

**证券研究报告—动态报告**

社会服务

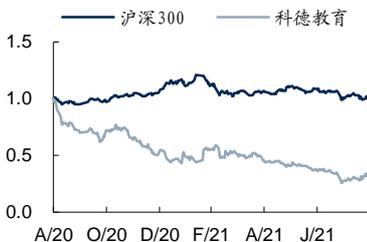
教育

**科德教育(300192)**
**增持**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	297/196
总市值/流通(百万元)	2,540/1,673
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	28.13/7.09

**相关研究报告:**

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17  
 《国信证券-社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策带来信心》——2020-03-15  
 《国信证券-行业快评: 再融资新规下, 关注优质赛道+外延逻辑龙头成长》——2020-02-19  
 《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

**联系人: 张鲁**

电话: 010-88005377  
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**多因素致龙门短期承压 关注新校区落地验证**
**● 2021H1 实现归母净利润 5014 万元, 同比下滑 19%**

2021H1, 公司营收 4.44 亿元/+16%, 实现归母净利润 5014 万元/-19%, 扣非归母净利润 4888 万元/-20%, 系主营业务增长结构原因, EPS 为 0.17 元。2021Q2, 公司营收 2.31 亿元/+8%, 归母净利润 1830 万元/-54%, 扣非归母净利润 1737 万元/-56%。

**● 多因素致龙门教育短期承压, K12 或处置, 油墨业务恢复良好**

2021H1, 教育子公司龙门教育实现收入 2.55 亿元/+4.2%, 归母净利润 6267 万元/-25.3%, 其中**职校+复读业务**营业收入 1.30 亿元/-25.8%, 系中考复读环境改变以及 20 年秋季疫情扰动, 但部分被收购天津旅外学校收入、业绩贡献所抵消;**K12 业务**实现营业收入 1.17 亿元/+77.5%, “双减”政策背景下, 公司 K12 业务未来不排除处置的可能性;**教育科技业务**实现收入 62 万元/+ 75.3%。油墨业务实现收入 1.93 亿元/+37.2%, 净利润扭亏为盈, 疫情后恢复节奏良好, 同时前期公告拟将油墨业务进行剥离, 未来关注整合进展。公司**毛利率**为 37.7%, 同比 -5.7pct, 系油墨业务占比提升所致;**净利率**为 14.1%, 同比 -7.7pct; 期间费率同比 +4.0pct, 其中销售/管理/研发费率分别上升 2.4pct/2.1pct/0.1pct, 研发费率同比下滑 0.6pct。

**● 监管趋严 K12 业务亟需转型, 职普联合战略稳步推进**

2021 年 7 月落地的“双减”政策明确规范校外培训行为, 公司 K12 业务不排除处置剥离的可能性。自 2020 年中旬开始, 公司职普联合战略稳步推进, 陆续公告与厦门倍凡教育签订战略合作协议、收购长沙职业中专 51% 股权、收购合肥龙翔高复学校 70% 股权意向性协议、收购天津旅外职业高中 100% 股权(已完成工商变更)、成功收购河南毛坦高级中学 60% 股权等, 今年将进入成果的验证回收期。

**● 风险提示: 行业政策趋严; 招生不达预期; 龙门教育团队流失等。**
**● 密切跟踪异地校区落地和验证, 维持“增持”评级**

综合考虑校区业务增量以及业务整合节奏, 预计公司整体 21-23 年 EPS0.39/0.49/0.55 元(原为 0.57/0.69/0.81 元), 对应估值水平为 33/27/24x, 维持增持评级, 后续密切关注新校区招生进展和模式验证。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	959	849	932	898	969
(+/-%)	0%	-11%	10%	-4%	8%
净利润(百万元)	81	114	117	147	164
(+/-%)	188%	42%	3%	25%	12%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.38	0.39	0.49	0.55
EBIT Margin	24%	29%	15%	21%	21%
净资产收益率(ROE)	10%	13%	12%	13%	13%
市盈率(PE)	40	34	33	27	24
EV/EBITDA	14	17	33	21	21
市净率(PB)	4	4	4	3	3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

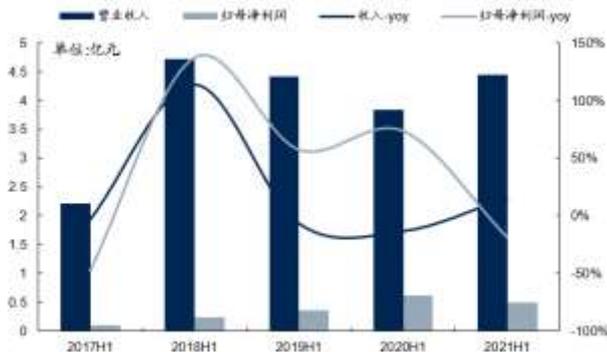
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2021H1 实现归母净利润 5014 万元，同比下滑 19%

2021H1，公司实现营收 4.44 亿元，同比增长 15.69%；实现归母净利润 5014 万元，同比下滑 18.90%，系主营业务增长结构原因；扣非归母净利润为 4888 万元，同比下滑 19.83%，EPS 为 0.17 元。

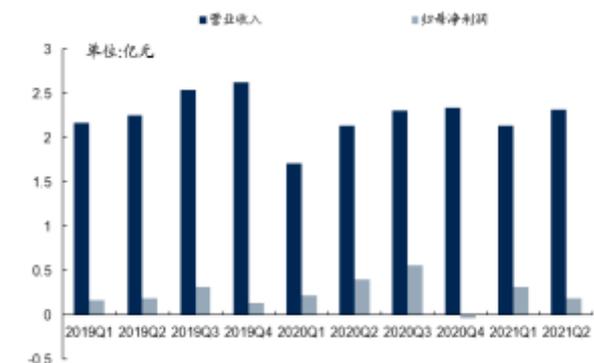
2021Q2，公司实现营收 2.31 亿元，同比增长 8.32%，归母净利润盈利 1830 万元，同比下滑 54.40%，扣非归母净利润盈利 1737 万元，同比下滑 56.18%。

图 1：科德教育 2017H1 至今营收、归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

图 2：科德教育 2019Q1 至今分季度营收、归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 多因素导致龙门教育短期承压，K12 业务或进行处置，油墨业务恢复良好

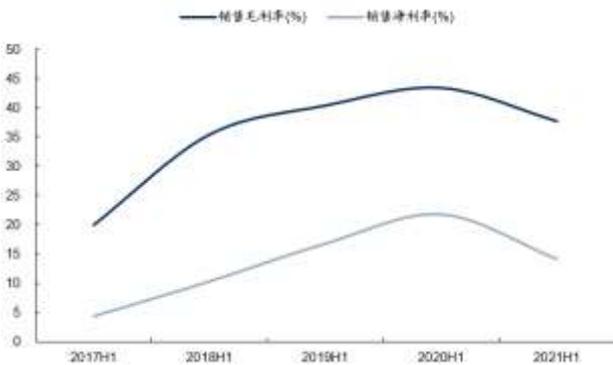
2021H1，分业务来看，公司教育子公司龙门教育期内实现收入 2.55 亿元，同比增长 4.2%，实现归母净利润 6267 万元，同比下滑 25.3%，具体看**职校和复读业务**实现营业收入 1.30 亿元，同比下滑 25.8%，主要系中考复读环境改变以及 20 年秋季疫情扰动（2020 年秋季学年延至 2021 年上半年为同一批学生），但部分被收购天津旅外学校收入、业绩贡献所抵消；**K12 业务**实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 77.49%，在“双减”政策背景下，公司 K12 业务未来不排除处置的可能性；**教育科技业务**实现收入 62 万元，同比增长 75.3%。**油墨业务**实现收入 1.93 亿元，同比增长 37.15%，净利润实现扭亏为盈，疫情后业务恢复节奏良好，同时前期公司公告拟将油墨业务划转至子公司进行剥离，未来需关注公司业务整合进展。

图 3：2021H1 公司营业收入构成

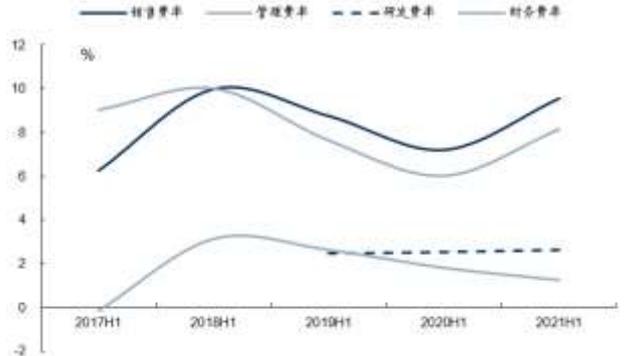


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021H1, 公司毛利率为 37.71%, 同比-5.69pct, 毛利率下滑预计受低毛利率油墨业务占比提升所致; 公司净利率为 14.12%, 同比-7.65pct; 公司期间费率同比上升 4.02pct, 其中销售/管理/研发费率分别上升 2.36pct/2.14pct/0.08pct, 研发费率同比下滑 0.56pct。

**图 4: 公司毛利率与净利率变化**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

**图 5: 公司各项期间费用率变化**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 监管趋严 K12 业务亟需转型, 职普联合战略稳步推进

**监管趋严 K12 业务亟需转型, 职普联合战略稳步推进。**2021 年 7 月落地的“双减”政策明确提出坚持从严治理, 全面规范校外培训行为。公司的 K12 学科类培训机构的经营严重受限, 未来不排除处置剥离的可能性。自 2020 年中旬开始, 公司职普联合战略稳步推进, 陆续公告与厦门倍凡教育签订战略合作协议、收购长沙职业中专 51% 股权的意向性协议、收购合肥龙翔高复学校 70% 股权意向性协议、收购天津旅外职业高中 100% 股权 (已完成工商变更)、成功收购河南毛坦高级中学 60% 股权, 以及与慧闻集团就全国范围内拓展中等职业学校和普通高中教育业务, 签署战略合作框架协议。收购成功后, 新校区将会嫁接龙门全封闭文化课程, 依托龙门教育在西安多年的升学经验积累, 龙门教育的新校区未来招生培育期已经拥有较为的基础条件, 今年将进入成果的验证回收期, 建议关注后续异地校区运营收购进展。

### 投资建议: 密切跟踪异地校区落地和验证, 维持“增持”评级

综合考虑校区业务增量以及业务整合节奏, 预计公司整体 21-23 年 EPS0.39/0.49/0.55 元 (原为 0.57/0.69/0.81 元), 对应估值水平为 33/27/24x, 维持增持评级, 后续密切关注新校区招生进展和模式验证。

### 风险提示

教育行业政策监管趋严; 新校区招生不达预期; 股东减持; 龙门教育创始团队流失等。

**附表: 重点公司盈利预测及估值**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-8-30	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
002607	中公教育	买入	10.66	0.37	0.48	0.65	28.53	22.03	16.44	19.16
000526	学大教育	增持	19.05	0.37	0.48	0.69	50.99	39.36	27.70	22.62
002621	美吉姆	增持	4.69	-0.58	0.08	0.09	-8.11	60.40	49.68	2.88
300010	豆神教育	增持	4.64	-2.96	0.05	0.49	-1.57	102.89	9.41	1.20

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	523	411	(200)	311	营业收入	849	932	898	969
应收款项	213	234	226	244	营业成本	484	608	537	576
存货净额	53	65	57	61	营业税金及附加	4	7	7	7
其他流动资产	44	81	78	48	销售费用	66	87	81	88
<b>流动资产合计</b>	<b>837</b>	<b>794</b>	<b>164</b>	<b>667</b>	管理费用	50	92	85	91
固定资产	193	191	190	188	财务费用	18	21	27	20
无形资产及其他	34	733	731	730	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	632	632	632	632	资产减值及公允价值变动	40	0	0	0
长期股权投资	23	22	21	20	其他收入	(93)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1718</b>	<b>2372</b>	<b>1738</b>	<b>2237</b>	营业利润	174	116	161	187
短期借款及交易性金融负债	193	809	299	651	营业外净收支	(0)	10	0	0
应付款项	117	105	91	98	<b>利润总额</b>	<b>174</b>	<b>126</b>	<b>161</b>	<b>187</b>
其他流动负债	206	169	150	161	所得税费用	36	19	24	28
<b>流动负债合计</b>	<b>516</b>	<b>1083</b>	<b>540</b>	<b>911</b>	少数股东损益	23	(10)	(10)	(5)
长期借款及应付债券	296	296	96	96	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>147</b>	<b>164</b>
其他长期负债	1	1	1	3					
<b>长期负债合计</b>	<b>297</b>	<b>297</b>	<b>97</b>	<b>99</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>813</b>	<b>1380</b>	<b>637</b>	<b>1009</b>	净利润	114	117	147	164
少数股东权益	(6)	(14)	(22)	(26)	资产减值准备	36	(1)	(1)	(1)
股东权益	912	1006	1123	1254	折旧摊销	32	25	27	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1718</b>	<b>2372</b>	<b>1738</b>	<b>2237</b>	公允价值变动损失	(40)	0	0	0
					财务费用	18	21	27	20
关键财务与估值指标					营运资本变动	114	(118)	(14)	26
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(16)	(7)	(7)	(3)
每股收益	0.38	0.39	0.49	0.55	<b>经营活动现金流</b>	240	17	151	215
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.11	资本开支	(86)	(722)	(24)	(24)
每股净资产	3.07	3.39	3.78	4.22	其它投资现金流	6	0	0	0
ROIC	14%	7%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	(79)	(721)	(23)	(23)
ROE	13%	12%	13%	13%	权益性融资	294	0	0	0
毛利率	43%	35%	40%	41%	负债净变化	(223)	0	(200)	0
EBIT Margin	29%	15%	21%	21%	支付股利、利息	(17)	(23)	(29)	(33)
EBITDA Margin	33%	17%	24%	24%	其它融资现金流	113	616	(510)	352
收入增长	-11%	10%	-4%	8%	<b>融资活动现金流</b>	(73)	592	(739)	320
净利润增长率	42%	3%	25%	12%	<b>现金净变动</b>	<b>88</b>	<b>(112)</b>	<b>(611)</b>	<b>511</b>
资产负债率	47%	58%	35%	44%	货币资金的期初余额	435	523	411	(200)
息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	货币资金的期末余额	523	411	(200)	311
P/E	34.2	33.4	26.7	23.9	企业自由现金流	253	(698)	148	206
P/B	4.3	3.9	3.5	3.1	权益自由现金流	143	(100)	(585)	542
EV/EBITDA	17.1	32.5	21.2	20.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032