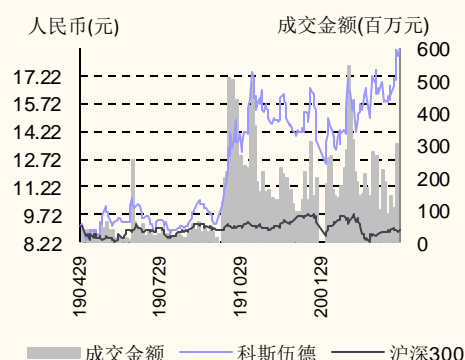


市场价格 (人民币): 18.66 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.75
已上市流通 A 股(亿股)	1.72
总市值(亿元)	51.28
年内股价最高最低(元)	18.69/15.77
沪深 300 指数	3823
创业板指	2019



相关报告

- 1.《预计 Q1 教育业务仍实现正增长, 体现强韧性-预计 Q1 教育业务仍...》, 2020.4.10
- 2.《收购龙门剩余股权方案获证监会无条件通过, 聚焦教育业务全力启航...》, 2019.11.7
- 3.《19Q1-Q3: 龙门教育净利同增 40%+, 收购龙门剩余股权持...》, 2019.10.30
- 4.《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...》, 2019.10.22
- 5.《1H19: 龙门教育经营效率提升, 龙门净利润同比+34%, 收购...》, 2019.8.30

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

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

龙门教育全并表, 盈利能力突出

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	959	959	875	963	1,034
营业收入增长率	103.22%	-0.07%	-8.79%	10.17%	7.35%
归母净利润(百万元)	28	81	162	214	249
归母净利润增长率	385.73%	187.56%	100.93%	32.20%	16.49%
摊薄每股收益(元)	0.115	0.332	0.589	0.778	0.907
每股经营性现金流净额	1.02	0.96	1.19	1.19	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.80%	9.86%	16.54%	17.94%	17.29%
P/E	75.71	42.23	31.69	23.97	20.58
P/B	2.88	4.17	5.24	4.30	3.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 科斯伍德 2019 年实现营业收入 9.59 亿元/-0.07%YOY, 归母净利润 0.81 亿元/+187.56%YOY, 扣非归母净利润 0.77 亿元/+193.64%YOY, 与业绩快报基本吻合。2019 年毛利率为 41.71%/+4.36pct, 归母净利率为 8.40%/+5.48pct, 扣非归母净利率为 8.06%/+5.31pct, 利润率明显提升。
- 细分业务来看: ①教育板块/龙门教育——2019 年实现营业收入为 5.52 亿元/+10.31%YOY, 占总收入的 57.54%, 归母净利润 1.65 亿元/+25.1%YOY, 其中全封闭业务实现营收 3.26 亿元, 毛利率 54.57%/+7.04pct, 截止 2019 年末, 全封闭业务拥有 5 个校区, 2019 年春季在校人数 10856 人, 秋季在校人数 11874 人, K12 培训业务实现营收 1.73 亿元, 毛利率 48.41%/+4.23pct。②原油墨业务——2019 年实现营业收入为 4.07 亿元/-11.37%YOY, 占总收入的 42.46%, 毛利率为 22.33%/+1.21pct。
- 2020Q1 教育业务仍然实现正增长: 公司 2020Q1 实现营收 1.71 亿元/-21.27%YOY, 归母净利润为 0.22 亿元/+29.43%YOY, 扣非归母净利润为 0.21 亿元/+27.66%YOY, 毛利率为 44.28%/+4.91pct, 归母净利率为 12.69%/+4.97pct, 扣非归母净利率为 12.48%/+4.78pct。疫情背景下, 龙门教育将线下课程转为线上, 仍实现归母净利润 3793.23 万元/+5.18%YOY, 原油墨业务营收同比下降 29.51%, 3 月以来随着国内疫情逐步得到控制, 目前该部分业务已逐步恢复到正常经营状态。
- 完成收购龙门教育剩余股权, 符合公司长远规划, 聚焦教育行业: 科斯伍德为将资源集中于战略核心业务, 做大教育板块, 缩减非核心业务, 关闭法国子公司, 体现聚焦教育行业规划, 收购龙门教育剩余股权也是其聚焦教育行业的进一步行动, 符合其长期规划。龙门教育承诺 2020 年度实现净利润分别不低于人民币 1.8 亿元, 教育行业盈利能力优于传统行业, 有望带动公司整体盈利能力提升。

投资建议

- 龙门教育作为 A 股 K12 培训资产, 在一季度疫情期间依然实现正增长, 体现了其较强的韧性。目前换股部分已经完成, 开始并表, 增发部分仍在进行中(注: 按最新收盘价, 若增发完成预计市值增加 9.05 亿元)。我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 1.62/2.14/2.49 亿元, 对应 PE 分别为 32/24/21X, 维持买入评级。
- 风险提示: 增发尚未完成, 疫情影响, 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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	472	959	959	875	963	1,034
增长率		103.2%	-0.1%	-8.8%	10.2%	7.3%
主营业务成本	-383	-601	-559	-501	-542	-567
%销售收入	81.2%	62.7%	58.3%	57.3%	56.3%	54.8%
毛利	89	358	400	373	421	467
%销售收入	18.8%	37.3%	41.7%	42.7%	43.7%	45.2%
营业税金及附加	-4	-8	-7	-6	-7	-7
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-29	-86	-82	-75	-82	-88
%销售收入	6.2%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
管理费用	-46	-73	-80	-73	-80	-86
%销售收入	9.8%	7.6%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	9	191	231	220	252	286
%销售收入	1.9%	19.9%	24.1%	25.1%	26.2%	27.7%
财务费用	-5	-26	-22	-13	-6	2
%销售收入	1.1%	2.8%	2.3%	1.5%	0.6%	-0.2%
资产减值损失	-1	-85	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6	103	196	212	252	293
营业利润率	1.3%	10.8%	20.4%	24.2%	26.1%	28.3%
营业外收支	3	2	0	0	0	0
税前利润	9	105	196	212	252	293
利润率	1.9%	11.0%	20.4%	24.2%	26.1%	28.3%
所得税	-3	-16	-31	-32	-38	-44
所得税率	32.8%	15.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6	89	165	180	214	249
少数股东损益	0	61	84	18	0	0
归属于母公司的净利润	6	28	81	162	214	249
净利率	1.2%	2.9%	8.4%	18.5%	22.2%	24.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6	89	165	180	214	249
少数股东损益	0	61	84	18	0	0
非现金支出	32	137	50	43	49	58
非经营收益	7	-6	19	24	20	15
营运资金变动	-22	25	-2	41	5	4
经营活动现金净流	23	246	232	288	288	327
资本开支	0	0	0	-45	-65	-75
投资	-471	-8	0	0	0	0
其他	0	-105	100	0	0	0
投资活动现金净流	-471	-113	101	-45	-65	-75
股权募资	0	0	3	0	0	0
债权募资	638	-165	-58	23	-145	0
其他	0	1	-11	-24	-20	-15
筹资活动现金净流	638	-164	-66	-1	-165	-15
现金净流量	190	-31	266	241	57	237

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	362	276	435	676	734	971
应收账款	217	187	176	158	174	187
存货	88	64	54	54	59	62
其他流动资产	10	110	24	21	22	23
流动资产	677	637	690	910	989	1,241
%总资产	39.8%	39.2%	41.8%	48.6%	50.3%	55.5%
长期投资	39	39	33	33	33	33
固定资产	288	242	213	209	220	232
%总资产	16.9%	14.9%	12.9%	11.2%	11.2%	10.4%
无形资产	688	682	690	696	702	706
非流动资产	1,025	987	958	961	977	994
%总资产	60.2%	60.8%	58.2%	51.4%	49.7%	44.5%
资产总计	1,702	1,624	1,648	1,871	1,965	2,235
短期借款	260	165	192	216	70	70
应付款项	173	214	198	216	237	253
其他流动负债	37	40	36	38	43	48
流动负债	470	419	427	470	351	371
长期贷款	378	308	223	223	223	223
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	848	728	650	693	574	594
普通股股东权益	706	736	816	978	1,192	1,441
其中：股本	243	243	243	243	243	243
未分配利润	231	259	333	494	708	957
少数股东权益	148	160	182	200	200	200
负债股东权益合计	1,702	1,624	1,648	1,871	1,965	2,235

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.024	0.115	0.332	0.589	0.778	0.907
每股净资产	2.911	3.035	3.366	3.559	4.338	5.244
每股经营现金净流	0.094	1.015	0.955	1.187	1.187	1.349
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.82%	3.80%	9.86%	16.54%	17.94%	17.29%
总资产收益率	0.34%	1.72%	4.89%	8.65%	10.88%	11.15%
投入资本收益率	0.40%	11.87%	13.75%	11.56%	12.73%	12.57%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.60%	103.22%	-0.07%	-8.79%	10.17%	7.35%
EBIT 增长率	-76.98%	2055.09%	20.62%	-4.79%	14.79%	13.35%
净利润增长率	-86.84%	385.73%	187.56%	100.93%	32.20%	16.49%
总资产增长率	110.31%	-4.61%	1.49%	13.51%	5.07%	13.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	103.4	48.8	48.0	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	73.1	46.3	38.6	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	79.1	43.1	40.6	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	221.5	90.3	79.3	85.5	81.6	80.3
偿债能力						
净负债/股东权益	32.37%	22.03%	-2.86%	-20.95%	-32.29%	-41.82%
EBIT 利息保障倍数	1.8	7.2	10.4	17.3	44.8	-130.8
资产负债率	49.83%	44.80%	39.43%	37.03%	29.18%	26.58%

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	0	0	0	0	9
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.18

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。

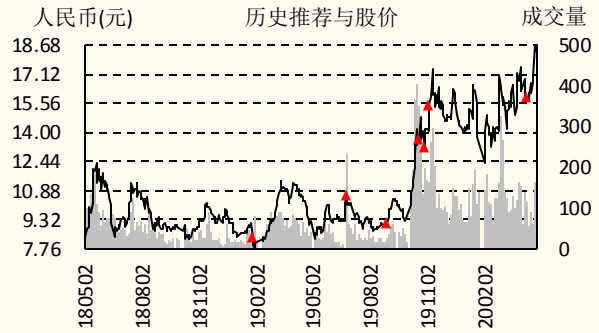
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-01-28	买入	9.13	11.50~11.50
2	2019-04-28	买入	9.30	11.50~11.50
3	2019-06-26	买入	10.24	11.50~11.50
4	2019-08-30	买入	9.10	11.50~11.50
5	2019-10-22	买入	13.78	N/A
6	2019-10-30	买入	13.08	N/A
7	2019-11-07	买入	14.04	N/A
8	2020-04-10	买入	15.91	N/A

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH