

# 教育业务持续增长，深入探索“职普融合”发展战略

## ——科斯伍德 (300192.SZ) 2020H1 业绩点评

公司简报

◆**归母净利润大幅增长74%，业绩符合预期。**科斯伍德2020H1主营业务收入3.84亿元(-13.13%)，归属于上市公司股东净利润为0.62亿元(+73.54%)。公司业绩持续增长主要源于教育业务及时将线下课程转为线上，保证业务经营稳定；龙门教育100%股权于2020年4月开始全部并表。教育业务，龙门教育收入2.44亿元(-5.7%)，净利润0.84亿元(+13.51%)，归母净利润0.81亿元(+13.27%)。

◆**深入探索“职普融合”发展战略，春季在校生1.14万人次。**在中高考升学培训业务板块，公司完善“OMO混合式教学模式”，构建“知识”与“素养”并重、“线上”与“线下”结合的教育服务体系。2020H1龙门教育深入探索“职普融合”发展战略，西安培英育才职业高中获准成立。开设播音主持、美术绘画、药剂、医学检验、口腔医学技术等专业，有侧重性的开展相应的职业技能训练，实现“技能型”和“学术型”人才培养系统的连接。目前全封闭补习培训业务集中于西安，拥有6所校区和2个学习中心。

◆**完善“OMO混合式教学模式”，降低疫情的影响。**K12课外培训板块持续探索OMO混合式教学模式，以线下集训为基础、智能教学工具为辅助，配套线上跟踪教学系统，兼顾学习效率和效果。K12业务受疫情影响较大，2020H1营收下降，但公司积极应对全面开展线上教育拓宽思路，增加新的业务线，降低本次疫情对公司教育培训业务的影响。

◆**聚焦“三横三纵”业务规划，区域扩张战略持续推进。**“三横”即三个赛道：1)中高考升学；2)营利性民办职业学校；3)海外升学业务，“三纵”即具有特色和核心竞争力的服务手段：1)全封闭管理模式；2)模块化培训产品；3)科技服务手段。公司以龙门教育为起点与核心，以陕西西安地区为大本营，持续辐射更多区域，以实现教育板块业务增长持续强劲。

◆**盈利预测、投资评级和估值。**我们维持科斯伍德20-22年净利润预测为1.93/2.42/2.86亿元，对应EPS分别为0.70/0.88/1.04元，对应PE分别为26x/21x/18x，维持“买入”评级。

◆**风险提示：同业市场竞争风险、教育行业政策变化风险。**

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	959	959	1,072	1,236	1,413
营业收入增长率	103.22%	-0.07%	11.78%	15.29%	14.33%
净利润(百万元)	28	81	193	242	286
净利润增长率	385.73%	187.56%	140.06%	25.04%	18.19%
EPS(元)	0.12	0.33	0.70	0.88	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.80%	9.86%	19.15%	19.32%	18.59%
P/E	232	81	26	21	18
P/B	8.8	8.0	5.0	4.0	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月27日

## 买入(维持)

当前价：26.80元

### 分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

贾昌浩(执业证书编号：S0930520050002)

021-52523835

[jiachanghao@ebsec.com](mailto:jiachanghao@ebsec.com)

### 市场数据

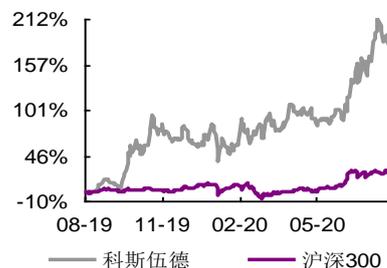
总股本(亿股)：2.97

总市值(亿元)：79.60

一年最低/最高(元)：9.00/28.78

近3月换手率：150.70%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.17	34.74	171.45
绝对	20.18	56.91	197.08

资料来源：Wind

### 相关研报

龙门教育超额完成业绩承诺，教育业务持续快速增长——科斯伍德(300192.SZ)2019年报和2020一季报点评

.....2020-04-29  
教育业务持续增长，并购事项稳步推进——科斯伍德(300192.SZ)2019年中报点评

.....2019-08-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	959	959	1,072	1,236	1,413
营业成本	601	559	536	618	706
折旧和摊销	38	36	26	29	35
税金及附加	8	7	8	9	10
销售费用	86	82	86	99	113
管理费用	73	80	80	99	113
研发费用	19	15	13	15	17
财务费用	26	22	98	94	92
投资收益	34	2	0	0	0
营业利润	103	196	295	352	404
利润总额	105	196	286	343	395
所得税	16	31	43	51	59
净利润	89	165	243	292	336
少数股东损益	61	84	50	50	50
归属母公司净利润	28	81	193	242	286
EPS(按最新股本计)	0.12	0.33	0.70	0.88	1.04

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	287	244	278	381	429
净利润	28	81	193	242	286
折旧摊销	38	36	26	29	35
净营运资金增加	196	-96	121	67	73
其他	24	224	-50	55	48
投资活动产生现金流	-135	65	-1	-125	-100
净资本支出	-22	-35	0	-100	-100
长期投资变化	26	24	0	0	0
其他资产变化	-139	77	-1	-25	0
融资活动现金流	-244	-157	-190	-94	-92
股本变化	0	0	33	0	0
债务净变化	-165	-58	-92	0	0
无息负债变化	44	-20	4	36	39
净现金流	-91	153	88	162	237

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.3%	41.7%	50.0%	50.0%	50.0%
EBITDA 率	15.7%	28.5%	38.9%	38.4%	37.6%
EBIT 率	10.0%	23.2%	36.5%	36.1%	35.1%
税前净利润率	11.0%	20.4%	26.7%	27.8%	28.0%
归母净利润率	2.9%	8.4%	18.0%	19.6%	20.2%
ROA	5.5%	10.0%	13.5%	13.7%	13.4%
ROE(摊薄)	3.8%	9.9%	19.1%	19.3%	18.6%
经营性 ROIC	5.7%	14.1%	23.3%	23.7%	23.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	39%	31%	28%	25%
流动比率	1.52	1.62	2.54	2.83	3.24
速动比率	1.37	1.49	2.38	2.67	3.07
归母权益/有息债务	1.56	1.97	3.13	3.87	4.76
有形资产/有息债务	1.96	2.27	3.43	4.43	5.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,624	1,648	1,803	2,131	2,506
货币资金	276	435	522	684	921
交易性金融资产	0	9	10	10	10
应收账款	125	127	142	164	187
应收票据	56	28	32	36	42
其他应收款(合计)	6	3	3	4	5
存货	64	54	54	62	71
其他流动资产	98	18	18	18	18
流动资产合计	637	690	856	1,055	1,333
其他权益工具	0	5	5	5	5
长期股权投资	26	24	24	24	24
固定资产	237	208	184	247	303
在建工程	4	4	3	2	2
无形资产	39	36	36	35	34
商誉	596	598	598	598	598
其他非流动资产	8	8	8	8	8
非流动资产合计	987	958	935	1,052	1,137
总负债	728	650	562	598	637
短期借款	95	122	0	0	0
应付账款	58	67	54	62	71
应付票据	45	0	0	0	0
预收账款	108	128	143	165	189
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	419	427	336	373	411
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
非流动负债合计	308	223	225	225	225
股东权益	896	998	1,241	1,533	1,869
股本	243	243	276	276	276
公积金	235	241	228	252	281
未分配利润	259	333	507	724	981
归属母公司权益	736	816	1,010	1,251	1,537
少数股东权益	160	182	232	282	332

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.00%	8.53%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费用率	7.58%	8.38%	7.50%	8.00%	8.00%
财务费用率	2.75%	2.32%	9.10%	7.60%	6.51%
研发费用率	1.96%	1.53%	1.20%	1.20%	1.20%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.18	1.01	1.01	1.38	1.56
每股净资产	3.03	3.37	3.66	4.54	5.58
每股销售收入	3.96	3.95	3.89	4.48	5.13

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	232	81	26	21	18
PB	8.8	8.0	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	54.8	27.9	14.1	12.3	10.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼