

# 科斯伍德 (300192.SZ)

## 全资收购龙门方案落地，向纯正 K12 课外标的迈进一步

公司拟发行股份+可转债+现金收购龙门教育剩余股权实现全资控股。公司拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购马良铭、明昱、董兵、马良彩等股东持有的龙门教育 50.17% 股权，交易总金额 8.13 亿元（对应 2019 年 10 倍 PE），其中发行股份支付 2.9 亿（发行 3225 万股/发行价 9 元）、发行可转债支付 3 亿（转换价格 9 元）、现金支付 2.23 亿。同时公司拟通过询价方式向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 3 亿元用于支付现金对价、重组费用以及偿还银行贷款（发行 4851 万股），以上发行股份锁定期均为 12 个月。收购完成后公司将全资持有龙门教育，公司将于 6 月 25 日复牌。

**新增 2020 年承诺业绩，深度绑定核心团队。**此次收购方案维持龙门教育 2019 年承诺业绩 1.6 亿，新增 2020 年承诺业绩 1.8 亿（2017-2020 年 CAGR20%）。不考虑定向可转换债券转股，本次交易完成后，吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 36.49% 的股份，龙门教育创始人马良铭持有 16.06% 股权。本次龙门教育剩余股权收购主要针对龙门核心管理层，深度绑定核心团队并推动教育业务提速发展。全封闭中高考补习培训主体已全部取得办学资质，K12 课外培训主体有 20 处已取得办学许可证或批复，剩余 19 处仍在办理过程中，为收购后续推进奠定基础。同时公司公告未来三年股东回报规划，计划每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 20%。

**龙门教育在双业务驱动下持续强劲增长，致力成为中高考培训龙头品牌。**龙门教育 2018 年收入/净利润 5 亿/1.32 亿，同增 25.7%/28.3%，其中封闭中高考培训收入 2.77 亿、同增 25%，K12 课外培训收入 1.56 亿、同增 35%。在两大业务快速发展共同的驱动下，2015-2018 年龙门教育实现收入/净利润 CAGR 分别为 50%/25%，封闭培训和 K12 课外培训各贡献了期间收入增量的 45%。龙门致力于成为中高考培训龙头品牌，封闭培训业务定位精准，深耕陕西且已经形成品牌，拥有较强的教研自主研发体系；在此基础上，龙门延伸 K12 课外业务在 12 个核心城市重点发力。

**投资策略。**公司此前关闭部分原有业务，彰显聚焦教育产业决心；此次若成功完成龙门教育全资收购，公司将成为 A 股纯正 K12 课外培训标的。龙门教育作为中高考封闭培训的细分赛道龙头，有望立足现有品牌和规模优势进一步提高市场份额。若仅考虑发行股份增发影响，暂不考虑可转债转股影响和并表时间，对应 2019 年 18 倍 PE（隐含龙门教育 2019 年 1.6 亿净利润）。鉴于目前仍处于草案阶段，我们维持公司 2019-2021 年净利润预测 0.96/1.20/1.41 亿元，对应 EPS 0.40/0.49/0.58 元。维持“买入”评级。

**风险提示：**1. 收购方案后续审核实施仍有不确定性；2. K12 课外培训行业政策监管严格，龙门教育旗下部分培训中心办学资质仍待完善恐影响经营。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	472	959	1,188	1,342	1,475
增长率 yoy (%)	-3.6	103.2	23.9	12.9	9.9
归母净利润（百万元）	5.8	28	96	120	141
增长率 yoy (%)	-84.0	385.7	243.1	24.8	17.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.02	0.12	0.40	0.49	0.58
净资产收益率 (%)	0.7	10.0	16.6	16.7	16.2
P/E (倍)	391.7	80.6	23.5	18.8	16.1
P/B (倍)	2.6	2.5	2.1	1.8	1.5

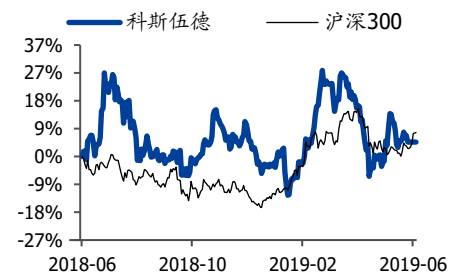
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	教育
前次评级	买入
最新收盘价	9.31
总市值(百万元)	2,258.14
总股本(百万股)	242.55
其中自由流通股(%)	68.72
30 日日均成交量(百万股)	1.45

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

### 相关研究

- 《科斯伍德 (300192.SZ)：一季报预告高增速，收购方案稳步推进》2019-04-07
- 《科斯伍德 (300192.SZ)：龙门教育符合预期，油墨业务经营稳健》2019-01-29
- 《科斯伍德 (300192.SZ)：龙门持续快速增长，利润率提升》2018-10-30



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	677	637	806	839	1174
现金	362	276	357	516	659
应收账款	131	125	172	126	184
其他应收款	11	0	13	6	12
预付账款	10	12	13	17	16
存货	88	64	113	62	128
其他流动资产	75	160	138	112	176
<b>非流动资产</b>	1025	987	1137	1208	1261
长期投资	27	26	26	28	28
固定投资	286	237	343	385	421
无形资产	42	39	39	40	42
其他非流动资产	670	685	729	755	770
<b>资产总计</b>	1702	1624	1943	2047	2436
<b>流动负债</b>	470	419	622	572	772
短期借款	190	95	201	-96	10
应付账款	84	58	145	170	319
其他流动负债	196	266	276	498	444
<b>非流动负债</b>	379	308	247	185	124
长期借款	378	308	246	185	123
其他非流动负债	1	0	1	1	1
<b>负债合计</b>	848	728	869	757	896
少数股东权益	148	160	242	338	448
股本	243	243	243	243	243
资本公积	201	201	201	201	201
留存收益	265	293	389	509	649
归属母公司股东收益	706	736	832	952	1093
<b>负债和股东权益</b>	1702	1624	1943	2047	2436

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	27	287	242	626	182
净利润	6	89	178	216	250
折旧摊销	33	123	20	26	31
财务费用	7	28	17	14	1
投资损失	0	-34	0	-2	0
营运资金变动	-17	76	17	373	-98
其他经营现金流	-2	4	9	-2	-2
<b>投资活动净现金流</b>	-477	-135	-179	-94	-82
资本支出	-5	-22	-163	-66	-51
长期投资	-471	0	-20	-28	-31
其他投资现金流	0	-113	4	0	-0
<b>筹资活动净现金流</b>	630	-244	19	-372	43
短期借款	190	-95	89	-311	105
长期借款	448	-70	-62	-62	-62
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-79	-8	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	180	-92	81	159	143

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	472	959	1188	1342	1475
营业成本	383	601	709	787	856
营业税金及附加	4	8	11	12	16
营业费用	29	86	124	142	159
管理费用	46	73	123	142	158
财务费用	5	26	17	14	1
资产减值损失	1	85	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	34	0	2	0
<b>营业利润</b>	6	103	206	246	285
营业外收入	3	2	5	10	12
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	9	105	210	256	296
所得税	3	16	32	40	46
<b>净利润</b>	6	89	178	216	250
少数股东收益	0	61	82	96	109
<b>归属母公司净利润</b>	6	28	96	120	141
EBITDA	66	178	248	296	328
EPS (元/股)	0.02	0.12	0.40	0.49	0.58

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-3.6	103.2	23.9	12.9	9.9
营业利润 (%)	-85.0	1646.6	99.0	19.8	15.6
归属母公司净利润 (%)	-84.0	385.7	243.1	24.8	17.3
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	18.8	37.3	40.3	41.4	42.0
净利率 (%)	1.2	2.9	8.1	8.9	9.5
ROE (%)	0.7	10.0	16.6	16.7	16.2
ROIC (%)	1.7	8.6	14.3	20.7	19.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.8	44.8	44.7	37.0	36.8
净负债比率 (%)	32.4	22.0	14.2	-28.3	-30.2
流动比率	1.4	1.5	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.4	1.1	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.5	7.5	8.0	9.0	9.5
应付账款周转率	4.6	8.5	7.0	5.0	3.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.12	0.40	0.49	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	1.18	1.00	2.58	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	2.91	3.03	3.43	3.92	4.50
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	391.71	80.64	23.51	18.84	16.06
P/B	2.64	2.52	2.10	1.75	1.47
EV/EBITDA	40.56	14.7	10.7	7.5	6.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
 邮编：100033  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com