

文化长城(300089.SZ)

教育行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 13.46元
 目标价格(人民币): 17.10-17.10元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 267.58 |
| 总市值(百万元) | 5,852.41 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.85/13.46 |
| 沪深300指数 | 3921.00 |



相关报告

1.《重组并购翡翠教育，职业教育生态圈渐成》，2017.9.25

吴劲草 联系人
 wujc@gjq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weil1@gjq.com.cn

文化长城: 翡翠教育披露详细经营数据, 增强过会信心

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|----------|---------|---------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.083 | 0.315 | 0.208 | 0.494 | 0.616 |
| 每股净资产(元) | 5.33 | 4.04 | 6.29 | 6.77 | 7.38 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.33 | 0.33 | 0.16 | 0.31 | 0.70 |
| 市盈率(倍) | 478.57 | 58.51 | 64.71 | 27.25 | 21.85 |
| 行业优化市盈率(倍) | 23.82 | 23.82 | 23.82 | 23.82 | 23.82 |
| 净利润增长率(%) | 47.46% | 1004.09% | -33.86% | 196.41% | 24.55% |
| 净资产收益率(%) | 1.55% | 7.78% | 2.65% | 7.31% | 8.34% |
| 总股本(百万股) | 150.00 | 434.80 | 434.80 | 542.32 | 542.32 |

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

经营分析

- 培训业务将迎来旺季, 教育信息化业务在手订充足, 翡翠教育 2017 年大概率实现营收预测。翡翠教育披露的 2017 年 1-8 月实现营收金额为 24396.66 万元(未经审计), 其中职业教育培训业务实现营收 1.74 亿元, 同比增长 55%, 实现净利润 0.49 亿元; 教育信息化业务实现营收 0.7 亿元, 实现净利润 167.16 万元。翡翠拓展 B2B2C 业务, 业绩承诺实现具有合理性, 2017 年大概率实现营收预测。
- 职业培训紧随市场发展, 优质师资保障就业水平。细化职业教育培训业务, 业务线条明确清晰。翡翠教育的主要校区均分布在经济较发达、IT 行业发展迅猛、对人才需求旺盛的地区, 精准化的地区人群定位及高效率的拓展学校网络共同形成翡翠教育的学生基础, 带动整体营收水平的上涨。
- 大力拓展企业资源, 全方位提高学生就业率。翡翠教育为学员打造了就业推荐的一条龙服务, 包括①拓展企业资源; ②教授就业技巧; ③组织就业活动; ④跟进就业情况。这四步环环相扣且专业的就业推荐服务帮助学生找到理想的工作, 也为翡翠教育带来更多的生源。
- 学科结构设置合理, 学科单价稳步提升。翡翠教育的课程专业内容主要包括: 移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六个部分, 2017 年各个学科的学费单价在 2 万元左右, 较 2015 年有小幅上涨。

投资建议

- 翡翠教育披露详细数据, 增强过会信心。本次文化长城披露翡翠教育详细运营数据, 增强过会信心, 若顺利收购翡翠教育, 文化长城在职教领域的布局将更加完整, 或进一步增强其长期盈利的能力。预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.208 元、0.494 元、0.616 元, 对应 PE 为 65x, 27x, 22x, 维持增持评级, 目标价 17.1 元。

风险提示: 交易尚未完成

1. 培训业务将迎来旺季，教育信息化业务在手订充足，翡翠教育 2017 年大概率实现营收预测

1.1 2017 年 1-8 月翡翠教育实现营收 2.44 亿元，大概率完成 5.2 亿元的营收预测

- 根据此前的重组报告书显示，翡翠教育 2017 年的营收预测为 52093.89 万元，此次回复证监会的反馈意见中，翡翠教育披露的 2017 年 1-8 月实现营收金额为 24396.66 万元（未经审计），其中职业教育培训业务实现营收 1.74 亿元，同比增长 55%，实现净利润 0.49 亿元；教育信息化业务实现营收 0.7 亿元，实现净利润 167.16 万元。受教育培训业务的行业周期性影响，从 6 月起，职业培训业务将进入旺季，2017 年 1-4 月的收入水平相对较低，自 6 月起有望迎来收入的快速增长。

1.2 教育信息化在手订单充足，业务发展趋势良好

- 昊育信息 2017 年 1-8 月实现营收 0.7 亿元，净利润 167.16 万元（未经审计），作为教育信息化服务提供商，昊育信息主要客户是中小学、各院校等教育机构。教育信息化的集成服务具有显著的季节性特点，受教育主管部门招投标的流程及学校的招生、考试周期性影响，教育信息化业务实现收款主要集中在年末阶段。以 2016 年为例，2016 年 1-9 月昊育信息的营业收入为 2812 万元，2016 年 10-12 月营业收入为 9782 万元，占全年的营业收入比重达 77.6%。
- 昊育信息当前的在手订单充足，为实现营收目标打下基础。截至 2017 年 9 月末，昊育信息已签订的合同金额共计 1.5 亿元，其中预计有 1.15 亿元的收入预计在 2017 年 9-12 月实现。目前昊育信息正在积极拓展业务模式，加大业务覆盖面，参与多个项目的招标与实施工作，有望进一步提升公司的业绩水平。综合昊育信息 2017 年 1-8 月的实现营收、9-12 月在手订单情况及业务拓展的良好态势，预计大概率能够完成目标营收。翡翠教育持有昊育信息 51% 的股权，有望提高公司整体的盈利能力。

1.3 翡翠拓展 B2B2C 业务，业绩承诺实现具有合理性

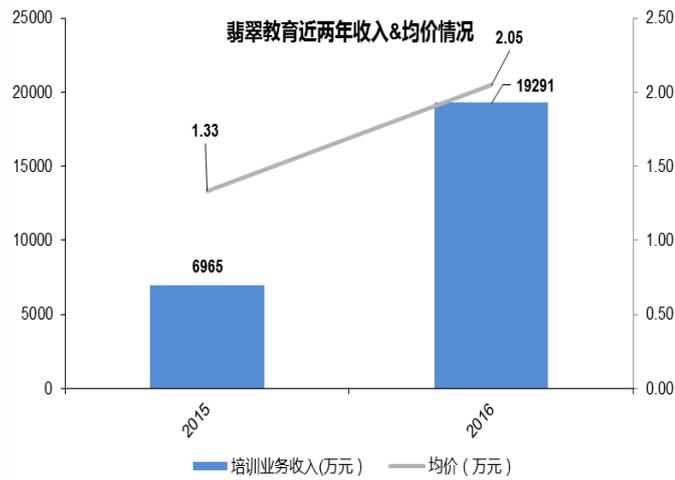
- 翡翠教育积极拓展 B2B2C 业务，借助昊育信息的平台发展学校资源，有望未来实现和优质学校的客户群体资源共享。2017 年翡翠教育承诺的净利润为 9000 万元，受当前职业教育行业、教育信息化发展的政策红利及细分子行业的 IT 行业的高速发展因素促进，及当前翡翠教育的新拓展业务模式带动，翡翠教育有望大概率实现 9000 万元的净利润承诺。

2. 职业培训紧随市场发展，优质师资保障就业水平

2.1 细化职业教育培训业务，业务线条明确清晰

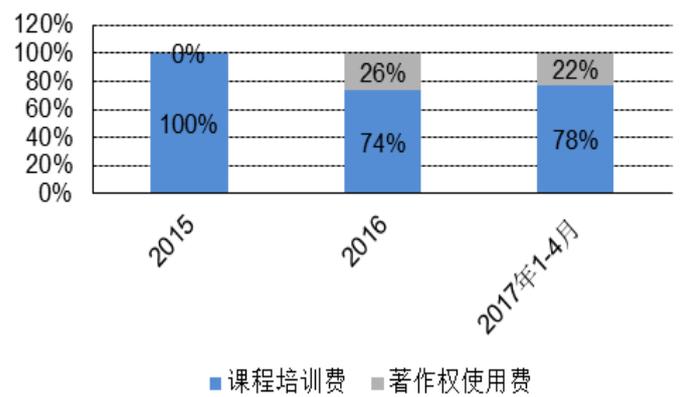
- 翡翠教育按照业务类型划分，主营收入可以分为职业培训与信息化服务两部分。2016 年翡翠教育的职业培训业务收入占总营收的 66.35%，是翡翠教育的重要支柱业务。翡翠教育的职业培训的收入近几年增长迅速，2015 至 2017 年 1-4 月分别为 0.7 亿元、1.93 亿元和 0.54 亿元，占主营业务收入的比例分别为 95.4%、66.35% 和 68.28%。2016 年职业培训的营收达到了 1.93 亿元，同比增长高达 176.96%。
- 翡翠教育自 2016 年起将职业教育培训细化为两部分：①为学员提供面授培训服务，通过各个校区和学生签订《培训协议》收取课程培训费；②为学员提供自研课程产品（例如课件、任务书、视频教程等），由完美空间根据学生报读的课程与学生签订《著作权使用许可合同》，收取著作权使用费。2016 年课程培训费占翡翠教育职业培训收入的 74%，2017 年 1-4 月占比 22%，实现了 4214 万元的收入。著作权使用费虽然占职业培训的收入比例相对较低，但是收入确认较课程培训费更及时，且授权开始后不予退款，一方面有助于公司尽早确认收入；另一方面增加了公司的盈利渠道，提高公司的盈利水平。

图表 1: 翡翠教育近年培训业务收入&均价情况 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 翡翠教育近年培训业务分类占比 (%)

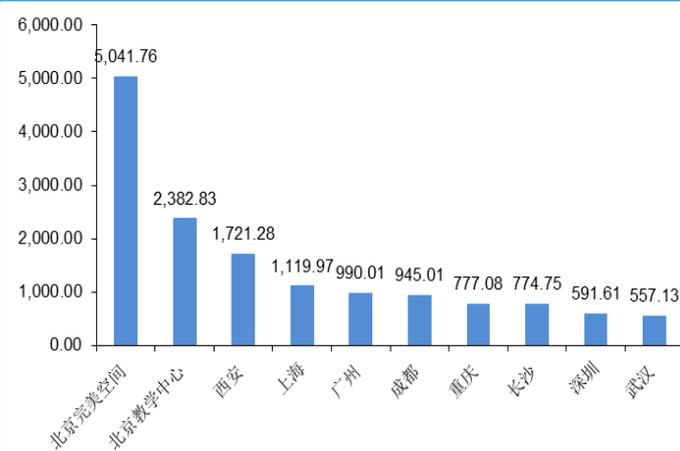


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 全国性连锁版图持续扩张, 版图覆盖全国约 30 城市

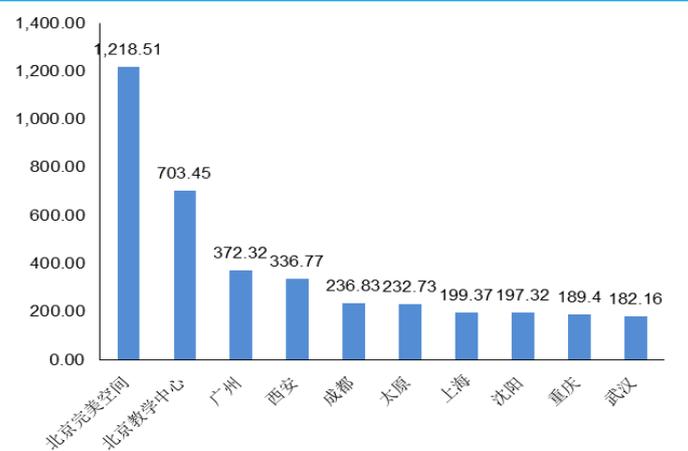
- 2017 年 1-4 月, 翡翠教育在 29 个城市设立的教学中心均已带来营业收入, 另有北京完美空间实现营业收入 1218 万元, 职业培训业务在此期间内合计实现营收 5432 万元。2016 年, 翡翠教育的 29 个地区教学中心合计实现培训业务收入 1.93 亿元, 较 2015 年的 0.7 亿元同比增长显著, 主要源自于 2016 年新增的 17 个教学中心实现了 0.32 亿元的营业收入, 为翡翠教育的稳定营收增长奠定坚实基础。翡翠教育近年来积极扩张全国各地的务版图。
- 2016 年、2017 年 1-4 月前十大校区贡献营收占翡翠教育培训业务营收的比例分别为 77%, 71%, 主要地区包括北京 (含完美空间)、西安、上海、成都、深圳、广州、重庆、长沙、武汉、沈阳。受职业教育的学科性质和未来工作领域专业化的因素影响, 翡翠教育的主要校区均分布在经济较发达、IT 行业发展迅猛、对人才需求旺盛的地区, 精准化的地区人群定位及高效率的拓展学校网络共同形成翡翠教育的学生基础, 带动整体营收水平的上涨。

图表 3: 2016 年前十大收入校区分布地 (金额: 万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 2017 年 1-4 月前十大收入校区分布地 (金额: 万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 师生配比合理, “项目制”线下面授提升实操能力。2015 年翡翠教育的教师为 90 人, 2016 年翡翠教育的教师为 253 人, 同比增长 181%; 教师数

量的绝对增长一方面受校区扩张带动，另一方面系翡翠教育的业务规模在口碑、行业市场环境等因素的带动下稳步上升。**2015年翡翠教育的师生比约为1:58、2016年翡翠教育的师生比约为1:38**，师生配比合理，为学生提供了更多的教师资源。除了教师数量上的绝对增长外，优质教师的质量也逐年提升，2015年翡翠教育的教师中，本科及研究生的学历占比95.6%；2016年占比97.7%；2017年1-4月占比98.8%，一直保持在95%以上的水平且逐年提升。教师资源作为培训类机构的核心竞争力之一，直接决定和影响了学生的课堂体验及就业水平。除了各地区教学中心的教师外，翡翠教育的全资子公司北京完美空间是翡翠教育的教研职能团队，负责翡翠教育课程的研发。团队的成员数量为30人左右并保持稳定，作为总部的教研团队，团队成员均有较为丰富的教学经验，能够担任多个学科的任教，有力的支持各校区的教学发展。

2.3 翡翠教育快速扩张，全国性连锁覆盖29城市

- **翡翠教育快速扩张，全国性连锁覆盖29城市。**翡翠教育近年来扩张速度较快，2015年翡翠教育网点覆盖城市为12个，至2016年覆盖城市达29个，全国性连锁进一步加速扩张，目前翡翠教育已为全国IT培训企业中覆盖最广的企业之一，在异地连锁扩张方面，翡翠教育具有较强的管理经验和体系。

图表5：翡翠教育城市分布情况

| | 覆盖城市数量 | 产生营收的城市列表（加粗为新增城市） |
|------|--------|---|
| 2015 | 12 | 北京、深圳、西安、成都、广州、重庆、武汉、沈阳、长沙、郑州、合肥、上海 |
| 2016 | 29 | 北京、深圳、西安、成都、广州、重庆、武汉、沈阳、长沙、郑州、合肥、上海、 南昌、常州、大连、福州、贵阳、杭州、济南、柳州、南京、南宁、宁波、青岛、石家庄、天津、苏州、太原、无锡 |
| 2017 | 29 | 北京、深圳、西安、成都、广州、重庆、武汉、沈阳、长沙、郑州、合肥、上海、南昌、常州、大连、福州、贵阳、杭州、济南、柳州、南京、南宁、宁波、青岛、石家庄、天津、苏州、太原、无锡 |

来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 大力拓展企业资源，全方位提高学生就业率

- 2015年/2016年/2017年1-4月期间，翡翠教育的学员人数分别为，5224人/9411人/3018人，其中学员的年龄主要分布在20-30岁之间，20-25岁的学员占比约为77%，25-30岁的学员占比约为16%。学员的学历主要分布于高中及以下、大专和本科，其中以大专学历的学员占主要部分（占比为47%），本科学历的学员占比约为40%。

图表6：学员年龄情况

| 年龄 | 2017年1-4月 | | 2016年 | | 2015年 | |
|--------|-----------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | 人数 | 占比 | 人数 | 占比 | 人数 | 占比 |
| 20岁以下 | 137 | 4.54% | 609 | 6.47% | 621 | 11.89% |
| 20-25岁 | 2,342 | 77.60% | 7,251 | 77.05% | 3,334 | 63.82% |
| 25-30岁 | 520 | 17.23% | 1,467 | 15.59% | 1,132 | 21.67% |
| 30岁以上 | 19 | 0.63% | 84 | 0.89% | 137 | 2.62% |
| 合计 | 3,018 | 100.00% | 9,411 | 100.00% | 5,224 | 100.00% |

图表7：学员学历情况

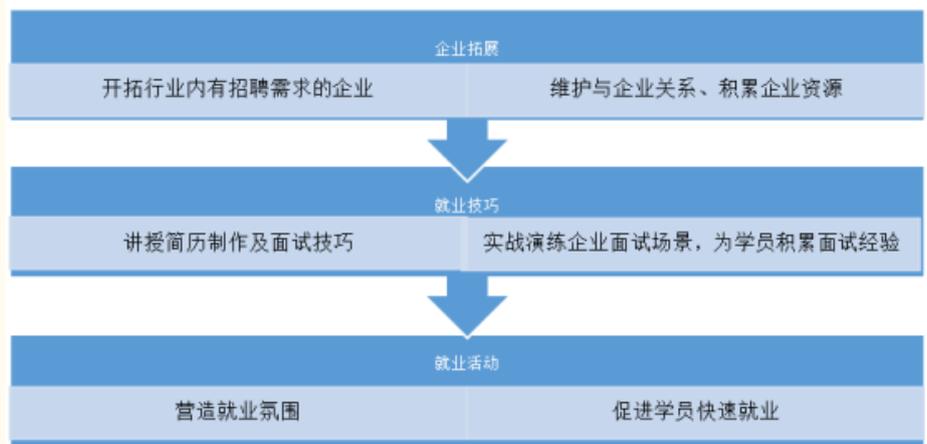
| 学历 | 2017年1-4月 | | 2016年 | | 2015年 | |
|-------|-----------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | 人数 | 占比 | 人数 | 占比 | 人数 | 占比 |
| 高中及以下 | 383 | 12.69% | 1,014 | 10.77% | 783 | 14.99% |
| 大专 | 1,512 | 50.10% | 4,430 | 47.07% | 2,256 | 43.19% |
| 本科 | 1,118 | 37.04% | 3,952 | 41.99% | 2,175 | 41.63% |
| 研究生 | 5 | 0.17% | 15 | 0.16% | 10 | 0.19% |
| 合计 | 3,018 | 100.00% | 9,411 | 100.00% | 5,224 | 100.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **就业推荐一条龙服务**：翡翠教育为学员打造了就业推荐的一条龙服务，包括①拓展企业资源；②教授就业技巧；③组织就业活动；④跟进就业情况。首先拓展学生就业的方向，积累大量的企业资源、招聘渠道资源等为学员提供最全面的就业机会；其次，翡翠教育利用其多年 IT 职业培训、求职面试的经验，系统的、全面的为学员讲授就业技巧，从简历撰写到面试礼仪等，避免学员犯下不不要的错误，提高学员就业通过率；另外，翡翠教育有效地利用已有的资源，包括已经毕业的学员及其社会资源，为现有的学员提供更多的交流机会；最后，翡翠教育系统的整理学员的就业情况，并对就业学生进行持续辅导和跟踪，帮助学员渡过刚进入公司可能产生的焦虑期，提高学生的工作质量。这四步环环相扣且专业的就业推荐服务帮助学生找到理想的工作，也为翡翠教育带来更多的生源。

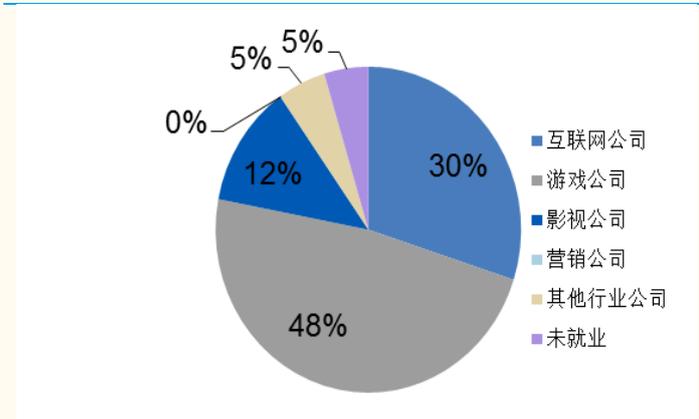
图表 8：翡翠教育就业推荐服务流程



来源：公司公告，国金证券研究所

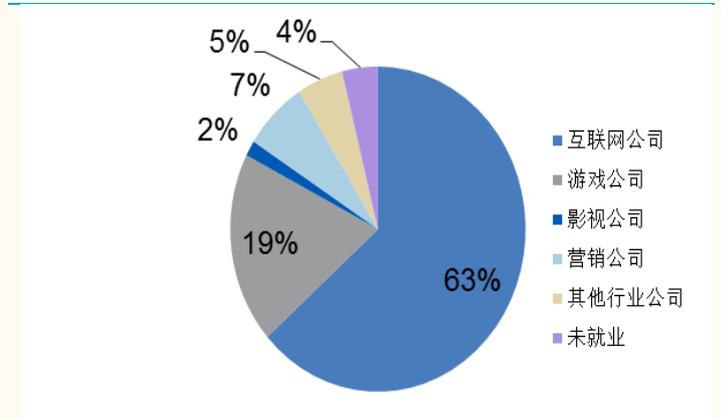
- **翡翠教育的学员就业率高，紧跟市场发展前景调整课程结构**。翡翠教育学员 2015 年至 2017 年 1-4 月的就业率分别为 95.33%、96.09%、94.10%，学生的主要去向为互联网公司、营销公司、影视公司、游戏公司等。2015 年至 2017 年 1-4 月学员的毕业去向中，有 78.01%、82.51%和 77.80%的学员选择了互联网公司、游戏公司，其中互联网公司的占比稳步上升、游戏公司的占比逐年下跌，这主要是因为公司及时的根据市场、行业的发展动态调整课程结构。近年来公司在安卓系统等方面加大授课力度，学生毕业后加入互联网公司的比重显著上升；为更好的适应游戏类产业的发展趋势，公司适当的调整了部分非热门游戏专业结构，重点发展游戏场景模式类等热门专业，因此学院毕业后加入游戏类公司的比重逐年下跌。

图表 9：2015 年学员毕业去向



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2016 年学员毕业去向



来源：公司公告，国金证券研究所

2.5 学科结构设置合理，学科单价稳步提升

- 翡翠教育的课程专业内容主要包括：移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六个部分，2017 年各个学科的学费单价在 2.2 万元左右，较 2015 年有小幅上涨。其中，程序开发类课程的单价最高，最新单价已达 2.65 万元。

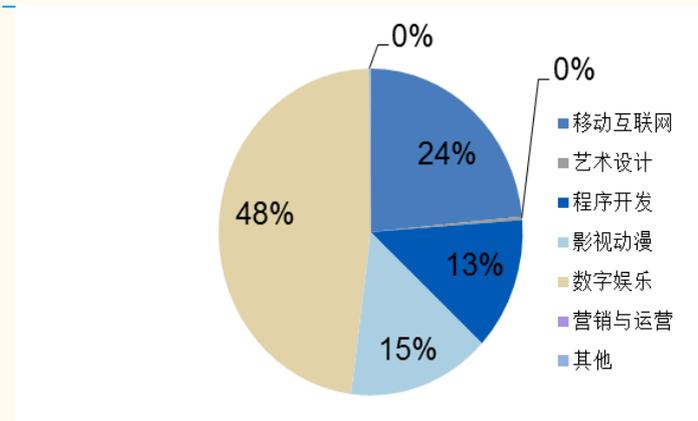
图表 11：翡翠教育课程学费一览（万元）

| 课程单价 | 2017 年 1-4 月 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------|--------------|--------|--------|
| 移动互联网 | 2.04 | 2.00 | 1.55 |
| 艺术设计 | 2.14 | 2.06 | 1.84 |
| 程序开发 | 2.65 | 2.28 | 2.11 |
| 影视动漫 | 2.12 | 2.00 | 1.93 |
| 数字娱乐 | 2.25 | 2.03 | 1.96 |
| 营销与运营 | 2.08 | 1.89 | - |

来源：公司公告，国金证券研究所

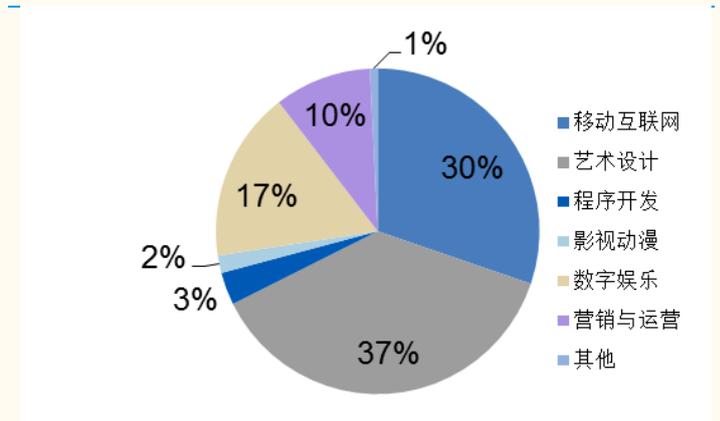
- 翡翠教育自 2015 年起学科培训总人数稳中有升，2015 年合计 5224 人，2016 年合计 9411 人，同比增长 80%，增幅显著。分学科来看，2015 年 48% 的学生学习数字娱乐课程；2016 年，37% 的学生学习艺术设计课程，30% 的学生学习移动互联网课程；2017 年学习艺术设计的学员比例达到 48%，而程序开发、影视动漫和数字娱乐的比例有小幅下跌或保持平稳。公司积极调整课程结构，适应行业、市场的需求，提高课程本身的质量，吸引更多的目标学员。

图表 12：2015 年各学科培训人数占比



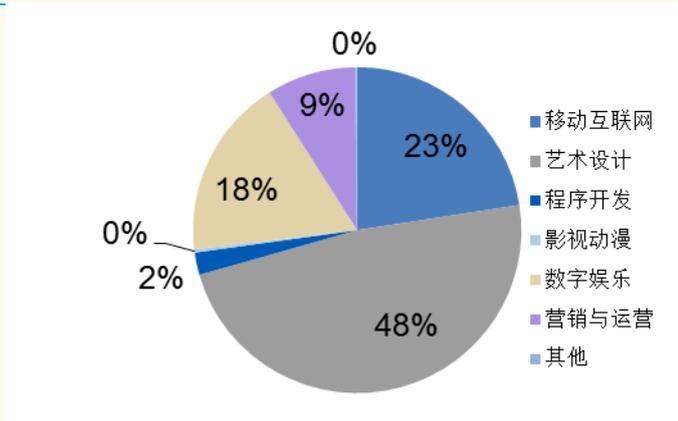
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：2016 年各学科培训人数占比

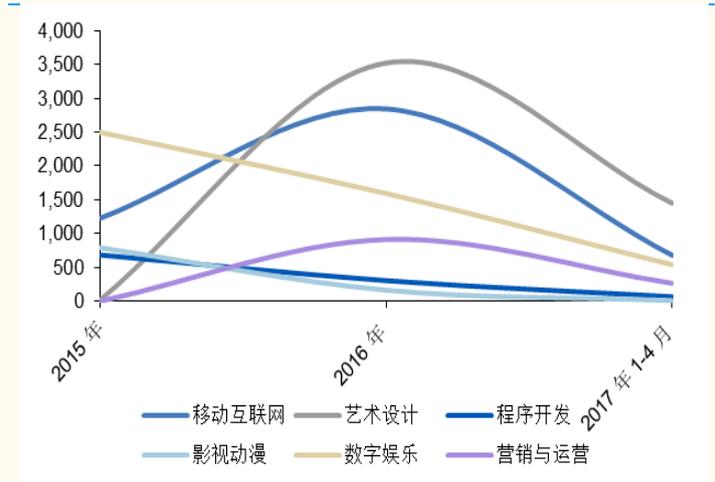


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 2017 年 1-4 月各学科培训人数占比



图表 15: 2015 至 2017 年 1-4 月各学科培训人数变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 投资建议

- **培训业务将迎来旺季, 教育信息化业务在手订充足, 翡翠教育 2017 年大概率实现营收预测。**翡翠教育披露的 2017 年 1-8 月实现营收金额为 24396.66 万元 (未经审计), 其中职业教育培训业务实现营收 1.74 亿元, 同比增长 55%, 实现净利润 0.49 亿元; 教育信息化业务实现营收 0.7 亿元, 实现净利润 167.16 万元。翡翠拓展 B2B2C 业务, 业绩承诺实现具有合理性, 2017 年大概率实现营收预测。
- **职业培训紧随市场发展, 优质师资保障就业水平。**细化职业教育培训业务, 业务线条明确清晰。翡翠教育的主要校区均分布在经济较发达、IT 行业发展迅猛、对人才需求旺盛的地区, 精准化的地区人群定位及高效率的拓展学校网络共同形成翡翠教育的学生基础, 带动整体营收水平的上涨。
- **教师数量增长显著, 配备优质师资资源。**翡翠教育的教师数量绝对增长, 优质教师的质量也逐渐提升, 2015 年翡翠教育的教师中, 本科及研究生的学历占比 95.6%; 2016 年占比 97.7%; 2017 年 1-4 月占比 98.8%, 一直保持在 95% 以上的水平且逐年提升。教师资源作为培训类机构的核心竞争力之一, 直接决定和影响了学生的课堂体验及就业水平。除了各地区教学中心的教师外, 翡翠教育的全资子公司北京完美空间是翡翠教育的教研职能团队, 负责翡翠教育课程的研发。
- **大力拓展企业资源, 全方位提高学生就业率。**翡翠教育为学员打造了就业推荐的一条龙服务, 包括①拓展企业资源; ②教授就业技巧; ③组织就业活动; ④跟进就业情况。这四步环环相扣且专业的就业推荐服务帮助学生找到理想的工作, 也为翡翠教育带来更多的生源。
- **学科结构设置合理, 学科单价稳步提升。**翡翠教育的课程专业内容主要包括: 移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六个部分, 2017 年各个学科的学费均价在 2.2 万元左右, 呈持续上升趋势。
- **翡翠教育披露详细数据, 增强过会信心。**本次文化长城披露翡翠教育详细运营数据, 增强过会信心, 若顺利收购翡翠教育, 文化长城在职教领域的布局将更加完整, 或进一步增强其长期盈利的能力。预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.208 元、0.494 元、0.616 元, 对应 PE 为 65x, 27x, 22x。维持增持评级, 目标价 17.1 元。
- **风险提示: 交易尚未完成**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 主营业务收入 | 449 | 445 | 452 | 595 | 1,370 | 1,623 |
| 增长率 | | -0.8% | 1.7% | 31.5% | 130.3% | 18.4% |
| 主营业务成本 | -320 | -320 | -289 | -301 | -603 | -671 |
| %销售收入 | 71.3% | 71.9% | 63.9% | 50.7% | 44.0% | 41.4% |
| 毛利 | 129 | 125 | 163 | 294 | 767 | 952 |
| %销售收入 | 28.7% | 28.1% | 36.1% | 49.3% | 56.0% | 58.6% |
| 营业税金及附加 | -4 | -4 | -6 | -8 | -19 | -23 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.8% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 营业费用 | -42 | -40 | -39 | -107 | -249 | -304 |
| %销售收入 | 9.4% | 8.9% | 8.7% | 18.0% | 18.2% | 18.7% |
| 管理费用 | -52 | -58 | -61 | -83 | -219 | -276 |
| %销售收入 | 11.5% | 12.9% | 13.6% | 14.0% | 16.0% | 17.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 31 | 24 | 56 | 95 | 280 | 349 |
| %销售收入 | 6.8% | 5.4% | 12.4% | 15.9% | 20.4% | 21.5% |
| 财务费用 | -13 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 2.9% | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -1 | -2 | -9 | -3 | 0 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -7 | -15 | 96 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | n.a | 66.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 9 | 7 | 141 | 92 | 279 | 349 |
| 营业利润率 | 2.1% | 1.5% | 31.2% | 15.5% | 20.4% | 21.5% |
| 营业外收支 | 5 | 5 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 14 | 12 | 143 | 95 | 282 | 352 |
| 利润率 | 3.2% | 2.7% | 31.7% | 16.0% | 20.6% | 21.7% |
| 所得税 | -6 | 0 | -7 | -5 | -14 | -18 |
| 所得税率 | 41.9% | -2.6% | 4.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 净利润 | 8 | 12 | 137 | 90 | 268 | 334 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 8 | 12 | 137 | 90 | 268 | 334 |
| 净利率 | 1.9% | 2.8% | 30.2% | 15.2% | 19.6% | 20.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|------|------|------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 8 | 12 | 137 | 90 | 268 | 334 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 18 | 20 | 30 | 19 | 16 | 17 |
| 非经营收益 | 27 | 35 | -78 | -1 | -3 | -3 |
| 营运资金变动 | -20 | -17 | 56 | -20 | -111 | 34 |
| 经营活动现金净流 | 33 | 50 | 145 | 88 | 170 | 382 |
| 资本开支 | -2 | -3 | -3 | -1,211 | -8 | -9 |
| 投资 | -203 | -95 | -434 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -205 | -98 | -437 | -1,212 | -8 | -9 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 480 | 1,577 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 100 | 14 | 99 | -394 | 7 | 1 |
| 其他 | -18 | -23 | -47 | -13 | -11 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 82 | -9 | 532 | 1,170 | -4 | 1 |
| 现金净流量 | -91 | -57 | 239 | 47 | 158 | 374 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 330 | 286 | 561 | 607 | 765 | 1,139 |
| 应收款项 | 182 | 196 | 260 | 288 | 354 | 419 |
| 存货 | 95 | 91 | 106 | 95 | 190 | 184 |
| 其他流动资产 | 34 | 23 | 46 | 23 | 44 | 49 |
| 流动资产 | 641 | 596 | 973 | 1,013 | 1,354 | 1,791 |
| %总资产 | 55.1% | 50.1% | 39.6% | 27.5% | 33.6% | 40.2% |
| 长期投资 | 31 | 131 | 120 | 121 | 120 | 120 |
| 固定资产 | 169 | 159 | 188 | 172 | 161 | 151 |
| %总资产 | 14.5% | 13.4% | 7.7% | 4.7% | 4.0% | 3.4% |
| 无形资产 | 318 | 301 | 1,169 | 2,382 | 2,389 | 2,395 |
| 非流动资产 | 522 | 593 | 1,482 | 2,676 | 2,671 | 2,667 |
| %总资产 | 44.9% | 49.9% | 60.4% | 72.5% | 66.4% | 59.8% |
| 资产总计 | 1,163 | 1,189 | 2,455 | 3,689 | 4,024 | 4,458 |
| 短期借款 | 340 | 354 | 394 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 23 | 31 | 59 | 43 | 93 | 107 |
| 其他流动负债 | 10 | 5 | 26 | 18 | 39 | 124 |
| 流动负债 | 373 | 390 | 480 | 61 | 133 | 231 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 90 | 90 | 90 | 91 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 126 | 124 | 131 | 131 |
| 负债 | 373 | 390 | 696 | 275 | 354 | 453 |
| 普通股股东权益 | 790 | 799 | 1,759 | 3,413 | 3,671 | 4,005 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 负债股东权益合计 | 1,163 | 1,189 | 2,455 | 3,689 | 4,024 | 4,458 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.056 | 0.083 | 0.315 | 0.208 | 0.494 | 0.616 |
| 每股净资产 | 5.266 | 5.328 | 4.044 | 6.294 | 6.768 | 7.384 |
| 每股经营现金净流 | 0.218 | 0.333 | 0.333 | 0.162 | 0.313 | 0.704 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.025 | 0.024 | 0.020 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 1.06% | 1.55% | 7.78% | 2.65% | 7.31% | 8.34% |
| 总资产收益率 | 0.72% | 1.04% | 5.57% | 2.45% | 6.66% | 7.49% |
| 投入资本收益率 | 1.57% | 2.13% | 2.39% | 2.57% | 7.06% | 8.10% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 8.00% | -0.82% | 1.68% | 31.52% | 130.30% | 18.44% |
| EBIT增长率 | 41.92% | -21.90% | 135.24% | 68.59% | 194.82% | 24.89% |
| 净利润增长率 | 133.43% | 47.46% | 1004.09% | -33.86% | 196.41% | 24.55% |
| 总资产增长率 | 8.85% | 2.22% | 106.44% | 50.27% | 9.10% | 10.77% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 141.9 | 149.6 | 167.3 | 158.0 | 75.0 | 75.0 |
| 存货周转天数 | 109.3 | 106.2 | 124.2 | 115.0 | 115.0 | 100.0 |
| 应付账款周转天数 | 25.3 | 16.4 | 31.8 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 固定资产周转天数 | 135.9 | 129.8 | 150.3 | 101.7 | 40.8 | 31.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 1.21% | 8.54% | -4.37% | -15.15% | -18.40% | -26.17% |
| EBIT利息保障倍数 | 2.3 | 37.7 | 32.1 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 资产负债率 | 32.10% | 32.79% | 28.35% | 7.46% | 8.79% | 10.16% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 1 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 增持 | 0 | 1 | 4 | 4 | 4 |
| 中性 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.50 | 1.60 | 1.60 | 1.60 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH