

拟收购天津旅游外事职业学校，异地扩张第三城

买入 (维持)

2021年02月18日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	959	931	1,235	1,476
同比 (%)	-0.1%	-2.9%	32.7%	19.5%
归母净利润 (百万元)	81	163	244	294
同比 (%)	187.6%	102.6%	49.5%	20.6%
每股收益 (元/股)	0.27	0.55	0.82	0.99
P/E (倍)	46.52	22.96	15.36	12.74

事件公告

■ **公司拟以 2700 万收购天津旅游外事职业学校**: 公司于 2 月 18 日晚公告拟收购天津市旅外职业高中有限公司 (旗下学校为天津旅游外事职业学校, 以下简称“目标学校”) 100% 股权。交易对价为 2700 万人民币, 以现金方式支付。该职业高中为营利性学校, 2020 年实现收入 1437.3 万元, 净利润 500 万元。出让方承诺目标学校 21-22 年每年税后净利润均不低于 500 万元, 对应 21 年 PE 为 5.4 倍。且约定 2021-2022 年度目标学校任一年税后净利润超过 500 万, 超过部分的 15% 作为对出让方的奖励。

事件点评

■ **目标学校主要专注于春、秋季高考升学辅导**。天津旅游外事职业学校成立于 1995 年, 2019 年 12 月由民办非营利学校改制为民办营利性学校。学校采取半封闭式管理, 具体设有高考复读班一年全日制和春秋考本科冲刺班三年全日制, 主要针对复读生和未能考上高中的学生, 是一所专注于春、秋季高考升学的高端职业高中。

■ **公司并购以中职和复读类学校为主, 通过“职普联合”的方式实现异地快速扩张**。2020 年以来公司加快了异地扩张的步伐, 1) **布局安徽合肥**: 12 月 28 日公告签署《意向性协议》, 拟收购合肥龙翔高复学校 70% 的股权, 合肥龙翔高复学校是经教育部批准的高考复读学校 (民办非营利性), 在校生 1000 多人, 累计有近 2000 名学子被“双一流”名校录取; 2) **布局湖南长沙**: 10 月 24 日公告与长沙新五美教育签署《意向性协议》, 拟以 5100 万元收购新五美持有的长沙经贸职业中专学校 51% 的股权。在“职普联合”模式下, 未能考入普通高中的学生进入职高“职普联合”试点班后, 可正常进行普通高中教育并参加高考, 如果跟不上普高难度也可退回职高课程, 该模式具备较大发展空间。我们认为公司凭借着在陕西省的办学基础, 具备职普联合的丰富经验, 能够实现与所收购的学校有效协同, 教学资源打通, 未来业绩增长可期。

■ **维持公司买入评级**: 公司是西安中高考培训的龙头机构, 旗下龙门教育定位高考教育赛道, 服务包括中、高考复读生、中职生等学生群体, 与普通高中升学教育形成差异竞争。通过全封闭补习培训强化学生学习的过程管理, 教学效果优秀, 提分效果显著, 在高考复读领域取得了丰硕的办学成果。疫情短期影响不改长期逻辑, 随着公司异地项目的持续落地, 叠加稳定的内生增长, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元, 同比增速达 102.6%/49.5%/20.6%。当前市值对应 PE 分别为 23/15/13 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示**: 政策风险, 疫情影响超预期, 并购落地不及预期等

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

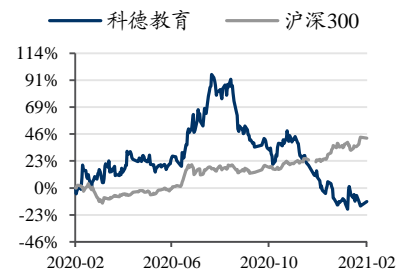
证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.61
一年最低/最高价	11.70/28.78
市净率(倍)	4.11
流通 A 股市值(百万元)	2453.75

基础数据

每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	46.13
总股本(百万股)	297.02
流通 A 股(百万股)	194.59

相关研究

- 1、《科斯伍德 (300192): 疫情影响风险释放, 异地扩张加速落子》2020-10-30
- 2、《科斯伍德 (300192): 拟并购长沙经贸职业中专, 跨异地扩张重要一步》2020-10-26
- 3、《科斯伍德 (300192): 疫情不改长期逻辑, 多业态及跨区域开拓陆续落地》2020-09-18

科德教育三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	690	868	1,071	1,265	营业收入	959	931	1,235	1,476
现金	435	594	667	869	减:营业成本	559	563	718	857
应收账款	127	118	207	181	营业税金及附加	7	7	9	11
存货	54	65	87	95	营业费用	82	79	105	126
其他流动资产	74	92	110	120	管理费用	80	78	104	124
非流动资产	958	940	1,061	1,137	财务费用	22	11	11	9
长期股权投资	24	21	18	15	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	208	178	285	345	加:投资净收益	2	-1	-1	-1
在建工程	4	9	12	14	其他收益	0	0	0	0
无形资产	36	37	37	38	营业利润	196	191	288	348
其他非流动资产	685	696	710	725	加:营业外净收支	0	2	2	2
资产总计	1,648	1,808	2,132	2,402	利润总额	196	194	290	349
流动负债	427	417	520	529	减:所得税费用	31	31	46	55
短期借款	122	122	122	122	少数股东损益	84	0	0	0
应付账款	67	59	101	90	归属母公司净利润	81	163	244	294
其他流动负债	238	236	297	317	EBIT	205	192	283	338
非流动负债	223	176	154	121	EBITDA	256	214	312	377
长期借款	223	175	154	121					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	650	593	674	650	每股收益(元)	0.27	0.55	0.82	0.99
少数股东权益	182	182	182	182	每股净资产(元)	2.75	3.48	4.30	5.29
					发行在外股份(百万 股)	243	297	297	297
归属母公司股东权益	816	1,034	1,276	1,570	ROIC(%)	14.0%	11.8%	14.9%	15.2%
负债和股东权益	1,648	1,808	2,132	2,402	ROE(%)	16.5%	13.4%	16.7%	16.8%
					毛利率(%)	41.7%	39.5%	41.9%	41.9%
					销售净利率(%)	8.4%	17.5%	19.7%	19.9%
					资产负债率(%)	39.4%	32.8%	31.6%	27.1%
					收入增长率(%)	-0.1%	-2.9%	32.7%	19.5%
					净利润增长率(%)	187.6%	102.6%	49.5%	20.6%
					P/E	46.52	22.96	15.36	12.74
					P/B	4.59	3.62	2.93	2.39
					EV/EBITDA	15.22	17.15	11.48	8.87

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>