

强烈推荐-A (维持)

科斯伍德 300192.SZ

目标估值: 33.67 元  
当前股价: 26.44 元  
2020 年 08 月 30 日

封闭培训稳健增长, 异地校区扩张在即

基础数据

上证综指	3404
总股本(万股)	29702
已上市流通股(万股)	17236
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	46
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	12.3
资产负债率	49.8%
主要股东	吴贤良
主要股东持股比例	31.5%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《科斯伍德(300192.SZ)深度报告-一跃龙门,直指全国》2020-07-14

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

赵雅楠

zhaoyanan2@cmschina.com.cn  
S1090520070005

公司发布 2020 年中报, 上半年实现营收 3.84 亿元, 同比下滑 13.13%, 其中教育培训业务营收 2.44 亿元(yoy-5.7%), 油墨业务营收 1.41 亿元(yoy-22.26%)。归母净利润 6182.84 万元, 同比增长 73.54%, 归母净利率 16.09% (+8.04pcts), 主要由于 Q2 季度龙门教育 100%并表。公司全封闭业务课程结构不断改善, 本地扩张稳步推进, 异地扩张取得重要进展, 预计省内+省外每年 2-3 所校区落地增长, 我们看好公司的 K12 竞争优势及异地扩张能力, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 教育培训业务上半年实现营业收入 2.44 亿元, 同比下降 5.7%, 归母净利润 8103.70 万元, 同比增长 13.27%。其中全封闭中高考补习招生规模继续扩大, 人均单价持续提升, 营业收入略增; 教育软件销售与去年相比略降, 公司继续专注教学软件研发及课程研发, 采用 B2B2C 模式输出产品, 扩大业务覆盖; K12 业务受疫情影响较大, 本期营收下降, 公司积极应对全面开展线上教育, 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。
- 新校区 9 月招生预计新增 2 千人, 陕西省内市场份额稳步扩张。龙门补习学校截止目前全封闭校区共 6 个, 春季在校人数为 1.14 万人, 莲湖校区预计于 9 月开学, 带动新招生人次 2000 人左右, 在校人数有望接近 1.3 万人。全封闭中高考补习班型结构持续优化, 带动客单价稳步增长, 同时深入探索“职普融合”发展战略, 西安培英育才职业高中获准成立, 实现“技能型”和“学术型”人才培养系统的连接, 在业务范围上实现拓展。
- 与倍凡教育签订《战略合作框架协议》, 省外校区落地在即。倍凡教育将发挥其职业学校资源和当地招生资源, 与公司就职业教育和高考教育分工协同, 科斯伍德负责普通高考生源, 倍凡教育负责职业教育生源。倍凡教育在全国多省市均有布局, 业务分布在广东、福建、安徽、河南、河北、江西、内蒙古等地, 行业规模位居全国前列。龙门补习学校通过与其合作将加速异地扩展步伐, 轻资产运营模式也将有效减轻财务压力。
- 投资建议: 公司聚焦中高考、中西部、中等生市场, 陕西当地品牌优势突出, 陕西省内业务继续稳步拓展, 省外校区通过与倍凡教育合作快速实现异地招生。基于半年报表现, 我们预计 2020-2022 年公司实现营收分别为 9.53/11.58/13.84 亿元, 同比增长-1%/22%/19%, 实现归母净利分别为 1.82/2.41/3.03 亿元, 同比增长 126%/32%/26%, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 疫情持续影响; 教培政策变化; 异地校区扩张不及预期; 承诺业绩不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	959	959	953	1158	1384
同比增长	103%	-0%	-1%	22%	19%
营业利润(百万元)	103	196	239	285	359
同比增长	1112%	89%	22%	19%	26%
净利润(百万元)	28	81	182	241	303
同比增长	235%	188%	126%	32%	26%
每股收益(元)	0.12	0.33	0.61	0.81	1.02
PE	229.0	79.6	43.1	32.5	25.9
PB	8.7	7.9	7.5	6.1	4.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	637	690	846	1201	1609
现金	276	435	618	925	1283
交易性投资	0	9	9	9	9
应收票据	56	28	28	34	41
应收款项	125	127	109	133	158
其它应收款	6	3	3	4	4
存货	64	54	45	56	66
其他	110	34	33	41	48
<b>非流动资产</b>	987	958	859	791	726
长期股权投资	26	24	24	24	24
固定资产	237	208	184	182	175
无形资产	635	635	571	514	463
其他	88	91	80	71	64
<b>资产总计</b>	<b>1624</b>	<b>1648</b>	<b>1705</b>	<b>1992</b>	<b>2335</b>
<b>流动负债</b>	419	427	228	274	313
短期借款	95	122	0	0	0
应付账款	103	67	64	80	94
预收账款	108	128	124	154	180
其他	113	110	39	39	39
<b>长期负债</b>	308	223	223	223	223
长期借款	308	223	223	223	223
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>728</b>	<b>650</b>	<b>451</b>	<b>497</b>	<b>536</b>
股本	243	243	297	297	297
资本公积金	201	201	201	201	201
留存收益	293	373	555	796	1099
少数股东权益	160	182	202	202	202
归属于母公司所有者权益	736	816	1052	1293	1596
<b>负债及权益合计</b>	<b>1624</b>	<b>1648</b>	<b>1705</b>	<b>1992</b>	<b>2335</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	287	244	327	322	365
净利润	28	81	182	241	303
折旧摊销	54	51	106	94	86
财务费用	28	20	12	5	2
投资收益	(34)	(2)	(12)	(15)	(15)
营运资金变动	161	8	25	(8)	(16)
其它	49	86	14	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(135)	65	7	(10)	(5)
资本支出	(22)	(36)	(5)	(25)	(20)
其他投资	(112)	101	12	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	(244)	(157)	(150)	(5)	(2)
借款变动	(218)	(135)	(192)	0	0
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(27)	(22)	(12)	(5)	(2)
<b>现金净增加额</b>	<b>(92)</b>	<b>153</b>	<b>183</b>	<b>307</b>	<b>358</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	959	959	953	1158	1384
营业成本	601	559	540	672	785
营业税金及附加	8	7	7	8	10
营业费用	86	82	76	93	111
管理费用	73	80	76	93	111
研发费用	19	15	15	18	21
财务费用	26	22	12	5	2
资产减值损失	(85)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	5	5	5	5
投资收益	33	2	7	10	10
<b>营业利润</b>	103	196	239	285	359
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	105	196	239	285	359
所得税	16	31	37	44	56
少数股东损益	61	84	20	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	28	81	182	241	303

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	103%	-0%	-1%	22%	19%
营业利润	1112%	89%	22%	19%	26%
净利润	235%	188%	126%	32%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.3%	41.7%	43.3%	42.0%	43.3%
净利率	2.9%	8.4%	19.1%	20.8%	21.9%
ROE	3.8%	9.9%	17.3%	18.6%	19.0%
ROIC	7.4%	13.0%	14.3%	14.2%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.8%	39.4%	26.4%	24.9%	23.0%
净负债比率	29.1%	25.2%	13.1%	11.2%	9.6%
流动比率	1.5	1.6	3.7	4.4	5.1
速动比率	1.4	1.5	3.5	4.2	4.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	7.9	9.5	10.9	13.2	12.9
应收帐款周转率	5.0	5.7	6.5	7.6	7.6
应付帐款周转率	6.4	6.6	8.2	9.3	9.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.12	0.33	0.61	0.81	1.02
每股经营现金	1.18	1.01	1.10	1.08	1.23
每股净资产	3.03	3.37	3.55	4.36	5.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	229.0	79.6	43.1	32.5	25.9
PB	8.7	7.9	7.5	6.1	4.9
EV/EBITDA	37.5	24.7	17.4	16.2	13.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名。

赵雅楠，招商证券研发中心传媒行业分析师。复旦大学财务管理本科，金融工程硕士，2018年加入国盛证券，2019年加入招商证券，研究领域为教育、传媒、海外互联网。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。