

科斯伍德

300192

审慎增持 (维持)

本地复制异地扩张助封闭式培训龙头腾飞

2020 年 09 月 17 日

市场数据

| 市场数据日期 | 2020-09-16 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 20.84 |
| 总股本(百万股) | 297.02 |
| 流通股本(百万股) | 172.36 |
| 总市值(百万元) | 6,189.90 |
| 流通市值(百万元) | 3,591.98 |
| 净资产(百万元) | 861.96 |
| 总资产(百万元) | 1,716.08 |
| 每股净资产 | 2.88 |

主要财务指标

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 959 | 923 | 1121 | 1302 |
| 同比增长 | -0.1% | -3.8% | 21.5% | 16.1% |
| 净利润(百万元) | 81 | 184 | 241 | 308 |
| 同比增长 | 187.6% | 128.2% | 30.9% | 27.9% |
| 毛利率 | 41.7% | 41.6% | 43.6% | 45.3% |
| 净利率 | 8.4% | 19.9% | 21.5% | 23.6% |
| 净资产收益率(%) | 9.9% | 14.2% | 15.7% | 16.7% |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.62 | 0.81 | 1.04 |
| 每股经营现金流(元) | 0.82 | 0.55 | 1.04 | 1.16 |

相关报告

《科斯伍德 2020H1 半年报点评：盈利能力有效提升，后续扩张值得期待》，2020-08-28

《科斯伍德事件点评：牵手倍凡教育，龙门异地扩张蓄势待发》，2019-08-03

《科斯伍德 2019 年报&2020Q1 点评：龙门完成业绩承诺，公司开启教育新篇章》，2019-04-29

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn

S0190517080005

王越

wangyue94@xyzq.com.cn

S0190520080008

投资要点

- **胶印油墨龙头，收购转型成功切入教育赛道。**公司本身为胶印油墨行业龙头，近年来随着行业整体发展受限，主动求变通过收购龙门教育成功切入教育赛道，19 年教育业务营收占比达到 57.54%。龙门教育作为西安教育市场位居前列的培训机构，立足中高考封闭式补习培训业务，增长趋势强劲顺利完成 17-19 年 1.00/1.30/1.60 亿归母净利润的业绩承诺，公司股权结构稳定各项业务分工明确，具备较好的潜力。
- **封闭式培训占据核心地位，积极布局实现多元增长。**封闭式培训占到 19 年公司教育板块总营收的 59.16%，K12 与软件主要发挥支持功能。封闭式培训板块在西安当地供不应求，19 年秋季招生 1.19 万人咨询报名 1.6 万余人，新校区建设、学费提升、班型优化、短训业务为本地业务带来充分的增长空间；异地复制计划通过营利性高中的形式开展；公司计划在未来 3-5 年内逐步达成陕西省内和省外各 10-12 个校区的规模。
- **中考复读：五五分流政策下市场广阔需求旺盛。**中考复读市场在“职普五五分流”政策推动下需求旺盛，预估市场规模在 110 亿左右；龙门所在的陕西省普通高中升学比例由 17 年的 70.06% 下降至 19 年的 60.54%，龙门作为西安中考补习龙头 5000 余人的在校学生数量大幅领先于其他机构不足 1000 人的规模，受益明显。
- **高考复读：市场庞大政策趋紧，民办机构机会增大。**高考复读市场本科达线已经成为基本需求，高考报名人数中非普通高中应届生的比例由 15 年的 15.32% 上升至 20 年的 25.30%，与此同时河南、四川两个高考大省本科达线率仅有 35%，而报名考生则有 183 万，市场需求巨大，预估高考复读市场的规模在 190 亿左右；目前我国仍有大量公办高中违规招收复读生，随着政策收紧公办将逐步交棒民办；在竞争激烈西安高考补习市场，龙门高复学生规模位居第三，通过良好的培训使中差生本科达线率达到 85%。
- **差异化定位与独特管理模式确立核心优势。**公司通过“中高考、中西部、中等生”的战略实现差异化定位，有效避开 K12 学科培训和中等以上考生复读市场的激烈竞争；同时以管理模式作为提升学生成绩的主要工具，“五加教学模式”通过严格的时间管理和良好的分层次滚动机制，对中等生成绩提升效果明显，且模仿具备一定难度。
- **盈利预测与投资评级：**公司通过收购龙门教育转型教育赛道，核心业务为中高考封闭式培训，包括中高考复读与职校高考。目前中考复读随着“职普五五分流”政策推进需求持续旺盛，高考复读随着公办复读收紧发展空间进一步加大，职校高考随着国家大力发展高等职业教育升学需求不断上升，呈现出较好的行业前景。龙门教育作为西安中高考补习龙头，通过差异化定位深耕细分领域发展良好，本地扩张与异地复制均具备巨大潜力，建议积极关注。调整盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 0.62/0.81/1.04 元，9 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 34/26/20 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：行业政策性风险、业务剥离风险、本地增长不及预期、异地复制不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

| | |
|---|------|
| 1、公司概况：胶印油墨龙头，收购转型成功切入教育赛道 | 4 - |
| 2、中高考复读：市场广阔需求旺盛，政策趋紧下民办机构机会增大 | 7 - |
| 2.1 中考复读：职普分流政策逐步收紧，西安市场需求进一步释放 | 7 - |
| 2.2 高考复读：家长要求进一步提高，强监管下公办将交棒民办 | 10 - |
| 2.2.1、西安本地高考补习竞争格局：龙门规模位居第三，面向中差学生教学效果明显 | 13 - |
| 2.2.2、衡水中学：民办分部曲线开展教育业务，运营违规异地布局基本瓦解 | 14 - |
| 2.2.3、毛坦厂中学：高考补习中心对外招生，异地扩张潦草收场 | 18 - |
| 2.2.4、差异化路径为龙门教育异地扩张铺平道路 | 19 - |
| 3、中等职业教育：升学深造大势所趋，统招高考仍具有较强吸引力 | 20 - |
| 3.1 中等职业教育体系主要由职业高中、职业中专、技工学校三部分构成，职业高中定位最为尴尬 | 20 - |
| 3.2 中等职业教育升学渠道受限较多，统招高考仍具有较强吸引力 | 23 - |
| 3.3 中等职业教育地位将持续提升，升学深造大势所趋 | 25 - |
| 4、龙门教育：封闭式培训占据核心地位，积极布局实现多元增长 | 27 - |
| 4.1 业务概览：封闭式培训占据核心地位，K12 与软件起支撑作用 | 27 - |
| 4.2 中高考封闭式培训：本地业务稳步增长，新业务带来充足增长潜力 | 29 - |
| 4.3 新增业务：短期封闭式培训与营利性职高牌照落地打开新业态 | 32 - |
| 4.3.1、本地营利性职业高中落地为异地扩张打开局面 | 32 - |
| 4.3.2、短期封闭式培训业务推动增长多元化 | 34 - |
| 4.4 与倍凡教育达成战略合作加快异地复制步伐 | 35 - |
| 4.5 差异化定位与独特管理模式确立公司核心优势 | 37 - |
| 4.5.1、“中高考、中西部、中等生”差异化定位精耕细分市场 | 37 - |
| 4.5.2、管理为王独树一帜难以模仿 | 38 - |
| 5、盈利估计 | 40 - |
| 图 1、公司油墨板块三大主要业务营收逐年下滑 | 4 - |
| 图 2、公司 2019 年主要业务营收封闭式中高考补习培训位居第一 | 6 - |
| 图 3、我国高中阶段职业教育招生人数与占比呈现下降趋势 | 8 - |
| 图 4、普高升学比例陕西趋紧江苏放宽，整体向 60% 趋近 | 9 - |
| 图 5、2019 年西安中考普高录取比例为 60.64%，为近八年最低 | 10 - |
| 图 6、高考招生人数、录取比例、非普高应届考生人数逐年升高 | 11 - |
| 图 7、衡水中学主要通过民办分部招收复读生 | 15 - |
| 图 8、相较职业中专，职业高中在招生人数和毕业率上均有明显劣势 | 22 - |
| 图 9、三校生高考试题（右）相较统招高考试题（左）难度下降明显，部分选择题简化为判断题 | 24 - |
| 图 10、广东省中职毕业生升学比例不断攀升 | 26 - |
| 图 11、民办教育在校生规模结构中中等职业教育占比最低 | 26 - |
| 图 12、近年来上市公司利润率水平持续上升 | 29 - |
| 图 13、近年来上市公司期间费用率明显改善 | 29 - |
| 图 14、近年来龙门教育利润率水平保持高位 | 29 - |
| 图 15、近年来龙门教育期间费用率持续改善 | 29 - |
| 图 16、龙门近年来由于校区限制招生趋于饱和 | 30 - |
| 图 17、公司中高考补习收费每年稳步上升（单位：元/学期） | 31 - |
| 图 18、公司班型结构逐步优化 | 31 - |
| 图 19、培英育才职业高中顺利落地 | 33 - |
| 图 20、倍凡教育深耕职教领域实力雄厚 | 36 - |

| | |
|--|------|
| 图 21、倍凡教育公办托管模式管办分离 | 36 - |
| 图 22、倍凡教育民办投资模式利益共享风险共担 | 37 - |
| 图 23、龙门“5+教学模式”特点明显 | 39 - |
| 表 1、公司收购龙门教育基本情况 | 5 - |
| 表 2、公司可转债转股前后股权结构 | 6 - |
| 表 3、国家层面高中阶段职普五五分流政策 | 8 - |
| 表 4、2019 年我国约 2/3 省份普通高中升学比例低于 60% | 9 - |
| 表 5、2020 年我国高考六成省份本科录取率低于 50% | 12 - |
| 表 6、各省逐步落实公办普通高中不得招收复读生的规定 | 12 - |
| 表 7、西安高考补习市场龙门规模位居第三 | 13 - |
| 表 8、龙门主要面向中差生，最终高考成绩达到整体水平 | 14 - |
| 表 9、衡水一中 2020-2021 学年复读生招收标准 | 16 - |
| 表 10、毛坦厂 2019 年秋季复读班第一学期按高考分数分段收费 | 19 - |
| 表 11、隶属于中铁的兰州铁路技师学院 2020 年招生计划部分内容 | 21 - |
| 表 12、职高、中专、技校对比 | 22 - |
| 表 13、相较统招高考，中等职业教育各升学渠道难度更低但选择范围有限 .. | 24 - |
| 表 14、中高考封闭式培训业务营收与毛利率呈现双高（单位：百万元） | 28 - |
| 表 15、公司目前在西安本地有六大封闭式校区，其中华美校区与莲湖校区规模最大 | 30 - |
| 表 16、周末短期封闭式培训节奏较为紧凑 | 34 - |
| 表 17、公司重要指标盈利预测表（万元） | 40 - |
| 附表 | 42 - |

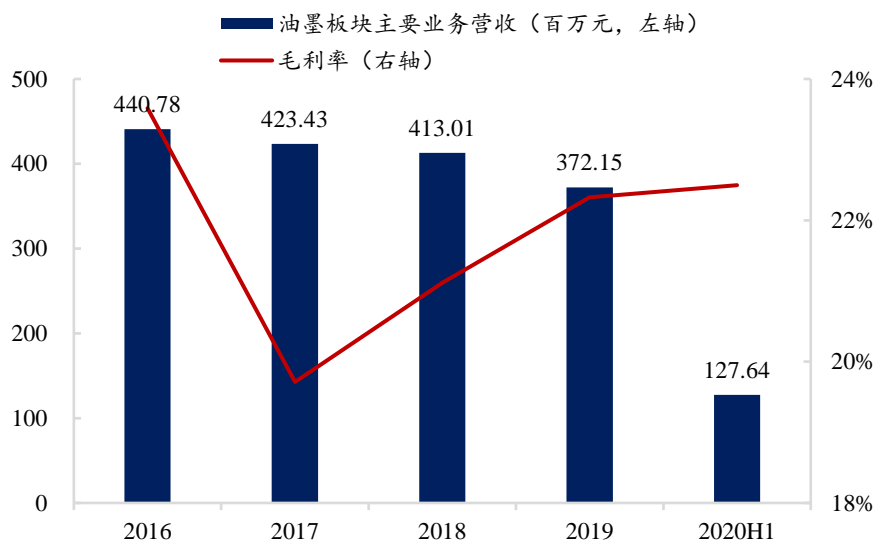
报告正文

1、公司概况：胶印油墨龙头，收购转型成功切入教育赛道

公司是胶印油墨行业龙头，近年来油墨行业整体发展受限，公司主动求变，通过收购龙门教育成功切入教育赛道，2019 年教育业务营收占比已达到 57.54%，并贡献大部分利润。龙门教育作为西安教育市场位居前列的培训机构，立足中高考封闭式补习培训业务，增长趋势强劲顺利完成 2017-2019 年 1.00/1.30/1.60 亿归母净利润的业绩承诺，公司股权结构稳定各项业务分工明确，具备较好的潜力。

公司为胶印油墨行业龙头，近年来行业发展陷入瓶颈谋求转型。公司前身苏州科斯伍德油墨有限公司成立于 2003 年，2011 年公司在创业板上市。公司为国内胶印油墨行业龙头，拥有快干亮光型胶印油墨、高光泽型胶印油墨和高耐磨型胶印油墨三大产品系列，以及“东吴牌”和“Kingswood”两大知名品牌。近年来随着新媒体、互联网盛行，商业印刷市场萎缩进而拉低胶印油墨需求，加之原材料价格上涨，胶印油墨行业整体发展陷入瓶颈，公司开始积极谋求转型。

图 1、公司油墨板块三大主要业务营收逐年下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收购龙门教育切入教育赛道。2017 年 12 月 7 日公司以 7.49 亿元收购龙门教育 49.76% 股权，同时通过表决权委托协议取得 2.629% 股份的表决权，实现控制地位并且并表，开启胶印油墨和教育双主营布局的模式；2020 年 3 月公司完成剩余 50.24% 股权收购实现全资控股，相关定增与可转债发行工作已经在今年 4-5 月完成。教育业务在科斯伍德业务体系中的地位持续提升，未来不排除将油墨业务剥离至体外、转型成为纯教育公司的可能。由于涉及利润分配与利润补偿责任人问题，总估值与相应股权收购金额并不严格对应。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

表 1、公司收购龙门教育基本情况

| 公告时间 | 收购股权 | 交易对象 | 支付金额 | 总对价 | 补充 |
|-----------------|--------|----------------|-----------|------------|--|
| 2017 年 12 月 7 日 | 49.22% | 马良铭、明旻、董兵等 | 74,936 万元 | 158,445 万元 | 现金支付 同时获得 2.629% 表决权 |
| 2017 年 12 月 7 日 | 0.54% | 国都证券、红塔证券、财富证券 | 790 万元 | | 早先计划收购 1.31% 股权 |
| 2020 年 3 月 9 日 | 50.17% | 马良铭、明旻、董兵等 | 81,290 万元 | 176,250 万元 | 1) 现金/可转债/定增形式 分别支付 27.39%/36.90%/35.71% 2) 同时定增募集配套资金总额 不超过 30,000 万元 |
| 2020 年 3 月 9 日 | 0.07% | 顾金妹等 | 未公告 | | |

来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

龙门教育立足中高考封闭式补习培训业务。龙门教育创立于 2002 年，为陕西省内领先的教育培训机构，2016 年 8 月登陆新三板，随着科斯伍德收购的推进 2019 年 10 月摘牌。公司业务包含封闭式中高考补习培训、K12 课外培训、教学软件及课程销售三块：

1) 封闭式中高考补习培训呈现核心地位，为龙门传统业务，以龙门补习学校为核心，面向复读生提供中高考封闭式补习培训服务，面向初三、高三毕业班应届生提供短期集中式特训服务，2019 年贡献了教育业务 59.16% 的营收，测算净利润水平在 40% 左右，呈现核心地位。

2) K12 课外培训立足异地引流开拓，为龙门近年来新增业务，2016 年下半年开始系统性布局，以龙门尚学为核心，面向中小學生提供个性化课外辅导服务，教学模式采用一对一、小班教学，2019 年贡献了教育业务 31.39% 的营收，K12 课外培训在龙门体系内主要起到引流作用，为中高考补习业务的异地复制进行前期准备，盈利能力尚未有效释放，不过公司已调整发展战略，封闭式培训异地扩张抓手从 K12 转变为职教高考班，K12 业务的发展优先级明显降低。

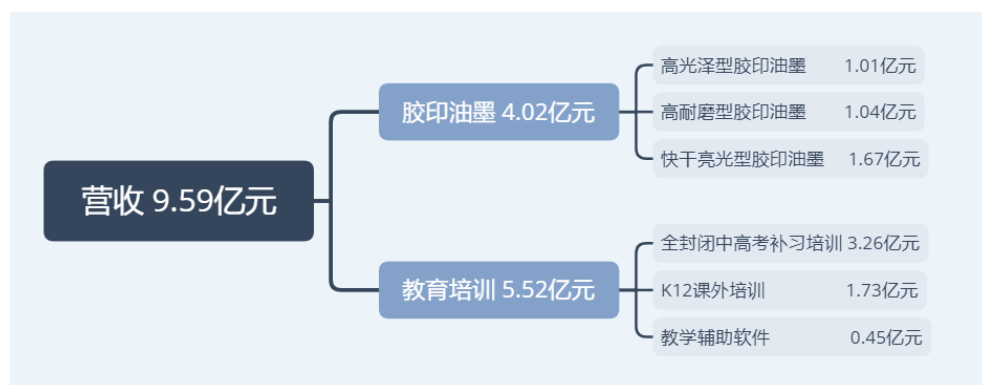
3) 教学软件研发起到良好支撑作用，以跃龙门育才科技为核心，成立于 2013 年，负责龙门教育学习数据收集，专注智能教学软件研发与“线上线下融合”的短训课程研发，2019 年贡献了教育业务 8.23% 的营收，防控期间承担线下课程线上转化工作，起到了良好的支撑作用。

龙门教育业绩对赌完成情况良好，今年为业绩承诺最后一年。两轮收购完成后相关责任人承诺龙门教育 2017-2020 年归母净利润不低于 1.00/1.30/1.60/1.80 亿元，2017-2019 年分别实现 1.05 亿元、1.32 亿元、1.62 亿元，均顺利完成。2020 年在公共卫生事件的影响下，龙门教育上半年实现净利润 0.84 亿元依然同比增长 13%，而 2017-2019 年上半年净利润分别占全年净利润的 39.30%、41.96%、44.86%，以 45% 的比例估算，对应龙门教育全年净利润将达到 1.87 亿元，大概率将完成最后一年的业绩承诺。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

图 2、公司 2019 年主要业务营收封闭式中高考补习培训位居第一



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权结构较稳定。目前公司收购龙门教育剩余股权的发行事项已经完成，定增股票已分别于 2020 年 4 月 10 日和 5 月 12 日上市。此外 3 亿元可转债发行对象为龙门教育创始人马良铭，初始转股价格为 9 元，年利率 0.01%，锁定期结束后大概率会选择转股，可转债转股时间预计为 2021 年 6 月后。可转债转股价格设有修正条款，定期届满前 30 个交易日交易均价达到或超过 15.75 元时，当次转股价格修正为 11.70 元。目前公司股价远超 15.75 元，按照 11.70 元的转股价格计算，预计转股完成后公司实控人吴贤良及其一致行动人持股比例为 31.53%，龙门教育创始人马良铭及其一致行动人持股比例为 13.98%，公司股权结构较为稳定。

表 2、公司可转债转股前后股权结构

| 关系 | 股东 | 可转债转股前（当前） | | 可转债转股后（预计 2021 年 6 月后） | |
|----|--------|------------|----------|------------------------|----------|
| | | 股权比例 | 持股数量（万股） | 股权比例 | 持股数量（万股） |
| 姐弟 | 吴贤良 | 31.50% | 9357.47 | 29.00% | 9357.47 |
| | 吴艳红 | 2.74% | 815.25 | 2.53% | 815.25 |
| 姐弟 | 马良铭 | 5.43% | 1614.01 | 12.95% | 4178.11 |
| | 马良彩 | 1.12% | 333.33 | 1.03% | 333.33 |
| | 董兵 | 3.37% | 1000.00 | 3.10% | 1000.00 |
| | 周成河 | 0.63% | 188.00 | 0.58% | 188.00 |
| | 上述股东合计 | 44.80% | 13308.06 | 49.19% | 15872.16 |
| | 总股本 | 100.00% | 29702.34 | 100.00% | 32266.44 |

来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分工明确管理结构清晰。目前上市公司董事长吴贤良兼任龙门教育董事长，负责整体业务决策与战略把控；龙门教育创始人马良铭任上市公司与龙门教育副董事长，利用自身多年教学经验负责教研方向把控与教育软件开发；龙门教育核心团队成员董兵与黄森磊分别负责封闭式与 K12 业务；各业务主要负责人分工明确熟悉自身业务条线，龙门教育核心团队得到了很好的保留。同时上市公司成立了专门的教育团队，吸收拥有丰富职校与大学管理运营经验的人才，为后续异地复制战略做好了充分的准备。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、中高考复读：市场广阔需求旺盛，政策趋紧下民办机构机会增大

中考复读领域，在“职普五五分流”政策的推动下，我国普通高中升学比例长期以来低于 60%，中考竞争激烈复读需求旺盛；龙门教育所在的陕西省过去普通高中升学比例一度超过 70%，近两年政策收紧升学比例明显下降，有效刺激了中考复读市场，龙门作为西安中考复读龙头机遇广阔。

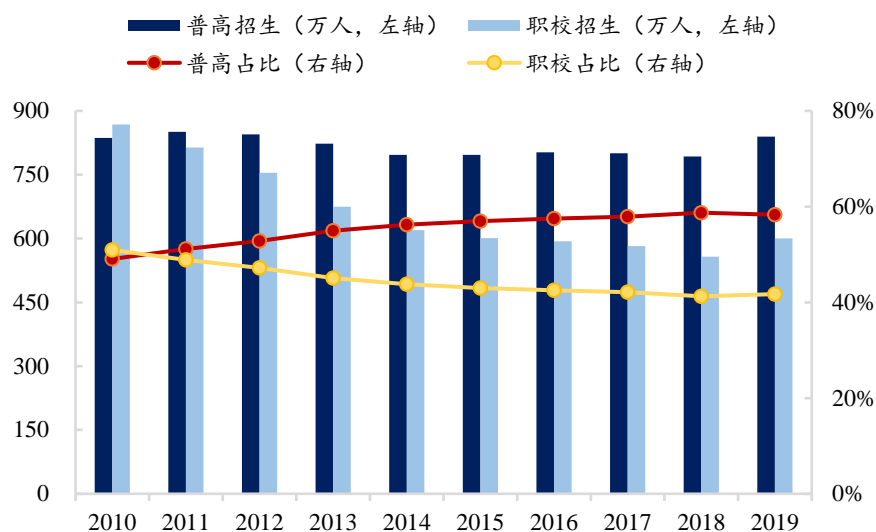
高考复读领域，尽管近年来我国高考录取比例逐年上升，但家长需求已逐步由上大学向好大学转变，同时地区间差距明显，高考大省河南今年本科达线率仅有 33.13%，有超过 70 万考生无法进入本科院校。目前我国仍有大量公办普通高中通过各种方式招收高考复读生，处于监管灰色地带，但随着近年来政策的逐步收紧，高考复读将逐渐由公办交棒民办，龙门通过职业高中高考班形式切入异地高考复读市场发展空间巨大。

2.1 中考复读：职普分流政策逐步收紧，西安市场需求进一步释放

受困于中等职业教育发展的不充分不完备，家长更倾向于让孩子接受普通高中教育，但我国普通高中升学比例长期以来低于 60%，且国家始终以“职普五五分流”为高中阶段基本教育政策。近年来随着中等职业教育在校生人数持续下降，中央层面相关政策日益强调保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，过去政策执行较为宽松、升学率较高的陕西省近年来普通高中招生比例收缩明显，作为西安中考复读龙头的龙门教育机遇广阔。

五五分流政策下监管日益趋严。我国在高中阶段的教育政策长期以来采取“职普五五分流”的准则，即通过中考强制分流使得职校与普高的在校学生基本保持一致。2010 年以来职校学生数量不断下降，国家持续出台文件强调这一政策，但出于家长压力各地在实际实施的过程中有所放宽，近年来随着普高教育资源的日益紧张和职业教育地位的不断提高，各地政策陆续收紧，出台了一系列较为严格的规定。2019 年 8 月陕西宝鸡市出台严格的禁令，明确全市所有公办、民办初中、校外培训机构严禁招收初三复读生。目前龙门教育所在的西安市虽然禁止公办复读，但并不禁止民办复读。

图 3、我国高中阶段职业教育招生人数与占比呈现下降趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、国家层面高中阶段职普五五分流政策

| 时间 | 文件 | 相关内容 |
|--------|---------------------------------|---|
| 2010.5 | 《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》 | 初中分流后职普比达到 1:1。 |
| 2014.6 | 《国务院关于加强发展现代职业教育的决定》 | 总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当。 |
| 2017.4 | 《高中阶段教育普及攻坚计划（2017-2020 年）》 | 普通高中与中等职业教育结构更加合理，招生规模大体相当。 |
| 2019.2 | 《国家职业教育改革实施方案》 | 保持高中阶段职普比大体相当，使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育。 |
| 2020.4 | 《关于做好 2020 年中等职业学校招生工作的通知》 | 高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区，要把推进普及高中阶段教育的重点放在中等职业教育。 |

来源：政府公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年我国普高升学比例总体低于 60%，但地区分布不均。2019 年全国教育事业发展统计公报显示，我国小学阶段净入学率 99.94%，初中阶段毛入学率 102.6%，9 年义务阶段教育已经实现了较为全面的覆盖，与之形成鲜明对比的是，高中阶段毛入学率仅为 89.5%，且高中阶段在校生中普通高中仅占 60%，依旧有大量学生需要接受中等职业教育，目前中等职业教育质量整体堪忧、家长接受程度较差，普通高中仍是家长的主要选择。教育部数据显示，不计算复读的情况下，2019 年我国约 2/3 省份普通高中升学比例低于 60%，其中教育大省河南仅为 53.11%，位列倒数第一。具体到市区级层面，以江苏苏州市区为例，2019 年在扩招 10% 的情况下，普高录取比例依旧仅有 51.66%。

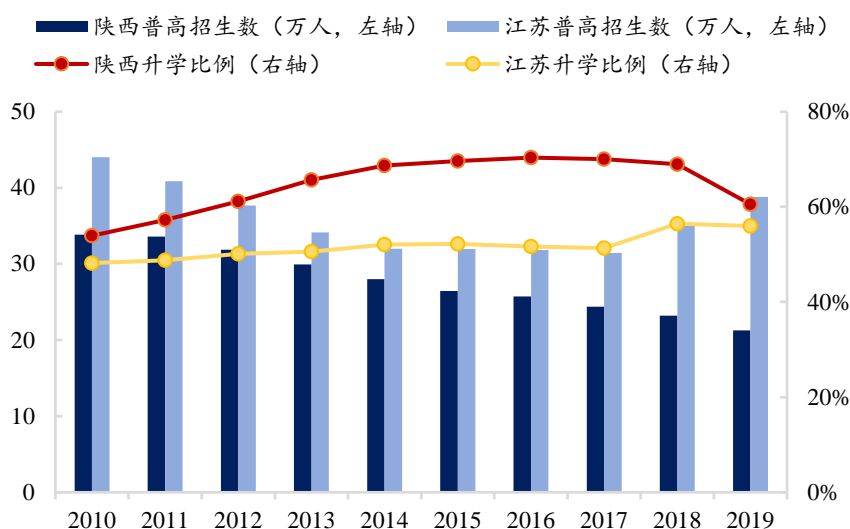
表 4、2019 年我国约 2/3 省份普通高中升学比例低于 60%

| 省份 | 普高升学比例 | 省份 | 普高升学比例 | 省份 | 普高升学比例 |
|-----|--------|----|--------|----|--------|
| 黑龙江 | 70.49% | 山西 | 59.86% | 湖南 | 56.84% |
| 北京 | 70.08% | 江西 | 59.33% | 西藏 | 56.42% |
| 吉林 | 69.56% | 河北 | 58.89% | 安徽 | 56.00% |
| 天津 | 68.32% | 青海 | 58.65% | 江苏 | 55.90% |
| 内蒙古 | 67.17% | 宁夏 | 58.45% | 广东 | 55.63% |
| 辽宁 | 64.33% | 四川 | 58.42% | 福建 | 55.54% |
| 重庆 | 63.59% | 广西 | 57.87% | 贵州 | 54.04% |
| 上海 | 62.65% | 全国 | 57.73% | 云南 | 53.42% |
| 陕西 | 60.54% | 新疆 | 57.67% | 浙江 | 53.31% |
| 湖北 | 60.31% | 海南 | 57.47% | 河南 | 53.11% |
| 甘肃 | 60.16% | 山东 | 57.41% | | |

来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

家长压力下四六分流将成为短期解决方案。由于我国目前中等职业教育教育发展不充分不完善，学生毕业后就业空间有限，在实际推行的过程中，职普 4:6 的比例是短期内较为合适的方案。“五五分流政策”执行较为宽松的省份例如陕西呈现出收紧趋势，2019 年陕西西安市教育局要求，落实职普比不低于 4:6 的要求，各区县、普通高中严禁无计划、超计划招生；执行较为严格的省份例如江苏则呈现出放宽趋势，2018 年 6 月 17-21 日省内十个地级市发布普高紧急扩招通知。

图 4、普高升学比例陕西趋紧江苏放宽，整体向 60% 趋近



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

全国中考复读市场规模在 110 亿左右。2019 年全国共有 1,454 万初中毕业生，普通高中录取比例为 57.74%，即有 614 万考生落榜无缘普通高中；西安中考复读市场落榜考生参培率约为 20%、全年客单价约为 2.5 万元。考虑地区差异与经济发展水平，按照 10% 的参培率、1.8 万元的客单价估算，估计全国中考复读市场规模

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

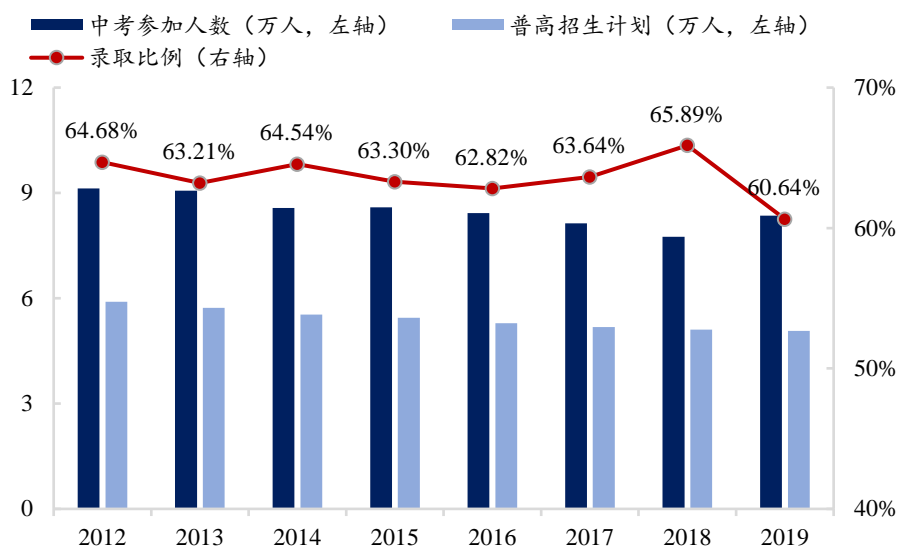
- 9 -

在 110 亿元左右。

● 西安中考复读市场龙门一枝独秀机遇广阔

西安中考复读领域龙门教育居于垄断地位。龙门中考补习在校学生数量在 5000 人左右，而其他机构基本在千人以下，规模优势明显。原因主要系：1) 龙门本身以中考补习业务起家，先发优势明显，已经形成明显的品牌优势，在复读这一领域家长口碑作用明显；2) 中高考补习行业主要竞争者西补、方正等机构集中于高考补习，中考补习领域布局较少。陕西省过去中考升学率较为宽松，随着“五五分流政策”逐渐收紧，2019 年西安中考录取比例为 60.64%，较 2018 年下降 5.24%，为近八年最低。普高招生的下降将使落榜学生数量进一步上升，从而有效带动中考复读市场，龙门作为龙头公司将显著受益。

图 5、2019 年西安中考普高录取比例为 60.64%，为近八年最低



资料来源：中考网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 高考复读：家长要求进一步提高，强监管下公办将交棒民办

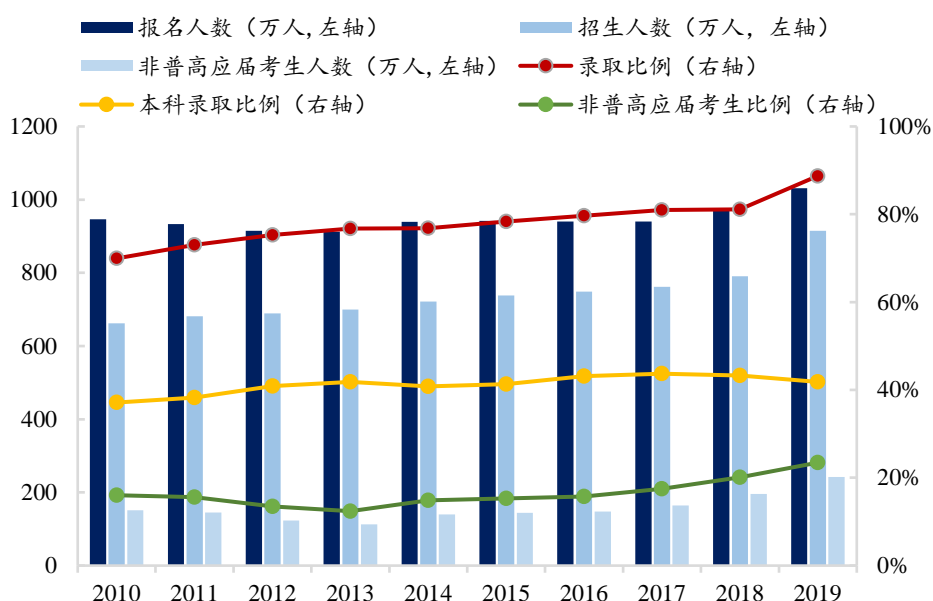
随着我国大学录取比例的逐年上升，家长的需求已经由上大学转变为上好大学，高考报名人数中非普通高中应届生的比例由 15 年的 15.32% 上升至 20 年的 25.30%，本科达线已经成为了较为基本的目标；而我国目前高考录取地区差异依旧较为明显，河南、湖南、四川等高考大省录取率整体偏低，大量考生存在复读需求。同时目前依旧有大量高中承接复读学生，在高中教育资源紧张的背景下监管执行逐步收紧，公办高中手中生源或将逐步交棒民办。

大学录取比例逐年升高，需求由上大学转变为上好大学。近年来我国大学录取比例逐年上升，由 2010 年的 70.0% 上升至 2019 年的 88.7%，与此同时报名考生

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中非普通高中应届生的人数也由 2010 年的 152 万人增长至 2019 年的 241 万人；2020 年高考报名人数达到 1071 万人，而 2017 年普通高中招生人数仅 800 万人，非普高应届生人数超过 271 万再创新高，这一人群主要由往届复读生和职校考生构成，家长的需求已经逐渐由上大学转变为上好大学，高分复读生频频出现，以“高考工厂”毛坦厂为例，毕业班整体人数在 16000 人左右，目前为止已经连续七年本科达线人数突破万人大关，本科达线已经成为复读学生的基本诉求，但近年来本科录取比例甚至有小幅下降，录取率的提升主要由专科拉动。

图 6、高考招生人数、录取比例、非普高应届考生人数逐年升高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

地区间差异明显，高考大省竞争激烈。与家长普遍的本科要求相对应的是残酷的本科录取比例与地区差异，教育资源丰富的省份例如北京、天津、上海今年本科达线率超过 70%，而六成省份本科录取比例低于 50%，全国考生整体本科达线率仅有 42.42%。高考大省河南今年高考报名人数达到 115.8 万人，而本科达线率仅有 33.13%，有超过 70 万考生无法进入本科院校，激烈的竞争引发了巨大的复读需求。

表 5、2020 年我国高考六成省份本科录取率低于 50%

| 省份 | 本科达线率 | 省份 | 本科达线率 | 省份 | 本科达线率 |
|-----|--------|----|--------|-----|--------|
| 北京 | 75.97% | 山东 | 51.41% | 云南 | 39.52% |
| 天津 | 72.89% | 陕西 | 49.19% | 河北 | 39.46% |
| 上海 | 72.87% | 浙江 | 49.13% | 安徽 | 39.30% |
| 海南 | 64.11% | 重庆 | 48.46% | 内蒙古 | 38.70% |
| 吉林 | 57.87% | 湖北 | 44.41% | 贵州 | 37.97% |
| 黑龙江 | 57.36% | 甘肃 | 44.04% | 山西 | 36.12% |
| 福建 | 56.90% | 全国 | 42.42% | 广西 | 35.83% |
| 辽宁 | 56.89% | 广东 | 40.97% | 四川 | 35.43% |
| 宁夏 | 55.65% | 青海 | 40.74% | 湖南 | 33.43% |
| 江苏 | 54.84% | 江西 | 40.02% | 河南 | 33.13% |

来源：各省一分一段表，兴业证券经济与金融研究院整理

公办学校复读处于灰色地带，监管趋严或将交棒民办机构。长期以来高考复读生中很大一批在公办高中就读，而这处于政策监管的灰色地带，即中央政策明令禁止而地方实际执行中有所放宽。近年来随着高中教育资源紧张的矛盾日益突出，为避免复读生占据应届生教育资源，监管侧逐步趋严，仅今年就有辽宁、四川、贵州三省发布文件强调公办普通高中不得开设高考复习班。

表 6、各省逐步落实公办普通高中不得招收复读生的规定

| | | | |
|---------|----|-------------------------------|--|
| 2002.2 | 全国 | 《关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》 | 从 2002 年秋季开学起，各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班，也不得招收高中毕业生插班复读。 |
| 2007.5 | 山东 | 《关于规范普通高中招生行为有关问题的通知》 | 在严禁公办普通高中容留、招收往届生复读的前提下，指导并支持具备普通高中教育教学保障条件的民办学校承担起往届生复读的学习任务。 |
| 2014.7 | 广东 | 《关于中小学生学籍管理的实施细则（试行）》 | 公办普通高中学校不得招收往届生复读。 |
| 2019.11 | 云南 | 《中小学生减负措施》 | 公办普通高中不得招收复读生 |
| 2020.1 | 辽宁 | 《关于加强中小学招生入学管理工作的实施意见》 | 公办普通高中不得招收复读生。 |
| 2020.4 | 四川 | 《关于规范 2020 年全省普通中小学招生入学工作的通知》 | 省级示范性普通高中不得举办复读班，举办复读班的学校要严格登记学生信息情况。 |
| 2020.4 | 贵州 | 《关于规范普通中小学招生入学工作的通知》 | 公办普通高中学校不得招收往届生复读 |

来源：教育部门公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国内高考复读市场规模在 190 亿左右。2020 年共有 1071 万人参与高考，而同年普通高中应届毕业生人数为 800 万人，即参加高考的复读生、三校生（中专、职高、技校）、社会考生合计在 270 万人以上；根据各省教育厅披露的信息，其中高考复读生有约 160 万人。西安大部分高考复读生全年学费约为 2.5-3 万元；考虑经济发展水平，按照 60% 的参培率、2 万元的客单价估算，高考复读市场规模在 190 亿左右。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

2.2.1、西安本地高考补习竞争格局：龙门规模位居第三，面向中差学生教学效果明显

西安高考补习市场竞争激烈整体实力较强，龙门在整体规模上位居第三，相较其他机构，龙门学费水平依旧有一定增长空间，而在招生上相较其他机构更多面向中差生，在学生最终高考成绩上与整体水平基本保持一致，体现出良好的教学效果。收购前挂牌新三板的经历，使得龙门在各方面较为规范。

西安培训机构竞争充分整体实力较强。2018 年教育部办公厅点名批评西安市对民办义务教育学校招生疏于管理，使其在体量、质量上与公办学校拉开较大差距，导致初中教育“民强公弱”，催生民办学校“择校热”。公办教育的缺位和民办教育的择校热潮使西安培训机构发展迅猛，初高中资源的紧张进一步催生出中高考复读市场，仅西安高考复读市场就有龙门、西补、方正、正大、大唐、丁准多家知名机构，规模均在千人以上，充分竞争下机构整体实力更强。

西安高考补习市场龙门规模位居第三，学费有一定增长空间。位居第一梯队的西补和方正高三学生总数在 3000 人左右，龙门以 2400 人左右的规模位居第三。除方正的超大班与丁准的小班外，其他机构平均每班人数都在 60 人上下。学费水平上，各机构间政策不同，部分机构针对高分考生有极大优惠，而市场整体均价为全年 30000 元左右，龙门目前主力班型全年学费为 24200 元，依旧有一定的增长空间。

表 7、西安高考补习市场龙门规模位居第三

| | 创办时间 | 校区数 | 全年学费 | 高三学生数（不含职高） | 每班学生 |
|----|------|-----|---|-------------|------------------------|
| 西补 | 1988 | 3 | 按成绩与班型不同收费在 7000-36000 元之间（档位较多） | 约 3000 人 | 精品班约 50 人 普通班约 80 人 |
| 方正 | 1987 | 3 | 按照高考成绩 6000/10000/19600/23600/35600 元 | 约 3000 人 | 100-120 人 |
| 龙门 | 2003 | 6 | 按班型 15800/24200/37800/80000 元 70% 以上班型为 24200 元档 | 约 2400 人 | 50-60 人 |
| 正大 | 2000 | 1 | 约 30000 元 | 约 1800 人 | 50-60 人 |
| 大唐 | 2005 | 3 | 大班 17000 元 小班 30000 元 | 约 1600 人 | 大班 45-55 人 小班 25 人 |
| 丁准 | 2008 | 3 | 约 70000 元 | 约 1000 人 | 30-45 人 |

来源：各机构官网与宣传资料，兴业证券经济与金融研究院整理

龙门主要面向中差学生，高考最终成绩依然达到平均水平。各大机构中，西补师资最好，对报名学生分数要求也最为严格，高考成绩遥遥领先，因为管理较为宽松比较适合具有一定自觉性的高分复读考生；此外，方正与大唐也有一定的分数要求，只是相对西补对低分考生有一定的回旋余地。在头部机构中，龙门相对而言招生标准最低、生源质量最差，以陕西 20 年高考为例，分数线为本一理科 451/文科 512，本二理科 350/文科 405，方正、大唐、龙门的分数要求都在本二线以上，而龙门则拥有大量二本线以下的学生，但在最终高考成绩上，龙门学生的达线情

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

况与整体水平较为接近，体现出了良好的教学效果。

表 8、龙门主要面向中差生，最终高考成绩达到整体水平

| | 2019 高考成绩 | 20 年分数要求 | 机构特征与学生评价 |
|----|---------------------------------|--|---|
| 西补 | 理科一本 77%，文科一本 70% | 理 368/文 422 入学要求 | 入学有分数要求，在同类学校中师资最好但管理较宽松，比较依赖学生自觉性，适合高分考生 |
| 方正 | 未公布 | 理 350/文 405 以上有优惠 | 精品班有分数要求，管理较为严格，班级越差管理越宽松 |
| 龙门 | 重点班一本 54%，二本 92% 平行班本科达线 85% | - | 西安中考补习龙头，为高考补习积累了良好声誉 招生标准宽松整体生源不及其他高考补习学校 |
| 正大 | 一本 51%，二本 94% | - | 手机等电子产品监管极为严格 |
| 大唐 | 一本 46%，二本 92% | 强化班 理 365/文 420 实验班 理 420/文 450 低于要求分数需要 面试 | 复读有分数要求，未达线需要面试 应届需参加入学考试，通过率在 50%左右 |
| 丁准 | 一本 52%，二本 94% | - | 网上负面评价相对较多 |

来源：各机构官网，兴业证券经济与金融研究院整理

龙门教育作为新三板挂牌企业各方面较为规范。龙门教育于 2016 年 8 月登陆新三板，随着科斯伍德收购的推进 2019 年 10 月摘牌。近几年多家上市公司通过收购跨界转型教育，例如三垒股份收购楷德教育与美杰姆更名美吉姆跨界早教，开元股份收购恒企教育和中大英才跨界职教，但相关标的均没有新三板挂牌经历，同样西安当地的西补、方正、大唐等机构也没有相关经历。作为新三板挂牌企业，龙门教育通过挂牌审核且在 2016-2019H1 期间持续发布财务报告，业绩清晰可查，各方面较为规范。

2.2.2、衡水中学：民办分部曲线开展教育业务，运营违规异地布局基本瓦解

作为知名“高考工厂”，衡水中学以其半军事化管理和河北省高考的绝对统治地位而闻名。衡水中学由四大校区构成，通过民办分部对外招收复读学生，招生情况火热今年仅一周就基本完成招录。衡水中学早年异地扩张态势明显，但随着 2017 年浙江平湖分校引发广泛争议，在勒令整改后分校体系基本崩溃。

四校一体，通过民办分部招收复读生。整个衡水中学体系由衡水中学、衡水滏阳中学、衡水第一中学、衡水中学实验学校四个部分组成，四校进行联合招聘，由于衡水第一中学未公布具体招生指标，估测整体毕业生人数在 6000-8000 人左右：

1) **衡水中学（本部）**为公办学校，始建于 1951 年，位于河北省衡水市桃城区，1998 年成为河北省首批示范性高中，是衡水中学体系的核心，不对外招收复读生，2020 年在衡水市桃城区有共计 1800 个招生指标。

2) **衡水第一中学（南校区）**是由衡水中学与泰华集团合作设立的私立高中，建于2014年，与衡水中学共用一套领导班子、师资资源、管理系统，共同计算高考升学率；衡水第一中学因其私立属性能够广泛招收衡水市桃城区之外的全国生源，因此规模更大，也能大范围招收复读生。

3) **衡水中学实验学校（中校区）**为民办初中，于2018年成立高中部，2020年分别面向省内招生2000人（区/市/省分别为500/700/800人），该分校与衡水中学、衡水实验中学同样资源共享，2020-2021学年复读生中河北省外理科在衡水中学实验学校就读，河北省内和省外文科在衡水第一中学就读。

4) **衡水滏阳中学（东校区）**为公办民助学校*，在2014年前为衡水中学招收复读生主要通道，衡水第一中学成立后衡水滏阳中学逐步停招，今年疑似恢复招生，官网在停止更新数年后出现了采购招标与自主招生摸底公告。公办民助学校所有权归属国家，但接受民间资助并可收取高额择校费，其基本特征是“学校国有、校长承办、经费自筹、办学自主”。

图 7、衡水中学主要通过民办分部招收复读生



资料来源：各学校官网，兴业证券经济与金融研究院整理

复读按高考分数收费，招生情况火热。与复读市场火热对应的是优质复读机构高额的费用，同样以衡水一中为例，2020-2021学年的复读生招生公告显示按照今年高考分数学费分为2000元/25000元/35000元三档（省外为25000元/35000元两档），河北省内理科/文科达到666分/630分享受2000元学费和随到随录（理科/文科对应名次为3076名/825名）。招生情况较为火爆，7月23日-7月29日间复读生招生分三批迅速完成，后续每3日进行一次少数补录。官网显示复习部共有26位班主任，按照每班60人计算有1560名复读生。

表 9、衡水一中 2020-2021 学年复读生招收标准

| | 理科 | 文科 | 收费 | 备注 |
|----|------------|-----------|---------|--------|
| 省内 | 666 分以上 | 630 分以上 | 2000 元 | 随到随录 |
| | 551-665 分 | 541-629 分 | 25000 元 | |
| | 550 分以下 | 549 分以下 | 35000 元 | 分批择优录取 |
| 省外 | 省排名前 1/4 | | 25000 元 | |
| | 省排名 1/4 以后 | | 35000 元 | 择优录取 |

来源：衡水一中官网，兴业证券经济与金融研究院整理

衡水中学以其半军事化管理模式闻名。根据《南风窗》专题报道，衡水中学有以下特征非常明显：

1) 时间安排紧张：从早晨 5 点 40 分起床到晚上 10 点 10 分宿舍熄灯，学生的每一分钟都会被学校安排妥当，高三学生吃饭时间普遍在 5-10 分钟；从起床到开始跑操只有 5 分钟，中间备操时还要读书 2 分钟，学生只能抽出课间在教学楼厕所洗漱。

2) 竞争氛围浓厚：学号代表入班考试的排名，只需要对比学号和本次考试排名就能知道是上升还是下降；每个班级的墙壁上都张贴着多张考试的成绩单，任何同学都可以随意翻阅别人的成绩，每个月年级大会都会公开表彰成绩优异的同学并颁发奖学金；每一学年实验班和普通班的名额都开放流动。

3) 管理极度严格：对学生采取封闭式管理，非假期不得离开学校，而学校放假时间以小时衡量，两周或三周放一次，一次 24 小时；男女生并排走路、说说笑笑、面对面或者挨着坐吃饭均属于非正常接触，情书、牵手更是属于严重情节，最多可能会被勒令回家反省 6 周；晚上 10 点 10 分熄灯之后，一个小时内不允许学生起床走动、发出任何声音；部分班级在晚自习预备时甚至不允许抬头观看晚间新闻。

成效明显大范围推广。半军事化的管理成就了衡水，2018 年衡水中学有超过 200 名学生考入清华、北大，全校文理科 650 分以上人数超过河北全省的 1/4，文理科的一本上线率都超过 92%（由于衡水中学否认各类高考成绩统计，故只能选取《南风窗》可信性较高的报道）。在高考封神之后，“衡中模式”基本覆盖了衡水地区的所有高中教育，近年来甚至逐渐往初中阶段蔓延。模仿的佼佼者衡水二中在封闭军事化管理、时间控制方面比衡中更为严格，并因此成为外地教师的重点学习考察对象。

异地扩张盛行一时，争议频发勒令整改。2014 年衡水第一中学正式建成后，衡水中学在河北、云南、安徽等地广泛开设分校，2016 年 12 月，衡水中学召开第一届分校工作研讨会，有来自 18 个分校的 68 位主要负责人列席会议，但随后衡水浙江分校揭牌引发各界热议，连锁反应下衡水异地分校布局基本崩溃：

- ✓ 2017年3月，衡水第一中学平湖学校在浙江揭牌；
- ✓ 2017年4月，衡水入驻浙江引发热议，遭到浙江省教育界多人炮轰；
- ✓ 2017年5月，21世纪教育研究院发表《关于对衡水中学等超级中学涉嫌违规办学开展督查的建议》，要求教育部对相关情况展开专项督查；
- ✓ 2017年6月1日，河北省教育厅印发《关于对河北衡水中学、衡水第一中学办学行为进行整改的通知》；
- ✓ 2017年6月16日，衡水一中股东泰华集团发布声明，自2014年9月19日23时40分至今，所有以衡水第一中学名义对外签署的合同、协议等所有办学过程与经营性活动，与衡水第一中学董事会和投资方无任何关联，衡水第一中学财务账户和投资方未收到任何一家学校的赞助金和加盟费；
- ✓ 2017年7月，廊坊市教育局发布《关于限制衡水民办普通高中在我市招生的公告》，要求衡水市教育局将2017年在廊坊市的招生计划核减到2016年的指标；
- ✓ 2017年10月，平湖分校正式更名为平湖杭州湾实验学校，办理学籍注册；
- ✓ 2018年6月，执掌衡水中学校长二十余年的张文茂卸任；
- ✓ 2019年5月，深圳富源学校“高考移民”引发热议，深圳市教育局取消32名相关学生报考资格，其中部分学生在衡水中学学习、在深圳参加高考。

违规整改意见要求规范管理结构，控制招生规模。2017年6月1日，河北省教育厅印发《关于对河北衡水中学、衡水第一中学办学行为进行整改的通知》，一共提出了8条整改要求：

其中对衡水第一中学提出 5 项整改要求：

- 1) 完善学校法人治理结构，依法设立学校董事会，规范人员组成结构；
- 2) 尽快建立民办学校法人财产权制度，将资产过户到学校名下。
- 3) 控制办学规模，将其招生数量控制在合理的范围以内；
- 4) 规范招生行为，在规定时间内、公示招生人数范围内组织招生，并及时上报录取名单；
- 5) 按照物价部门核准的收费项目和标准规范收费，不得乱收费。

对衡水中学提出 3 项整改要求：

- 1) 河北衡水中学法人代表不得代行衡水第一中学法人代表权力。
- 2) 河北衡水中学在编教师派往民办学校任教应由衡水市教育局批准，并不得影响河北衡水中学教学活动；
- 3) 去除河北衡水中学官网中涉及衡水第一中学相关信息，在涉及对外宣传内容上不得发生河北衡水中学与衡水第一中学同时出现的情形。

2.2.3、毛坦厂中学：高考补习中心对外招生，异地扩张潦草收场

毛坦厂中学和衡水中学在收费和管理模式上有诸多相似之处，主要区别在于毛坦厂中学学生数量更大、生源质量整体较差、竞争氛围更为浓厚，较之衡水中学其异地扩张之路刚刚开端便被紧急叫停，局限在六安当地发展。

通过高考补习中心招收复读生，学生数量庞大。与衡水齐名的毛坦厂中学为公办学校，始建于1939年，位于安徽省六安市金安区，2001年成为省级示范高中，目前拥有毛坦厂镇本部（包括毛坦厂中学和金安高级中学，两者师资共用实际为一体）、叶集皖西当代中学分校和东城分校三个校区，通过金安中学高考补习中心对外招收复读生，毕业班整体人数在16000人左右，目前为止已经连续七年本科达线人数突破万人大关。

毛坦厂在收费制度和管理模式上与衡水极为相似，两者的区别之处主要在于：

1) 规模更大，形成教育产业集群：毛坦厂规模更大、生源来源更广，因为学生人数过多宿舍严重不足，学校允许学生在校外租房，加上随之而来的陪读家长，形成了一个庞大的教育产业集群，2019年毛坦厂镇教育产业总产值高达4.57亿元。整个毛坦厂镇完全围绕学生和家長运转，各重要地段均有学校监控，娱乐场所受到严格管控，全镇唯一的网吧目前也已停止营业，营造出了一个覆盖全镇范围的复读环境。

2) 生源较差，目标以达线为主：相比汇集全省优质生源、拥有大量应届生的衡水中学，毛坦厂聚集了来自全国各地的落榜考生，生源质量整体较差，达到本科线成为大部分学生的主要目标，2020年高考毛坦厂文科最高分根据一分一段表均在1000名左右，600分以上290人，而在高分通胀下今年安徽600分以上有约24000余人。

3) 竞争氛围蔓延至教师群体：相比衡水每班60人左右的规模，毛坦厂每班学生大约130人，教师需要用扩音器上课，遇到考试130份卷子需要当天批阅完成，工作强度相当大。竞争氛围也蔓延到教师工作中，学校选聘班主任根据成绩考核末位淘汰，班主任和教师双向选择组成教师团队，对班级成绩负全面责任，如果对任课教师不满意，班主任可以炒掉任课教师。

4) 学费梯级更加细分：不同于衡水中学的优质生源，毛坦厂生源较差学生水平差距较大，因此收费梯级也更加细分，2019年按照与一本线的差距第一学期在2,500-38,000元间分为8档，第二学期则按照期末联考排名分为4,000元和6,000元两档；即不包含住宿费的情况下，全年最低学费为6,500元，最高学费为44,000元。

表 10、毛坦厂 2019 年秋季复读班第一学期按高考分数分段收费

| 科别 | 分数 | 收费标准 | |
|----|----------------|--------------|--------------------|
| | | 男生 (校外住宿) | 女生 (含 300 元住宿费) |
| 文科 | 一本线及以上 | 2,500 | 2,800 |
| | 一本线下 1-40 分 | 4,000 | 4,300 |
| | 一本线下 41-70 分 | 5,800 | 6,100 |
| | 一本线下 71-90 分 | 6,800 | 7,100 |
| | 一本线下 91-110 分 | 7,800 | 8,100 |
| | 一本线下 111-120 分 | 15,000 | 15,000 |
| | 一本线下 121-130 分 | 30,000 | 30,000 |
| | 一本线下 131 分及以下 | 38,000 | 38,000 |
| 理科 | 一本线及以上 | 2,500 | 2,800 |
| | 一本线下 1-45 分 | 4,000 | 4,300 |
| | 一本线下 46-75 分 | 5,800 | 6,100 |
| | 一本线下 76-105 分 | 6,800 | 7,100 |
| | 一本线下 106-135 分 | 7,800 | 8,100 |
| | 一本线下 136-145 分 | 15,000 | 15,000 |
| | 一本线下 146-155 分 | 30,000 | 30,000 |
| | 一本线下 156 分及以下 | 38,000 | 38,000 |

来源：金安高级中学官网，兴业证券经济与金融研究院整理

异地试点紧急叫停。2019 年 7 月，金安高级中学发布《关于试点招收 2020 年上海考纲高考复读班的通知》，受上海麦坚时公司委托在毛坦厂开设“2020 年上海考纲高考补习班”，高考复读生收费 6 万元起步，引发社会热议，随后两地监管部门迅速介入调查，相关通知也被迅速撤下，毛坦厂中学随后也撤下了金安补习中心 2019 年招生简章。

发布声明郑重辟谣异地招生。此后毛坦厂中学对异地扩张趋于保守，2020 年 7 月学校发布声明，表示近期出现在合肥、利辛、贵州等地的相关复读广告为不实信息，毛坦厂中学作为公办学校，严格遵循“公办高中不得举办高考补习班”的要求，从未成立高考补习机构，长期以来得到广泛认可的“高考补习中心”实际上是与中学毗邻的金安高级中学高考补习班。

2.2.4、差异化路径为龙门教育异地扩张铺平道路

传统高考补习学校或机构在异地扩张过程中，主要面临师资、监管、政府支持不足三大障碍：

- 1) **师资限制**，衡水和毛坦厂的民办分部与公办本部共享师资力量与管理体系，深度绑定下异地扩张需要从零开始。
- 2) **监管压力**，教育部门多次重申“公办高中不得举办高考补习班”，尽管此类公办高中能够通过民办分部的形式加以规避，但异地复制时争议较大监管更为严格，往往会被叫停。

3) **政府支持不足**，政府部门和教育系统本身对复读学校有所顾虑，对当地教育事业帮助有限且容易激化家长焦虑情绪，弊大于利。

龙门从 K12 与职高领域切入另辟蹊径。龙门作为民办机构违反相应政策的风险较小，而针对师资限制和政府支持不足这两大障碍，公司另辟蹊径给出了较好的解决方案：

1) **管理模式为主，K12 先行。**公司培训体系以管理模式见长，辅之以软件配套，本身对师资依赖更小，同时公司前期通过成本更低的 K12 业务打开市场积累口碑，为后续封闭式培训充当前哨站。

2) **依托当地职业高中进行发展。**公司通过与当地职业高中合作租借场地牌照切入异地市场，以职业高中高考班的形式招收学生，实质上缓解了当地教育资源紧张的问题，当地教育部门接受程度更高，投入成本也更低。

3、中等职业教育：升学深造大势所趋，统招高考仍具有较强吸引力

我国中等职业教育体系主要由职业高中、职业中专、技工学校三部分构成，职业高中需要兼顾文化课程学习和技能课程学习，教学内容最多、难度最大，因此定位最为尴尬。目前我国中等职业教育虽然有较为丰富的专属升学渠道，但限制多、选择面窄、优质学校竞争激烈，统招高考仍然有较强的吸引力。现有职业高中发展水平不佳，并不足以承担相应的教学任务，龙门教育布局职业高中前景广阔。

3.1 中等职业教育体系主要由职业高中、职业中专、技工学校三部分构成，职业高中定位最为尴尬

我国中等职业教育体系主要由职业高中、职业中专、技工学校三部分构成，尽管同属中等职业教育体系，但三者诞生时间、功能定位、学生后续流向上存在诸多差异。

技工学校：培养方案更加多样，偏向实操具备相应职业资格证书。建国后在学习借鉴前苏联技工学校模式的基础上技工学校应运而生，五六十年代为国家输送了大批熟练的技术工人。目前技校从低到高可以分为技工学院、高级技工学院和技师学院三个层次，层次越高能培养的技师种类越多，技师学院学制通常在 3-6 年不等，以隶属于中铁的兰州铁路技师学院为例，3 年制毕业为中级工，6 年制毕业为预备技师+函授本科。技校虽然与职业中专类似，同样以教授技能为主要目标，但更加偏向实际操作，且能够获得人社部颁发的职业资格证书。

表 11、隶属于中铁的兰州铁路技师学院 2020 年招生计划部分内容

| 专业 | 人数 | 性别 | 学制 | 招生条件 | 毕业学历 | 毕业去向 |
|---------|-----|----|-----|------|------------------|----------------|
| 铁路施工与养护 | 30 | 男 | 3 年 | 初中毕业 | 中级工 | 面向中铁各企业 |
| 铁路工程测量 | 150 | 男 | 4 年 | 初中毕业 | 高级工 | 面向中铁各企业 |
| 电子商务 | 150 | 男 | 4 年 | 初中毕业 | 高级工 | 面向社会 |
| 工程造价 | 40 | 不限 | 5 年 | 初中毕业 | 高级工 大专（五年一贯制） | 甘肃建筑职业技术学院联合办学 |
| 计算机信息管理 | 40 | 不限 | 5 年 | 初中毕业 | 高级工 大专（五年一贯制） | 面向社会 |
| 铁路工程测量 | 50 | 男 | 6 年 | 初中毕业 | 预备技师 本科（函授） | 面向中铁各企业 |
| 铁路工程测量 | 106 | 男 | 4 年 | 高中毕业 | 预备技师 本科（函授） | 面向中铁各企业 |

来源：学院官网招生简章，兴业证券经济与金融研究院整理

职业中专：历经变迁职业中专成为主体，以技能专业理论为主。过去我国存在高考后录取学制两年的“大中专”与中考后录取学制四年的“小中专”，就实质而言接近高等教育；1999 年大学扩招的背景下，原有中专大部分向上升级为学院或并入大学，少部分向下降级成为职业中专，同时一些省份将职业高中改制为新的中专学校，2008 年改制全面完成后形成了以职业中专为主体的体系，归类于中等职业教育。中专学制一般为 3 年(2 年学习+1 年实习)，以教授技能为主要目标，内容偏向专业理论。

职业高中：顺应中等教育改革，文化与技能双轨并重。职业高中大部分是在上世纪八十年代改革中等教育结构的背景下由普通高中改建而成的，在整个中等职业教育体系中，职业高中教学内容最多、难度最大。职业高中学制为三年，相比普通高中的最大区别是学生需要选择相应的专业（职业工种），同时兼顾文化课程与技能课程的学习。在培养方针上，要求学生具有能直接从事某一职业的技能知识、职业道德和操作技能，同时具有相当于普通高中的文化基础课水平。职业高中还有很大一部分设立有专门的高考班，主要针对中考分数较为接近普高线的学生，强化文化课程的学习再战高考。

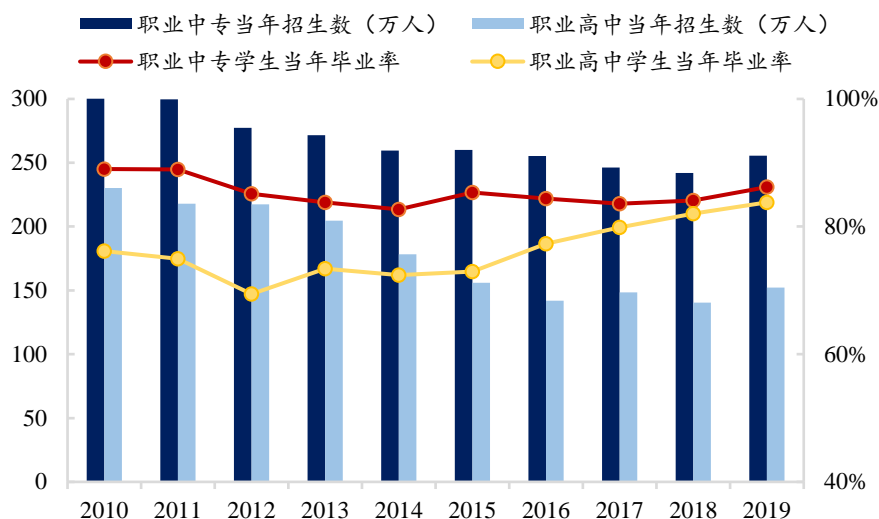
职业高中定位最为尴尬。在整个中等职业教育体系中，职业高中教学内容最多、难度最大，要求学生在技能和文化课程上均衡发展，使其定位极其尴尬：1) 就业导向而言，不及职业中专、技工学校定位明确、技能专精，求职竞争力不足；2) 升学导向而言，相比普通高中在学生素质、学习时间上均有明显劣势，参加统招高考与普高毕业生竞争希望渺茫。因此，职高学生入学三年后毕业率常年保持在 80% 以下，招生人数下滑也最为明显，近年来随着中等职业教育特有升学渠道的逐步完善情况才有所改善。

表 12、职高、中专、技校对比

| | | 职业高中 | 职业中专 | 技工学校 |
|----|-----------|--|--------|----------------------|
| 报录 | 招生范围 | 全省 | | 全国 |
| | 2019 招生人数 | 152 万人 | 256 万人 | 143 万人 |
| | 是否需要中考 | 较为规范的学校需要 参加一贯制培养方案学校需要 部分学校不需要 | | 部分需要 但多数未见明确要求 |
| 培养 | 学制 | 3 年 | | 3-6 年 |
| | 文化课程难度 | 最高 | 中等 | 最低 |
| | 技能课程导向 | 偏重理论 | | 偏重实践 |
| | 专业设置 | 较为基础性，具备一定择业空间 | | 部分专业细化至具体工种 |
| | 毕业等同学历 | 高中 | | 高中/大专/本科 |
| 后续 | 高考倾向 | 最高 有专门的高考班 但人数占比依旧不高 | 介于两者之间 | 最低 培养体系多样 就业导向 |
| | 就业竞争力 | 最低 | 中等 | 最高 部分专业有对口单位 |
| | 一贯制培养方案 | 均配备有五年一贯制（大专）、“3+2”（大专） 部分省份针对优秀考生有“3+4”（本科）政策，有中考成绩要求（山东为前 55%） “3+4”录取顺序早于普通高中录取 | | |

来源：教育部，各学校官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、相较职业中专，职业高中在招生人数和毕业率上均有明显劣势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 中等职业教育升学渠道受限较多，统招高考仍具有较强吸引力

相较普通高中学生，中等职业教育体系内的学生本身学习能力较差，还需要兼顾技能课程学习，因此参与统招高考与普通高中学生同台竞技对这些学生而言难度较大，国家也提供了多种形式的升学渠道供其选择。总体而言，尽管这些渠道考试难度明显降低，但相应对口院校大多为省内高职，选择面远远低于统招高考，通过系统学习参与统招高考仍然具有较强的吸引力。

中等职业教育应届生升学渠道主要分为中考阶段的“3+2”、“3+4”、“五年一贯制”与泛高考阶段的“3+证书”、“高职自主招生”、“三校生高考”：

1) **3+2**：即3年中职加2年高职，五年专业一致，由中职到高职需要进行转段考试，最后获得大专文凭。

2) **3+4**：即3年中职加4年本科，中职学校与本科院校联合培养学生，共同制定专业理论课程和技能训练课程相衔接的教学体系，最后获得本科学历，仅在少数省份实行且对成绩有较高要求，例如山东省要求中考成绩前55%，学生实际已经接近甚至达到普通高中投档线。

3) **五年一贯制**：直接进入高职院校学习，采取一贯制的培养。前三年主要学习语文、数学、英语等文化课和三年制中职专业课；第四年开设普通高等学校的高职专科的公共课和专业课，最后半年安排学生上岗实习，最后获得大专文凭。

4) **3+证书**：即语数英+专业技能证书，广东省特有的考试形式，专业技能课程证书指由广东省教育考试院组织考核和颁发的电工、体育技能等证书以及教育部考试中心主办和颁发的全国计算机等级证书、全国英语等级证书。2020年本科批次录取287人，专科批次录取55877人，本科批次受到考生追捧，比原计划增加27人，录取分数线也较去年大幅提高。

5) **高职自主招生**：高职院校经省教育厅批准单独招生，自主命题、考试、录取，按国家教育部相关文件规定，经自主招生录取确认后，考生不再参加统招高考，未被录取的考生可以继续参加统招高考。

6) **三校生高考**：由省统一组织、面向省内中等职业学校学生的考试，考试内容有两大块，一块文化考试考察语数外，一块技能考试考察专业技能，其中文化考试难度比普通高考的低。招生学校主要是省内部分高校的部分专业，其中有部分本科专业，较多的是专科专业。

图 9、三校生高考试题（右）相较统招高考试题（左）难度下降明显，部分选择题简化为判断题

一、选择题：本题共 12 小题，每小题 5 分，共 60 分。在每小题给出的四个选项中，只有一项是符合题目要求的。

1. 已知集合 $A = \{x | x^2 - 3x - 4 < 0\}$ ， $B = \{-4, 1, 3, 5\}$ ，则 $A \cap B =$

A. $\{-4, 1\}$ B. $\{1, 5\}$ C. $\{3, 5\}$ D. $\{1, 3\}$

2. 若 $z = 1 + 2i + i^3$ ，则 $|z| =$

A. 0 B. 1 C. $\sqrt{2}$ D. 2

3. 埃及胡夫金字塔是古代世界建筑奇迹之一，它的形状可视为一个正四棱锥，以该四棱锥的高为边长的正方形面积等于该四棱锥一个侧面三角形的面积，则其侧面三角形底边上的高与底面正方形的边长的比值为（ ）

A. $\frac{\sqrt{5}-1}{4}$ B. $\frac{\sqrt{5}-1}{2}$ C. $\frac{\sqrt{5}+1}{4}$ D. $\frac{\sqrt{5}+1}{2}$

一、是非选择题（本大题共 10 小题，每小题 3 分，共 30 分。对每小题的命题作出判断，对的选 A，错的选 B）

1. 若数列 $\{a_n\}$ 的通项公式 $a_n = 2n - 1$ ，则该数列为等差数列。..... (A B)

2. 已知集合 $A = \{x | x > -1\}$ ，则 $\{0\} \in A$ 。..... (A B)

3. 函数 $f(x) = \frac{x^2 - 4}{x - 2}$ 与 $g(x) = x + 2$ 表示的是同一函数。..... (A B)

4. 若 $0 < a < b < 1$ ，则 $a^2 > b^2$ 。..... (A B)

5. 对于非零向量 a, b ，若 $a + b = 0$ ，则 $a \parallel b$ 。..... (A B)

6. 已知点 $A(x, -1)$ 与 $B(2, y)$ 关于原点对称，则 $x + y = -1$ 。..... (A B)

7. 抛物线 $x^2 + 8y = 0$ 的焦点坐标为 $(2, 0)$ 。..... (A B)

8. 若 $\log_a 7 < \log_a 3$ ，则 $a > 3$ 。..... (A B)

9. 函数 $y = 2^{-x}$ 的图像经过点 $(0, -1)$ 。..... (A B)

10. 若角 θ 的顶点在坐标原点，始边为 x 轴正半轴，终边经过点 $(-4, 3)$ ，则 $\sin \theta = \frac{3}{5}$ 。..... (A B)

资料来源：江西省教育厅，兴业证券经济与金融研究院整理

限制较大选择面较窄。尽管考试形式多样存在多次机会，但这些途径存在诸多明显的限制：1) 专业限定较为明显：学生进入中职就需要选择技能专业，且升学时需要参加相应技能考试，专业改变较为困难，以福建为例一项技能仅对应一类专业；2) 院校选择较少：主要为省内高职院校，省外和本科院校较少，大多仅有 60-70 家院校，以北京为例省外仅有 6 所天津与河北院校；3) 优质学校竞争激烈：由于招生规模较小优质学校的竞争极为激烈，高职自主招生甚至还会有来自普通高中的竞争对手，以广东省“3+证书”考试为例，2020 年录取学生中本科批次仅占 0.51%，优质高职院校一次性满档，投档线居高不下。

统招高考仍然具有较强吸引力。相比中等职业教育升学渠道，尽管统招高考难度更高、考生整体实力更强，但填报志愿时在院校数量、区位选择、专业选取上具备极大的自主权，职校考生将不再受限于本省与本专业。同时，近年来高考录取比例逐年上升，2019 年高考报名人数 1031 万人，本专科招生人数 915 万人，录取比例高达 88.74%，如果以进入上一级院校深造为目的实际难度并没有明显高于三校生特有升学渠道。

表 13、相较统招高考，中等职业教育各升学渠道难度更低但选择范围有限

| | 招生院校及专业 | 招生对象 | 考试时间 | 特点 |
|--------|---------------|-------------------|------|----------------------|
| 3+2 | 省部分重点中专校和高职院校 | 应届初中毕业生 | 中考 | 中职+高职，有转段考试 |
| 3+4 | 试点中职学校和对口本科院校 | 应届初中毕业生 | 中考 | 中职+本科，有转段考试 |
| 五年一贯制 | 省教育厅批准实施的高职院校 | 应届初中毕业生 | 中考 | 高职，不需要参加转段考试 |
| 3+证书 | 省内高职院校和少量本科 | 应、往届中职毕业生 | 1 月 | 专业证书/计算机、英语等级证书，广东特有 |
| 高职自主招生 | 省教育厅批准实施的高职院校 | 应、往届普通高中毕业生和中职毕业生 | 3 月 | 院校自主命题 |
| 三校生高考 | 主要省内高职院校和少量本科 | 应届中职毕业生 | 5 月 | 竞争压力较小 |
| 统招高考 | 全国高校 | 普通高中毕业生或具有同等学力考生 | 6 月 | 难度最高 |

来源：各省教育厅，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 24 -

针对报名多项考试各省政策有所不同。由于 3+证书、三校生高考、高职自主招生由各省自行组织，因此针对报名多项考试的考生各省政策有所不同，举例而言：1) 上海明文规定，报名参加统招高考或者参加高职自主招生被录取的学生，不得再参加三校生高考；2) 北京、江西、广东等地较早开始的考试如果已被录取则不得参加后续其他考试，反之若未被录取可以继续参加；3) 浙江 20 年三校生考试与统招高考同期举行，因此考生只能自行取舍。但同时需要指出，由于目前我国中职文化课程教学水平普遍较差，职校考生报名统招高考的数量很少，受政策影响的主要是高职自招与统招高考兼报的普高学生/高职自招与三校生高考兼报的职校学生，后续随着更多职校生参加统招高考，不排除政策调整的可能。

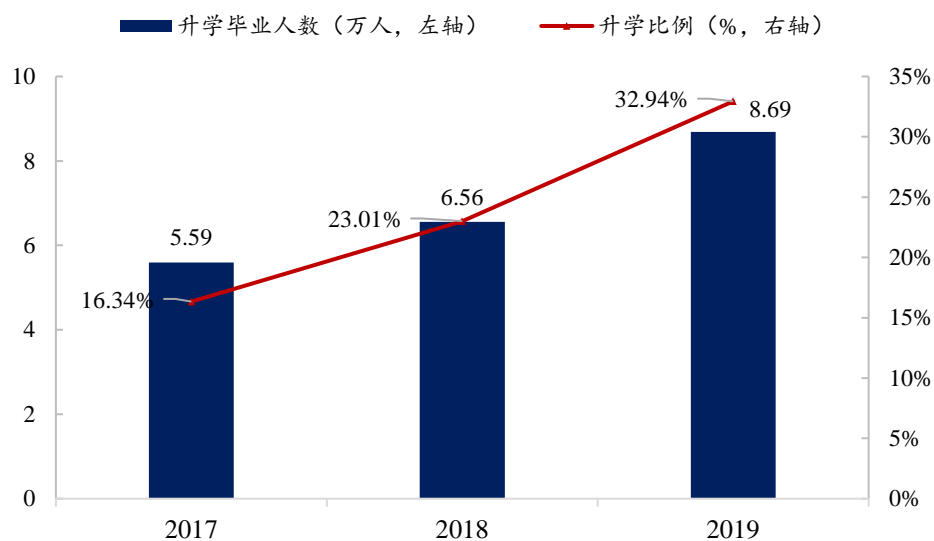
3.3 中等职业教育地位将持续提升，升学深造大势所趋

“职普五五分流”政策的背景下，中等职业教育在高中阶段教育中占据重要地位，随着近两年高等职业教育的持续扩招，作为衔接初中于高职的重要一环，中等职业教育随之水涨船高。而在产业升级的背景下，中等职业学校毕业生的学历与技能水平已经逐渐难以胜任相应的岗位，进一步深造大势所趋。目前中等职业教育领域公办整体发展水平不高，民办则处于初级阶段，龙门此时切入职业高中布局前景广阔。

中等职业教育占据高中阶段半壁江山，未来地位将持续升高。教育部发布的《2019 年全国教育事业统计公报》显示，中等职业教育招生 600.37 万人，占高中阶段教育招生总数的 41.70%。其中，职业中专招生 255.50 万人，成人中专招生 49.73 万人，职业高中招生 152.18 万人，技工学校招生 142.95 万人。中等职业教育作为我国教育体系的重要一环，衔接了初中与高职，2019 年 2 月国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，2019 年高职扩招 116 万，2020-2021 年高职计划扩招 200 万，中等职业教育体系的地位也将随之水涨船高。

产业升级需求下中职学生深造大势所趋。2019 年我国高等教育毛入学率达到 51.6%，高等教育正式进入普及化时代，等同于高中毕业的中等职业学校学历在竞争激烈的就业市场已经呈现明显的劣势。同时，随着产业升级的进一步推进，我国对中、高级技术技能人才的需求显著增加，中职体系 3 年的培养周期远远不足，技能型人才进入高职继续深造逐渐成为必要。无论是基于学历需求还是技能需求，中职学生进一步深造都已是大势所趋。

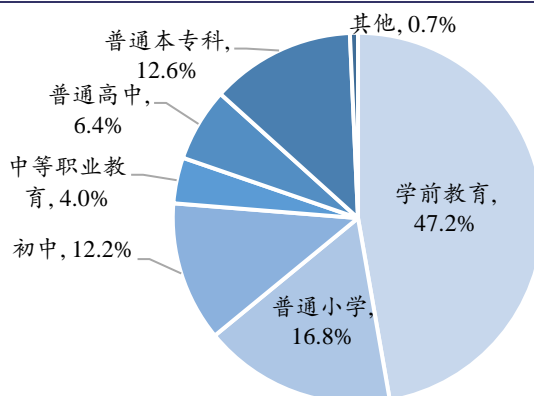
图 10、广东省中职毕业生升学比例不断攀升



资料来源：广东省教育厅，兴业证券经济与金融研究院整理

公办教育整体发展水平不高，民办教育处于初级阶段。我国职业高中学生入学三年后毕业率常年保持在 80% 以下，15 届（即 18 年毕业学生）开始毕业率才超过 80%，职高学生完成学业已存在一定难度，培养学生参与三校生高考尚且勉强，对于难度更高的统招高考职高更加不具备教学能力。同时《2019 年全国教育事业统计公报》显示，目前我国拥有民办中等职业学校 1985 所，2019 年招生/在校生分别占整个中等职业教育体系的 14.99%/14.23%。在整个民办教育体系在校生中，中等职业教育仅占 4.0%，位居倒数第一，随着职业教育地位的提高，民办发展空间非常广阔。

图 11、民办教育在校生规模结构中中等职业教育占比最低



资料来源：教育部官网，兴业证券经济与金融研究院整理

职教高考市场规模在 110 亿左右。2020 年共有 1071 万人参与高考，而同年普通高中应届毕业生人数为 800 万人，即参加高考的复读生、三校生（中专、职高、技校）、社会考生合计在 270 万人以上；根据各省教育厅披露的信息，其中参加三校生高考和对口单招的学生有约 105 万人。福建省相应“高考班”每年学费在 2

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

万元左右，而职高、技校正常班文化课教育水平较差，并不能满足学生参加高考的需求，因此学生对“高考班”依赖程度较高；考虑经济发展水平，按照 70% 的参培率、1.5 万元的客单价估算，职校高考市场规模在 110 亿左右。

龙门教育布局职业高中前景广阔。在统招高考具有较强的吸引力而现有职业高中并不能胜任相应教学任务的背景下，龙门教育通过切入职业高中高考班开展异地布局前景广阔。公司本身在西安本地长年培训中高考复读生，“七分靠管三分靠教”的教学模式得到了有效检验；职业高中高考班这一层次的学生与中高考复读生水平较为接近，沿用过去教学模式的效果有较好保障。目前职业高中领域民办教育并不发达，此时开始布局发展空间广阔竞争压力相对较小。

4、龙门教育：封闭式培训占据核心地位，积极布局实现多元增长

在龙门教育整个业务体系内，封闭式培训占据核心地位，K12 与软件主要发挥支持功能。封闭式培训领域，西安当地供不应求，新校区建设、学费提升、班型结构改善、短训业务新增为本地业务带来充分的增长空间；异地复制计划通过营利性高中的形式开展，切入角度优秀发展空间广阔；公司计划在未来 3-5 年内逐步达成陕西省内和省外各 10-12 个校区的规模。新三板挂牌的经历、西安市场充分竞争的考验、差异化的定位、优秀的管理模式使公司未来扩张之路较为广阔。

4.1 业务概览：封闭式培训占据核心地位，K12 与软件起支撑作用

上市公司目前以子公司龙门教育为发展重心，龙门教育的核心业务是深耕西安本地市场的中高考封闭式培训业务，K12 与软件业务为封闭式培训业务起到良好的辅助与支撑作用，上市公司本身的胶印油墨业务未来不排除剥离的可能。

中高考封闭式培训业务业务呈现核心地位。2018 年开始龙门教育并入上市公司财务报表，当年教育业务营收便超过上市公司原有胶印油墨业务。教育业务中封闭式培训业务 2018/2019 年分别占到教育板块总营收的 55.34%/59.16%，毛利率分别为 47.53%/54.57%，大幅领先于其他业务。中高考封闭式培训业务作为龙门传统业务深耕西安本地市场，呈现核心地位。

表 14、中高考封闭式培训业务营收与毛利率呈现双高（单位：百万元）

| | | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|------|------|-----|--------|--------|--------|---------|--------|
| 油墨板块 | 营收 | | 489.74 | 472.13 | 459.35 | 401.10 | 140.51 |
| | 毛利率 | | 23.46% | 18.78% | 21.20% | 21.92% | |
| 教育板块 | 封闭式 | 营收 | | 222.73 | 276.78 | 326.40 | |
| | | 毛利率 | | 49.37% | 47.53% | 54.57% | |
| | K12 | 营收 | | 117.05 | 156.39 | 173.20 | |
| | | 毛利率 | | 45.05% | 44.18% | 48.41% | |
| | 软件 | 营收 | | 53.52 | 62.14 | 45.41 | |
| | | 毛利率 | | 97.02% | 91.30% | 92.52% | |
| | 营收合计 | | | | 500.13 | 551.717 | 244.34 |
| | 总营收 | | 489.74 | 472.13 | 959.48 | 958.82 | 384.20 |
| | 毛利率 | | 23.46% | 18.78% | 37.35% | 41.71% | 43.40% |

来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

K12 与软件业务起支撑作用。公司 K12 与软件业务定位明确：

1) K12 业务为封闭式培训异地扩张铺平道路，在西安以外地区布局，利用门店相对学校低成本的优势迅速在当地积累口碑与师资，起到扩张前哨站的作用。16-18 年间布局了十余个城市六十余家网点，18 年国家开展 K12 辅导机构专项整治，公司借此淘汰整合，逐步推出经营业绩不及预期、课时单价收费较低的成都、重庆、天津、苏州、南昌、太原等地市场，目前在武汉、株洲、长沙、郑州、合肥、北京等地留下 34 家网点，且均已取得办学许可证。随着封闭式培训异地扩张启动，K12 业务重要性逐渐下降，后续并无大规模扩店计划。

2) 软件提供重要技术支撑，公司软件业务营收约占教育业务整体的 10%，平时为封闭式培训业务提供教学软件教材（售价为 2,300 元/套），同时防控期间承担了大量线下课程线上转化工作。2020Q1 软件业务实现营收 988 万元，而教育业务营收内部抵消为 790 万元，起到了良好的支撑作用。

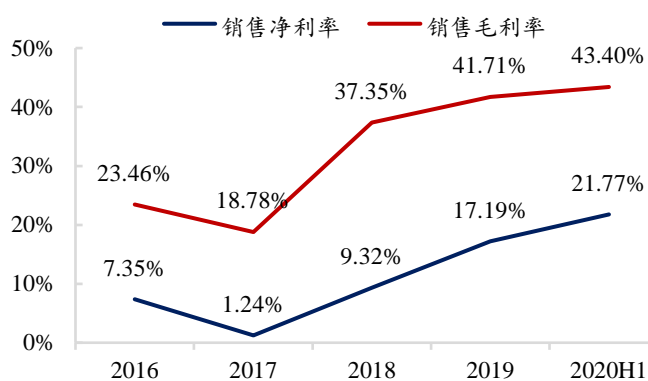
油墨业务逐步萎缩不排除剥离可能。随着移动互联网发展纸媒衰落，胶印油墨行业下游需求整体下降，行业发展整体陷入瓶颈。油墨业务本身毛利率较低，近几年基本维持在 20-25% 的水平，远低于教育业务 50% 的水平，营收整体也呈现下降趋势，加之行业发展受限、上游涨价等因素，待相关贷款质押结束后不排除剥离油墨业务的可能。

上市公司期间费用率不断改善，毛利净利显著提升。2018 年龙门教育并表后公司财务状况持续改善，2020H1 销售毛利率 43.40%/+3.02pct，销售净利率 21.77%/+4.99pct，其中教育板块主要业务毛利率 54.64%/+1.65pct，油墨板块主要业务毛利率 19.52%/+2.02pct，同比均有所上升。期间费用率方面，销售费用率 7.20%/-1.55pct，管理费用率 8.52%/-1.57pct，财务费用率 1.78%/-0.82pct，研发费用率 2.52%/+0.05pct，在防控期间营收下滑的不利条件下均实现明显优化。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

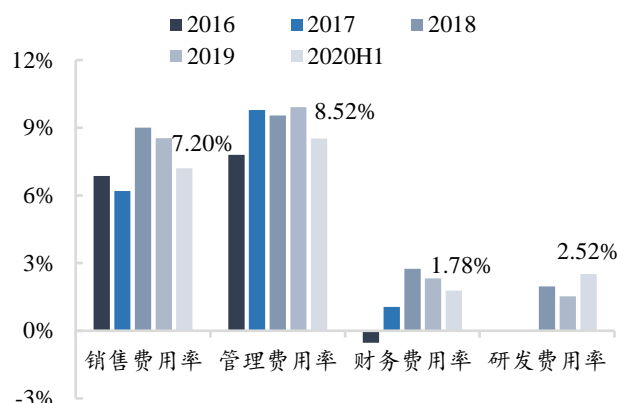
- 28 -

图 12、近年来上市公司利润率水平持续上升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

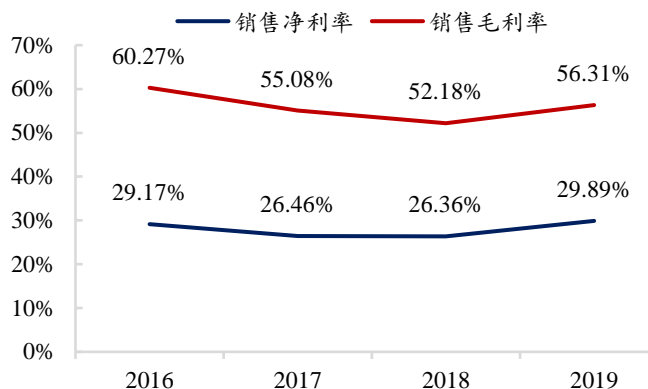
图 13、近年来上市公司期间费用率明显改善



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

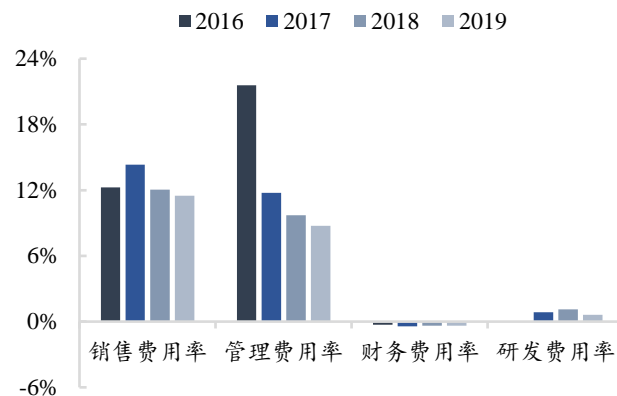
龙门教育利润水平保持高位，期间费用率持续改善。龙门教育利润水平保持高位，19 年毛利率 56.31%/+4.13pct，领先上市公司整体 12.91pct，净利率 29.89%/+3.53pct，领先上市公司整体 8.12pct。期间费用率方面，17 年公司营收大幅上涨，管理费用逆势小幅下降，销售费用因扩展 K12 业务有所上升，带动管理费用率大幅下降、销售费用率略有上升，此后两年公司各项费用率一直呈现优化趋势，体现出良好的费用控制能力。

图 14、近年来龙门教育利润率水平保持高位



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、近年来龙门教育期间费用率持续改善



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 中高考封闭式培训：本地业务稳步增长，新业务带来充足增长潜力

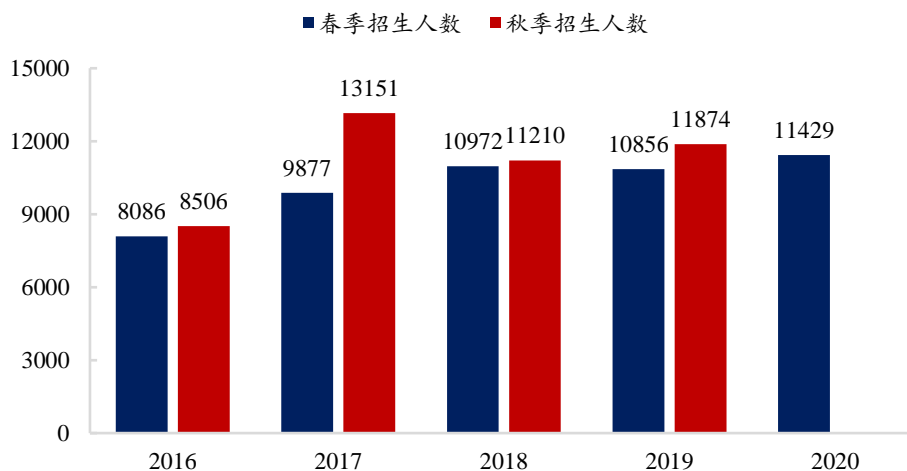
公司在西安当地原有校区容量逐步趋于饱和，今年秋季莲湖校区开始招生，华美新校区也在规划之中，学费提升、班型结构改善、新校区学生人数增长为本地业务带来充分增长空间。公司后续计划通过营利性高中的形式推动封闭式培训异地复制，在未来 3-5 年内逐步达成陕西省内和省外各 10-12 个校区的规模。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 29 -

原有校区逐步饱和，新增校区蓄势待发。近年来龙门教育在西安本地市场校区逐步饱和，招生人数整体变化不大，2019年秋季咨询报名人数约1.60万人，而实际招生为1.19万人，报名人数远超招生人数，校区趋于饱和急需扩张。公司目前在西安本地拥有咸宁东路、长安南路、东仪路、华美、东关、莲湖六大校区，其中最新的莲湖校区今年秋季开始招生，同时公司计划明年在华美校区附近新增西安第七个校区，新校区扩展稳步展开。

图 16、龙门近年来由于校区限制招生趋于饱和



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

校区分工逐步明确。今年秋季开始招生的莲湖校区原计划单独招生1000-1500人，在防控特殊形势影响下改为将高补、高复班学生会统一集中到莲湖校区管理，因此呈现出客满的状态。公司计划未来整合学生让每个校区承担不同的功能，例如华美校区（及其周围筹划新增的第七个校区）只招职业高中学生，长安南路校区只招收中考补习学生，其他校区因调整产生的部分闲置场所，将用来开设面向初高中应届生的短期培训业务，如周末双休强化班、课外学习生活托管业务、七天封闭训练营等。由于龙门本身全天候封闭式的形式，校区更改对学生影响有限，但能有效加强管理推动各校区专业化。

表 15、公司目前在西安本地有六大封闭式校区，其中华美校区与莲湖校区规模最大

| | 租赁面积(平方米) | 租金(万元) | 教室最大可容纳学生数 | 宿舍最大可容纳学生数 |
|------------|-----------|-------------------------|--------------------|------------|
| 东仪路校区 | 1,100 | 30 | 675 | 752 |
| 东关校区 | 1,570 | 30 | 225 | 280 |
| 长安南路校区 | 8,000 | 123.5 | 3,465 | 2,528 |
| 咸宁东路校区 | 8,200 | 100 | 2,915 | 3,080 |
| 华美校区 | 16,000 | 首年 100 万元 逐年增加 30 万元 | 7,700 | 7,216 |
| 莲湖校区(今年新增) | 29,500 | 1,300 | 目前计划招生 2000-3000 人 | |

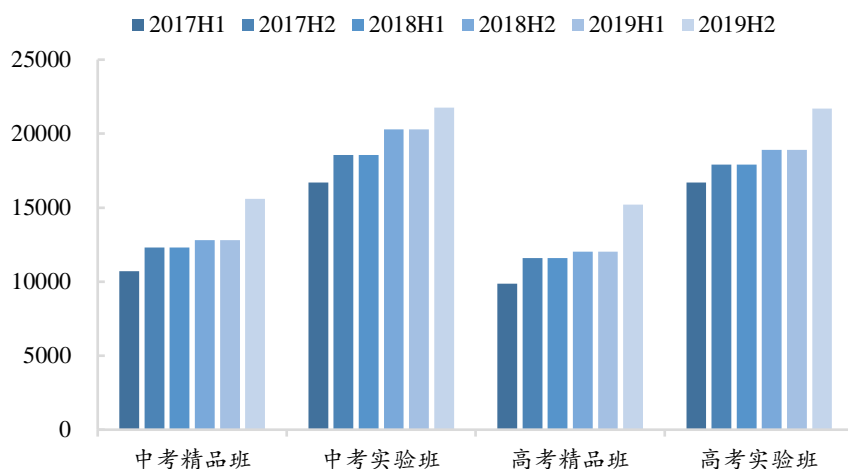
来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 30 -

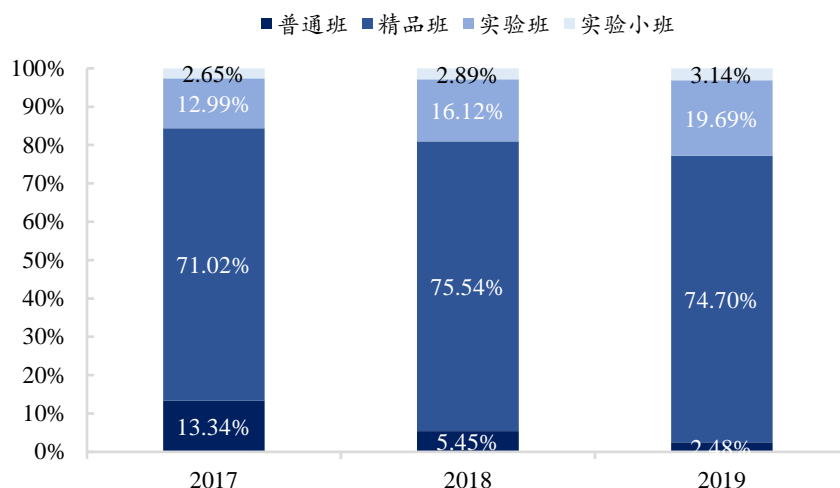
学费稳步提升，班型结构稳步改善。龙门中考与高考补习分为普通班、精品班、实验班和实验小班四个层级，按照学期收费，以 2018-2019 学年为例，一个完整学年中考补习收费为 1.56/2.56/4.06/6.54 万元，高考补习收费为 1.58/2.42/3.78/8.00 万元，价格梯级明显。各班型中精品班数量最多，2017-2019 年精品班学生报名人数占比分别为 71.02%/75.54%/74.70%，近三年班型结构稳步改善，普通班报名人数占比由 13.34%下降至 2.48%，实验班报名人数占比由 12.99%上升至 19.69%。因公司销售方式调整，2019H2 学费中包括教学软件教材费用 2300 元/套，实际涨价幅度仍为 500 元。

图 17、公司中高考补习收费每年稳步上升（单位：元/学期）



资料来源：教育部官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、公司班型结构逐步优化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

报名人数逐年增长，客单价稳步上升。2017-2019 年在公司原有五大校区（莲湖校区为 2020 年新增校区）趋近饱和的情况下依旧保持稳步增长，报名人数分别达到 20,248/21,505/25,048 人（一个学生报名一学期记为 1 人），同时客单价稳步提升，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

平均缴费金额由 1.27 万元增长至 1.59 万元；就客单价增长贡献来看，2018 年学费增长贡献了约 40%，班型结构改善贡献了约 60%（2019 年涉及销售方式调整无法可靠估算）。

异地复制蓄势待发。公司计划在未来 3-5 年内逐步达成陕西省内和省外各 10-12 个校区的规模：

- 1) **陕西省内：**在目前西安 6 个校区的基础上，未来 3-5 年内计划在陕西省扩张到 10-12 家，按照每年 2 家的速度，其中西安 1-2 家，剩下的在陕西其他地级市；
- 2) **陕西省外：**陕西省外，未来 3-5 年计划在陕西周边的中西部地区扩展 10-12 家，按照每年 2-3 家的速度，重点布局地区为河南、湖南、四川、山东等省份。

公司计划通过营利性高中形式推动封闭式培训异地复制。公司异地复制时，会选择已转制为营利性学校的职业高中或民办高中作为收购对象，依托其场地和牌照保证扩张节奏，即模式上类似于现有的培英育才职业高中。由于存在职一到职三三个年级，职业高中从起步到学生基本招满需要 3 年的周期，会带来较大的财务压力，因此公司扩张步伐较为谨慎。受防控出行受限影响，公司前期考察洽谈项目上半年陷入停滞，随着防控形势逐渐改善，扩张计划将逐步落地。

营利性高中：扩展生源延长培训周期。公司借助营利性高中异地复制的战略，不但能有效得到当地教育部门支持，同时还能有效开拓职业高中高考生这一群体，随着高等职业教育的发展，中等职业教育升学需求不断提升，而这一领域公办教育整体发展水平不高，民办教育处于初级阶段，公司切入恰逢其时。同时，相比复读生 6 个月到 1 年的培训周期，职业高中高考生培训周期长达 3 年，能够有效挖掘单个客户价值。

4.3 新增业务：营利性职高牌照落地与短期封闭式培训推动多元增长

西安本地除传统业务外，今年 2 月营利性职业高中牌照顺利落地、9 月短期封闭式培训正式推出，新业态的推出使公司走上的常态化招生、多元增长的道路。

4.3.1、本地营利性职业高中落地为异地扩张打开局面

2020 年 2 月，西安本地培英育才职业高中获得营利性牌照，标志着龙门教育职校高考的新业态顺利落地，作为未来异地复制的主要形式，西安本地营利性职高牌照的落地为后续扩张打开了良好的局面。

本地营利性高中顺利落地。2017 年 12 月，龙门教育与培英育才的举办者自然人陈志新签订协议，支付对价 236 万元，在培英育才完成由非营利性民办学校变更为营利性学校的变更登记手续后取得其举办权。2019 年 12 月 31 日龙门教育主导了培英育才 2020 年上半年的招生安排，2020 年 2 月培英育才完成了营利性学

校的变更登记，公司将其纳入 2019 年年报合并范围。根据调研，职业高中今年学费为 15300 元/学期，与中高考补习培训平均客单价基本保持一致。

培英育才过去为医科职业学校。陕西省教育厅公告显示，培英育才前身为西安育才医科职业学校，1997 年 8 月经陕西省教育厅批准办学，是一所培养医护专业人才的中等职业学校，学校开设的专业有：医学检验技术、药剂和口腔修复工艺。因校舍面临搬迁，2016 年、2017 年学校未招收新生。2018 年学校原有学生 23 人全部毕业。2018 年学校由原地址西安市翠华南路 13 号迁至西安市长安区航天大道 61 号（即龙门华美校区），并根据学校发展实际调整办学思路，面向西安及周边地区的学生培训约 740 人。

图 19、培英育才职业高中顺利落地



资料来源：财讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

升学导向打开职业高考新业态。2020 年 3 月 18 日，龙门教育独资设立了西安培英育才职业高中有限公司。培英育才职业高中为营利性民办学校，开设播音主持、美术绘画、药剂、医学检验、口腔医学技术等专业。公司公告的调研记录显示，截至 9 月 8 日，培英育才职高完成职一招生 1000 多人，在校的职二和职三学生人数 3000 左右。公司在完成专业课授课的基础上，更加注重文化课的教学，强调升学而非就业，今年职业高中有约 1100 名学生参加了高考，本科录取率超过 60%，表现优异。

营利性牌照帮助公司有效规避政策风险，加强同业竞争力。根据工商总局与教育部规定，营利性民办学校只能采取公司制企业法人的形式，招生广告和简章在使用办学简称时，应当在显著位置标明学校营利性属性，并在学校介绍中标注学校全称。根据西安市教育局公布的 2020 年具有招生资质的 51 家中等职业学校名录，学校名称中出现“有限公司”的仅培英育才一家，公司在牌照获批上位居前列。同时，2018 年 8 月发布的民促法送审稿中规定，相关部门应当加强对非营利性民办

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 33 -

学校与利益关联方签订协议的监管,对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议,应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计,公司的营利性牌照能够规避相关政策风险,在监管趋严的背景下有效加强了自身竞争力。

北京营利性牌照尚需申请,后续并表将增厚业绩。公司在北京地区布局相对较早,2019年圆明园校区有约300名毕业生,同时昌平校区于2019年建设完成,预计未来能够新增1000余名学生。北京校区虽然规模较小但收费水平较高,主要开设实验班和实验小班,因此毛利率和净利率水平较高。目前北京校区办学许可证属于民办非盈利,上市公司不具备并表前提,主要通过课程和教材内容输出进行往来,2018年相关交易额为402万元。后续若营利性牌照申请完成,公司可能通过收购形式将其并入体内增厚业绩。

4.3.2、短期封闭式培训业务推动增长多元化

今年9月份,龙门新增两种短期封闭式培训业务,分别为周末班和周内托管班,以应届初三学生为主要服务对象,招生表现良好。短期封闭式培训 1) 有效延展了自身封闭式培训业务,实现了常态化招生,能够逐渐向初高中其他年级延展; 2) 提高了校区利用效率,充分利用了莲湖校区投入使用后,因校区分工调整其他校区暂时空置出的教室资源。

周末班采取封闭式住宿管理,节奏较为紧凑。周末培训班于今年9月5日正式开课,学生周五下午6-7点入校,周日下午4点后离校,与全日制教学班级等同管理,价格为4800元/季度,按照12周计算平均每周200元。时间安排较为紧凑,教学内容包括周末作业指导、中考知识巩固、模拟题演练,部分学生同时会参与个性化辅导。

表 16、周末短期封闭式培训节奏较为紧凑

| 周五 | | 18:30-19:00 | 晚读 |
|-------------|------------------|-------------|-------------------|
| 19:00-20:40 | 周末作业指导 | 19:00-20:40 | 两节晚辅导课,作业答疑 |
| 20:50-22:30 | 励志电影观看赏析 | 20:50-22:30 | 班主任指导,部分学生参加个性化辅导 |
| 周六(偏重温故) | | 周日(偏重知新) | |
| 7:20-8:00 | 早读 | 7:20-8:00 | 早读 |
| 8:10-11:50 | 早上四节课,梳理中考知识明确考点 | 8:10-11:50 | 早上四节课,梳理中考知识明确考点 |
| 12:40-14:00 | 午休 | 12:40-14:00 | 午休 |
| 14:10-17:50 | 下午四节课,模拟题演练 | 12:50-16:30 | 下午四节课,模拟题演练 |

来源:公司宣传材料,兴业证券经济与金融研究院整理

周内托管班以作业辅导与知识迁移为主,招生情况火热。周内托管班于今年9月1日正式开课,学生下午6点入校晚餐,晚上22点30走读生由家长接回,全寄宿生由生活老师带回宿舍,价格为7080元/季度(另需590元餐费),按照12周

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 34 -

计算平均每天 118 元。晚上 7 点到 10 点半共有 4 节课，主要教学内容为作业辅导与知识迁移。公司公告的调研记录显示，截至 9 月 8 日第一期（3 个月）报名人数 1000 多人，预计全年可实现招生 5000 人。

价格略高于行业水平，胜在针对性与专业性。目前针对初中学生的周内/周末托管业务收费普遍在 3000-4500 元/季度，而龙门相应收费为 7080 元/4800 元，略高于平均收费。相比较而言，当前托管业务经营机构主要为中小型私人机构，提供服务主要为作业辅导与自习监督；龙门依托自身原有封闭式业务，托管班规模远超此类机构，且专门针对初三学生，在作业辅导之外还有大量中考相关授课内容，在时间利用、教师水平上具有明显优势，溢价相对合理。

新业态将持续扩展。相比以学期为单位的传统封闭式培训业务，短训班可以实现不间断常态化招生，形式更为灵活，使公司未来增长更加多元。公司计划先在西安市区试点初三和高三的应届生为培训对象，未来逐步扩展至初高中其他年级；同时依托龙门独特的寄宿制模式、输入管理和课程体系，积极探索在陕西省下辖县级市寻找合作机构开展业务，为中补高补招生打好基础，同时为职高的引流。

4.4 与倍凡教育达成战略合作加快异地复制步伐

2020 年 8 月 3 日，公司发布公告，与厦门倍凡教育签订《战略合作框架协议》，倍凡教育将发挥其职业学校资源和当地招生资源，与公司就职业教育和高考教育分工协同。该协议为框架性文件，不涉及具体金额。

龙门负责高考文化课程教育，倍凡负责技能课程：

- 1) 倍凡教育将现有职业学校中的普通高考班托管给龙门教育，导入龙门教育的管理体系、师资和品牌；
- 2) 双方共同拓展新的职业学校，龙门教育负责普通高考生源和文化课程，倍凡教育负责职业教育生源和技能课程，落实职普合一政策；
- 3) 双方共同托管和运营民办高中。

倍凡教育深耕职教领域实力强劲：

- 1) **专营职业教育管理运营受众广泛**，官网信息显示，倍凡资本成立于 2014 年，2016 年开始布局职业教育领域，在广东、安徽等地首先打开局面，2017 年整合资源成立倍凡教育，业务范围进一步扩展至江西、湖南。倍凡教育是一家专门从事职业教育管理运营的服务机构，目前通过协议托管、投资、控股的形式拥有约 27 所职业学校、接近 100 家合作办学学校和接近 1000 家购买课程体系的职业学校，去年有 18 万学生接受了倍凡职业教育的课程培训，业务涵盖学校管理、专业共建、校企合作、实训基地、就业服务等方面。

2) 业务分布广泛, 公司业务分布于广东、福建、安徽、河南、河北、湖南、江西、内蒙古等地, 拥有数十万学生资源, 代表性合作院校有合肥高新科技学校、滑县中等职业技术学校、云南昆明工业学校、萍乡市交通职业学校、广东新城技工学校、安徽经济贸易学校、通辽市工业职业学校、合肥新站中学等, 其中滑县中等职业技术学校为公办学校, 合肥新站中学为寄宿制民办学校, 云南昆明工业学校为万人规模的地方性名校, 合作对象较为多元。

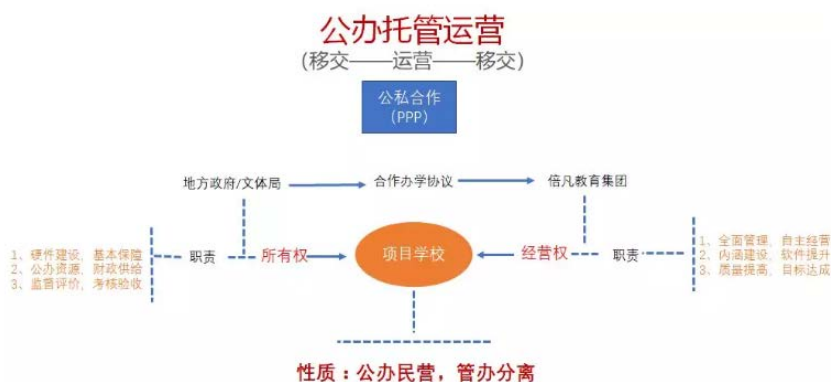
图 20、倍凡教育深耕职教领域实力雄厚



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

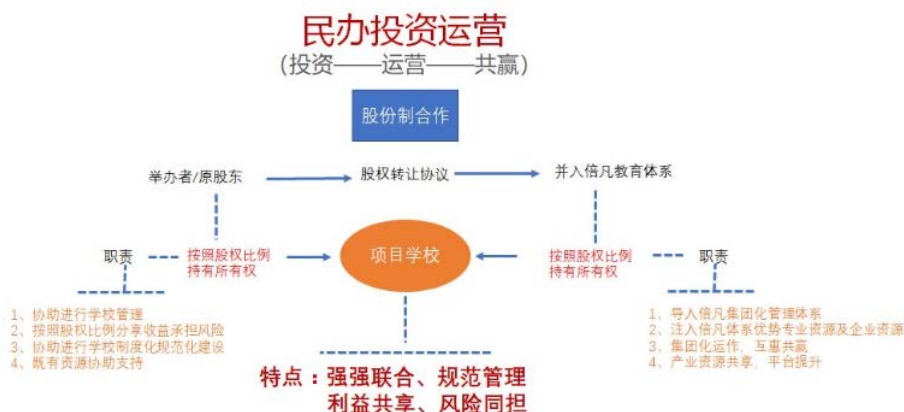
倍凡教育校企合作主要有公办托管与民办投资两种模式: 1) 公办托管模式, 即地方政府或文体局通过合作办学协议让倍凡教育获得公办学校经营权, 自身保留所有权, 学校由倍凡全面管理自主运营; 2) 民办投资模式, 即举办者或原股东通过股权转让协议让倍凡获得民办学校部分股权, 倍凡导入自身管理体系与各类资源, 使学校在集团这一大平台下成长, 双方利益共享风险共担。

图 21、倍凡教育公办托管模式管办分离



资料来源: 公司公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、倍凡教育民办投资模式利益共享风险共担



资料来源：公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

托管模式成效显著。以滑县职业中等专业学校为例，该校是由滑县文投公司投资建设的公办中等职业学校，2018年由政府委托倍凡教育运营管理。倍凡教育通过前期投入1300万改善教学基础设施、增加实训场地、购置教学设备，同时新开设电子商务、动漫、数字媒体专业，委派校长和专业教师。首年招生实现3000人，较往年同期增长三倍。

合作若顺利推进将加快龙门异地扩张节奏。倍凡教育在全国范围内拥有丰沛的职业学校资源和招生资源，业务分布省内中安徽、河南等地与龙门未来布局方重合。此次战略合作倍凡教育将现有职业学校中的普通高考班直接托管给龙门教育，能够帮助龙门教育迅速切入相关省份，免除过去一家家考察谈判的繁琐流程，加快异地扩张速度。同时，龙门将其自身拓展职业高中的职业技能课程交由倍凡教育负责，自身则专研文化课程和高考升学，能够集中有限资源与精力加快自身业务发展。

4.5 差异化定位与独特管理模式确立公司核心优势

公司通过“中高考、中西部、中等生”的战略实现差异化定位，有效避开K12学科培训和中等以上考生复读市场的激烈竞争；同时以管理模式作为提升学生成绩的主要工具，“五加教学模式”通过严格的时间管理和良好的分层次滚动机制，对中等生成绩提升效果明显，且模仿具备一定难度。

4.5.1、“中高考、中西部、中等生”差异化定位精耕细分市场

公司通过“中高考、中西部、中等生”的战略实现差异化定位，有效避免了K12学科培训和中等以上考生复读市场的激烈竞争，中西部地区学生较强的复读意愿和中差生严格管理下有效的成绩提升帮助公司高速发展。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 37 -

- **中高考：避开 K12 主战场激烈厮杀。**由于初三、高中阶段阶段学生时间整体较为紧张，参加学科培训的时间有限，新东方、好未来、猿辅导等 K12 巨头的主要战场在小学和初中阶段，龙门通过中高考复读逐步切入中补、高补市场，且目的明确以中高考最终总成绩而非单学科提升为导向，有效避开了 K12 学科培训市场的激烈竞争。
- **中西部：学生复读意愿整体较强。**智研咨询网发布的《2017-2022 年中国教育市场运行态势及投资战略研究报告》显示，2017 年北京市高考报名人数中往届生占比仅为 4.35%，而宝鸡、宁夏和兰州的往届生人数占比分别达到了 20.94%、19.86% 和 17.14%，发达地区收入水平普遍较高，“一考定终身”的情况更少，还有留学途径可供选择，因此复读意愿明显弱于中西部欠发达地区。龙门定位中西部市场，当地复读意愿整体较强；同时。在“一考定终身”观念的驱使下，由于培训一次付费、效果直接与中高考成绩挂钩，家长也普遍愿意支付较高的学费。
- **中等生：降低师资要求提分效果明显。**龙门目标学生群体为中等生，更加确切来讲为中差生，主要是中考略低于普高线、高考略低于本科线的学生，相比中等以上学生依赖高水平教师发现问题查漏补缺，中差生往往在学习习惯、自觉性、学习方法上存在明显缺陷，通过规范管理模式加以纠正效果明显。中差生复读的主要目的为达线，直接诉求为提分效果，龙门借助中差生战略避开了知名机构间高分考生的竞争，复读前后中差生成绩的明显提升又有效提升了公司口碑，取得了较好的效果。

4.5.2、管理为王独树一帜难以模仿

龙门教育秉承“七分靠管、三分靠教”的教育理念，以管理模式作为提升学生成绩的主要工具，“五加教学模式”通过严格的时间管理和良好的分层次滚动机制，对中等生成绩提升效果明显。同时其管理模式依赖于一定学生基数、细节打磨和完整团队，模仿具备一定难度。

管理模式针对中等生效果更为明显。龙门教育的目标学生群体为中等生，具体而言为中差生，这部分学生本身有一定的学习能力，但因为学习方法、学习习惯和自觉性上的明显缺陷而遗憾落榜。通过严格的时间管理和良好的分层次滚动机制，在全方位监督下形成良好的学习习惯和规范的学习方法，这部分学生的不足能够被迅速纠正，进而有效提升成绩。

“5+教学”模式独树一帜。公司封闭式补习采取教管学一体的“五加教学”模式，即“导师+讲师+班主任+分层次滚动教学+科学化封闭式管理”，其中班主任和分层次滚动教学是龙门最为突出的特点：

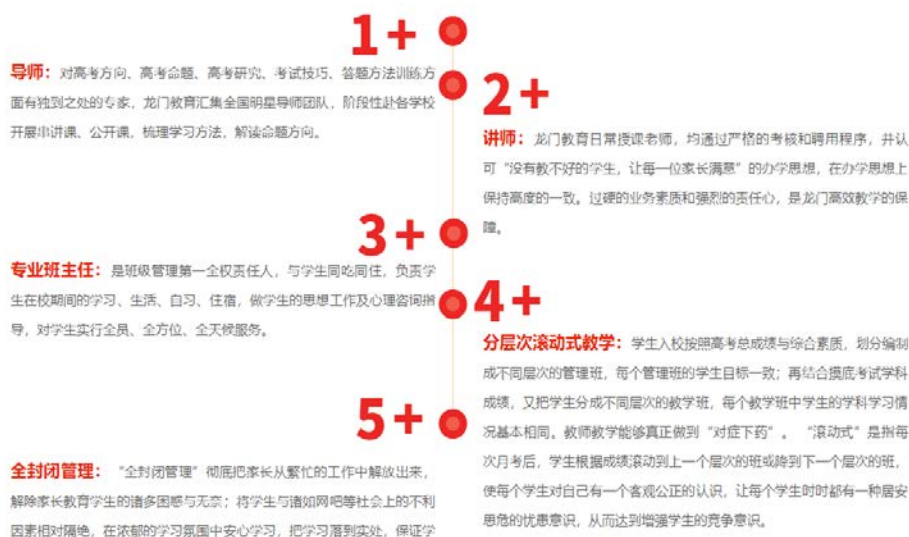
- 1) **专业班主任作为龙门核心为学生提供全方位帮助**，定位上类似于部队的班长，与学生同吃同住，需要与学生建立纽带，在解决心理障碍、培养学习兴趣、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

建立生活习惯上提供全方位的帮助，龙门要求专业班主任必须有教育心理学的背景；

2) 分层次滚动式教学有效提升教学效率与质量，龙门会把学生按照分数分成几个班，根据每个班定位自主开发课件不同，分数较低的学生利用 1-2 个月强化初中阶段基本的公式、定律，主要进行记忆背诵；分数中等的学生用一周时间简单梳理基础知识，之后在教授高中知识的同时强化初中知识的变形与运用；分数较高的学生则直接深挖高中知识。学生分数提升后会提升到更高等级的班级，等级越高教师水平越高，收费也随之升高，学生成绩提升进入更高层次班级后家长也乐于补足差价。同时，可视化的成长路径也能帮助学生更好地确立目标获得阶段性成果的鼓励。

图 23、龙门“5+教学模式”特点明显



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

模式模仿具备一定难度。首先，分层次滚动教学需要具备一定的学生规模（大约千人以上），否则班级过少难以形成良好的滚动；其次，管理模式的具体细节需要长时间打磨，龙门经过十余年摸索才形成了目前的管理模式，在时间安排、分层设置、学生管理等各方面细节工作充分；最后，通过挖人来模仿难度较大，分层次滚动不同老师负责不同的教学内容，专业班主任也占据重要地位，小范围挖人难以把握体系的全貌，而成团队、大规模挖人又不切实际。

5、盈利估计

● 核心假设

公司油墨业务逐步向教育业务让位，每年有序小幅下降；教育业务中 K12 业务保持自然增长，教育软件业务起辅助作用小幅增长；公司核心业务中高考封闭式培训业务在本地扩张和异地复制的推进下保持高速增长，课程单价稳步上涨，学生人数与班型结构持续提升，新增短期培训业务发展较为顺利。

表 17、公司重要指标盈利预测表（万元）

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 封闭式培训收入 | 27,678 | 32,640 | 39,205 | 52,891 | 67,214 |
| ——YOY | 24.3% | 17.9% | 20.1% | 34.9% | 27.1% |
| ——毛利率 | 47.1% | 54.6% | 54.0% | 55.0% | 56.0% |
| K12 教育收入 | 15,639 | 17,320 | 12,990 | 14,938 | 16,432 |
| ——YOY | 33.6% | 10.7% | -25.0% | 15.0% | 10.0% |
| ——毛利率 | 44.2% | 48.4% | 45.0% | 48.0% | 49.0% |
| 教育软件收入 | 6,214 | 4,541 | 2,725 | 3,270 | 3,433 |
| ——YOY | 16.1% | -26.9% | -40.0% | 20.0% | 5.0% |
| ——毛利率 | 91.3% | 96.4% | 95.0% | 95.0% | 95.0% |
| 油墨业务收入 | 45,935 | 40,710 | 36,639 | 40,303 | 42,318 |
| ——YOY | -2.7% | -11.4% | -10.0% | 10.0% | 5.0% |
| ——毛利率 | 21.2% | 21.9% | 21.9% | 21.9% | 21.9% |
| 总营收 | 95,948 | 95,882 | 92,263 | 112,142 | 130,174 |
| ——YOY | 103.2% | -0.1% | -3.8% | 21.5% | 16.1% |
| ——毛利率 | 37.35% | 41.71% | 41.55% | 43.64% | 45.33% |
| 销售费率 | 9.0% | 8.5% | 7.7% | 7.2% | 6.7% |
| 管理费率 | 7.6% | 8.4% | 7.9% | 7.6% | 7.3% |
| 研发费率 | 2.0% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.1% |
| 财务费率 | 2.8% | 2.3% | 2.1% | 2.4% | 2.1% |
| 归母净利润 | 2,800 | 8,052 | 18,374 | 24,055 | 30,756 |
| ——YOY | 385.7% | 187.6% | 128.2% | 30.9% | 27.9% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

● 投资建议

公司通过收购龙门教育转型教育赛道，核心业务为中高考封闭式培训，包括中考复读、高考复读与职校高考三块内容。目前中考复读随着“职普五五分流”政策推进需求持续旺盛，高考复读随着公办复读逐渐收紧民办发展空间进一步加大，职校高考随着国家大力发展高等职业教育升学需求不断上升，均呈现出较好的行业前景。龙门教育作为西安中高考补习头部机构，通过差异化定位精耕细分领域发展良好，本地扩张与异地复制均具备巨大的潜力，建议积极关注。调整盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 0.62/0.81/1.04 元，9 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 34/26/20 倍，维持“审慎增持”评级。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 40 -

● **风险提示**

- 1) **行业政策性风险**, 教育行业近年来监管不断趋严, 中高考复读又处于敏感领域, 各地监管要求可能对行业整体产生一定冲击;
- 2) **业务剥离风险**, 受限于行业整体发展陷入瓶颈, 公司油墨业务营收与利润水平持续下降, 后续公司若剥离油墨业务, 可能存在一定风险;
- 3) **本地增长不及预期**, 西安本地复读市场竞争较为激烈, 尽管公司近几年报名人数远超招生人数, 但仍不排除扩张过快校区设计超出实际需求的可能, 新增短期业务处于起步期前景尚未明朗;
- 4) **异地复制不及预期**, 公司异地复制依托于当地营利性高中, 主要面向职业高中学生, 在牌照审批、项目落地、学生招生上存在不确定性。

附表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 690 | 1230 | 1494 | 1843 |
| 货币资金 | 435 | 864 | 1093 | 1372 |
| 交易性金融资产 | 9 | 5 | 5 | 6 |
| 应收账款 | 127 | 189 | 216 | 255 |
| 其他应收款 | 3 | 14 | 16 | 17 |
| 存货 | 54 | 66 | 70 | 80 |
| 非流动资产 | 958 | 898 | 857 | 818 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 7 | 5 | 4 |
| 长期股权投资 | 24 | 25 | 25 | 25 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 208 | 142 | 110 | 77 |
| 在建工程 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 36 | 37 | 34 | 31 |
| 资产总计 | 1648 | 2128 | 2351 | 2662 |
| 流动负债 | 427 | 442 | 468 | 506 |
| 短期借款 | 122 | 124 | 119 | 121 |
| 应付票据 | 0 | 13 | 16 | 15 |
| 应付账款 | 67 | 69 | 76 | 87 |
| 其他 | 238 | 235 | 257 | 283 |
| 非流动负债 | 223 | 220 | 179 | 143 |
| 长期借款 | 223 | 220 | 179 | 143 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 650 | 662 | 647 | 650 |
| 股本 | 243 | 297 | 297 | 297 |
| 资本公积 | 201 | 440 | 440 | 440 |
| 未分配利润 | 333 | 502 | 727 | 1012 |
| 少数股东权益 | 182 | 172 | 170 | 170 |
| 股东权益合计 | 998 | 1466 | 1704 | 2012 |
| 负债及权益合计 | 1648 | 2128 | 2351 | 2662 |

| 现金流量表 | | | | |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 81 | 184 | 241 | 308 |
| 折旧和摊销 | 51 | 36 | 40 | 39 |
| 资产减值准备 | -42 | 9 | 2 | 1 |
| 无形资产摊销 | 18 | 13 | 16 | 16 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 22 | 19 | 27 | 27 |
| 投资损失 | -2 | -6 | -7 | -8 |
| 少数股东损益 | 84 | -10 | -2 | 0 |
| 营运资金的变动 | -131 | 73 | -11 | 24 |
| 经营活动产生现金流量 | 322 | 165 | 308 | 344 |
| 投资活动产生现金流量 | 14 | -10 | -5 | -5 |
| 融资活动产生现金流量 | -80 | 274 | -74 | -61 |
| 现金净变动 | 256 | 429 | 229 | 279 |
| 现金的期初余额 | 276 | 435 | 864 | 1093 |
| 现金的期末余额 | 531 | 864 | 1093 | 1372 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 959 | 923 | 1121 | 1302 |
| 营业成本 | 559 | 539 | 632 | 712 |
| 营业税金及附加 | 7 | 7 | 8 | 9 |
| 销售费用 | 82 | 71 | 80 | 87 |
| 管理费用 | 80 | 86 | 99 | 109 |
| 财务费用 | 22 | 19 | 27 | 27 |
| 资产减值损失 | -1 | 1 | 1 | 0 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 6 | 7 | 8 |
| 营业利润 | 196 | 207 | 282 | 366 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 196 | 208 | 283 | 367 |
| 所得税 | 31 | 33 | 45 | 59 |
| 净利润 | 165 | 174 | 238 | 308 |
| 少数股东损益 | 84 | -10 | -2 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 81 | 184 | 241 | 308 |
| EPS(元) | 0.27 | 0.62 | 0.81 | 1.04 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | -0.1% | -3.8% | 21.5% | 16.1% |
| 营业利润增长率 | 89.3% | 5.6% | 36.6% | 29.6% |
| 净利润增长率 | 187.6% | 128.2% | 30.9% | 27.9% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 41.7% | 41.6% | 43.6% | 45.3% |
| 净利率 | 8.4% | 19.9% | 21.5% | 23.6% |
| ROE | 9.9% | 14.2% | 15.7% | 16.7% |

| | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 39.4% | 31.1% | 27.5% | 24.4% |
| 流动比率 | 1.62 | 2.78 | 3.19 | 3.64 |
| 速动比率 | 1.49 | 2.63 | 3.04 | 3.48 |

| | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 58.6% | 48.9% | 50.1% | 51.9% |
| 应收账款周转率 | 7.02 | 6.34 | 6.82 | 6.88 |

| | | | | |
|----------------|------|------|------|------|
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.27 | 0.62 | 0.81 | 1.04 |
| 每股经营现金 | 0.82 | 0.55 | 1.04 | 1.16 |
| 每股净资产 | 2.75 | 4.36 | 5.17 | 6.20 |

| | | | | |
|----------------|-----|-----|-----|-----|
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 77 | 34 | 26 | 20 |
| PB | 7.6 | 4.8 | 4.0 | 3.4 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 42 -

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 43 -