

社会服务

“职普融合”发展模式持续推进

2020年10月30日

— 科斯伍德(300192.SZ) 2020年三季度报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

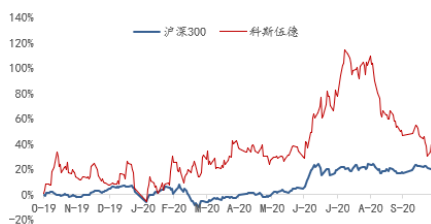
邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 《科斯伍德(300192.SZ)深度研究报告-将完成龙门教育收购，迈入新里程》2019.12.16
2. 《科斯伍德(300192.SZ)2019年业绩预告点评-龙门教育超额完成业绩承诺》2020.1.15
3. 《科斯伍德(300192.SZ)跟踪研究报告-中高考培训转在线，疫情影响有限》2020.2.26
4. 《科斯伍德(300192.SZ)2020年中报点评-新增校区，收购职教将助力业绩增长》2020.8.28

科斯伍德(300192.SZ)与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值(亿元)	56.97
流通市值(亿元)	33.06
总股本(百万股)	297.02
流通股本(百万股)	172.36
日均成交额(百万)	106.90
近一个月换手(%)	53.01
第一大股东	吴贤良

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) 公司净利润同比增长7成，受益龙门教育完全并表。1-9月，公司实现营业收入6.15亿元，同比下降11.67%。实现归母净利润1.18亿元，同比增长74.45%，7-9月，公司实现营业收入2.31亿元，同比下降9.13%，归母净利润为56.18万元，同比增长75.53%，主要是龙门教育100%股权于4月开始全部纳入公司合并报表。
- 2) 以教育业务为核心，拟更名为科德教育。2019年，公司教育业务营业收入占公司总营业收入50%以上且持续保持增长，教育业务已经成为公司的核心主要业务，公司未来也将把发展教育培训业务作为战略重心，已公告拟更名为科德教育。
- 3) 龙门教育第三季度业绩受高考延迟短期影响。1-9月，龙门教育实现营业收入3.73亿元，同比下降9%；归属于公司股东的净利润为1.32亿元，同比增长2.08%。7-9月，龙门教育实现营业收入1.28亿元，同比下降14.67%；归属于公司股东的净利润为5,060.92万元，同比下降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。
- 4) “职普融合”发展模式持续推进。2020年10月，公司与长沙市新五美教育签署《意向性协议》，拟收购其持有的长沙经贸职业中专51%的股权。有利于实现职业培训与学科辅导的优势互补，满足中职学生多元化的需求，推进“职普融合”模式发展。
- 5) 盈利预测与投资评级。暂不考虑公司“职普融合”发展模式业务的贡献，我们预计2020-2022年，公司摊薄后EPS分别为0.55元、0.8元、0.98元，对应PE分别为35.1倍、24.1倍、19.6倍。2020年，K12可比上市公司PE估值为12.8-62.7倍，均值为37倍。我们认为，国内中高考升学培训属刚性需求，随着中高考竞争加剧，中职学生升学需求增加，公司外延式扩张开启，龙门教育兼具盈利性和成长性，公司是A股教育稀缺标的，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。
- 6) 风险提示：疫情对K12业务影响、业务数据与预期不符。

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	958.82	886.43	1042.82	1172.05
收入同比	-0.07%	-7.55%	17.64%	12.39%
净利润(百万元)	80.52	162.42	236.18	291.82
净利润同比	187.56%	101.72%	45.41%	23.56%
毛利率	41.71%	41.09%	43.75%	45.94%
归母净利率	16.83%	19.92%	22.65%	24.90%
EPS(元)	0.27	0.55	0.80	0.98
PE(倍)	70.75	35.07	24.12	19.57

一、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

(1) 关键假设

1) 收入

根据我们的最新预测，2020-2022年，公司营业收入分别为8.99亿元、10.56亿元、11.86亿元，同比增速分别为-7%/17.5%/12.3%。

a、教育业务

根据我们的预测，2020-2022年，教育业务营业收入分别为5.34亿元、7.07亿元、8.54亿元，同比增速分别为-3.1%/32.3%/20.6%。

全封闭中高考补习培训业务

综合疫情影响，估计今年公司新校区秋招为2000人次，设置中考及高考补习，2020-2022年，中考补习学生人次同比增速分别为17%/24%/23%，高考人次同比增速分别为12.5%/19.9%/18.8%，平均单价同比保持小幅增长。预计该业务营业收入合计分别为3.96亿元、4.98亿元、6.23亿元，同比增速分别为19.6%/25.9%/25.0%。

K12 课外培训业务

综合疫情影响及公司预测数据，2020-2022年，预计该业务营业收入分别为0.95亿元、1.67亿元、1.9亿元，同比增速分别为-45.9%/76.6%/13.3%。

教学辅助软件与销售业务

考虑2019年，平均单价及销售数量均出现下滑，预计未来价格趋势向下，2020-2022年，预计该业务营业收入同比增速分别为-8.8%/-2.2%/-2.2%。

b、胶印油墨业务

1-9月，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同比下降14.20%。2020-2022年，预计该业务营业收入同比增速分别为-12.0%/-5.0%/-5.0%。

Figure1 公司营业收入预测关键假设条件 (2020-2022 年)

主营业务		业务指标	2019	2020E	2021E	2022E	
A. 教育培训业务	1、封闭培训	初考补习	学生人次	10,279	11,993	14,873	18,319
			同比增长	4%	17%	24%	23%
			平均单价(万元)	1.43	1.51	1.57	1.63
			同比增长	8.0%	5.0%	4.0%	4.0%
			收入(万元)	14,739	18,057	23,288	29,832
			同比增长	12.8%	22.5%	29.0%	28.1%
		高考补习	学生人次	10,723	12,059	14,463	17,186
			同比增长	8%	12.5%	19.9%	18.8%
			平均单价(万元)	1.25	1.31	1.37	1.44
			同比增长	7%	5%	5%	5%
			收入(万元)	13,365	15,782	19,874	24,797
			同比增长	15.3%	18.1%	25.9%	24.8%
	其他业务	收入(万元)	5,008	5,909	6,795	7,815	
		同比增长	30%	18%	15%	15%	
	合计	同比增长	6.2%	14.5%	22.0%	21.0%	
		收入(万元)	33,112	39,748	49,958	62,444	
	合计	同比增长	16.1%	20.0%	25.7%	25.0%	
		确认收入课时量(万小时)	90.70	48	82	90	
	2、K12 课外培训	同比增长	4.8%	-45.0%	71.5%	10.0%	
		平均单价(元)	193	199	205	211	
		同比增长	6.8%	3.0%	3.0%	3.0%	
		收入(万元)	17,518	9,471	16,727	18,951	
		同比增长	11.9%	-45.9%	76.6%	13.3%	
3、教学辅助软件及销售	销售数量(套)	31879	29966	30865	31791		
	同比增长	-5.57%	-6.00%	3.00%	3.00%		
	平均单价(元/套)	1425	1382	1313	1247		
	同比增长	-22.60%	-3.00%	-5.00%	-5.00%		
	收入(万元)	4,541	4,141	4,052	3,965		
同比增长	-26.9%	-8.8%	-2.2%	-2.2%			
合计	收入(亿元)	5.58	5.41	7.15	8.63		
	同比增长	10.9%	-3.1%	32.3%	20.6%		
4、其他培训	收入(万元)	671	738	811	893		
	同比增长	39.1%	10.0%	10.0%	10.0%		
B. 胶印油墨业务	收入(亿元)	4.03	3.54	3.37	3.20		
	同比增长	-10.5%	-12.0%	-5.0%	-5.0%		
合计	收入(亿元)	9.66	9.01	10.57	11.88		
	同比增长	-4.1%	-6.8%	17.4%	12.3%		

资料来源：公司公告、问询函、世纪证券研究所

2) 毛利率

结合中报数据，根据我们的预测，2020-2022 年，公司综合毛利率分别为 41.1%/43.8%/45.9%。

a、教育业务

根据我们的预测，2020-2022 年，教育业务毛利率分别为 53.8%/54.1%/54.9%。

全封闭中高考补习培训业务

2019 年，该业务毛利率为 54.57%，随着规模效应显现，加之学费上涨，综合疫情的影响，2020-2022 年，预计毛利率分别为 54.4%/54.6%/54.8%。

K12 课外培训业务

综合疫情的影响，2020-2022 年，预计毛利率分别为 35%/44%/48%。

b、胶印油墨业务

2019 年，胶印油墨业务毛利率为 22.33%，综合疫情影响，预计 2020-2022 年，毛利率为 22%左右。

Figure2 公司主营业务毛利率预测（2020-2022 年）

主营业务		2019	2020E	2021E	2022E
教育培训业务	封闭培训	54.6%	54.3%	54.5%	54.6%
	K12 课外培训	49.0%	35.0%	44.0%	48.0%
	合计	52.3%	52.4%	52.3%	52.4%
胶印油墨业务		22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
合计		40.0%	40.5%	41.1%	41.7%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3) 期间费用率

由于龙门教育完全并表，2020 年上半年，公司销售费用率、管理费用率分别下降 1.5pct、1.6pct。2020-2022 年，预计销售费用率分别为 7.5%左右；管

理费用率分别为 7%左右；研发费用率为 1.5%左右。

Figure3 公司期间费用率预测（2020-2022 年）

财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.5%	7.5%	7.4%	7.3%
管理费用率	8.4%	7%	7.1%	7.2%
研发费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

（2）盈利预测

略调低公司 2020 年净利润，调高 2021-2022 年净利润。暂不考虑公司“职普融合”发展模式业务的贡献，2020-2022 年，我们预计公司归母公司净利润分别为 1.62 亿元、2.36 亿元、2.92 亿元、分别同比增长 101.72%/45.41%/23.56%，较上次预测变化分别为-2.24/17.79/7.94pct。

2、估值与评级

2020-2022 年，公司摊薄后 EPS 分别为 0.55 元、0.8 元、0.98 元，对应 PE 分别为 35.1 倍、24.1 倍、19.6 倍。2020 年，K12 可比上市公司 PE 估值为 12.8-62.7 倍，均值为 37 倍。我们认为，国内中高考升学培训属刚性需求，随着中高考竞争加剧，中职学生升学需求增加，公司外延式扩张开启，龙门教育兼具盈利性和成长性，公司是 A 股教育稀缺标的，可享有一定估值溢价，维持“增持”评级。

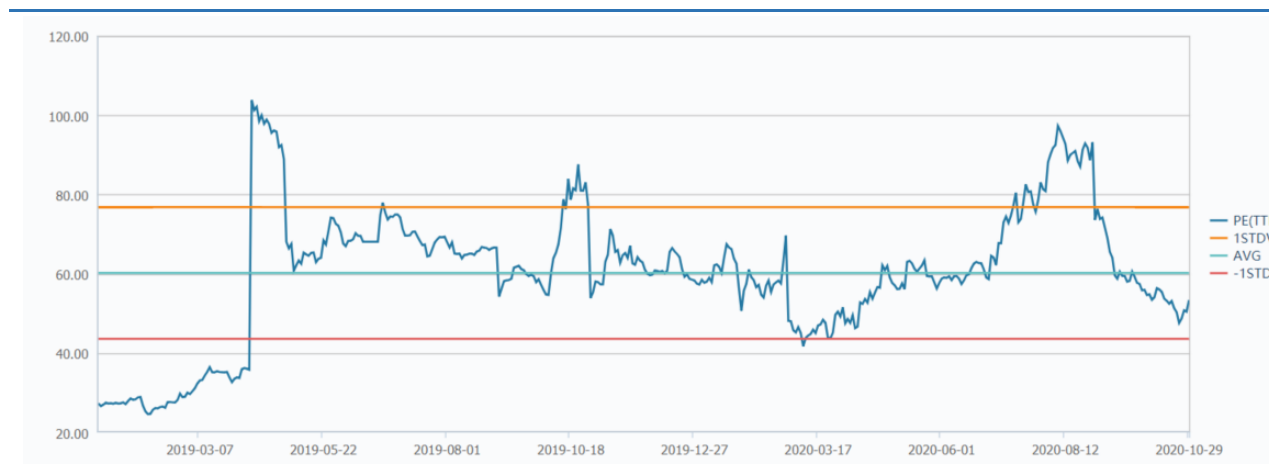
Figure4 国内外 K12 教育上市公司估值（2020/10/29）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
1769.HK	思考乐教育	19.40	0.19	0.31	0.45	102.11	62.74	43.49
3978.HK	卓越教育集团	2.82	0.17	0.22	0.29	16.59	12.82	9.72
EDU.N	新东方	165.90	2.75	3.80	5.23	60.33	43.66	31.72
TAL.N	好未来	66.52	0.88	2.19	3.48	75.59	30.37	19.11
	均值					67.96	37.02	25.42
300192.SZ	科斯伍德	19.18	0.27	0.55	0.80	70.75	35.07	24.12

资料来源：Wind、世纪证券研究所

注：新东方、好未来股价、每股收益为 USD，思考乐教育、卓越教育集团为 HKD

Figure5 科斯伍德历史估值走势



资料来源：Wind、世纪证券研究所

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	472.13	959.48	958.82	886.43	1042.82	1172.05
减：营业成本	383.47	601.14	558.92	522.23	586.56	633.59
营业税金及附加	4.31	7.88	6.91	4.43	5.21	5.86
营业费用	29.23	86.34	81.74	66.48	77.17	85.56
管理费用	46.23	72.72	80.37	62.05	74.04	84.39
财务费用	6.73	51.26	43.01	23.53	21.98	19.34
资产减值损失	1.30	85.07	-0.76	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	33.56	1.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-18.78	-20.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.85	69.84	169.88	207.70	277.86	343.32
加：其他非经营损益	2.83	1.95	0.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.68	71.79	170.00	207.70	277.86	343.32
减：所得税	0.67	13.25	29.34	31.16	41.68	51.50
净利润	3.01	58.54	140.66	176.55	236.18	291.82
减：少数股东损益	0.11	61.42	84.30	14.12	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	5.76	28.00	80.52	162.42	236.18	291.82
财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	18.78%	37.35%	41.71%	41.09%	43.75%	45.94%
三费/销售收入	17.41%	21.92%	21.39%	17.15%	16.61%	16.15%
EBIT/销售收入	1.51%	12.66%	22.06%	24.29%	26.75%	28.94%
EBITDA/销售收入	8.24%	18.33%	27.42%	32.49%	33.73%	32.78%
销售净利率	1.00%	8.69%	16.83%	19.92%	22.65%	24.90%
资产获利率						
ROE	0.82%	3.80%	9.86%	17.41%	21.41%	22.22%
ROA	0.43%	7.67%	13.32%	13.71%	15.31%	17.02%
ROIC	0.70%	9.45%	17.03%	19.67%	23.51%	34.95%
增长率						
销售收入增长率	-3.60%	103.22%	-0.07%	-7.55%	17.64%	12.39%
EBIT 增长率	-82.88%	1609.14%	74.14%	1.78%	29.59%	21.59%
EBITDA 增长率	-46.58%	352.22%	49.51%	9.52%	22.12%	9.25%
净利润增长率	-86.88%	1664.64%	93.60%	9.38%	33.77%	23.56%
总资产增长率	110.08%	-4.88%	0.36%	-1.13%	16.01%	9.41%
股东权益增长率	0.13%	4.26%	10.90%	14.32%	18.21%	19.03%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。