

疫情不改长期逻辑,多业态及跨区域开拓陆续落地
买入(首次)

2020年09月18日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	959	931	1,235	1,476
同比(%)	-0.1%	-2.9%	32.7%	19.5%
归母净利润(百万元)	81	163	244	294
同比(%)	187.6%	102.6%	49.5%	20.6%
每股收益(元/股)	0.27	0.55	0.82	0.99
P/E(倍)	77.13	38.07	25.47	21.12

投资要点

- **高考升学教育市场规模大但格局分散,公司长期成长潜力可观。**公司旗下龙门教育定位高考教育赛道,服务包括中、高考复读生、中职生等学生群体,与普通高中升学教育形成差异竞争。2018年中国本科录取率仅43%,由此形成了庞大的高考复读培训市场,我们测算2019年高考中非普高学生(主要包括往届生及中职生)普通高考人数约273万人,约占全国高考人数的26.51%,对应市场规模约280亿元。公司作为西安中高考培训的龙头机构,全国市占率不及2%,市场呈现极其分散的特点,未来随着升学竞争进一步激烈,以及公办高中复读政策的持续收紧,将利好民办培训机构快速获取存量市场,公司长期成长潜力可观。
- **扩张上更加进取,多业态拓展产品及服务。**龙门教育全封闭补习培训以“五加教学”为核心,实施分层次的教研,强化学生学习的过程管理,教学效果优秀,特点突出,提分效果显著。我们认为管理层在扩张上正变得更加进取,服务形态日益多元,除传统的全封闭中高考补习外,逐步拓展:1) 中职:与龙门传统服务客群画像一致,中职学生符合规定均可参加普通高考、对口高考,目前国内中职教育以培养应用型人才为主,但整体管理及教学质量具有一定提升空间,尤其是文化课教学水平参差不齐,具有较大提升空间。公司积极拓展中职市场,借助升学管理及教学经验,形成竞争优势,当前已在陕西省内形成成功办学经验。2) 合作办学:公司与倍凡教育达成战略合作,将共同基于职业序列学生的升学教育提供管理及教学的输出,倍凡教育是国内领先的职业教育集团,拥有丰富的学校资源,后续合作落地值得期待。
- **省内外加速扩张,打开长期成长空间。**1) 龙门教育全封闭业务分4种班型,近年来公司通过班型优化的策略,客单价逐年提升,我们预计班型优化将为客单价提供每年4-6%的同比增长。2) 由于品牌、规模效应累积,龙门教育在陕西省内校区数稳步扩张,未来3-5年在西安地区增至10-12个校区,进一步辐射到下级镇、县区域。3) 省外方面,基于市场的旺盛需求,公司正加速规划省外扩张,我们看好公司在2021年多种打法下在异地的快速扩张,打开更大成长空间。我们预计公司2020-2022年主营业务利润三年复合增速在30%左右。
- **疫情短期影响不改长期逻辑。**疫情的影响主要体现在2020年下半年的招生节奏上,我们预计需求仍然刚性且旺盛,应对方面,公司通过加大招生力度、增开周末全封闭班、课外托管等新业务,也有望弥补增长。
- **投资建议:**预计2020/2021/2022年归母净利润为1.63/2.44/2.94亿元,对应PE分别为38/25/21倍,综合绝对估值及相对估值两种估值方法,给予公司33元/股目标价,首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:**扩张不及预期;政策风险;疫情影响;传统油墨不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.91
一年最低/最高价	9.13/28.78
市净率(倍)	7.26
流通A股市值(百万元)	3604.14

基础数据

每股净资产(元)	2.88
资产负债率(%)	49.77
总股本(百万股)	297.02
流通A股(百万股)	172.36

相关研究

内容目录

1. 跨界收购龙门教育，业务结构转型升级.....	5
1.1. 分次收购龙门 100% 股权进军教育产业.....	5
1.2. 实控人持股 36%，龙门教育原管理层实现股权绑定.....	6
1.3. 教育业务一体两翼发展，全封闭式培训业务是核心利润来源.....	7
2. 聚焦高考升学赛道，行业成长潜力可观.....	11
2.1. 教育市场潜力大，民办基础教育仅占整体市场规模 3.3%.....	11
2.2. 中等生升学赛道是被忽视的蓝海市场.....	13
3. 多业态拓展高考升学赛道，异地复制步入快速成长通道.....	19
3.1. “教、管、学”一体化模式构筑领先优势.....	19
3.2. 全业态、多种模式覆盖中等生升学市场.....	19
3.3. 班型优化提升 ARPU，省内外加速扩张中.....	21
4. 盈利预测及估值.....	22
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 胶印油墨业务增速持续下降 (单位: 百万元)	5
图 2: 胶印油墨业务毛利率在 20%-24% 之间	5
图 3: 2019 年主要营收由教育和油墨业务板块构成	7
图 4: 教育培训各业务营业收入(单位: 百万元).....	7
图 5: 教育培训业务模式	8
图 6: 业绩承诺完成情况 (单位: 万元)	8
图 7: 2019 年各班型报名人数 (单位: 人)	9
图 8: 各班型学费缴费情况 (单位: 万元)	9
图 9: K12 课外培训业务报名课时及单价	10
图 10: K12 培训业务毛利率及期间费用率 (单位: %)	10
图 11: 部分地区结存课时单价 (单位: 元/课时)	10
图 12: 主要地区一季度报名缴费金额 (单位: 万元)	10
图 13: 主要产品销售数量 (单位: 套)	11
图 14: 对全封闭中、高考培训学生软件销售收入	11
图 15: 中国 K12 教育体系	12
图 16: 民办基础教育市场规模 (单位: 亿元)	12
图 17: 中等阶段教育毕业学生人数 (单位: 万人)	13
图 18: 民办学校中等阶段教育渗透率 (单位: %)	13
图 19: 普通高中录取情况 (单位: 万人)	13
图 20: 中专、职业高中录取情况 (单位: 万人)	13
图 21: 普通高考参考人员构成	15
图 22: 全国往届复读生和中职学生参考人数 (单位: 万人)	15
图 23: 各省份往届复读生和中职学生参考人数 (单位: 万人)	16
图 24: 龙门教育全面覆盖中等生中升学赛道	19
图 25: FCFE 估值敏感性分析	25
表 1: 分次收购龙门教育 100% 股权	5
表 2: 第二次收购剩余股权交易情况 (2020 年 3 月 9 日)	6
表 3: 定增后公司个人股东持股比例 (2020 年 5 月 12 日)	6
表 4: 全封闭中高考培训 4 种班型学费单价 (单位: 元)	8
表 5: 2019 年各全封闭式校区容量情况	9
表 6: 主要软件产品销售单价 (单位: 元/套)	11
表 7: 中职教育升学情况: 对口高考、普通高考	14
表 8: 中等生高考升学市场规模测算	16
表 9: 高考复读政策梳理	17
表 10: 国内知名复读学校高考复读招生公告	18
表 11: 中等职业教育中的高考升学市场供需情况	18
表 12: 新增周末班、周内班业务情况	20
表 13: 各班型结构变化提升 ARPU	21
表 14: 省外扩张简化利润估算, 有望带来显著增量 (单位: 万元)	22
表 15: 教辅软件收入估算 (单位: 万元)	23

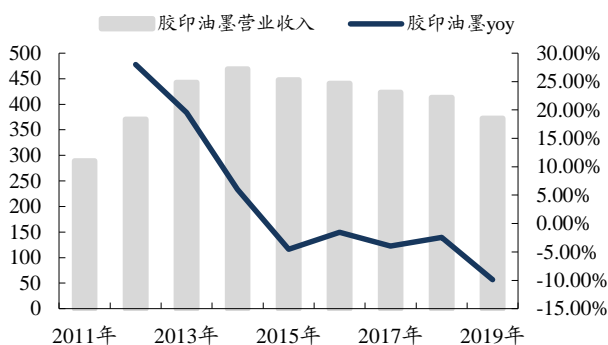
表 16: 教育业务盈利预测 (单位: 百万元)	23
表 17: 可比公司估值表 (股价对应时间: 2020 年 9 月 14 日收盘)	24
表 18: 绝对估值核心假设	24

1. 跨界收购龙门教育，业务结构转型升级

1.1. 分次收购龙门 100% 股权进军教育产业

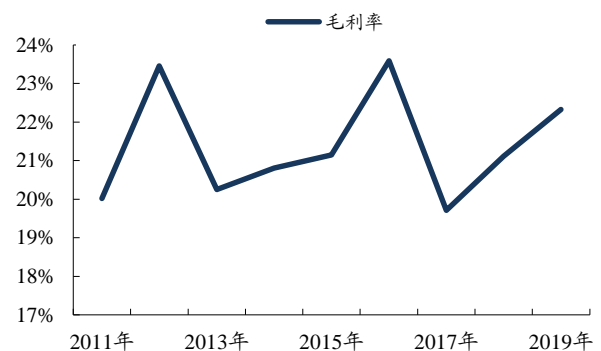
传统胶印油墨业务盈利增长面临一定挑战，公司于 2011 年 3 月在深交所上市，上市以来主营业务包括高光泽型胶印油墨、高耐磨型胶印油墨、快干亮光型胶印油墨。近年来，传统胶印油墨业务发展在上、下游分别面临原材料成本增加、产品环保性能要求提升、印刷行业增速放缓的挑战，收入增速呈下行趋势。

图 1: 胶印油墨业务增速持续下降 (单位: 百万元)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图 2: 胶印油墨业务毛利率在 20%-24% 之间



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

分次收购龙门教育，2020 年 3 月 9 日完成全面并表。在传统经营业务发展遭遇增长瓶颈的背景下，公司选择进军教育行业为公司寻找新的利润引擎。

第一次交易：2017 年 12 月 27 日完成，公司以 7.49 亿元现金取得龙门教育 49.76% 股权和 52.39% 的表决权，纳入公司合并报表报告。同时，责任人承诺 2017/2018/2019 年业绩分别不低于 10000/13000/16000 万元；

第二次交易：2020 年 3 月 9 日完成，通过发股/发行可转债/现金方式以 8.13 亿元收购龙门剩余 50.24% 股权，三种方式分别支付对价 2.90/3.00/2.23 亿元。同时，责任人承诺 2019/2020 年业绩分别不低于 16000/18000 万元。

在完成对龙门教育的全面并表后，公司于 2020 年 5 月 12 日以 13.50 元/股的发行价完成定增股份上市，募资总额 3 亿元，净额 2.94 亿元。

表 1: 分次收购龙门教育 100% 股权

时间	收购股权	支付方式	业绩承诺
2017/12/27	49.76%	现金支付 7.49 亿元	2017/2018/2019 年业绩分别不低于 10000/13000/16000 万元
2020/3/9	50.24%	发股/发行可转债/现金	2019/2020 年业绩分别不低于

支付 2.90/3.00/2.23 亿元 16000/18000 万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 实控人持股 36%，龙门教育原管理层实现股权绑定

定增后吴贤良持股 31.5%，股权绑定原龙门教育核心管理层。定增完成后，吴贤良及一致行动人吴艳红分别持股 31.5% 和 4.47%，为公司的实际控制人。就原龙门教育核心管理团队而言，除业绩补偿责任外，通过可转债及发行股份的方式支付收购实现了管理层与公司经营利益的绑定，为后续发展奠定坚实的基础。其中，龙门教育创始人马良铭持股 5.43%，如果将其持有的可转债按初始股价（9 元/股）转股，则马良铭持股比例增至 14.98%；董兵持股 3.37%，黄森磊通过其母亲间接持股 0.56%。

表 2: 第二次收购剩余股权交易情况（2020 年 3 月 9 日）

业绩补偿 责任人	转让方	转让单价 (元)	转让比 例%	现金支付 (百万元)	可转债支付 (百万元)	发股支付 (百万元)
是	马良铭		27.33	0	300	145.26
	明旻		8.10	131.93	0	0
	董兵	12.56	6.07	8.95	0	90
	马良彩		2.36	8.52	0	30
	方锐铭		1.08	2.59	0	15
否	徐颖	11.91	1.2	8.49	0	10
	其他		4.1	62.16	0	0
合计			50.24	222.64	300	812.90

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 定增后公司个人股东持股比例（2020 年 5 月 12 日）

个人股东	股份比例（可转债转股）	公司背景
吴贤良	31.50%（28.33%）	实际控制人，公司董事长/总经理，龙门教育董事长
马良铭	5.43%（14.98%）	公司副董事长，龙门教育副董事长/创始人
吴艳红	4.47%（4.27%）	实际控制人/一致行动人，与吴贤良系姐弟关系
董兵	3.37%（3.03%）	龙门教育董事，封闭培训业务负责人
马良彩	1.12%（1.01%）	与马良铭系姐弟关系
方锐铭	0.56%（0.50%）	与黄森磊系母子关系，黄为公司董事，龙门教育董事/总经理

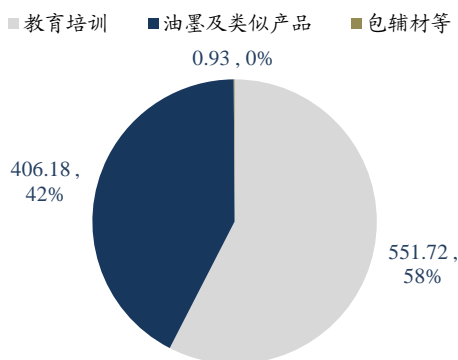
数据来源：公司公告，东吴证券研究所，备注：可转债以初始股价全部转股计算

管理团队经验丰富，职责分工明确。龙门教育完全并表后，实际控制人吴贤良担任公司及龙门教育董事长，主导公司战略决策。龙门教育原创始人马良铭在教育行业从业 20 多年，主导教研方向把握；董兵主要负责西安封闭培训业务的各校区日常运营，黄森磊作为龙门教育 CEO，拥有北大政府管理学院本科、清华大学 EMBA 学历，曾历任北大附中网校总经理、安博教育副总裁、京翰教育 CEO，业界口碑良好，主要负责龙门教育未来业务市场扩张。

1.3. 教育业务一体两翼发展，全封闭式培训业务是核心利润来源

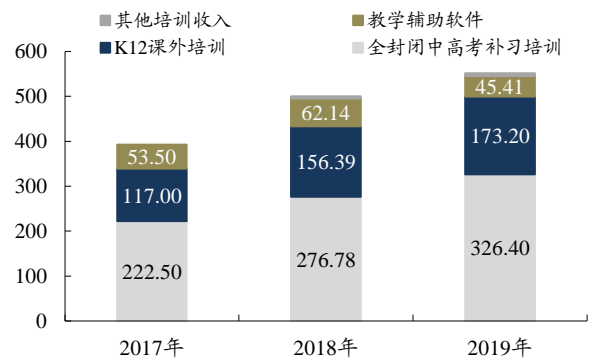
两大业务板块：教育+油墨共同发展，教育培训营收占比达 57.54%。收购完成后，公司主营业务分为教育培训和胶印油墨制造两大业务板块。教育培训业务由公司子公司龙门教育负责运营，胶印油墨业务由上市公司负责运营。从收入结构上来看，2019 年公司教育培训业务收入 5.52 亿元，占营业收入总额的 57.54%；胶印油墨业务收入 4.06 亿元，占营业收入总额的 42.46%。

图 3：2019 年主要营收由教育和油墨业务板块构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：教育培训各业务营业收入(单位：百万元)



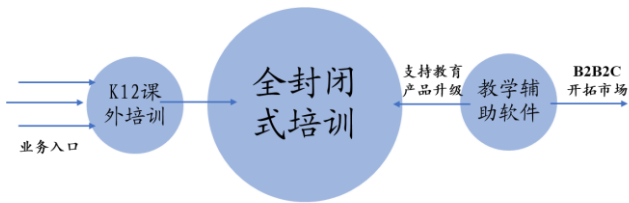
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

教育板块业务模式：呈一体两翼模式快速发展，保障业绩承诺超额实现。公司在教育板块主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训、以及教学辅助软件销售。

三类主营业务模式已经初步形成：K12 课外培训作为业务入口，拉动主体生源；教学辅助软件以 B2B2C 的模式一方面扩大服务范围，另一方面支持内部教育产品提升；全封闭培训作为龙门教育的核心主体，以高营收、高毛利提供利润来源。

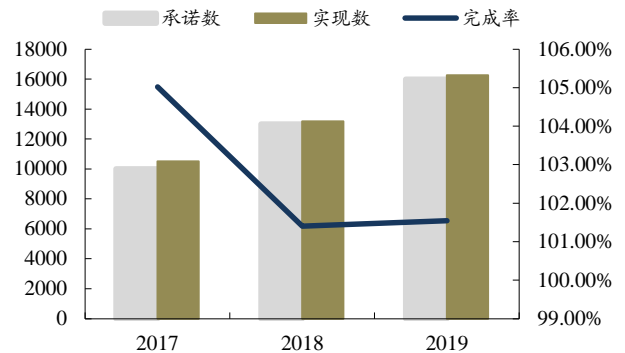
该业务模式下，龙门教育业务发展迅速，连续三年超额完成公司业绩承诺，2019 年实际业绩数达到 16247.59 万元，业绩完成率达到 101.55%。

图 5: 教育培训业务模式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 业绩承诺完成情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

全封闭式培训业务: 4 种班型布局+西安 5 大校区, 毛利率高于同行可比。

盈利模式: 主要通过向复读生及直面中高考升学的应届生提供封闭式教学服务收取学杂费, 并按教学周期摊销确认收入以实现盈利。以龙门补习学校为核心, 2019 年该业务中考补习和高考补习体量基本一致, 共实现营业收入 3.26 亿元, 营收占比 34%, 毛利率达到 55%, 远高于同行可比公司成实外教育/天立教育 38.7%/41.0%的毛利率, 是公司教育培训板块核心利润来源, 2019 年净利润约 1.59 亿元, 教育板块利润占比约 98%。

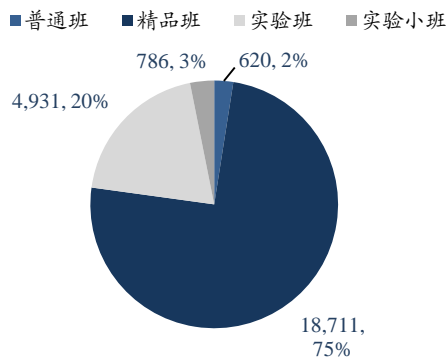
4 种班型布局, 2019 年整体平均单价增长 9.66%。 目前全封闭中高考补习培训业务共有 4 种班型, 普通班、精品班、实验班、实验小班, 学生可按需选择不同班级进行缴费学习。就学费单价而言, 4 种班型单价持续上升趋势明显, 各班型 2019 年下半年学费定价较上半年平均增加约 2800 元, 2019 年整体缴费平均单价增长 9.66%。就学生构成而言, 2019 年精品班及实验班报名学生达到 2.36 万人, 占比约 95%, 是该业务中的主力班级。除四种班型外, 公司还开设了课后强化辅导班, 由于参班学生绝大部分为前四种班级内的学生, 故不进行重复统计。

表 4: 全封闭中高考培训 4 种班型学费单价 (单位: 元)

班型		2019 年上半年	2019 年下半年
中考补习	普通班	7800	10600
	精品班	12800	15600
	实验班	20300	20600/21600/23100
	实验小班	32700	35000
高考补习	普通班	7900	10700
	精品班	12400/12100/11600	15200
	实验班	18900	21700
	实验小班	40000/80000 (学年)	40000/80000 (学年)

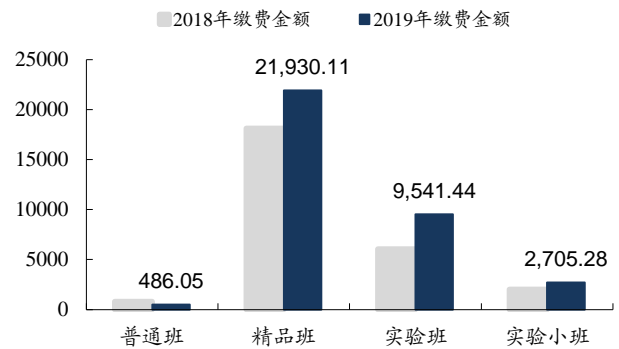
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7：2019 年各班级型报名人数（单位：人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：各班级型学费缴费情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

西安 5 大校区宿舍整体使用率超过 90%，积极开拓新校区支持市场需求。全封闭培训业务目前主要集中在西安 5 大校区：长安南路、咸宁东路、东仪路、华美以及东关校区。2019 年公司全封闭培训报名人数达 25037 人，按照春、秋两个学期平均计算，整体校区宿舍容量使用率已经超过 90%。

2019 年下半年公司在该业务出现供不应求的状况，报名人数达 1.6 万人但最终只接收了其中的 1.2 万人，公司对下游客户议价能力持续加强。面对持续扩大的封闭培训业务需求，公司已经开始筹备本地及其他省市新校区的开拓，2020 年 7 月公司公告拟成立孙公司“西安莲湖跃龙门补习学校有限公司”，作为公司新增的西安莲湖校区的运营主体，预计可容纳超过 3000 名学生，产能提升将进一步支撑报名人数提升。

表 5：2019 年各全封闭式校区容量情况

校区名称	可用教室数	可用宿舍数	教室容量/人	宿舍容量/人
长安南路校区	50	292	3,465	2,528
咸宁东路校区	53	385	2,915	3,080
东仪路校区	13	94	675	752
华美校区	140	902	7,700	7,216
东关校区	5	35	225	280
小计	261	1,708	14,980	13,856

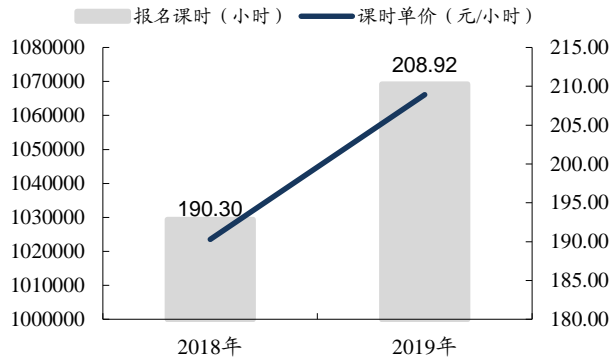
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

K12 培训业务：全国布局已初显规模，2019 年 48.41% 的毛利率开始回归正常水平

盈利模式：提供个性化课外辅导服务，收到课时款项时确认预收款项，每月按照实际消耗课时数确认收入。K12 课外培训以龙门尚学为核心，作为全封闭式培训的入口业务，教学模式采用一对一、小班教学。2019 年该业务共实现营收 1.73 亿元，占营业收入总额的 18.06%，由于课时单价较 2018 年同比增加 9.79%，课耗数量同比上升 4.80%，

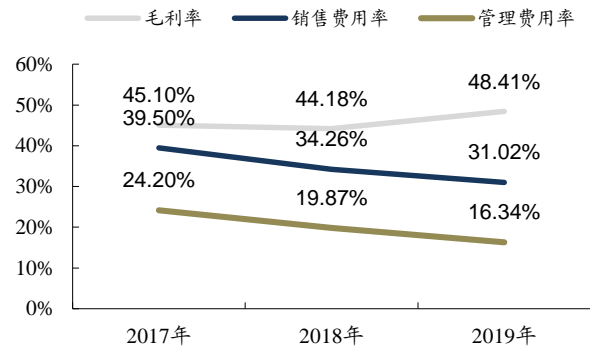
除教师人工成本根据课耗数量增幅相应增加外，其他主要的成本、期间费用的性质基本为固定成本，因此 2019 年营收及毛利率均同比上升，毛利率达到 48.41%，开始回归正常水平并与同行业企业昂立教育接近，同时业务净利润开始扭亏为盈。

图 9: K12 课外培训业务报名课时及单价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10: K12 培训业务毛利率及期间费用率 (单位: %)

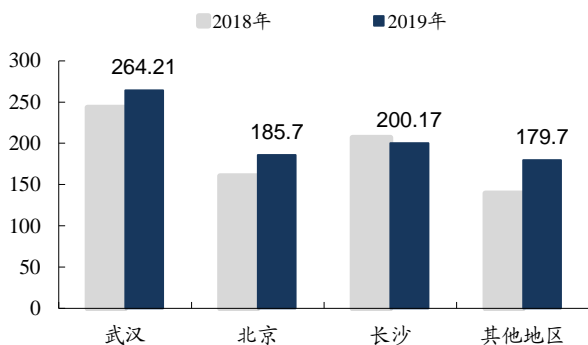


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全国布局已经初显规模，逐步扩大北京、武汉、长沙等地区业务规模。 K12 课外培训业务拓展过程中，龙门教育主要采用区域合伙人机制减少地域差异造成的高管理难度。

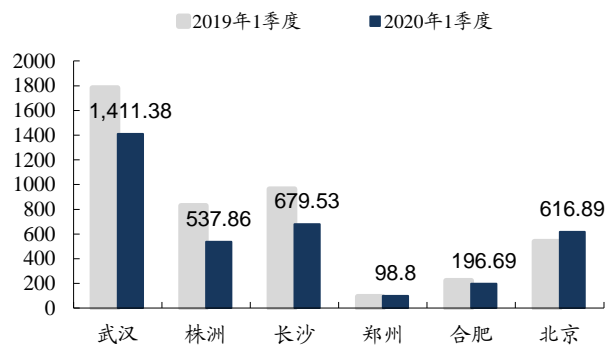
根据龙门尚学官方网站，K12 课外培训目前共有 64 个校区，主要覆盖 15 个城市：北京、成都、长沙、苏州、十堰、咸宁、合肥、衡阳、天津、太原、岳阳、南昌、武汉、郑州、株洲。经过 2018 年业务运营，公司为优化 K12 课外培训的区域结构，已经逐步退出经营业绩不及预期、课时单价收费较低的成都、重庆、天津、苏州、南昌等区域市场，并扩大了业绩较好、课时单价收费较高的北京、武汉、长沙等区域的业务规模，目前该地区已经布局 7/8/13 个校区。

图 11: 部分地区结存课时单价 (单位: 元/课时)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 主要地区一季度报名缴费金额 (单位: 万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

教学辅助软件：对内服务全封闭中高考培训销售收入占比达 72.36%

盈利模式：主要为包括向龙门教育旗下全封闭培训学校学生和其他 K12 课外培训

机构提供课外学习、教学软件，以此获取收益。以深圳跃龙门育才科技为核心，致力于教育软件、教材体系、校务云三类产品的开发，业务面向 C 端和 B 端：软件销售业务主要系销售给全封闭中、高考补习培训业务学生；咨询服务业务主要是为龙门教育旗下 K12 课外培训机构或其他 K12 教育培训机构提供包括“单词突击集训赢”的服务。2019 年教学软件实现收入 4541.39 万元，占龙门教育总营收的 8.23%。

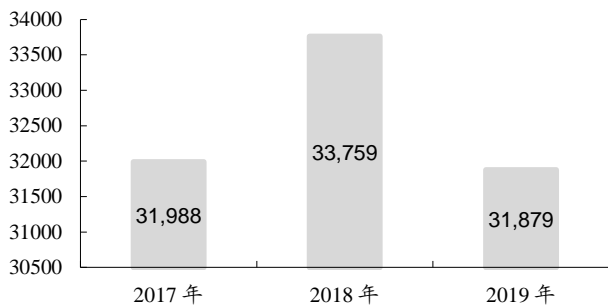
已有产品销售单价稳定，对内销售收入占比超过 72%。目前公司开发成熟的产品包括跃龙门交互式教学系统（为培训机构、学校日常教学提供教研体系和教学技术支持）、跃龙门阅读宝系统（可根据单词量水平，自动推送相应难度的文章），近两年销售单价分别为 2300/1980 元，销售价格基本稳定。2019 年软件销售数量略有下降，主要是受到对内销售收缩的影响，2019 年面向全封闭中高考培训学生软件销售收入 3286 万元，占比 72.36%。

表 6：主要软件产品销售单价（单位：元/套）

软件	2018 年	2019 年
跃龙门交互式教学系统 V1.0	2,300.00	2,300.00
跃龙门交互式教学系统 V2.0	2,300.00	2,300.00
跃龙门阅读宝系统 V1.0	1,980.00	1,980.00

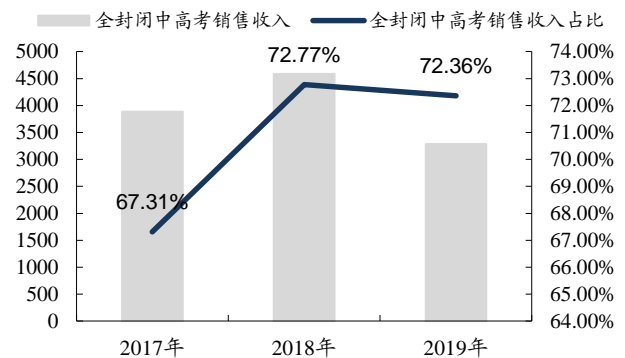
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：主要产品销售数量（单位：套）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：对全封闭中、高考培训学生软件销售收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

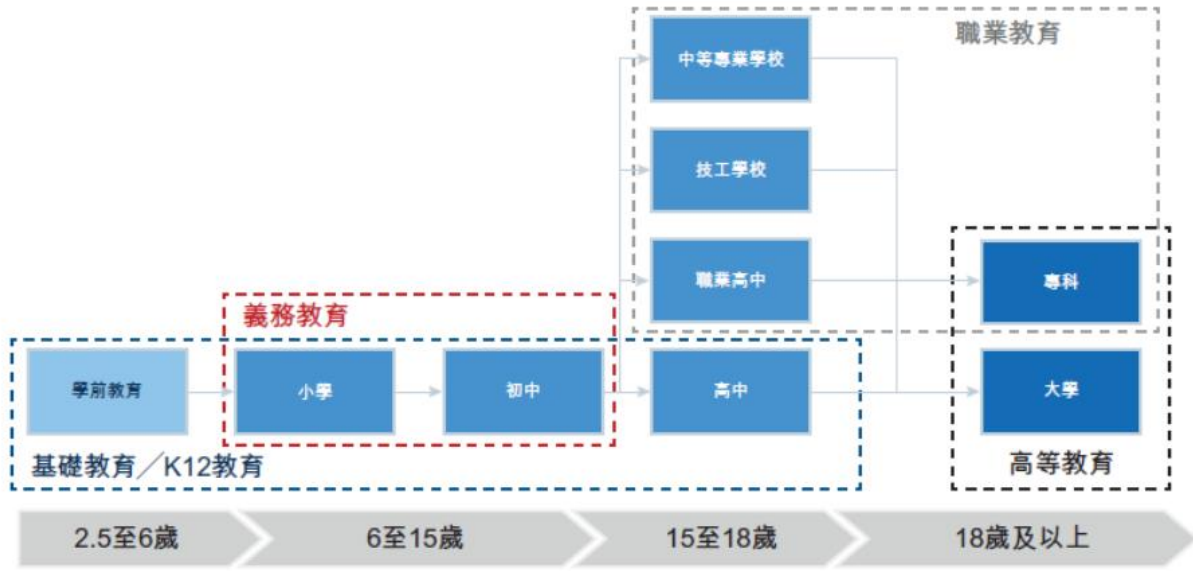
2. 聚焦高考升学赛道，行业成长潜力可观

2.1. 教育市场潜力大，民办基础教育仅占整体市场规模 3.3%

教育消费作为刚性需求，市场体量大。目前，龙门教育主要涉及教育行业中的民办初中、高中、职业高中教育。随着人口结构调整、二胎政策及大范围消费升级，教育支出在中国家庭消费支出中，占比逐年加大，教育市场整体发展态势依然强劲。德勤《中

《中国教育行业发展报告 2018》指出，中国教育产业持续受到来自政策、消费者及资本层面的高度重视，无论从整体行业规模还是市场活跃度来看，皆处于不断扩张阶段；2018 年教育市场规模达 26836 亿元，根据德勤的预测，预计至 2020 年总体规模将达到 33624 亿元，未来将实现 10.8% 的复合增长率。此外，基于优质教育资源相对稀缺和现行招生考试制度的要求，学生和家长仍然高度重视升学结果，由此产生强烈的市场刚性需求。

图 15: 中国 K12 教育体系

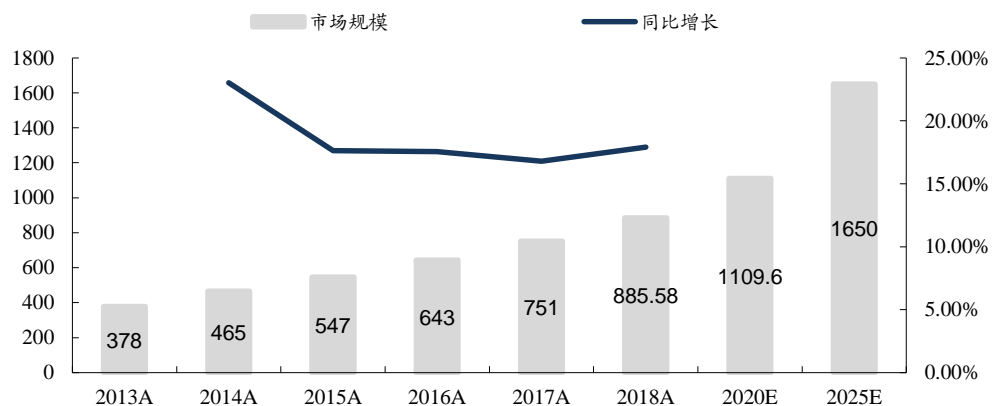


数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

近年来，在政策、消费者及资本层面的高度重视及催化下，民办教育行业进入快速扩张阶段。根据德勤的预测，按照目前我国民办基础教育约占整体教育市场的 3.3% 计算，预计至 2025 年民办基础教育市场规模将接近 1650 亿元。

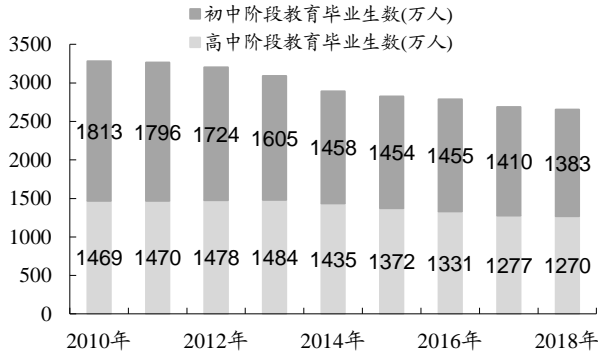
根据毕业学生数计算民办学校的渗透率，初中阶段民办学校的渗透率自 2011 年就始终保持稳定增长，2018 年达到 12%；高中阶段民办学校的渗透率从 2016 年开始有所增加，2018 年接近 11%。

图 16: 民办基础教育市场规模 (单位: 亿元)



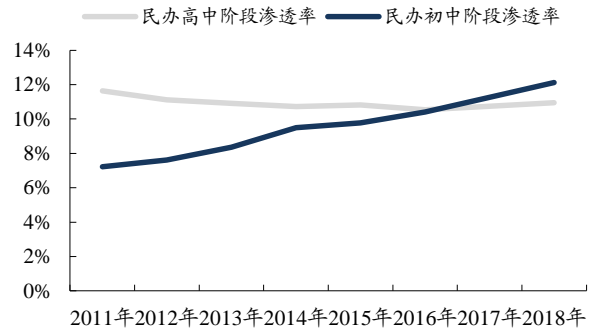
数据来源: 前瞻产业研究院, 德勤研究, 东吴证券研究所

图 17: 中等阶段教育毕业学生人数 (单位: 万人)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 18: 民办学校中等阶段教育渗透率 (单位: %)



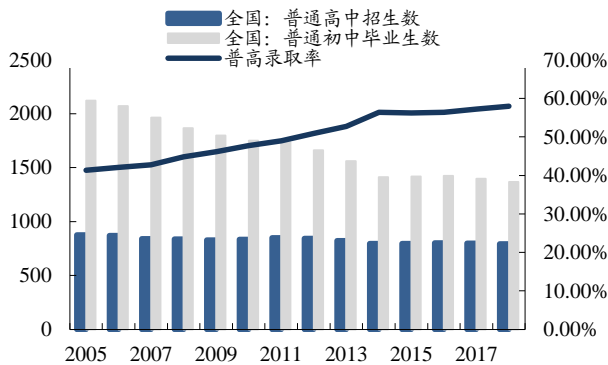
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 中等生升学赛道是被忽视的蓝海市场

■ 中等生学生数量庞大, 升学市场待开发

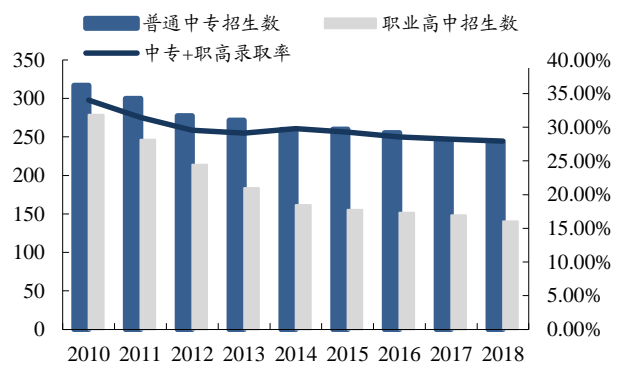
龙门自身在战略上定位服务客群为中等生, 主要包括高考落榜生和中考分流后进入中职就读的学生。九年义务教育结束后, 中考作为职普分流的重要节点, 不考虑部分初中毕业生直接出国、就业, 2018 年普通高中录取率约 58%, 约 1400 万人, 中专和职高录取率约 28%, 约 380 万人; 高考作为进一步提升学历渠道, 全国本科录取率仅 43%, 潜在复读人群庞大。

图 19: 普通高中录取情况 (单位: 万人)



数据来源: 国家统计局, 教育网, 东吴证券研究所

图 20: 中专、职业高中录取情况 (单位: 万人)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

中职教育升学渠道包括对口高考、普通高考。经过中考分流后, 中等生进入中等职业学校, 包括职业高中、职业中专、中等技工学校等, 统称为“三校生”。其中, 除技工学校属人力资源与社会保障局主管外, 职高、中专都属于教育局主管。

目前中职教育升学渠道主要包括对口高考、普通高考, 极少部分学生选择成人高考

和自学考试。

普通高考规定，符合（1）遵守中华人民共和国宪法和法律；（2）高级中等教育学校毕业或具有同等学力；（3）身体状况符合相关要求的人员均可报考，因此三校生均可参考 6 月份的普通高考。

对口高考（又称对口单招/对口升学），主要针对中等职业学校毕业生在 3 月份举办，以专业技能成绩为主、文化成绩为辅作为录取依据，报考专业必须与所学专业相同或近似且报考学校必须为省内院校。

目前，职业高中、中专等教学内容主要以培养应用型人才为主，教学内容仅包括专业课和语数外基础文化知识，因此学生参加普通高考难度相比对口高考增加很多。

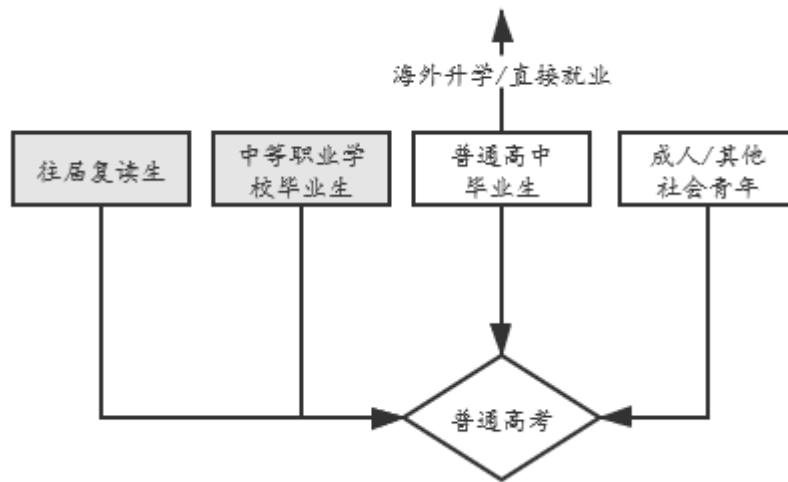
表 7：中职教育升学情况：对口高考、普通高考

	对口高考	普通高考
参考要求	中等职业学校毕业生	高级中等教育学校毕业或具有同等学力
考试时间	3 月	6 月
考试科目	专业技能+语数外	语数外+物化生政史地
竞争对象	同专业技能学生	一般为全国适龄学生
专业限制	必须与所学专业相同或近似	文、理综专业限制
录取院校限制	必须为省内院校，一般为二本以下高校	全国各类高校
录取难度	低	高
录取后待遇	同为全日制统招学生	

数据来源：教育部，东吴证券研究所

往届复读生和中职学生参考人数占高考人数比约 26.5%，我们预计 2020 年中等生升学赛道全国规模将达到 280 亿元。普通高等学校招生全国统一考试，简称“高考”，是我国高等教育的重要升学渠道，就参考人员构成来看，核心主体是普通高中毕业生，还包括往届复读生、中等职业学校毕业生、成人及其他社会青年。因此，本文主要根据普通高考人数减去普通高中毕业参考人数、成人及其他社会青年参考人数大致估算往届复读生和中等职业学校毕业参考人数。

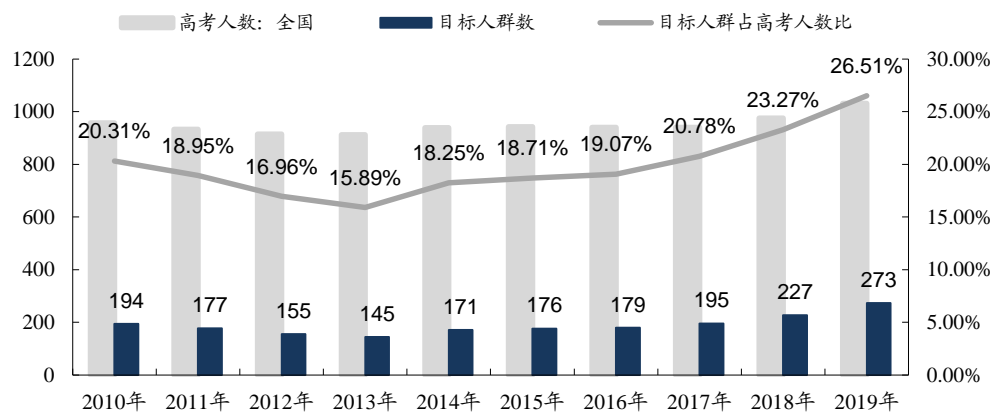
图 21: 普通高考参考人员构成



数据来源: 东吴证券研究所绘制

假设 1 根据《2017 中美国际教育白皮书》(2015/2016 学年, 在美中国留学本科生达 13.56 万人) 预计高中毕业生中海外留学占比约 4%, 该部分人群不参加普通高考。由于普通高中毕业直接就业难度较大、成人参加高考一般选择成人高考获取学历, 所以这两部分人群相对较少, 估算过程中暂时忽略。根据往届复读生和中等职业学校参考人数=高考人数-普通高中毕业生人数*(1-4%), 计算得 2019 年目标人群高考人数约 273 万人, 占高考人数比例约 26.51%, 自 2013 年开始增长趋势明显。

图 22: 全国往届复读生和中职学生参考人数 (单位: 万人)



数据来源: 统计局, 东吴证券研究所

假设 2 根据清华大学“中国大学生学习与发展追踪研究”, 2011-2018 年全国第一代本科大学生复读率约 19.91%, 非一代本科大学生复读率约 11.76%, 由此假设一代大学所占比例达到 8 成, 2018 年全国高考复读率为 18%, 由此估算得到 2018 年高考人数中往届复读生约 175.5 万人, 中职学生约 48.7 万人, 根据 2018 年中专、职高毕业生人数为

345.88 万人，当年约 14% 的学生报名参加普通高考。

假设 3 2020 年目标人群占高考人数比例继续保持增长达 28%，假设目标人群参培率为 60%，参培单价以龙门教育全封闭式培训业务缴费单价作为参考，为 1.59 万元/人/年。以往届复读生、中职学生构成中等生为例，该升学补习赛道市场规模主要由目标人群占高考人数比例、升学参培率以及参培单价三个参数决定，由此估算 2020 年高考升学市场规模超过 280 亿元。

表 8: 中等生高考升学市场规模测算

指标	2019	2020
高考人数 (万人)	1031	1070
假设目标群体占比 (%)	26.5%	28.0%
假设升学参培率 (%)	60%	60%
升学参培人数 (万人)	163.93	179.76
参培单价 (万元/人/年)	1.59	1.59
高考复读市场规模 (亿元)	261	286

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

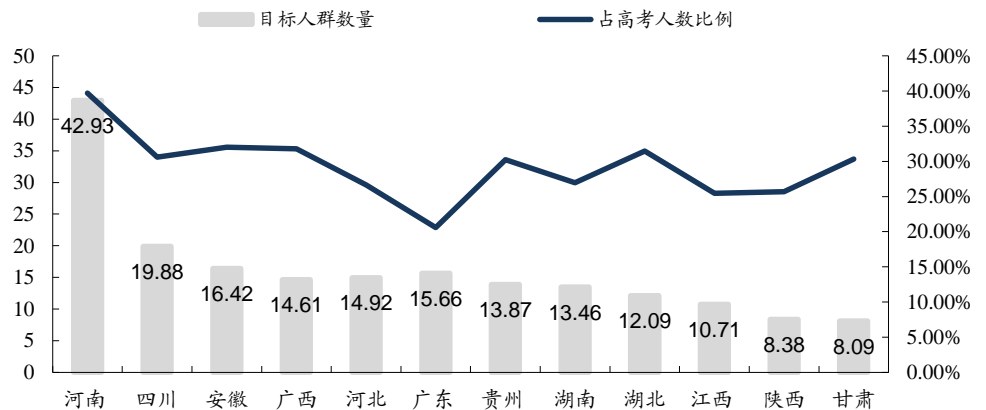
就各省份而言，2019 年河南/四川/安徽地区非普高应届高考生人数分别达到 42.93/19.88/16.42 万人。河南地区由于：

(1) 省内高考人数多，以 2020 年为例河南高考人数达到 115.8 万人，超过全国总人数的十分之一；

(2) 省内院校少，本科一、二批次院校仅有 40 余所，双一流高校仅有所，高考落榜人数远超其他省份，目标人群绝对数量值甚至超过国内绝大部分省市高考报名人数。

目前市场需求主要由区域性高中开办复读班解决，学费最低在一万左右，普遍在两万到四万不等，复读市场体量大。

图 23: 各省份往届复读生和中职学生参考人数 (单位: 万人)



数据来源：教育部，国家统计局，东吴证券研究所

复读高考市场: 政策导向, 严禁公办复读将推动复读培训机构专业化、正规化发展。

2002 年教育部在《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》提出“2003 年秋季开学起, 各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班, 也不得招收高中毕业生插班复读”。尽管公办学校接收复读生筛查监管存在一定难度, 但随着我国基础教育发展越来越成熟, 各省各地教育厅也陆续出台配套法规, 严令禁止公办普高招收复读生。而初三复读处于义务教育阶段, 因此公办学校中考复读禁令也是国内整体的政策趋势, 由于中考涉及职普强制分流, 未来政策收紧严禁中考复读也存在一定可能性。在此背景下, 复读存量市场的供给者将完全由分散在各个公办学校的复读班、插生班集中转向复读培训机构, 专业化、正规化成为必然趋势。

表 9: 高考复读政策梳理

实施日期	发布部门	政策名称	具体内容
2020/04/17	贵州省府主管委办局	贵州省教育厅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
2020/04/07	四川省府主管委办局	四川省教育厅关于规范 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, 举办复读班的学校要严格登记学生信息情况
2019/06/12	大连市府主管委办局	大连市教育局等九部门关于印发《大连市落实中小学生减负措施实施方案》的通知	严禁所有高中举办或参与举办复读班或复读学校
2019/05/31	沈阳市府主管委办局	沈阳市教育局关于印发 2019 年沈阳市中小学招生入学工作实施意见的通知	严禁普通高中招收复读生, 公办普通高中不得举办或参与举办复读班或复读学校。
2019/02/14	广东省府主管委办局	广东省教育厅关于做好 2019 年春季开学有关工作的通知	公办普通高中不得招收复读生
2002/02/26	教育部	关于加强基础教育办学管理若干问题的通知	2003 年秋季开学起, 各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班, 也不得招收高中毕业生插班复读

数据来源: 法律之星, 东吴证券研究所

■ 行业极度分散, 以区域化龙头为主

由于各地区和城市教育水平不均衡、使用教材和考试内容不同, 地域间差异较大, 本地化的培训往往依靠内容打造、品牌建设获取消费者信心, 更加具备优势, 行业整体极度分散, 以区域性的知名学校为主。

目前以全封闭式培训为特色的复读区域性龙头, 主要包括六安金安高级中学补习中心(安徽省毛坦厂中学)、衡水中学(河北省), 龙门补习(陕西省)、绵阳中学(四川省), 基本覆盖国内前几位复读大省。

按照 2019 年高考复读参培人数达到 110 万人计算: 2019 年毛坦厂中学高考复读人数超过 1.2 万人, 龙门全封闭式培训总人数达到 2.5 万人, 由于中补和高补体量基本一

致，按照高考培训人数约 1.25 万人，计算市占率均只有 1% 左右。

表 10：国内知名复读学校高考复读招生公告

地区	学校	招生缴费
安徽省	六安金安高级中学补习中心	安徽省内招生，第一学期按高考分数段从高到低缴费在 2500-38000 元之间；第二学期收费按期末联考成绩排名从高到低在 4000-6300 元
河北省	衡水中学实验学校	河北省内按高考分数从高到低缴费在 2000-35000 元，河北省外按高考排名从高到低缴费在 25000-35000 元之间
陕西省	龙门补习学校	陕西省内招生，包括实验班、精品班、艺术专业课班等等
四川省	绵阳中学实验学校	四川省内招生，限收 3100 人，理科 2600 人，文科 450 人，艺体生 50 人

数据来源：学校官网，东吴证券研究所

■ 中等职业教育高考市场：需求导向，职校与现有升学需求严重不匹配

目前我国中专、职高学生以就业为导向，在校接受专业课并进入社会参加实践活动。

从需求侧看，这部分学生主要有两种发展渠道，分别是就业、升学。由于文化素质相对较低、专业技能一般，这部分学生如果选择就业将作为普通劳动力成为社会一线工人，面临职业发展潜力差、薪资低等一系列问题，因此学生和家長都有进一步提升学历的强烈意愿；这部分学生可以通过对口高考/普通高考进入本科、职业本科、大专学习，但由于中等职业教育整体管理松散、教学质量低下、学生自学能力差等问题，整体升学难度极大。

从供给侧来看，职业学校正面临招生困难、生源不稳定、盈利能力差等经营痛点，最终导致职校仅仅成为学生进入社会的过渡期而非聚焦在升学板块，严重脱离学生需求和社会发展要求。

因此，中等职业教育的高考市场未来主要由需求导向，是一个潜在的增量市场。

表 11：中等职业教育中的高考升学市场供需情况

供需情况	痛点	结论
需求侧 (学生)	专业技能水平一般 未来职业发展潜力差、竞争力不足 学生自学能力差	存在升学需求但目前升学难度极大
供给侧 (学校)	招生困难、生源不稳定 盈利能力差 管理松散、教学质量低下	大部分中等职业学校无法给学生提供升学辅导

数据来源：东吴证券研究所制作

3. 多业态拓展高考升学赛道，异地复制步入快速成长通道

3.1. “教、管、学”一体化模式构筑领先优势

通过教管模式形成优势，短期内被同行复制的可能性极低。龙门教育的教学模式强调“教、管、学”一体化，并根据中高考全封闭培训、K12 课外培训和软件服务的特点，在教、管、学三个环节，设定不同的“变量”，形成差异化的产品和服务。其中，公司主营业务“全封闭补习培训”，以“五加教学”为核心，实施分层次的教研、教学，同时强化学生学习的过程管理，在科学的时间管理之下，保证学生对知识接收的效率和效果，教学效果明显优于一般的培训业态。标准化的流程管理和效果监控体系的建立，有助于公司课程服务实现“去名师化”，降低对名师的过度依赖。

3.2. 全业态、多种模式覆盖中等生升学市场

K9-K12 全业态完整覆盖中等生升学赛道，教学管理经验互相融通。公司目前在 K9-K12 教育行业将重点开设龙门复读补习学校、龙门职业高中学校。由于教学模式相似、内容复制成本较低，我们不排除未来龙门同样进入普通高中开设学校的可能。因此我们认为龙门教育可能实现中等生升学赛道的全面覆盖，共形成四种业态：

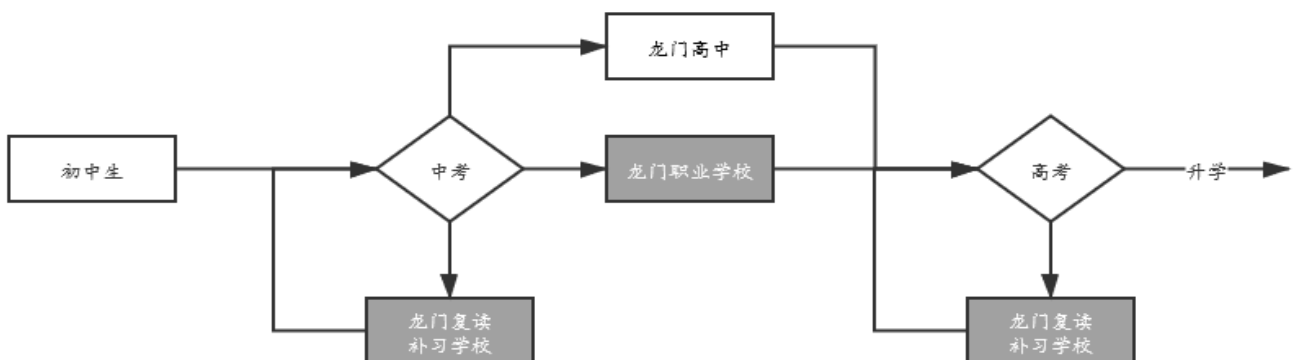
(1)中考失利后，选择龙门复读补习学校进行复读培训，第二年继续参加中考；

(2)中考后选择进入龙门高中学习，三年后参加普通高考；

(3) 中考后选择进入龙门职业高中学习，三年后参加对口/普通高考；

(4)高考失利后，选择龙门复读补习学校，第二年继续参加高考。尽管不同学校形式略有不同，但各种业态本质上以中考、高考升学考试提分以及升学为最终目的，因此教管模式的经验基本融通。

图 24: 龙门教育全面覆盖中等生中升学赛道



数据来源：东吴证券研究所绘制

新增周末班、周内晚托班，短期集训提高校区使用率，进一步为基础业务引流。龙门教育依托全封闭基础业务形成的优良住宿餐饮条件、一流的封闭管理经验和雄厚的师资力量，今年9月新增周末班及周内班两种全封闭管理新业态形式，目前主要以服务初三应届毕业生为主，未来公司将扩张到初二、高二和初一、高一的学生，以短期集训的模式实现招生常态化、校区使用高效化，为长期全封闭基础业务打下基础。

表 12: 新增周末班、周内班业务情况

新增业务	时间安排	教管服务
周末班	学生周五晚上入校，周日下午四点后离校	由各校区任课老师和班主任承担教学和管理工作，与全日制教学班级等同管理。教学上同步辅导与中考全流程复习双管齐下，穿插同步推进。
周内晚托班	学生放学后到龙门就近的校区	班主任负责管理学生吃饭、自习和休息，任课老师辅导学生完成当日作业，并就当日所学知识进行复习巩固，根据作业辅导中发现的问题，有计划地对学生欠缺知识进行补习。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“自办+合作”两种模式，快速打开职业教育高考升学市场。就职业教育的高考升学市场而言，公司目前规划通过收购/控股等途径自办和战略合作职校两种模式快速打开职业教育中的高考升学市场。

自办：培英育才职业高中。2017年12月，龙门教育以236万元收购培英育才，并于2020年2月经西安市教育局批复，培英育才由非营利性转为营利性民办学校变更登记。培英育才作为“职普融合”的试点学校，将在大本营西安成为一家以升学为教学重点的职业高中学校，学生在持续推进专业课学习的同时，将由龙门针对性的进行高考升学的补习培训。具体来说，学生入学后既需要对中学知识查漏补缺、学习普通高中文化课程、应试技巧，也需要学习相应的专业课程并进行考核。总体而言，培英育才的教学内容是专业技能、中考复读、普高学习、高考复读的浓缩精华，因此收费相对高于其他职业学校。该试点在西安营运成熟之后，将成为继续深化本土职业教育升学市场和开拓全国市场的重要参考。

合作：战略联合倍凡教育。倍凡教育于2017年成立，以内容输出为主，主要通过共建、托管、收购、自建等形式打通一大批职业学校，在产品服务升级上龙门教育和倍凡教育将通过战略联合实现双赢。目前龙门教育主要负责打造文化课落地，预计合作方式将包括在线课程、直播课程，集训课程以及开设普通高考培训班。在办学6大要素中，场地、牌照、学生主要由倍凡教育提供，老师（班主任）、教研、管理模式主要由龙门教育提供，双方互补既能够提高倍凡已有校区的利用率，同时也能降低龙门教育在“职普融合”方向的试错成本，减少从零开始打造课程的难度。

3.3. 班型优化提升 ARPU，省内外加速扩张中

实验班及实验小班人数占比上升，人均单价存在提升空间。2019 年公司实验班和实验小班人数占比分别增加 3.57%/0.25%，而这两种班型收费单价显著高于其他班型。

根据各班型历史单价涨幅来看，每年在上一年度单价基础上递增 2%左右。根据班型结构变化来看，受到品牌优势积累、报名学生高质量教学需求强烈的影响，公司将会逐步减少普通班人数占比甚至不开普通班，预计西安省内 3-5 年间调整至精品班 40%，实验班 50%，实验小班 10%的结构，省外班型结构可能有所落后。假设未来三年精品班占比每年减少 2.5%、实验班以及实验小班占比每年增加 2%/0.5%，由此人均单价分别为 14709.70/15280.73/15868.71 元，同比增速在 4~6%左右。

表 13: 各班型结构变化提升 ARPU

班型	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
普通班人数占比	5.45%	2.48%	-	-	-
平均单价(元)	6,844.24	7,839.52	-	-	-
精品班人数占比	75.54%	74.73%	72.50%	70.00%	67.50%
平均单价(元)	11,162.67	11,720.44	11,954.85	12,193.94	12,437.82
实验班人数占比	16.12%	19.69%	23.50%	25.50%	27.50%
平均单价(元)	17,434.35	19,349.91	19,736.91	20,131.65	20,534.28
实验小班人数占比	2.89%	3.14%	4.00%	4.50%	5.00%
平均单价(元)	32,453.38	34,418.32	35,106.69	35,808.82	36,525.00
人均单价(元)	12554.43	13844.66	14709.70	15280.73	15868.71

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，备注：学生上、下学期报名记为两个报名人次，对应单价也为半年的单价，下同；本表计算不考虑辅导班收费。

校区扩张方面，公司省内及省外扩张加速推进：

1) 省内扩张：目前省内校区无法满足学生需求，2020 年西安新增莲湖校区可以容纳 3000 人左右，公司预计未来 3-5 年龙门会在西安增至 10-12 个校区，大规模辐射到下级镇、县区域，招生范围是全省内以复读和职业高中为主的学生。

公司在省内运营经验成熟，高利润率水平有望维持：第一，教学口碑在过去几年已经建立，受到消费者青睐；第二，师资力量具有一定储备且教育资源质量相对较高，未来可以进行适当补充。第三，省内场地丰富且租赁成本有限。因此，新增校区项目成功概率较高。

2) 省外复制：预计将有 2-3 年爬坡期，未来有望加速布局。除西安本市外，公司规划以多种业态、多种方式进行异地复制，计划首先重点关注河南、湖南、四川、山东等省份，预计公司未来 5 年内在省外布局 10 个校区，净利率可能较省内校区有所下降。

假设公司在 2021/2022 年分别在省外异地各开 1 所校区，预计经过三年爬坡期后可

以将一所异地学校运营成熟，在此基础上该地再新增 1 所校区，共实现 5 个校区，逐步进入快速复制阶段，估算的省外模型如下：

表 14: 省外扩张简化利润估算，有望带来显著增量（单位：万元）

省外扩张	2021 年	2022 年	2023 年
校区数量	2	4	5
校区容量	6000	12000	15000
校区使用率	50%	60%	80%
报名总人数	6000	14400	24000
平均单价（元）	15000	15500	16000
结转营业收入	7830	19418.4	33408
毛利	1800.9	4854.6	13363.2
毛利率	23%	25%	40%
销售费用率	10%	8%	5%
管理费用率	18%	12%	8%
净利润	-391.5	970.92	9020.16
净利率	-5%	5%	27%

数据来源：东吴证券研究所预测，备注：学生上、下学期报名记为两个报名人次，假设校区年初即投入使用，平均单价根据公司及行业情况进行估计

4. 盈利预测及估值

教育板块营收：

1)我们测算龙门教育 2020-2022 年全封闭中高考补习业务营业收入为 3.84/6.08/8.09 亿元，2020 年增速放缓主要受到新冠疫情影响，未来增长主要来自班型结构优化提高客单价、省内及省外扩张提高报名人次，毛利率为 50.46%/48.21%/46.10%，主要受新增校区影响预计有所下降；

2) K12 课外培训业务营业收入为 1.60/1.97/2.10 亿元，2020 年有所下降主要受到疫情影响，毛利率为 50%，整体保持稳定；

3) **教辅软件：**根据公司披露数据计算，教辅软件作为全封闭业务的重要教学工具，随着省内业务形成日趋成熟，据测算 2018 年/2019 年全封闭业务中超过九成的报名学生购买教辅软件服务（忽略 K12 课外培训业务学生参与购买）。2020 年受疫情影响，教辅软件对内、对外销售均有一定程度上的收缩，我们预计 2020/2021/2022 三年销售收入将达到 2,040/4,958/6,124 万元，以 50%的净利率计算，净利润将达到 1,020/2,479/3,062 万元。

表 15: 教辅软件收入估算 (单位: 万元)

教辅软件收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均销售单价	1,840.56	1,424.57	1,424.57	1,424.57	1,424.57
销售数量	33,759	31,879	14,320	34,800	42,990
营业收入	6,213.54	4,541.39	2,039.99	4,957.51	6,124.23
净利润			1,019.99	2,478.75	3,062.12

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 预计 2020/2021/2022 年公司教育业务营业收入将达到 5.65/8.55/10.80 亿元, 同比增长 2.45% /51.27%/26.33%。

表 16: 教育业务整体盈利预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
全封闭培训收入	276.78	326.40	384.48	608.23	808.67
YoY	24.40%	17.93%	17.80%	58.19%	32.96%
K12 课外培训收入	156.39	173.20	160.37	197.26	210.28
YoY		11.16%	-7.41%	23.00%	6.60%
教学辅助软件收入	62.14	45.41	20.40	49.58	61.24
YoY	16.09%	-26.91%	-55.08%	143.02%	23.53%
2020 年新增短训业务			7.5	15.00	15.00
YOY			-	0%	0%
教育业务收入	500.13	551.72	565.26	855.06	1080.19
YoY		10.32%	2.45%	51.27%	26.33%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

油墨板块营收: 暂不考虑公司剥离油墨板块, 2020 年短期营收受到疫情影响有所下降, 长期生产仍然不受影响, 整体保持稳定增长。根据公司及行业历史数据, 预计 2020-2022 年油墨板块业务收入增速为 -10%/4%/4%, 营收达到 3.65/3.80/3.95 亿元。

盈利预测:

毛利率方面, 随着教育板块持续扩张及油墨板块的稳定经营, 预计未来三年为 40%/42%/42%。

费用方面, 油墨板块业务费用基本稳定, 而教育板块业务, 伴随着校区的扩张, 同时考虑到销售、管理费用随着规模化经营及品牌效应增大可能略有下降, 我们假设费用率整体保持平稳。

财务费用方面, 公司商业模式拥有稳定可靠的现金流, 盈利质量较高, 我们预计随着业绩的增长, 公司的财务费用有望减少。

综上, 我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元, 同比增

速分别为 102.6%/49.5%/20.6%。

估值方法 1、相对估值法：

公司当前虽然仍为教育+油墨双主业并行，但考虑到油墨业务贡献利润非常有限，且大体与收购教育资产带来的财务费用相抵消，我们并未采取分部估值，仅以公司整体净利润作为估值基础。

我们选取可比上市公司，包括美股新东方、好未来，港股思考乐教育、天立教育、中国东方教育，A 股中公教育，发现可比上市公司 2020/2021/2022 年平均 PE 分别为 61/43/32 倍。

我们给予公司 2021 年行业可比公司 PE 中枢 40 倍估值，对应目标价为 32.84 元。

表 17：可比公司估值表（股价对应时间：2020 年 9 月 14 日收盘）

可比公司名称	股价	EPS（调整后）				对应 PE			
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
好未来（美元）	72.98	0.01	0.82	1.44	2.10	424	89	51	35
新东方（美元）	147.30	3.03	3.69	5.19	6.77	55	40	28	22
中公教育（元）	34.71	0.29	0.41	0.53	0.66	124	89	69	55
思考乐教育（元）	20.99	0.27	0.30	0.43	0.57	50	71	49	37
天立教育（元）	7.03	0.13	0.18	0.24	0.32	21	38	30	22
中国东方教育（元）	15.51	0.44	0.41	0.55	0.67	34	37	28	23
平均							61	43	32

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；备注：中公教育估值参考 8 月 30 日东吴证券预测

估值方法 2、绝对估值法：

核心假设如下，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股价值为 35.41 元。

表 18：绝对估值核心假设

估值假设	数值	备注
过渡期年数	6	-
过渡期增长率	10.00%	考虑到市场空间及前期潜力
永续增长率 g	2.00%	学生人数稳定，产品定价上涨
贝塔值（ β ）	1.00	过去三年，标的指数：沪深 300
无风险利率 Rf（%）	3.00%	参考 10 年期国债收益率
市场的预期收益率 Rm（%）	6.00%	参考 2019 年 GDP 增速
有效税率 Tx（%）	15.79%	参考 2019 年实际税率
应付债券利率	0.01%	公司发行可转债利率

数据来源：东吴证券研究所

敏感性分析如下：

图 25: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率g \ WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
3.50%	60.68	63.79	67.67	72.60	79.03	87.75	100.15	119.10	151.42	218.55	440.08
3.85%	52.31	54.58	57.34	60.79	65.16	70.87	78.61	89.62	106.45	135.15	194.75
4.24%	45.38	47.04	49.05	51.50	54.55	58.42	63.49	70.34	80.10	95.00	120.42
4.66%	39.56	40.80	42.27	44.04	46.21	48.90	52.33	56.80	62.86	71.48	84.64
5.13%	34.64	35.56	36.65	37.94	39.51	41.42	43.79	46.81	50.75	56.09	63.68
5.64%	30.43	31.13	31.94	32.89	34.03	35.41	37.08	39.17	41.82	45.28	49.97
6.20%	26.82	27.34	27.95	28.66	29.50	30.50	31.70	33.17	34.99	37.32	40.35
6.82%	23.70	24.09	24.55	25.08	25.70	26.43	27.30	28.35	29.63	31.23	33.25
7.50%	20.98	21.28	21.63	22.02	22.48	23.02	23.66	24.42	25.33	26.44	27.83
8.25%	18.62	18.84	19.10	19.40	19.75	20.14	20.61	21.16	21.82	22.61	23.57
9.08%	16.55	16.72	16.91	17.14	17.39	17.69	18.03	18.44	18.91	19.48	20.16

数据来源：贝格，东吴证券研究所

综合绝对估值及相对估值两种估值方法，我们给予公司 33 元/股目标价，看好公司产品服务持续丰富优化，省内外市场快速打开，带来长期成长潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

省外扩张不及预期：公司将于未来逐步拓展省外校区，面临跨区域的市场，公司或存在管理、经营经营不及预期的风险；

政策变动风险：教育行业是政策严监管行业，若外部政策出现超预期变化，公司经营将面临风险；

疫情持续及复发对经营活动影响的风险；

教学事故：突发的教学事故影响公司品牌；

传统油墨业务：安全生产风险及市场竞争趋于激烈的风险。

科斯伍德三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	690	868	1,071	1,265	营业收入	959	931	1,235	1,476
现金	435	594	667	869	减:营业成本	559	563	718	857
应收账款	127	118	207	181	营业税金及附加	7	7	9	11
存货	54	65	87	95	营业费用	82	79	105	126
其他流动资产	74	92	110	120	管理费用	80	78	104	124
非流动资产	958	940	1,061	1,137	财务费用	22	11	11	9
长期股权投资	24	21	18	15	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	208	178	285	345	加:投资净收益	2	-1	-1	-1
在建工程	4	9	12	14	其他收益	0	0	0	0
无形资产	36	37	37	38	营业利润	196	191	288	348
其他非流动资产	685	696	710	725	加:营业外净收支	0	2	2	2
资产总计	1,648	1,808	2,132	2,402	利润总额	196	194	290	349
流动负债	427	417	520	529	减:所得税费用	31	31	46	55
短期借款	122	122	122	122	少数股东损益	84	0	0	0
应付账款	67	59	101	90	归属母公司净利润	81	163	244	294
其他流动负债	238	236	297	317	EBIT	205	192	283	338
非流动负债	223	176	154	121	EBITDA	256	214	312	377
长期借款	223	175	154	121					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	650	593	674	650	每股收益(元)	0.27	0.55	0.82	0.99
少数股东权益	182	182	182	182	每股净资产(元)	2.75	3.48	4.30	5.29
					发行在外股份(百万股)	243	297	297	297
归属母公司股东权益	816	1,034	1,276	1,570	ROIC(%)	14.0%	11.8%	14.9%	15.2%
负债和股东权益	1,648	1,808	2,132	2,402	ROE(%)	16.5%	13.4%	16.7%	16.8%
					毛利率(%)	41.7%	39.5%	41.9%	41.9%
					销售净利率(%)	8.4%	17.5%	19.7%	19.9%
					资产负债率(%)	39.4%	32.8%	31.6%	27.1%
					收入增长率(%)	-0.1%	-2.9%	32.7%	19.5%
					净利润增长率(%)	187.6%	102.6%	49.5%	20.6%
					P/E	77.13	38.07	25.47	21.12
					P/B	7.61	6.01	4.87	3.96
					EV/EBITDA	24.84	28.68	19.40	15.40
现金流量表(百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	244	193	252	357					
投资活动现金流	65	-4	-150	-116					
筹资活动现金流	-157	-30	-28	-38					
现金净增加额	153	159	73	202					
折旧和摊销	51	22	28	39					
资本开支	36	-15	124	79					
营运资本变动	3	-4	-32	13					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

