

**科斯伍德 (300192.SZ) 疫情之下稳健增长, 新校区、职高值得期待**

2020年08月31日

——中小盘信息更新

**投资评级: 买入 (维持)**
**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	2020/8/28
当前股价(元)	26.44
一年最高最低(元)	28.78/9.13
总市值(亿元)	78.53
流通市值(亿元)	45.57
总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	1.72
近3个月换手率(%)	253.19

**中小盘研究团队**
**● 教育业务疫情期间展现较强韧性, 公司业绩符合预期**

公司公告了2020年中报, 2020H1实现营业收入3.84亿元(-13.13%), 归母净利润0.62亿元(+73.54%), 位于业绩预告的中值。其中公司2020Q2实现营业收入2.13亿元(-5.28%), 归母净利润0.40亿元(+112.69%)。教育业务在疫情期间展现较强韧性, 盈利实现增长, 未来公司将从复读和职高办学两条业务线推动扩张。教育板块业绩快速增长有望持续。我们维持盈利预测不变, 2020-2022年归母净利润分别为1.71/2.39/2.86亿元, 对应EPS为0.57/0.81/0.96元, 当前股价对应PE为46.1/32.8/27.4倍, 维持“买入”评级。

**● 应对疫情转为线上授课, 盈利能力实现大幅提升**

龙门教育2020H1实现收入2.44亿元(-5.7%), 归母净利润0.81亿元(+13.27%), 业绩表现出较强韧性, 分业务来看: 1) 疫情期间公司将课程转至线上, 等额收取学费, 全封闭业务营收同比微增; 2) K12业务转为线上, 授课时长降低, 营收有所下降; 3) 疫情导致线下教育机构难以营业, 教学软件to B端销售受限, 销售额下降。龙门教育2020H1毛利率达54.64%(+1.65pct), 净利率达34.35%(+5.80pct)。盈利能力提升的主要原因为: 1) 全封闭培训各类班级收费提升以及班级结构优化推动全封闭业务客单价持续提高; 2) K12业务转为线上, 成本降低叠加课时单价提升推动毛利率上升; 3) 费用管控合理, 期间费用率降低。

**● 新增校区提升招生人数, 牵手倍凡布局全国职高**

截至2020H1, 龙门教育在西安共有6个全封闭校区, 新增莲湖校区预计于2020年9月招生。而公司于2020年2月在西安新设培英育才职业高中也已开始招生。公司目前校区利用率趋于饱和, 2020春季在校人数为11429人(+5.3%), 新增校区将进一步提升招生人数。2020年8月, 公司与职业教育龙头倍凡教育达成战略合作协议, 将自身教管体系输出至倍凡管理的职业学校高考班, 同时借助倍凡教育在职业学校招生资源及专业课培训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。**
**相关研究报告**

《中小盘首次覆盖报告-深耕中高考升学赛道, 陕西龙头开启新征程》- 2020.8.27

**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)	280.5	97.5	46.1	32.8	27.4
P/B(倍)	10.7	9.6	8.0	6.4	5.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1624	1648	1823	2062	2294
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	105	196	223	281	337
所得税	16	31	33	42	51
<b>净利润</b>	89	165	189	239	286
少数股东损益	61	84	19	0	0
<b>归母净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	280.5	97.5	46.05	32.84	27.44
P/B	10.7	9.6	8.0	6.4	5.2
EV/EBITDA	46.3	31.2	28.8	23.0	19.0

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>营运资金变动</b>	76	3	-27	5	-25
其他经营现金流	74	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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（outperform）	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（overweight）	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