

科德教育 (300192) / 教育

龙门计提少量商誉减值, 异地复制提速

评级: 买入(维持)

分析师: 范欣悦

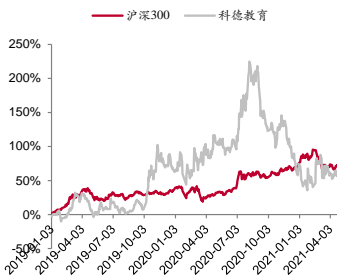
执业证书编号: S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	297
流通股本(百万股)	196
市价(元)	13.18
市值(百万元)	3915
流通市值(百万元)	2579

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021F	2022E	2023E
营业收入(百万元)	959	849	621	735	857
增长率 yoy%	-0.1	-11.5	-26.9	18.5	16.6
净利润	81	114	194	236	275
增长率 yoy%	187.6	42.0	69.9	21.7	16.5
每股收益(元)	0.27	0.38	0.65	0.80	0.93
每股现金流量	0.12	0.74	-0.38	0.63	0.34
净资产收益率	8.1	12.6	18.4	19.1	19.0
P/E	49	34	20	17	14
PEG	0	1	0	1	1
P/B	4.5	4.5	4.3	4.8	0

备注: 股价使用 2021 年 4 月 27 日收盘价, 盈利预测假设油墨业务剥离。

投资要点

■ 事件:

- 2020 年, 公司实现收入 8.49 亿元、同减 11.5%, 归母净利润 1.14 亿元、同增 42.0%, 扣非后净利润 1.13 亿元、同增 46.7%。每股收益 0.41 元/股, 同增 24.2%。
- 2021Q1, 实现收入 2.13 亿元, 同增 24.9%, 归母净利润 3184 万元、同增 46.8%, 扣非后净利润 3151 万元、同增 47.7%。

■ 点评:

- 龙门教育业绩受疫情和招生政策变动影响, 计提少量商誉减值。2020 年, 龙门教育收入 4.93 亿元、同减 10.6%, 归母净利润 1.63 亿元、同减 1.1%, 毛利率同增 2.16pct 至 58.35%。拆分业务来看, 全封闭中高考补习收入 3.34 亿元、同增 2.2%, 毛利率同增 7.73pct 至 62.30%。截至 20 年末, 在西安拥有 6 个校区, 秋季封闭式升学培业务在校人数 9347 人, 其他封闭式辅导培训人次 11417 人。K12 课外培训收入 1.51 亿元、同减 12.6%, 毛利率同减 0.53pct 至 47.88%。截至 20 年末在 12 个城市拥有 39 个教学网点。考虑到业绩低预期, 龙门计提 3615 万元的商誉减值。
- 推进油墨业务剥离, 聚焦教育行业。2020 年, 油墨收入 3.55 亿元、同减 12.7%, 毛利率同减 0.32pct 至 21.77%。公司计划将油墨制造业务相关的全部资产、债权债务及资源进行整合划转至全资子公司, 为后续剥离做好准备, 目前油墨资产划转事宜正在正常推进中。剥离油墨业务有助于公司聚焦教育行业。
- 期间费用率控制良好。2020 年, 销售费用率同减 0.73pct 至 7.8%, 管理费用率同减 2.48pct 至 5.9%, 财务费用率同减 0.25pct 至 2.07%, 研发费用率同增 0.23% 至 1.76%, 用于智能教学产品升级与研发。
- 21Q1 龙门 100% 并表带来业绩增长。龙门教育从 2020 年 4 月 100% 并表, 之前并表 49.76%, 带来公司 2021Q1 业绩显著增长。2021Q1, 销售费用率同增 2.14pct 至 9.54%, 管理费用率同增 0.44pct 至 6.93%, 研发费用率同减 0.67pct 至 2.17%。
- 外延按部就班, 异地复制提速。从 20 年 10 月开始, 公司陆续公告拟收购长沙、合肥、河南、天津的学校, 其中河南学校以完成工商变更登记, 并拟于慧闻少林合作, 加快异地复制的进程, 将龙门擅长的文化课和中高考补习进入到这些学校, 并购的方式也有效缩短培育期。
- 投资建议: 20 年龙门业绩受疫情和招生政策影响而低预期, 随着疫情结束后招生向好, 以及异地复制进程的提速, 公司业绩有望稳定增长。假设油墨业务

剥离，给予 2021/22/23 年净利润预测 1.94/2.36/2.75 亿元，对应估值 20x/17x/14x，维持“买入”评级。

- **风险提示：**教育行业政策风险，招生不达预期带来业绩不达预期。

图表 1: 公司财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2019	2020	2021F	2022F	2023F		2019	2020	2021F	2022F	2023F
营业收入	959	849	621	735	857	货币资金	435	523	689	624	879
营业成本	559	484	265	312	363	存货	54	53	27	29	30
毛利率	41.71%	43.03%	57.31%	57.51%	57.64%	应收账款	127	124	92	109	127
营业税金及附加	7	4	4	5	6	其他流动资产	74	136	50	58	41
营业费用	82	66	64	75	88	流动资产	690	837	857	819	1,077
营业费用率	8.53%	7.80%	10.25%	10.25%	10.25%	固定资产	208	192	169	145	132
管理费用	80	50	61	72	84	长期股权投资	24	23	23	23	23
管理费用率	8.38%	5.90%	9.78%	9.78%	9.78%	无形资产	36	34	34	34	34
财务费用	22	18	12	-3	-3	其他长期资产	690	632	634	631	627
财务费用率	2.32%	2.07%	1.92%	-0.47%	-0.36%	非流动资产	958	882	860	834	816
投资收益	2	0	0	0	0	资产总计	1,648	1,718	1,717	1,653	1,893
营业利润	196	174	223	273	318	短期借款	122	35	0	0	0
营业利润率	20.40%	20.50%	35.93%	37.18%	37.09%	应付账款	67	117	48	66	71
营业外收入	1	1	2	2	2	其他流动负债	238	364	318	351	374
营业外支出	1	1	1	1	1	流动负债	427	516	366	417	445
利润总额	196	174	224	274	319	长期负债	223	0	296	0	0
所得税	31	36	37	46	53	其他长期负债	0	297	1	1	2
所得税率	15.79%	20.97%	16.62%	16.71%	16.70%	非流动性负债	223	297	297	1	2
少数股东损益	84	23	-7	-8	-9	负债合计	650	813	663	418	446
归属于母公司股东的净利润	81	114	194	236	275	股本	243	297	297	297	297
净利率	8.40%	13.47%	31.30%	32.16%	32.13%	资本公积	201	122	122	122	122
每股收益(元)(摊薄)	0.27	0.38	0.65	0.80	0.93	股东权益合计	998	906	1,054	1,235	1,446
						少数股东权益	182	-6	-13	-21	-31
						负债股东权益总计	1,648	1,718	1,717	1,653	1,893
						比率分析					
							2019	2020	2021F	2022F	2023F
现金流量表 (百万元)						增长率 (%)					
指标名称	2019	2020	2021F	2022F	2023F	营业收入	-0.1	-11.5	-26.9	18.5	16.6
净利润	81	114	194	236	275	营业利润	89.3	-11.0	28.1	22.6	16.3
少数股东损益	84	23	-7	-8	-9	净利润	187.6	42.0	69.9	21.7	16.5
折旧和摊销	51	49	24	24	13	利润率 (%)					
营运资金变动	4	-101	36	23	25	毛利率	41.7	43.0	57.3	57.5	57.6
其他	24	67	4	-3	-1	EBIT Margin	24.1	28.9	36.6	36.8	36.9
经营现金流	244	153	251	273	303	EBITDA Margin	29.4	34.6	40.4	40.0	38.5
资本支出	-36	-20	0	0	0	净利率	8.4	13.5	31.3	32.2	32.1
投资收益	4	0	0	0	0	回报率 (%)					
资产变卖	632	11	1	2	5	净资产收益率	8.1	12.6	18.4	19.1	19.0
其他	-535	-199	0	0	0	总资产收益率	5.5	6.6	11.2	14.1	14.3
投资现金流	65	-207	1	2	4	其他 (%)					
发行股票	3	294	0	0	0	资产负债率	39.4	47.3	38.6	25.3	23.6
负债变化	-69	-121	-35	-296	0	所得税率	15.8	21.0	16.6	16.7	16.7
股息支出	0	0	-39	-47	-55	股利支付率	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
其他	-91	-17	-12	3	3						
融资现金流	-157	156	-86	-340	-52						
现金净增加额	153	102	166	-65	255						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。