

科德教育 (300192.SZ)
疫情反复拖累业绩增长，密切关注异地扩张进程

2021年04月29日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）
黄沛帆（联系人）

renlang@kysec.cn

huangpeifan@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790120070081

日期	2021/4/28
当前股价(元)	12.54
一年最高最低(元)	28.78/11.70
总市值(亿元)	37.25
流通市值(亿元)	24.40
总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	1.95
近3个月换手率(%)	314.46

中小盘研究团队
● 商誉减值导致业绩不及预期，关注后续异地扩张进程

公司公告了2020年报及2021一季报，2020年实现营收8.49亿元（-11.47%），归母净利润1.14亿元（+42.00%）。其中2020Q4实现营收2.34亿元（-10.96%），归母净利润-0.04亿元（-128.45%），业绩低于预期主要是由于疫情影响下龙门教育新计提3615万元商誉减值。此外，2021Q1实现营收2.13亿元（+24.90%），归母净利润0.32亿元（+46.83%），主要系龙门教育2020年4月后100%并表带动。考虑到疫情延缓招生进程以及中补政策影响，我们下调2021-2022年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.69（-0.70）/2.09（-0.77）/2.40亿元，对应EPS为0.57（-0.24）/0.70（-0.26）/0.81元，当前股价对应PE为22.0/17.9/15.5倍，但随着公司在全国各省异地扩张布局逐步落地，公司有望成长为全国中高考升学龙头，维持“买入”评级。

● 疫情叠加中补政策拖累业绩增长，油墨业务剥离推进中

疫情冲击下2020Q1公司全封闭培训无法正常进行，中高考延期举行拖累冲刺班等暑假短期班业务开展。同时，疫情反复也使得2020秋季中高考封闭式补习业务招生不达预期，而中补政策也导致公司中考补习业务招生人数有所降低。为应对疫情，公司新增周内托管班、周末班等封闭式短期新业务，有效开拓了增量市场。此外，公司计划将油墨制造业务相关的全部资产、债权债务及资源进行整合划转至全资子公司，为后续剥离做好准备，未来公司将转型成为纯教育公司。

● 异地扩张加速布局，中高考升学龙头可期

在稳固陕西基本盘的同时，公司正在全国各省积极进行异地扩张举措，目前已在长沙、合肥、天津、河南等省市进行异地扩张布局，其中河南的学校已经完成工商变更登记，并拟与慧闻少林集团合作，加快异地复制的进程。未来公司将继续推进中职、普高及中高考复读业务的异地扩张，科德教育有望凭借其全封闭的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西，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-携手慧闻少林武术文化，职普融合更进一步》-2021.3.25

《中小盘信息更新-拟收购河南毛坦高级中学，异地城市、模式双扩张》-2021.3.21

《中小盘信息更新-异地扩张步伐加速，聚焦教育主业》-2021.2.22

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	959	849	1,019	1,170	1,363
YOY(%)	-0.1	-11.5	20.0	14.9	16.5
归母净利润(百万元)	81	114	169	209	240
YOY(%)	187.6	42.0	47.8	23.4	14.8
毛利率(%)	41.7	43.0	40.7	40.7	40.2
净利率(%)	8.4	13.5	16.6	17.8	17.6
ROE(%)	16.5	15.2	17.2	16.0	15.5
EPS(摊薄/元)	0.27	0.38	0.57	0.70	0.81
P/E(倍)	46.3	32.6	22.0	17.9	15.5
P/B(倍)	4.6	4.1	3.5	2.9	2.5

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	690	837	1010	1095	1448
现金	435	523	643	688	962
应收票据及应收账款	155	196	225	258	305
其他应收款	3	18	7	22	12
预付账款	15	18	22	24	30
存货	54	53	81	73	108
其他流动资产	27	29	32	30	31
非流动资产	958	882	876	858	842
长期投资	24	23	23	22	21
固定资产	208	192	205	209	218
无形资产	36	34	30	25	21
其他非流动资产	690	632	619	602	583
资产总计	1648	1718	1886	1953	2290
流动负债	427	516	556	480	642
短期借款	122	35	35	35	35
应付票据及应付账款	67	117	112	151	158
其他流动负债	238	364	409	294	449
非流动负债	223	297	236	171	106
长期借款	223	296	235	170	105
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	650	813	792	651	748
少数股东权益	182	-6	13	13	13
股本	243	297	297	297	297
资本公积	201	122	122	122	122
留存收益	373	488	676	884	1124
归属母公司股东权益	816	912	1081	1289	1529
负债和股东权益	1648	1718	1886	1953	2290

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	959	849	1019	1170	1363
营业成本	559	484	604	694	815
营业税金及附加	7	4	6	6	7
营业费用	82	66	87	105	116
管理费用	80	50	82	99	123
研发费用	15	15	16	18	22
财务费用	22	18	7	5	1
资产减值损失	-1	-40	0	0	0
其他收益	5	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	196	174	221	245	282
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	196	174	221	245	282
所得税	31	36	33	37	42
净利润	165	137	188	209	240
少数股东损益	84	23	19	0	0
归母净利润	81	114	169	209	240
EBITDA	256	229	260	285	320
EPS(元)	0.27	0.38	0.57	0.70	0.81

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.1	-11.5	20.0	14.9	16.5
营业利润(%)	89.3	-11.0	27.0	11.1	14.8
归属于母公司净利润(%)	187.6	42.0	47.8	23.4	14.8
获利能力					
毛利率(%)	41.7	43.0	40.7	40.7	40.2
净利率(%)	8.4	13.5	16.6	17.8	17.6
ROE(%)	16.5	15.2	17.2	16.0	15.5
ROIC(%)	14.0	10.1	12.9	12.8	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	39.4	47.3	42.0	33.3	32.7
净负债比率(%)	-1.9	-3.7	-28.7	-32.5	-49.5
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.3	2.3
速动比率	1.4	1.4	1.6	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.7	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	6.6	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.38	0.57	0.70	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.51	1.11	0.49	1.28
每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.04	3.60	4.31	5.11
估值比率					
P/E	46.3	32.6	22.03	17.85	15.54
P/B	4.6	4.1	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	15.1	16.1	13.1	11.6	9.3

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	244	153	330	147	381
净利润	165	137	188	209	240
折旧摊销	51	49	46	51	56
财务费用	22	18	7	5	1
投资损失	-2	0	0	0	0
营运资金变动	3	-104	89	-117	84
其他经营现金流	5	52	0	0	0
投资活动现金流	65	-207	-42	-32	-41
资本支出	36	20	-6	-17	-15
长期投资	-0	-195	1	1	1
其他投资现金流	101	-382	-47	-48	-55
筹资活动现金流	-157	156	-167	-70	-65
短期借款	27	-87	0	0	0
长期借款	-85	73	-61	-65	-64
普通股增加	0	54	0	0	0
资本公积增加	0	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-99	194	-106	-5	-1
现金净增加额	153	100	120	45	275

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