

科斯伍德 (300192.SZ)

龙门教育逆势实现净利增长; 探索职普联合模式有望推进异地扩张

公司评级

买入

当前价格

27.42 元

合理价值

32.07 元

前次评级

买入

报告日期

2020-08-31

核心观点:

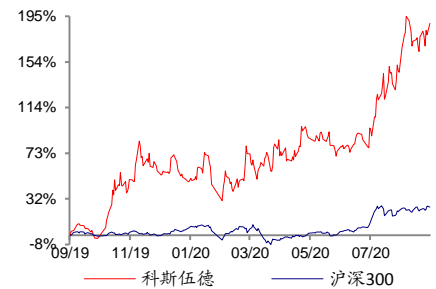
- **事件: 科斯伍德发布 2020 年半年度报告。**公司上半年实现营业收入 3.84 亿元, 同比下滑 13.1%。实现归母净利润 0.62 亿元, 同比增长 73.5%。拆解结构来看, 上半年油墨印刷传统业务营收为 1.41 亿元, 疫情影响之下同比下滑 22.26%; 教育业务营收为 2.44 亿元, 同比下滑 5.7%, 上半年上市公司层面实现龙门教育 100% 并表。
- **龙门教育实现 100% 并表, 净利逆势增长; 探索“职普联合”模式有望推进异地扩张。**公司教育业务主要依托龙门教育开展三项业务, 分别为全封闭补习培训、K12 课外培训以及教学软件及课程销售。全封闭补习培训是主要营收贡献, 目前共有 6 个校区, 春季在校人数达 11429 人, 相比 2019 年春季的 10856 人有所提升, 疫情之下招生规模持续扩大。K12 课外培训受疫情影响, 20H1 营收有一定幅度下滑, 但疫情期间公司积极探索 OMO 新模式。教学科技产品板块, 疫情期间相应团队积极调整以支持集团内其他板块线上教学需求, 软件销售份额相比去年略有下降。整体来看, 龙门教育 20H1 实现营收 2.44 亿元, 同比下降 5.7%; 实现归母净利润 0.81 亿元, 同比增长 13.27%。教育业务拓展方面, 公司积极探索“职普融合”发展战略, 上半年公司还与倍凡教育签订战略合作, 新模式下异地扩张有望推进。
- **投资建议。**我们预计公司归母净利润分别为 1.96、2.38、2.93 亿元, EPS 分别为 0.66、0.80、0.99 元/股。考虑公司所处赛道以及公司在西安地区全封闭培训领域的市场地位, 我们给予公司 21 年 40X PE, 对应合理价值 32.07 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**异地扩张不及预期; K12 培训行业竞争加剧。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	959	959	924	1,029	1,203
增长率 (%)	103.2%	-0.1%	-3.6%	11.4%	16.9%
EBITDA (百万元)	227	268	252	297	369
归母净利润 (百万元)	28	81	196	238	293
增长率 (%)	385.7%	187.6%	143.2%	21.6%	23.1%
EPS (元/股)	0.12	0.33	0.66	0.80	0.99
市盈率 (P/E)	75.71	42.23	41.60	34.20	27.78
ROE (%)	3.8%	9.9%	12.2%	12.9%	13.7%
EV/EBITDA	10.21	12.63	28.97	23.73	18.25

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-60759783



yeminting@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、龙门教育 100%并表，上半年净利逆势增长.....	4
二、盈利预测和投资建议.....	5
三、风险提示.....	6

图表索引

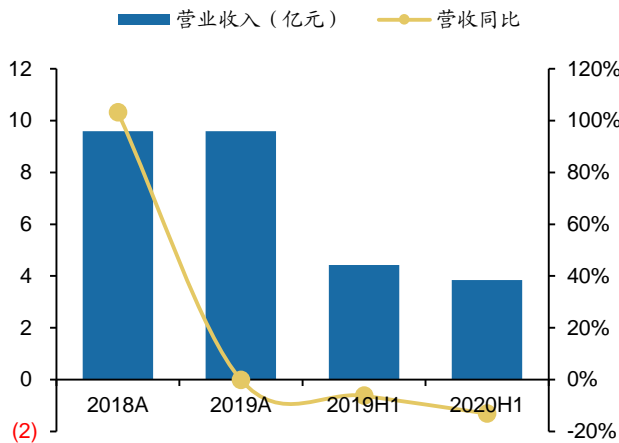
图 1: 科斯伍德营业收入.....	4
图 2: 科斯伍德归母净利.....	4
图 3: 龙门教育营业收入.....	5
图 4: 龙门教育归母净利.....	5

表 1: 科斯伍德营收预测.....	5
表 2: 科斯伍德可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.8.31 收盘)	6

一、龙门教育 100%并表，上半年净利逆势增长

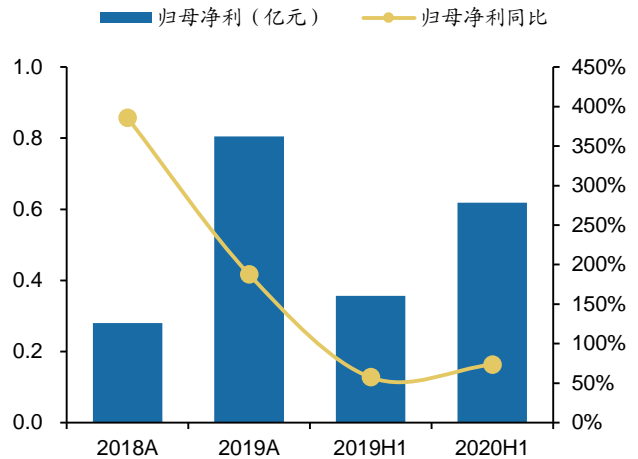
科斯伍德发布2020年半年度报告。公司上半年实现营业收入3.84亿元，同比下滑13.1%。实现归母净利0.62亿元，同比增长73.5%。拆解结构来看，上半年油墨印刷传统业务营收为1.41亿元，疫情影响之下同比下滑22.26%；教育业务营收为2.44亿元，同比下滑5.7%，上半年上市公司层面实现龙门教育100%并表。

图 1：科斯伍德营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

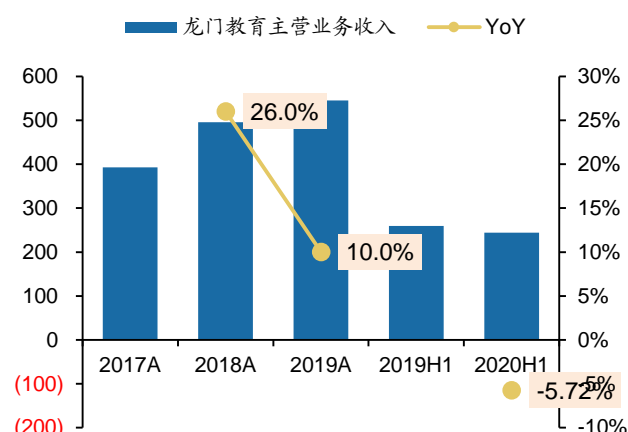
图 2：科斯伍德归母净利



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

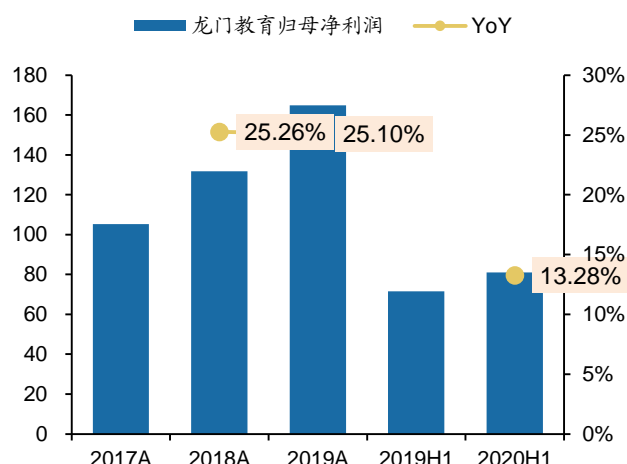
公司教育业务主要依托龙门教育开展三项业务，分别为全封闭补习培训、K12课外培训以及教学软件及课程销售。全封闭补习培训是主要营收贡献，目前共有6个校区，春季在校人数达11429人，相比2019年春季的10856人有所提升，疫情之下招生规模持续扩大。K12课外培训受疫情影响，20H1营收有一定幅度下滑，但疫情期间公司积极探索OMO新模式。教学科技产品板块，疫情期间相应团队积极调整以支持集团内其他板块线上教学需求，软件销售份额相比去年略有下降。整体来看，龙门教育20H1实现营收2.44亿元，同比下降5.7%；实现归母净利0.81亿元，同比增长13.27%。

图 3: 龙门教育营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 龙门教育归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

科斯伍德目前油墨业务以及教育业务双主业并行，上半年完成对龙门教育的100%并表，考虑公司教育业务的持续拓展，我们调整对公司的盈利预测。具体来看：

(1) 教育业务：考虑公司全封闭业务未来在西安地区的成长，以及异地扩张，我们预计公司教育业务2020-2022年营收增速分别为8.4%、21.9%、25.9%。毛利率维持高位，2020-2022年分别为53.0%、54.4%、54.9%。

(2) 油墨业务：考虑疫情影响及公司未来的战略调整，预计公司油墨业务2020-2022年营收增速分别为-20%、-8%、-5%；毛利率分别为22.0%、22.0%、22.0%。

基于以上营收预测，我们预计公司2020-2022年整体营收分别为9.24、10.29、12.03亿元，营收同比增速分别为-3.6%、11.4%、16.9%。公司归母净利润分别为1.96、2.38、2.93亿元，EPS分别为0.66、0.80、0.99元/股。2020/8/31收盘价对应PE分别为41.6、34.2、27.8倍。

表 1: 科斯伍德营收预测

项目 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
油墨印刷业务	407.10	325.68	299.63	284.65
YoY	-11.4%	-20.0%	-8.0%	-5.0%
毛利率	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
教育业务	551.72	598.20	729.46	918.67
YoY	10.3%	8.4%	21.9%	25.9%
毛利率	56.8%	53.0%	54.4%	54.9%
整体营收	958.82	923.88	1,029.09	1,203.31
YoY	-0.1%	-3.6%	11.4%	16.9%
毛利率	41.7%	42.1%	45.0%	47.1%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

以2019年业绩来看，上市公司层面实现归母净利0.81亿元，龙门教育整体实现归母净利1.65亿元，考虑公司在2019年时持有龙门教育49.76%的股权，龙门教育实现归属科斯伍德上市公司的净利为0.82亿元，上市公司层面净利基本由教育业务贡献，油墨业务不贡献也不拖累上市公司业绩。故我们选择教育公司作为上市公司可比公司探讨合理估值，不考虑公司油墨业务。我们选取豆神教育、紫光学大、中公教育作为公司的可比公司。豆神教育主营K12校外语文培训，基于Wind一致预期，2020/8/31收盘价对应21年PE为54.22X。紫光学大主营K12校外一对一培训，基于Wind一致预期，2020/8/31收盘价对应21年PE为85.48X。中公教育主营公考培训以及研究生考试培训，与科斯伍德所处细分赛道略有差别，基于Wind一致预期，2020/8/31收盘价对应21年PE为64.93X。考虑公司所处赛道以及公司在西安地区全封闭培训领域的市场地位，我们给予公司21年40X PE，对应2021年的合理市值为95.2亿元。

基于以上预测及假设，我们认为公司的合理价值为32.07元/股，给予“买入”评级。

表 2: 科斯伍德可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2020.8.31收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
科斯伍德	300192.SZ	K12培训	81.44	0.33	0.66	0.80	34.88	41.60	34.20
豆神教育	300010.SZ	K12培训	169.50	0.04	0.09	0.36	26.35	216.89	54.22
紫光学大	000526.SZ	K12培训	66.61	0.14	0.05	0.81	92.54	1384.80	85.48
中公教育	002607.SZ	职业教育	2,202.38	0.29	0.40	0.55	38.06	89.28	64.93

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 科斯伍德盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

三、风险提示

- (一) K12校外培训市场竞争加剧
- (二) 异地扩张不及预期

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	637	690	1,378	1,641	2,003
货币资金	276	435	1,140	1,383	1,710
应收及预付	193	170	155	172	200
存货	64	54	51	54	61
其他流动资产	104	30	31	31	32
非流动资产	987	958	931	904	877
长期股权投资	26	24	24	24	24
固定资产	237	208	183	158	133
在建工程	4	4	4	4	4
无形资产	39	36	34	32	30
其他长期资产	681	685	685	685	685
资产总计	1,624	1,648	2,309	2,545	2,881
流动负债	419	427	301	300	342
短期借款	95	122	0	0	0
应付及预收	211	195	191	188	224
其他流动负债	113	110	110	111	118
非流动负债	308	223	223	223	223
长期借款	308	223	223	223	223
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	728	650	525	523	565
股本	243	243	297	297	297
资本公积	201	201	736	736	736
留存收益	293	373	569	807	1,101
归属母公司股东权益	736	816	1,602	1,840	2,134
少数股东权益	160	182	182	182	182
负债和股东权益	1,624	1,648	2,309	2,545	2,881

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	959	959	924	1,029	1,203
营业成本	601	559	535	566	636
营业税金及附加	8	7	4	4	5
销售费用	86	82	74	93	108
管理费用	73	80	74	82	96
研发费用	19	15	18	18	21
财务费用	26	22	0	0	0
资产减值损失	-85	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	2	11	17	12
营业利润	103	196	238	289	357
营业外收支	2	0	1	1	1
利润总额	105	196	239	290	358
所得税	16	31	43	52	64
净利润	89	165	196	238	293
少数股东损益	61	84	0	0	0
归属母公司净利润	28	81	196	238	293
EBITDA	227	268	252	297	369
EPS (元)	0.12	0.33	0.66	0.80	0.99

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	287	244	228	230	318
净利润	89	165	196	238	293
折旧摊销	54	51	32	32	32
营运资金变动	76	3	14	-22	7
其它	67	25	-14	-18	-14
投资活动现金流	-135	65	9	13	9
资本支出	-22	-35	-3	-4	-3
投资变动	-8	0	0	0	0
其他	-105	100	11	17	12
筹资活动现金流	-244	-157	468	0	0
银行借款	139	152	-122	0	0
股权融资	0	3	54	0	0
其他	-383	-312	536	0	0
现金净增加额	-91	153	705	243	327
期初现金余额	361	270	435	1,140	1,383
期末现金余额	270	422	1,140	1,383	1,710

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	103.2%	-0.1%	-3.6%	11.4%	16.9%
营业利润增长	1620%	89.3%	21.6%	21.7%	23.2%
归母净利润增长	385.7%	187.6%	143.2%	21.6%	23.1%
获利能力					
毛利率	37.3%	41.7%	42.1%	45.0%	47.1%
净利率	9.3%	17.2%	21.2%	23.1%	24.4%
ROE	3.8%	9.9%	12.2%	12.9%	13.7%
ROIC	10.7%	12.9%	8.7%	9.4%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	39.4%	22.7%	20.5%	19.6%
净负债比率	81.2%	65.1%	29.4%	25.9%	24.4%
流动比率	1.52	1.62	4.57	5.48	5.86
速动比率	1.34	1.45	4.35	5.24	5.63
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.58	0.40	0.40	0.42
应收账款周转率	7.66	7.55	8.11	8.11	8.11
存货周转率	14.94	17.79	18.01	18.95	19.72
每股指标 (元)					
每股收益	0.12	0.33	0.66	0.80	0.99
每股经营现金流	1.18	1.01	0.77	0.77	1.07
每股净资产	3.03	3.37	5.39	6.20	7.18
估值比率					
P/E	75.71	42.23	41.60	34.20	27.78
P/B	2.88	4.17	5.08	4.43	3.82
EV/EBITDA	10.21	12.63	28.97	23.73	18.25

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

吴桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。