

社会服务

龙门教育超额完成业绩承诺

2020年01月15日

—科斯伍德(300192.SZ)2019年业绩预告点评

公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

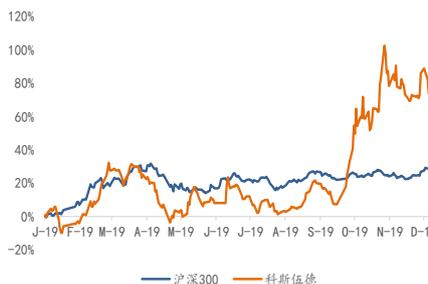
核心观点：

- 1) **净利润增速低于预期：**公司预告2019年归属于上市公司股东的净利润7,700.44万元-8,540.49万元，同比增长175%-205%，低于我们预期（预测净利润为9100万，同比增长223.97%）。主要是受管理费用、财务费用综合影响：公司预告2019年以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育50.17%股份而发生的中介费用税后影响金额约1,249万元，我们估计该费用计入管理费用；另外，公司积极扩展融资渠道，进一步降低融资费用，其中利息支出为1,777万元，比2018年减少约654万元。
- 2) **龙门教育超额完成业绩承诺，符合预期：**根据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%。公司预告2019年龙门教育实现归属于公司股东的净利润为1.62亿元-1.68亿元，同比增长23%-27%，超额完成业绩费用。增长的主要原因为全封闭业务继续保持增长；K12业务在2019年稳健发展，品牌能力持续显现，符合我们的预期。
- 3) **胶印油墨业务收入增速、毛利率高于预期：**由于2019年上半年，公司胶印油墨业务实现营业收入1.8亿元，同比下降20.3%。我们对2019年该业务收入增速、毛利率的预测相对悲观，但是公司预告2019年胶印油墨业务板块经营稳健，运营效率稳步提升，销售收入和毛利率与去年相比均略有增长，高于预期。我们推测原因可能是公司调整了该业务的产品、客户结构，加大销售力度，叠加去年下半年低基数。
- 4) **盈利预测与投资评级：**2020年1月8日，公司公告已变更龙门教育公司类型及法定代表人，并办理完毕工商变更登记手续的通知，公司完成了龙门教育的收购。2019-2021年，我们预计归属于母公司净利润分别为0.81亿元、1.98亿元、2.33亿元、分别同比增长188.03%、145.21%、17.68%。公司EPS分别为0.33元、0.82元、0.96元，对应PE分别为44.36倍、18.09倍、15.37倍，与国内外可比K12教育上市公司比较，公司估值相对较低。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，公司是A股教育稀缺标的，维持“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。

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：《科斯伍德(300192.SZ)深度研究报告-将完成龙门教育收购，迈入新里程》  
2019.12.16

科斯伍德(300192.SZ)与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	35.78
流通市值（百万）	25.42
总股本（百万股）	242.55
流通股本（百万股）	172.36
日均成交额（百万）	129.70
近一个月换手（%）	106.10
第一大股东	吴贤良
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	959.48	1051.17	1160.26	1264.76
收入同比	103.22%	9.56%	10.38%	9.01%
净利润（百万元）	28.00	80.65	104.29	123.53
净利润同比	385.73%	188.03%	145.21%	17.68%
毛利率	37.35%	39.33%	40.59%	41.84%
归母净利率	9.32%	15.56%	17.57%	18.97%
EPS（元）	0.12	0.33	0.82	0.96
PE（倍）	127.76	44.36	18.09	15.37

## 一、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10.51亿元、11.60亿元、12.65亿元，同比增速分别为10.2%/10.4%/9.0%。

#### 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

根据公司业绩预告：2019年，胶印油墨业务板块经营稳健，运营效率稳步提

升, 销售收入同比略有增长。我们推测原因可能是公司调整了该业务的产品、客户结构, 加大销售力度, 叠加去年下半年低基数。2019-2021年, 预计该业务营业收入分别为 4.54 亿元、4.63 亿元、4.73 亿元, 同比增速分别为 1%/2.0%/2.0%。

Figure1 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	
A. 教育培训业务	1、封闭培训	初考 补习	学生人次	9,842	10,236	10,645	11,071
			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 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
			同比增长	25.9%	17.7%	15.5%	13.4%
	其他 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	
		同比增长	26.3%	17.4%	15.5%	13.6%	
	2、K12 课外培训	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、教学辅助软件及销售	收入(万元)		6,214	7,146	8,146
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. 胶印油墨业务		收入(亿元)		4.50	4.54	4.63	4.73
		同比增速		-2.4%	1.0%	2.0%	2.0%
合计		收入(亿元)		9.53	10.51	11.60	12.65
		同比增速		11.2%	10.2%	10.4%	9.0%

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39.3%、40.6%、41.8%。

### 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%。根据公司业绩预告:2019年,胶印油墨业务板块经营稳健,运营效率稳步提升,毛利率同比略有增长,预计2019-2021年,毛利率为21%左右。

Figure1 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%	54.3%
胶印油墨业务		19.7%	21.1%	21.2%	21.0%	21.0%
合计		35.8%	37.4%	39.3%	40.6%	41.8%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

### 3、期间费用率

根据公司业绩预告：2019年以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育50.17%股份而发生的中介费用税后影响金额约1,249万元，我们估计该费用计入管理费用；由于胶印油墨业务营业收入增速高于预期，推测公司有可能加大销售力度。2019-2021年，预计销售费用率分别为9.2%、9.0%、8.80%；管理费用率分别为8.5%、7.7%、7.6%；研发费用率分别为2.3%、2.4%、2.5%。

Figure3 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%	9.20%	9.00%	8.80%
管理费用率	7.6%	8.50%	7.70%	7.60%
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

2020年1月8日，公司公告已变更龙门教育公司类型及法定代表人，并办理完毕工商变更登记手续的通知，公司完成了龙门教育的收购。2019-2021年，我们预计归属于母公司净利润分别为0.81亿元、1.98亿元、2.33亿元、分别同比增长188.03%、145.21%、17.68%。

### 2、估值与评级

2019-2021年，公司EPS分别为0.33元、0.82元、0.96元，对应PE分别为44.36倍、18.09倍、15.37倍，与国内外可比K12教育上市公司比较，公司估值相对较低。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，公司是A股教育稀缺标的，维持“增持”评级。

Figure4 科斯伍德与国内外可比教育上市公司估值比较（2020/1/14）

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	18.06	(0.93)	0.49	0.61	0.71	/	37.02	29.45	25.35
EDU.N	新东方	136.84	1.51	2.94	3.98	5.08	90.73	46.55	34.40	26.92
TAL.N	好未来	55.67	1.86	1.23	2.75	3.86	29.90	45.18	20.27	14.43
均值							60.32	45.87	27.33	20.68
300192.SZ	科斯伍德	14.75	0.12	0.33	0.82	0.96	122.92	44.36	18.09	15.37

资料来源：Wind、世纪证券研究所

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	1051.17	1160.26	1264.76
减：营业成本	374.84	383.47	601.14	637.78	689.26	735.59
营业税金及附加	4.52	4.31	7.88	8.63	9.53	10.39
营业费用	33.60	29.23	86.34	96.71	104.42	111.30
管理费用	38.20	46.23	72.72	89.35	89.34	96.12
财务费用	-2.58	5.01	26.42	26.28	27.85	29.09
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>192.42</b>	<b>239.87</b>	<b>282.27</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>192.42</b>	<b>239.87</b>	<b>282.27</b>
减：所得税	7.82	0.67	13.25	28.86	35.98	42.34
<b>净利润</b>	<b>36.01</b>	<b>4.72</b>	<b>83.37</b>	<b>163.55</b>	<b>203.89</b>	<b>239.93</b>
减：少数股东损益	0.01	0.11	61.42	82.90	6.12	7.20
<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>80.65</b>	<b>197.77</b>	<b>232.73</b>
财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收益率</b>						
毛利率	23.46%	18.78%	37.35%	39.33%	40.59%	41.84%
三费/销售收入	14.13%	17.05%	19.33%	20.20%	19.10%	18.70%
EBIT/销售收入	8.48%	1.51%	12.66%	18.30%	20.67%	22.32%
EBITDA/销售收入	14.86%	8.24%	18.33%	24.81%	26.57%	25.86%
销售净利率	7.35%	1.24%	9.32%	15.56%	17.57%	18.97%
<b>资产获利率</b>						
ROE	5.11%	0.82%	3.80%	10.27%	21.85%	22.24%
ROA	5.24%	0.43%	7.67%	12.07%	13.66%	15.03%
ROIC	5.57%	0.60%	7.76%	14.40%	16.80%	17.42%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	-1.08%	-3.60%	103.22%	9.56%	10.38%	9.01%
EBIT 增长率	11.61%	-82.88%	1609.14%	58.42%	24.66%	17.68%
EBITDA 增长率	16.38%	-46.58%	352.22%	48.31%	18.19%	6.09%
净利润增长率	3.71%	-83.68%	1421.49%	82.91%	24.66%	17.68%
总资产增长率	0.65%	110.08%	-4.88%	0.74%	10.12%	6.96%
股东权益增长率	3.89%	0.13%	4.26%	6.65%	15.30%	15.61%
经营营运资本增长率	4.26%	-51.89%	43.80%	75.39%	72.05%	48.90%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	10.58%	48.68%	43.37%	36.46%	35.86%	32.88%
投资资本/总资产	73.54%	67.97%	71.78%	76.10%	78.45%	85.35%
带息债务/总负债	0.00%	70.13%	58.71%	52.99%	48.92%	49.97%
流动比率	5.39	1.49	1.62	2.53	2.87	3.52
速动比率	4.61	1.28	1.19	1.81	2.28	2.90
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%	65.93%	66.08%	67.34%
固定资产周转率	162.98%	164.81%	404.07%	521.62%	718.58%	1041.72%
应收账款周转率	228.32%	229.57%	529.36%	418.25%	222.20%	170.32%
存货周转率	573.52%	434.27%	936.22%	642.12%	765.84%	799.56%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

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； 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； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 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。