教育现有管理层基本保持稳定，将按照原有管理模式和既定发展目标开展业务。

## 二、“全封闭校区+课外学习中心”联动奠定成长基础

### 1、公司业绩稳健增长，净利率名列前茅

**业绩稳健增长。**2018年，龙门教育营业收入为5亿元，同比增长25.7%；2019年上半年，公司实现营业收入2.59亿元，同比增长7.5%；归母净利润为7,154万元，同比增长24%。

Figure6 龙门教育营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure7 龙门教育归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**公司净利率名列前茅。**2018年，公司综合毛利率为52.18%，高于K12课外培训上市公司平均水平约6pct。净利率为25.5%，在11家国内外上市(含退市)的K12课外培训公司中排名第一。从期间费用率来看，公司管理费用率、销售费用率相对较低，主要是得益于公司“全封闭校区+课外学习中心+教学辅助软件”业务联动模式。

Figure8 三大梯队K12课外培训上市公司盈利指标对比

|                  | 证券名称 | 营业收入 (最新) | 净利润  | 毛利率%  | 净利率%  | 备注                  |
|------------------|------|-----------|------|-------|-------|---------------------|
| 第一梯队<br>(USD-亿元) | 新东方  | 30.96     | 2.38 | 55.55 | 7.36  | 2018/5/31-2019/5/31 |
|                  | 好未来  | 25.63     | 3.67 | 54.57 | 14.22 | 2018/2/28-2019/2/28 |

请务必阅读文后重要声明及免责条款

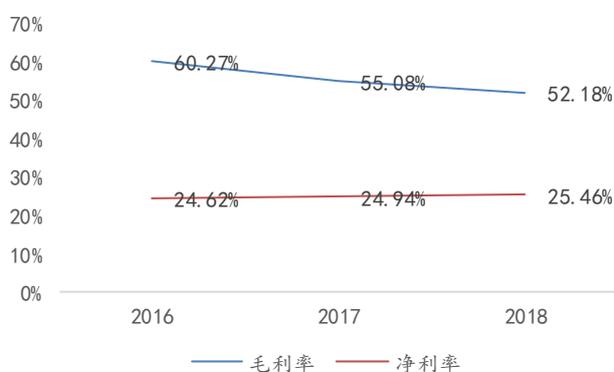
股市有风险 入市需谨慎

|                  |      |       |       |       |       |                     |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
| 梯队<br>(RMB-亿元)   | 精锐教育 | 39.94 | 2.06  | 48.12 | 3.18  | 2018/8/31-2019/8/31 |
|                  | 学大教育 | 28.62 | 0.1   | 27.27 | 0.35  | 2018 年报             |
|                  | 昂立教育 | 18.01 | 0.75  | 44.51 | 4.2   | 2018 年报             |
| 第三梯队<br>(RMB-亿元) | 龙文教育 | 6.91  | 0.6   | 25.5  | 0.08  | 2018 年报             |
|                  | 龙门教育 | 5     | 1.32  | 52.18 | 25.46 | 2018 年报             |
|                  | 四季教育 | 3.36  | -0.02 | 48.81 | -0.44 | 2018 年报             |
|                  | 高思教育 | 3.93  | 0.53  | 51.51 | 0.13  | 2016 年报             |
|                  | 大山教育 | 2.17  | 0.32  | 52.24 | 0.15  | 2017 年报             |
|                  | 大智教育 | 1.78  | 0.1   | 49.27 | 0.06  | 2017 年报             |

资料来源: wind、公司公告、世纪证券研究所

注: 昂立教育净利率为剔除营业外投资数据。

Figure9 龙门教育毛利率与净利率水平



资料来源: wind、世纪证券研究所

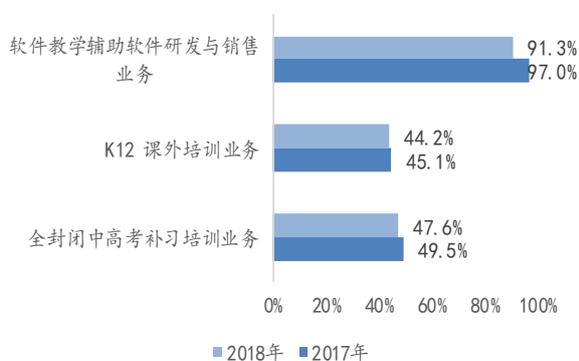
Figure10 龙门教育期间费用率



资料来源: wind、世纪证券研究所

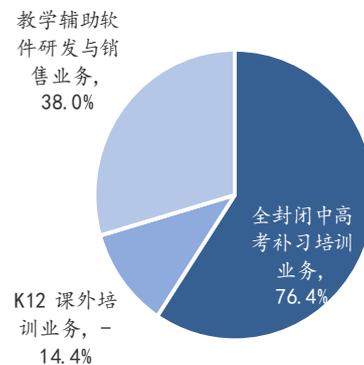
分业务来看, 2018 年, 公司全封闭中高考补习培训业务毛利率为 47.57%, 净利率高达 35.15%, 贡献了 76.4% 的净利润; 教学辅助软件研发与销售业务主要是向龙门教育旗下封闭式培训学校学生提供服务, 净利率为 77.88%, 贡献了 38% 的净利润; K12 课外培训业务由于受监管政策影响, 暂时亏损。

Figure11 龙门教育主营业务毛利率水平



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure12 龙门教育主营业务净利润占比 (2018 年)



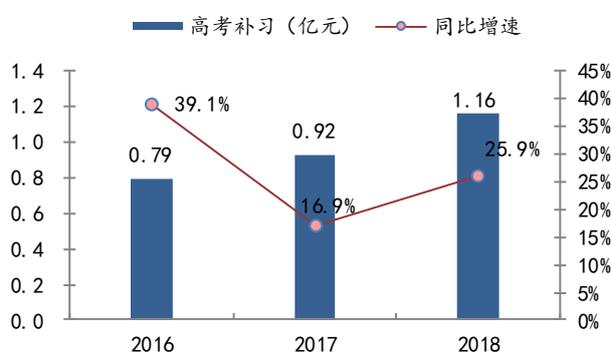
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

## 2、封闭式教学培训业务是业绩增长核心引擎

### (1) 营业收入稳健增长，公司高考补习市场占有率仅 0.5%

**营业收入稳健增长。**2018年，公司高考封闭培训业务实现营业收入1.16亿元，同比增长25.9%。2016-2018年，年均复合增速为21.3%；中考封闭培训业务实现营业收入1.31亿元，同比增长18.9%。2016-2018年，年均复合增速为19.7%。另外，公司其他业务（主要为校内辅导班，如暑期补习、考前冲刺班等）实现营业收入3852万元，同比增长61.7%。

Figure13 公司封闭式高考补习营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure14 公司封闭式中考补习营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**公司高考复读市场占有率仅 0.5%。**2002年，教育部发布公办普通高中禁止办复读班的禁令。从高考复读市场来看，2019年参加高考1031万人，高考录取率为75%，落榜生为258万人，按照40%复读率，即全国往届生占高考报名人数平均值为10%左右，学费2万元/年计算，高考复读的市场超过200亿元，估计公司市场占有率仅0.5%。

### (2) 现有校区利用率提升空间约 20%，规模效应显现

**现有校区利用率提升空间约 20%。**截止2019年6月30日，公司共有7个全封闭小区，其中陕西占5个。陕西地区全封闭校区宿舍最大可容纳学生数为13,856人。2018年，公司春季招生10972人，秋季招生11210人，校区利用率为80%左右，还有约20%提升空间。

Figure15 龙门教育陕西地区5个全封闭校区最大可容纳学生数 单位：人

| 校区名称   | 可用教室数 | 可用宿舍数 | 教室最大可容纳学生数 | 宿舍最大可容纳学生数 |
|--------|-------|-------|------------|------------|
| 长安南路校区 | 50    | 292   | 3,465      | 2,528      |
| 咸宁东路校区 | 53    | 385   | 2,915      | 3,080      |

|       |     |      |        |        |
|-------|-----|------|--------|--------|
| 东仪路校区 | 13  | 94   | 675    | 752    |
| 东关校区  | 5   | 35   | 225    | 280    |
| 华美校区  | 140 | 902  | 7,700  | 7,216  |
| 合计    | 261 | 1708 | 14,980 | 13,856 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**规模效应显现，毛利率提升。**2019年1-4月，公司毛利率为51%，较2018年提升3.4pct，主要由于全封闭中高考补习培训的班级容量增加，综合利用效率提高。2018年，班级平均学生人数为42人，2019年1-4月，班级平均学生人数为46人，班级容量提升约9.52%，与毛利率的增长率基本一致。我们认为，随着校区规模效应显现，公司毛利率将逐步提升。

Figure16 全封闭中高考补习培训业务毛利率随着封闭式校区利用率提升

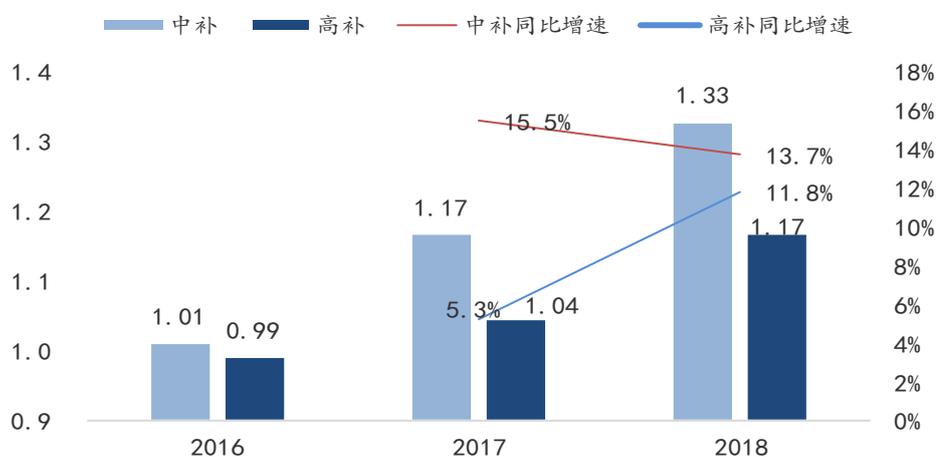
|          | 2017   | 2018   | 2019.1-4月 |
|----------|--------|--------|-----------|
| 毛利率      | 48.73% | 47.57% | 51%       |
| 均在校学生人数  |        | 9,918  | 10,843    |
| 班级平均学生人数 |        | 42     | 46        |
| 平均班级数量   |        | 238    | 234       |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### (3) 公司学费逐年上涨，仍有提价空间

**公司学费逐年上涨，年均复合增速为8%以上。**公司在每年的8月份至9月份以及次年的1月份至2月份集中收取学费，收入按照直线法在当学期内进行确认。2016-2018年，公司中考补习每学期实际单价从1.01万元上涨至1.33万元，年均复合增速为14.6%，高考补习每学期实际单价从0.99万元上涨至1.17万元，年均复合增速为8.5%。

Figure17 公司中考和高考补习实际单价及同比增速 单位：万元/学期



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

公司学费低于当地类似机构，有提价空间。与陕西地区规模知名高考补习机构相比，公司学费相对较低，如方正补习学费是3万元/年，大唐补习的大班学费是1.55万元/学期，精品班是2.15万元/学期。2018年，公司高考人均学费为2.34万元/年。若按照当地类似机构平均学费3万元/年计，公司学费相差近30%，有提价空间。

Figure18 陕西地区规模高考补习机构简介

| 学校   | 学校人数  | 校区数量 | 收费                              |
|------|-------|------|---------------------------------|
| 龙门教育 | 10972 | 5    | 2018年中考、高考学费为2.66万元/年、2.34万元/年。 |
| 方正补习 | 5000  | 3    | 3万/年，120人以上大班。                  |
| 大唐补习 | 5000  | 4    | 精品班30人每学期21550元，大班60人每学期15500元。 |

资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

#### (4) 陕西挖潜+异地扩张+资产或注入，新增校区值得期待

陕西市场仍有挖潜空间。公司所在陕西地区有着庞大的客户群体。2018年，公司封闭教学培训春秋季合计招生人数为2.2万人。2018年，陕西地区，初中在校生4,442.1万人、高中在校生2,375.4万人，招生人数合计同比增长3.1%。虽然公司新开的西安外事校区由于校区未能实现全封闭，2018年年中关闭，我们认为，公司在条件合适的情况下，还将在陕西地区继续开设新校区。

Figure19 陕西省初高中在校学生及招生人数（2016-2018年） 单位：人

|      |     | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-----|------|------|------|
| 普通高中 | 招生  | 803  | 800  | 793  |
|      | 在校生 | 2367 | 2375 | 2375 |
| 初中   | 招生  | 1487 | 1547 | 1603 |
|      | 在校生 | 4329 | 4442 | 4653 |
| 合计   | 招生  | 2290 | 2347 | 2395 |
|      | 在校生 | 6696 | 6817 | 7028 |

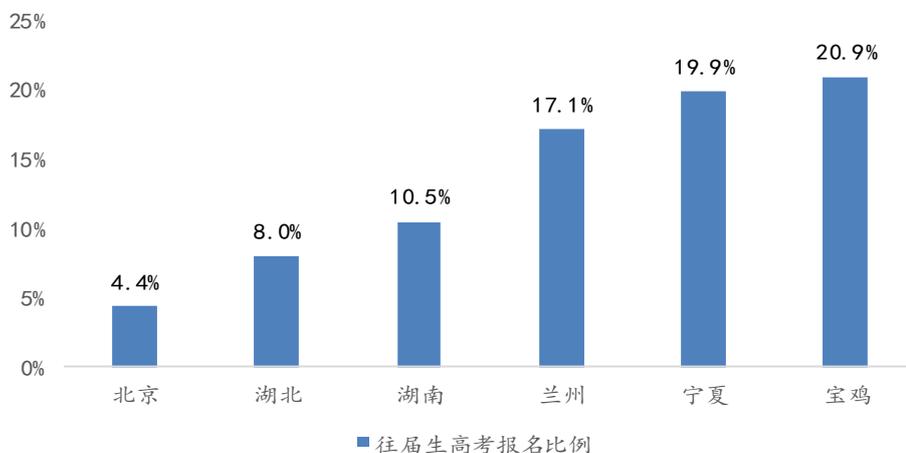
资料来源：陕西省统计公报、世纪证券研究所

异地跨区域扩张值得期待。根据产业信息网整理的的数据，从往届生占当年高考报名人数比例来看，经济发达地区考生的复读意愿较低，而欠发达地区考生的复读意愿则较高。我们认为，对于中西部考生而言，高考失利，家庭经济条件有限，复读的可能性更大。

目前公司新开武汉龙门天下教育科技有限公司已取得营业执照，主营是高考补习小班封闭式培训，预计公司更换经营场所后将实现招生计划。未来，公

司全封闭教学培训业务计划向人口聚集、经济发达的中西部区省会和重点城市拓展，如郑州、长沙等。

Figure20 部分省市往届生占高考报名人数比例（2017 年）



资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

北京龙门育才学校未来有可能注入上市公司。同样采取“龙门5+”教学全封闭准军事化管理的北京昌平龙门育才文化培训学校（简称北京龙门育才学校）是公司参股股东兼董事的近亲马良竹控制的企业，2018 年与龙门教育与该关联方有提供服务、租赁资产的关联交易。

Figure21 龙门教育与关联方北京昌平龙门育才文化培训学校交易情况（2018 年）

| 关联方            | 关联交易       | 金额（万元） |
|----------------|------------|--------|
| 北京昌平龙门育才文化培训学校 | 租赁资产-房屋建筑物 | 90     |
|                | 提供服务       | 401.55 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

北京龙门育才学校位于北京大学圆明园校区，每届全日制毕业生 200 多人，一年寄宿制补习培训的客单价区间在七到十几万不等。2017 年，并购北京四忠复读中心。2018 年 2 月，并购北京市海淀区北师大培训学校（北师大）。我们认为，随着该校区进一步充实壮大，待条件成熟，未来有可能会注入上市公司。

### 3、K12 课外培训业务是业绩增长新引擎

#### (1) 公司学习中心聚集中部城市，初具规模

K12 学习中心初具规模，奠定引流基础。截止 2018 年底，公司 K12 学习中心在读学生人数 7139 人。2019 年中期，公司 K12 课外培训业务在全国 13 个城

市开展，拥有 62 个校区。龙门教育通过在全国布局 K12 学习中心方式进行品牌营销和生源引流，辅助加速封闭式教学培训业务的全国布局。

**K12 学习中心主要集中在中部城市。**自 2016 年以来，公司旗下 K12 课外培训业务先后在武汉、北京、株洲、长沙等多个城市设立校区。龙门教育一线城市北京的直营学习中心主要分布于郊区（大兴、顺义、密云、怀柔），与新东方、好未来等机构在地域上形成错位竞争；武汉、株洲、长沙等二、三线城市直营学习中心主要分布于市中心。

### (2) 经过整顿，公司 K12 课外培训业务有望扭亏为盈

2016 年，公司开始拓展 K12 课外培训业务。2018 年，K12 课外培训业务实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 33.61%，净利润亏损 1834.9 万元，主要因为部分校区需办理办学许可证，停业时间较长。我们认为，经过前期整顿，公司 K12 课外培训业务也将步入正轨，有望扭亏为盈，提升公司现有净利率水平。

Figure22 公司 K12 课外培训业务财务指标

| 财务指标     | 2016     | 2017     | 2018     |
|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（万元） | 2075.82  | 11,705   | 15,639   |
| 同比增速     |          | 463.86%  | 33.61%   |
| 毛利率      | 15.46%   | 45.05%   | 44.18%   |
| 净利润（万元）  | -3063.88 | -1842.76 | -1834.92 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### (3) 教学场地、课程饱和度分别有 1 倍、3 倍以上的提升空间

**教学场地饱和度有 1 倍以上的提升空间。**根据《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》明确规定校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米，目前，公司各城市 K12 课外培训场地均符合国家标准，生均面积为 6.76 平方米，相比监管要求，还有 1 倍以上的提升空间。

Figure23 公司 K12 课外培训业务各城市办学面积及生均面积情况

| 城市 | 面积（平方米）  | 生均面积（平方米） |
|----|----------|-----------|
| 武汉 | 6,249.98 | 6.47      |
| 北京 | 2,106.93 | 4.41      |
| 株洲 | 3,354.95 | 10.42     |
| 长沙 | 3,211.67 | 7.35      |
| 郑州 | 401.61   | 5.28      |

|    |          |       |
|----|----------|-------|
| 太原 | 311.21   | 3.84  |
| 合肥 | 965.13   | 4.21  |
| 苏州 | 1,255.00 | 13.94 |
| 成都 | 320.86   | 4.94  |
| 平均 | 2019.70  | 6.76  |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**课程饱和率有3倍以上的提升空间。**若以目前正常经营各校区已有的座位数为基础，测算其理论上一年最大的上课课时量。其中，周一至周五，每天按2个课时计算，周末每天8个课时计算，另外，寒假按30天、暑假按60天计算，每天8个课时计算，公司理论饱和课时数为400万小时以上。2019年1-4月，公司确认收入的小时量为32.9小时，预计全年可达105.7万小时，与理论饱和课时数相比，还有3倍以上的提升空间。

Figure24 公司K12课外培训业务理论饱和和课时数

|             | 2019.1-4月  | 2019E        |
|-------------|------------|--------------|
| 确认收入课时量(小时) | 328,738.16 | 1,057,120.00 |
| 理论饱和课时数(小时) |            | 4,893,480.00 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

#### 4、教学辅助软件与销售业务业绩将保持稳健增长

##### (1) 公司教学辅助软件储备丰富

**公司教学辅助软件储备丰富。**目前“功能型”在校外培训领域的应用度最高。龙门教育依托十几年积累的教学大数据，匹配中高考改革，已研发成型多款智能教学产品。截至2018年，公司累计获得20项软件著作权，获批“国家高新技术企业”及“深圳高新技术企业”资质。

Figure25 公司教学辅助软件服务及产品简介

| 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学技术支持，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响应难度文章，实现真正的自适应阅读。  |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

##### (2) 公司近八成在校学生购买配套教学软件

2018年，公司跃龙门交互式教学系统V2.0单价为2300元，跃龙门阅读宝系统V1.0为1980元，销量分别为1.71万套、0.81万套。公司全封闭中高考补习培训校区春秋两季合计招生2.22万人，推算77%在校学生购买了配套的教

学软件。

我们认为，只要公司提供的教学配套软件对学习成绩提高有帮助，学生普遍购买的情况下，家长一般也会选择购买。后期公司还可以通过扩展配套教学软件，预计生均教学辅助软件消费额也会相应增加。

Figure26 公司近 8 成在校学生购买配套教学软件

| 教学辅助软件研发与销售业务   | 销售单价（元/套） | 销售量（万套） |
|-----------------|-----------|---------|
| 跃龙门交互式教学系统 V2.0 | 2,300.00  | 1.71    |
| 跃龙门阅读宝系统 V1.0   | 1,980.00  | 0.81    |
| 春秋招生合计（万人）      |           | 2.22    |
| 购买教学系统软件学生比例    |           | 77%     |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### (3) 教学辅助软件业务将保持稳健增长

2018 年，公司教学辅助软件业务实现营业收入 6213 万元，同比增长 16%。毛利率为 91.3%，实现净利润 4839 万元。预计未来，随着公司招生规模的扩大，配套的教学软件及在线教育需求也将增加，预计教学辅助软件业务业绩也将保持稳健增长。

Figure27 公司教学辅助软件研发与销售业务财务指标

| 财务指标     | 2017    | 2018   |
|----------|---------|--------|
| 营业收入（万元） | 5352.43 | 6,214  |
| 同比增速     |         | 16.09% |
| 毛利率      | 97.02%  | 91.30% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

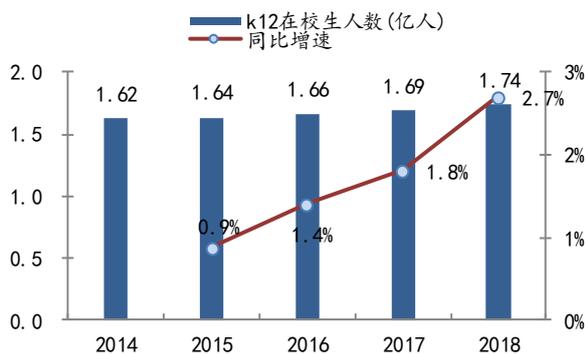
## 三、国内 K12 课外培训超万亿市场可期，中西部是优质赛道

### 1、多因素驱动国内 K12 课外培训市场增长

#### ① K12 在校生人数将保持小幅上行态势

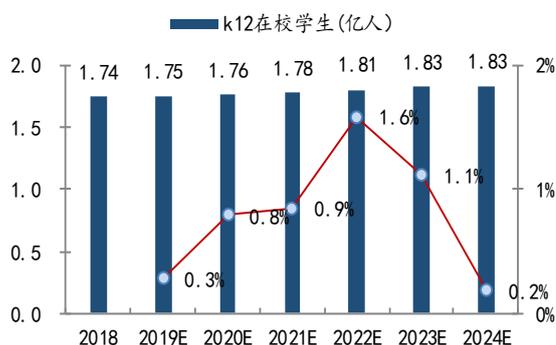
**K12 在校生人数将保持小幅上行态势。**国内 K12 教育指小学 6 年、初中 3 年和高中 3 年共计 12 年的基础教育。2018 年，国内 K12 阶段在校生人口数量高达 1.74 亿人，同比增长 2.7%。我们认为，虽然国内生育堆积效应逐渐消退，但未来 6 年 K12 在校学生人数仍将上行态势，根据我们的预测，2024 年，K12 在校学生人数为 1.83 亿，2018-2024 年，年复合增长率为 0.84%。

Figure28 国内 K12 阶段在校生人数及同比增速



资料来源：教育部、世纪证券研究所

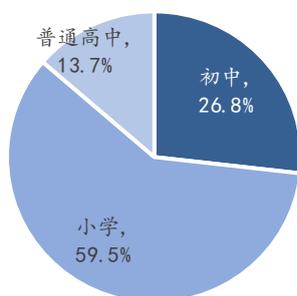
Figure29 预测国内 K12 阶段在校生人数及同比增速



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

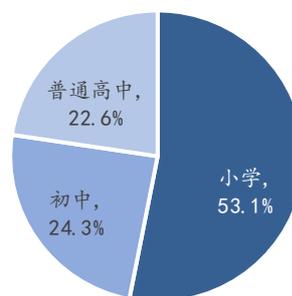
**K12 初高中在校生比例将增加。**从结构上来看，2018 年，国内小学、初中、普通高中在校生占比分别为 59.5%、26.8%、13.7%。根据我们的预测，2024 年，小学、初中、普通高中在校生占比分别为 53.1%、24.3%、22.6%。初高中在校学生占比合计为 46.9%，增加 6.4pct。

Figure30 国内 K12 阶段在校生结构（2018 年）



资料来源：教育部、世纪证券研究所

Figure31 国内 K12 阶段在校生结构（2024 年）



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

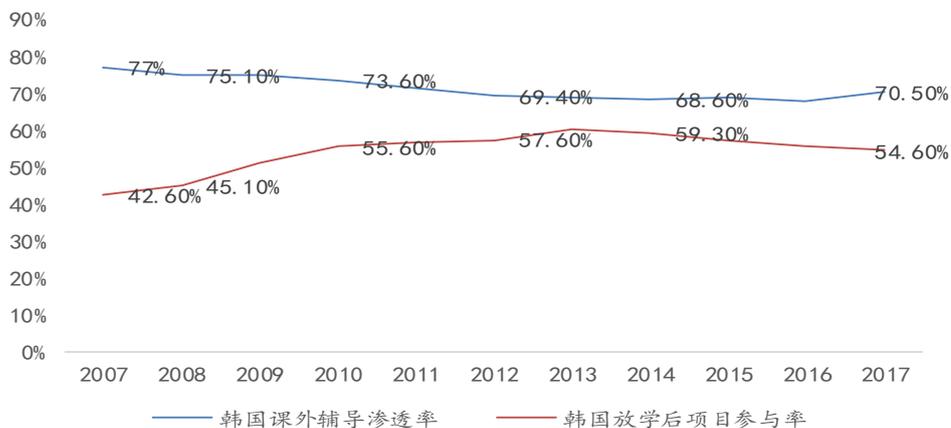
## ② 市场渗透率具有倍增空间

**国内 K12 课外培训市场渗透率偏低，具有倍增空间。**根据中国教育财政科学研究所数据，2017 年，全国中小学生课程(学科类)课外培训参与率为 37.8%。对比同为九年义务教育制度下的应试教育文化的韩国，国内 K12 课外培训市场渗透率偏低。

2008-2016 年，面对激烈的升学竞争压力，韩国为给学生减负，进行一系列教育改革。2007 年至 2017 年，受政策监管及学校放学后项目对课外辅导的挤占，韩国 K12 课外辅导渗透率从 77.0% 下降至 70.5%。

近年来，中国也陆续出台了一系列新高考和课外辅导监管政策，鉴于中国教育体制对学习成绩的重视，随着家庭经济实力的提高，K12 课外培训市场渗透率仍有较大的提升空间。

Figure32 韩国课外辅导渗透率及放学后项目参与率



资料来源：Private Education Expenditures Survey、世纪证券研究所

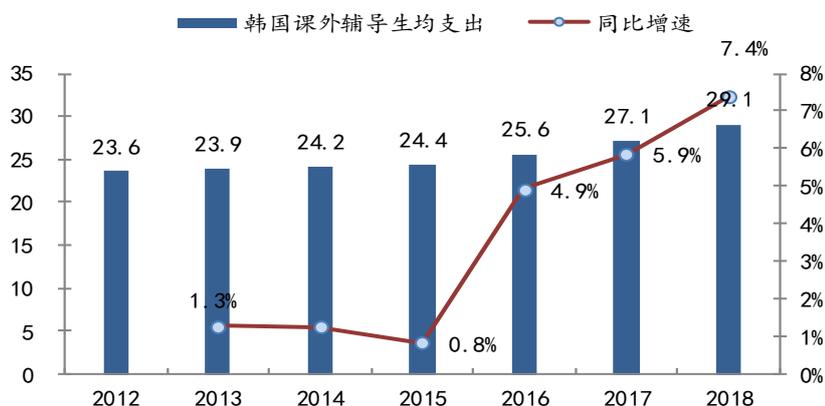
### ③ 课外培训学费提价空间大

**国内 K12 课外培训费用水涨船高。**2018 年，政策监管趋严，培训机构成本增加、K12 课外培训水涨船高已属必然。2019 年，根据蓝鲸教育调查数据，发现在北京等一线城市的涨价情况普遍，但涨幅不一。比如新东方，暑期大班授课每科 2920 元，同比上涨 38%。业内人士表示，随着教师人工等成本上升，每年教培机构都存在涨价的情况。

**课外培训学费涨幅空间大。**根据中国教育财政科学研究所数据，2017 年，参与课程（学科类）课外培训的费用来看，全国中小学生平均为 5021 元，参与兴趣类课外教育的学生平均费用约 3554 元。

对比韩国，2018 年，学生人均接受私人教育的费用为 29.1 万韩元，折合人民币约 1700 元/月，同比增长 7.8%，年支出超过 2 万元。目前国内一、二线城市家庭生均年支出超过万元，对比韩国，涨幅空间也将近 1 倍，可以预见未来国内各地的课外培训费用还有较大的增长空间。

Figure33 韩国 K12 课外辅导生均支出 单位：万韩元/月



资料来源：韩国教育部、世纪证券研究所

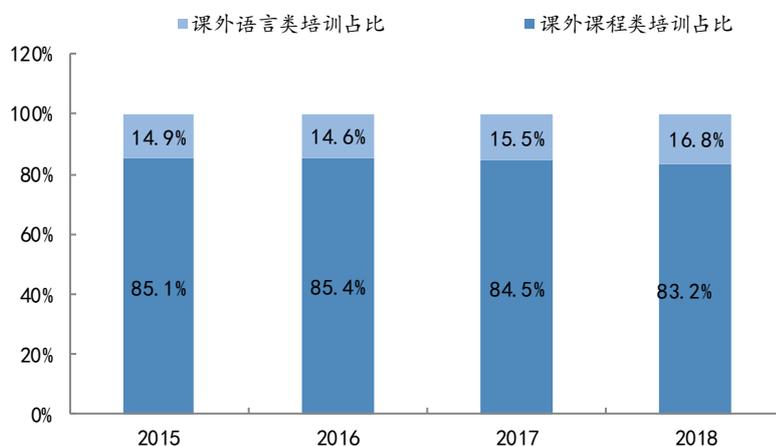
## 2、国内 K12 课外培训超万亿市场可期

### (1) K12 课外课程（学科类）培训占比八成以上

国内高考以学习成绩作为选拔机制，树立了公平、公正印象。1977年，国内全国高考恢复，无数普通人已通过高考改变了命运。同时，高考也为人才晋升、社会选拔建立了直达通道。由于国内优质教育资源有限，升学竞争激烈的局面长期存在，中国家长普遍存在教育焦虑，课外课程（学科类）培训需求旺盛。

2018年，国内 K12 课外培训市场为 5205 亿元，其中课程（学科类）培训市场份额为 4331 亿元，占比 83.2%。语言培训则受益于低龄化线上培训推动与留学产业链完善，市场规模为 874 亿元，占比 16.8%。

Figure34 国内 K12 课外培训市场结构

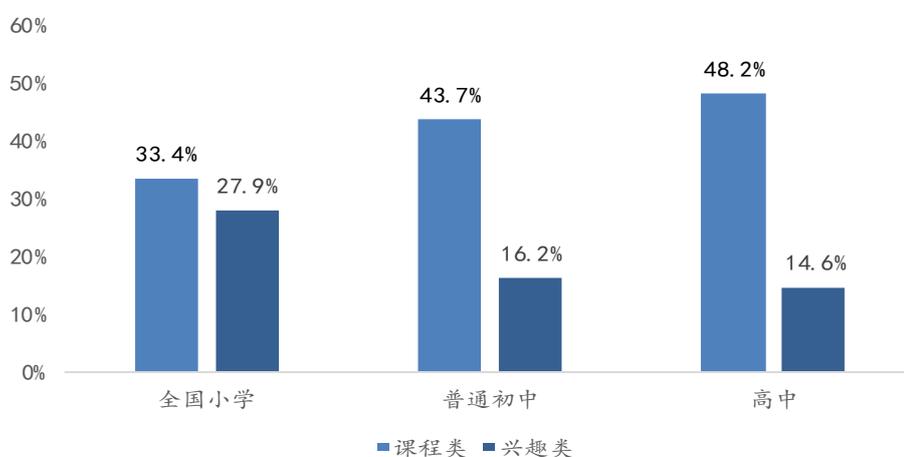


资料来源：Frost&amp;sullivan、世纪证券研究所

## (2) K12 课外课程（学科）培训参与率递增

2017年，从全国中小学生课外课程（学科类）培训参与率来看，全国小学、普通初中、高中分别33.4%、43.7%、48.2%，逐步升高。同时就课外兴趣类培训来看，全国小学、普通初中、高中课外兴趣类培训参与率分别为27.9%、16.2%、14.6%，逐渐下降。我们认为，随着求学阶段临近高考，面临的升学压力就越发紧迫，中国学生K12课外辅导参与程度逐级提高。

Figure35 全国中小学生课外课程（学科类）及兴趣培训参与率



资料来源：中国教育财政科学研究所、世纪证券研究所

## (3) 国内 K12 课外培训超万亿市场可期

国内 K12 课外培训市场稳健增长，超万亿市场可期。根据弗若斯特沙利文（Frost&sullivan）统计，2018年，全国 K12 课外培训市场规模为 5205 亿元，同比增长 11.9%。2013 年-2018 年，年均复合增速为 12.2%。预计 2022 年，将达到 7689 亿元，2018-2022 年，年均复合增速为 10.2%。我们认为，在现有教育体制下，随着家庭年均教育消费支出的逐年增长，国内市场渗透率、学费有倍增空间，未来国内 K12 教育课外培训超万亿市场可期。

Figure36 国内 K12 课外培训市场规模及预测



资料来源: Frost&sullivan、世纪证券研究所

### 3、中西部地区课外课程培训是优质赛道

#### (1) 高中课外课程培训受政策监管影响有限

国内优质教育资源缺乏,985和211高校的录取率低。2019年,全国参加2019年高考的学生人数为1031万人,同比增长5.7%。2008-2018年,全国高考录取率为从57%提升至73%,但优质教育资源仍缺乏,985全国高考录取率仅为2%左右,211全国高考录取率平均为5%左右。

我们认为,随着就业压力增加,企业更加注重学生的“第一学历”,985和211高校的毕业生就业更有竞争力。为考取名校,现阶段学生对优质课外辅导、中高考复读培训的需求也将增加。

Figure37 国内高考人数及同比增速



资料来源: 教育部、世纪证券研究所

Figure38 国内 985 和 211 高校录取率排名

| 排名 | 地区 | 985录取率 | 地区 | 211录取率 |
|----|----|--------|----|--------|
| 1  | 天津 | 5.81%  | 北京 | 13.99% |
| 2  | 上海 | 5.33%  | 上海 | 13.58% |
| 3  | 北京 | 4.29%  | 西藏 | 12.77% |
| 4  | 吉林 | 3.56%  | 天津 | 12.68% |
| 5  | 青海 | 3.02%  | 青海 | 11.66% |
| 30 | 安徽 | 1.10%  | 广东 | 2.74%  |
| 29 | 河南 | 1.14%  | 广西 | 2.74%  |
| 28 | 江苏 | 1.14%  | 甘肃 | 3.50%  |
| 27 | 贵州 | 1.19%  | 安徽 | 4.10%  |
| 26 | 山西 | 1.30%  | 河南 | 4.15%  |

资料来源: 教育部、世纪证券研究所

升学压力下，高中阶段课外培训受政策监管影响有限。根据中国教育财政科学研究所数据，2017年，全国课外课程(学科类)培训上学期间平均参加5.4小时/周，暑假期间平均参加14.8小时/周，若按照全国中小学生假期平均为12周计算，全国K12课外课程(学科类)平均时长为7.6小时/周，类似韩国2007年水平。

对比韩国，由于监管政策影响，2007年至2018年，韩国K12课外辅导生均补课时长从7.6小时/周下降至6.2小时/周，下降幅度为18.4%；其中小学、初中分别下降2.6小时/周、2小时/周，下降较为明显，但高中生均补课时长从4.5小时/周上升至5.3小时，上升幅度为17.8%。

我们认为，目前在高考指挥棒下，国内现阶段中、小学阶段的减负，未来会增加高中阶段的学习压力。另外高中阶段不属于义务教育，学生也有更多的选择课后辅导的权利，受政策监管影响相对有限。

Figure39 韩国K12课外辅导生均参与时长及同比增速 单位 小时/周



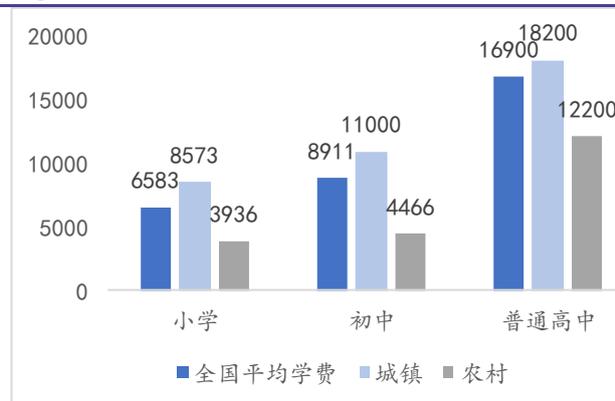
资料来源: Private Education Expenditures Survey、世纪证券研究所

## (2) 中西部地区课外课程培训值得关注

中西部地区家庭课外教育支出占比较低。国内家庭教育支出分为校内教育支出和校外教育支出两部分。根据中国教育财政科学研究所数据，2016年下学期和2017年上学期，全国学前和中小学教育阶段生均家庭教育支出为8143元，其中农村3936元，城镇1.01万元。分学段来看，小学阶段全国平均为6583元，农村为2758元，城镇为8573元；初中阶段全国平均为8991元，农村为4466元，城镇为1.1万元；普通高中全国平均为1.69万元，农村为1.22万元，城镇为1.82万元；从地域来看，中部、西部地区家庭课外教育

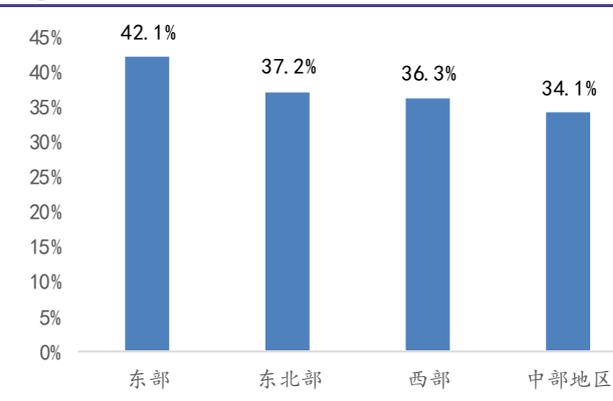
支出占比分别为 36.3%、34.1%，低于东部地区 5.8pct、8pct。

Figure40 国内家庭教育支出 单位：元



资料来源：中国教育财政科学研究所、世纪证券研究所

Figure41 中西部地区家庭课外教育支出占比较



资料来源：中国教育财政科学研究所、世纪证券研究所

**中西部地区学生课外课程培训参与率提升空间更大。**根据中国教育财政科学研究所数据，全国中小学生课外课程（学科类）培训参与率最高的地区为 60.8%，最低的地区为 21.8%。中部、西部地区的中小学课外课程培训参与率分别为 38.0%、30.5%，分别低于全国城镇水平 6.8pct、14.3pct。预计随着城市化率提高，家庭收入增长，中西部地区学生课外课程（学科类）培训参与率提升空间更大。

Figure42 全国课外中小学生学习课程（学科类）培训参与率

|        | 全国     | 农村     | 城镇     | 东部     | 东北部    | 中部     | 西部     |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 小学     | 33.40% | 20.80% | 40.00% | 33.80% | 57.10% | 35.40% | 25.00% |
| 初中     | 43.70% | 24.40% | 52.30% | 44.80% | 67.80% | 45.10% | 33.70% |
| 普通高中   | 48.20% | 26.00% | 54.20% | 49.80% | 63.50% | 42.50% | 46.40% |
| 中小学生学习 | 37.80% | 21.80% | 44.80% | 38.10% | 60.80% | 38.00% | 30.50% |

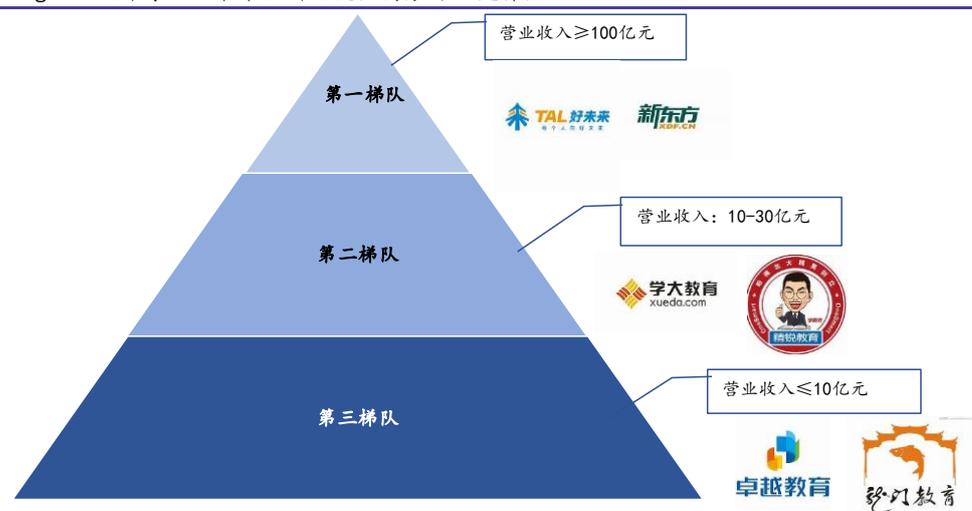
资料来源：中国教育财政科学研究所、世纪证券研究所

#### 4、规模、品牌优势企业将受益行业集中度提升

**K12 课外培训市场集中度较低。**根据前瞻产业研究院数据，2017 年，K12 课外培训市场前十大企业市场占有率仅为 6.5%。根据中国产业信息网数据，2015-2018 年，好未来和新东方两大巨头的市占率从 2.1%提升至 3.8%。

**国内规模 K12 课外培训机构分为三大梯队。**按照营业收入排名，分界线分别为 100 亿元、10-30 亿元、10 亿元以下。第一梯队为两大巨头：新东方、好未来；第二梯队为学大教育、精锐教育等全国性品牌；第三梯队为区域龙头企业，如卓越教育、龙门教育、高思教育等。

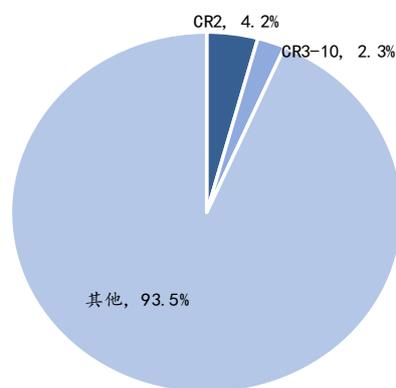
Figure43 国内 K12 课外培训规模机构分为三大梯队



资料来源：世纪证券研究所

规模、品牌优势企业将受益行业集中度提升。2018 年我国 K12 课外培训机构超过 40 万家。2018 年以来，国家对教培机构的资质、场地、师资、收费等方面严格规范并展开摸排整改。中小微机构在办学硬件指标、管理效率、内容研发上的劣势将逐渐暴露，具有规模、品牌优势的企业将迎来新一轮的发展机遇。

Figure44 中国 K12 课外培训行业市场集中度（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

## 四、盈利预测及投资评级

### 1、盈利预测

#### 1) 关键假设

## 1、收入

根据我们的预测，2019-2021年，公司营业收入分别为9.68亿元、10.64亿元、11.57亿元，同比增速分别为1.6%/9.9%/8.7%。

### 教育业务

根据我们的预测，2019-2021年，教育业务营业收入分别为6亿元、7.03亿元、8.02亿元，同比增速分别为19.0%/17.3%/14.2%。

#### 1) 全封闭中高考补习培训业务

2019-2021年，根据历史数据，考虑基数变大的影响，假设中考补习学生人数同比增速为4%，实际单价同比增速为9%/8%/7%；高考人数同比增速分别为10%/9%/8%，补习单价考虑前两年的加权平均数，预计同比增速分别为7%/6%/5%；排除低基数的影响，校内补习的其他业务增速将减缓，预计同比增速分别为30%/25%/20%。预计该业务营业收入合计分别为3.3亿元、3.9亿元、4.4亿元，同比增速分别为17.4%/15.5%/13.6%。

#### 2) K12 课外培训业务

根据公司公告，2019年1-4月，平均单价为180元/小时，考虑业内K12课外培训逐年上涨，假设2019-2021年同比增速为5%；确认收入课时量参考公司预测，同比增长16.2%、14.2%、8.7%。2019-2021年，预计该业务营业收入分别为1.9亿元、2.3亿元、2.6亿元，同比增速分别为22.0%/19.9%/14.1%。

#### 3) 教学辅助软件与销售业务

2019-2021年，预计该业务营业收入分别为7146万元、8146万元、9205万元，同比增速分别为15%/14%/13%。

### 胶印油墨业务

2015年以来，公司胶印油墨业务收入持续下滑，2019年上半年，实现营业收入1.8亿元，同比下降20.3%。随着电子阅读的普及，我们预计该业务还将持续下滑，2019-2021年，预计该业务营业收入分别为3.69亿元、3.61亿元、3.54亿元，同比增速分别为-18.0%/-2.0%/-2.0%。

Figure45 公司营业收入预测关键假设条件（2019-2021年）

| 主营业务 | 业务指标 | 2018  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------|------|-------|--------|--------|--------|
|      | 学生人次 | 9,842 | 10,236 | 10,645 | 11,071 |

|                   |               |                     |          |        |        |        |        |
|-------------------|---------------|---------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| A. 教育培<br>训业<br>务 | 1、封闭<br>培训    | 初考<br>补习            | 同比增长     | 4.6%   | 4%     | 4%     | 4%     |
|                   |               |                     | 实际单价(万元) | 1.33   | 1.45   | 1.56   | 1.67   |
|                   |               |                     | 同比增长     | 13.7%  | 9%     | 8%     | 7%     |
|                   |               |                     | 收入(万元)   | 13,067 | 14,813 | 16,638 | 18,515 |
|                   |               |                     | 同比增长     | 18.9%  | 13.4%  | 12.3%  | 11.3%  |
|                   |               | 高考<br>补习            | 学生人次     | 9,938  | 10,932 | 11,916 | 12,869 |
|                   |               |                     | 同比增长     | 12.6%  | 10%    | 9%     | 8%     |
|                   |               |                     | 实际单价(万元) | 1.17   | 1.25   | 1.32   | 1.39   |
|                   |               |                     | 同比增长     | 11.8%  | 7%     | 6%     | 5%     |
|                   |               |                     | 收入(万元)   | 11,595 | 13,647 | 15,768 | 17,881 |
|                   | 其他<br>业务      | 收入(万元)              | 3,852    | 5,008  | 6,260  | 7,511  |        |
|                   |               | 同比增长                | 61.6%    | 30%    | 25%    | 20%    |        |
|                   |               | 合计                  | 收入(万元)   | 28,514 | 33,468 | 38,666 | 43,907 |
|                   | 2、K12课<br>外培训 | 确认收入课时量(万小时)        | 91       | 106    | 121    | 131    |        |
|                   |               | 同比增速                | 27.3%    | 16.2%  | 14.2%  | 8.7%   |        |
|                   |               | 平均单价(元)             | 172      | 180    | 189    | 199    |        |
|                   |               | 同比增速                | 5.0%     | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |        |
|                   |               | 收入(万元)              | 15,639   | 19,074 | 22,876 | 26,099 |        |
|                   |               | 同比增速                | 33.6%    | 22.0%  | 19.9%  | 14.1%  |        |
|                   |               | 3、教学辅<br>助软件及<br>销售 | 收入(万元)   | 6,214  | 7,146  | 8,146  | 9,205  |
| 同比增速              |               |                     | 16.1%    | 15.0%  | 14.0%  | 13.0%  |        |
| 合计                |               | 收入(亿元)              | 5.04     | 5.97   | 6.97   | 7.92   |        |
|                   |               | 同比增速                | 27.1%    | 18.5%  | 16.8%  | 13.7%  |        |
| B. 股印油墨业务         | 收入(亿元)        | 4.50                | 3.69     | 3.61   | 3.54   |        |        |
|                   | 同比增速          | -2.4%               | -18.0%   | -2.0%  | -2.0%  |        |        |
| 合计                | 收入(亿元)        | 9.53                | 9.66     | 10.58  | 11.46  |        |        |
|                   | 同比增速          | 11.2%               | 1.3%     | 9.6%   | 8.3%   |        |        |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：2018年K12课外培训业务确认收入课时、单价为推算值

## 2、毛利率

2019年前三季度，公司综合毛利率为40.4%，根据我们的预测，2019-2021年，公司综合毛利率分别为40.5%、42.3%、44.8%。

### 教育业务

根据我们的预测，2019-2021年，教育业务毛利率分别为53.1%、53.6%、54.2%。

### 1) 全封闭中高考补习培训业务

2019年1-4月，该业务毛利率为51%，随着规模效应显现，加之学费上涨。2019-2021年，预计毛利率分别为50%/51%/52%。

### 2) K12 课外培训业务

2018年，毛利率为44.18%，预计随着业务受政策整顿影响减弱，学费稳步上涨，2019-2021年，预计毛利率分别为44.6%/45%/45.5%。

### 3) 教学辅助软件与销售业务

近年来，公司产品均无明显单价上涨。2017-2018年，毛利率分别为97.02%、91.30%。考虑成本将逐年增加，预计2019-2021年，毛利率分别为90.80%/90.30%/90%。

### 油墨业务

2017-2019年上半年，公司该业务主要产品毛利率分别为19.7%、21.1%、20.3%。随着公司降本增效工作的推进，预计2019-2021年，毛利率维持20%左右。

Figure46 公司主营业务毛利率预测（2019-2021年）

| 主营业务   |           | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 教育培训业务 | 封闭培训      | 49.5% | 47.6% | 50.0% | 51.0% | 52.0% |
|        | K12 课外培训  | 45.1% | 44.2% | 44.6% | 45.0% | 45.5% |
|        | 教学辅助软件及销售 | 97.0% | 91.3% | 90.5% | 90.3% | 90.0% |
|        | 合计        | 54.6% | 51.9% | 53.1% | 53.6% | 54.2% |
| 胶印油墨业务 |           | 19.7% | 21.1% | 20.0% | 20.2% | 20.2% |
| 合计     |           | 35.8% | 37.4% | 40.5% | 42.3% | 43.8% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 3、期间费用率

2019年前三季度，公司期间费用率为20.7%，同比下降2pct；随着公司规模效应的放大，2019-2021年，预计销售费用率分别为9%、8.9%、8.8%；管理费用率分别为7%、6.9%、6.8%；研发费用率分别为2.3%、2.4%、2.5%。

Figure47 公司期间费用率预测（2019-2021年）

| 财务指标  | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 9.0% | 9%    | 8.90% | 8.80% |
| 管理费用率 | 7.6% | 7%    | 6.90% | 6.80% |
| 研发费用率 | 2.0% | 2.30% | 2.40% | 2.50% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 2) 盈利预测

依据假设条件，2019-2021年，我们预测公司净利润分别为1.81亿元、2.15亿元、2.5亿元，同比增速分别为102.57%/18.88%/16.22%。出于谨慎性考虑，我们暂时按照本次收购完成前公司对龙门教育的持股比例计算，预计归属于母公司净利润分别为0.91亿元、1.1亿元、1.3亿元，分别同比增长223.97%、20.14%、16.89%。若本次收购完成后，我们预测公司归属于母公司净利润分别为1.68亿元、2.02亿元、2.37亿元，同比增速分别为501.42%、20.14%、16.89%

## 2、估值与评级

若按照本次收购完成前公司对龙门教育的持股比例，2019-2021年，我们预计公司EPS分别为0.37元、0.45元、0.53元，对应PE分别为43.35倍、35.64倍、30.26倍。若本次收购完成，我们预计公司EPS分别为0.49元、0.59元、0.69元，其中教育业务占比分别为90.7%、92.1%、93.4%。对应PE分别为32.52倍、27.07倍、23.16倍。与国内外K12教育上市公司比较，公司完成收购后的估值相对较低。我们认为，国内中高考升学培训属刚性需求，龙门教育兼具盈利性和成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

Figure48 科斯伍德与国内外可比教育上市公司估值比较（2019/12/13）

| 证券代码      | 证券简称        | 收盘价    | EPS    |       |       |       | PE     |       |       |       |
|-----------|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |             |        | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
| 600661.SH | 昂立教育        | 17.33  | (0.93) | 0.49  | 0.61  | 0.71  | /      | 35.53 | 28.26 | 24.32 |
| EDU.N     | 新东方         | 123.20 | 1.51   | 2.94  | 3.98  | 5.08  | 81.69  | 41.91 | 30.97 | 24.24 |
| TAL.N     | 好未来         | 45.52  | 1.86   | 1.29  | 2.78  | 3.91  | 24.45  | 35.33 | 16.38 | 11.63 |
|           | 均值          |        |        |       |       |       | 53.07  | 38.62 | 23.68 | 17.94 |
| 300192.SZ | 科斯伍德(收购完成前) | 16.04  | 0.12   | 0.37  | 0.45  | 0.53  | 133.67 | 43.35 | 35.64 | 30.26 |
|           | 科斯伍德(收购完成后) |        |        | 0.49  | 0.59  | 0.69  |        | 32.52 | 27.07 | 23.16 |

资料来源：Wind、世纪证券研究所

## 五、风险提示

### 1、行业监管和产业政策变化风险

2018年以来，国家密集出台了一系列行业法规及产业政策，包括《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》、《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》、《教育部2018年工作要点》、《关于规范校外培训机构发展的意见》、《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》等。公司从事的教育培训行业经营和发展受到国家政策、地方法规

和教育制度等方面的深远影响。

## 2、市场竞争风险

公司所属教育培训行业拥有广泛的市场需求,市场化程度高、企业数量众多、竞争激烈。未来随着国家和社会对教育投资力度的不断加大、家庭教育支出的不断增加,教育培训行业将继续保持高景气度。这势必引起产业投资力度加大,国内诸多企业将加速进入该行业,从而进一步加剧市场竞争。虽然公司在行业内拥有一定的知名度和美誉度,未来若不能适应日趋激烈的市场竞争,继续保持较强的市场竞争力,将存在经营业绩产生重大不利影响的风险。

## 3、经营管理风险

教育培训的行业特征决定其经营场所分部较广,龙门教育于2016年开始由区域布局全国,在全国各地拥有较多网点,截止报告期末,龙门教育共有培训中心2个,全资子公司5个,控股子公司14个。由于子公司数量较多,基层管理团队执行能力不同,在市场竞争中的应变能力存在差异,因此,存在一定的管理风险。

附:财务预测摘要 单位:百万元

| 利润表               | 2016A        | 2017A        | 2018A        | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入              | 489.74       | 472.13       | 959.48       | 965.71        | 1058.34       | 1146.34       |
| 减: 营业成本           | 374.84       | 383.47       | 601.14       | 574.86        | 611.63        | 644.87        |
| 营业税金及附加           | 4.52         | 4.31         | 7.88         | 7.93          | 8.69          | 9.42          |
| 营业费用              | 33.60        | 29.23        | 86.34        | 86.91         | 94.19         | 100.88        |
| 管理费用              | 38.20        | 46.23        | 72.72        | 67.60         | 73.03         | 77.95         |
| 财务费用              | -2.58        | 5.01         | 26.42        | 24.14         | 25.40         | 26.37         |
| 资产减值损失            | 1.61         | 1.30         | 85.07        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 加: 投资收益           | 0.00         | 0.00         | 33.56        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益            | 0.00         | 0.00         | -18.78       | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>营业利润</b>       | <b>39.55</b> | <b>2.56</b>  | <b>94.68</b> | <b>204.25</b> | <b>245.40</b> | <b>286.86</b> |
| 加: 其他非经营损益        | 4.28         | 2.83         | 1.95         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>       | <b>43.83</b> | <b>5.39</b>  | <b>96.63</b> | <b>204.25</b> | <b>245.40</b> | <b>286.86</b> |
| 减: 所得税            | 7.82         | 0.67         | 13.25        | 30.64         | 36.81         | 43.03         |
| <b>净利润</b>        | <b>36.01</b> | <b>4.72</b>  | <b>83.37</b> | <b>173.62</b> | <b>208.59</b> | <b>243.83</b> |
| 减: 少数股东损益         | 0.01         | 0.11         | 61.42        | 82.90         | 4.17          | 4.88          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>36.00</b> | <b>5.76</b>  | <b>28.00</b> | <b>90.72</b>  | <b>108.99</b> | <b>127.43</b> |
| <b>财务指标</b>       | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| <b>收益率</b>        |              |              |              |               |               |               |
| 毛利率               | 23.46%       | 18.78%       | 37.35%       | 40.47%        | 42.21%        | 43.74%        |
| 三费/销售收入           | 14.13%       | 17.05%       | 19.33%       | 18.50%        | 18.20%        | 17.90%        |
| EBIT/销售收入         | 8.48%        | 1.51%        | 12.66%       | 21.15%        | 23.19%        | 25.02%        |
| EBITDA/销售收入       | 14.86%       | 8.24%        | 18.33%       | 28.24%        | 29.65%        | 28.93%        |
| 销售净利率             | 7.35%        | 1.24%        | 9.32%        | 17.98%        | 19.71%        | 21.27%        |
| <b>资产获利率</b>      |              |              |              |               |               |               |
| ROE               | 5.11%        | 0.82%        | 3.80%        | 11.47%        | 12.71%        | 13.63%        |
| ROA               | 5.24%        | 0.43%        | 7.67%        | 13.06%        | 13.67%        | 14.88%        |
| ROIC              | 5.57%        | 0.60%        | 7.76%        | 15.28%        | 17.58%        | 18.19%        |
| <b>增长率</b>        |              |              |              |               |               |               |
| 销售收入增长率           | -1.08%       | -3.60%       | 103.22%      | 0.65%         | 9.59%         | 8.32%         |
| EBIT 增长率          | 11.61%       | -82.88%      | 1609.14%     | 68.16%        | 20.14%        | 16.89%        |
| EBITDA 增长率        | 16.38%       | -46.58%      | 352.22%      | 55.04%        | 15.09%        | 5.68%         |
| 净利润增长率            | 3.71%        | -83.68%      | 1421.49%     | 94.16%        | 20.14%        | 16.89%        |
| 总资产增长率            | 0.65%        | 110.08%      | -4.88%       | -1.19%        | 14.78%        | 7.40%         |
| 股东权益增长率           | 3.89%        | 0.13%        | 4.26%        | 7.48%         | 8.37%         | 9.03%         |
| 经营营运资本增长率         | 4.26%        | -51.89%      | 43.80%       | 60.01%        | 75.75%        | 47.91%        |
| <b>资本结构</b>       |              |              |              |               |               |               |
| 资产负债率             | 10.58%       | 48.68%       | 43.37%       | 34.81%        | 34.64%        | 29.70%        |
| 投资资本/总资产          | 73.54%       | 67.97%       | 71.78%       | 75.86%        | 74.67%        | 79.94%        |
| 带息债务/总负债          | 0.00%        | 70.13%       | 58.71%       | 56.58%        | 49.54%        | 53.79%        |
| 流动比率              | 5.39         | 1.49         | 1.62         | 2.80          | 3.06          | 4.30          |
| 速动比率              | 4.61         | 1.28         | 1.19         | 2.03          | 2.46          | 3.59          |
| 股利支付率             | 33.69%       | 84.15%       | 0.00%        | 39.28%        | 39.28%        | 39.28%        |
| 收益留存率             | 66.31%       | 15.85%       | 100.00%      | 60.72%        | 60.72%        | 60.72%        |
| <b>资产管理效率</b>     |              |              |              |               |               |               |
| 总资产周转率            | 61.84%       | 28.38%       | 60.62%       | 61.75%        | 58.96%        | 59.46%        |
| 固定资产周转率           | 162.98%      | 164.81%      | 404.07%      | 479.21%       | 655.46%       | 944.18%       |
| 应收账款周转率           | 228.32%      | 229.57%      | 529.36%      | 446.76%       | 216.25%       | 174.50%       |
| 存货周转率             | 573.52%      | 434.27%      | 936.22%      | 691.01%       | 679.59%       | 700.95%       |

资料来源: Wind、世纪证券研究所

分析师声明

请务必阅读文后重要声明及免责条款

股市有风险 入市需谨慎

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，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。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

| 股票投资评级说明：   | 行业投资评级说明：  |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；                               | 强于大势： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；                               |
| 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；                         | 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；                          |
| 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；                         | 弱于大势： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。                               |
| 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。                               |  |

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。