世纪天鸿(300654)/文化传媒　　民营教育出版标杆，在线教育与电商是未来看点

评级：暂不评级

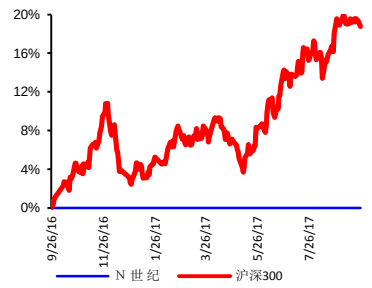
目标价格：暂无

分析师：康雅雯
执业证书编号：S0740515080001
电话：021-20315097
Email：kangyw@r.qlzq.com.cn
分析师：熊亚威
执业证书编号：S0740517090002
电话：
Email：xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	93.35
流通股本(百万股)	23.35
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	384.88	379.64	386.43	425.33	468.46
增长率 yoy%	16.19%	-1.36%	1.79%	10.07%	10.14%
净利润	33.94	31.32	33.16	38.04	42.91
增长率 yoy%	60.91%	-7.71%	5.87%	14.74%	12.78%
每股收益（元）	0.48	0.45	0.47	0.54	0.61
每股现金流量	0.23	0.92	0.35	0.60	0.66
净资产收益率	15.71%	12.60%	11.77%	11.90%	11.83%
P/E					
PEG					
P/B					
备注：					

投资要点

- **民营教育出版标杆，成功登陆创业板。**世纪天鸿是山东省重点文化企业，民营教育出版第一股。深耕教辅领域十多年，成功打造“志鸿优化”品牌，覆盖国内中小学全部学科，每年策划、发行图书 7000 余种。

- **教辅行业相对景气，未来仍有增长空间。**教辅在图书市场有着重要的地位，2016 年全国新华系统及出版社自发单位共发行教辅读物 20.36 亿册、金额 238.27 亿元，占总体比例分别为 30.35%和 29.95%。根据开卷信息数据，教辅市场从 2012 年开始呈现加速增长趋势，2016 年增速达 13.05%，远高于图书市场整体增速，我们认为有几方面原因：
  - （1）适龄儿童数量增加，需求提升，二胎政策将在未来进一步带来人口红利；
  - （2）消费升级，80、90 后家长重视在孩子教育方面的投入；
  - （3）电商渠道减少流通环节且经常组织促销活动，价格优惠，激发购书欲望。

- **教辅图书贡献公司绝大部分收入，在线教育未来潜力巨大。**目前公司教辅图书业务占比达 98%左右，是公司业务的绝对支柱，但在线教育占比已呈现加速增长态势，同时在线教育毛利率也快速增长，后续有望成为公司新增长点。

- **图书发行未来有望迎量价齐升，电商有望带动销售新增长。**近几年图书发行近年增长动力主要来源于单价提升，从 2014 年以来公司教辅整体销量缓慢下滑，但是图书单价上涨了 33.44%。随着二胎政策实施，学生数量回暖，以及公司上市后竞争实力进一步加强，公司业务有望迎来量价齐升。公司从 2016 年开始开展相关业务，未来有望带动销售实现新的增长。

- **夯实传统主业，积极向教育信息化转型升级。**世纪天鸿本次向社会公开发行股票 2335 万股，占发行后总股本的 25.01%，募集资金总额 1.80 亿元，净额 1.45 亿元。募投资金用于主营业务相关的项目。一部分是围绕教辅图书，用于内容策划与图书发行以及营销网络建设；一部分围绕在线教育，用于信息化系统及教育云平台的建设。

- **盈利预测：**我们预测世纪天鸿 2017-2019 年实现收入分别为 3.86 亿元、4.25 亿元、4.68 亿元，同比增长 1.79%、10.07%、10.14%；实现归母净利润 3316 万元、3804 万元、4291 万元，同比增长 5.87%、14.74%、12.78%；对应 2017-2019 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.47 元、0.54 元、0.61 元。暂不评级。

- **风险提示：**行业不景气；政策风险；转型升级不达预期；市场风险偏好下行。

内容目录

民营教育出版标杆登陆创业板 - 4 -
发展历程：教辅领域耕耘数十载，成功登陆创业板 - 4 -
股权结构：实际控制人为任志鸿 - 4 -
财务分析：营收相对稳健，利润增长承压 - 5 -
教辅行业相对景气，未来仍有增长空间 - 6 -
业务情况：在线教育与电商成未来看点 - 7 -
专注 K12 教育领域，产品覆盖中小学全部学科 - 7 -
教辅图书贡献绝大部分收入，在线教育未来潜力巨大 - 8 -
图书发行未来有望迎量价齐升，电商有望带动销售新增长 - 9 -
夯实传统主业，积极向教育信息化转型升级 - 11 -
盈利假设与预测 - 14 -
风险提示 - 14 -

图表目录

图表 1：世纪天鸿发展历程 - 4 -
图表 2：世纪天鸿上市前股权结构图 - 4 -
图表 3：世纪天鸿营收及增速情况 - 5 -
图表 4：世纪天鸿归母净利及增速情况 - 5 -
图表 5：世纪天鸿利润率情况 - 5 -
图表 6：世纪天鸿三费费率情况 - 5 -
图表 7：世纪天鸿经营现金流状况 - 6 -
图表 8：图书市场整体营收规模 - 6 -
图表 9：教辅市场增长情况 - 6 -
图表 10：全国居民人均可支配收入情况 - 7 -
图表 11：中小学在校人数 - 7 -
图表 12：世纪天鸿的主要产品 - 8 -
图表 13：教辅图书业务情况 - 9 -
图表 14：在线教育业务情况 - 9 -
图表 15：教辅图书与在线教育业务毛利率情况 - 9 -
图表 16：图书发行收入及毛利率情况 - 10 -
图表 17：策划服务收入及毛利率情况 - 10 -
图表 18：图书发行销量及均价 - 10 -
图表 19：上目录产品收入及毛利率 - 11 -

图表 20：非上目录产品收入及毛利率 ..... - 11 -
图表 21：图书发行不同销售模式收入结构图（单位：万元） ..... - 11 -
图表 22：世纪天鸿募投项目情况 ..... - 12 -
图表 23：公司内容策划及图书发行项目具体规划 ..... - 12 -
图表 24：营销网络建设规划 ..... - 13 -
图表 25：教育云产品功能示意 ..... - 13 -
图表 26：公司分项目收入预测（百万元） ..... - 14 -
图表 27：可比公司估值比较 ..... - 14 -
图表 28：世纪天鸿财务报表预测 ..... - 16 -

民营教育出版标杆登陆创业板

发展历程：教辅领域耕耘数十载，成功登陆创业板

- **世纪天鸿是山东省重点文化企业，也是民营教育出版的标杆企业。**公司主要从事文教图书以及教育信息化产品的策划、研发、发行，每年策划、发行图书 7000 余种，成功塑造了“志鸿优化”这一文教图书品牌，其立体化服务网络涵盖 30 个省市自治区拥有 150 余家二级代理机构和 1500 余家三级代理机构。

图表 1：世纪天鸿发展历程

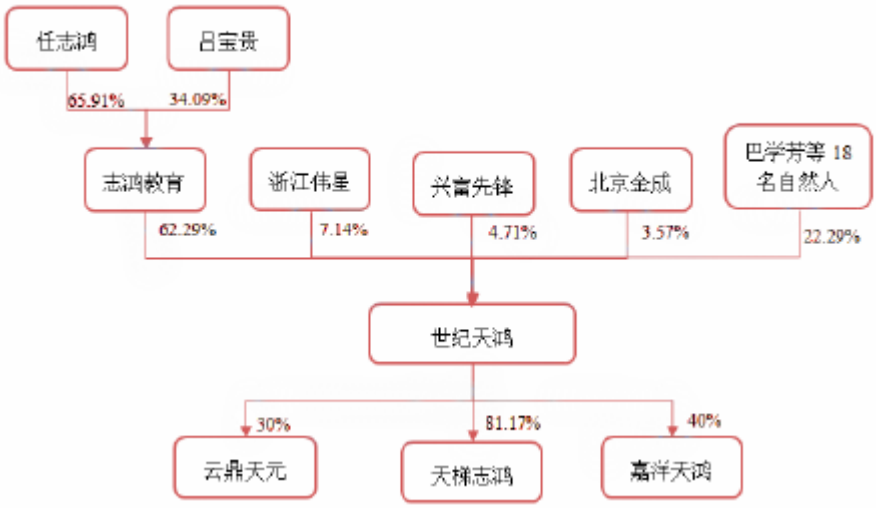
时间	大事件
2004 年 4 月	公司前身天鸿书业注册成立
2009 年 8 月	吸收合并淄博中鸿
2011 年 10 月	收购控股子公司天梯志鸿股权
2013 年 1 月	向控股股东转让子公司华鸿物流股权，同时购买华鸿物流部分土地使用权和仓储房屋
2013 年 12 月	整体变更设立为股份公司
2015 年 8 月	挂牌新三板
2017 年 9 月	转板成功，登陆创业板

来源：公司公告，中泰证券研究所

股权结构：实际控制人为任志鸿

- **公司控股股东为志宏教育，实际控制人为任志鸿。**任志鸿先生担任公司董事长、总经理、总编辑，在公司生产经营决策中发挥决定性作用。其他重要股东中，吕宝贵是其母亲，任伦是其儿子，任志成是其弟弟。

图表 2：世纪天鸿上市前股权结构图

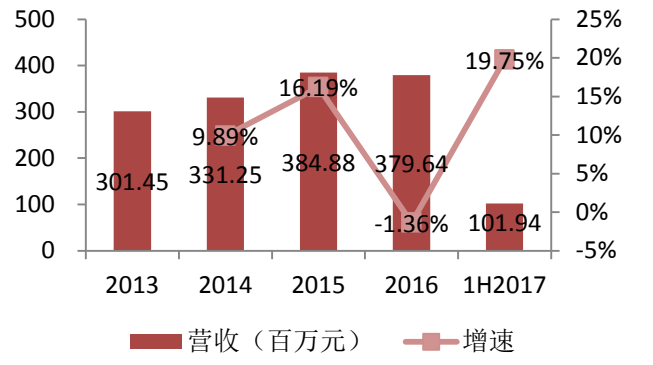


来源：公司公告，中泰证券研究所

财务分析：营收相对稳健，利润增长承压

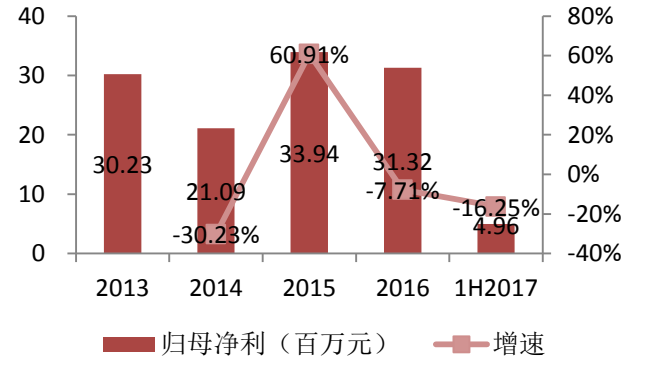
■ **营收稳健增长，利润承压。**公司近三年营收整体保持了较为稳健的增长，但利润增长并没有呈现出同步的趋势，而是面临较大的压力。

图表 3：世纪天鸿营收及增速情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

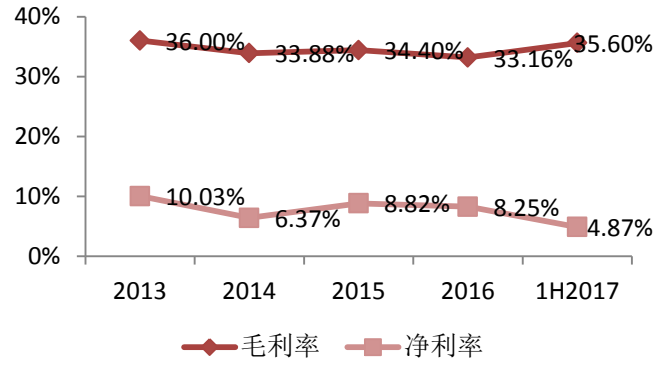
图表 4：世纪天鸿归母净利及增速情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

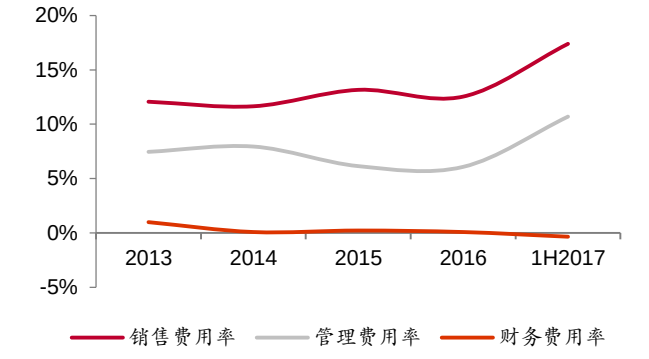
■ **毛利率相对稳定，净利率面临下滑压力，销售及管理费用率呈现上升趋势。**公司净利率承压主要由于销售及管理费用上升造成，市场竞争日趋激烈，为保持市场份额，公司加大投入。后续随着公司上市融资，实力得到进一步加强，前期的投入可能转化为竞争优势。

图表 5：世纪天鸿利润率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

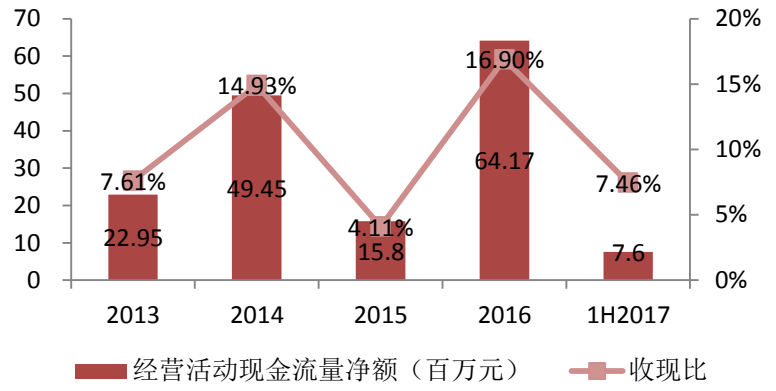
图表 6：世纪天鸿三费费率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **经营现金流整体向好。**公司不断加强经营与管理效率，经营现金流整体向好，由于公司业务大多存在 3-6 个月的回款周期，因此 2017 年大部分经营现金流会在下半年体现。

图表 7：世纪天鸿经营现金流状况

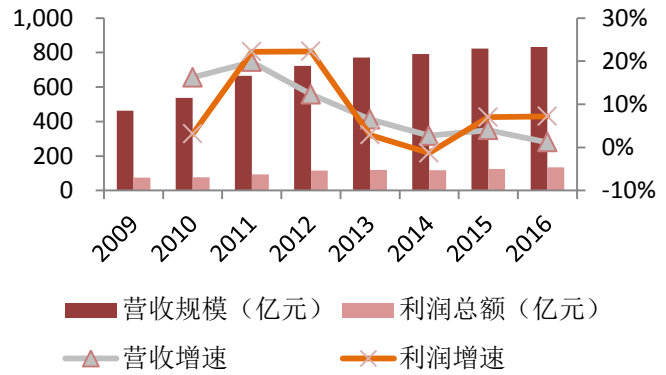


来源：公司公告，中泰证券研究所

教辅行业相对景气，未来仍有增长空间

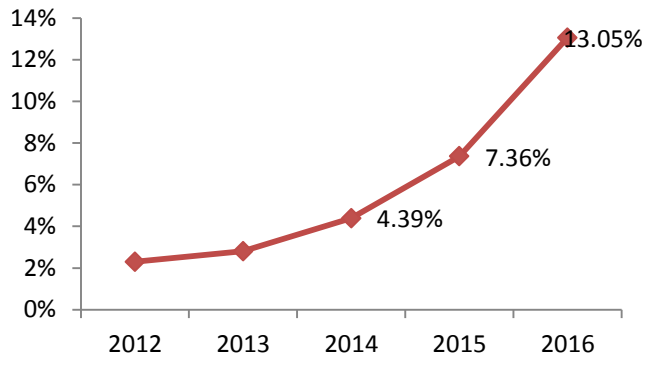
- **教育图书占比高，有着重要的市场地位。**我国图书整体市场增长放缓，但教育类图书市场呈现相对较高的景气度。2016 年全国新华系统、出版社自办发行单位各类图书的零售数量为 67.09 亿册，零售金额为 795.56 亿元，其中文化、教育类图书 54.26 亿册，零售金额 581.74 亿元，教辅读物 20.36 亿册、238.27 亿元，占总体比例分别为 30.35%和 29.95%。考虑未纳入的民营等销售渠道，我们判断教辅的市场规模至少在 300 亿以上。
- **可支配收入与学生数量稳步增长，教育文娱支出占比仍有较大提升空间。**我国 2016 年人均教育文化娱乐支出较 2015 年增幅为 11.14%，但占总消费支出的比例仅 11.2%，与发达国家及地区相比仍有较大提升空间。同时随着二胎政策的实施，学生数将稳步增长，教辅市场仍有较大增长潜力。

图表 8：图书市场整体营收规模



来源：中国新闻出版广电报，中泰证券研究所

图表 9：教辅市场增长情况



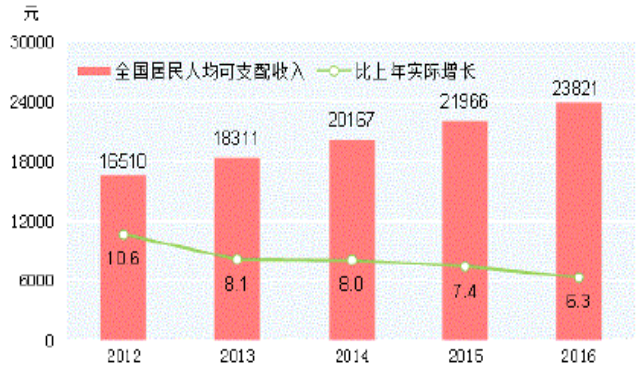
来源：开卷信息，中泰证券研究所

- **教辅市场相对景气，未来仍有增长潜力。**教辅市场从 2012 年开始，呈现出了加速增长的趋势。我们认为有几方面原因：
  - （1）适龄儿童数量增加，需求提升，二胎政策将在未来进一步带来人口

红利；

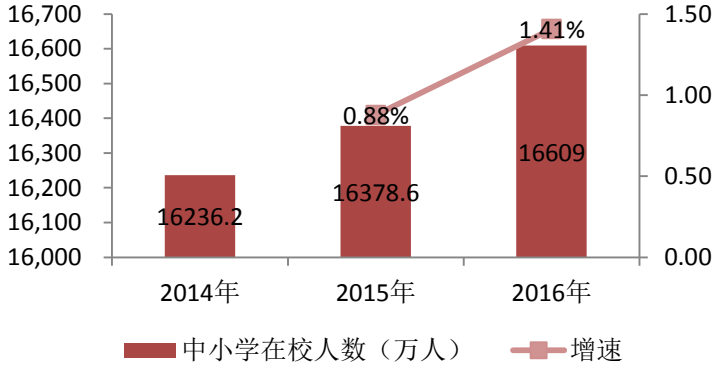
- （2）消费升级，80、90 后家长重视在孩子教育方面的投入；
- （3）电商渠道为提升市占率，促销活动次数及力度有较大提升，激发购书欲望。

图表 10：全国居民人均可支配收入情况



来源：2016 年国民经济和社会发展统计公报，中泰证券研究所

图表 11：中小学在校人数



来源：国民经济和社会发展统计公报，中泰证券研究所

业务情况：在线教育与电商成未来看点

专注 K12 教育领域，产品覆盖中小学全部学科

- **公司专注于 K12 基础教育领域，产品和服务用于中小学学习与考试辅导。**经过 10 多年的努力，公司已打造出以一志鸿优化为核心品牌的系列助学读物，包括《优化设计》、《优化训练》、《十年高考》、《教材快线》、《智慧背囊》和《时文选粹》等品牌图书，公司每年策划出版图书 3,000 余种，产品种类齐全、覆盖了我国中小学全部学科及主要教材版本。截至 2016 年末，公司上目录教辅图书已进入 26 个省份的推荐目录，受益显著。

图表 12：世纪天鸿的主要产品

序号	分类产品	学科	品种数量	用途
1	优化设计系列	全学科	高中总复习优化设计 98 本	高考非同步类教辅书
			初中总复习优化设计 34 本	中考非同步类教辅书
			高中同步测控优化设计 459 本	小学、初中、高中同步类教辅书
			初中同步测控优化设计 234 本	
			小学同步测控优化设计 200 本	
2	学考优化设计系列	全学科	高中同步学考优化设计 201 本	高中、初中、小学同步类教辅书
			初中同步学考优化设计 85 本	
			小学同步学考优化设计 100 本	
3	优化训练系列	全学科	高中 154 本	高中同步类教辅书
4	语文阅读系列	语文	时文选粹 11 本	阅读类图书
			智慧背囊 11 本	
			晨读晚练 6 本、一起作文 10 本	
5	优秀教案系列	全学科	高中 41 本	初高中教学工具书
			初中 41 本	
6	十年高考系列	全学科	十年高考分类解析与应试策略 10 本	高考非同步类教辅书
			高考高手 10 本	
			中考高手 9 本	中考非同步类教辅书
			高考密码猜题卷 12 本	高考非同步类教辅书
			高考密码押题卷 6 本	
			高分 28 本	
			酷咖英语 15 本	
			高考对对练 10 本	
7	教材快线系列	全学科	高中 156 本	初中、高中同步类教辅书
			初中 182 本	
		语英数理化地	初高中衔接教材 6 本	
		语文	中学生字帖 9 本	
		英语		
8	假期作业系列	全学科	高中 65 本	作业类教辅书
			初中 46 本	
			小学 29 本	
9	教材系列	心理	中小学心理健康教育 26 本	教材

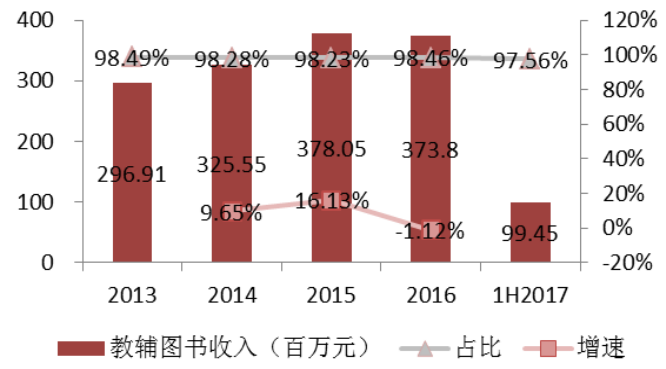
来源：公司公告，中泰证券研究所

教辅图书贡献绝大部分收入，在线教育未来潜力巨大

- **公司业务主要分线上线下两部分，目前线下产品仍占绝大部分，但线上产品占比呈现上升趋势。**公司线下产品主要是以教辅图书为主的中小学助学读物，线上产品是在公司教辅图书等助学读物内容策划基础上开发的数字化产品和相关教学和学习软件。教辅图书业务占比达 98%左右，

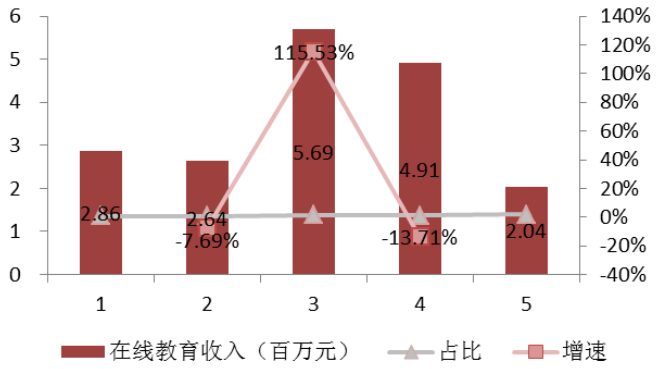
是公司业务的绝对支柱。

图表 13：教辅图书业务情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

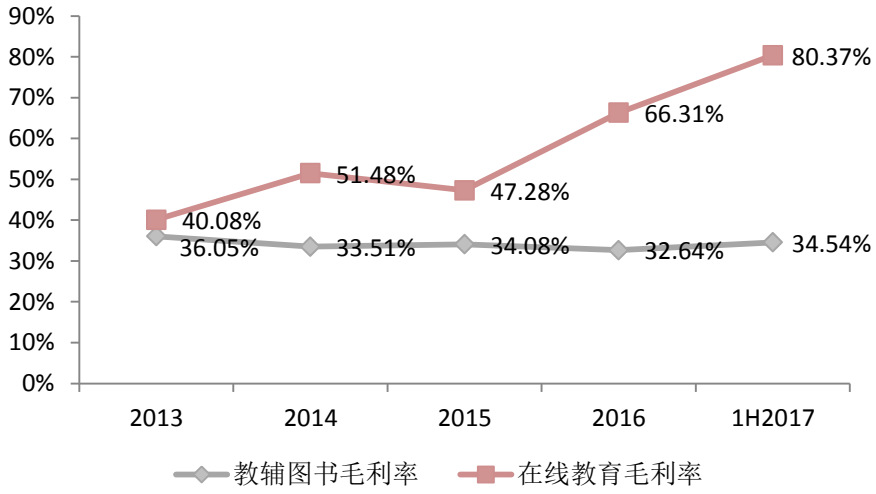
图表 14：在线教育业务情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **教辅图书毛利率相对平稳，在线教育毛利率快速增长，后续有望成为公司新增长点。**公司在 K12 教育内容领域有丰富的积累，为在线教育的发展奠定了坚实的基础，同时由于互联网具有边际成本低的特性，未来在线教育有望快速发展同时保持较高的毛利率。

图表 15：教辅图书与在线教育业务毛利率情况

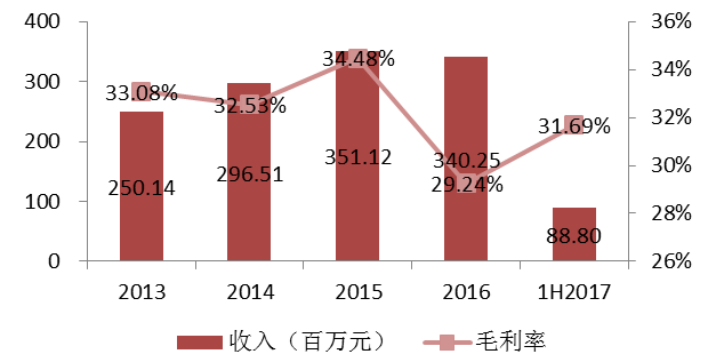


来源：公司公告，中泰证券研究所

图书发行未来有望迎量价齐升，电商有望带动销售新增长

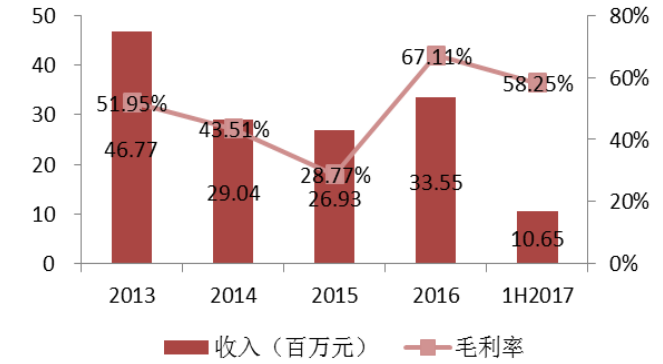
- **策划服务维持较高毛利率水平。**教辅图书业务可细分为图书发行与策划服务。这两块是公司在做教辅全产业链运营时不同的环节。

图表 16：图书发行收入及毛利率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：策划服务收入及毛利率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **图书发行近年增长动力主要来源于单价提升，未来有望迎来量价齐升。**从 2014 年以来公司教辅整体销量缓慢下滑，但是图书单价上涨了 33.44%。随着二胎政策实施，学生数量回暖，以及公司上市后竞争实力进一步加强，公司有望迎来量价齐升。

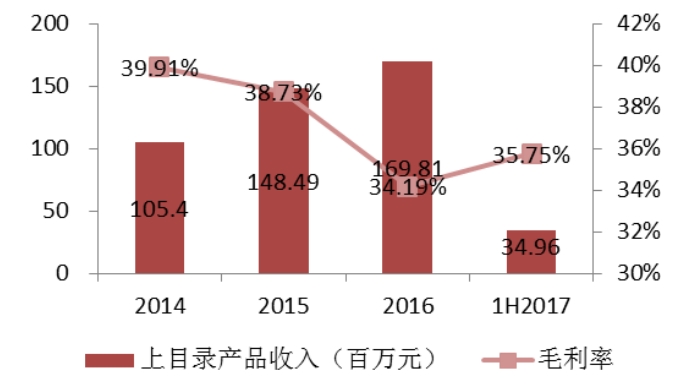
图表 18：图书发行销量及均价

图书发行	2014	2015	2016	1H2017
销量（万本）	4587.88	4519.79	4419.31	1029.92
平均价格（元/本）	6.46	7.77	8.62	8.62

来源：公司公告，中泰证券研究所

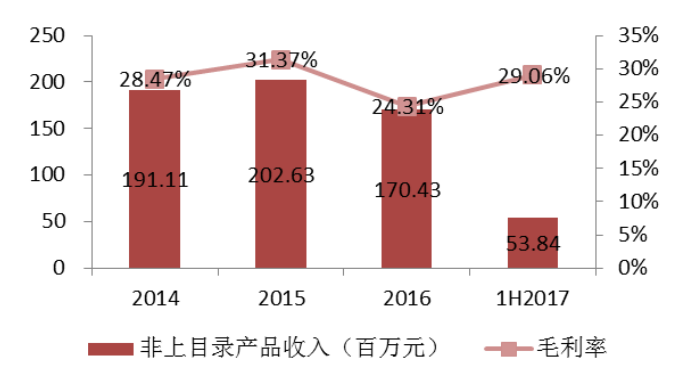
- **上目录产品占据图书发行业务半壁江山。**“教辅新政”实施后，公司产品划分为上目录产品与非上目录产品。上目录产品主要有各地新华书店经销，目前合作近 50 家新华书店，近三年通过新华书店实现收入占图书发行业务收入比例保持在 45-55%之间。
  - 上目录产品不存在激烈的市场竞争，更多随市场需求同向变化，因此近三年保持稳步增长，但同时新华书店议价能力也较强，毛利率也出现下滑。
  - 非上目录产品收入与毛利率均呈现波动态势，市场竞争激烈，公司上市后获得资本支持，将具备更强的市场竞争力，此块业务有望改善。

图表 19：上目录产品收入及毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

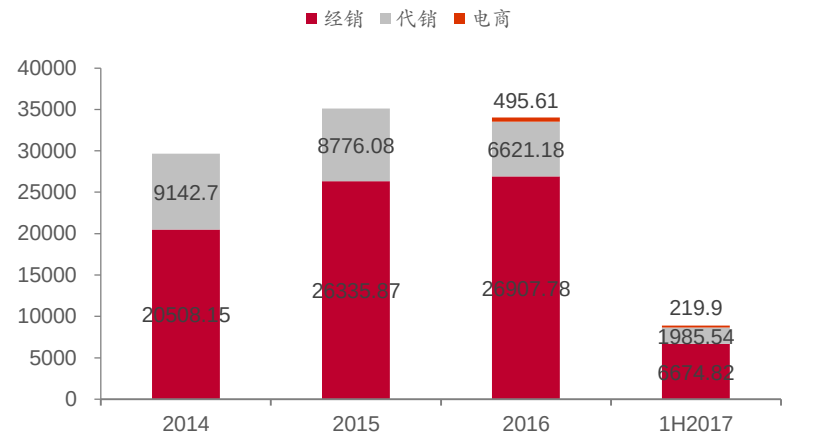
图表 20：非上目录产品收入及毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **电商有望带动图书销售新增长。**图书发行有经销、代销、电商三种销售模式。目前经销占到图书销售七成以上，代销两成左右，电商起步较晚，2016 年才开展相关业务，2017 年上半年占比达 2.5%，未来这一比例有望快速增长。

图表 21：图书发行不同销售模式收入结构图（单位：万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

夯实传统主业，积极向教育信息化转型升级

- 世纪天鸿本次向社会公开发行股票 2335 万股，占发行后总股本的 25.01%，募集资金总额 1.80 亿元，净额 1.45 亿元。募投资金用于主营业务相关的项目。一部分是围绕教辅图书，用于内容策划与图书发行以及营销网络建设；一部分围绕在线教育，用于信息化系统及教育云平台的建设。

图表 22：世纪天鸿募投项目情况

序号	项目名称	计划总投资金额（万元）	拟使用募集资金投入金额（万元）
1	内容策划与图书发行	7,962.85	7,350.92
2	营销网络建设	2,501.00	1,500.00
3	信息化系统建设	2,053.00	500.00
4	教育云平台	7,928.00	5,154.93
总计		20,444.85	14,505.85

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **内容策划及图书发行项目：**公司以建立强大的内容策划能力为核心，主要在高考、幼儿、学生用工具书和心理健康四个方向发力，计划共发行图书 247 个新品，致力打造精品书籍。

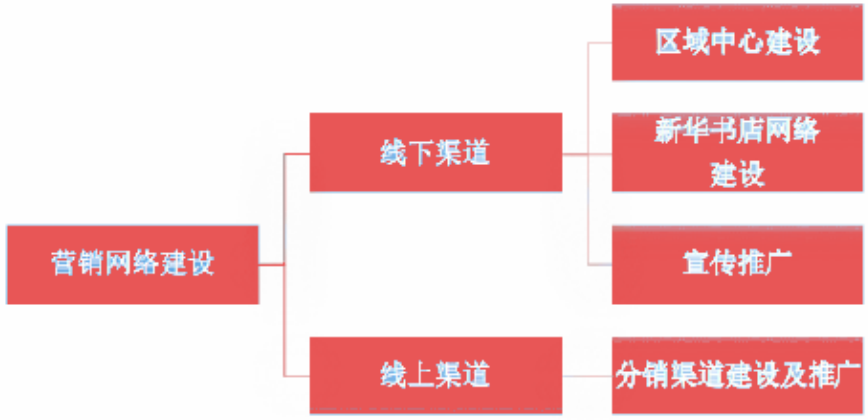
图表 23：公司内容策划及图书发行项目具体规划

方向	类型	图书系列	出版种类（种）
高考专项书籍	新高考语文类	语文基础知识系列	4
		语文阅读系列	5
		语文写作系列	6
	新高考数学类	数学基础知识系列	2
		数学经典题型类	7
	新高考英语类	英语基础知识系列	5
		英语经典题型系列	10
	新高考理化类	理化类	6
	小计	8 类	45
幼儿书籍	少儿文学类	国外经典故事绘本系列	22
		中国传统文化绘本系列	22
		新编故事绘本系列	36
	科普百科类	故事中的科学系列	24
		科学小游戏系列	16
	小计	5 类	120
学生用工具书	小学类	小学生必备工具书	11
	初中类	初中生必备工具书	17
	高中类	高中生必备工具书	18
	小计	3 类	46
心理健康教育书籍	学校教材类	心理健康教育教材系列	22
	家庭教育类	建立健康关系和教养方式系列	5
	成人普及类	社会化和培养健全人格系列	9
	小计	3 类	36
合计	-	-	247

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **营销网络建设项目：**项目周期 2 年，建成后将有效提升公司公司知名度和影响力，打造多渠道品牌营销生态圈，开拓新业务市场。

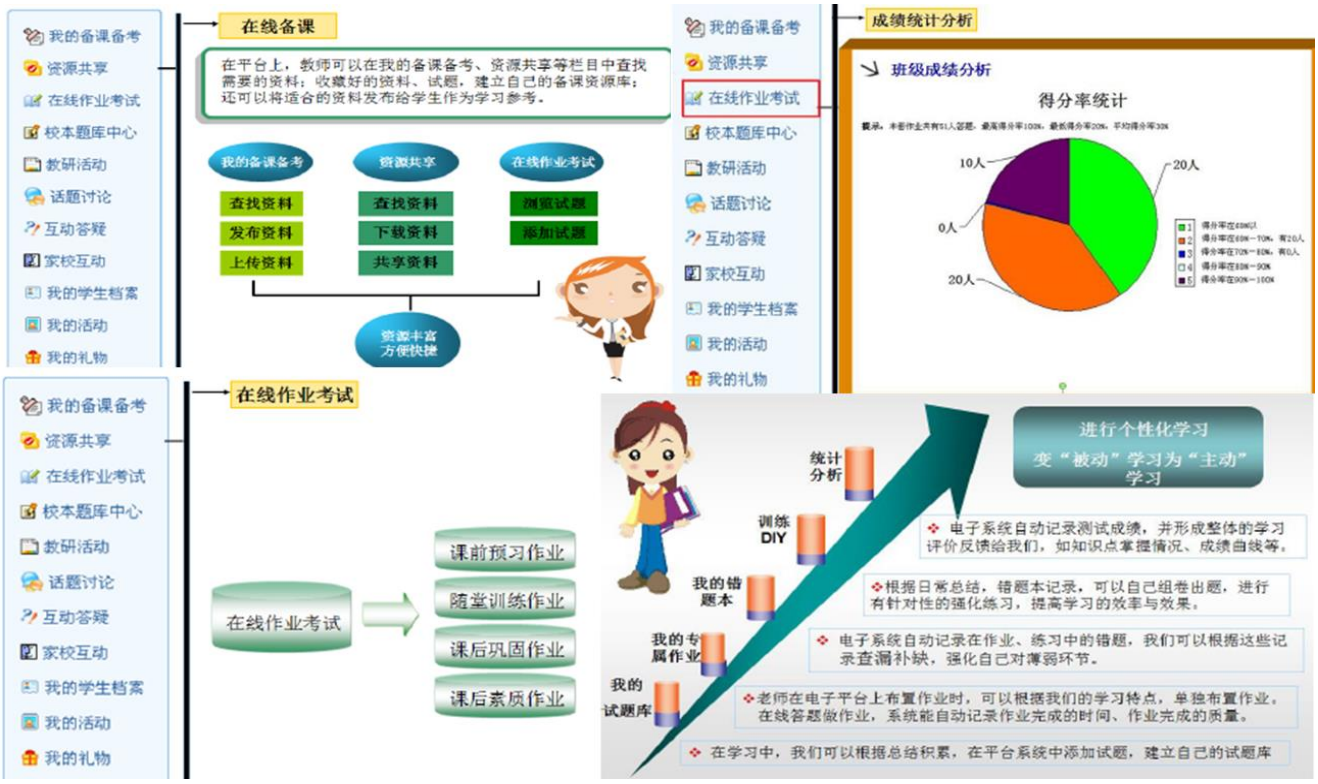
图表 24：营销网络建设规划



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **信息化系统项目：**公司将通过信息化的手段，提升对供、销、人、财、物及供应链整合等方面的运营效率和效益，计划引入及完善财务系统、OA 办公系统、编务系统、物流系统、人力资源管理系统（HER）、客户关系管理系统（CRM）、大数据平台等信息化模块。
- **教育云平台项目：**公司将以数字资源库为核心，教育云平台为基础，集成面向学校、教师、学生和家长的应用程序，为用户提供管理、教学、资讯、学习等全方位的服务，满足用户多方位、个性化的需求。有助于进一步提升公司教育服务体系的广度和深度，增强公司教育服务的能力和品牌知名度，确保公司在未来激烈的行业竞争中能持续快速发展。

图表 25：教育云产品功能示意



来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 根据公司现有业务及行业发展，我们给出以下核心假设：
  - 出版行业稳定发展，不发生重大变化；
  - 各业务经营状况保持现有态势，不发生重大变化；
  - 相关行业不发生重大政策变化；
- 我们预测世纪天鸿2017-2019年实现收入分别为3.86亿元、4.25亿元、4.68亿元，同比增长1.79%、10.07%、10.14%；实现归母净利润3316万元、3804万元、4291万元，同比增长5.87%、14.74%、12.78%；对应2017-2019年发行摊薄后EPS分别为0.47元、0.54元、0.61元。

图表26：公司分项目收入预测（百万元）

项目	2016	2017E	2018E	2019E
教辅图书				
营收	373.80	381.28	419.40	461.34
增速	-1.1%	2.0%	10.0%	10.0%
在线教育				
营收	4.91	5.16	5.93	7.11
增速	-13.7%	5.0%	15.0%	20.0%

来源：中泰证券研究所

图表27：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本（亿）	总市值（亿）	收盘价（元）	EPS			PE		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601098	中南传媒	17.96	273.35	15.22	0.98	1.09	1.20	15.51	14.01	12.65
600373	中文传媒	13.78	309.21	22.44	0.89	1.15	1.40	25.10	19.44	16.08
601801	皖新传媒	19.89	243.48	12.24	0.40	0.66	0.71	30.50	18.56	17.27
601928	凤凰传媒	25.45	234.89	9.23	0.47	0.51	0.54	19.79	18.16	16.97
603096	新经典	1.35	84.59	62.82	1.52	1.66	2.16	41.33	37.92	29.13
300148	天舟文化	8.45	99.87	11.82	0.27	0.47	0.58	43.98	25.37	20.39
600229	城市传媒	7.02	65.58	9.34	0.37	0.45	0.52	25.55	20.54	18.13
平均PE								28.82	22.00	18.66

来源：wind，中泰证券研究所

- 世纪天鸿作为民营教育出版界的标杆，在教辅图书领域拥有品牌、内容、人才、资源等多方面的优势，虽然近两年增长遇到瓶颈，但随着行业回暖，公司获得资本支持，未来在在线教育、电商等领域布局值得期待，建议关注。

风险提示

- **出版行业不景气。**出版行业可能受到新媒体等多因素冲击，导致行业整体低迷。
- **政策风险。**教辅政策未来存在变动可能，若公司图书不再进入目录，会对业务造成较大影响。
- **公司经营风险。**公司上市后利用募投资金扩展业务，带来相关的管理问题、人才不足等问题。

- **转型升级不达预期**。公司的发展会根据具体的情况进行调整，存在不确定性。
- **市场风险偏好下行风险。**A 股市场风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 28：世纪天鸿财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**331**	**385**	**380**	**386**	**425**	**468**
增长率	9.89%	16.2%	-1.4%	1.8%	10.1%	10.1%
营业成本	-219	-252	-254	-257	-283	-311
%销售收入	66.1%	65.6%	66.8%	66.5%	66.5%	66.4%
毛利	112	132	126	129	143	157
%销售收入	33.9%	34.4%	33.2%	33.5%	33.5%	33.6%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-2	-3
%销售收入	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-39	-51	-48	-52	-55	-61
%销售收入	11.6%	13.2%	12.5%	13.5%	13.0%	13.0%
管理费用	-26	-24	-23	-27	-30	-33
%销售收入	7.9%	6.2%	6.1%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润（EBIT）	47	58	53	48	55	61
%销售收入	14.2%	15.0%	14.0%	12.4%	13.0%	13.0%
财务费用	0	-1	0	1	2	2
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-9	-15	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-6	-7	-7
投资收益	0	1	-1	1	1	1
%税前利润	0.0%	1.2%	—	1.1%	1.2%	1.2%
营业利润	38	43	43	44	50	57
营业利润率	11.5%	11.1%	11.3%	11.4%	11.9%	12.2%
营业外收支	-7	3	-1	1	1	1
税前利润	**31**	**46**	**42**	**45**	**51**	**58**
利润率	9.4%	11.9%	11.1%	11.6%	12.1%	12.3%
所得税	-10	-12	-11	-11	-13	-15
所得税率	32.3%	26.2%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	21	34	31	33	38	43
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**21**	**34**	**31**	**33**	**38**	**43**
净利率	6.4%	8.8%	8.2%	8.6%	8.9%	9.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	21	34	31	33	38	43
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	19	14	3	3	3
非经营收益	0	-1	2	5	6	5
营运资金变动	15	-36	17	-17	-5	-5
经营活动现金净流	**49**	**16**	**64**	**25**	**42**	**46**
资本开支	9	3	6	-2	-1	-1
投资	-2	-30	-2	0	0	0
其他	-67	67	-15	-6	-6	-6
投资活动现金净流	**-77**	**35**	**-23**	**-3**	**-6**	**-5**
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	0	20	-30	0	0	0
其他	-11	-22	5	0	0	0
筹资活动现金净流	**-11**	**-2**	**-24**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**-39**	**49**	**17**	**22**	**37**	**41**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	35	81	93	115	151	192
应收款项	133	168	179	173	191	210
存货	80	65	51	56	62	68
其他流动资产	68	1	17	17	17	17
流动资产	316	315	339	361	421	487
%总资产	78.1%	72.5%	73.1%	75.0%	78.2%	81.0%
长期投资	6	6	7	7	7	7
固定资产	46	46	44	39	36	33
%总资产	11.4%	10.5%	9.4%	8.1%	6.7%	5.5%
无形资产	29	28	34	34	34	34
非流动资产	89	119	125	120	117	114
%总资产	21.9%	27.5%	26.9%	25.0%	21.8%	19.0%
资产总计	**405**	**434**	**465**	**481**	**538**	**602**
短期借款	10	30	0	0	0	0
应付款项	164	163	191	174	191	210
其他流动负债	42	13	11	12	13	15
流动负债	217	206	202	186	204	225
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	12	13	13	13	13
负债	**223**	**218**	**216**	**199**	**217**	**238**
普通股股东权益	182	216	249	282	320	363
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	**405**	**434**	**465**	**481**	**538**	**602**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.301	0.485	0.447	0.474	0.543	0.613
每股净资产(元)	2.601	3.086	3.550	4.024	4.567	5.180
每股经营现金净流(元)	0.706	0.226	0.917	0.352	0.600	0.662
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.58%	15.71%	12.60%	11.77%	11.90%	11.83%
总资产收益率	5.20%	7.82%	6.74%	6.89%	7.07%	7.13%
投入资本收益率	21.10%	26.83%	26.66%	22.25%	25.24%	27.53%
增长率						
营业总收入增长率	9.89%	16.19%	-1.36%	1.79%	10.07%	10.14%
EBIT增长率	-1.10%	22.86%	-7.89%	-9.74%	14.69%	10.53%
净利润增长率	-30.23%	60.91%	-7.71%	5.87%	14.74%	12.78%
总资产增长率	19.72%	7.12%	7.03%	3.60%	11.77%	11.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	141.0	139.5	163.5	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	116.4	104.7	83.4	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	157.6	168.1	192.4	190.0	190.0	190.0
固定资产周转天数	50.8	43.1	42.3	39.0	32.2	26.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.55%	-23.52%	-37.43%	-40.65%	-47.17%	-52.83%
EBIT利息保障倍数	150.2	65.0	156.4	-34.4	-32.0	-26.9
资产负债率	55.08%	50.24%	46.39%	41.34%	40.41%	39.55%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。