

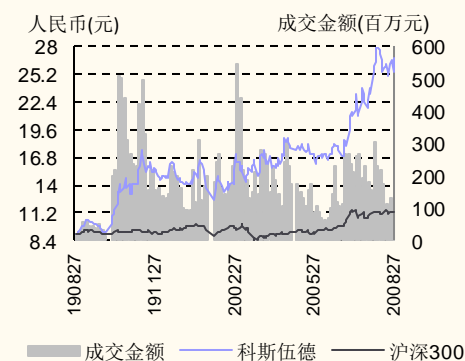
## 科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

### 公司点评

市场价格 (人民币): 26.80 元

#### 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.97
已上市流通 A 股(亿股)	1.72
总市值(亿元)	79.60
年内股价最高最低(元)	28.00/21.77
沪深 300 指数	4731
创业板指	2689



#### 相关报告

- 《龙门教育全并表，盈利能力突出-龙门教育全并表，盈利能力突出》，2020.4.28
- 《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
- 《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
- 《19Q1-Q3：龙门教育净利同增40%+，收购龙门剩余股权持...》，2019.10.30
- 《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

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

## 20H1 净利+74%，龙门 100%并表正式完成

#### 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	167	223	255
归母净利润增长率	385.73%	187.56%	107.64%	33.28%	14.65%
摊薄每股收益(元)	0.115	0.332	0.563	0.750	0.860
每股经营性现金流净额	1.02	0.96	0.97	0.98	1.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.80%	9.86%	10.68%	12.46%	12.50%
P/E	75.71	42.23	47.61	35.72	31.16
P/B	2.88	4.17	5.08	4.45	3.89

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 业绩简评

- **2020H1 扣非归母净利润同增 74%**。科斯伍德 2020H1 实现营业收入 3.84 亿元/-13.13%YOY，归母净利润 0.62 亿元/+73.54%YOY，扣非归母净利润 0.61 亿元/+71.39%YOY。整体毛利率 42.70%/+1.76pct，其中教育培训业务毛利率 54.64%/+1.66pct，油墨业务毛利率 22.14%/+1.98pct。2020Q2 实现营业收入 2.13 亿元/-5.3%YOY，归母净利润 0.4 亿元/+112.74%YOY，扣非归母净利润 0.40 亿元/+110.1%YOY。
- **细分业务来看：**①教育板块/龙门教育——龙门教育 100%股权于 2020 年 4 月开始全部纳入公司合并报表范围，龙门教育 2020H1 实现营业收入为 2.44 亿元/-5.7%YOY，占总收入的 63.5%，归母净利润 0.81 亿元/+13.27%YOY，其中全封闭中高考补习招生规模继续扩大且营收略增。截至目前龙门教育共有 6 个全封闭校区（上半年新增西安莲湖校区），春季在校生达 11429 万人，同比增加 5.25%；②原油墨业务——2020H1 实现营业收入为 1.41 亿元/-22.26%YOY，占总收入的 36.5%，主要系油墨业务上下游企业复工出现延迟、运行效率低所致，出口业务亦受影响。目前公司内贸业务已恢复至去年同期水平，预计下半年盈利情况有望好转。
- **落实“职普融合”战略，有望进一步打开成长空间：设立西安培英育才职业高中，携手倍凡教育签订战略合作框架协议。**2020 年 3 月 18 日，龙门教育设立西安培英育才职业高中有限公司。西安培英育才职业高中内部将教育服务分为“学历型职业教育”和“就业型职业教育”两大类，对学生有侧重性的开展相应的职业技能训练，同时强化升学辅导服务，同时培养“技能型人才”和“学术型人才”，为学生的未来提供更多元化的出口。2020 年 7 月 31 日，龙门教育与倍凡教育签订《战略合作框架协议》，倍凡教育是专业从事职教管理运营的头部服务机构，合作内容包括：①倍凡教育将现有职业学校中的普通高考班托管给龙门教育，龙门教育将在普通高考班中导入自己的管理体系、师资和品牌；②共同开拓新的职业学校，龙门教育和倍凡教育分别负责普通高考生源和职业教育生源；③共同托管并运营民办高中。与倍凡的合作落地有望助力龙门教育细化“职普融合”战略，二者可以实现优势互补，进一步打开成长空间。
- **投资建议：**龙门教育作为 A 股 K12 培训资产，在疫情背景下依然实现正增长，体现了其较强的韧性，“职普融合”战略逐步落地细化，值得期待。我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 1.67/2.23/2.55 亿元，对应 PE 分别为 48/36/31X，维持买入评级。
- **风险提示：**疫情影响，行业政策风险，竞争加剧，解禁风险等。

## 业绩点评

- **2020H1 扣非归母净利润同增 74%**。科斯伍德 2020H1 实现营业收入 3.84 亿元/-13.13%YOY，归母净利润 0.62 亿元/+73.54%YOY，扣非归母净利润 0.61 亿元/+71.39%YOY。整体毛利率 42.70%/+1.76pct，其中教育培训业务毛利率 54.64%/+1.66pct，油墨业务毛利率 22.14%/+1.98pct。2020Q2 实现营业收入 2.13 亿元/-5.3%YOY，归母净利润 0.4 亿元/+112.74%YOY，扣非归母净利润 0.40 亿元/+110.1%YOY。
- **细分业务来看：**①教育板块/龙门教育——龙门教育 100%股权于 2020 年 4 月开始全部纳入公司合并报表范围，龙门教育 2020H1 实现营业收入为 2.44 亿元/-5.7%YOY，占总收入的 63.5%，归母净利润 0.81 亿元/+13.27%YOY，其中全封闭中高考补习招生规模继续扩大且营收略增。截至目前龙门教育共有 6 个全封闭校区（上半年新增西安莲湖校区），春季在校生达 11429 万人，同比增加 5.25%；②原油墨业务——2020H1 实现营业收入为 1.41 亿元/-22.26%YOY，占总收入的 36.5%，主要系油墨业务上下游企业复工出现延迟、运行效率低所致，出口业务亦受影响。目前公司内贸业务已恢复至去年同期水平，预计下半年盈利情况有望好转。
- **落实“职普融合”战略，有望进一步打开成长空间：设立西安培英育才职业高中，携手倍凡教育签订战略合作框架协议。**
  - 2020 年 3 月 18 日，龙门教育设立西安培英育才职业高中有限公司，西安培英育才已于 2020 年 2 月 28 日取得《民办学校办学许可证》，注册为营利性民办学校。西安培英育才职业高中内部将教育服务分为“学历型职业教育”和“就业型职业教育”两大类，开设播音主持、美术绘画、药剂、医学检验、口腔医学技术等专业，对学生有侧重性的开展相应的职业技能训练，同时强化升学辅导服务，同时培养“技能型人才”和“学术型人才”，为学生的未来提供更多元化的出口。
  - 与倍凡教育签订《战略合作框架协议》，强强联手&优势互补，值得期待。2020 年 7 月 31 日，龙门教育与倍凡教育签订《战略合作框架协议》，倍凡教育是国内专业从事职教管理运营的头部服务机构，拥有全国范围内托管的职业学校资源和当地招生资源，《战略合作框架协议》内容具体如下：①倍凡教育将现有职业学校中的普通高考班托管给龙门教育，龙门教育将在普通高考班中导入自己的管理体系、师资和品牌，以改善倍凡教育职业学校中普通高考班学生的成绩；②共同开拓新的职业学校，龙门教育和倍凡教育分别负责普通高考生源和职业教育生源；③共同托管并运营民办高中。与倍凡的合作落地有望助力龙门教育细化“职普融合”战略，二者可以实现优势互补，进一步打开成长空间。
- **投资建议：**龙门教育作为 A 股 K12 培训资产，在疫情背景下依然实现正增长，体现了其较强的韧性，“职普融合”战略逐步落地细化，值得期待。我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 1.67/2.23/2.55 亿元，对应 PE 分别为 48/36/31X，维持买入评级。
- **风险提示：**疫情影响，行业政策风险，竞争加剧，解禁风险（11 月 12 日 2222 万股解禁，占总股本 7.48%）等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>472</b>	<b>959</b>	<b>959</b>	<b>875</b>	<b>963</b>	<b>1,034</b>	货币资金	362	276	435	1,119	1,331	1,574
增长率		103.2%	-0.1%	-8.8%	10.2%	7.3%	应收账款	217	187	176	158	174	187
<b>主营业务成本</b>	<b>-383</b>	<b>-601</b>	<b>-559</b>	<b>-501</b>	<b>-542</b>	<b>-567</b>	存货	88	64	54	54	59	62
%销售收入	81.2%	62.7%	58.3%	57.3%	56.3%	54.8%	其他流动资产	10	110	24	21	22	23
<b>毛利</b>	<b>89</b>	<b>358</b>	<b>400</b>	<b>373</b>	<b>421</b>	<b>467</b>	流动资产	677	637	690	1,353	1,586	1,845
%销售收入	18.8%	37.3%	41.7%	42.7%	43.7%	45.2%	%总资产	39.8%	39.2%	41.8%	58.5%	61.9%	65.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	长期投资	39	39	33	33	33	33
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	288	242	213	209	220	232
<b>销售费用</b>	<b>-29</b>	<b>-86</b>	<b>-82</b>	<b>-75</b>	<b>-82</b>	<b>-88</b>	%总资产	16.9%	14.9%	12.9%	9.0%	8.6%	8.2%
%销售收入	6.2%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	无形资产	688	682	690	696	702	706
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-73</b>	<b>-80</b>	<b>-73</b>	<b>-80</b>	<b>-86</b>	非流动资产	1,025	987	958	961	977	994
%销售收入	9.8%	7.6%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%	%总资产	60.2%	60.8%	58.2%	41.5%	38.1%	35.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,702</b>	<b>1,624</b>	<b>1,648</b>	<b>2,314</b>	<b>2,563</b>	<b>2,839</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	260	165	192	70	70	70
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>9</b>	<b>191</b>	<b>231</b>	<b>220</b>	<b>252</b>	<b>286</b>	应付款项	173	214	198	216	237	253
%销售收入	1.9%	19.9%	24.1%	25.1%	26.2%	27.7%	其他流动负债	37	40	36	38	44	49
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-22</b>	<b>-3</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	流动负债	470	419	427	325	352	372
%销售收入	1.1%	2.8%	2.3%	0.4%	-1.0%	-1.4%	长期贷款	378	308	223	223	223	223
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-85</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>848</b>	<b>728</b>	<b>650</b>	<b>548</b>	<b>575</b>	<b>595</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>706</b>	<b>736</b>	<b>816</b>	<b>1,566</b>	<b>1,789</b>	<b>2,044</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	243	243	243	297	297	297
<b>营业利润</b>	<b>6</b>	<b>103</b>	<b>196</b>	<b>218</b>	<b>262</b>	<b>301</b>	未分配利润	231	259	333	500	723	978
营业利润率	1.3%	10.8%	20.4%	24.9%	27.2%	29.1%	少数股东权益	148	160	182	200	200	200
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,702</b>	<b>1,624</b>	<b>1,648</b>	<b>2,314</b>	<b>2,563</b>	<b>2,839</b>
<b>税前利润</b>	<b>9</b>	<b>105</b>	<b>196</b>	<b>218</b>	<b>262</b>	<b>301</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	1.9%	11.0%	20.4%	24.9%	27.2%	29.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-31</b>	<b>-33</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	32.8%	15.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.024	0.115	0.332	0.563	0.750	0.860
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>89</b>	<b>165</b>	<b>185</b>	<b>223</b>	<b>255</b>	每股净资产	2.911	3.035	3.366	5.271	6.022	6.882
少数股东损益	0	61	84	18	0	0	每股经营现金净流	0.094	1.015	0.955	0.973	0.985	1.122
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6</b>	<b>28</b>	<b>81</b>	<b>167</b>	<b>223</b>	<b>255</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.2%	2.9%	8.4%	19.1%	23.1%	24.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.82%	3.80%	9.86%	10.68%	12.46%	12.50%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	0.34%	1.72%	4.89%	7.23%	8.69%	9.00%
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>89</b>	<b>165</b>	<b>185</b>	<b>223</b>	<b>255</b>	投入资本收益率	0.40%	11.87%	13.75%	9.07%	9.40%	9.58%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>61</b>	<b>84</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>32</b>	<b>137</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>58</b>	主营业务收入增长率	-3.60%	103.22%	-0.07%	-8.79%	10.17%	7.35%
<b>非经营收益</b>	<b>7</b>	<b>-6</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	EBIT 增长率	-76.98%	2055.09%	20.62%	-4.79%	14.79%	13.35%
<b>营运资金变动</b>	<b>-22</b>	<b>25</b>	<b>-2</b>	<b>41</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	净利润增长率	-86.84%	385.73%	187.56%	107.64%	33.28%	14.65%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>246</b>	<b>232</b>	<b>289</b>	<b>292</b>	<b>333</b>	总资产增长率	110.31%	-4.61%	1.49%	40.39%	10.78%	10.76%
<b>资本开支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-45</b>	<b>-65</b>	<b>-75</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-471</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	103.4	48.8	48.0	48.0	48.0	48.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-105</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	73.1	46.3	38.6	40.0	40.0	40.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-471</b>	<b>-113</b>	<b>101</b>	<b>-45</b>	<b>-65</b>	<b>-75</b>	应付账款周转天数	79.1	43.1	40.6	41.0	41.0	41.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>582</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	221.5	90.3	79.3	85.5	81.6	80.3
<b>债权募资</b>	<b>638</b>	<b>-165</b>	<b>-58</b>	<b>-122</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	净负债/股东权益	32.37%	22.03%	-2.86%	-47.29%	-52.66%	-57.48%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>638</b>	<b>-164</b>	<b>-66</b>	<b>440</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	EBIT 利息保障倍数	1.8	7.2	10.4	65.1	-25.5	-19.6
<b>现金净流量</b>	<b>190</b>	<b>-31</b>	<b>266</b>	<b>684</b>	<b>212</b>	<b>243</b>	资产负债率	49.83%	44.80%	39.43%	23.69%	22.42%	20.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

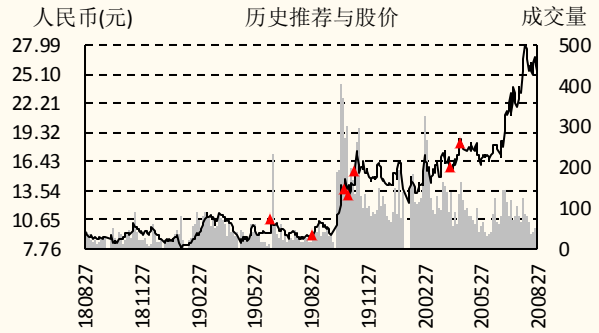
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-04-28	买入	9.30	11.50~11.50
2	2019-06-26	买入	10.24	11.50~11.50
3	2019-08-30	买入	9.10	11.50~11.50
4	2019-10-22	买入	13.78	N/A
5	2019-10-30	买入	13.08	N/A
6	2019-11-07	买入	14.04	N/A
7	2020-04-10	买入	15.91	N/A
8	2020-04-28	买入	18.66	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