

2021年04月30日

科德教育 (300192.SZ)

## 外延扩张提速，关注后续新校区落地进展

公司公告 2020 年及 2021 年一季度财报：

- 1) 2020 年实现营业收入 8.49 亿元，同比减少 11.47%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 42.00%；
- 2) 2021Q1 实现营业收入 2.13 亿元，同比增长 24.90%，归母净利润 3184 万元，同比增长 46.83%。

点评：

■**疫情及中补政策变动影响 2020 年业绩增长，龙门计提少量商誉减值。**2020 年公司实现净利润 1.14 亿元，低于预期，其中计提子公司龙门教育 3615 万元商誉减值。具体分业务看，1) 龙门教育全年实现收入 4.93 亿元 (-10.6%)，归母净利润 1.63 亿元 (-1.1%)，毛利率 58.35% (+2.16pct)，未完成业绩对赌 (1.8 亿元)，主要源于疫情影响下，龙门 2020 年一季度线下培训业务无法正常开展，同时中高考延期导致暑期短期培训班业务较大幅度减少，以及影响封闭式补习业务招生；2) 油墨业务收入 3.55 亿元 (-12.7%)，公司拟将油墨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，该业务剥离后公司将成为纯正教育标的。

2021Q1 公司实现营收 2.13 亿元 (+24.9%)，归母净利润 0.32 亿元 (+46.8%)，增长主要系龙门教育于 2020 年 4 月后 100%并表带动。

■**核心全封闭补习培训业务收入占比 68%。**2020 年龙门教育全封闭补习培训、K12 课外培训、软件销售业务及其他收入分别为 3.34/1.51/0.08 亿元，分别占比 67.6%/30.7%/1.7%。其中全封闭补习培训为龙门核心业务板块，毛利率 62.30% (+7.73%)；截至 2020 年末，公司全封闭中高考补习培训业务在西安市共有 6 个校区，2020 年秋季在校人数为 9347 人，其他封闭式辅导培训人次 11417 人；K12 课外培训业务共覆盖 12 城市，共有 39 个教学网点及办公场所。

■**外延扩张提速，关注后续新校区落地进展。**龙门教育目前已是西安地区的中高考封闭式培训领域的龙头，市场较为关注公司异地复制的能力及进程。自 2020 年 10 月起，公司陆续公告在长沙、合肥、河南、天津等地收购或合作当地的学校，积极推动教育业务的异地复制，其中河南的学校已经完成工商变更登记，并与河南慧闻集团达成合作在全国范围内拓展中等职业学校与普通高中教育业务。

■**投资建议：**龙门业绩短期内受疫情及招生政策影响而有所波动，疫情结束后招生恢复预期，经营将逐步向好，且随着公司异地扩张的逐步推进，新学校落地将带来业绩增量，打开成长空间。我们预计公司

公司快报

证券研究报告

教育

投资评级 买入-A

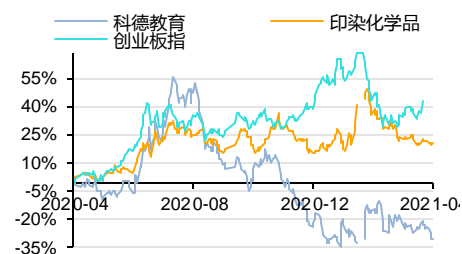
维持评级

股价 (2021-04-29) 12.60 元

交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元)  | 3,742.50      |
| 流通市值 (百万元) | 2,451.80      |
| 总股本 (百万股)  | 297.02        |
| 流通股本 (百万股) | 194.59        |
| 12 个月价格区间  | 11.70/28.00 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M     | 3M    | 12M    |
|------|--------|-------|--------|
| 相对收益 | -15.13 | 2.14  | -74.15 |
| 绝对收益 | -9.55  | -6.18 | -31.41 |

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

- 科德教育：科斯伍德：龙门稳健增长，关注公司异地扩张、职普融合进程/焦娟 2020-09-02
- 科德教育：科斯伍德点评：校区扩张、职普融合迈出实质性步伐/焦娟 2020-08-04

2021-2023 年净利润分别为 1.7/2.1/2.4 亿，对应 EPS 0.58/0.69/0.81 元，对应 PE 22/18/16X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：K12 教培领域政策监管趋严，招生低于预期，异地扩张进度低于预期。

| (百万元)        | 2019        | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入       | 958.8       | 848.8       | 1,018.6      | 1,171.4      | 1,347.1      |
| 净利润          | 80.5        | 114.3       | 171.7        | 206.3        | 242.0        |
| 每股收益(元)      | 0.27        | 0.38        | 0.58         | 0.69         | 0.81         |
| 每股净资产(元)     | 2.75        | 3.07        | 3.64         | 4.33         | 5.14         |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 市盈率(倍)       | 46.5        | 32.7        | 21.8         | 18.1         | 15.5         |
| 市净率(倍)       | 4.6         | 4.1         | 3.5          | 2.9          | 2.4          |
| 净利润率         | 8.4%        | 13.5%       | 16.9%        | 17.6%        | 18.0%        |
| 净资产收益率       | 9.9%        | 12.5%       | 15.9%        | 16.0%        | 15.8%        |
| 股息收益率        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| ROIC         | 18.2%       | 17.2%       | 32.6%        | 41.6%        | 43.5%        |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |       |       |         |         |         | 财务指标         |        |        |        |        |        |
|--------------|-------|-------|---------|---------|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2019  | 2020  | 2021E   | 2022E   | 2023E   | (百万元)        | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>营业收入</b>  | 958.8 | 848.8 | 1,018.6 | 1,171.4 | 1,347.1 | <b>成长性</b>   |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本       | 558.9 | 483.5 | 560.2   | 638.4   | 727.4   | 营业收入增长率      | -0.1%  | -11.5% | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 营业税费         | 6.9   | 4.0   | 6.8     | 7.3     | 7.9     | 营业利润增长率      | 89.3%  | -11.0% | 79.0%  | 20.4%  | 17.3%  |
| 销售费用         | 81.7  | 66.2  | 80.1    | 88.2    | 99.6    | 净利润增长率       | 187.6% | 42.0%  | 50.1%  | 20.2%  | 17.3%  |
| 管理费用         | 80.4  | 50.1  | 66.6    | 72.9    | 86.0    | EBITDA 增长率   | 51.0%  | 17.8%  | 7.2%   | 17.6%  | 14.8%  |
| 财务费用         | 22.3  | 17.5  | -5.0    | -8.8    | -14.4   | EBIT 增长率     | 66.7%  | 22.1%  | 7.7%   | 19.5%  | 16.2%  |
| 资产减值损失       | -0.8  | -40.0 | -       | -       | -       | NOPLAT 增长率   | 66.5%  | -17.5% | 72.1%  | 19.5%  | 16.2%  |
| 加:公允价值变动收益   | -     | -     | 1.0     | 1.3     | -1.2    | 投资资本增长率      | -12.6% | -9.4%  | -6.5%  | 11.3%  | -15.3% |
| 投资和汇兑收益      | 1.6   | -0.3  | 0.7     | 0.2     | 0.4     | 净资产增长率       | 11.4%  | -9.2%  | 28.5%  | 27.1%  | 25.1%  |
| <b>营业利润</b>  | 195.6 | 174.0 | 311.5   | 374.9   | 439.7   | <b>利润率</b>   |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | 0.1   | -0.1  | 0.7     | 0.2     | 0.3     | 毛利率          | 41.7%  | 43.0%  | 45.0%  | 45.5%  | 46.0%  |
| <b>利润总额</b>  | 195.7 | 174.0 | 312.1   | 375.2   | 439.9   | 营业利润率        | 20.4%  | 20.5%  | 30.6%  | 32.0%  | 32.6%  |
| 减:所得税        | 30.9  | 36.5  | 46.8    | 56.3    | 66.0    | 净利润率         | 8.4%   | 13.5%  | 16.9%  | 17.6%  | 18.0%  |
| <b>净利润</b>   | 80.5  | 114.3 | 171.7   | 206.3   | 242.0   | EBITDA/营业收入  | 28.0%  | 37.3%  | 33.3%  | 34.1%  | 34.0%  |
|              |       |       |         |         |         | EBIT/营业收入    | 24.3%  | 33.5%  | 30.1%  | 31.3%  | 31.6%  |
|              |       |       |         |         |         | <b>运营效率</b>  |        |        |        |        |        |
| <b>资产负债表</b> |       |       |         |         |         | 固定资产周转天数     | 84     | 85     | 63     | 45     | 31     |
|              |       |       |         |         |         | 流动营业资本周转天数   | 22     | 0      | -8     | 8      | 10     |
|              |       |       |         |         |         | 流动资产周转天数     | 249    | 324    | 304    | 326    | 413    |
|              |       |       |         |         |         | 应收帐款周转天数     | 49     | 58     | 53     | 53     | 55     |
|              |       |       |         |         |         | 存货周转天数       | 22     | 23     | 23     | 22     | 22     |
|              |       |       |         |         |         | 总资产周转天数      | 614    | 714    | 609    | 577    | 618    |
|              |       |       |         |         |         | 投资资本周转天数     | 355    | 357    | 273    | 243    | 205    |
|              |       |       |         |         |         | <b>投资回报率</b> |        |        |        |        |        |
|              |       |       |         |         |         | ROE          | 9.9%   | 12.5%  | 15.9%  | 16.0%  | 15.8%  |
|              |       |       |         |         |         | ROA          | 10.0%  | 8.0%   | 15.4%  | 15.7%  | 14.4%  |
|              |       |       |         |         |         | ROIC         | 18.2%  | 17.2%  | 32.6%  | 41.6%  | 43.5%  |
|              |       |       |         |         |         | <b>费用率</b>   |        |        |        |        |        |
|              |       |       |         |         |         | 销售费用率        | 8.5%   | 7.8%   | 7.9%   | 7.5%   | 7.4%   |
|              |       |       |         |         |         | 管理费用率        | 8.4%   | 5.9%   | 6.5%   | 6.2%   | 6.4%   |
|              |       |       |         |         |         | 财务费用率        | 2.3%   | 2.1%   | -0.5%  | -0.8%  | -1.1%  |
|              |       |       |         |         |         | 三费/营业收入      | 19.2%  | 15.8%  | 13.9%  | 13.0%  | 12.7%  |
|              |       |       |         |         |         | <b>偿债能力</b>  |        |        |        |        |        |
|              |       |       |         |         |         | 资产负债率        | 39.4%  | 47.3%  | 32.6%  | 27.0%  | 28.7%  |
|              |       |       |         |         |         | 负债权益比        | 65.1%  | 89.7%  | 48.4%  | 37.0%  | 40.3%  |
|              |       |       |         |         |         | 流动比率         | 1.62   | 1.62   | 1.91   | 2.98   | 3.26   |
|              |       |       |         |         |         | 速动比率         | 1.49   | 1.52   | 1.74   | 2.82   | 3.09   |
|              |       |       |         |         |         | 利息保障倍数       | 10.48  | 16.23  | -61.11 | -41.45 | -29.63 |
|              |       |       |         |         |         | <b>分红指标</b>  |        |        |        |        |        |
|              |       |       |         |         |         | DPS(元)       | -      | -      | -      | -      | -      |
|              |       |       |         |         |         | 分红比率         | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
|              |       |       |         |         |         | 股息收益率        | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |

## 现金流量表

| 现金流量表             |        |        |        |        |       | 业绩和估值指标   |       |       |       |       |       |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E |           | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润               | 164.8  | 137.5  | 171.7  | 206.3  | 242.0 | EPS(元)    | 0.27  | 0.38  | 0.58  | 0.69  | 0.81  |
| 加:折旧和摊销           | 51.4   | 48.9   | 33.0   | 33.0   | 33.0  | BVPS(元)   | 2.75  | 3.07  | 3.64  | 4.33  | 5.14  |
| 资产减值准备            | 4.9    | 41.1   | -      | -      | -     | PE(X)     | 46.5  | 32.7  | 21.8  | 18.1  | 15.5  |
| 公允价值变动损失          | -      | -      | 1.0    | 1.3    | -1.2  | PB(X)     | 4.6   | 4.1   | 3.5   | 2.9   | 2.4   |
| 财务费用              | 20.5   | 26.3   | -5.0   | -8.8   | -14.4 | P/FCF     | 25.0  | 13.8  | -55.7 | 22.7  | 8.8   |
| 投资损失              | -1.6   | 0.3    | -0.7   | -0.2   | -0.4  | P/S       | 3.9   | 4.4   | 3.7   | 3.2   | 2.8   |
| 少数股东损益            | 84.3   | 23.1   | 93.6   | 112.6  | 132.0 | EV/EBITDA | 12.9  | 13.7  | 10.0  | 8.2   | 6.4   |
| 营运资金的变动           | 74.9   | 44.6   | 27.6   | -100.1 | 112.5 | CAGR(%)   | 24.6% | 39.6% | 43.7% | 24.6% | 39.6% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 244.3  | 152.7  | 321.3  | 244.2  | 503.5 | PEG       | 1.9   | 0.8   | 0.5   | 0.7   | 0.4   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 65.3   | -207.0 | -4.2   | -0.6   | 2.5   | ROIC/WACC | 1.7   | 1.6   | 3.1   | 4.0   | 4.2   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -157.0 | 156.4  | -292.8 | 47.8   | 68.6  | REP       | 2.3   | 3.3   | 1.5   | 1.0   | 1.0   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

|       |     |              |               |                           |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳  | 上海区域销售负责人    | 18930060852   | panyan@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 上海区域销售总监     | 13391113930   | houhx@essence.com.cn      |
|       | 朱贤  | 上海区域销售总监     | 13901836709   | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李栋  | 上海区域高级销售副总监  | 13917882257   | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监    | 13916816630   | liugy@essence.com.cn      |
|       | 苏梦  | 上海区域销售经理     | 13162829753   | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 秦紫涵 | 上海区域销售经理     | 15801869965   | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 陈盈怡 | 上海区域销售经理     | 13817674050   | chenyy6@essence.com.cn    |
|       | 徐逸岑 | 上海区域销售经理     | 18019221980   | xuyc@essence.com.cn       |
| 北京联系人 | 张莹  | 北京区域销售负责人    | 13901255777   | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 张杨  | 北京区域销售副总监    | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |
|       | 温鹏  | 北京区域销售副总监    | 13811978042   | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监    | 18511841987   | liuwx1@essence.com.cn     |
|       | 王帅  | 北京区域销售经理     | 13581778515   | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 游倬源 | 北京区域销售经理     | 010-83321501  | youzy1@essence.com.cn     |
|       | 侯宇彤 | 北京区域销售经理     | 18210869281   | houyt1@essence.com.cn     |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人   | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111   | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监   | 18926033448   | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 聂欣  | 深圳基金组销售经理    | 13540211209   | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 深圳基金组销售经理    | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理    | 13699750501   | huangqq@essence.com.cn    |
|       | 喻聪  | 深圳基金组销售经理    | 18503038620   | yucong@essence.com.cn     |
|       | 马田田 | 深圳基金组销售经理    | 18318054097   | matt@essence.com.cn       |

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034