

**证券研究报告—动态报告**

社会服务

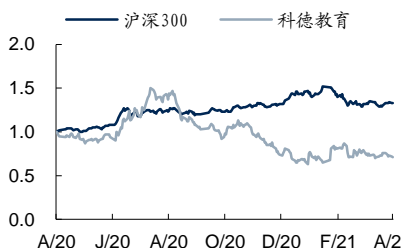
教育

**科德教育(300192)**
**增持**

2020 年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	297/196
总市值/流通(百万元)	3,915/2,579
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	28.78/11.70

**相关研究报告:**

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17  
 《国信证券-社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策带来信心》——2020-03-15  
 《国信证券-行业快评: 再融资新规下, 关注优质赛道+外延逻辑龙头成长》——2020-02-19  
 《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

**联系人: 张鲁**

电话: 0755-81982991  
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**龙门全资并表业绩高增 关注新校区落地进展**
**● 2020 年归母净利润同比增 42%，低于此前预期**

2020 年, 公司实现营收 8.49 亿元/-11%, 归母净利润 1.14 亿元/+42%, 低于业绩预告, 系新增计提 4109 万元资产减值损失, 扣非归母净利润 1.13 亿元/+47%, 业绩高增系龙门全资并表带动, EPS0.41 元; Q4 单季, 公司营收 2.34 亿元/-11%, 归母净利润亏损 367 万元/-128%, 扣非归母净利润亏损 331 万元/-132%, EPS 为-0.01 元。

**● 龙门积极推进新业务对冲疫情影响, 关注油墨业务剥离进展**

龙门教育整体收入 4.93 亿元/-11%, 归母净利润 1.63 亿元/-1%, 未完成业绩对赌 (1.8 亿): 1) 封闭业务收入 3.34 亿元/+2%, 毛利率为 62%/+8pct, 系收入口径调整及短期托班业务带动; 招生人数为 2.08 万人/-9%, 系灞桥校区重整装修、政策趋严以及疫情综合扰动; 盈利预计~1.5 亿元; 2) K12 收入 1.51 亿元/-13%, 毛利率为 48%/-0.5pct, 盈利千万量级; 3) 软件实现收入 134 万影响较小。油墨业务收入 3.55 亿元/-13%, 毛利率 22%/-0.3pct, 盈利约百万元, 后续关注剥离进展。公司毛利率 43%/+1.3pct, 教育业务占比提升带动; 净利率 16%/-1pct; 销售/管理/财务费率降 0.7pct/2.5pct/0.3pct, 研发费率同升 0.24pct。

**● 2021Q1 归母净利润同增 47%，龙门全资并表带来高增长**

2021Q1 收入 2.13 亿元/+25%, 归母净利润 3184 万元/+47%, 系龙门全资并表所致, 扣非归母净利润盈利 3151 万元/+48%, EPS 为 0.11 元。若剔除并表因素影响, 预计龙门 Q1 整收入/业绩同比下滑 1-2 成, 系招生及疫情影响。公司毛利率 39%/-5pct; 净利率 17%/-6pct; 销售/管理费率分别同增 2.1pct/0.4pct, 研发/财务费率同比下滑 0.7/0.8pct。

**● 风险提示: 行业政策趋严; 招生不达预期; 龙门教育团队流失等。**
**● 异地稳步推进, 关注新校区落地进展, 维持“增持”评级**

公司异地复制稳步推进, 综合考虑校区业务增量以及成本摊销, 预计公司整体 21-23 年 EPS0.57/0.69/0.81 元 (其中教育业务 0.49/0.59/0.71 元), 对应 21-23 年估值水平为 23/19/16x (教育板块为 27/22/18x), 维持“增持”评级, 后续密切关注新校区招生进展。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	959	849	947	1,047	1,175
(+/-%)	0%	-11%	12%	11%	12%
净利润(百万元)	81	114	170	204	242
(+/-%)	188%	42%	49%	20%	18%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.38	0.57	0.69	0.81
EBIT Margin	24%	29%	21%	24%	25%
净资产收益率(ROE)	10%	13%	16%	17%	17%
市盈率(PE)	40	34	23	19	16
EV/EBITDA	14	17	23	16	15
市净率(PB)	4	4	4	3	3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

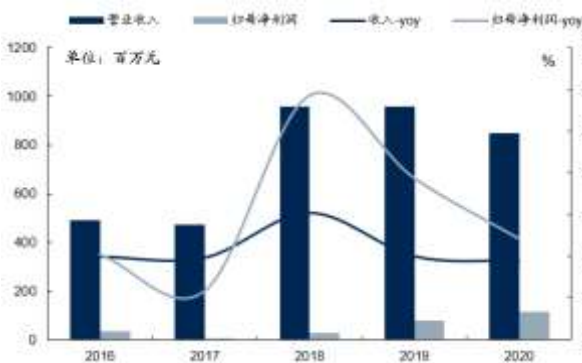
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2020 年归母净利润同比增 42%，低于此前预期

2020 年，公司实现营收 8.49 亿元，同比下滑 11.47%，实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 42.00%，低于此前业绩预告（1.4-1.7 亿元）水平，主要系公司新增计提 4109 万元资产减值损失（包括 3615 万元商誉减值损失），扣非归母净利润为 1.13 亿元，同比增长 46.70%，净利润同比实现较快增长主要系龙门教育 Q2 以来实现全资并表，EPS 为 0.41 元。

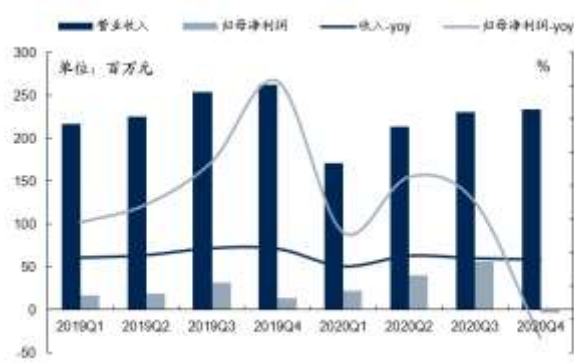
Q4 单季，公司实现营收 2.34 亿元，同比下滑 10.96%，恢复至 2019 年收入的 89%，归母净利润亏损 367 万元，同比下滑 128.45%，扣非归母净利润亏损 331 万元，同比下滑 132.00%，EPS 为 -0.01 元。

图 1：科德教育 2016 年至今营收、归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

图 2：科德教育 2019 年分季度营收、归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 龙门积极推进新业务对冲疫情影响，关注油墨业务剥离进展

公司目前仍为双主业运行教育业务与油墨业务：

1、**龙门教育**整体实现收入 4.93 亿元，同比下滑 10.56%，归母净利润为 1.63 亿元，同比下降 1.13%。其中 2020 年龙门教育业绩对赌为 1.8 亿元，实际业绩完成率为 90.58%，公司未来会出具业绩补偿方案。具体看各项业务 1) 核心业务**封闭式业务**实现收入 3.34 亿元，同比增长 2.18%，毛利率为 62.30%，同比增 7.73pct，收入及利润率逆势增长主要系收入口径调整，原高毛利率的软件业务（内部销售部分）划至封闭式业务内，同时公司积极开展周中/周末短期托班业务，提高校区的整体利用率；全年招生人数为 2.08 万人，同比下滑 8.60%，**招生人数**下滑主要系灞桥校区重整装修（预计 2021 年 8 月重启）、西安本地中考复读政策趋严以及疫情等因素综合扰动；封闭式业务预计盈利预计约 1.5 亿元。2) **K12 业务**实现收入 1.51 亿元，同比下滑 12.56%，业务毛利率为 47.88%，小幅下降 0.53pct，预计受疫情影响；此部分净利润预计为千万量级。3) 软件业务实现收入 134 万，整体影响较小。

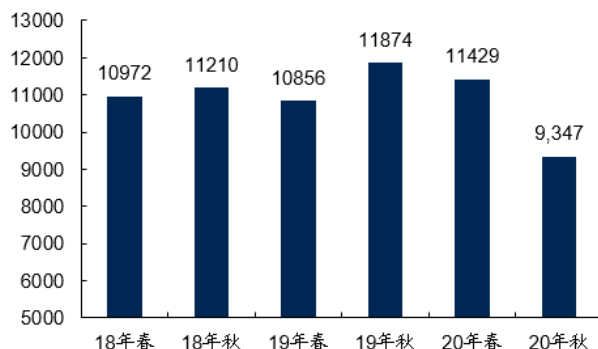
2、**油墨业务**实现收入 3.55 亿元，同比下滑 12.71%，毛利率为 21.77%，受疫情影响小幅下滑 0.32pct，预计全年盈利百万量级。同时前期公司公告拟将油墨业务划转至子公司进行剥离，未来需关注公司业务整合进展。

图 3: 科德教育 2016 年至今收入拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

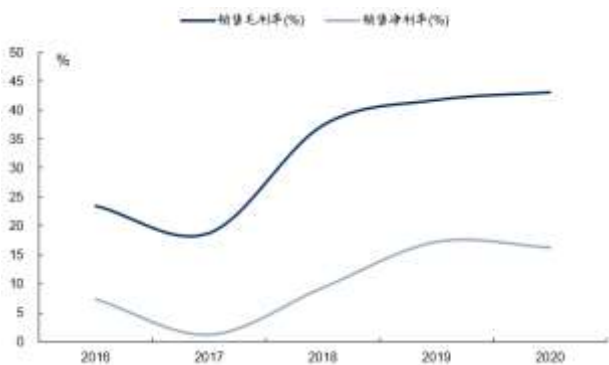
图 4: 龙门教育全封闭校区业务招生人数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

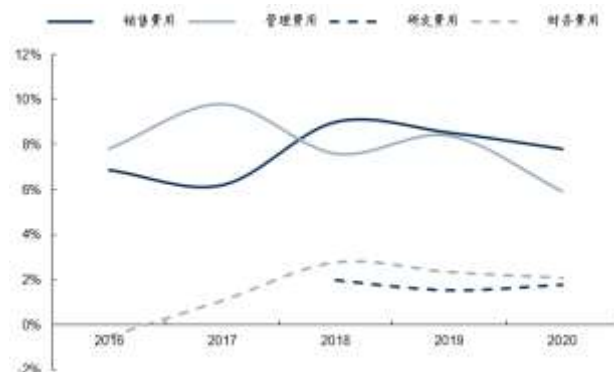
2020 年, 公司毛利率为 43.03%, 同比增 1.32pct, 毛利率提升主要由教育业务占比提升带动; 公司净利率为 16.20%, 同比下滑 0.99pct, 预计疫情影响下收入承压而成本相对刚性所致; 公司期间费率同比下降 3.23pct, 其中销售/管理/财务费率分别下降 0.72pct/2.48pct/0.26pct, 研发费率同比上升 0.24pct。

图 5: 公司毛利率与净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

图 6: 公司各项期间费用率变化

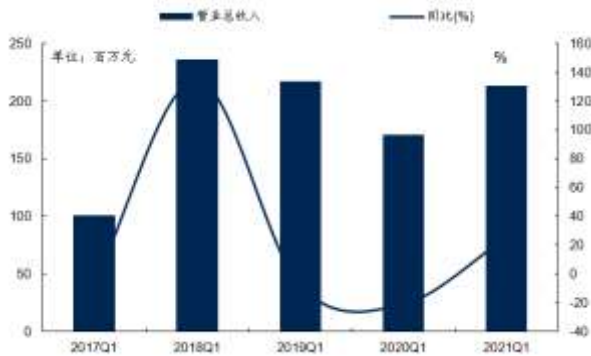


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 2021Q1 归母净利润同增 47%, 龙门全资并表带来高增长

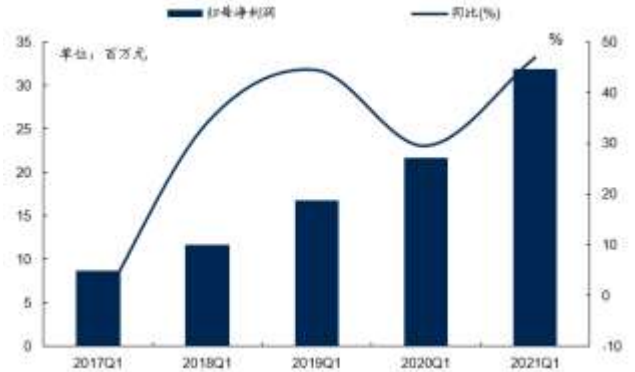
2021Q1, 公司实现收入 2.13 亿元, 同比增长 24.90%, 实现归母净利润 3184 万元, 同比增长 46.83%, 利润保持较快增速系全资并表所致, 扣非归母净利润盈利 3151 万元, 同比增 47.74%, EPS 为 0.11 元。若剔除龙门教育并表因素影响, 由于龙门 2020H2 招生人数较上半年有所下滑, 且 2021 年 2 月西安本地受影响复课进度有所延后, 由在校人数以及复课进度推算, 我们预计龙门教育 2021Q1 整体收入以及业绩同比下滑 1-2 成左右。

图 7: 科德教育 2017Q1-2021Q1 收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

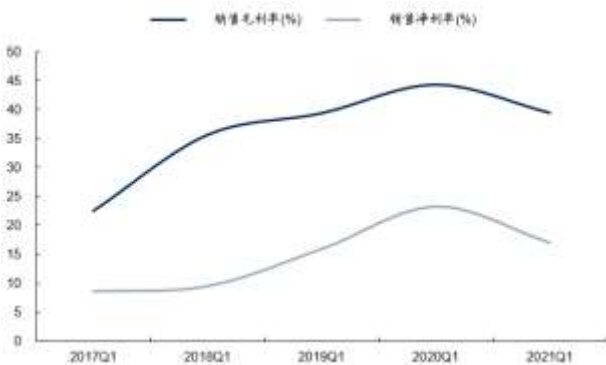
图 8: 科德教育 2017Q1-2021Q1 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

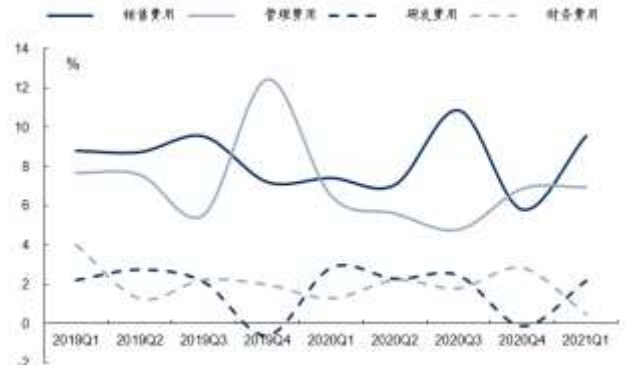
2021Q1, 公司毛利率为 39.43%, 同比下滑 4.85pct; 公司净利率为 16.98%, 同比下滑 6.22pct, 预计成本相对刚性所致; 公司期间费率同比上升 1.10pct, 其中销售/管理费分别同增 2.14pct/0.44pct, 研发/财务费率同比下滑 0.67/0.81pct。

图 9: 公司毛利率与净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理估算

图 10: 公司各项期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 异地扩张步伐陆续推进, 职普联合战略即将进入验证期

**职普联合、异地扩张战略稳步推进。**自 2020 年中旬开始, 公司陆续公告与厦门倍凡教育签订战略合作协议、收购长沙职业中专 51% 股权的意向性协议、收购合肥龙翔高复学校 70% 股权意向性协议、收购天津旅外职业高中 100% 股权 (预计近期完成工商变更)、成功收购河南毛坦高级中学 60% 股权, 以及与慧闻集团就全国范围内拓展中等职业学校和普通高中教育业务, 签署战略合作框架协议。收购成功后, 新校区将会嫁接龙门全封闭文化课程, 依托龙门教育在西安多年的升学经验积累, 以及 K12 业务在全国范围内的提前布点, 龙门教育的新校区未来招生培育期已经拥有较为的基础条件, 公司的职普联合、异地扩张的战略, 也将进入成果的验证回收期。如果新战略验证成功, 龙门教育也将正式成为全国范围内的中高考升学服务龙头。

### 投资建议：异地稳步推进，关注新校区落地进展，维持“增持”评级

公司异地复制稳步推进，综合考虑校区业务增量以及成本摊销，预计公司整体21-23年EPS0.57/0.69/0.81元(其中教育业务0.49/0.59/0.71元)，对应21-23年估值水平为23/19/16x(教育板块为27/22/18x)，维持“增持”评级，后续密切关注新校区招生进展。

### 风险提示

教育行业政策监管趋严；新校区招生不达预期；股东减持；龙门教育创始团队流失等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-4-28	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2018
002607	中公教育	买入	25.66	0.29	0.39	0.52	87.68	66.58	49.25	46.12
300010	豆神教育	买入	7.24	-2.56	0.30	0.51	-2.83	24.46	14.26	1.88
000526	学大教育	增持	36.50	0.12	0.08	0.72	307.02	477.59	50.57	43.34

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	523	411	(200)	311	营业收入	849	947	1047	1175
应收款项	213	238	263	295	营业成本	484	570	610	677
存货净额	53	61	65	72	营业税金及附加	4	8	8	9
其他流动资产	44	82	91	59	销售费用	66	84	89	99
<b>流动资产合计</b>	<b>837</b>	<b>795</b>	<b>222</b>	<b>741</b>	管理费用	50	86	87	97
固定资产	193	191	190	188	财务费用	18	21	25	16
无形资产及其他	34	733	731	730	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	632	632	632	632	资产减值及公允价值变动	40	0	0	0
长期股权投资	23	22	21	20	其他收入	(93)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1718</b>	<b>2373</b>	<b>1797</b>	<b>2310</b>	营业利润	174	179	228	278
短期借款及交易性金融负债	193	784	238	530	营业外净收支	(0)	10	0	0
应付款项	117	99	104	115	<b>利润总额</b>	<b>174</b>	<b>189</b>	<b>228</b>	<b>278</b>
其他流动负债	206	159	169	188	所得税费用	36	28	34	42
<b>流动负债合计</b>	<b>516</b>	<b>1042</b>	<b>510</b>	<b>833</b>	少数股东损益	23	(10)	(10)	(5)
长期借款及应付债券	296	296	96	96	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>114</b>	<b>170</b>	<b>204</b>	<b>242</b>
其他长期负债	1	1	1	3					
<b>长期负债合计</b>	<b>297</b>	<b>297</b>	<b>97</b>	<b>99</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>813</b>	<b>1339</b>	<b>607</b>	<b>932</b>	净利润	114	170	204	242
少数股东权益	(6)	(14)	(22)	(26)	资产减值准备	36	(1)	(1)	(1)
股东权益	912	1048	1211	1405	折旧摊销	32	25	27	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1718</b>	<b>2373</b>	<b>1797</b>	<b>2310</b>	公允价值变动损失	(40)	0	0	0
					财务费用	18	21	25	16
关键财务与估值指标					营运资本变动	114	(136)	(24)	24
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(16)	(7)	(7)	(3)
每股收益	0.38	0.57	0.69	0.81	<b>经营活动现金流</b>	240	52	199	290
每股红利	0.06	0.11	0.14	0.16	资本开支	(86)	(722)	(24)	(24)
每股净资产	3.07	3.53	4.08	4.73	其它投资现金流	6	0	0	0
ROIC	14%	10%	11%	14%	<b>投资活动现金流</b>	(79)	(721)	(23)	(23)
ROE	13%	16%	17%	17%	权益性融资	294	0	0	0
毛利率	43%	40%	42%	42%	负债净变化	(223)	0	(200)	0
EBIT Margin	29%	21%	24%	25%	支付股利、利息	(17)	(34)	(41)	(48)
EBITDA Margin	33%	24%	27%	27%	其它融资现金流	113	591	(547)	292
收入增长	-11%	12%	11%	12%	<b>融资活动现金流</b>	(73)	557	(787)	244
净利润增长率	42%	49%	20%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>88</b>	<b>(112)</b>	<b>(611)</b>	<b>511</b>
资产负债率	47%	56%	33%	39%	货币资金的期初余额	435	523	411	(200)
息率	0.4%	0.9%	1.0%	1.2%	货币资金的期末余额	523	411	(200)	311
P/E	34.2	23.0	19.2	16.2	企业自由现金流	253	(663)	195	278
P/B	4.3	3.7	3.2	2.8	权益自由现金流	143	(89)	(573)	558
EV/EBITDA	17.1	23.4	16.1	15.0					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032