

油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待

2025 年 05 月 14 日

► **油墨+教育双主业发展，投资收益增强弹性。**科德教育原名是科斯伍德，主要从事胶印油墨和 UV 油墨研发、生产和销售等业务，旗下的“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨销量处于行业较高地位。受油墨化工行业发展空间影响，公司战略转型教育服务行业，通过外延并购将龙门教育、西安培英、天津旅外和毛坦中学等纳入旗下，快速抢占中高考复读、营利性高中和中职教育等市场，形成了油墨化工和教育服务双主业发展态势。同时，公司积极寻找投资机会，战略投资中国自研推理和训练芯片公司——中昊芯英，为布局 AI+教育提供了有利条件。受益于双主业发展和投资收益，公司营业收入稳步增长，盈利能力显著提升，投资收益增强弹性，业绩快速释放。

► **“双减”加速供给出清，AI+教育龙头受益。**2021 年 7 月“双减”政策来袭，校外培训受到严重影响和冲击，教培公司采取收缩、转型和退出等策略，教培行业供给出清。根据教育部数据，截至 2022 年 2 月末，线下教培机构减少 92.14%，线上教培机构减少 87.07%。受益于“二胎”放开，中高考或将迎来“黄金十年”，预计 2028 年、2030 年我国分别迎来初中、高中入学高峰，以中高考为导向的校外培训需求强劲。同时，锦津中高考报名人数激增，复读市场迎来发展机遇，相关公司有望受益。另外，中国工程院院士邬贺铨表示 2025 年 AI 智能体快速发展，AI+教育有望成为重要应用场景，行业龙头有望受益 AI 市场风口，在新一轮行业竞争中脱颖而出。

► **油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待。**公司长期专注于高分子材料和改性植物油研发，将其应用于印刷油墨生产和销售，是绿色环保油墨研发、生产、销售综合服务商。公司拥有 2 万吨油墨产能，产能利用率约 80%。通过外延扩张，公司战略转型，收购中高考复读区域龙头——龙门教育，其拥有 4 所补习学校和 1 所中职学校，提供“两季三训”全封闭培训、K12 课外培训和中职等教育服务，创立了“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+全封闭准军事化管理”龙门教育模式，办学效果好，被家长、学生誉为“管得好、教得好、学得好”的“三好”学校。同时，公司积极布局“AI+教育”，推出科德 AI 学，提供金融、老师、会计师等职业认证教程，并为学员提供个性化考证培训服务，目前已拥有近 3 万名用户，未来发展值得期待。

► **资产优良负债率低，现金流好成长性佳。**公司资产主要为货币资金、长期股权投资，截至 2025 年 3 月末分别为 3.62 亿元和 1.89 亿元，两者合计占比 45%。公司负债主要为应付账款、合同负债，截至 2025 年 3 月末分别为 1.04 亿元和 0.91 亿元，两者合计占比 78%。公司负债率较低，截至 2025 年 3 月末资产负债率为 23.43%，剔除预收款资产负债率为 17.84%。教育采取预收款模式，现金流好，收现比高。2023-2025 年 1Q 公司经营性净现金流分别为 2.74 亿元、2.26 亿元和 0.51 亿元，收现比分别为 0.78 倍、0.91 倍和 0.98 倍。公司未来成长主要取决于产能利用率、价格上升、新品研发、在校生增长、学费增长和外延并购等，预计未来具有较好成长性。

► **投资建议：油墨龙头战略转型，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**预计 2025-2027 年公司营收分别同比增长 8.0%、6.0%和 5.0%；归母净利润分别同比增长 9.6%、5.8%和 6.2%，EPS 分别为 0.48 元、0.51 元和 0.54 元，PE 分别为 32 倍、31 倍和 29 倍，PB 分别为 5.2 倍、4.9 倍和 4.7 倍，PS 分别为 6.0 倍、5.6 倍和 5.4 倍。公司是绿色环保油墨龙头，战略转型教育服务，通过外延并购积极布局中高考复读、营利性高中和中职教育，形成油墨+教育的双主业发展格局。同时，公司战略投资中昊芯英，助力 AI+教育布局，且其资本运作对公司影响积极。另外，公司积极探索 AI+教育，推出科德 AI 学，提供优质个性化培训考证服务，已拥有近 3 万名用户。看好公司双主业发展，以及 AI+教育布局，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**价格波动、教培政策调整、IPO 不及预期、商誉等减值及减持等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	795	859	910	956
增长率 (%)	3.1	8.0	6.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	145	159	168	179
增长率 (%)	4.7	9.6	5.8	6.2
每股收益 (元)	0.44	0.48	0.51	0.54
PE	35	32	31	29
PB	5.5	5.2	4.9	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 5 月 14 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

15.60 元

目录

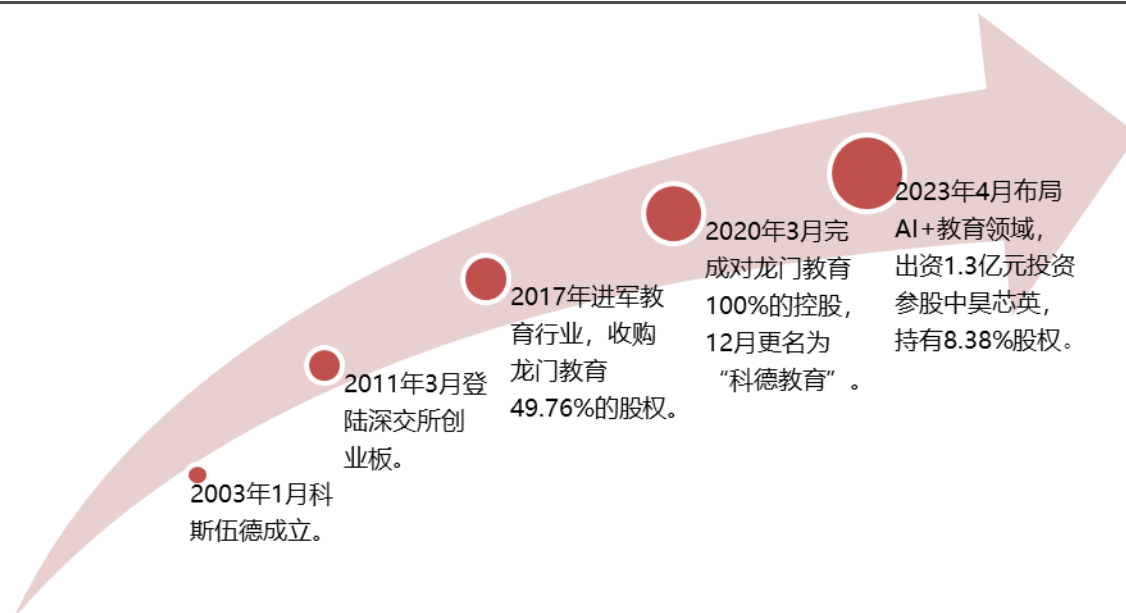
1 公司概况：油墨+教育双主业，盈利增强业绩释放	3
1.1 发展历程：从油墨细分龙头到油墨+教育双主业发展	3
1.2 公司股权相对分散，重要股东持续减持	4
1.3 油墨化工稳定发展，教育业务重拾增长	4
2 行业分析：“双减”加速行业出清，AI+教育龙头受益	5
2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清	5
2.2 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”	7
2.3 锦津迎来生源高峰，中高考报名人数激增	8
2.4 AI对教育行业影响深远，AI+教育渐成趋势	10
3 公司分析：油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待	12
3.1 油墨化工龙头企业，绿色环保竞争力强	12
3.2 外延扩展战略转型，发力中高考、复读及中职市场	13
3.3 战略投资中昊芯英，AI+教育大有可为	17
4 财务分析：资产优良负债率低，现金流好成长性佳	19
4.1 货币资金占比较高，资产负债率相对较低	19
4.2 盈利能力明显增强，投资收益值得期待	19
4.3 现金流：收现比持续提高，现金流整体良好	21
4.4 成长能力：油墨+教育双主业发展，外延并购增加弹性	21
5 盈利预测与投资建议	23
5.1 盈利预测与业务拆分	23
5.2 估值分析：油墨+教育双主业，整体估值相对较好	24
5.3 投资建议：油墨龙头战略转型，首次覆盖“谨慎推荐”	25
6 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 公司概况：油墨+教育双主业，盈利增强业绩释放

1.1 发展历程：从油墨细分龙头到油墨+教育双主业发展

苏州科德教育科技股份有限公司（以下简称“科德教育”或“公司”）的前身是成立于 2003 年 1 月的苏州科斯伍德油墨股份有限公司（以下简称“科斯伍德”），主要从事胶印油墨和 UV 油墨的研发、生产和销售等业务，旗下的“东吴牌”和“Kingswood”品牌的油墨销量处于行业较高地位，并于 2011 年 3 月登陆深交所创业板。随着互联网和新媒体的崛起，传统纸媒受到较大冲击，进而影响油墨行业发展，公司开始谋划战略转型。2017 年 12 月公司以 7.57 亿元现金支付方式收购陕西龙门教育科技股份有限公司（以下简称“龙门教育”）49.76%的股权，正式进入 K12 校外培训、中高考及复读、职业教育等。2020 年 3 月公司在三年业绩对赌完成后再次发行股份及可转债收购了龙门教育剩余股权，并正式更名为科德教育，实现了油墨化工与教育培训双主业发展格局。随着教育数字化的快速发展，人工智能（AI）与各领域的深度融合与创新，AI+教育大有可为。2023 年 4 月公司斥资 1.3 亿元对中昊芯英(杭州)科技有限公司（以下简称“中昊芯英”）增资及收购股权，取得中昊芯英 8.38%的股权，双方将在 AI+教育领域深度合作，推动 AI 在职业教育应用下的场景设计、研发、创新和落地，并大力发展交互式人工智能领域的职业教育教学与人才培养。2024 年公司推出了科德 AI 学，为学员提供个性化考证培训服务，并拥有近 3 万用户，公司 AI+教育前景可期。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

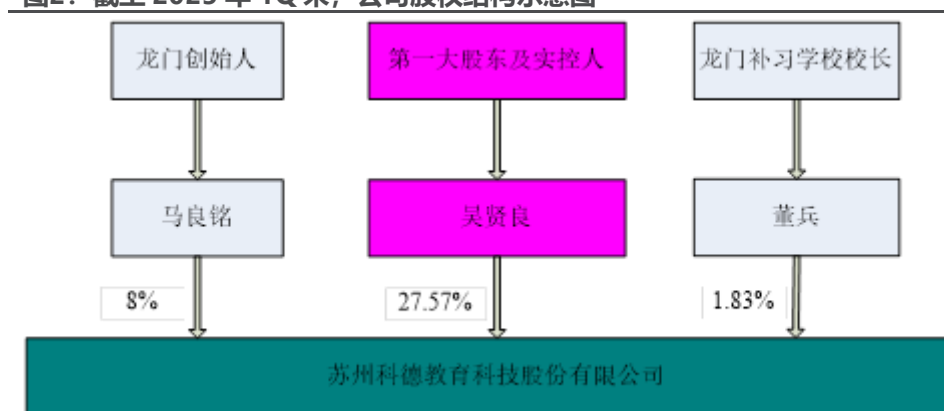


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 公司股权相对分散，重要股东持续减持

公司股权整体相对分散，公司前三大股东均为自然人。吴贤良先生是公司创始人，也是第一大股东与实际控制人，上市之初吴贤良先生及一致行动人吴艳红女士分别持有公司 37.41%和 13.61%的股权（截至 2011 年末数据），但资产重组带来的股本增加、可转债转股及二级市场减持，吴贤良先生所控制的股权持续下降，截至 2025 年 1Q 末，吴贤良先生所持股权降至 27.57%，一致行动人吴艳红女士已清仓。龙门教育创始人马良铭先生通过资产重组换股及可转债转股成为公司第二大股东，2021 年 9 月可转债转股完成后，马良铭先生持有公司股份增至 14.66%。2022 年 8 月马良铭先生开始通过大宗交易、集合竞价等方式持续减持公司股票，截至 2025 年 1Q 末，马良铭先生所持股权降至 8%。西安龙门补习学校校长董兵先生通过资产重组换股成为公司第三大股东，最初持股比例 3.37%，2021 年 11 月开始减持公司股票，截至 2025 年 1Q 末，董兵先生持股比例降至 1.83%。公司重要股东持续减持，吴艳红女士已清仓，马良铭先生辞去了董事职务，预计未来仍有可能继续减持。

图2：截至 2025 年 1Q 末，公司股权结构示意图



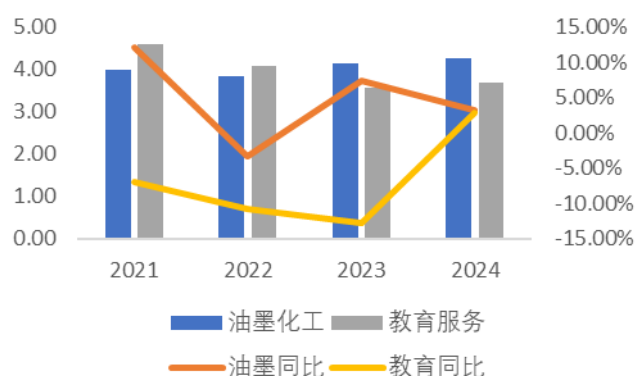
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 油墨化工稳定发展，教育业务重拾增长

公司是胶印油墨和 UV 油墨行业知名企业，“东吴牌”和“Kingswood”品牌美誉度高，油墨化工业务整体稳中有升。2021-2024 年公司油墨化工业务营业收入分别为 3.98 亿元、3.85 亿元、4.14 亿元和 4.27 亿元，分别同比增长 12.13%、-3.33%、7.49%和 3.24%，业务占比分别为 46.46%、48.47%、53.68%和 53.76%。受“双减”政策影响，公司全面退出 K12 学类类培训业务，转而大力发展中高考复读业务和职业教育，转型阵痛造成公司教育培训业务波动较大，2021-2024 年公司教育培训业务收入分别为 4.59 亿元、4.09 亿元、3.57 亿元和 3.68 亿元，分别同比增长-6.96%、-10.82%、-12.56%和 2.94%，业务占比分别为 53.54%、

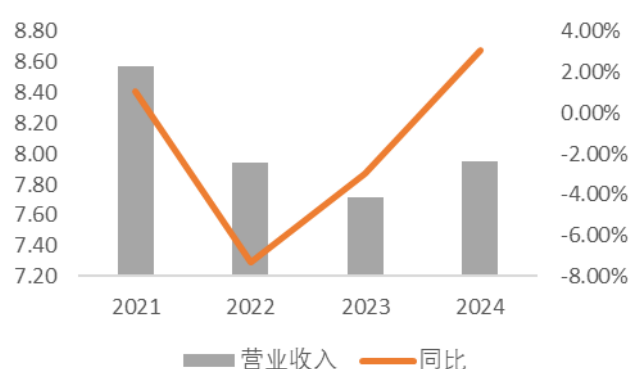
51.53%、46.32%和 46.24%。公司以油墨化工业务为基石，积极拓展中高考复读和中高职等职教市场，公司营业收入整体相对稳定。2021-2024 年公司实现营业收入分别为 8.58 亿元、7.95 亿元、7.71 亿元和 7.95 亿元，分别同比增长 1.03%、-7.34%、-2.94%和 3.10%。展望未来，公司有望发力 AI+教育，增强公司未来发展弹性。

图3：2021-2024 年公司业务结构（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：2021-2024 年公司收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 行业分析：“双减”加速行业出清，AI+教育龙头受益

2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清

为了有效减轻校内作业负担和校外培训负担（俗称“双减”），促进学生身心健康发展，国家出台持续的规范政策。2021 年 4 月教育部印发《关于加强义务教育学校作业管理的通知》，将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”现象。2021 年 7 月中共中央、国务院联合印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构。同月，教育部印发《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》，明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类，避免执法不严和机构“伪装”行为。此后，教育部等多部门又出台了配套政策，如 2021 年 9 月教育部印发《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》，2021 年 11 月教育部等八部委印发《关于做好校外培训广告管控的通知》等，“双减”政策强势来袭，对校外培训行业产生深远影响。

表1：近年来我国出台的“双减”政策一览表

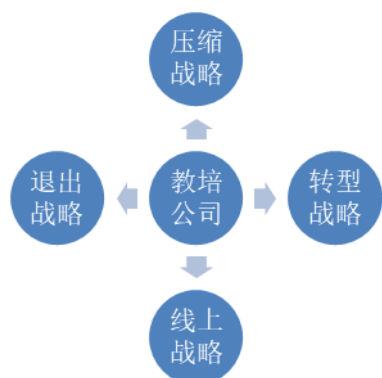
发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023 年 8 月 23 日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	明确处罚主体，提升执法能力，切实解决校外培训执法边界不清、依据不充分等难点问题
2023 年 7 月 24 日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台正式上线	推出“校外培训家长端”APP，提供全国统一校外培训官方购课服务
2022 年 1 月 5 日	教育部	《关于认真做好寒假期间“双减”工作的通知》	巩固“双减”工作成果，严防校外培训旧态重演
2021 年 11 月 3 日	教育部等八部委	《关于做好校外培训广告管控的通知》	不区分学科类、非学科类，不得发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告
2021 年 9 月 8 日	教育部	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	严厉打击校外学科培训，坚决查处学科类校外培训隐形变异问题
2021 年 7 月 30 日	教育部	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围
2021 年 7 月 24 日	中共中央、国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构
2021 年 4 月 26 日	教育部	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》	将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”

资料来源：中共中央，国务院，教育部等，民生证券研究院

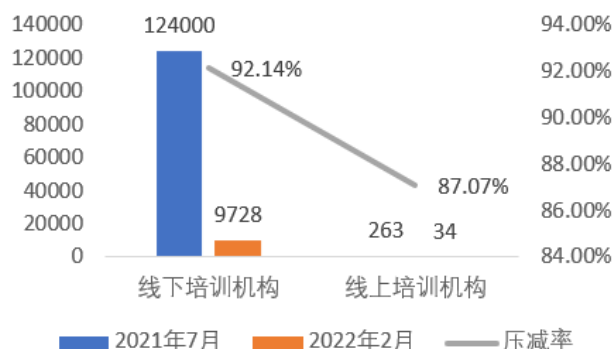
“双减”政策带来教培行业供给侧出清。（1）行业龙头公司、区域龙头采取主动收缩战略以应对政策冲击，如好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育等，2021-2022 年线下教学网点快速下降；（2）战略转型，积极拥抱素质教育和职业教育，从教育政策导向看，国家鼓励素质教育和职业教育，大部分教培机构及 K12 教育公司采取了主动拥抱素质教育，并向职业教育转型的发展战略，如昂立教育、凯文教育等；（3）部分教培公司关闭线下教学网络，全面转向线上，如豆神教育等；（4）大部分中小教培机构及个别细分龙头采取“退出”战略，造成“消课难、退费难”等现象，这部分公司基本退出了教培行业。受此影响，教培机构数量大幅下降。根据教育部校外教育培训监管司有关负责人介绍，截至 2022 年 2 月，原 12.4 万个线下校外培训机构压减到 9728 个，压减率为 92.14%；原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87.07%。

图5：“双减”下教培公司的战略选择

图6：“双减”政策对行业的影响及冲击（家）



资料来源：证券时报、上市公司公告，民生证券研究院

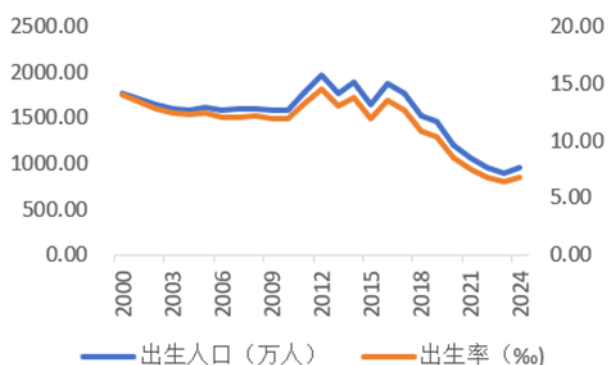


资料来源：教育部、新京报等，民生证券研究院

2.2 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”

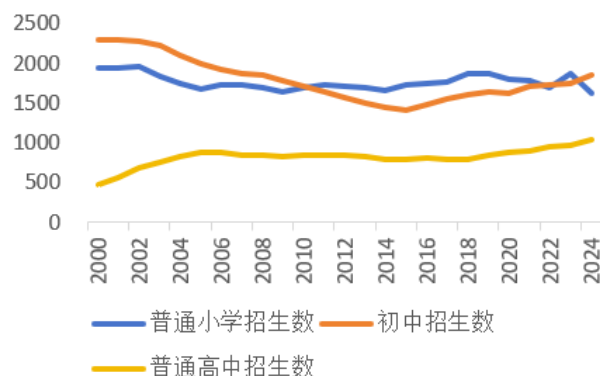
随着“龙宝”到来和“二胎”政策的放开，2011-2017年我国迎来了生育小高峰。根据国家统计局数据，2012年我国出生人口约1973万人，出生率14.57‰，均创下2000年以来新高；2011-2017年年均出生人口1819万人，较2020-2010年年均出生人口高出192万人。出生人口的变化趋势，决定了适龄儿童小学入学高峰是2023年，初中入学高峰是2028年，高中入学高峰是2030年。普通小学招生人数从2014年的约1658万人增加到2023年的约1878万人，2024年普通小学招生人数1617万人，在校生10584万人，毕业生1857万人。初中招生从2015年的约1411万人增加到2024年的1849万人，2024年初中在校生约5386万人，毕业生约1698万人；普通高中招生从2018年的约793万人增加到2024年的约1036万人，2024年普通高中在校生约2922万人，毕业生约891万人。

图7：我国出生人口（万人）及出生率（‰）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

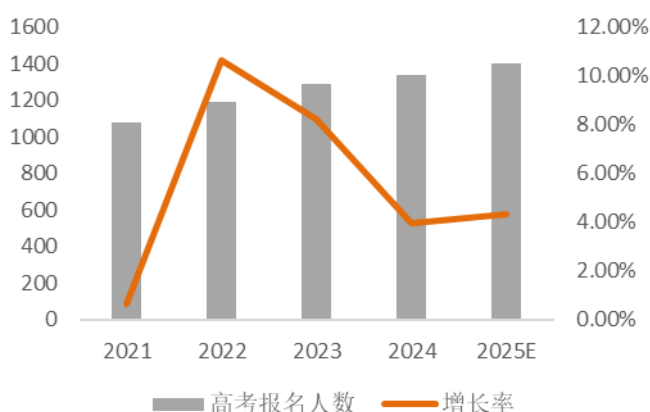
图8：我国普通小学、初中和普通高中招生人数（万人）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

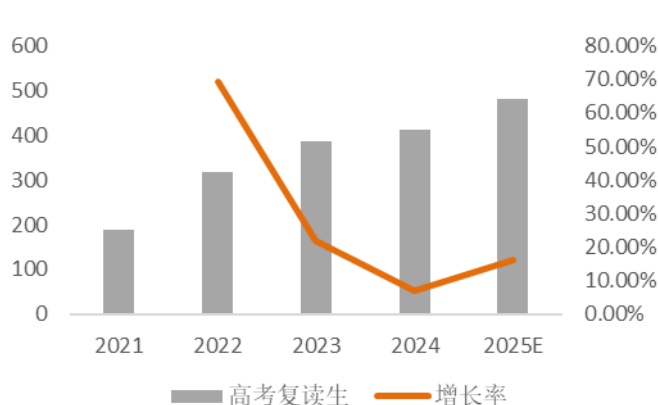
未来几年，初高中招生人数、在校生人数均将稳步提升，中高考迎来“黄金十年”。2021-2024 年我国高考报名人数分别为 1078 万人、1193 万人、1291 万人和 1342 万人，根据教育部公布的信息，预计 2025 年我国高考报名人数将超过 1400 万人，短短五年时间，高考人数增加了近 350 万人。与此同时，我国高考复读人数从 2021 年的 187 万人增加值 2024 年的 413 万人，预计 2025 年将达到 480 万人，再创历史新高。

图9：近年来我国高考报名人数（万人）及增长率（%）



资料来源：教育部，民生证券研究院

图10：近年来我国高考复读生（万人）和增长率（%）



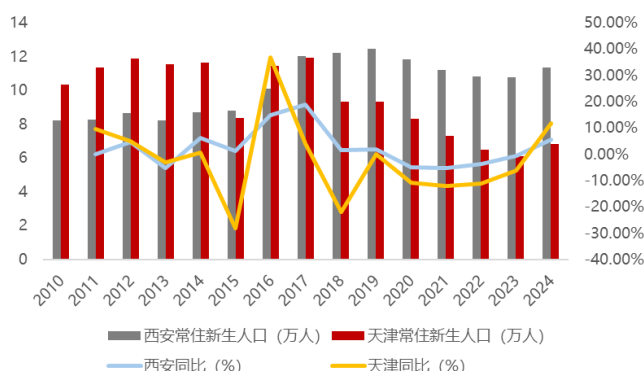
资料来源：教育部，民生证券研究院

2.3 镐津迎来生源高峰，中高考报名人数激增

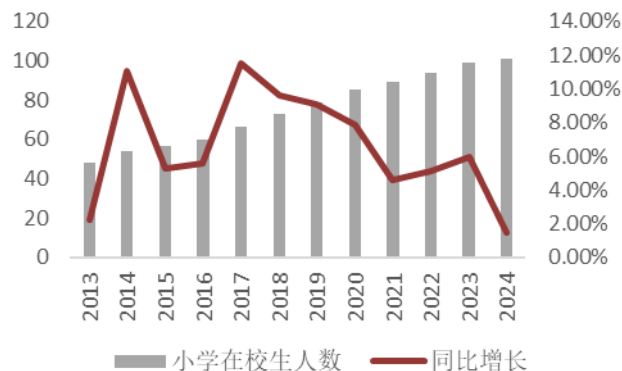
公司教育服务业务主要集中在西安和天津，因此区域教育市场对公司业务发展较为重要。西安出生人口增长较快，常住新生人口从 2010 年的 8.24 万人增加到 2019 年的 12.45 万人，之后虽然有所下降，但降幅相对较小，2024 年常住新生人口仍达到 11.35 万人。天津出生人口波动较大，常住新生人口从 2010 年的 10.34 万人增加到 2017 年的 11.39 万人，但之后快速下降，2024 年常住新生人口仅 6.81 万人。新生人口的变化决定了未来十年镐津生源的变化，中高考迎来了生源高峰。西安小学在校生规模从 2013 年的 48.4 万人增加到 2024 年的 100.7 万人，普通中学在校生规模从 2013 年的 43.73 万人增加到 2024 年的 62.99 万人。天津小学在校生规模从 2013 年的 55.21 万人增加到 2024 年的 82.92 万人，普通中学在校生从 2013 年的 43.59 万人增加到 2024 年的 65.85 万人。从小学招生数据来看，西安和天津 2024 年小学招生人数分别为 16.67 万人和 10.74 万人，而 2018 年西安和天津新生人口分别为 12.23 万人和 9.31 万人，这说明西安和天津均为人口导入城市，小学入学人数显著大于常住人口新生人数。

图11：西安、天津常住新生人口（万人）及增速（%）

图12：近年来西安小学生在校人数（万人）及增速（%）



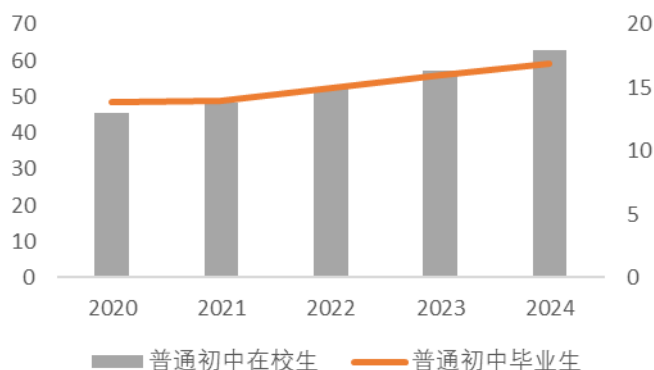
资料来源：西安市、天津市统计局，民生证券研究院



资料来源：西安市教育局，民生证券研究院

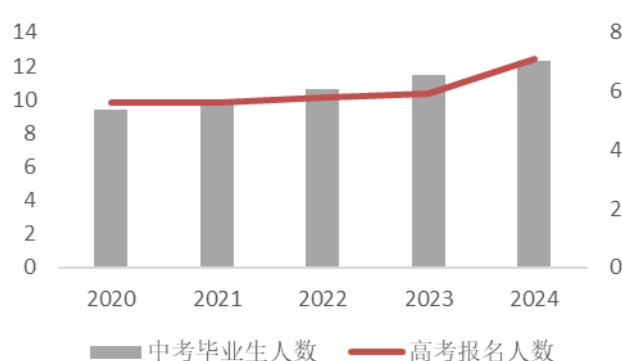
镐津中高考报名人数激增。2020-2024年西安普通中学（初中+普通高中）在校生分别为45.68万人、48.21万人、52.16万人、57.15万人和62.99万人，普通中学毕业生（中考+高考，不含复读生）分别为13.89万人、14.00万人、15.01万人、15.97万人和16.89万人，均呈现快速增长态势。天津初中毕业生增长较快，高考报名人数稳步增长。2020-2024年天津中考毕业生分别为9.40万人、9.82万人、10.65万人、11.44万人和12.28万人，高考报名人数分别为5.6万人、5.6万人、5.8万人、5.9万人和7.08万人。镐津中高考人数的增加对中高考考试培训和中高考复读带来了市场机遇。截至2024年6月，西安现有中高考教育复读机构48所，涵盖区域连锁型与区域特色型两类办学模式，比较领先的中高考复读机构有西安大唐、西安龙门、西安远东仁民、领军教育和西安正大等补习学校；天津中高考复读市场相对较大，根据锐满分董老师公众号预测，2024年天津高考复读生约3500-4000人，办学水平较高的天津中高考复读班主要有简学高考复读学校、天津师中师学校、天津北极星学校等。镐津中高考复读学费相对较高，西安复读学费基本在2-8万元/年，天津中高考复读学费基本6-10万元/年。

图13: 2020-2024年西安初中在校生及毕业生 (万人)



资料来源：西安教育局，民生证券研究院，右轴为普通初中毕业生

图14: 2020-2024年天津中高考毕业报名人数 (万人)

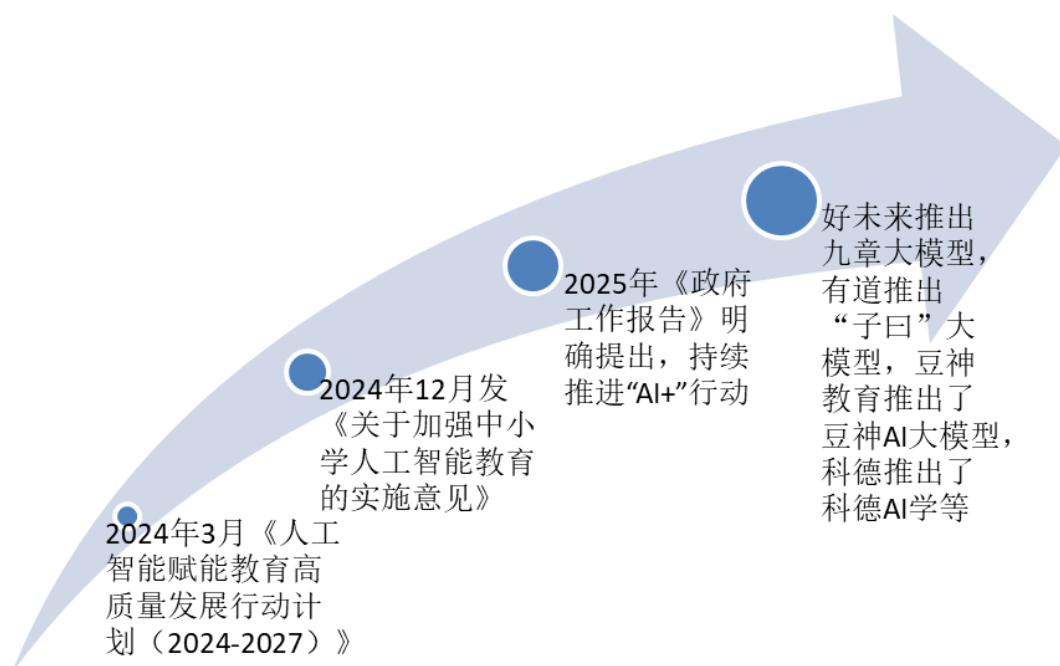


资料来源：天津教育局，民生证券研究院，右轴为高考报名人数

2.4 AI 对教育行业影响深远，AI+教育渐成趋势

国家陆续出台相关政策，推动 AI 在教育领域应用。2024 年 3 月教育部发布《人工智能赋能教育高质量发展行动计划（2024-2027）》，明确提出以 AI 技术重构教育生态，推动教育数字化、智能化转型。2024 年 12 月教育部办公厅印发《关于加强中小学人工智能教育的实施意见》，明确提出以 AI 教育为核心抓手，推动基础教育课程改革与创新人才培养模式。在 2025 年 ICT 行业趋势年会上，中国工程院院士邬贺铨表示，即将到来的 2025 年不仅是智能体的元年，也将是 AI 终端的元年，AI 智能体有望快速发展，同时 Deep Seek “接入潮” 引爆 AI 应用。2025 年《政府工作报告》明确提出，持续推进“AI+”行动，AI+教育有望成为重要的应用场景。行业龙头有望受益 AI 的市场风口，并在新一轮的行业竞争中占据更有力的地位。好未来推出了学而思九章大模型（MathGPT），面向全球用户和科研机构提供以数学领域的解题和讲题算法为核心的大模型，也是国内首个专为数学打造的大模型；有道推出了“子曰”大模型，并发布三大应用，即 AI 全科学习助手“有道有 P”、新一代虚拟人口语教练和新一代知识库问答引擎；豆神教育推出了豆神 AI 大模型，打造语文 AI 领域的标杆。此外，作业帮、猿辅导、新东方、科德教育、学大教育、行动教育、佳发教育等都推出了教育大模型或者积极布局 AI+教育，并纷纷接入 Deep Seek，进一步加大 AI+教育产品新形态的商业化落地。由于布局 AI 需要较大的资本开支，因此行业龙头或区域龙头有望深度受益 AI+教育的“盛宴”，有助于行业龙头或区域龙头扩大招生、提高效率、节约成本，增强行业龙头或区域龙头的竞争力，行业龙头或区域龙头的市占率有望提升。

图15：政策推动 AI+教育渐成趋势



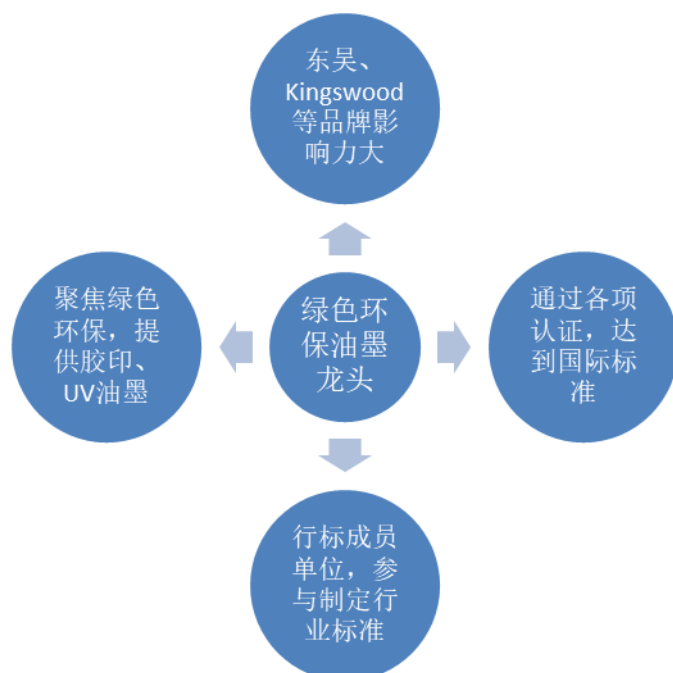
资料来源：国务院、教育部、相关公司公告等，民生证券研究院

3 公司分析：油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待

3.1 油墨化工龙头企业，绿色环保竞争力强

公司长期专注于高分子材料和改性植物油的研发，将其应用于印刷油墨的生产和销售，主要提供胶印油墨和 UV 油墨等系列产品，“东吴牌”和“Kingswood”品牌油墨销量处于行业领先水平，是绿色环保油墨研发、生产、销售综合服务商。公司坚持绿色环保之路，加大环保型油墨研发力度，积极探索可降解、可再生的原材料，减少挥发性有机化合物（VOCs）和低碳排放，持续推出符合国际环保标准的油墨产品，满足印刷行业向绿色印刷转型的需求，提升公司在环保油墨领域的市场份额与品牌影响力。公司先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系、国家环境标志产品认证(绿色十环认证)、欧盟 REACH、RoHS、美国大豆协会 SoyInk 认证、美国潘通(PANTONE)产品认证、美国 FDA 食品安全检测、ASTM 检测、国际标准色彩 ISO2846 认证等多项产品认证。公司是中国油墨行业协会标委会成员单位，参与《环境标志产品技术要求胶印油墨》、《油墨细度检验方法》、《油墨附着力检验方法》、《油墨干燥检验方法》和《油墨光泽检验方法》等数项国家、行业标准的起草、修订和制订工作，是业内具有竞争优势和品牌影响力的印刷材料制造商。

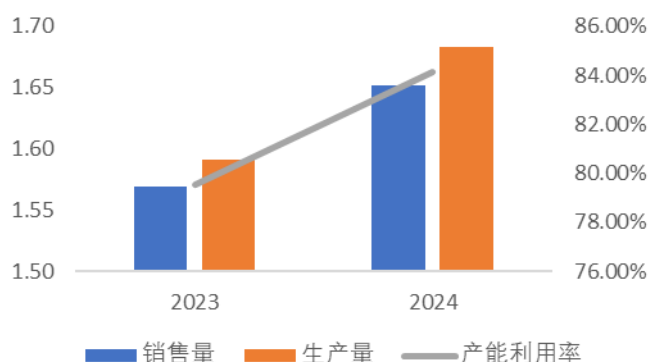
图16：绿色环保油墨龙头竞争优势显著



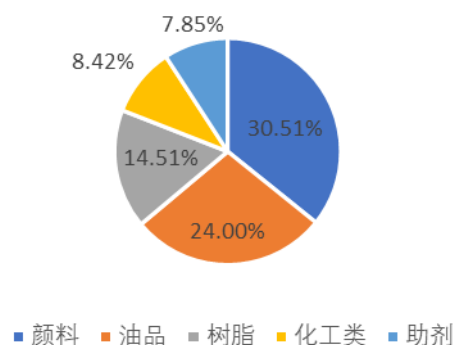
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司拥有 2 万吨油墨产能，2023-2024 年产能利用率分别为 79.56%和 84.15%，

2024 年公司生产油墨 1.683 万吨，销售油墨 1.6519 万吨，库存 0.1159 万吨。从公司产能利用率来看，油墨化工行业整体规模较小，发展空间受限。同时，油墨化工行业受原材料价格波动影响较大，一旦下游价格上涨较快，油墨化工行业毛利率将大幅下降。从公司产品来看，油墨产品的原材料主要包括颜料、油品、树脂、化工类、助剂等，2024 年上述原材料采购占比分别为 30.51%、24.00%、14.51%、8.42%和 7.85%，一旦原材料价格出现较大的波动，将影响公司油墨产品的盈利能力。一方面，油墨化工行业空间小；另一方面，油墨化工行业对原材料价格较为敏感，再加上油墨化工行业毛利率整体较低，公司战略转型势在必行。

图17：2023-2024 年公司产销（万吨）及利用率（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

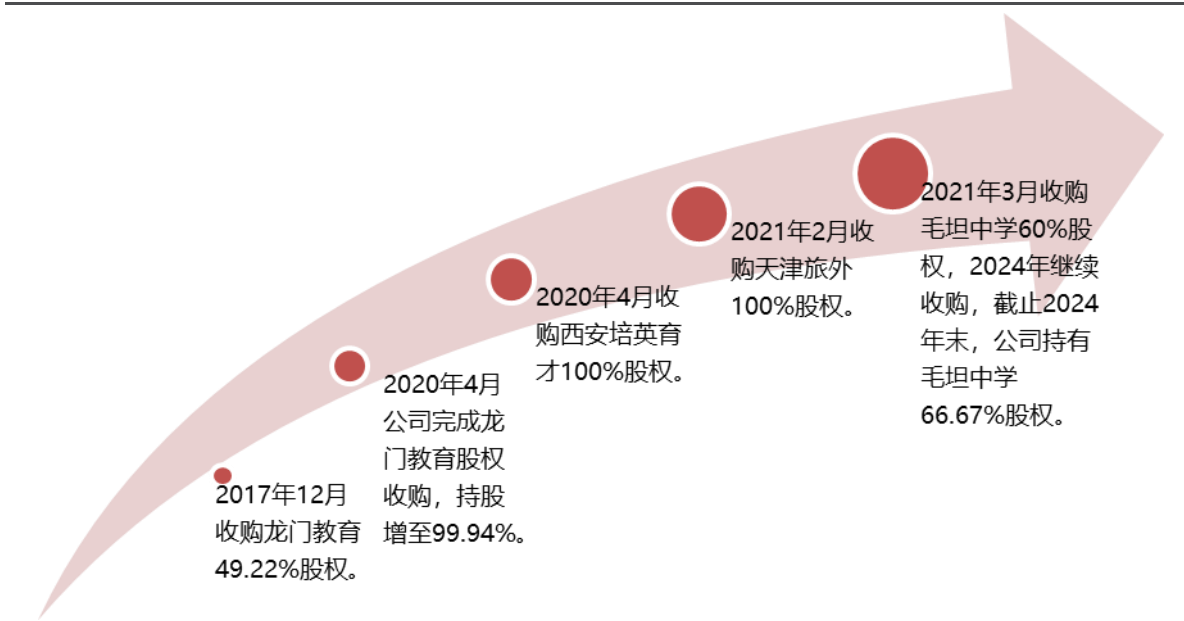
图18：2024 年公司主要原材料采购占比（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 外延扩展战略转型，发力中高考、复读及中职市场

公司通过外延扩张进行战略转型。2017 年 12 月公司以现金支付方式收购了马良铭、明旻、董兵等 21 位股东持有的龙门教育 49.22%的股权，交易对价 7.49 亿元，并取得龙门教育剩余股权的表决权，龙门教育成为公司控股子公司，公司战略转型，涉足教育培训、中高考复读、中高职教育等业务领域。2017-2019 年龙门教育分别实现净利润 1.05 亿元、1.32 亿元和 1.62 亿元，均超过承诺业绩。在此基础上，2019 年 6 月公司启动通过发行股份、可转债和配套融资现金支付等方式收购龙门教育 50.17%的股权，交易对价 8.13 亿元，并于 2020 年 4 月完成本次股权收购，公司持有龙门教育股权增至 99.94%。为了拓展中高考复读班、中职等市场，公司继续通过外延扩张模式收购相关资产。2020 年 4 月龙门教育现金收购了西安培英育才职业高中有限公司（以下简称“西安培英”）100%的股权，2021 年 2 月公司以现金支付方式收购了天津市旅外职业高中有限公司（以下简称“天津旅外”）100%的股权，2021 年 3 月公司收购河南毛坦高级中学有限公司（以下简称“毛坦中学”）60%的股权，2024 年公司继续收购毛坦中学股权，截至 2024 年末，公司持有毛坦中学的股权达到了 66.67%。通过外延扩张，公司快速布局营利性高中、中高考复读和中职等教育服务业务，公司战略转型成效显著。

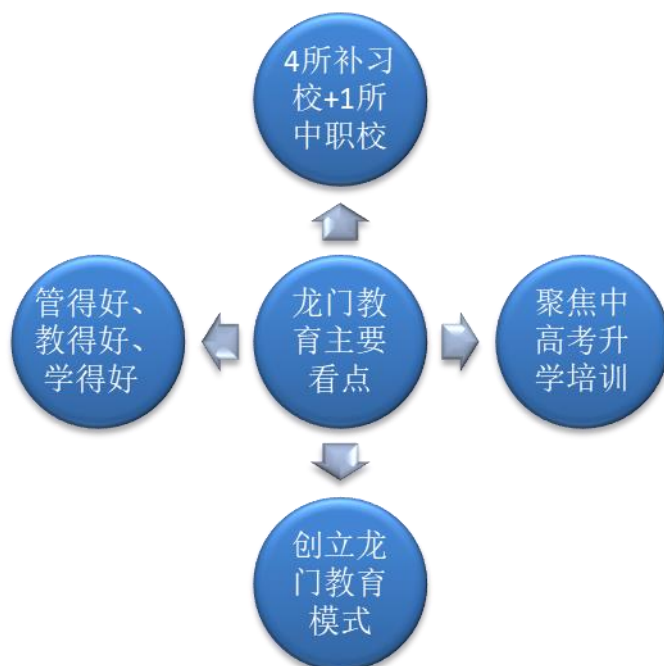
图19：公司战略转型收购重要节点性事件



资料来源：公司公告，民生证券研究院

龙门教育旗下主要拥有西安龙门补习学校、西安莲湖跃龙门补习学校、西安碑林门补习学校、西安航天基地补习学校和西安培英育才职业高中等，聚焦中高考升学培训细分赛道，以“高效学习能力提升”为核心，以“学科素养、人文素养、职业素养提升”为辅助的综合型教育服务机构，主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训和中职教育等业务。龙门教育拥有 20 多年的中高考补习、复读及培训的教学、研究与实践，发现了“三分靠教师教，七分靠老师管和学生学”的补习规律，创立了“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+全封闭准军事化管理”的龙门教育模式，中考上线率连年上升，学生净增分不断提高；高考成绩名列同类学校前列，不同层次的学生都得到了提升，助力龙门学子的大学梦。经过 20 多年发展，龙门教育已被家长、学生誉为“管得好、教得好、学得好”的“三好”学校，曾获“改革开放 30 年中国十大品牌高考复读教育机构”、“回响中国 2008 中国教育年度总评榜全国高考十大品牌复读教育机构”、“2020 年度家长信赖的补习机构”和“2020 年陕西五大高补名校”等荣誉。

图20：龙门教育主要架构、教育模式及社会口碑



资料来源：龙门教育官网，民生证券研究院

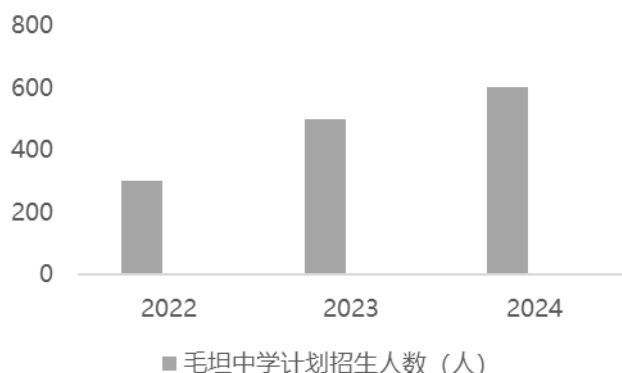
随着国家政策的持续出台，我国已从扩大高职单招规模，到中高职一贯通，再到创新设立职教高考制度，从制度层面为中职生升学提供坚实保障。公司聚焦升学导向型中职赛道，通过精准并购实现战略卡位，收购了西安培英与天津旅外，形成“艺体+现代服务”双核专业矩阵。培英育才开设绘画、播音与主持、计算机应用、动漫与游戏制作等四大升学专业，天津旅外重点建设旅游外语、航空服务、高星级酒店运营与管理等产教融合特色专业，创新性融合全日制封闭管理与职业教育特质，构建“文化课筑基+专业技能强化”双轨培养体系，既满足学生的专业学习、实习就业等需求，也能满足学生职教高考升学需求。升学导向型办学思路打开了中职学校的发展空间，2023-2024 学年西安培英在校生 2690 人，满员运营，并能重点辐射西北地区职教高考市场，印证了教学改革的成功；2023-2024 学年天津旅外在校生 2000 人，重点发力航空服务等紧缺专业建设，深度对接京津冀现代服务业人才需求，形成区域差异化竞争优势，也取得了优异的办学成果。

表2：公司并购中等职业学校概况

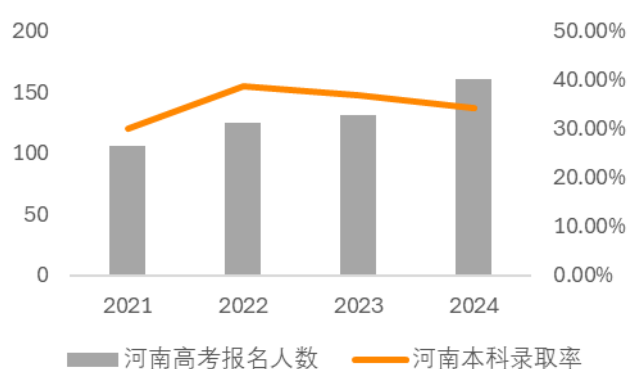
学校	收购时间	学校情况
西安培英育才	2019 年 12 月	原名西安育才医科职业学校，创建于 1997 年。学校三年学制，目前开设 4 个专业，分别为：绘画、播音与主持、计算机应用、动漫与游戏制作。 2023-2024 学年度学校在籍校生 2690 人。
天津旅外	2021 年 6 月	原名天津旅游外事职业学校，创立于 1995 年。三年学制，现开设旅游外语、商务英语、旅游服务与管理、航空服务、高星级饭店运营与管理等专业。2023-2024 学年度学校在籍校生 2000 人左右。

资料来源：各学校官网及公众号，民生证券研究院

布局全日制高中，河南市场值得期待。2020 年 8 月公司出资 3000 万元以受让股权的方式实现对毛坦中学的控股，取得 60% 的股权，2024 年公司以现金支付方式收购 6.67% 的股权，持股比例增至 66.67%；若毛坦中学净利润超过 1000 万元，公司将收购剩余股权。毛坦中学主要从事三年制普通高中和一年制高考复读业务，招生对象为初三毕业生及高三复读生，采用全日制教学方式，半军事化管理。毛坦中学占地面积 86 亩，建筑面积约 2.1 万平方米，含教学楼、办公楼、宿舍楼、餐厅、标准化操场等基础设施。毛坦中学 2020 年开始动工建设，2022 年开始招生，是一所营利性民办普通高中，设计规模 36 个行政班，学费 6000 元/学期，住宿费 580 元/学期，2023-2024 年招生计划分别为 500 人和 600 人，目前在校生约 640 人。河南是我国高考第一大省，2021-2024 年高考报名人数分别为 106 万、125 万、131 万和 136 万，稳居各省市之首。2024 年河南本科录取人数约 46.55 万人，本科录取率 34.2%，这意味着河南近三分之二考生无缘大学本科，再加上河南“双一流”大学相对较少，因此河南高考复读生相对较多。毛坦中学视教育质量为核心，协同推进招生与教学管理，形成“优质生源-精准培养-口碑传播”的教育增值闭环，打造优教、优学、优管于一体的优质教育品牌，有望受益河南中高考复读市场的增长。

图21：2022-2024 年毛坦中学计划招生人数（人）


资料来源：毛坦中学官网，民生证券研究院

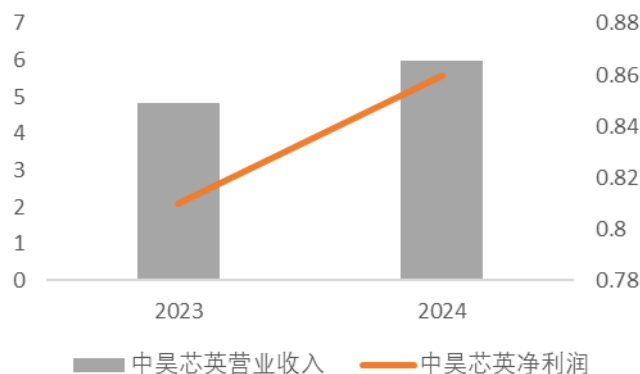
图22：河南高考报名人数（万人）及本科录取率（%）


资料来源：河南省教育厅，民生证券研究院

3.3 战略投资中昊芯英，AI+教育大有可为

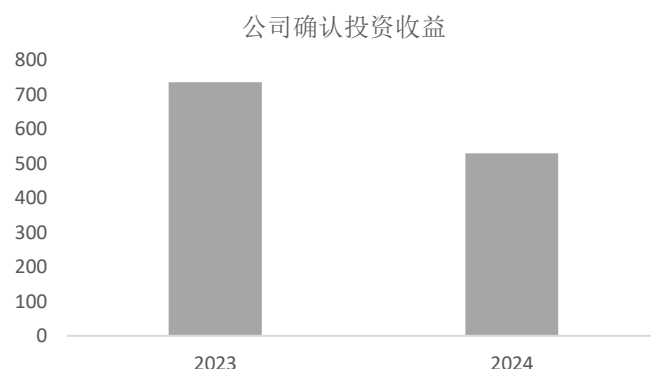
2023 年 4 月公司战略投资中昊芯英，斥资 1.3 亿元，取得 8.3791% 的股权，投后估值约 15.5 亿元。2024 年以来，中昊芯英多次引进战略投资者，投后估值约 36 亿元，截至 2025 年 4 月公司持有的中昊芯英股权降至 5.9933%。中昊芯英是由前谷歌 TPU 芯片核心研发者杨龚轶凡，携一批来自于谷歌、微软、三星、甲骨文等海外科技巨头公司的 AI 软硬件设计专家于 2018 年创立，并于 2020 年公司正式在杭州注册成立。中昊芯英致力于提供推理和训练芯片，推出首款中国自研高性能 TPU 架构 AI 芯片“刹那”，并基于自研 TPU 芯片构建的超算集群“泰则”，集群的系统性性能超越传统 GPU 架构数倍，能耗较传统 GPU 可节省 30%，可支撑超千亿参数 AIGC 大模型计算需求，以及包括高级无人驾驶模型训练、蛋白质结构精密预测在内的各类高强度 AI 运算场景。通过“自研 AI 芯片+超算集群+AIGC 预训练大模型”的三位一体化方案，中昊芯英为全球客户提供具备生产变革能力的 AI 创新技术方案，加速 AI 工程落地与产业化进程。2023-2024 年中昊芯英分别实现营业收入 4.85 亿元和 5.98 亿元，净利润 0.81 亿元和 0.86 亿元。科德教育对外投资带来较好的业绩回报，2023-2024 年公司分别确认投资收益约 736 万元和 530 万元。

图23：2023-2024 年中昊芯英营收及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2023-2024 年科德教育确认投资收益（万元）

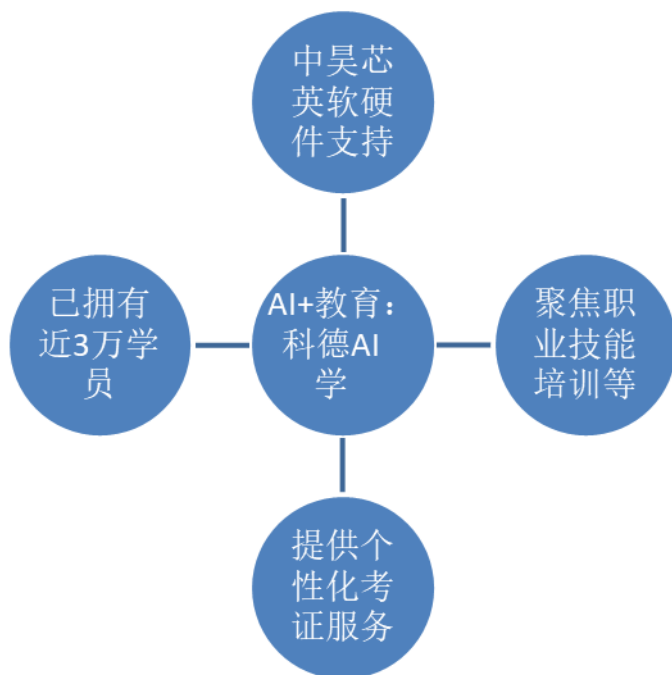


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司参股中昊芯英为公司布局 AI+教育提供了有力条件。中昊芯英自研的超算集群“泰则”、自研 AIGC 预训练大模型和智算中心建设等均能广泛应用于教育行业，通过“芯片+超算集群+大模型”三位一体方案，提供软硬件一体化解决方案，加速 AI+教育项目落地。公司积极探索“AI+教育”应用场景，2024 年推出一款 AI 智能学习软件——科德 AI 学，其采用 DeepSeek、豆包、通义千问等大模型技术，打造智能学习新模式，提供涵盖金融、教师、会计师、安全工程师、消防工程师、注册建造师、心理咨询师等 20+ 热门职业认证以及营养师、茶艺师、收纳整理等生活技能教程。科德 AI 学以技术创新打造职业教育学习新方式，让学习更高效、更智能、更人性化，能够为学员提供优质个性化的培训考证服务。目前，科德 AI 学

软件拥有近 3 万用户，并在不断升级的过程中。展望未来，公司将持续推动 AI 技术在教育产业发展中的创新与实践，结合市场需求，进一步发挥大模型优势，自我训练更加优秀的教师模型，针对每位学生的个性化学习特点灵活教学，切实提升学员的就业竞争力与职业发展潜力。

图25：公司 AI+教育战略布局：科德 AI 学



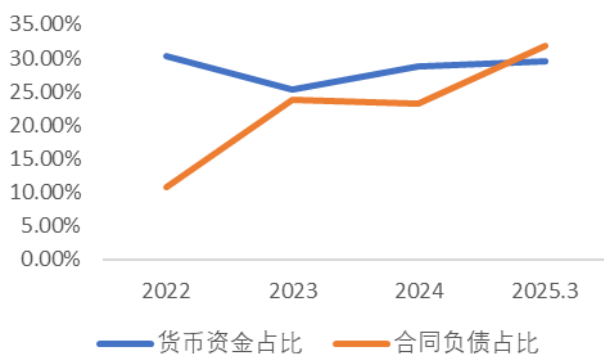
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 财务分析：资产优良负债率低，现金流好成长性佳

4.1 货币资金占比较高，资产负债率相对较低

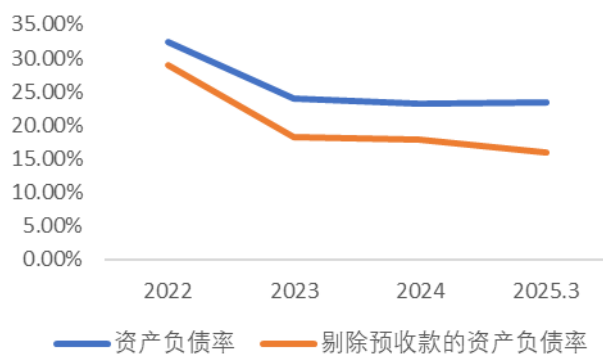
截至 2025 年 3 月末，公司总资产 12.24 亿元，其中货币资金 3.62 亿元，占比 29.61%；应收票据及应收账款 1.78 亿元，占比 14.56%；长期股权投资 1.89 亿元，占比 15.41%；商誉 1.05 亿元，占比 8.58%。公司资产质量整体较高，货币资金占比近 30%；商誉主要是增资中昊芯英所形成的，减值压力相对较小。同时，公司总负债 2.87 亿元，其中应付票据及应付账款 1.04 亿元，占比 36.16%；合同负债 0.91 亿元，占比 31.84%；公司无银行借款，有息负债很少。受 2021 年公司大幅亏损（商誉计提导致）影响，公司未分配利润一度为负值，但随着业绩的释放，未分配利润转正，带动公司净资产增长，截至 2025 年 1 季度末，公司净资产 9.37 亿元。公司资产负债率相对较低，2021-2025 年 1 月公司资产负债率分别为 41.75%、32.36%、24.08%、23.24%和 23.43%，剔除预收款后的资产负债率分别为 33.77%、28.88%、18.32%、17.84%和 15.96%，公司负债率整体较低，并呈现下降趋势，公司偿债能力相对较高。

图26：公司货币资金、合同负债等占比走势图（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图27：2022-2025 年 3 月公司资产负债率走势（%）

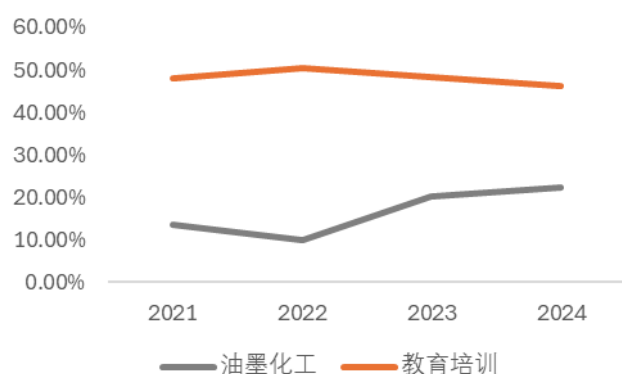


资料来源：WIND，民生证券研究院

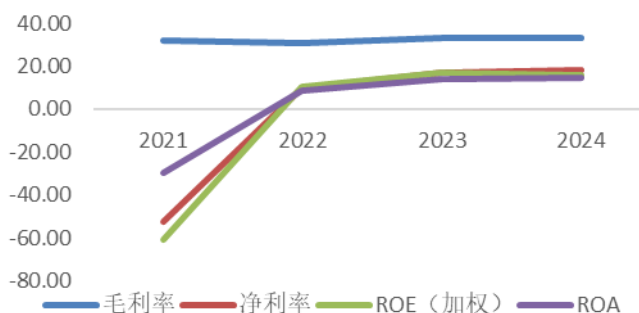
4.2 盈利能力明显增强，投资收益值得期待

受颜料、油品等上游原材料价格下降影响，公司油墨化工业务毛利率快速上升，2021-2024 年公司油墨化工业务毛利率分别为 13.55%、10.00%、20.33%和 22.27%。随着公司中高考复读班及职业教育快速发展，公司教育培训业务毛利率相对稳定，2021-2024 年公司教育培训业务毛利率分别为 48.16%、50.50%、48.25%和 46.28%。公司油墨化工和教育培训两大业务毛利率变化决定了整体毛利率和净利率走势，2021-2024 年公司整体毛利率分别为 32.08%、30.87%、33.26%和 33.37%，净利率分别为-52.58%（商誉减值计提造成大幅下降）、9.84%、17.27%和 18.03%。从 ROE 和 ROA 来看，2021-2024 年公司 ROE（加权）分别为-

60.60%、10.54%、17.14%和 15.96%，ROA（年化）分别为-29.96%、8.82%、14.01%和 14.85%。整体上来看，公司盈利能力显著增强。同时，公司投资收益值得期待。2023-2024 年公司参股的中昊芯英营业收入分别约为 48520 万元和 59796 万元，净利润分别为 8133 万元和 8591 万元，公司按所持股权确认投资收益分别为 736 万元和 515 万元，投资收益增强了公司业绩弹性。

图28：2021-2024 年公司各业务板块毛利率走势（%）


资料来源：Wind，民生证券研究院

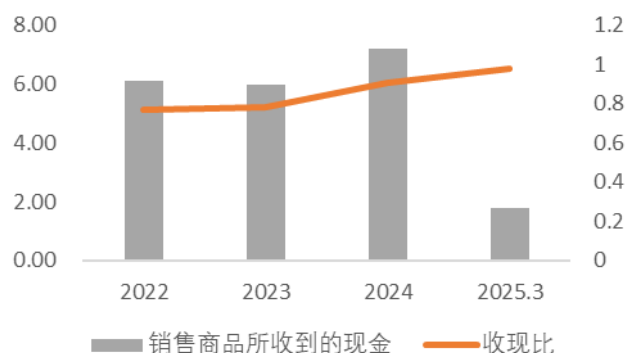
图29：2021-2024 年公司毛利率、ROA 等盈利指标（%）


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 现金流：收现比持续提高，现金流整体良好

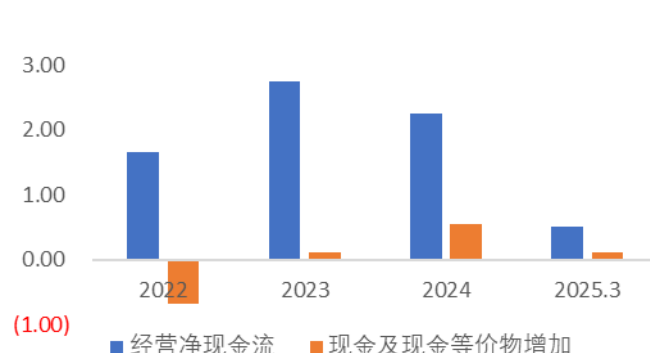
油墨化工行业基本采取以销定产，库存较少，且下游客户与供应商信用账期较为匹配；教育服务行业实行预收款制度，因此公司经营性现金流整体较好。2022-2025 年 3 月公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 6.11 亿元、5.99 亿元、7.22 亿元和 1.78 亿元，收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）分别为 0.77 倍、0.78 倍、0.91 倍和 0.98 倍，收现比持续提高。受收现比提高影响，公司经营性现金流持续流入，2021-2024 年 9 月公司经营性净现金流分别为 1.64 亿元、2.74 亿元、2.26 亿元和 0.51 亿元。公司投资性现金流主要是收购中职院校、营利性高中和对外股权投资所带来的资本支出，因此公司投资性现金流整体呈现流出状态，2022-2025 年 3 月公司投资性净现金流分别为-1.18 亿元、-1.54 亿元、-0.17 亿元和-0.01 亿元。公司筹资性现金流主要受偿还短期借款及分配股利的影响，呈现持续大幅流出。2022-2025 年 3 月公司投资性净现金流分别为-1.17 亿元、-1.08 亿元、-1.54 亿元和-0.40 亿元。作为转型教育上市公司，公司现金流整体控制良好，经营性净现金流大幅流入，现金及现金等价物开始增加。2022-2025 年 3 月公司现金及现金等价物净增加额分别为-0.68 亿元、0.12 亿元、0.54 亿元和 0.10 亿元。

图30：2022 年以来公司收现比走势图（亿元、%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图31：公司经营净现金流及现金净增加情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

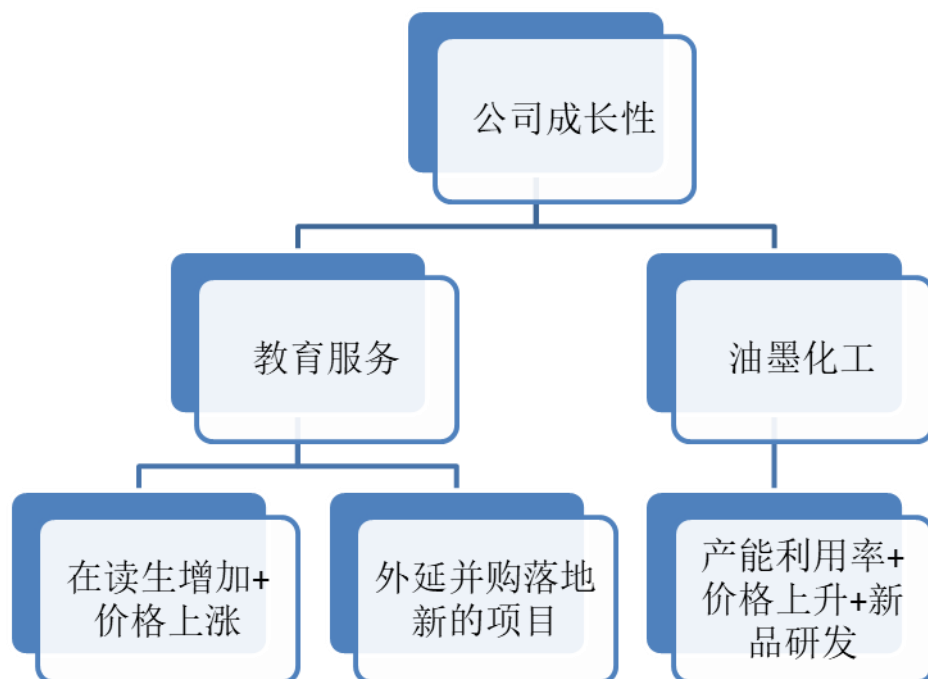
4.4 成长能力：油墨+教育双主业发展，外延并购增加弹性

公司通过外延扩张，实现油墨化工+教育服务双主业发展的态势，公司未来成长性主要取决于油墨化工和教育服务。在油墨化工方面，该业务发展主要取决于：

(1) 产能使用率，公司油墨化工产能为 2 万吨，2024 年产能使用率 84.15%，若未来几年产能使用率能够稳步上升，公司油墨化工业务收入将稳步增长；(2) 油墨化工产品价格上升，2022-2024 年公司油墨化工产品销售价格分别为 2.58 万元/吨、2.64 万元/吨和 2.58 万元/吨，整体保持相对稳定，但若未来价格上涨，将

助力油墨化工业务成长；（3）新产品研发成功，并取得下游客户认可带来销售的增长，公司聚焦绿色环保油墨化工产品，并投入较大资源进行研发，若有新品出现并打开市场，公司将进入新一轮发展阶段。在教育服务方面，该业务发展主要取决于：（1）在读学生的增加。公司教育业务聚焦中高考复读、普通高中和中职三大业务板块，并在普高和中职校内推出复读班及职业高考。凭借龙门教育多年的复读教学、管理经验，且中高考迎来生源红利，预计公司中高考复读班、毛坦中学普通高中和西安培英、天津旅外等在校生有望增长，带动教育业务收入增长；（2）学费的增长；（3）外延并购营利性高中或中职学校，从而增强业绩弹性。整体来看，公司未来发展将内生增长+外延扩张双轮驱动，具有较好的成长性。

图32：公司未来成长性主要的两大驱动因素：油墨化工+教育服务



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与业务拆分

关键假设：

教育培训：受“双减”政策影响及规范发展需要，公司逐步收缩并主动退出 K12 课外培训业务，战略重心转向受政策支持的职业教育、中高考复读和营利性高中等业务。目前，公司主要拥有西安四所中高考复读机构、2 所中职院校和 1 所营利性高中，中高考复读机构和中职院校基本满员，发展较为稳健，营利性高中正处于在校生“爬坡”阶段，有望迎来盈利拐点。在不考虑外延并购的条件下，预计公司教育培训业务整体稳重有升。我们预计 2025-2027 年公司教育培训业务收入分别为 4.11 亿元、4.48 亿元和 4.84 亿元，分别同比增长 11.7%、9.1%和 7.9%。公司教育培训毛利率将随着营利性高中生源增长而上升，但考虑到毛坦中学学费较低，毛利率提高相对缓慢，我们预计 2025-2027 年公司教育培训业务毛利率分别为 46.5%、46.7%和 47.2%。

油墨化工：公司是绿色环保油墨化工龙头企业，研发投入大，产品竞争力较强，市场相对稳定，过去几年产能使用率基本稳定在 80%左右，业务收入维持在 3.8-4.3 亿元之间。油墨化工业务主要受上游原材料价格波动、下游客户需求、油墨产品价格走势等影响，但公司凭借着在绿色环保领域的竞争优势，整体影响不大。我们预计 2025-2027 年油墨化工业务收入分别为 4.44 亿元、4.57 亿元和 4.67 亿元，分别同比增长 4.0%、3.0%和 2.0%，毛利率分别为 21.9%、21.3%和 20.5%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 8.59 亿元、9.10 亿元和 9.56 亿元，分别同比增长 8%、6%和 5%，整体毛利率分别为 33.6%、33.7%和 33.9%。

表3：公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测（单位：百万元、%）

主要财务指标	细分指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	教育培训	409	357	368	411	448	484
	同比增长	-10.8%	-12.7%	3.1%	11.7%	9.1%	7.9%
	油墨化工	385	414	427	444	457	467
	同比增长	-3.3%	7.5%	3.1%	4.0%	3.0%	2.0%
	其他	0	5	3	4	5	5
	合计	795	771	795	859	910	956
毛利率	营业收入增速	-7.3%	-2.9%	3.1%	8.0%	6.0%	5.0%
	整体毛利率	30.9	33.3	33.4	33.6	33.7	33.9
	教育培训毛利率	50.5	48.3	46.4	46.5	46.7	47.2
	油墨化工毛利率	10.0	20.3	22.3	21.9	21.3	20.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司业务较为稳定，期间费用率整体稳定。2023-2024 年公司销售费用率分别为 4.0%和 3.1%，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 3.2%、3.3%和 3.4%。2023-2024 年公司管理费用率分别为 6.2%和 6.2%，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 6.2%、6.3%和 6.3%。2023-2024 年公司研发费用率分别为 2.3%和 2.2%，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 2.2%、2.1%和 2.0%。2023-2024 年公司财务费用率分别为-0.2%和-0.2%，我们预计 2025-2027 年公司财务费用率分别为-0.2%、-0.2%和-0.2%。

表4：公司费用率预测

主要财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
管理费用率	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%
研发费用率	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析：油墨+教育双主业，整体估值相对较好

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入分别为 8.56 亿元、9.10 亿元和 9.56 亿元，8.0%、6.0%和 5.0%；归母净利润分别为 1.59 亿元、1.68 亿元和 1.79 亿元，分别同比增长 9.6%、5.8%和 6.2%；EPS 分别为 0.48 元/股、0.51 元/股和 0.54 元/股。以 5 月 14 日收盘价计算，2025-2027 年公司预测动态 PE 分别为 PE 分别为 32 倍、31 倍和 29 倍，PB 分别为 5.2 倍、4.9 倍和 4.7 倍，PS 分别为 6.0 倍、5.6 倍和 5.4 倍。科德教育以油墨化工和教育培训为双主业，其中教育培训业务主要是中高考复读、营利性高中、中职学校等，A 股对标教育公司主要有昂立教育、凯文教育和学大教育。考虑到以校外培训为主业的教育公司资产轻，以学校运营管理为主业的教育公司资产重，且不同教育公司发展阶段不同，业绩释放程度不同，我们采取 PS 进行估值比较。截至 2025 年 5 月 14 日收盘价数据及民生证券研究院预测，三家可比公司 2025-2027 年预测 PS 均值分别为 3.6 倍、3.0 倍和 2.7 倍。考虑到公司战略投资中昊芯英，并战略布局 AI+教育，且通过外延并购模式实现教育服务增长，公司未来发展弹性较大，营收提速和业绩释放值得期待。

表5：科德教育与教育可比公司估值（PS）对比（以 5 月 14 日收盘价为基准）

证券简称	收盘价（元）	最新市值 （亿元）	预测营业收入（亿元）			预测 PS（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600661.SH	昂立教育	10.2	29.1	16.0	20.8	23.3	1.8	1.4
002659.SZ	凯文教育	4.7	28.1	4.0	4.8	5.5	7.0	5.9
000526.SZ	学大教育	52.9	64.5	32.2	37.2	40.9	2.0	1.7
三家可比公司均值						3.6	3.0	2.7
300192.SZ	科德教育	51.4	8.6	9.1	9.6	6.0	5.6	5.4

资料来源：WIND，民生证券研究院预测

考虑到油墨化工业务收入占比超过 50%，我们再比较下油墨化工上市公司 PS 估值。油墨化工行业可比公司主要有蓝宇股份、松井股份、世名科技等，截至 2025 年 5 月 14 日收盘价数据及 WIND 一致预期，三家可比公司 2025-2027 年预测 PS 均值分别为 5.2 倍、4.1 倍和 2.4 倍。

表6：科德教育与油墨化工可比公司估值（PS）对比（以 5 月 14 日收盘价为基准）

证券简称	收盘价（元）	最新市值 （亿元）	预测营业收入（亿元）			预测 PS（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688157.SH	松井股份	45.3	10.2	13.6	17.4	1.8	1.4	1.3
301585.SZ	蓝宇股份	36.8	5.3	5.9	-	7.0	5.9	5.2
300522.SZ	世名科技	42.6	10.0	15.0	20.1	2.0	1.7	1.6
三家可比公司均值						5.2	4.1	2.4
300192.SZ	科德教育	51.4	8.6	9.1	9.6	6.0	5.6	5.4

资料来源：WIND，民生证券研究院预测，备注：蓝宇股份 2027 年 WIND 一致预期缺失，2027 年可比公司 PS 均值为松井股份和世名科技预测均值

5.3 投资建议：油墨龙头战略转型，首次覆盖“谨慎推荐”

公司是胶印油墨和 UV 油墨行业知名企业，主打绿色环保油墨化工产品，“东昊牌”和“Kingswood”品牌美誉度高，油墨化工业务稳步发展，是公司战略转型的基石。公司将教育培训作为转型方向，并采取外延并购方式积极布局中高考复读班、营利性高中和中职等。公司先后收购了龙门教育、西安英培、天津旅外和毛坦中学，在西安中高考复读市场竞争优势明显，同时中职人才培养和升学通道建设方面成效显著，并有望发力营利性高中，教育服务业务未来发展将迎来内生增长+外延扩张的双轮驱动，教育业务具有较好的成长性。公司积极探索“AI+教育”应用场景，2024 年推出一款 AI 智能学习软件——科德 AI 学，提供涵盖金融、教师、会计师、安全工程师、消防工程师、注册建造师、心理咨询师等热门职业认证技能教程，能够为学员提供优质个性化的培训考证服务，已拥有近 3 万名用户。另外，公司战略投资中昊芯英，致力于提供推理和训练芯片，拥有中国自研高性能 TPU 架构 AI 芯片“刹那”和超算集群“泰则”，能够提供“自研 AI 芯片+超算集群+AIGC 预训练大模型”的三位一体化方案，加速 AI 工程落地与产业化进程。中昊芯英业绩表现良好，通过投资收益增强了公司业绩弹性，未来有望受益于中昊芯英再融资、

资产证券化等资本运作，从而对公司产生积极影响。看好公司未来发展及整合空间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

图33：公司核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 风险提示

1) 价格波动风险：油墨化工是周期性行业，油墨化工业务收入及利润受终端产品价格波动、原材料价格波动等因素影响。最近几年，绿色环保油墨产品价格整体稳定，但原材料——颜料、油品、树脂、化工类、助剂等价格整体向下，公司油墨化工业务毛利率整体上行。一旦产品价格及原材料价格出现较大波动，将影响公司油墨产品的盈利能力。

2) 教培政策调整风险：校外培训行业是强监管行业，尤其是“双减”政策出台对校外培训行业影响很大，直接造成行业供给出清。当前，国家、地方仍在执行“双减”政策，未来仍有可能出台教培行业的规范发展政策，积极关注政策变化对龙门教育中高考复读班、营利性高中的影响。

3) IPO 不及预期风险：公司所投项目中昊芯英 IPO 预期较强，但当前的 IPO 政策收紧，节奏较慢，且十分考验 IPO 企业的科技实力、业务能力和盈利能力等，存在中昊芯英 IPO 不及预期的风险。

4) 商誉减值等风险：公司通过外延并购战略转型，形成了较大的商誉，截至 2025 年 1Q 末，公司商誉余额 1.05 亿元。同时，公司积极寻找优质项目，截至 2025 年 1Q 末，公司长期股权投资余额 1.89 亿元。一旦经营出现问题，公司存在商誉减值计提或长期股权投资减值计提可能，从而对公司业绩产生较大影响。

5) 减持风险：公司实控人持续减持公司股票，龙门教育创始人及核心管理人员持续减持公司股票，截至 2025 年 1Q 末，公司实控人吴贤良持股降至 27.57%，龙门教育创始人马良铭持股降至 8%，西安龙门补习学校校长董兵持股降至 1.83%，预计未来仍有减持的可能性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	795	859	910	956
营业成本	530	570	604	632
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	25	27	30	32
管理费用	49	53	57	60
研发费用	17	19	19	19
EBIT	172	186	197	209
财务费用	-2	-6	-7	-8
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	6	6	6	7
营业利润	180	198	209	223
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	179	197	209	222
所得税	36	39	42	44
净利润	143	157	167	178
归属于母公司净利润	145	159	168	179
EBITDA	242	259	274	293

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	350	378	437	503
应收账款及票据	188	206	218	230
预付款项	2	2	2	2
存货	61	64	68	73
其他流动资产	51	58	64	66
流动资产合计	651	708	789	874
长期股权投资	193	193	193	193
固定资产	137	137	137	137
无形资产	43	43	43	43
非流动资产合计	563	561	556	549
资产合计	1,214	1,270	1,345	1,423
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	101	108	117	126
其他流动负债	165	171	181	191
流动负债合计	266	279	298	317
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	282	295	314	333
股本	329	329	329	329
少数股东权益	-4	-6	-7	-8
股东权益合计	932	975	1,030	1,090
负债和股东权益合计	1,214	1,270	1,345	1,423

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.10	8.00	6.00	5.00
EBIT 增长率	10.94	8.23	5.60	6.06
净利润增长率	4.73	9.64	5.79	6.25
盈利能力 (%)				
毛利率	33.37	33.60	33.70	33.90
净利率	18.24	18.52	18.48	18.70
总资产收益率 ROA	11.95	12.53	12.51	12.56
净资产收益率 ROE	15.49	16.22	16.22	16.27
偿债能力				
流动比率	2.45	2.54	2.64	2.76
速动比率	2.13	2.22	2.33	2.44
现金比率	1.32	1.36	1.46	1.59
资产负债率 (%)	23.24	23.23	23.38	23.41
经营效率				
应收账款周转天数	53.90	52.35	52.34	51.67
存货周转天数	38.46	39.30	39.24	40.00
总资产周转率	0.67	0.69	0.70	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.48	0.51	0.54
每股净资产	2.84	2.98	3.15	3.34
每股经营现金流	0.69	0.63	0.72	0.78
每股股利	0.35	0.34	0.36	0.38
估值分析				
PE	35	32	31	29
PB	5.5	5.2	4.9	4.7
EV/EBITDA	19.77	18.50	17.43	16.33
股息收益率 (%)	2.24	2.17	2.29	2.44

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	143	157	167	178
折旧和摊销	70	72	77	84
营运资金变动	4	-19	-5	-2
经营活动现金流	226	209	236	256
资本开支	-17	-47	-49	-54
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-17	-42	-43	-48
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-154	-138	-135	-142
现金净流量	54	28	58	67

插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件	3
图 2: 截至 2025 年 1Q 末, 公司股权结构示意图	4
图 3: 2021-2024 年公司业务结构 (亿元) 及同比 (%)	5
图 4: 2021-2024 年公司收入 (亿元) 及同比 (%)	5
图 5: “双减”下教培公司的战略选择	6
图 6: “双减”政策对行业的影响及冲击 (家)	6
图 7: 我国出生人口 (万人) 及出生率 (‰)	7
图 8: 我国普通小学、初中和普通高中招生人数 (万人)	7
图 9: 近年来我国高考报名人数 (万人) 及增长率 (%)	8
图 10: 近年来我国高考复读生 (万人) 和增长率 (%)	8
图 11: 西安、天津常住新生人口 (万人) 及增速 (%)	8
图 12: 近年来西安小学生在校人数 (万人) 及增速 (%)	8
图 13: 2020-2024 年西安初中在校生及毕业生 (万人)	9
图 14: 2020-2024 年天津中高考毕业报名人数 (万人)	9
图 15: 政策推动 AI+教育渐成趋势	10
图 16: 绿色环保油墨龙头竞争优势显著	12
图 17: 2023-2024 年公司产销 (万吨) 及利用率 (%)	13
图 18: 2024 年公司主要原材料采购占比 (%)	13
图 19: 公司战略转型收购重要节点性事件	14
图 20: 龙门教育主要架构、教育模式及社会口碑	15
图 21: 2022-2024 年毛坦中学计划招生人数 (人)	16
图 22: 河南高考报名人数 (万人) 及本科录取率 (%)	16
图 23: 2023-2024 年中昊芯英营收及净利润 (亿元)	17
图 24: 2023-2024 年科德教育确认投资收益 (万元)	17
图 25: 公司 AI+教育战略布局: 科德 AI 学	18
图 26: 公司货币资金、合同负债等占比走势图 (%)	19
图 27: 2022-2025 年 3 月公司资产负债率走势 (%)	19
图 28: 2021-2024 年公司各业务板块毛利率走势 (%)	20
图 29: 2021-2024 年公司毛利率、ROA 等盈利指标 (%)	20
图 30: 2022 年以来公司收现比走势图 (亿元、%)	21
图 31: 公司经营净现金流及现金净增加情况 (亿元)	21
图 32: 公司未来成长性主要的两大驱动因素: 油墨化工+教育服务	22
图 33: 公司核心投资观点及主要投资逻辑	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 近年来我国出台的“双减”政策一览表	5
表 2: 公司并购中等职业学校概况	16
表 3: 公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测 (单位: 百万元、%)	23
表 4: 公司费用率预测	24
表 5: 科德教育与教育可比公司估值 (PS) 对比 (以 5 月 14 日收盘价为基准)	25
表 6: 科德教育与油墨化工可比公司估值 (PS) 对比 (以 5 月 14 日收盘价为基准)	25
公司财务报表数据预测汇总	28