

# 威创股份 (002308)

## 业务调整至业绩同比减少 7.4%，幼教龙头持续完善产业衍生生态

**FY18H1 营收 5.21 亿元，同比增长 9.7%，归母净利 9606.7 万元，同比减少 7.41%。**8 月 29 日，公司发布 FY18 半年报，报告期营收 5.21 亿元，同比增长 9.7%；归母净利 9606.7 万元，同比减少 7.41%；扣非后归母净利 6981.2 万元，同比减少 21.30%；EPS 为 0.11 元。分行业来看，原有拼接屏业务收入 2.79 亿元，同比减少 2.51%；幼教业务收入 2.42 亿元，同比增长 28.27%。

**红缨教育：18H1 营收 0.93 亿元；净利润 1249.52 万，同比减少 54.38%；**截止 18 年上半年末，红缨共有连锁幼儿园 6 所，品牌加盟园 1338 所（其中旗舰园 475 所），红缨悠久联盟园 3162 所，红缨悠久品牌代理商 182 家。

**金色摇篮：截止 18 年上半年，摇篮共有托管加盟幼儿园 24 所，加盟幼儿园 598 所，托管小学 2 所，品牌加盟小学 3 所，托管加盟早教中心 1 所，加盟早教中心 173 所，特色课程覆盖 113 所，安特思库课程覆盖 406 所。****FY18H1 摇篮营收 1.10 亿元，同比增长 24.28%；净利 5159.58 万元，同比减少 8.19%。**

**可儿教育：公司于 17 年 8 月以 3.85 亿收购北京可儿教育 70% 股权，**代表着公司在中高端幼儿园进行重要布局，进一步夯实在北京区域线下幼儿园渠道壁垒。**截止 2018 年上半年，可儿共有托管加盟幼儿园 19 所，目前主要分布在北京、大连、贵阳三地，其中北京地区拥有托管加盟园 13 家。****18H1 实现营收 2907.86 万，净利润 2110.54 万。**

**鼎奇教育：公司于 17 年 7 月以 1.06 亿元收购内蒙古鼎奇幼教 70% 股权，**鼎奇创立于 2003 年，开创将中国传统文化和集体认知教育优势与美国学前教育先进科研成果和个性化方，经过近 15 年积累沉淀，建立标准化运营管控体系，并拥有完善稳定的师资和教学研究团队，逐渐发展成为内蒙古地区的幼教龙头企业。**截止 18 年上半年，鼎奇共服务幼儿园所 19 所，其中托管加盟 11 所，合作园所 3 所，品牌加盟 5 所。实现营收 1300.12 万，净利 736.61 万。**

**毛利率同比减少 3.04pct 至 53.10%，毛利率略微有所下降；净利润率同比减少 2.17pct 至 19.47%，净利率下降幅度较小。**

**下调盈利预测，**公司通过投资并购以及品牌运营等多种手段继续拓展更多园所，巩固公司在幼教领域的领先优势和规模优势，同时通过加强园所督导力度和提供更多品类的产品和服务来不断切入园所管理，提升幼教运营管理服务的客单价。随着公司非公开发行募集资金到位，未来或进一步推动直营园并购整合，直接增厚园所数量与利润规模，充分挖掘教育入口价值。但考虑到一些因素，我们调整公司盈利预测，EPS 从 18-20 年 0.45 元/0.62 元/0.80 元调整为 0.33 元/0.43 元/0.54 元，对应 PE 分别为 25x/19x/15x。

**风险提示：政策性风险；市场竞争加大的风险；幼教人才短缺的风险；收购整合的风险；幼儿园运营、安全风险**

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,050.63	1,137.48	1,421.85	2,104.89	3,401.72
增长率(%)	12.11	8.27	25.00	48.04	61.61
EBITDA(百万元)	211.12	188.05	326.85	469.48	594.13
净利润(百万元)	182.23	189.91	296.82	395.46	495.84
增长率(%)	52.53	4.21	56.30	33.23	25.38
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.33	0.43	0.54
市盈率(P/E)	40.16	38.54	24.66	18.51	14.76
市净率(P/B)	3.12	2.12	1.93	1.77	1.60
市销率(P/S)	6.97	6.43	5.15	3.48	2.15
EV/EBITDA	58.18	52.88	19.36	12.30	10.01

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.04 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	910.36
流通 A 股股本(百万股)	835.36
A 股总市值(百万元)	7,319.27
流通 A 股市值(百万元)	6,716.31
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	17.52
一年内最高/最低(元)	15.65/7.41

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	liuzhangming@tfzq.com
<b>张璐芳</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001	zhanglufang@tfzq.com
<b>孙海洋</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《威创股份-公司点评:战略合作教育部学校规划建设发展中心，推动儿童教育形态研究》 2018-07-30
- 2 《威创股份-公司点评:2.6 亿元投资芝麻街英语 35% 股权，联手知名幼教 IP 丰富产品服务》 2018-05-15
- 3 《威创股份-年报点评报告:17 年业绩 +4.2% 达 1.9 亿元，多品牌矩阵构筑发展护城河》 2018-04-17

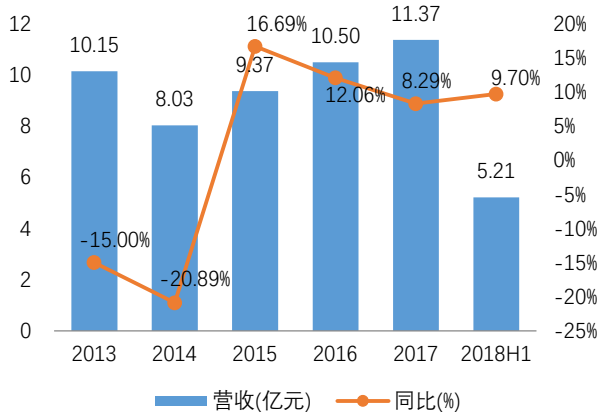


**FY18H1 营收 5.21 亿元，同比增长 9.7%，归母净利 9606.7 万元，同比减少 7.41%。**8 月 29 日，公司发布 FY18 半年报，报告期营收 5.21 亿元，同比增长 9.7%；归母净利 9606.7 万元，同比减少 7.41%；扣非后归母净利 6981.2 万元，同比减少 21.30%；EPS 为 0.11 元。

**分季来看：**FY18Q1 营收 2.16 亿元，+20.02%yoy；FY18Q2 营收 3.05 亿元，+3.39%yoy；FY18Q1 归母净利润 0.31 亿元，+15.21%yoy；FY18Q2 实现归母净利润 0.65 亿元，-15.31%yoy。

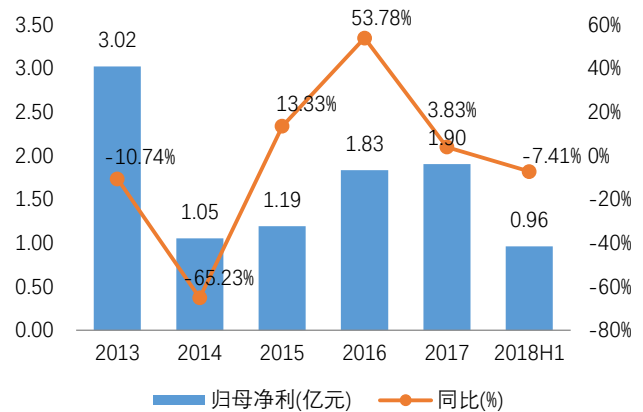
**分行业来看，原有拼接屏业务收入 2.79 亿元，同比减少 2.51%；幼教业务收入 2.42 亿元，同比增长 28.27%；具体来看：**

图 1：2013-2018H1 公司营收及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2013-2018H1 公司归母净利及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## ● 红缨教育

**18H1 营收 0.93 亿元；净利润 1249.52 万，同比减少 54.38%；**截止 18 年上半年末，红缨共有连锁幼儿园 6 所，品牌加盟园 1338 所（其中旗舰园 475 所），红缨悠久联盟园 3162 所，红缨悠久品牌代理商 182 家；

其中服务收入 3125.19 万，同比减少 17.65%，红缨 yojo 业务出现较大程度下滑，服务收入 715.05 万元，同比减少 77.19%，主要系红缨基于品牌升级和推进幼教标准化考虑，逐步淘汰联系不紧密的部分加盟园，另一方面减缓红缨悠久品牌代理商开发。此外，为了帮助新红缨业务储备更多优质客户，红缨在上半年主动暂缓连锁加盟业务。

2018 年红缨推出基于“托管式加盟”的“新红缨”项目，即在常规加盟服务之外，直派园长运营幼儿园，配备独有的培养幼儿创造力的课程，通过园长植入高水准运营体系，实现流程化的规范管理，推动园务管理和教师培训的信息化改造，提升园所的办学品质和管理水平。新红缨项目作为公司在深度加盟领域的创新尝试，符合当前行业发展趋势，也符合红缨品牌升级的内在需求，未来公司将继续推动该业务的探索。同时，红缨将于下半年调整策略，同步积极推进包括新红缨托管、传统连锁加盟、悠久联盟在内的加盟业务拓展，以实现服务业务收入来源的有效扩充。

**商品销售收入 6211.54 万元，与同期持平。**报告期内该业务发展较为成熟稳定，连锁园、旗舰园客单价较同期变动不大：红缨悠久代理销售客单价 13.92 万，同比增长 17.57%。

上半年红缨研究院精心研发《音乐星球》、《美术大师》等系列教材将陆续上市，为下半年业绩提供重要增长点。上一年度推出《国学》项目及系列产品报告期内销售 5.29 万件、销售额达 460.37 万元。

图 3：截止 18 年上半年末，红缨共有连锁幼儿园 6 所，品牌加盟园 1338 所（其中旗舰园 475 所），红缨悠久联盟园 3162 所，红缨悠久品牌代理商 182 家

		2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
红 缨	连锁幼儿园（直营）			6	6	6	6	6	6
	红缨品牌加盟（加盟）			1490	1490	1490	1400	1349	1338
	悠久（Yojo）联盟园（加盟）			1010	1494	1695	2678	3,039	3162
	加盟合计	868	1192	2500	2984	3185	4078	4388	4500

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## ● 金色摇篮

截止 18 年上半年，摇篮共有托管加盟幼儿园 24 所，加盟幼儿园 598 所，托管小学 2 所，品牌加盟小学 3 所，托管加盟早教中心 1 所，加盟早教中心 173 所，特色课程覆盖 113 所，安特思库课程覆盖 406 所。

FY18H1 摇篮营收 1.10 亿元，同比增长 24.28%；净利 5159.58 万元，同比减少 8.19%。利润同比下滑主要原因是人员成本费用快速增加，一方面随着摇篮加盟幼儿园数量不断增加，新建加盟园逐渐开园、存量加盟园满园率提升，对开园前服务和运营支持人员需求大幅增长；同时面对未来业务发展布局，摇篮在市场上主动引入高端人才。

其中服务收入 8742.68 万元，同比增长 11.7%，主要系安特思库幼小衔接项目和早教项目快速进展。其中安特思库幼小衔接项目自 2017 年初启动后，一年时间合作客户已达 406 家，已覆盖全国近 32 个省、自治区、直辖市；早教项目启动一年来，合作客户已达 173 家，覆盖了全国 27 个省、自治区、直辖市。FY18H1 安特思库幼小衔接项目实现收入 2295 万元，同比增长 108.27%；早教业务收入 361.79 万元，同比增长 56.78%。

但摇篮托管园校收入和幼儿园品牌加盟收入同比有所下降。托管园校方面，为维持托管园师资团队的稳定性，报告期内提高园所的人工薪酬；同时为提升园所品牌影响力，对园所进行装修改造，导致可贡献收入同比下降。

品牌加盟业务方面，部分幼儿园办园场地受当地教育行政管理部门政策影响，导致一些加盟客户无法获得办园场所，签单数量同比略有下降；同时一些已经加盟的客户由于无法获得办园场地，出现退单情况。

商品销售收入 2211.73 万元，同比增长 124.04%，主要原因是安特思库幼小衔接项目扩张带来商品销售增加；同时随着加盟园数量的增加和满园率提升，加盟幼儿园贡献的商品销售收入也维持快速增长。未来随着课程项目以及加盟业务的推进，叠加满园率的持续提升，金色摇篮商品销售收入有望继续保持增加。

2018 年下半年摇篮将加速 0-3 岁早教课程与其它幼儿园及教育品牌的合作；并就 3-6 岁幼儿园存量市场进行重点突破，尝试新的商业模式；同时，安特思库计划将其业务由 5-6 岁的幼小衔接延伸至 5-12 岁教育综合体，拓宽市场消费群体。

图 4：截止 18 年上半年，金色摇篮共有托管加盟幼儿园 24 所，加盟幼儿园 598 所，托管小学 2 所，品牌加盟小学 3 所，托管加盟早教中心 1 所，加盟早教中心 173 所，特色课程覆盖 113 所，安特思库课程覆盖 406 所

		2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
金 色 摇 篮	托管加盟幼儿园（直营）	18	18	19	19	20	24
	品牌加盟幼儿园（加盟）	151	231	410	491	534	598
	托管加盟小学（直营）	2	2	2	2	2	2
	品牌加盟小学（加盟）	2	2	3	3	3	3
	早教机构（直营）		1	2	1	1	1
	早教机构（加盟）	5	10	10	70	122	173
	安特思库（幼小衔接项目）合作园				103	280	406

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## ● 可儿教育

公司于 17 年 8 月以 3.85 亿收购北京可儿教育 70% 股权，代表着公司在中高端幼儿园进行重要布局，进一步夯实在北京区域线下幼儿园渠道壁垒。截止 2018 年上半年，可儿共有托管加盟幼儿园 19 所，目前主要分布在北京、大连、贵阳三地，其中北京地区拥有托管加盟园 13 家。18H1 实现营收 2907.86 万，净利润 2110.54 万。

2018 年上半年，可儿继续聚焦幼儿园运营，同时展开新业务模式探索。在收入端，针对生源未饱和的园所，扩大招生力度，提高班级饱和率、出勤率；针对生源饱和园所，在原有班级基础上，加大班额、调整园所学费收费标准，对有基础的园所进行扩班。同时，大力发展延时班、园内特色课程，并将 0-3 岁课程导入实践。在新业务探索方面，可儿教育积极探索深度托管业务，目前北京和天津地区已有储备意向合作园所。

未来可儿教育将基于现有幼儿园布局，进行重点区域扩张，并且有序推进深度托管业务探索，充分输出品牌价值和幼儿园管理运营能力。公司也将继续推动可儿教育与公司旗下品牌的深度融合，探索合作新模式，发挥彼此优势，实现共赢。

## ● 鼎奇教育

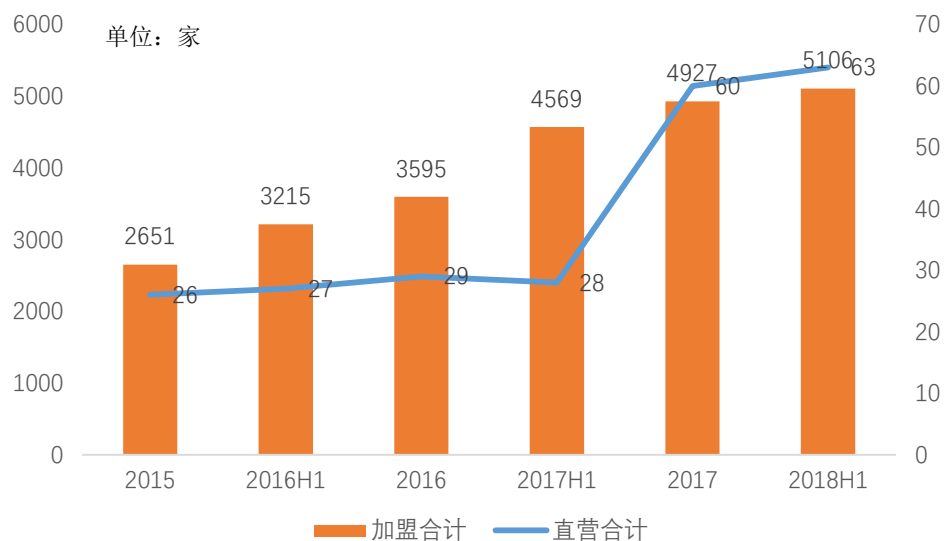
公司于 17 年 7 月以 1.06 亿元收购内蒙古鼎奇幼教 70% 股权，鼎奇创立于 2003 年，开创将中国传统文化和集体认知教育优势与美国学前教育先进科研成果和个性化方案，经过近 15 年积累沉淀，建立标准化运营管控体系，并拥有完善稳定的师资和教学研究团队，逐渐发展成为内蒙古地区的幼教龙头企业。

截止 18 年上半年，鼎奇共服务幼儿园所 19 所，其中托管加盟 11 所，合作园所 3 所，品牌加盟 5 所。实现营收 1300.12 万，净利 736.61 万。

2018 年上半年鼎奇在稳定现有园所运营前提下，优化收入结构，实现利润稳中有升。基于呼和浩特市轴心区位，向东辐射赤峰市、通辽市，向西辐射乌海市、巴彦市形成一心两翼拓展架构，完成区域深耕结构性布局。

未来鼎奇教育将充分发挥自身标准化运营管理优势，加速推进托管和加盟业务，依托国际展会和网络渠道，实现鼎奇教育品牌价值宣传与导流销售，聚焦区域深耕。依托公司“云+端”系统平台，打造差异化竞争优势。公司也将持续推动鼎奇教育与其他子品牌合作，建立资源互换机制，创造更大协同。

图 5：截止报告期末，公司共拥有各类直营园 63 家，加盟园 5106 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利端分析：毛利率同比减少 3.04pct 至 53.10%，毛利率略微有所下降；净利率率同比减少 2.17pct 至 19.47%，净利率下降幅度较小；分季度来看，Q1、Q2 毛利润率分别为

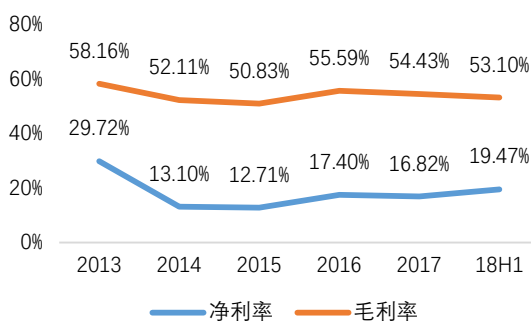


54.58%(-1.84pct)、52.05%(-3.92pct)、净利润率分别为 14.59%(+3.24pct)、25.95%(+7.25pct)；

报告期内期间费用率 38.88%，同比增加 1.52 个百分点，主要系为保障幼教业务持续健康成长，与去年同期相比，公司在几个关键领域加大投入：1) 探索新红缨托管加盟模式，力求打造符合当前市场趋势的园所深度加盟成熟解决方案；2) 推动威创潜能研究院工作全面展开，实现摇篮课程体系升级；3) 构建坚实人力资本基础，为摇篮补充和加强人才队伍，更好地匹配当下业务需求和未来发展规划；4) 智慧幼教专业团队逐步充实，支持信息化平台建设和互联网产品研发。以上几项措施对 2018 上半年公司成本费用产生了一定影响。

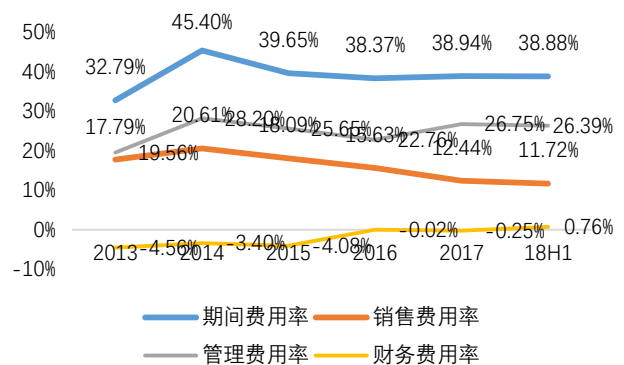
其中销售费用率为 11.72%，同比减少 1.94 个百分点；管理费用率 26.39%，同比增加 2.60 个百分点，主要系金色摇篮员工数量同比大幅增长，人均薪酬成本同比也有显著提升；财务费用率 0.76%，同比增加 0.85 个百分点，主要系利息支出增加所致。

图 6：毛利率同比减少 3.04pct 至 53.10%；净利润率同比减少 2.17pct 至 19.47%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：报告期内期间费用率为 38.88%，同比增加 1.52 个百分点



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司作为国内幼教龙头，幼儿园所数量稳健增长，新业务快速迸发同时战略性布局全球知名教育 IP，持续完善幼教产业衍生业务生态。具体来看，

### (1) 领先园所数量和卓越地理位置为代表的线下渠道优势和产业先发优势显著

截至 6/30，公司加盟幼儿园 5103 所，安特思库加盟 406 家，品牌加盟早教机构 173 家，连锁园 6 所，托管园 54 所，合作园所 3 所，特色课程覆盖 113 所，托管小学 2 家，品牌加盟小学 3 家。公司目前的托管幼儿园主要集中在以北京为代表的一二线城市，且托管加盟园所整体定位于中高端幼儿园，具有较强地理位置优势和品牌影响力。

### (2) 多品牌管控、幼教资产运营等方面经验日趋成熟

公司于 2015 年进入幼教产业，先后并购红缨教育、金色摇篮、可儿教育和鼎奇教育，经过三年品牌运营管理经验积累，逐渐建立起对于幼教行业有深刻认知且拥有丰富运营经验的管理团队，并购投后管理、多品牌管控、幼教资产运营等方面能力趋向成熟，确立在幼教行业的领先地位。

### (3) 强大的教育科研实力

公司旗下幼教品牌红缨和摇篮均拥有自主研发、具备自有知识产权的幼儿园课程体系。红缨和摇篮进入上市公司后，在资本助力下进一步加大教学科研投入，并整合更多的国内外专家进行研发。2018 上半年红缨研究院精心研发的《音乐星球》《美术大师》等系列教材将陆续上市。2017 年摇篮研究院独立成立公司，升级为威创潜能研究院，相关工作在 2018 年上半年度全面展开。研究院围绕摇篮独有的教育理念，结合世界上优秀的教育形式和科技手段，整体升级其教育体系，实现课程内容产品化，市场化，国际化，并丰富玩教具种类，进一步提升金色摇篮的核心竞争力。

#### （4）已形成体系的幼教产业生态优势

公司打造喜达屋式的多品牌幼教管理集团，目前已拥有红缨教育、金色摇篮、可儿教育和鼎奇教育四个幼教品牌。近年来，公司与幼师口袋、睿艺、咿啦看书、华蒙星体育、Wonder Workshop（奇幻工房）、Cloud School 等各细分领域的专业公司建立战略合作伙伴关系，从资金、产业资源、行业经验等多个方面进行支持力输出。

2018 年 5 月，公司投资美国“芝麻街英语”，与全球知名教育 IP 建立战略性连接，此与威创儿童成长战略高度契合，是公司夯实幼教线下业态布局。其中，“芝麻街”英语作为少儿英语赛道的优质品牌代表，仅经过 4 年的发展，已在全国累积学员超过 50000 余人次，其品牌在儿童教育领域已具有较大的影响力。此次投资后公司将积极推进与美国芝麻街工作室在儿童教育领域其他方面的合作探索、与凯瑞集团共建直营店计划以及优质英语教学内容进幼儿园等相关业务的全面合作，更加完善公司在儿童成长领域的业务布局。

#### （5）幼教信息化和智慧幼教的研发优势和儿童成长数据的积累

公司经过超过两年研发投入和积累，信息化和产品研发团队打造的智慧幼教“云+端”体系已初步完成，目前包括园所管理系统、运营管理系统、精细化经营管理系统、个性化教学系统和家园共育系统五大板块，已经形成适合幼教行业且功能较为完善的产品，初步实现对集团公司内部幼儿园的信息化管理。

**下调盈利预测**，公司通过投资并购以及品牌运营等多种手段继续拓展更多园所，巩固公司在幼教领域的领先优势和规模优势，同时通过加强园所督导力度和提供更多类别的产品和服务来不断切入园所管理，提升幼教运营管理服务的客单价。随着公司非公开发行募集资金到位，未来或进一步推动直营园并购整合，直接增厚园所数量与利润规模，充分挖掘教育入口价值。

但考虑到以下因素，我们调整公司盈利预测，EPS 从 18-20 年 0.45 元/0.62 元/0.80 元调整为 0.33 元/0.43 元/0.54 元，对应 PE 分别为 25x/19x/15x。

- 1、金色摇篮随着加盟幼儿园数量不断增加，新建加盟园逐渐开园、存量加盟园满园率提升，对开园前服务和运营支持人员的需求大幅增长；同时面对未来业务布局，公司在市场上主动引入高端人才，人均薪酬成本同比也有显著提升。
- 2、红缨教育基于品牌升级和推进幼教标准化的考虑，逐步淘汰联系不紧密的部分加盟园，另一方面减缓红缨悠久品牌代理商的开发。此外，为了帮助新红缨业务储备更多优质客户，红缨在上半年主动暂缓连锁加盟业务。目前“新红缨”项目仍属探索孵化期，但前期的成本投入和业务策略调整，一定程度上影响整体经营结果
- 3、部分幼儿园办园场地受当地教育行政部门政策影响，导致一些加盟客户无法获得办园场所，签单数量同比略有下降；同时，一些已经加盟的客户由于无法获得办园场地，出现退单情况。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	451.39	1,182.04	1,117.30	1,617.45	1,416.19
应收账款	203.48	264.63	347.59	409.34	813.93
预付账款	5.26	15.62	41.49	29.27	73.57
存货	210.28	213.81	309.89	447.52	799.63
其他	354.39	211.52	351.06	346.03	552.40
<b>流动资产合计</b>	<b>1,224.81</b>	<b>1,887.61</b>	<b>2,167.33</b>	<b>2,849.62</b>	<b>3,655.73</b>
长期股权投资	27.12	55.48	55.48	55.48	55.48
固定资产	440.03	417.04	419.33	441.02	461.36
在建工程	0.00	3.93	38.36	71.01	72.61
无形资产	113.54	121.65	109.54	97.44	85.34
其他	1,316.93	1,819.83	1,785.41	1,789.18	1,794.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,897.62</b>	<b>2,417.93</b>	<b>2,408.12</b>	<b>2,454.14</b>	<b>2,469.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,122.43</b>	<b>4,305.54</b>	<b>4,575.46</b>	<b>5,303.76</b>	<b>6,125.35</b>
短期借款	91.94	24.47	0.00	0.00	0.00
应付账款	204.50	499.96	277.28	568.96	929.50
其他	428.57	235.87	442.91	522.93	556.02
<b>流动负债合计</b>	<b>725.01</b>	<b>760.30</b>	<b>720.19</b>	<b>1,091.88</b>	<b>1,485.52</b>
长期借款	0.00	38.84	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.57	34.44	39.53	39.84	37.93
<b>非流动负债合计</b>	<b>45.57</b>	<b>73.28</b>	<b>39.53</b>	<b>39.84</b>	<b>37.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>770.58</b>	<b>833.58</b>	<b>759.71</b>	<b>1,131.73</b>	<b>1,523.45</b>
少数股东权益	7.54	23.31	24.01	25.68	27.97
股本	847.36	913.59	910.36	910.36	910.36
资本公积	663.34	1,502.03	1,502.03	1,502.03	1,502.03
留存收益	1,586.74	2,615.33	2,881.37	3,236.00	3,663.56
其他	(753.13)	(1,582.29)	(1,502.03)	(1,502.03)	(1,502.03)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,351.85</b>	<b>3,471.96</b>	<b>3,815.74</b>	<b>4,172.04</b>	<b>4,601.89</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,122.43</b>	<b>4,305.54</b>	<b>4,575.46</b>	<b>5,303.76</b>	<b>6,125.35</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	182.78	191.31	296.82	395.46	495.84
折旧摊销	47.99	44.68	35.38	37.75	40.17
财务费用	1.64	1.88	(6.72)	(8.90)	(9.87)
投资损失	(2.59)	(6.80)	(3.78)	(3.78)	(3.78)
营运资金变动	(141.25)	49.29	(493.99)	235.05	(596.11)
其它	213.98	(31.33)	0.74	1.70	2.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>302.55</b>	<b>249.02</b>	<b>(171.55)</b>	<b>657.28</b>	<b>(71.41)</b>
资本支出	33.12	522.40	54.91	79.68	51.91
长期投资	27.12	28.36	0.00	0.00	0.00
其他	(436.66)	(937.01)	(111.13)	(155.90)	(98.13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(376.42)</b>	<b>(386.25)</b>	<b>(56.22)</b>	<b>(76.22)</b>	<b>(46.22)</b>
债权融资	291.94	63.32	173.41	124.47	99.29
股权融资	7.25	917.24	83.75	8.90	9.87
其他	(127.15)	(112.41)	(94.13)	(214.28)	(192.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>172.04</b>	<b>868.15</b>	<b>163.03</b>	<b>(80.91)</b>	<b>(83.63)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>98.17</b>	<b>730.92</b>	<b>(64.73)</b>	<b>500.15</b>	<b>(201.26)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,050.63</b>	<b>1,137.48</b>	<b>1,421.85</b>	<b>2,104.89</b>	<b>3,401.72</b>
营业成本	466.63	518.34	597.18	884.05	1,428.72
营业税金及附加	16.83	17.00	17.06	30.15	46.80
营业费用	164.16	141.53	127.97	185.23	445.62
管理费用	239.13	304.25	383.90	568.32	918.46
财务费用	(0.18)	(2.80)	(6.72)	(8.90)	(9.87)
资产减值损失	0.96	18.55	8.06	9.19	11.93
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.59	6.80	3.78	3.78	3.78
其他	(5.18)	(74.91)	(7.56)	(7.56)	(7.56)
<b>营业利润</b>	<b>165.68</b>	<b>208.72</b>	<b>298.18</b>	<b>440.63</b>	<b>563.83</b>
营业外收入	48.29	0.45	33.30	27.35	23.00
营业外支出	0.72	0.61	0.86	0.73	0.73
<b>利润总额</b>	<b>213.26</b>	<b>208.57</b>	<b>330.62</b>	<b>467.25</b>	<b>586.10</b>
所得税	30.48	17.26	33.06	70.09	87.91
<b>净利润</b>	<b>182.78</b>	<b>191.31</b>	<b>297.56</b>	<b>397.16</b>	<b>498.18</b>
少数股东损益	0.54	1.41	0.74	1.70	2.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>182.23</b>	<b>189.91</b>	<b>296.82</b>	<b>395.46</b>	<b>495.84</b>
每股收益（元）	0.20	0.21	0.33	0.43	0.54

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.11%	8.27%	25.00%	48.04%	61.61%
营业利润	83.35%	25.98%	42.86%	47.77%	27.96%
归属于母公司净利润	52.53%	4.21%	56.30%	33.23%	25.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.59%	54.43%	58.00%	58.00%	58.00%
净利率	17.35%	16.70%	20.88%	18.79%	14.58%
ROE	7.77%	5.51%	7.83%	9.54%	10.84%
ROIC	6.81%	8.84%	11.68%	13.11%	18.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.68%	19.36%	16.60%	21.34%	24.87%
净负债率	1.65%	0.78%	-10.79%	-12.73%	-13.26%
流动比率	1.69	2.48	3.01	2.61	2.46
速动比率	1.40	2.20	2.58	2.20	1.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.96	4.86	4.64	5.56	5.56
存货周转率	5.15	5.36	5.43	5.56	5.46
总资产周转率	0.35	0.31	0.32	0.43	0.60
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.20	0.21	0.33	0.43	0.54
每股经营现金流	0.33	0.27	-0.19	0.72	-0.08
每股净资产	2.58	3.79	4.17	4.55	5.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.16	38.54	24.66	18.51	14.76
市净率	3.12	2.12	1.93	1.77	1.60
EV/EBITDA	58.18	52.88	19.36	12.30	10.01
EV/EBIT	74.22	68.76	21.71	13.38	10.74

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com