

增持

——维持

科斯伍德 (300192)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2020年01月16日

行业: 教育



龙门业绩稳健增长，剩余股权收购落地

分析师: 周菁
 Tel: 021-53686158
 E-mail: zhoujing@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870518070002

■ 公司动态事项

公司发布2019年业绩预告，预计2019年归属净利润约为0.77亿元-0.85亿元，同比增长175%-205%。

■ 事项点评

教育：龙门教育业绩达标，并表贡献约 0.81-0.84 亿元

2019年龙门教育预计实现归属净利润为1.62亿元-1.68亿元，同比增长23%-27%，完成1.6亿元业绩承诺目标，2020年龙门教育业绩承诺为1.8亿元。核心的业绩增长仍由全封闭业务贡献，主要是报名人数增加和班型结构优化带动客单价提升，同时K12业务在经过2018年的梳理调整后取得稳健发展，课时消耗数有所增长。截止2019年11月，龙门教育共有5个全封闭VIP校区和31个K12课外培训校区。按49.76%的权益比例计算，龙门教育2019年并表贡献净利润约0.81亿元-0.84亿元。

油墨：经营稳健，还原后实现净利润约 0.23-0.34 亿元

公司油墨业务经营稳健，运营效率稳步提升，收入和毛利率同比略有增长。剔除龙门教育并表影响，预计油墨业务贡献利润-0.07亿元-0.04亿元，主要系承担了税后利息支出约0.18亿元和收购事项税后中介费用约0.12亿元。还原后油墨业务实现净利润约0.23亿元-0.34亿元。

完成龙门教育剩余股权收购，打造综合型教育服务企业

近日龙门教育已完成公司类型及法人的变更，并办理完毕工商变更登记手续，公司持股比例由49.76%上升至99.93%，接近全额并表，料将显著增厚公司业绩。龙门教育未来将构建“高效学习力+学科素养+综合素质+职业启蒙+升学服务”于一体的“新五加”教育服务体系，在原有全封闭培训、K12课外培训、软件销售三大业务基础上，开设素质教育、综合大课堂、学业规划与职业启蒙等增值服务，打造综合型教育服务企业。

■ 投资建议

由于龙门教育剩余股权收购完毕，我们调整盈利预测，预计2019-2021年公司归属净利润分别为0.83/2.08/2.44亿元，对应当前总股本（2.43亿股）的EPS分别为0.34/0.86/1.01元/股，考虑增发及可转债到期全部转股（总股本增至3.08亿股），则摊薄EPS分别为0.34/0.67/0.79元/股。假设可转债到期全部转股，按1月14日收盘价计算对应市值约48亿元，对应2020/2021年动态估值约23/20倍。维持“增持”评级。

■ 风险提示

政策监管趋严带来的不确定性风险，招生不及预期，校区扩张不及预期，油墨原材料价格波动风险等。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	959.48	1066.08	1166.70	1265.67

基本数据 (2020.1.14)

报告日股价(元)	14.75
12mth A 股价格区间(元)	7.76-17.45
总股本(百万股)	242.55
无限售 A 股/总股本	71.06%
流通市值(亿元)	19.19
每股净资产(元)	3.31
PBR (X)	4.45

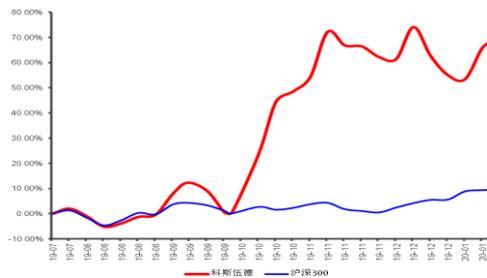
主要股东 (2019Q3)

吴贤良	38.58%
吴艳红	7.78%
陈少华	1.43%
华宝基金	0.93%
华夏基金	0.74%

收入结构 (2019H1)

教育培训	58.06%
油墨	41.94%

最近6个月股票与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

年增长率		11.11%	9.44%	8.48%
归属于母公司的净利润	28.00	83.13	207.54	243.93
年增长率		196.90%	149.65%	17.54%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.34	0.67	0.79
PE (X)	127.77	43.04	21.90	18.63

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (股价为 2020/1/14 收盘价)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	288	800	1048	1112
应收和预付款项	189	273	243	317
存货	61	101	75	113
其他流动资产	167	98	98	98
长期股权投资	26	26	26	26
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	235	205	168	131
无形资产和开发支出	634	630	626	621
其他非流动资产	84	68	66	61
资产总计	1684	2203	2350	2479
短期借款	75	0	0	0
应付和预收款项	299	211	247	245
长期借款	308	608	608	608
其他负债	71	70	70	70
负债合计	753	889	925	923
股本	243	275	275	275
资本公积	201	459	459	459
留存收益	309	338	449	580
归属母公司股东权益	753	1071	1182	1313
少数股东权益	178	243	243	243
股东权益合计	931	1314	1425	1556
负债和股东权益合计	1684	2203	2350	2479

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	287	124	376	205
投资活动产生现金流量	-135	-16	-16	-16
融资活动产生现金流量	-244	441	-111	-126
现金流量净额	-91	549	249	64

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	959	1066	1167	1266
营业成本	601	652	695	739
营业税金及附加	8	9	10	10
营业费用	86	96	100	108
管理&研发费用	92	98	103	109
财务费用	26	16	15	13
资产减值损失	85	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
其他收益	9	0	0	0
营业利润	103	195	244	287
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	105	195	244	287
所得税	16	29	37	43
净利润	89	166	208	244
少数股东损益	61	83	0	0
归属母公司股东净利润	28	83	208	244

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	37.35%	38.80%	40.44%	41.60%
EBIT/销售收入	12.66%	19.77%	22.21%	23.68%
销售净利率	8.69%	15.54%	17.79%	19.27%
ROE	2.98%	7.76%	17.55%	18.57%
资产负债率	43.37%	40.36%	39.36%	37.22%
流动比率	1.62	4.53	4.62	5.21
速动比率	1.19	3.82	4.07	4.54
总资产周转率	0.61	0.48	0.50	0.51
应收账款周转率	5.29	4.29	5.26	4.39
存货周转率	9.36	6.44	9.27	6.57

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。