

## 科德教育 (300192.SZ)

# 高分红回馈股东献诚意，参股 AI 芯片公司潜力显现 有望带动价值重估

2024 年 04 月 28 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/4/26
当前股价(元)	10.61
一年最高最低(元)	18.88/5.64
总市值(亿元)	34.92
流通市值(亿元)	24.35
总股本(亿股)	3.29
流通股本(亿股)	2.30
近 3 个月换手率(%)	463.44

初敏（分析师）	李睿娴（联系人）
chumin@kysec.cn	liruixian@kysec.cn
证书编号：S0790522080008	证书编号：S0790122120005

● **业绩符合预期，教育业务稳健增长，派息 64% 加强股东回报**  
2023 年实现收入 7.71 亿元，同比-2.94%；其中 2024Q1 实现收入 1.88 亿元，同比+10.46%。2023 年实现归母净利润 1.39 亿元，同比+83.6%，归母净利率 17.96%，同比+8.64pct，其中 2024Q1 归母净利润 4074 万元，同比+13.94%，归母净利率 21.72%，同比+0.66pct。收入略微下降主因 2022 年底 K12 业务剥离，教育业务稳健增长、油墨业务毛利率回归正常，带动利润大幅提升。公司宣布现金分红 8887 万元，分红率 64%，股息率 2.5%，高分红回馈股东献诚意。我们预计 2024 年扩大招生将带来部分销售费用增加，因此下调 2024-2025 年，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.68/2.01/2.35 亿元（原预测 2024-2025 年为 1.85/2.3 亿元），yoy+21.7%/+19.7%/+17.0%，对应 EPS 0.51/0.61/0.71 元，当前股价对应 PE 为 20.7/17.4/14.9 倍，维持“买入”评级。

● **中职业务稳步发展，后续“内生+外延”可期，油墨业务成本显著改善**  
分业务看，2023 年职校和复读产品收入为 3.53 亿元，同比+23.74%，油墨业务 4.14 亿元，同比+7.49%。教育业务净利润约为 9549 万元，中昊芯英贡献 736 万元投资收益（长期股权投资）。**毛利率**：2023 年公司毛利率为 33.26%，同比+2.39pct；其中教育业务毛利率 48.35%，同比-2.25pct；油墨业务毛利率 20.33%，同比+10.33pct，一是原材料成本回归正常，二是高附加值环保油墨产品占比提升。**费用率**：2023 年销售费用率 4%，同比-3.73pct，管理费用率 6.25%，同比-1.18pct。往后再看，升学类中职稀缺性高，教学优、运营优的公司复制扩张空间广阔。

● **参股 AI 芯片公司中昊芯英，掌握 TPU 国产替代核心技术有望带动价值重估**  
2023 年中昊芯英实现收入 4.85 亿元，归母净利润 8133 万元，不仅大幅超过对赌协议（2023 年营收不低于 2.08 亿元），同时实现 16.8% 的净利率，业务与上市公司「寒武纪-U」较为相似。中昊芯英作为 AI 国产替代中的重要一环，掌握 AI 训练芯片 TPU 的核心技术。谷歌 90% 以上的 AI 训练都使用 TPU 芯片，相比 GPU，TPU 在不影响深度学习效果的前提下大幅降低功耗、加快运算速度。中昊芯英研发的训练芯片已完成流片，并签署采购和封装协议。公司持有中昊芯英 7.8% 的股权，该部分价值有望重估。

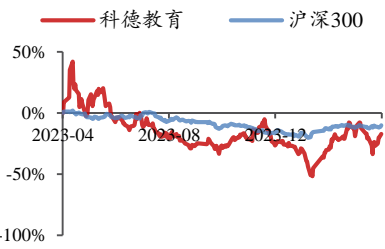
● **风险提示**：新校区建设、招生爬坡不及预期，中昊芯英销售不及预期等风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	795	771	878	1,005	1,126
YOY(%)	-7.3	-2.9	13.9	14.4	12.1
归母净利润(百万元)	75	139	168	201	235
YOY(%)	116.9	83.6	21.6	19.3	17.0
毛利率(%)	30.9	33.3	36.4	37.5	39.1
净利率(%)	9.5	18.0	19.2	20.0	20.9
ROE(%)	10.7	15.1	16.0	16.0	16.0
EPS(摊薄/元)	0.23	0.42	0.51	0.61	0.71
P/E(倍)	46.3	25.2	20.7	17.4	14.9
P/B(倍)	4.7	3.9	3.3	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《“升学”为核发力中职赛道，经验复用整合效果明显—公司深度报告》  
-2024.2.18

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	646	585	598	626	785	<b>营业收入</b>	795	771	878	1005	1126
现金	332	294	369	402	513	营业成本	549	515	559	628	686
应收票据及应收账款	178	195	89	105	110	营业税金及附加	4	5	4	5	5
其他应收款	30	16	36	23	43	营业费用	61	31	35	37	39
预付账款	2	2	3	3	4	管理费用	59	48	53	60	68
存货	66	53	76	68	90	研发费用	16	17	18	20	23
其他流动资产	38	25	25	25	25	财务费用	-2	-1	-5	-1	2
<b>非流动资产</b>	451	577	708	839	967	资产减值损失	-1	-1	0	0	0
长期投资	0	146	293	440	589	其他收益	1	3	2	2	2
固定资产	169	161	161	162	157	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	47	45	44	44	44	投资净收益	-8	5	-1	-1	-1
其他非流动资产	235	224	210	193	177	资产处置收益	2	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1097	1161	1306	1465	1752	<b>营业利润</b>	100	161	216	256	304
<b>流动负债</b>	323	259	235	195	244	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	166	99	78	41	85	<b>利润总额</b>	99	161	216	256	304
其他流动负债	158	160	157	154	160	所得税	20	28	47	56	67
<b>非流动负债</b>	33	21	21	21	21	<b>净利润</b>	80	133	168	200	237
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	-5	-0	-1	2
其他非流动负债	33	21	21	21	21	<b>归属母公司净利润</b>	75	139	168	201	235
<b>负债合计</b>	356	280	256	215	265	EBITDA	132	197	249	291	341
少数股东权益	2	-4	-4	-5	-3	EPS(元)	0.23	0.42	0.51	0.61	0.71
股本	329	329	329	329	329	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	400	409	409	409	409	<b>成长能力</b>					
留存收益	15	153	321	521	759	营业收入(%)	-7.3	-2.9	13.9	14.4	12.1
<b>归属母公司股东权益</b>	739	886	1054	1255	1490	营业利润(%)	122.9	61.1	33.8	18.8	18.9
<b>负债和股东权益</b>	1097	1161	1306	1465	1752	归属于母公司净利润(%)	116.9	83.6	21.6	19.3	17.0
<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>获利能力</b>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	30.9	33.3	36.4	37.5	39.1
<b>经营活动现金流</b>	164	274	252	209	290	净利率(%)	9.5	18.0	19.2	20.0	20.9
净利润	80	133	168	200	237	ROE(%)	10.7	15.1	16.0	16.0	16.0
折旧摊销	42	44	40	44	48	ROIC(%)	9.5	14.1	15.4	15.4	15.3
财务费用	-2	-1	-5	-1	2	<b>偿债能力</b>					
投资损失	8	-5	1	1	1	资产负债率(%)	32.5	24.1	19.6	14.7	15.1
营运资金变动	12	66	47	-36	2	净负债比率(%)	-42.3	-32.3	-35.1	-32.1	-34.5
其他经营现金流	25	36	-0	-0	-0	流动比率	2.0	2.3	2.5	3.2	3.2
<b>投资活动现金流</b>	-118	-154	-172	-176	-177	速动比率	1.8	2.0	2.2	2.8	2.8
资本支出	33	39	24	28	28	<b>营运能力</b>					
长期投资	-23	-117	-147	-147	-148	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
其他投资现金流	-61	2	-1	-1	-1	应收账款周转率	7.2	7.0	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金流</b>	-117	-108	-5	1	-2	应付账款周转率	4.6	6.5	14.2	0.0	0.0
短期借款	-90	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.42	0.51	0.61	0.71
普通股增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.83	0.76	0.63	0.88
资本公积增加	0	9	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.69	3.20	3.81	4.53
其他筹资现金流	-27	-116	-5	1	-2	<b>估值比率</b>					
<b>现金净增加额</b>	-68	12	74	33	111	P/E	46.3	25.2	20.7	17.4	14.9
						P/B	4.7	3.9	3.3	2.8	2.3
						EV/EBITDA	24.0	16.3	12.5	10.6	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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