

科斯伍德 (300192.SZ) 考试延期导致招生数下滑, 公司长期基本盘无虞

2020年10月30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	2020/10/29
当前股价(元)	19.18
一年最高最低(元)	28.78/12.41
总市值(亿元)	56.97
流通市值(亿元)	33.06
总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	1.72
近3个月换手率(%)	185.06

中小盘研究团队

● 教育业务受疫情影响有所下滑, 公司长期基本盘无虞

公司公告了2020年三季度业绩报告, 2020年前三季度实现收入6.15亿元(-11.67%), 归母净利润1.18亿元(+74.48%), 扣非归母净利润1.17亿元(+74.29%)。其中2020Q3实现收入2.31亿元(-9.13%), 归母净利润0.56亿元(+75.53%), 扣非归母净利润0.56亿元(+77.58%)。受疫情影响, 暑期班培训时长下滑叠加秋季招生数降低导致业绩有所下滑, 而公司及时推出短期补习业务积极应对。未来来看, 西安校区招生数的恢复以及异地扩张稳步推进将带动公司的教育业务恢复快速增长。考虑到公司秋季招生情况, 我们小幅下调公司2020-2022年归母净利润分别至1.60(-0.11)/2.39/2.86亿元, 对应EPS分别为0.54(-0.03)/0.81/0.96元, 当前股价对应PE为35.6/23.8/19.9倍, 维持“买入”评级。

● 疫情影响暑期培训及秋季招生, 公司新设短期补习业务积极应对

龙门教育2020Q3实现收入1.28亿元(-14.7%), 归母净利润0.51亿元(-11.87%)。主要由于: 1) 疫情原因导致中、高考延期, 在降低了公司暑期培训班的培训时长的同时也延缓了公司的秋季招生节奏, 秋季中、高考补习招生数有所下滑, 全封闭培训业务营收降低; 2) K12业务的部分培训网点复课较晚, 培训时长降低。为应对疫情冲击, 公司新设了两类短期补习业务包括周末两天全封闭培训业务、周内晚托班增加营收, 目前周内晚托班第一期(9-11月)报名人数超1000人, 预计全年可实现招生5000人, 为中、高补业务后续招生数量增长引流。

● 职普融合逻辑证实可行, 异地扩张稳步推进

公司于2020年2月在西安设立的培英育才职业高中内超过1000人参加了普通高考, 本科升学率超60%, 优于一般普通高中, 证实龙门体系导入职校的职普融合逻辑可行。未来来看, 公司的异地扩张正稳步推进: 拟收购的长沙经贸职业中专51%股权已开启了扩张第一步, 同时公司邻省的业务扩张布局以及与倍凡的全国范围内合作正稳步迈进, 公司有望成长为全国中高考升学培训龙头。

● 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

《中小盘信息更新-拟收购长沙经贸中专, 迈出异地扩张第一步》-2020.10.26

《中小盘信息更新-疫情之下稳健增长, 新校区、职高值得期待》-2020.8.31

《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	928	1,125	1,255
YOY(%)	103.2	-0.1	-3.2	21.3	11.6
归母净利润(百万元)	28	81	160	239	286
YOY(%)	385.7	187.6	98.9	49.4	19.5
毛利率(%)	37.3	41.7	42.4	44.3	45.5
净利率(%)	2.9	8.4	17.3	21.3	22.8
ROE(%)	10.0	16.5	15.1	16.9	16.8
EPS(摊薄/元)	0.09	0.27	0.54	0.81	0.96
P/E(倍)	203.4	70.8	35.6	23.8	19.9
P/B(倍)	7.7	7.0	5.8	4.7	3.8

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
流动资产	637	690	885	1151	1383
现金	276	435	616	802	1051
应收票据及应收账款	181	155	170	224	216
其他应收款	6	3	6	5	7
预付账款	12	15	11	21	14
存货	64	54	59	73	71
其他流动资产	98	27	23	25	24
非流动资产	987	958	913	912	887
长期投资	26	24	22	20	18
固定资产	237	208	176	193	190
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	1797	2063	2270
流动负债	419	427	399	469	441
短期借款	95	122	122	122	122
应付票据及应付账款	103	67	95	95	113
其他流动负债	221	238	181	252	206
非流动负债	308	223	168	124	73
长期借款	308	223	168	123	73
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	728	650	567	593	514
少数股东权益	160	182	200	200	200
股本	243	243	297	297	297
资本公积	201	201	201	201	201
留存收益	293	373	551	791	1077
归属母公司股东权益	736	816	1031	1270	1556
负债和股东权益	1624	1648	1797	2063	2270

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	959	959	928	1125	1255
营业成本	601	559	534	627	684
营业税金及附加	8	7	7	8	9
营业费用	86	82	79	96	107
管理费用	73	80	76	92	102
研发费用	19	15	14	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	209	281	336
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	209	281	336
所得税	16	31	31	42	50
净利润	89	165	178	239	286
少数股东损益	61	84	18	0	0
归母净利润	28	81	160	239	286
EBITDA	178	256	256	327	381
EPS(元)	0.09	0.27	0.54	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	-3.2	21.3	11.6
营业利润(%)	1646.6	89.3	7.0	34.4	19.5
归属于母公司净利润(%)	385.7	187.6	98.9	49.4	19.5
获利能力					
毛利率(%)	37.3	41.7	42.4	44.3	45.5
净利率(%)	2.9	8.4	17.3	21.3	22.8
ROE(%)	10.0	16.5	15.1	16.9	16.8
ROIC(%)	8.6	14.0	13.4	15.4	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	39.4	31.5	28.7	22.7
净负债比率(%)	22.1	-1.9	-23.9	-36.2	-47.7
流动比率	1.5	1.6	2.2	2.5	3.1
速动比率	1.1	1.4	2.0	2.2	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	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	0.54	0.81	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.82	0.73	0.98	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.75	3.29	4.09	5.06
估值比率					
P/E	203.4	70.8	35.56	23.81	19.92
P/B	7.7	7.0	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	34.1	22.8	21.9	16.5	13.3

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	287	244	217	292	335
净利润	89	165	178	239	286
折旧摊销	54	51	49	54	62
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	-21	-7	-13
其他经营现金流	74	5	0	0	0
投资活动现金流	-135	65	2	-56	-36
资本支出	22	36	-44	1	-23
长期投资	-8	-0	2	2	2
其他投资现金流	-121	101	-40	-52	-57
筹资活动现金流	-244	-157	-37	-50	-50
短期借款	-95	27	0	0	0
长期借款	-70	-85	-55	-44	-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	181	186	249

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