

疫情影响风险释放，异地扩张加速落子 买入（维持）

2020 年 10 月 29 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

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@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）	70.75	34.92	23.36	19.37

投资要点

■ **公司披露 2020 年三季报，拟更名凸显教育主业：**公司前三季度实现营业收入 61,514.92 万元，较去年同期下降 11.67%；实现归属于上市公司股东的净利润 11,800.97 万元，较去年同期增长 74.48%，高增长主要是由于今年公司实现了龙门教育剩余股权的收购。单三季度，公司实现营业收入 23,095.25 万元，较去年同期下降 9.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,618.13 万元，较去年同期增长 75.53%。此外，公司公告拟更名为苏州科德教育科技股份有限公司，公司证券简称变更为“科德教育”，进一步凸显教育主业。

■ **受上半年疫情影响，营业收入较上年同期有所减少。**公司营收下滑主要受 K12 课外辅导业务和油墨出口业务收入减少的影响，但公司前三季度净利润仍保持增长：1）教育业务龙门教育前三季度实现营业收入 37,260.06 万元，较去年同期下降 9.00%；归属于公司股东的净利润为 13,164.63 万元，较去年同期增长 2.08%。其中龙门教育 Q3 实现营业收入 12,826.27 万元，较去年同期下降 14.67%；归属于公司股东的净利润为 5,060.92 万元，较去年同期下降 11.87%。因受到 2020 年全国高考延迟影响，龙门教育 2020 年暑假短期培训业务和秋季招生时间均缩短，进而影响第三季度的经营业绩。2）由于国外新冠肺炎疫情的蔓延，油墨的出口业务下滑，从而导致公司油墨业务的销售收入较去年同期下降 14.20%，目前公司积极拓展油墨内贸业务，盈利情况逐渐好转。

■ **预计疫情对招生的影响仍会部分延续至 Q4，但我们认为股价已经较为充分反应，开启异地扩张抢占黄金赛道。**公司近期公告与长沙新五美教育签署《意向性协议》，拟以 5100 万元收购新五美持有的长沙经贸职业中专学校 51% 的股权，学校整体估值 1 亿元。并购加快异地扩张及职普融合推进步伐，我们认为，长沙河东、河西两大大学城内集中坐落多所重点高校，城市学习氛围较为浓厚，具备优质的办学土壤。本次并购：1）是龙门教育在陕西省外规模化异地扩张布局的重要一步；2）是公司职普融合封闭式培训业务扩张的重要推进；3）该校在长沙的推进情况，也作为公司未来全国化异地扩张的重要参考。

■ **维持公司买入评级：**预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元，当前市值对应 PE 分别为 35/23/19 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**扩张不及预期，政策风险，疫情影响超预期，并购落地不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.18
一年最低/最高价	12.41/28.78
市净率(倍)	6.25
流通 A 股市值(百万元)	3305.95

基础数据

每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	46.13
总股本(百万股)	297.02
流通 A 股(百万股)	172.36

相关研究

- 1、《科斯伍德 (300192)：拟并购长沙经贸职业中专，跨异地扩张重要一步》2020-10-26
- 2、《科斯伍德 (300192)：疫情不改长期逻辑，多业态及跨区域开拓陆续落地》2020-09-18

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%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	41.7%	39.5%	41.9%	41.9%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.4%	17.5%	19.7%	19.9%
经营活动现金流	244	193	252	357	资产负债率(%)	39.4%	32.8%	31.6%	27.1%
投资活动现金流	65	-4	-150	-116	收入增长率(%)	-0.1%	-2.9%	32.7%	19.5%
筹资活动现金流	-157	-30	-28	-38	净利润增长率(%)	187.6%	102.6%	49.5%	20.6%
现金净增加额	153	159	73	202	P/E	70.75	34.92	23.36	19.37
折旧和摊销	51	22	28	39	P/B	6.98	5.51	4.46	3.63
资本开支	36	-15	124	79	EV/EBITDA	22.83	26.28	17.75	14.04
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>