

科斯伍德 (300192.SZ) 深耕中高考升学赛道, 陕西龙头开启新征程

2020年08月26日

——中小盘首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
任浪 (分析师)
孙金钜 (分析师)
黄沛帆 (联系人)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

huangpeifan@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

证书编号: S0790120070081

日期	2020/8/26
当前股价(元)	25.50
一年最高最低(元)	28.78/8.83
总市值(亿元)	75.74
流通市值(亿元)	43.95
总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	1.72
近3个月换手率(%)	260.61

中小盘研究团队
● 陕西中高考升学培训龙头, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司通过收购龙门教育变身陕西中高考升学培训龙头, 多年中高考的高升学率打造出了其在陕西的品牌力。公司凭借其中高考复读领域文化课的高效提分能力切入职高培训, 拓宽成长空间。同时通过自设和合作的模式, 公司从中高考复读和职高培训两条业务线共同推动异地扩张。公司有望凭借其成熟的教学体系、全封闭下的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西, 从区域性中高考复读培训的龙头成长为全国性中高考升学培训龙头。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.71/2.39/2.86 亿元, 同比增长 111.8%/40.3%/19.7%, 对应 EPS 为 0.57/0.81/0.96 元, 当前股价对应 PE 为 44.4/31.7/26.5 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 中高考升学: 百亿复读市场, 政策推动职高发展

优质教育资源的稀缺性决定了中、高考复读需求刚需, 我们测算中高考复读市场规模分别达 60、180 亿元。各地教材、考情差异较大带来了复读行业区域割据的特征, 但全国教材标准化和全国卷的推广将降低机构跨区域扩张门槛, 推动行业集中度加速提升。职高教育受政策持续大力支持且市场规模超 200 亿元, 但存在着教学质量低、师资力量薄弱、认可度低等行业痛点, 亟待优质教育机构出现。

● 西安校区迎量价齐升, 复读、职高异地扩张渐行渐近

短期来看, “班级收费提升+班级结构优化”推动客单价持续提升, 本土新增校区以及增设职高板块增加招生数量, 西安校区迎来量价齐升。长期来看, 公司将通过自设和合作的模式开启复读和职高办学的异地扩张。公司复读业务具备教材自主研发、提分能力强等优势, 先通过 K12 学习中心引流, 之后再以轻资产方式导入全封闭校区进行异地扩张, 有望率先在邻省河南落地。职高培训牌照获取难度小, 公司有望凭借文化课高效提分能力快速切入, 通过自设和合作的模式快速实现全国化扩张。公司目前已在西安开设第一家职高学校, 同时和全国性职业培训机构倍凡教育达成战略合作, 借助双方优势在全国范围内拓展新的职高学校。

● 风险提示: 疫情影响招生计划; 异地扩张进程不达预期。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	959	959	965	1,125	1,255
YOY(%)	103.2	-0.1	0.6	16.6	11.6
归母净利润(百万元)	28	81	171	239	286
YOY(%)	385.7	187.6	111.8	40.3	19.7
毛利率(%)	37.3	41.7	43.0	44.3	45.5
净利率(%)	2.9	8.4	17.7	21.3	22.8
ROE(%)	10.0	16.5	16.0	16.8	16.7
EPS(摊薄/元)	0.09	0.27	0.57	0.81	0.96
P/E(倍)	270.5	94.1	44.4	31.7	26.5
P/B(倍)	10.3	9.3	7.7	6.2	5.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 收购龙门教育，变身优质教育标的	4
1.1、 科斯伍德：胶印油墨龙头，收购龙门转型教育	4
1.2、 实现对龙门教育 100%控股，股权绑定核心团队	5
1.3、 差异化定位实现错位竞争，提分效果显著，盈利能力远超同业	6
2、 中高考升学：百亿复读市场，政策推动职高发展	8
2.1、 中高考复读：刚性需求，方兴未艾	8
2.2、 职业高中：政策大力支持，但整体办学质量较差	12
3、 西安校区迎量价齐升，复读、职高异地扩张渐行渐近	13
3.1、 “班级收费提升、结构优化+新增校区、新设职高”推动量价齐升	13
3.2、 本土增设职高办学形式，开启职普融合发展模式	15
3.3、 复读、职高共同布局，异地扩张渐行渐近	16
3.3.1、 复读办学：K12 业务引流，全封闭校区后续导入，有望率先在河南落地	16
3.3.2、 职高办学：开拓升学培训领域，牵手信凡拓展新职高	19
4、 盈利预测与估值	20
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 科斯伍德并购龙门教育实现转型	4
图 2： 教育业务带动科斯伍德业绩增长	5
图 3： 教育业务是科斯伍德主要营收来源（2019 年）	5
图 4： 龙门教育达成 2017-2019 年承诺净利润	5
图 5： 龙门教育营收、净利保持高速增长	5
图 6： 中西部地区复读生比例更高	7
图 7： 中西部地区初高中学生参培率较低	7
图 8： 龙门教育首创五加教育管理模式保证培训质量	7
图 9： 龙门教育盈利能力位居教育行业前列	8
图 10： 公司全封闭培训业务营收增长较快	8
图 11： 高考复读市场规模达 180 亿	9
图 12： 减负政策之下韩国高考培训渗透率反而提升	10
图 13： 韩国高考培训生均时长在政策推行至今实现增长	10
图 14： 中国中高考培训渗透率低于韩国	10
图 15： 中国中高考培训客单价远低于韩国（单位：元）	10
图 16： 中职在校生占比逐年降低	13
图 17： 龙门教育具备持续提价能力（单位：万元）	14
图 18： 相对更高收费的班级占比不断提升	14
图 19： 西安 5 个校区招生趋于饱和	15
图 20： 龙门教育的战略为以职普融合方式进行扩张	15
图 21： 西安培英育才职业高中	16
图 22： 公司采用教师合伙人制度成立 K12 学习中心	17
图 23： 河南省高考人数近年来持续上升	18

图 24: 倍凡教育学校覆盖十余个省份	20
表 1: 考虑可转债转股的股权结构	6
表 2: 985、211 高校录取率低	9
表 3: 近期禁止公立复读政策不断推出	11
表 4: 全国采用全国卷的省市不断增加	12
表 5: 对口高考及普通高考对比	12
表 6: 龙门教育收费较大唐补习、方正补习更低 (2018 年)	14
表 7: 河南省高考复读机构较多	18
表 8: 河南省已有 9 所学校获得民办营利性普通高中牌照 (截至 2019 年 9 月)	19
表 9: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2020/08/26)	20

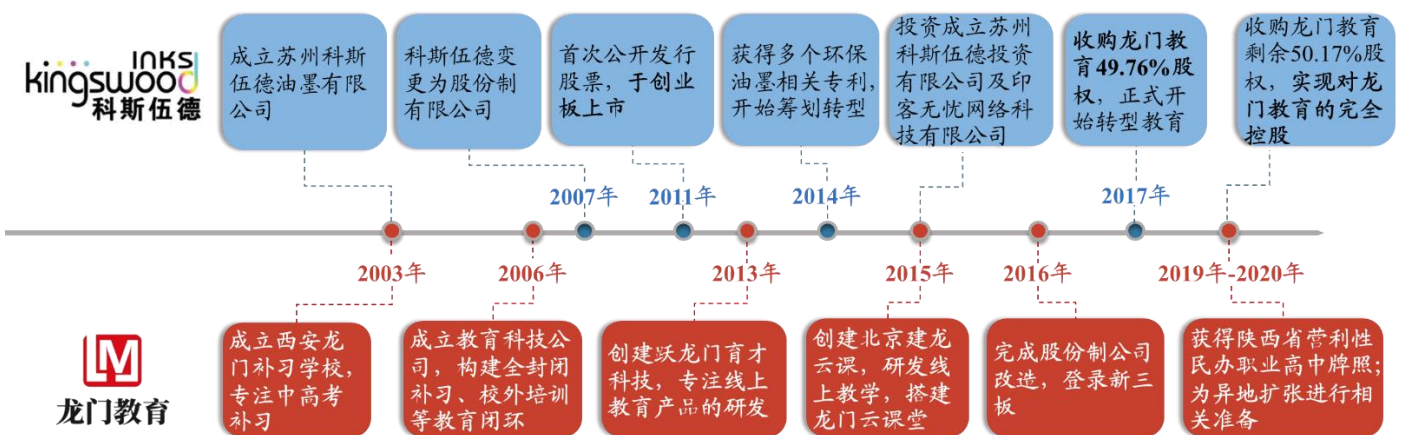
1、收购龙门教育，变身优质教育标的

1.1、科斯伍德：胶印油墨龙头，收购龙门转型教育

科斯伍德为环保胶印油墨龙头，行业景气度下行推动公司转型教育。科斯伍德为环保胶印油墨龙头，主要产品为快干亮光型胶印油、高光泽型胶印油墨、高耐磨型胶印油等。油墨行业市场空间较小且面临政策和环保压力，在受到新媒体对印刷业的冲击同时也受国家环保安全政策的影响，上游化学原材料涨价迅猛致使从业企业成本高企。受此影响，科斯伍德 2014-2017 年业绩表现有所下滑，营收、归母净利润分别由 2014 年的 5.21 亿元、0.40 亿元下滑至 2017 年的 4.72 亿元、0.06 亿元。因此，科斯伍德积极谋求转型并在 2017 年以现金 7.68 亿元的价格收购龙门教育 49.76% 股权。由此，科斯伍德成为龙门教育第一大股东并开启了转型教育之路。

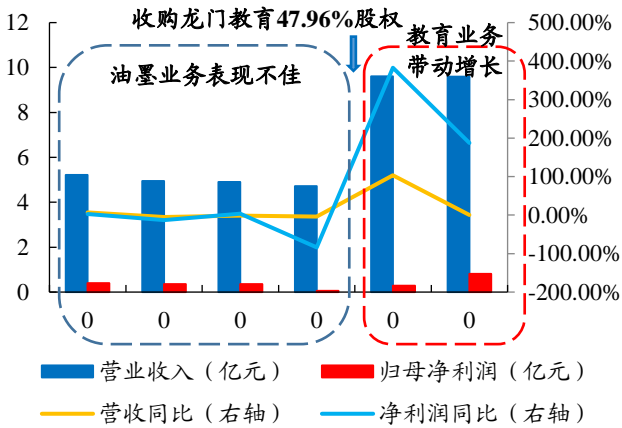
龙门教育为陕西中高考升学培训赛道龙头，其业务已成科斯伍德主要营收来源。龙门教育成立于 2002 年，以高考复读培训起家，是陕西中高考升学培训龙头。其主营业务包括三大板块：**1）全封闭培训**，以龙门补习学校为核心，面向中高考学生提供“两季三训”（春季、秋季、暑假集训、寒假集训和短期特训）的全封闭补习培训服务，是龙门教育的核心业务。截至 2019 年，龙门教育在西安共有 5 个全封闭校区，2019 年春、秋季招生达 2.2 万人；**2）K12 课外培训**，以龙门尚学为核心，在全国各个门店面向中小学生提供个性化课外辅导服务，教学采用一对一、小班教学模式，对全封闭培训起协同作用。该业务目前已覆盖北京、长沙、成都等 14 个城市，共 62 个校区；**3）教学软件及课程销售**，龙门教育研发了多款教学软件及课程，产品包括智能备课系统、龙门英语集训赢、学习空间站 APP 等。主要面向已有生源销售以配合线下教学。龙门教育被并购后，其教育业务成为了公司新的增长点，2019 年科斯伍德营收、归母净利润分别为 9.59、0.81 亿元。其中全封闭培训、K12 课外培训、教学软件及课程销售在 2019 年营收占比分别达 34.04%、18.06%和 4.74%。

图1：科斯伍德并购龙门教育实现转型



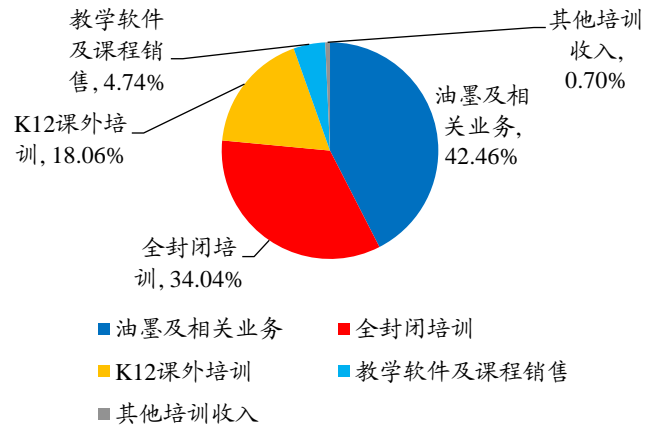
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2: 教育业务带动科斯伍德业绩增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 教育业务是科斯伍德主要营收来源 (2019年)

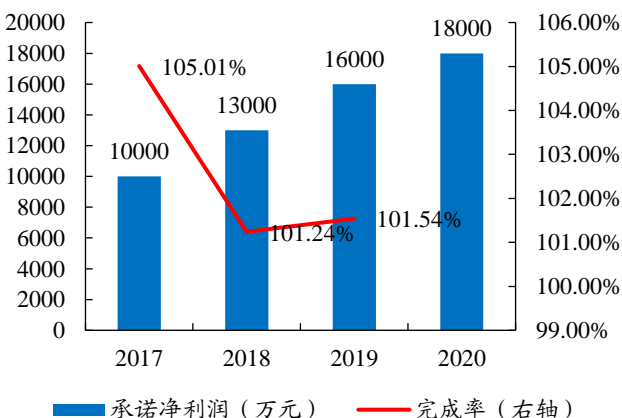


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、实现对龙门教育 100%控股，股权绑定核心团队

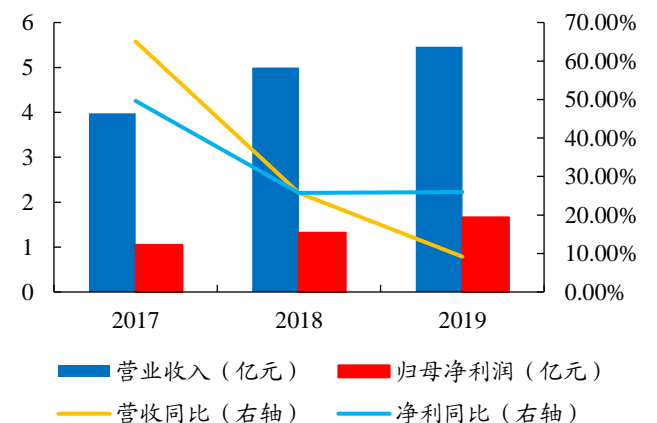
实现对龙门教育 100%控股，2020Q2 开始完全并表。龙门教育在完成了 2017 和 2018 年的承诺业绩后，科斯伍德在 2019 年启动了剩余股权的收购计划。2020 年 3 月 9 日，公司收购龙门教育剩余 50.17% 股权正式完成，交易总额为 8.13 亿元，其中 1) 以发行股份方式支付对价 2.90 亿元 (股价为 9 元，利润补偿责任人 12 个月后分期解锁)，占交易对价的 35.71%; 2) 以发行可转债的方式支付对价 3.00 亿元 (转股价为 9 元，票面利率 0.01%/年，附上/下修条款)，占交易对价的 36.90%; 3) 以现金方式支付 2.23 亿元，占交易对价的 27.39%。同时，公司以 13.5 元/股的价格非公开发行 2222 万股，募集资金 3 亿元以支付上述现金部分对价。本次收购中，利润补偿责任人承诺龙门教育 2019、2020 年净利润不低于 16000、18000 万元。此外，科斯伍德与顾金妹等 10 名自然人分别签订《股权转让协议》，受让其所持有的龙门教育合计 0.07% 股权，科斯伍德目前已持有龙门教育 100% 股权。龙门教育 2019 年营业收入为 5.46 亿元，归母净利润为 1.66 亿元，于 2020Q2 完全并表。

图4: 龙门教育达成 2017-2019 年承诺净利润



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 龙门教育营收、净利保持高速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

股权绑定核心团队，龙门教育将在原管理层领导下继续发展。收购龙门教育剩余股份中 3 亿元可转债的发行对象为龙门教育创始人马良铭，初始转股价为 9 元，远低于公司目前股价，且票面利率为 0.01%/年，因此马良铭大概率会在锁定期后进行转股。而根据附带的转股价格向上修正条款，当马良铭所持可转换公司债券锁定期届

满前 30 个交易日公司股价达到或超过初始转股价格 175% (15.75 元/股) 时, 则当次转股时应按照初始转股价的 130% 也即 11.7 元进行转股。因此考虑可转债转股后吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 33.37% 的股份, 龙门教育创始人马良铭持有 12.95% 股权。在交易前后, 龙门教育管理层结构及人员保持稳定, 龙门教育将按其既定模式和目标发展。

表1: 考虑可转债转股的股权结构

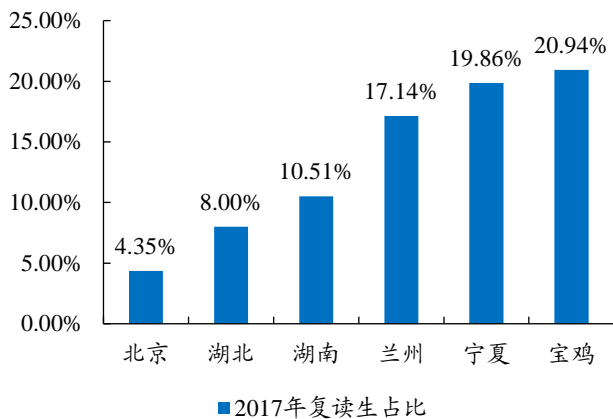
股东名称	收购前		收购后	
	股份数量 (万股)	股份比例	股份数量 (万股)	股份比例
吴贤良	9357	38.58%	9357	29.00%
吴艳红	1409	5.81%	1409	4.37%
马良铭			4178	12.95%
马良彩			333	1.03%
董兵			1000	3.10%
方锐铭			167	0.52%
徐颖			111	0.34%
配套融资方			2222	6.89%
其他股东	13489	55.61%	13489	41.81%
上市公司股本	24255	100%	32266	100%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 可转债转股按照转股价上修条款即 11.7 元转股)

1.3、差异化定位实现错位竞争, 提分效果显著, 盈利能力远超同业

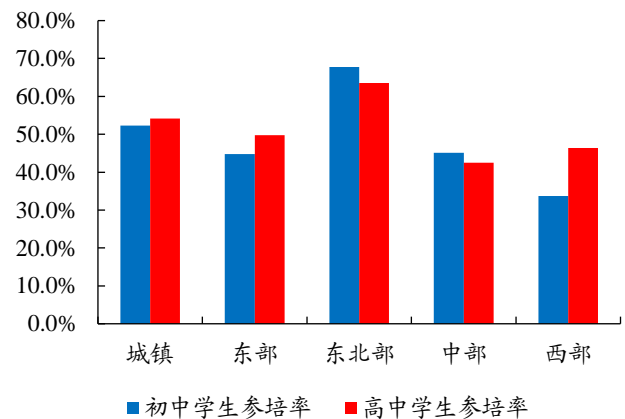
聚焦中高考、中等生、中西部, 差异化定位实现错位竞争。龙门教育定位中高考、中等生、中西部: **1) 定位中高考。**新东方、好未来等龙头的优势业务多为奥数培优、英语培训等, 针对年龄段主要为 K1-K9 阶段, 龙门教育布局中高考复读实现错位竞争。龙门通过高考复读培训切入中考补习业务, 实现了在陕西中考补习领域超过 80% 的市占率; **2) 定位中等生。**一般而言, 各地优质生源复读会选择当地公办/民办名校, 而龙门教育招生群体为高职、三本及部分二本水平的中等生, 避开了与名校的直接竞争。全国中等生群体每年大约为 400 万人, 是高考群体中枣核型中间部分, 市场空间大; **3) 定位中西部。**目前东部一、二线城市已成教育培训红海, 中西部城市相对而言更具发展前景。结构上来看, 中西部地区考生的复读意愿较高: 2017 年北京市高考报名人数中复读生占比为 4.35%, 而西部城市宝鸡、宁夏和兰州占比则达到了 20.94%、19.86% 和 17.14%, 中部地区湖北和湖南的复读生占比分别为 8.00% 和 10.51%。由于北京、上海等地收入水平普遍较高以及相对更高的名校录取率, 当地的高考生失利也可考虑出国留学, 复读意愿相较更低。而中西部省份考生在经济能力有限的情况下, 发挥不好会更倾向于复读, 因此复读比例较高。参培率方面, 中部、西部的初中生参培率为 45.1%、33.7%, 高中生参培率为 42.5%、46.4%, 均存在一定的提升空间。从高考复读率和参培率来看, 中西部地区的中高考升学市场更具备潜力。

图6: 中西部地区复读生比例更高



数据来源: 中国教育在线、开源证券研究所

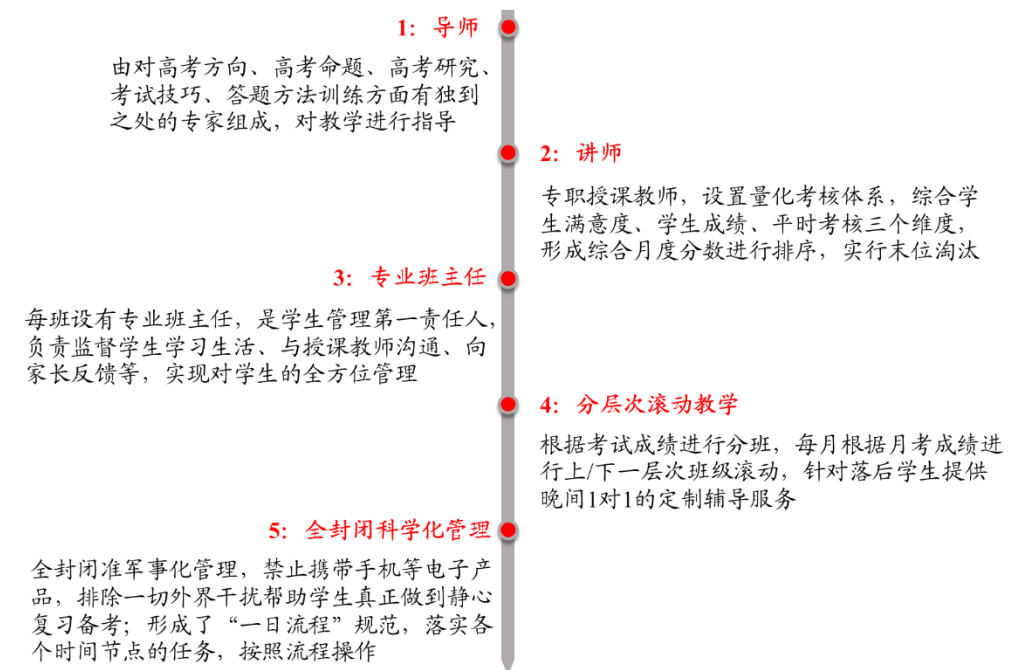
图7: 中西部地区初高中学生参培率较低



数据来源: 中国教育财政科学研究所、开源证券研究所

全封闭培训叠加“五加教管模式”的提分效果显著。传统的培训模式由于培训时长较短,学生在培训外的自主学习也会对其考试成绩形成较大影响,而全封闭培训能充分利用学生这部分时间。叠加龙门教育业内首创的“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+全封闭科学化管理”五加教育管理模式保证了较好的培训效果:2019年龙门高考重点班一本上线率 52.3%,二本上线率 91.8%;平行班本科上线率 82.9%,高考生平均净增 100 分左右;2017 年龙门中考上线率 92.3%,最高 671 分,平均净增 142 分。

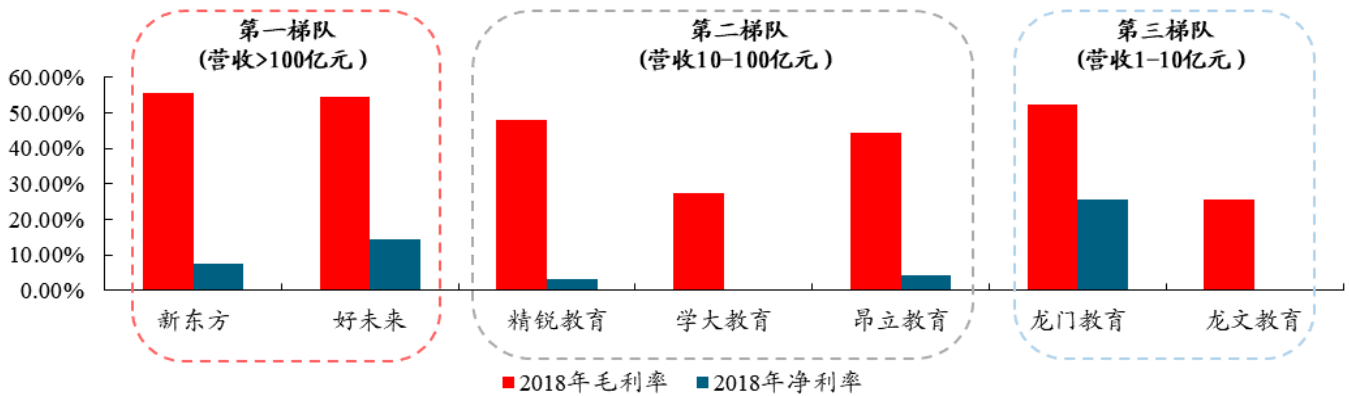
图8: 龙门教育首创五加教育管理模式保证培训质量



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

全封闭大班模式下,盈利能力显著优于同业。大班模式能实现对老师产能的高效利用,所以大班模式的毛利率一般要高于小班模式,更高于一对一培训模式。而在全封闭培训下的大班模式毛利率要比普通的大班模式更高:在全封闭机制下,学生均寄宿在学校,由此而衍生出的住宿、餐饮等需求也能进一步提升该业态的盈利能力。2018 年龙门教育毛利率为 52.18%,净利率为 25.46%,盈利能力显著优于同行。

图9: 龙门教育盈利能力位居教育行业前列

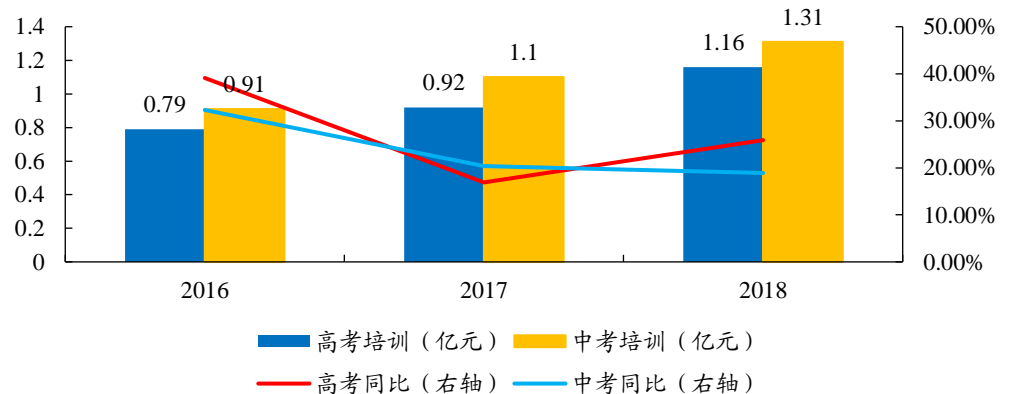


数据来源: 各公司年报、开源证券研究所 (注: 新东方、好未来为 2019FY 数据)

2、中高考升学: 百亿复读市场, 政策推动职高发展

目前公司全封闭培训业务主要面向中、高考复读生及普通初、高中应届生提供升学培训, 其中 2018 年中考培训营收为 1.31 亿元, 高考培训营收为 1.16 亿元, 复读生为主要客群, 占比超 70%。

图10: 公司全封闭培训业务营收增长较快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.1、中高考复读: 刚性需求, 方兴未艾

优质教育资源稀缺, 复读刚性需求构筑百亿中高考复读市场。从国内就业形势来看, 学历作为敲门砖具有不可替代的作用, 名校毕业生在就业时更具竞争力。然而 985、211 等名校录取率较低, 且“二三本学校合并”使得一、二本学历含金量有所降低。高考升学导向从过去的“考本科”转为“考好本科”, 推动高考复读需求居高不下。对于初中生而言, 能否考上相对较好的高中也直接影响高中阶段教育资源的获取, 进而影响到高考成绩, 部分发挥差的考生也有意愿进行复读。从考生基数来看, 自 2017 年以来, 全国参加高考人数不断增加, 并于 2019 年达到 1031 万人, 同比增长 5.74%。根据清华大学“中国大学生学习与发展追踪研究”, 第一代大学生 (指父母均未接受过高等教育的大学生) 在大学生中占比为 70%, 而参加过多次高考的比例为 19.91%, 非第一代大学生参加过多次高考的比例为 11.76%, 可测算出全国大学生复读比例约为 17.46%。假设高考复读生参培率为 50%, 培训费按人均 2 万/年测算, 则

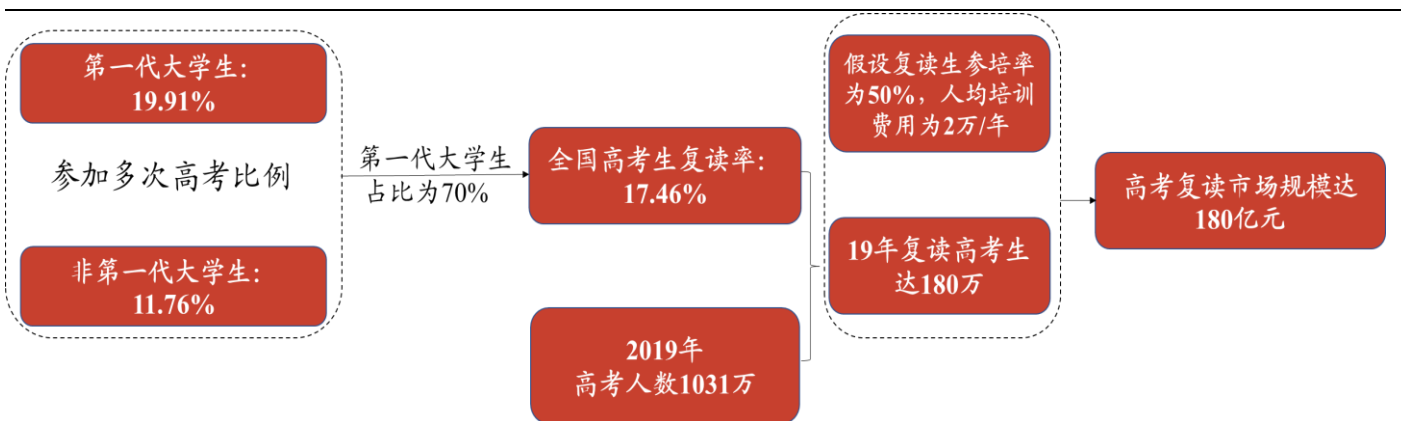
2019 年高考复读市场规模达到 180 亿。相应的，2019 年中考报名人数约 1400 万，中考复读率按高考复读率的 1/3，费用按照龙门教育 2018 年收费 1.5 万/人测算，则 2019 年中考复读市场规模达 60 亿元。

表2: 985、211 高校录取率低

985 录取率排行	地区	2018 年录取率	211 录取率排行	地区	2018 年录取率
1	天津	5.81%	1	北京	13.99%
2	上海	5.33%	2	上海	13.58%
3	北京	4.29%	3	西藏	12.77%
...	-	-	...	-	-
28	江苏	1.14%	28	甘肃	3.50%
29	河南	1.14%	29	广西	2.74%
30	安徽	1.10%	30	广东	2.74%

数据来源：教育部、开源证券研究所

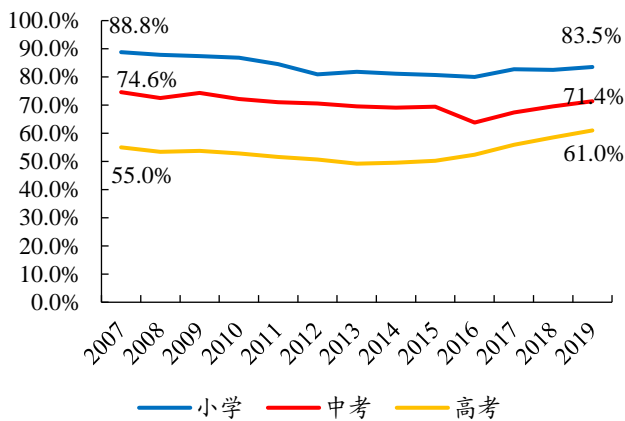
图11: 高考复读市场规模达 180 亿



资料来源：《中国家庭第一代大学生学习与发展报告》、开源证券研究所

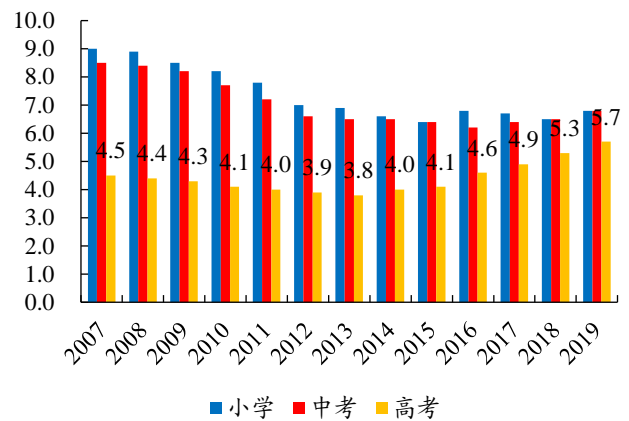
对标韩国，减负政策频出不改高考培训行业刚需特性。同为九年义务教育制度，应试教育文化下的韩国升学培训行业较为发达。自 2007 年始，韩国推出一系列的教育改革减负政策，而我国也于 2018 年出台了一系列类似减负政策，从教育制度和政策改革来看，对标韩国有一定的借鉴意义。在高考改革、学业减负等政策初期，韩国小学、初中、高中阶段的培训渗透率、补课时长均出现了较为明显的下滑。但随着时间推移，各阶段的培训渗透率、补课时长均呈现先降后升的趋势。最终高考培训的培训渗透率及补课时长反而高于 2007 年政策推出之初。2007 年至 2019 年，韩国小学课外辅导渗透率从 88.8% 下降至 83.5%，中考培训渗透率从 74.6% 下降至 71.4%，与之相对应的是高考培训渗透率由 55.0% 上升至 61.0%。补课时长方面，韩国小学课外辅导生均补课时长由 9.0 小时/周降低至 6.8 小时/周，中考培训生均时长由 8.5 小时/周降低至 6.8 小时/周，而高考培训生均时长则是由 4.5 小时/周上升至 5.7 小时/周。可见，在应试教育驱动因素不变的情况下，减负政策最终会带来初中、小学的课外培训减少，但变相增加了高中的学业压力，增加高考培训需求。

图12: 减负政策之下韩国高考培训渗透率反而提升



数据来源: Private Education Expenditures Survey、开源证券研究所

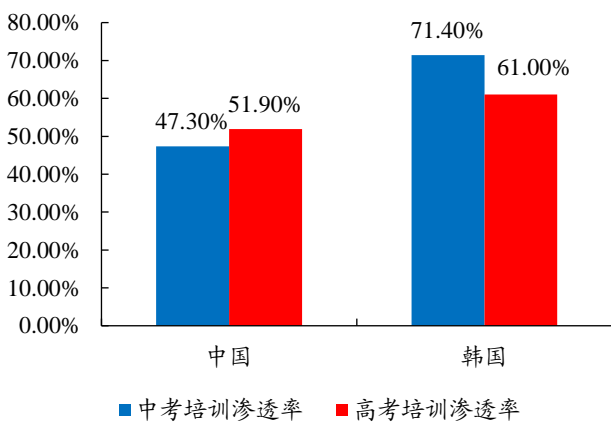
图13: 韩国高考培训生均时长在政策推行至今实现增长



数据来源: Private Education Expenditures Survey、开源证券研究所

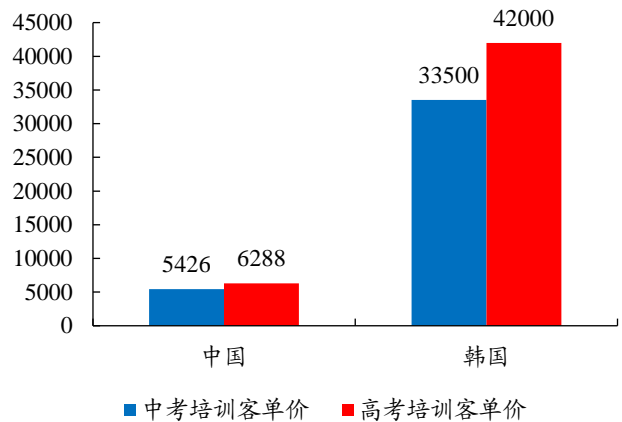
横向对比, 中国中高考培训渗透率、客单价尚存较大提升空间。根据 Frost & Sullivan 数据, 目前中国中、高考培训渗透率在 47.3%、51.9%, 较韩国 71.4%、61.0% 有一定距离。客单价方面, 韩国 2019 年中考、高考培训客单价分别为 47.4、59.5 万韩元/月, 折算成人民币约为 3.35、4.20 万元/年, 而中国教育财政科学研究所 2017 年调查数据显示中国中、高考培训客单价约为 5426、6288 元/年, 与韩国相比存在较大的提升空间。

图14: 中国中高考培训渗透率低于韩国



数据来源: Frost & Sullivan、Private Education Expenditures Survey、开源证券研究所

图15: 中国中高考培训客单价远低于韩国 (单位: 元)



数据来源: Frost & Sullivan、Private Education Expenditures Survey、开源证券研究所

公共资源有限, 政策加大对公立复读的禁止力度, 复读培训机构或将承接其中部分生源。为避免大量复读生挤占公共资源, 教育部于 2002 年发布《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》, 规定自 2003 年始公办高中禁止招收高考复读生。但实际上由于复读生一方面能够提供更多学费收入, 另一方面也能提高学校的升学率, 提升学校知名度, 这使得公办高中招收复读生现象屡见不鲜。然而近年来, 各省市陆续出台相关具体政策进一步禁止公办初、高中招收复读生, 其中中考复读则在近年来受到了更多限制: 如山西运城城市实行往届生加分制度, 往届生(即复读生)在报考普通高中时录取分数线需提升 20 分, 江西萍乡市、辽宁葫芦岛市均出台了类似政策, 陕西宝鸡市则是全面禁止中考复读。但短期来看, 中考复读难以完全禁止, 禁止中、高考复读仍会侧重于公立学校层面, 预计未来公立学校招收复读生的现象将逐渐减少, 复读培训机构有望承接其中部分生源, 招生数量进一步提升。

表3: 近期禁止公立复读政策不断推出

相关省市	时间	政策/来源	具体规定
全国	2002/02	《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》	禁止公办高中举办高中毕业生复读班
山东省	2007/05	《关于规范普通高中招生行为有关问题的通知》	严禁公办普通高中招收往届生复读
山西省运城市	2014	运城市教育局公开	普通高中招收往届生时要在应届生录取分数线上提高20分
广东省	2014/07	《关于中小学生学籍管理的实施细则（试行）》	公办义务教育阶段学校不得招收复读生
福建省	2016/06	教育部官方公示	公办普通高中不得以任何名义举办“高考复读班”
辽宁省葫芦岛市	2017/05	《普通高中录取及学籍注册须知》	往届生报考普通高中在其总分减去30分后录取
陕西省	2019/02	《关于做好2019年陕西省初中毕业考试工作的通知》	义务教育阶段学生不得复读（其中宝鸡市全面禁止中考复读，西安市禁止义务教育阶段学生在公办学校复读）
江西省萍乡市	2019/04	《江西省2019年中等学校秋季招生简章》	往届生不享受优惠加分政策，也不享受均衡招生优惠政策，参加重点高中录取时总分减少15分投档。
云南省	2019/10	《云南省中小学生减负措施》	公办普通高校不得招收复读生
辽宁省	2020/01	《关于加强中小学招生入学管理工作的实施意见》	公办普通高中不得招收复读生
四川省	2020/04	《关于规范2020年全省普通中小学招生入学工作的通知》	省级示范性普通高中不得举办复读班
贵州省	2020/04	《关于规范普通中小学招生入学工作的通知》	严禁公办普通高中招收复读生
黑龙江省	2020/04	大庆市教育局回复	普通高中不举办复读班，再次参考考生以社会考生身份报考

资料来源：教育部、各省市教育厅官网、开源证券研究所

行业格局分散，疫情冲击叠加教材、试卷标准化趋势推动行业集中度加速提升。中、高考复读行业呈现区域割据的特征，行业集中度较低。以龙门教育为例，公司2018年中、高考补习营收分别为1.31、1.16亿元，在全国市占率约为2.20%、0.64%。而细分陕西市场来看：1）公司在陕西中考复读市占率超80%；2）2018年陕西省高考报名人数为31.9万人，复读生比例为18.08%，假设参培率为50%，客单价为2万/年，则陕西高考复读市场规模为5.77亿元，则公司在陕西高考复读市占率约为20.10%。在当前疫情冲击下，传统中小机构生存难度较大，或将加速中小教培机构出清，后续集中度有望进一步上升。此外，目前中、高考复读行业之所以难以出现全国性机构，除了牌照、渠道等因素外，各地不同的中高考考纲及试题使得教研难以标准化也是主要因素之一。2014年9月，国务院出台《关于深化考试招生制度改革实施意见》，明确从2015年开始逐渐增加使用全国卷的省份，使用全国卷的地区个数不断增加。根据《全国大中小学教材建设规划（2019-2022年）》，政治、语文、历史三科将实现教材统编统审统用。全国教材标准化和全国卷的推广将降低跨区域扩张门槛，推动行业集中度提升。

表4: 全国采用全国卷的省市不断增加

年份	变动
2014	国务院出台《关于深化考试招生制度改革实施意见》
2015	江西、辽宁省改用全国卷；山东省高考英语改用全国卷
2016	福建、四川、广东、度湖北、湖南、陕西、重庆、安徽八省市改用全国卷；山东省文、理综采用全国卷；海南省语、数、英采用全国卷
2018	山东省全部科目使用全国卷

资料来源：教育部、国务院、开源证券研究所

2.2、职业高中：政策大力支持，但整体办学质量较差

职高，全称职业高级中学，属于中等职业教育（简称中职）的一种，可选择对口高考/普通高考实现升学。职业高中与普通高中不同之处在于职业高中重点培养中级职业能力的职工和从业人员，分各种专业，而普通高中不分专业。职高要求学生具有能直接从事某一职业的技能知识、职业道德和操作技能；对于文化基础课，要具有相当于普高的水平。从招收对象来看，职高主要招收初中毕业生或具有同等学力者，学制3年，毕业颁发职业高中毕业证。在升学方式上，大多职高学生选择参加对口高考，根据成绩在招收对口高考的高等职业院校中自主选择校，少部分职高学生则会选择以社会考生方式参加普通高考。

表5: 对口高考及普通高考对比

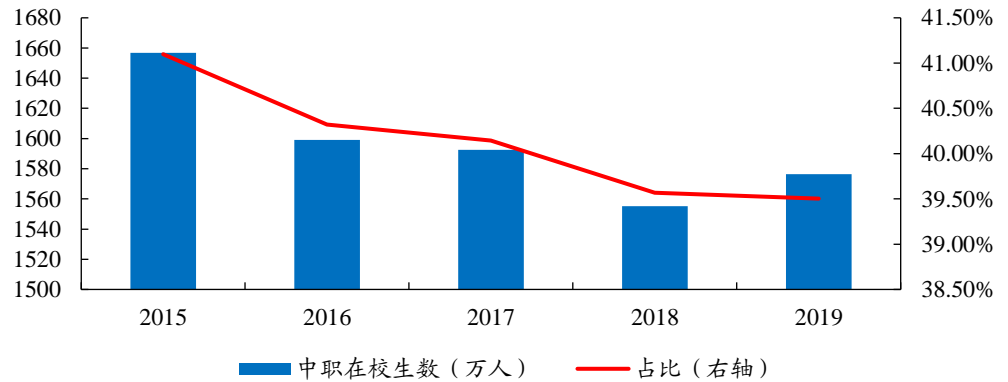
	对口高考	普通高考
报名对象	仅中专（含职高、技校）学生	普通高中学生、中专（含职高、技校）学生、社会青年
报名要求	仅应届生	应届生及往届生均可
录取学校	大专及部分本科（多为二本）	专科及本科
考试科目	文化课（语、数、英）及专业课	文化课
专业选择	受限制，可选范围较窄	专业选择范围较广，较为自由

资料来源：教育部、开源证券研究所

中等职业教育仍为国家教育事业的薄弱环节，多项政策大力推动中职教育发展。在社会对中职教育存在偏见、学校资金投入不足、办学条件差、师资建设滞后等因素影响下，目前我国中职教育发展正处于国家教育的薄弱环节。重普高、轻中职成为当下普遍现象：根据教育部数据，中职在校生数占普高与中职在校生数的比例逐年降低，由2015年的41.10%降低至2019年的39.50%，中职生占比明显低于《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》提出的保持普通高中和中职学生数量大体相当的规定。为推动中职教育发展，国家对中等职业教育提供了一系列政策，**优惠政策包括：**（1）免学费。对公办中职学校全日制正式学籍，一、二、三年级在校学生中所有农村（含县镇）学生、城市涉农专业学生和家庭经济困难学生免除学费。对民办中职学校就读的一、二年级符合免学费政策条件的学生，按照当地同类型公办中职学校免除学费标准给予补助。（2）享受国家助学金。国家助学金资助对象为全日制正式学籍一、二年级在校涉农专业学生和非涉农专业家庭经济困难学生，资助标准生均每年2000元。（3）设立助学金。各中职学校在学杂费收入中安排5%的资金用于贫困学生补助。**招生政策上**，2019年2月，国务院出台《国家职业教育改革实施方案》，再次强调保持高中阶段教育职普比大体相当，使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育；2020年4月，教育部发布《关于做好2020年中等职业学校招生工作的通知》，要求高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区，要把推进普及高中阶

段教育的重点放在中等职业教育，把高中阶段教育招生的增量主要用于发展中等职业教育。此外，政策对于民办机构参与职业教育办学也较为支持：2019年5月，国务院出台《国务院办公厅发布关于印发职业技能提升行动方案（2019-2021年）的通知》，提出民办职业培训和评价机构在政府购买服务、校企合作、实训基地建设等方面与公办同类机构享受同等待遇；2019年12月，教育部发布《职业教育法修订草案（征求意见稿）》鼓励依法举办民办职业学校和培训机构，地方人民政府可以按照当地公办学校标准或一定比例，向企业举办的职业学校拨付生均经费。

图16：中职在校生占比逐年降低



数据来源：教育部、开源证券研究所

职高市场规模超 200 亿，政策支持下将迎恢复性增长。根据中国产业信息网数据，2020 年学历职业教育市场规模将达 1761 亿元。而根据教育部数据，2019 年高职（专科）、中职在校生人数合计达 2857.18 万人（由于初职在校生人数仅为 4447 人，此处忽略不计），故人均费用约为 6163.42 元/年。考虑到职高收费一般要低于高职收费但高于中专等其他中职收费，假设职高人均收费 5000 元/年的前提下，按照 2019 年职高在校生人数 405.73 万人测算，则职高教育市场规模超 200 亿元。未来随着政府逐步落实相关利好中职教育政策，提升职高教育办学质量，职高社会认可度逐步提升，预计职高市场将迎来恢复性增长。

职高办学面临教学质量低、师资薄弱、认可度低等痛点，亟待优质教育机构出现。职高学生大多是在中考升学普通高中的过程中被淘汰而被迫选择职高，文化课基础薄弱。在职高教学质量低、师资薄弱、管理松散等因素影响下，本就基础薄弱的职高学生不论是参加对口高考/普通高考，往往会因为高考文化课分数过低而难以考取较好的本/专科。行业亟需办学质量优秀、管理严格，对中等生文化课和专业课提分能力较强的优质教育机构出现。

3、西安校区迎量价齐升，复读、职高异地扩张渐行渐近

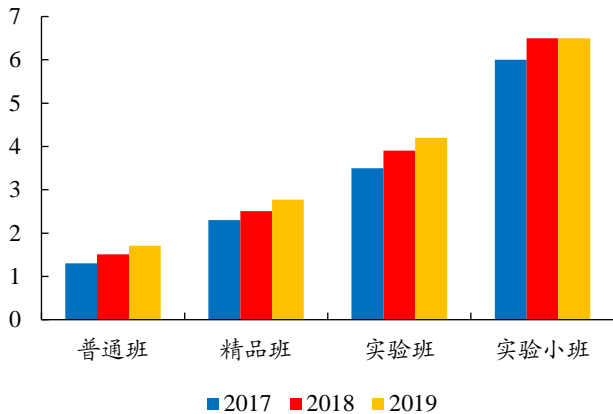
3.1、“班级收费提升、结构优化+新增校区、新设职高”推动量价齐升

多年高升学率塑造强品牌力，龙门教育具备持续提价能力。龙门教育在陕西的多年高升学率塑造了龙门教育在陕西的品牌力，赋予其较强的提价能力：龙门教育各班级收费持续提升，2017-2019 年，普通班的收费分别为 1.30、1.51、1.71 万元；精品班收费分别为 2.30、2.51、2.77 万元；实验班收费分别为 3.50、3.90、4.20 万元，实验小班学费为 6.00、6.50、6.50 万元。客单价来看，2018 年全封闭高考补习人均收费

为 2.34 万元/年，横向比较陕西同业的方正补习大班（超 120 人）3 万元/年以及大唐补习精品班 2.15 万/学期的收费标准，龙门教育在收费上相差近 30%，仍存较大提价空间。

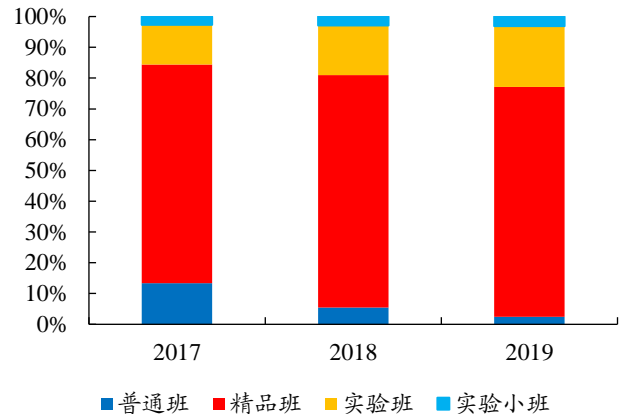
班级结构不断优化，客单价持续增长。除了各类班级持续提价外，龙门教育的班级结构也在不断优化：全封闭培训主要设立 4 类班级，包括普通班、精品班、实验班、实验小班，其中收费较高的精品班、实验班及实验小班比重近年来不断提升。随着班级结构的持续优化，学生人均收费未来将继续增长。

图17: 龙门教育具备持续提价能力（单位：万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18: 相对更高收费的班级占比不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

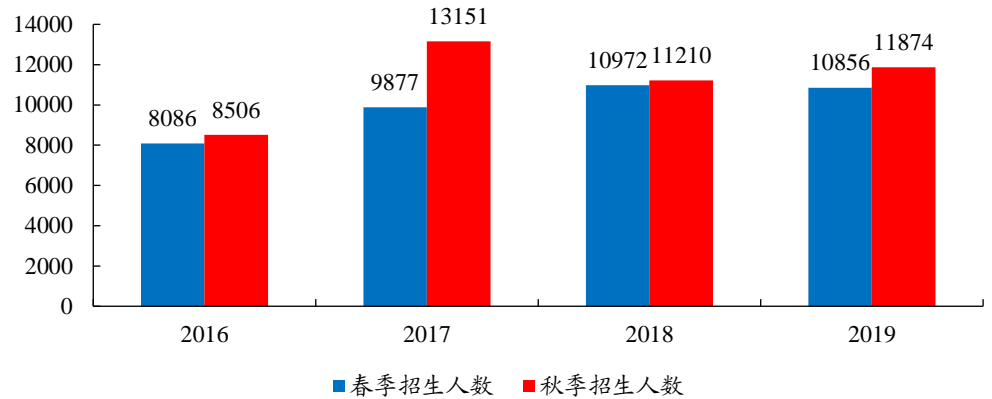
表6: 龙门教育收费较大唐补习、方正补习更低（2018年）

培训机构	招生人数/季	校区个数	收费
龙门教育	10972	5	中考、高考分别为 2.66 万元/年、2.34 万元/年。
方正补习	5000	3	大班模式，120 人以上，3 万/年
大唐补习	5000	4	精品班，30 人，2.16 万元/学期； 大班，60 人，1.55 万元/学期

数据来源：公司公告、教育机构官网、开源证券研究所

全封闭校区利用率趋于饱和，新增校区、新开职高增加招生数量。截至 2019 年，龙门教育在西安共有 5 个全封闭校区，2019 年春/秋季学期在校人数 10856/11874 人，春秋两季在校人数合计同比增长 2.5%，校区利用率趋于饱和。而报名人数达到了约 1.6 万人/季，明显超出了在校人数。公司在 2020 年 6 月同西安理工大学签订《培训基地与保障服务协议》，租赁西安理工大学莲湖校区部分教学场地、宿舍楼、食堂作为公司开辟的第 6 个校区，该校区能容纳 3000-4000 人，将于 2020 年 9 月开始招生，计划招生 1000 人，预计能实现满招。根据公司披露，公司于 2020 年 2 月开设的新职高一西安培英育才职业高中也已开始招生，该职高可容纳 2000 人，且春季招生已经满员。此外，公司也已在西安布局了第七个校区-华美校区。长期来看，未来公司计划在 3-5 年内在陕西开拓至 10-12 个全封闭校区，省内全封闭培训业务将步入稳定增长期。

图19: 西安 5 个校区招生趋于饱和



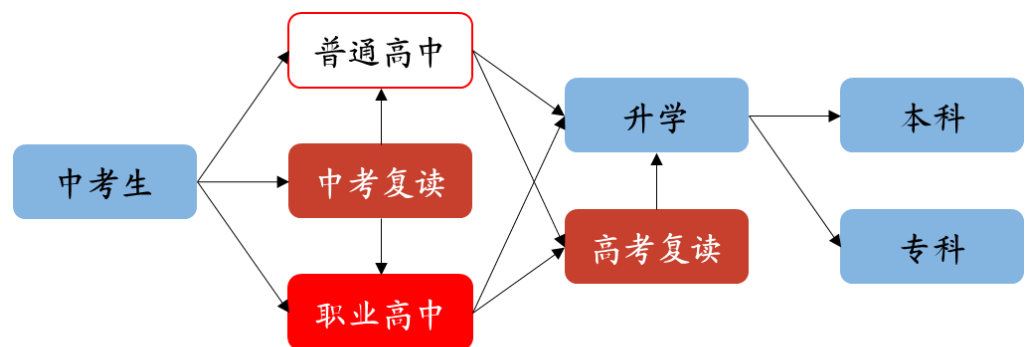
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

北京校区有望实现并表, 增厚业绩。2017 年公司在北京开设全封闭培训业务, 考虑到初期成本较高, 招生人数少, 所以在班级上主要选择开设高附加值的实验班及实验小班。截至目前, 公司在北京有 2 个校区: 圆明园校区 (2019 年在校约 300 人) 及昌平校区 (2019 年新建, 可容纳 1500 人)。两校区现在均为非营利性性质, 无法并表, 在取得营利性民办全日制课外补习牌照后将实现并表, 增厚业绩。

3.2、本土增设职高办学形式, 开启职普融合发展模式

不局限于中高考复读, 龙门升学模式进一步拓展至职业高中, 延长客户生命周期。公司战略为聚焦龙门教育核心竞争优势, 以职普融合方式成为全国升学培训的教育龙头。在未来的全封闭校区中, 除了原有的中高考补习培训外, 公司主要采用营利性民办职业高中的办学形式, 通过职普融合方式打通 K9-K12 的升学路径。选择职高这一办学路径能将之前学习一年/半年的复读学生扩展到 K10-12 阶段的职高学生群体, 延长客户生命周期。

图20: 龙门教育的战略为以职普融合方式进行扩张



注: 职高为公司新增布局领域, 复读为重点布局领域, 普高目前尚未布局

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

成立西安培英育才职业高中, 正式拓展职高板块。2017 年 12 月, 龙门教育向自然人陈志新支付对价 236 万元, 在西安培英育才职高由非营利性民办学校变更为营利性学校后取得培英育才的举办权。2020 年 2 月 28 日, 经西安市教育局批复, 龙门教育成功申请到了营利性民办职高牌照。西安培英育才职业高中登记为营利性民办学校。职业高中业务板块的增设, 标志着以中高考升学培训为基因的龙门教育, 将正式开

启“职普融合”的发展模式。

图21: 西安培英育才职业高中



资料来源：公司官网

龙门教育和职高需求契合度较高，切入职高办学在教学、管理方面具有明显优势，有望获取较多生源。龙门教育的全封闭业务特性和职高办学有较高契合度，主要体现在：1) 龙门教育招生群体为高职、三本及部分二本水平的中等生，这类学生的文化课基础薄弱，成绩较差，而龙门教育的教学体系侧重于补差，可以让这部分中等生获得较高的提分；职高招生群体主要是中考未考上普通高中的学生，文化课基础差，公司侧重补差的教学体系适用性较强，在提升职高学生教学质量的同时也能保证较高的提分效率，使职高学生具备参加普通高考并考上大学的能力；2) 全封闭模式叠加龙门的“五加管理模式”有效贯彻了龙门教育“三分教、七分管”的教学理念，应用于管理松散的职高能够改变以往的懒散风气，营造较好的学习氛围。总体而言，龙门教育增设的全封闭职高无论教学还是管理方面较原有职高都有明显优势。根据教育部 2018 年数据，全国中等职业学校在校生数为 1555.26 万人，而其中职高在校生数为 401.08 万人，占比 25.79%。陕西省中等职业学校在校生数为 25.75 万，若以全国职高在校生比例 25.79% 进行测算，则陕西省职高在校生数约为 6.64 万人。龙门教育有望凭借其在陕西高考补习的龙头地位以及营利性民办职高牌照（可面向全省招生，招生数量不受限制，有较强的定价权）获取较多生源，抢占市场份额。

3.3、复读、职高共同布局，异地扩张渐行渐近

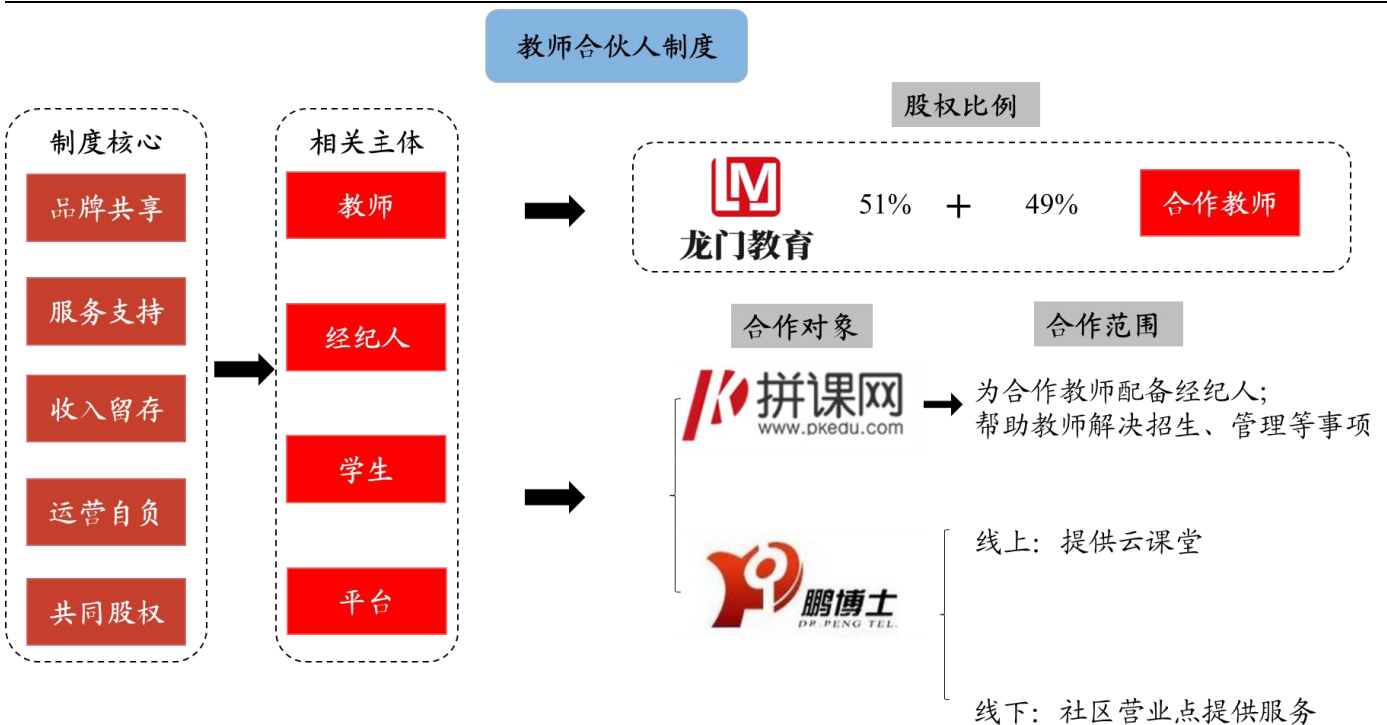
陕西升学培训护城河已筑，即将启动异地扩张，复读、职高办学为扩张重点。龙门教育深耕陕西省中高考升学培训，已形成了一套成熟的教管体系并实现了多年的高提分效率，护城河已筑。公司将通过自设和合作的模式开启复读和职高办学的异地扩张：采取复读扩张具备名师依赖度低、教材自主研发、提分能力强等优势，先通过 K12 学习中心引流，之后再导入全封闭校区进行异地扩张，有望率先在邻省河南落地；职高办学相较复读具备牌照获取难度小、场地成本低、招生难度低等优势，主要通过自设和合作方式扩张，目前已在西安自设第一家职高，同时和全国性职业培训机构倍凡教育达成战略合作，共同拓展新职高。

3.3.1、复读办学：K12 业务引流，全封闭校区后续导入，有望率先在河南落地

龙门教育以复读进行异地扩张具备诸多优势。总体而言，龙门教育以复读形式进行异地扩张时具备如下优势：**1) 针对中等生群体实现补差导向，名师依赖度低。**新东方等教培机构在初期扩张时选择主打名师牌，在实现较好培训效果的同时实现快速招生。但伴随而来的便是师资成本的大幅提升以及名师出走造成生源流失。相比之下，龙门教育招生定位为中等生，中等生成绩差主因在于自控力差而非学习能力较弱，提分更多依仗全封闭条件下严格的管理，对于名师的依赖度较低；**2) 教材自主研发，配套教学。**龙门教育的教研团队有多年教材研发经验，在异地可根据当地考情以及 K12 学习中心学生反馈结果对教材进行调整，实现异地的教材自主研发、配套教学；**3) 提分能力强，能较快在异地塑造品牌。**对于复读考生而言，在较短时间实现高效提分为首要考虑因素，而从具体升学指标来看，龙门教育的提分效率即使和全国知名的毛坦厂相比也具备不俗的竞争力：毛坦厂包括毛坦厂中学及毛坦厂金安中学，其中毛坦厂中学为公立学校，仅招收应届生，2018 年一本达线率为 66%，本科达线率为 95.7%，而为社会所熟知的是以招收复读生为主的毛坦厂金安中学，金安中学 2018 年一本达线率 30.2%，本科达线率为 78%。而龙门教育往届数据表明其一本升学率超 50%，本科升学率达 99%。提分能力强有助于龙门教育在异地快速提升品牌知名度，降低招生难度。

扩张方式上，龙门教育利用 K12 学习中心先行引流，后续采用轻资产方式导入全封闭校区。龙门教育在新进城市成立 K12 学习中心，同时寻找当地合伙人进行合作，龙门教育为其提供教管体系、资金支持（龙门与合伙人共同出资设立公司，分别持股 51%、49%），开放共享教研、教材、名师双师课、互联网技术平台，形成类共享经济模式。合伙人机制利用股权结构深度绑定当地优秀名师，借助合伙人在当地的教师资源及招生渠道获客，并通过学习中心在异地积累品牌与口碑。最后导入全封闭校区。场地选择上，全封闭校区均采用轻资产扩张，租赁场地的主要来源包括：1) 原来的大学或者分部；2) 经营不善的民办学校，如国际学校、职业学校等。

图22：公司采用教师合伙人制度成立 K12 学习中心



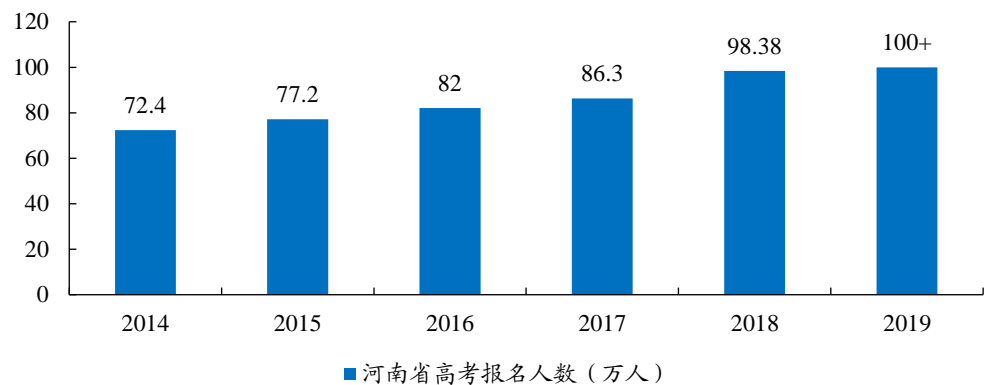
资料来源：公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

邻近省份布局异地扩张，龙门模式有望率先在河南实现复制。公司目前已在河南省、安徽省等邻近地区进行了异地扩张布局。办学路径主要为职业高中及中高考复读。而邻省河南在市场规模、行业格局、牌照等方面较其他省份更具备扩张条件，龙门模式有望在河南实现率先复制：

1) 高考人数众多，名校资源匮乏，中职学生数破百万。河南省人口过亿，高考报名人数近几年持续上升，2019年高考报名人数超过100万人，位列全国第一。与之对应的则是河南省匮乏的名校资源：1) 省内仅有1所211高校郑州大学，无985高校；2) 4.15%的211录取率、1.14%的985录取率均在全国较后位置。学生复读意愿强烈，河南省高考复读市场规模巨大。而除了位列全国第一的高考报名人数外，河南2019年的中职在校学生数达111.06万，按照全国职高在校生占中职在校生数量的25.79%这一比例进行测算，则河南2019年职高在校生达28.64万人，市场潜力巨大。

图23：河南省高考人数近年来持续上升



数据来源：教育部、开源证券研究所

2) 城市性质相近，教育高地为省会。西安为陕西省内教育高地，往往会有外来人口前往西安求学，生源充足，而户口问题也增加了民办学校的招生机会。河南省在这方面同陕西相近，省会郑州为教育高地，这一城市性质有助于龙门教育在郑州复刻西安的扩张模式。

3) 复读机构众多，暂无补习巨头。除了较多公办学校的复读班外，河南省有较多的高考复读培训机构，但从招生人数来看，尚未出现市占率较高的培训机构。龙门教育若以复读模式进驻河南，受龙头挤压而导致扩张受阻的可能性较小。

表7：河南省高考复读机构较多

机构名称	主营方向	招生人数	校区个数	收费
优状元	高考应届及复读全封闭培训	1500人	4	20人小班：4.5万元/年 40人大班：3万元/年
流碧	特长生文化课补习	-	-	-
新世纪	高考补习	容纳近5000人； 艺术生800人	1	精品班：20人 约3万元/年
国师	全封闭培训	480人	2	20人班：约4万元/年
捷登	一对一培训	3200人	-	-

资料来源：各教育机构官网、开源证券研究所

4) 河南省牌照获取难度相对更低。自2017年9月新《民促法》发布后，民办营利

性学校新设阻碍减小。一般而言，营利性民办职业高中牌照申请难度要低于营利性民办全日制补习牌照，更低于民办营利性普通高中牌照。而河南省对于牌照申请严格的民办营利性普通高中较为支持：截至 2019 年 9 月，河南省已有 9 所学校获得民办营利性普通高中牌照。可见公司不管是在河南开办复读培训还是设立职业高中，申请牌照的难度相对更低。

表8: 河南省已有 9 所学校获得民办营利性普通高中牌照（截至 2019 年 9 月）

所处地市	学校名称	核准日期	经营范围
郑州	上实双语高级中学	2019/06	筹建中
南阳	元培实验高级中学	2019/08	全日制普通高中
平顶山	平顶山市蓝天高级中学	2019/06	普通高中
平顶山	鲁山县兴源高级中学	2019/03	全日制寄宿式普通高中
安阳	安阳市殷都区翰林高级中学	2019/04	普通高中
信阳固始县	固始县永和高级中学	2016/12	普及高级教育
南阳	桐柏县胜出高级中学	2019/01	普通高中、初中
南阳	南阳市拔萃中学	2018/12	全日制普通高中
汝州市	汝州市敬之中学	2018/10	普通高中教育； 教育辅导服务

资料来源：中教授研、开源证券研究所

3.3.2、职高办学：开拓升学培训领域，牵手倍凡拓展新职高

相较复读扩张，职高扩张具备如下优点：1）迎合政策导向，牌照、场地获取难度更小。营利性民办全日制课外补习牌照因为复读不受国家政策支持，申请之后所需审核流程较长。而职高办学受国家政策倾斜，公司向当地主管部门申请获取营利性民办职业高中牌照的难度更小。此外，因为职业高中普遍存在经营不善、盈利能力差的情况，公司通过收购职高获取牌照的难度更低，同职高合作租赁场地/直接收购职高的成本也更低；**2）新拓升学培训领域，降低招生难度。**本土复读机构深耕当地复读多年，在师资、教研、品牌方面已经具备一定的壁垒，龙门教育通过复读进行异地扩张将不可避免要同本土的复读培训机构进行竞争。复读较高的试错成本进一步加剧了新进机构初期招生难的问题。而通过职高形式扩张在新拓领域的同时也能够降低招生难度。

职高主要通过自设和合作的模式实行扩张，目前已在西安开设第一家职高，同时携手倍凡教育在全国范围拓展新职高。职高办学的异地扩张路径包括 K12 学习中心引流后导入全封闭校区、与在业务上能形成优势互补的优质教育企业合作。公司目前已经在西安开设了第一家职高，同时和全国性职业培训机构倍凡教育达成了战略合作：倍凡教育是一家专门从事职业教育管理运营的服务机构，为全国的大中专院校提供教育服务，截至 2018 年，公司管理的职业学校、培训机构和教育科技公司已达 20 多家，分布于福建、广东、安徽、江西、河南、湖南、云南等省市，在校生约 13.6 万人。公司于 2020 年 7 月 31 日与倍凡教育签订了《战略合作框架协议》，倍凡教育将充分利用其全国范围内托管的职业学校资源和当地招生资源，和公司探讨下述意向合作：1）将倍凡现有职业学校中的普通高考班托管给龙门教育，导入龙门教育的管理体系、师资和品牌；2）共同拓展新的职业学校，由龙门教育负责普通高考生源，倍凡教育负责职业教育生源；3）共同托管和运营民办高中。此次合作能够帮助公司迅速切入相关省份并节省考察各职高的时间，加快扩张速度。龙门教育在将其教体体系及师资导入高考班后，预计每年将获得对应的管理输出收入。若考虑倍凡教育

将目前所有管理的职业学校对应的普通高考班均托管给龙门教育，假设其中高考班学生占比为 10%，人均收费为 1 万元/年，则对应的收入规模约为 1.36 亿元。而未来公司与倍凡教育共同拓展新的职业学校，将有助于双方集中资源实现共赢，有效推进公司异地扩张进程。

图24: 倍凡教育学校覆盖十余个省份



资料来源: 倍凡教育官网

4、盈利预测与估值

关键假设:

1. 预计龙门教育全封闭培训业务学生数和客单价稳步提升，且随着向全国扩张，预计招生数量将加速增长；
2. 胶印油墨业务 2020Q1 后维持稳定，不出现较大下滑。

考虑龙门教育 2020 年客单价持续提升，叠加新校区招生及新增职高板块生源，全封闭业务迎量价齐升。公司凭借其中高考复读领域文化课的高效提分能力切入职高培训，拓宽成长空间。同时通过自设和合作的模式，公司从中高考复读和职高培训两条业务线共同推动异地扩张。公司有望凭借其成熟的教学体系、全封闭下的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西，从区域性中高考复读培训的龙头成长为全国性中高考升学培训龙头。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.71/2.39/2.86 亿元，同比增长 111.8%/40.3%/19.7%，对应 EPS 分别为 0.57/0.81/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 44.4/31.7/26.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2020/08/26)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002607.SZ	中公教育	34.84	0.40	0.55	0.72	86.04	62.98	48.06
300010.SZ	豆神教育	18.74	0.14	0.39	0.59	130.17	47.53	31.02
002659.SZ	凯文教育	6.96	0.02	0.16	0.28	317.08	44.47	24.96
	平均					177.76	51.66	34.68
300192.SZ	科斯伍德	25.50	0.57	0.81	0.96	44.42	31.67	26.46

资料来源: Wind、开源证券研究所 (可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测)

5、风险提示

疫情影响招生计划；异地扩张进程不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	637	690	902	1150	1406
现金	276	435	615	819	1056
应收票据及应收账款	181	155	183	211	229
其他应收款	6	3	6	5	7
预付账款	12	15	12	20	15
存货	64	54	62	70	74
其他流动资产	98	27	23	25	24
非流动资产	987	958	921	912	887
长期投资	26	24	22	20	18
固定资产	237	208	185	193	191
无形资产	39	36	31	27	22
其他非流动资产	685	690	683	672	657
资产总计	1624	1648	1823	2062	2294
流动负债	419	427	410	457	452
短期借款	95	122	122	122	122
应付票据及应付账款	103	67	100	90	117
其他流动负债	221	238	188	245	213
非流动负债	308	223	170	124	74
长期借款	308	223	170	123	73
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	728	650	580	581	526
少数股东权益	160	182	201	201	201
股本	243	243	297	297	297
资本公积	201	201	201	201	201
留存收益	293	373	563	802	1088
归属母公司股东权益	736	816	1041	1280	1567
负债和股东权益	1624	1648	1823	2062	2294

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	959	959	965	1125	1255
营业成本	601	559	550	627	684
营业税金及附加	8	7	7	8	9
营业费用	86	82	82	96	107
管理费用	73	80	79	92	102
研发费用	19	15	15	17	19
财务费用	26	22	11	6	-0
资产减值损失	85	-1	0	0	0
其他收益	9	5	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	2	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	103	196	223	281	337
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	105	196	223	281	337
所得税	16	31	33	42	51
净利润	89	165	189	239	286
少数股东损益	61	84	19	0	0
归母净利润	28	81	171	239	286
EBITDA	178	256	270	326	380
EPS(元)	0.09	0.27	0.57	0.81	0.96

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	103.2	-0.1	0.6	16.6	11.6
营业利润(%)	1646.6	89.3	14.0	26.2	19.7
归属于母公司净利润(%)	385.7	187.6	111.8	40.3	19.7
获利能力					
毛利率(%)	37.3	41.7	43.0	44.3	45.5
净利率(%)	2.9	8.4	17.7	21.3	22.8
ROE(%)	10.0	16.5	16.0	16.8	16.7
ROIC(%)	8.6	14.0	14.2	15.3	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	39.4	31.8	28.2	22.9
净负债比率(%)	22.1	-1.9	-23.4	-37.1	-47.6
流动比率	1.5	1.6	2.2	2.5	3.1
速动比率	1.1	1.4	2.0	2.3	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	6.4	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.27	0.57	0.81	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.82	0.75	1.02	1.08
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.75	3.32	4.13	5.09
估值比率					
P/E	270.5	94.1	44.42	31.67	26.46
P/B	10.3	9.3	7.7	6.2	5.0
EV/EBITDA	44.7	30.2	27.8	22.2	18.3

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	287	244	223	304	322
净利润	89	165	189	239	286
折旧摊销	54	51	49	54	61
财务费用	26	22	11	6	-0
投资损失	-34	-2	0	0	0
营运资金变动	76	3	-27	5	-25
其他经营现金流	74	5	0	0	0
投资活动现金流	-135	65	-7	-47	-36
资本支出	22	36	-35	-7	-23
长期投资	-8	-0	2	2	2
其他投资现金流	-121	101	-40	-52	-56
筹资活动现金流	-244	-157	-36	-53	-50
短期借款	-95	27	0	0	0
长期借款	-70	-85	-53	-46	-50
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-99	-37	-6	0
现金净增加额	-91	153	180	204	237

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn