

社会服务

受疫情影响较小，一季度略高于预期

2020年04月28日

—科斯伍德(300192.SZ)2019年及20Q1业绩点评

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：

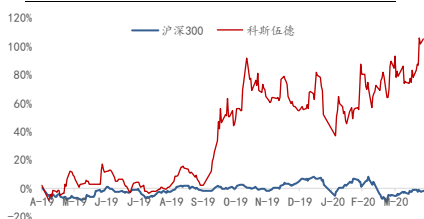
- 1) **2019年业绩低于预期，一季度略高于预期。**2019年，公司实现营业收入9.59亿元，同比下降0.07%（预期增长10.52%），主要是对传统业务预测较乐观。实现归属于上市公司股东的净利润8,052.13万元，同比增长187.56%（预期223.97%），主要是未考虑收购龙门教育剩余股权产生的中介费用综合影响；2020年一季度，公司实现营业收入1.71亿元，同比下降21.27%，实现归属于上市公司股东的净利润2168.48万元，略高于业绩预告上限，同比增长29.43%，基本符合预期。
- 2) **龙门教育：超额完成年度业绩承诺，1季度受疫情影响较小。**2019年，龙门教育实现营业收入5.52亿元，同比增长10.31%，实现净利润为16,490.29万元，较2018年度增长25.1%，超额完成业绩承诺，主要得益于全封闭中高考补习招生规模继续扩大，人均单价持续提升，营业收入增加；1季度，龙门教育实现净利润3793.23万元，比上年同期增长5.18%。虽遇新冠肺炎疫情，但公司采取积极应对措施，及时将线下课程转为线上，由于公司2020年中高考培训学生大部分是去年暑假招生，即将面临大考，半途退出可能性较小，疫情影响可控。
- 3) **胶印油墨业务：2019年低于预期，1季度受疫情影响。**2019年，公司油墨板块发展稳定，实现销售收入4.03亿元，同比下降10.5%（预期增长1%），毛利率为22.33%（预期21.2%），同比提高1.2pct；1季度，受疫情影响，公司胶印油墨业务销售收入同比下降29.51%。目前公司已逐步恢复到正常经营状态。
- 4) **盈利预测与投资评级。**2020-2022年，公司摊薄后EPS分别为0.6元、0.76元、0.88元，对应PE分别为31.22倍、24.47倍、21.16倍。2020年，K12可比上市公司PE估值为15.8-42.4倍，均值为27.53倍。我们认为，国内中高考升学培训属刚性需求，随着中高考竞争加剧，龙门教育兼具盈利性和成长性，公司是A股教育稀缺标的，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**疫情对K12业务影响、业务数据与预期不符。

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 《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
2. 《科斯伍德(300192.SZ)2019年业绩预告点评-龙门教育超额完成业绩承诺》2020.1.15
3. 《科斯伍德(300192.SZ)跟踪研究报告-中高考培训转在线，疫情影响有限》2020.2.26
4. 《科斯伍德(300192.SZ)1季度业绩预告点评-龙门教育受疫情影响有限，符合预期》2020.4.10

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)	51.28
流通市值(百万)	32.16
总股本(百万股)	274.80
流通股本(百万股)	172.36
日均成交额(百万)	159.76
近一个月换手(%)	109.70
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

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	958.82	975.26	1085.47	1196.34
收入同比	-0.07%	1.72%	11.30%	10.21%
净利润(百万元)	80.52	164.23	209.59	242.34
净利润同比	187.56%	103.96%	27.62%	15.62%
毛利率	41.71%	40.49%	41.09%	41.67%
归母净利率	16.83%	18.30%	19.31%	20.26%
EPS(元)	0.29	0.6	0.76	0.88
PE(倍)	63.68	31.22	24.47	21.16

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，2020-2022年，公司营业收入分别为9.75亿元、10.85亿元、11.96亿元，同比增速分别为1.72%/11.30%/10.21%。

a、教育业务

根据我们的预测，2020-2022年，教育业务营业收入分别为5.79亿元、6.7亿元、7.6亿元，同比增速分别为5.0%/15.7%/13.5%。

全封闭中高考补习培训业务

综合疫情影响，2020-2022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7%/6%/5%；高考人数同比增速分别为7%/6%/5%，补习单价预计同比增速分别为6%/5%/5%；排除低基数的影响，校内补习的其他业务增速将减缓，预计同比增速为20%左右。预计该业务营业收入合计分别为3.7亿元、4.2亿元、4.6亿元，同比增速分别为13.4%/12.1%/10.6%。

K12 课外培训业务

综合疫情影响，2020-2022年，预计该业务营业收入分别为1.51亿元、1.9亿元、2.3亿元，同比增速分别为-12.7%/26.0%/20.8%。

教学辅助软件与销售业务

2020-2022年，预计该业务营业收入分别为4996万元、5495万元、6045万元，同比增速为10%左右。

b、胶印油墨业务

根据公司业绩预告，综合疫情影响，2020-2022年，预计该业务营业收入分别为3.91亿元、4.1亿元、4.31亿元，同比增速分别为-3%/5%/5%。

Figure1 公司营业收入预测关键假设条件（2020-2022年）

主营业务		业务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
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	11,403
			同比增长	4.6%	4%	4%	4%	3%
			实际单价(万元)	1.33	1.43	1.53	1.63	1.71
			同比增长	13.7%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
			收入(万元)	13,067	14,677	16,333	18,005	19,473
			同比增长	18.9%	12.3%	11.3%	10.2%	8.1%
		高考补习	学生人次	9,938	10,723	11,474	12,162	12,770
			同比增长	12.6%	8%	7.0%	6.0%	5.0%
			实际单价(万元)	1.17	1.24	1.32	1.38	1.45
			同比增长	11.8%	7%	6%	5%	5%
			收入(万元)	11,595	13,340	15,131	16,840	18,567
			同比增长	25.9%	15.1%	13.4%	11.3%	10.3%
	其他业务	收入(万元)	3,852	4,622	5,547	6,656	7,854	
		同比增长	61.6%	20%	20%	20%	18%	
	合计	同比增长		6.0%	5.5%	5.0%	4.0%	
		收入(万元)	28,514	32,640	37,010	41,502	45,894	
		同比增长	26.3%	14.5%	13.4%	12.1%	10.6%	
		2、K12 课外培训	确认收入课时量(万小时)	91	96	86	104	119
			同比增长	27.3%	5.5%	-10.0%	20.0%	15.0%
			平均单价(元)	172	180	175	184	193
同比增长			5.0%	5.0%	-3.0%	5.0%	5.0%	
收入(万元)			15,639	17,320	15,120	19,052	23,005	
同比增长			33.6%	10.7%	-12.7%	26.0%	20.8%	
3、教学辅助软件及销售			收入(万元)	6,214	4,541	4,996	5,495	6,045
		同比增长	16.1%	-26.9%	10.0%	10.0%	10.0%	
		合计	收入(亿元)	5.04	5.52	5.79	6.70	7.60
		同比增长	27.1%	9.5%	5.0%	15.7%	13.5%	
		4、其他培训	收入(万元)	482	671	805	950	1,092
		同比增长		39.1%	20.0%	18.0%	15.0%	
		B. 胶印油墨业务	收入(亿元)	4.50	4.03	3.91	4.10	4.31
		同比增长	-2.4%	-10.5%	-3.0%	5.0%	5.0%	
		合计	收入(亿元)	9.53	9.60	9.75	10.85	11.96
		同比增长	24.7%	0.7%	1.6%	11.3%	10.2%	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：2019年教育业务数据为推算值

2) 毛利率

根据我们的预测，2020-2022年，公司综合毛利率分别为40.5%、41.1%、41.7%。

a、教育业务

根据我们的预测，2020-2022年，教育业务毛利率为52%左右。

全封闭中高考补习培训业务

2019年，该业务毛利率为54.57%，随着规模效应显现，加之学费上涨，综合疫情的影响，2020-2022年，预计毛利率分别为54.3%/54.5%/54.6%。

K12 课外培训业务

2019年，毛利率为48.4%，预计受政策整顿影响减弱，但综合疫情的影响，2020-2022年，预计毛利率分别为47%/48.4%/48.5%。

b、胶印油墨业务

2019年，胶印油墨业务毛利率为22.33%，综合疫情影响，预计2020-2022年，毛利率为22%左右。

Figure2 公司主营业务毛利率预测（2020-2022年）

主营业务		2019	2020E	2021E	2022E
教育培训业务	封闭培训	54.6%	54.3%	54.5%	54.6%
	K12 课外培训	48.4%	47.0%	48.4%	48.5%
	合计	52.3%	52.4%	52.3%	52.4%
胶印油墨业务		22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
合计		40.0%	40.5%	41.1%	41.7%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

2020-2022年,预计销售费用率分别为8%左右;管理费用率分别为7.5%左右、7.8%、7.8%;研发费用率为1.5%左右。

Figure3 公司期间费用率预测 (2020-2022年)

财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.5%	8.2%	8.10%	8.00%
管理费用率	8.4%	7.60%	7.50%	7.40%
研发费用率	1.5%	1.60%	1.60%	1.60%

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

2020-2022年,我们预计归属于母公司净利润分别为1.64亿元、2.1亿元、2.4亿元、分别同比增长103.96%、27.62%、15.62%。教育业务净利润占比分别为91.1%、92.2%、92.6%。

2、估值与评级

2020-2022年,公司摊薄后EPS分别为0.6元、0.76元、0.88元,对应PE分别为31.22倍、24.47倍、21.16倍。2020年,K12可比上市公司PE估值为15.8-42.4倍,均值为27.53倍。我们认为,国内中高考升学培训属刚性需求,随着中高考竞争加剧,龙门教育兼具盈利性和成长性,公司是A股教育稀缺标的,可享有一定估值溢价,维持“增持”评级。

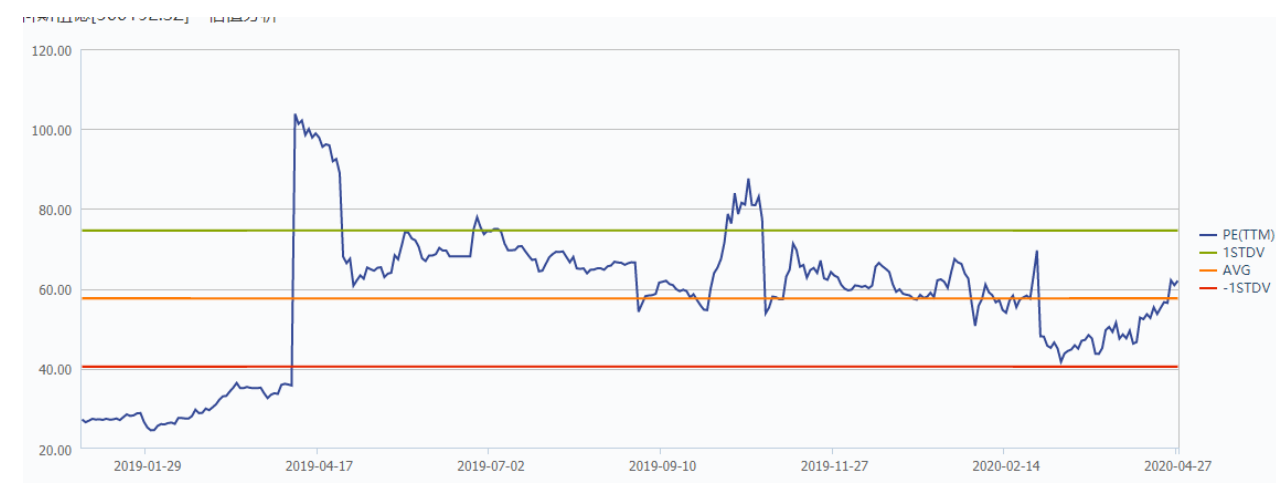
Figure4 国内外K12教育上市公司估值 (2020/4/28)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
1769.HK	思考乐教育	12.04	0.19	0.28	0.37	63.37	42.39	32.63
3978.HK	卓越教育集团	3.47	0.17	0.22	0.29	20.41	15.77	11.97
EDU.N	新东方	120.04	2.75	3.80	5.23	43.65	31.59	22.95
TAL.N	好未来	51.40	0.88	2.19	3.48	58.41	23.47	14.77
	均值					51.03	27.53	18.86
300192.SZ	科斯伍德	18.66	0.29	0.60	0.76	63.68	31.22	24.47

资料来源:Wind、世纪证券研究所

注:新东方、好未来股价、每股收益为USD,思考乐教育、卓越教育集团为HKD

Figure5 科斯伍德历史估值走势



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	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	472.13	959.48	958.82	975.26	1085.47	1196.34
减：营业成本	383.47	601.14	558.92	580.39	639.45	697.79
营业税金及附加	4.31	7.88	6.91	4.88	5.43	5.98
营业费用	29.23	86.34	81.74	79.97	87.92	95.71
管理费用	46.23	72.72	80.37	74.12	81.41	88.53
财务费用	6.73	51.26	43.01	25.89	24.67	23.22
资产减值损失	1.30	85.07	-0.76	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	33.56	1.59	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	-18.78	-20.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.85	69.84	169.88	210.01	246.58	285.10
加：其他非经营损益	2.83	1.95	0.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.68	71.79	170.00	210.01	246.58	285.10
减：所得税	0.67	13.25	29.34	31.50	36.99	42.77
净利润	3.01	58.54	140.66	178.51	209.59	242.34
减：少数股东损益	0.11	61.42	84.30	14.28	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	5.76	28.00	80.52	164.23	209.59	242.34
财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	18.78%	37.35%	41.71%	40.49%	41.09%	41.67%
三费/销售收入	17.41%	21.92%	21.39%	18.45%	17.87%	17.34%
EBIT/销售收入	1.51%	12.66%	22.06%	22.39%	22.99%	23.77%
EBITDA/销售收入	8.24%	18.33%	27.42%	25.23%	25.54%	23.77%
销售净利率	1.00%	8.69%	16.83%	18.30%	19.31%	20.26%
资产获利率						
ROE	0.82%	3.80%	9.86%	17.57%	19.31%	19.24%
ROA	0.43%	7.67%	15.41%	15.66%	15.82%	16.13%
ROIC	0.70%	9.45%	17.03%	19.95%	19.65%	26.77%
增长率						
销售收入增长率	-3.60%	103.22%	-0.07%	1.72%	11.30%	10.21%
EBIT 增长率	-82.88%	1609.14%	74.14%	3.23%	14.29%	13.97%
EBITDA 增长率	-46.58%	352.22%	49.51%	-6.42%	12.68%	2.58%
净利润增长率	-86.88%	1664.64%	93.60%	10.59%	17.41%	15.62%
总资产增长率	110.08%	-4.88%	-13.27%	1.59%	13.09%	11.78%
股东权益增长率	0.13%	4.26%	10.90%	14.48%	16.14%	16.07%

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、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。