

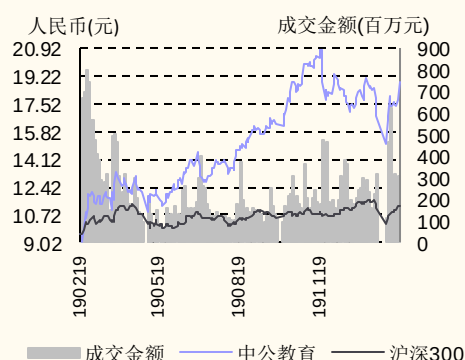
中公教育 (002607.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 18.91 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	61.67
已上市流通 A 股(亿股)	6.67
总市值(亿元)	1,166.26
年内股价最高最低(元)	18.91/15.08
沪深 300 指数	4058
中小板综	10530



相关报告

1. 《19 年业绩预增 49%-58%，符合预期持续看好-19 年业绩预...》，2020.1.22
2. 《Q1-Q3 收入同增 48%，Q3 收入增速环比提高，归母净利同增...》，2019.10.29
3. 《前三季度业绩预增 71%-80%，2020 国考招录人数同增 66...》，2019.10.15
4. 《中公教育市场规模详细测算：3700 亿总市场，“工业化”进程中...》，2019.9.12
5. 《1H19 收入同增 49%，归母净利同增 132%近预告上限，毛利...》，2019.8.20

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

估值体系：为何看好中公 2000 亿目标市值？

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.187	0.275	0.367	0.476
每股净资产(元)	1.22	0.48	0.75	1.11	1.58
每股经营性现金流(元)	1.22	0.23	0.39	0.47	0.58
市盈率(倍)	6.22	101.16	68.89	51.49	39.74
净利润增长率(%)	696.73%	119.67%	46.85%	33.79%	29.56%
净资产收益率(%)	52.47%	39.03%	36.68%	33.12%	30.18%
总股本(百万股)	820.34	820.34	6,167.40	6,167.40	6,167.40

来源：公司年报、国金证券研究所

核心观点

- **中公教育的定位：具有持续涨价基础的强品牌公司，处于较快增长通道，且品牌效应越来越强。**如果把培训行业按照四个象限划分，中公教育属于成人应试教育，而应试教育的付费刚性，要显著强于素质教育。我们认为中公教育的培训具有和学而思的小升初培训类似的“模糊且重要”的特征：考前信息不对称，试错成本高，使得消费者倾向选择名气最大，服务最好的品牌，导致行业的龙头品牌效应越来越强，学而思在小学培训行业就是典型案例。我们认为中公教育在“招录类考试”领域里，品牌也会越来越强。这个特点可以带来：①市占率提升，增长速度较快；②产品价格有持续上涨的空间，在目前可见的预期中，至少不会低于 CPI 增速，而且消费者消费意愿很强。
- **以化妆品品牌为对比，“peg”体系下的估值水平应该是怎样的？**较好的增长率（2 年内复合约 35%，3-5 年内复合约 25%），较好的长期产品涨价预期，越来越强的品牌，理论上来说，在 peg 的成长股估值体系之上，基于其品牌价值，可以享有一定程度的溢价。对比化妆品品牌公司估值来看，A 股的丸美和珀莱雅的 peg 水平分别在 1.5 和 2 左右，海外公司的 peg 水平都在 2 以上。以一致预期口径来看，中公教育 20/21/22 年对应的 peg 大约是 1.30/1.15/1.12。我们测算持有的上涨空间来自于：①若假设 PE 值不变，2022 年 peg 上升至 1.97，至 2022 年累积上涨空间约 64%。②如果乐观一点，2022 年按照 peg=2.20 进行推演，至 2020 年累积上涨空间为 84%。
- **PE 值的一个理论基础——戈登模型：** $PE=1/(r-g)$ ，r 是贴现率，g 是永续增长率，对于中公这样的具有涨价预期的强品牌公司来看，g 比较高。该理论基础反映出未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论应享有更高估值。
- **一个典型的可对比案例——2017-2019 年的好未来：**好未来过去三年（2017-2020）之间的股价变迁，具有非常强的可参考性，201706-至今，好未来的股价大概上涨了 200%。具体来看，好未来在 2017.10 的对应 PE 估值约 70x，对应 peg 约 1.2，后来业绩增速放缓，到了 2019.12 其对应 PE 估值依然在 70x 左右，对应 peg 约 2。这期间，好未来最低的对应扣非 PE 估值也达到 50x，peg 从未没有低于 1 过。
- **投资建议：**对于质地足够好，增长足够确定的品牌消费品公司来说，持有时间足够长，即使不考虑估值上涨，涨业绩也能带来可观的收益。我们预计一季度业绩可能会受到疫情较大影响，但全年业绩受影响相对较小，我们预计公司 19-21 年实现归母净利 16.9/22.7/29.4 亿元，对应 P/E 分别为 69/51/40 倍，龙头优势有望持续凸显，维持买入评级，提高目标价至 25 元。
- **风险提示：**疫情影响；政策风险；招录人数下滑等风险。

1.中公教育的定位——具有持续涨价基础的强品牌公司，处于较快增长通道，且品牌效应越来越强

- 中公教育的业务领域往大了分，分成公务员，教师，事业单位，其他等。但是其实具体来说，事业单位里面包括 XX 馆，XX 站，XX 台，此外还有军队文职，三支一扶，招警，银行，电网，烟草等等行业。
- 所有这类“通过 XX 考试获取 XX 工作的”进入的领域，都是中公教育的擅长领域（与此相对，那些只是培养技能，不可招录&考试反馈的行业，是中公教育并不那么擅长的领域）。
- 我们简单测算，招录类的职业培训行业预计有 2000 亿的市场规模，如果中公教育能在这个市场做到 35%的市占率，那营收空间可以向 700-800 亿展望，按 20%的净利率计算，约 160 亿的净利润空间，还是可展望的。
- 市场规模测算逻辑变化，测算结果也会有所变化，不过可以看到市场空间很大，现在中公教育虽然是龙头，但是仍有很大的发展空间。

图表 1：职业教育培训主要细分市场规模测算

细分领域			假设不变			现在				未来			
			录取人数 (万人)	录取率	考试人数 (万人)	参培率	参培人数 (万人)	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)	参培率	参培人数 (万人)	客单价 (元 /人)	市场规模 (亿元)
职业考试培训	公务员招录	国考笔试	2.10	2.1%	100	30%	30	10000	30	50%	50	15000	75
		国考面试	2.10	20.0%	11	50%	5	13000	7	80%	8	16900	14
		国考合计				35		37		58		89	
		省考笔试	12.04	3.3%	370	30%	111	9000	100	50%	185	13500	250
		省考面试	12.04	25.0%	48	50%	24	12000	29	80%	39	15600	60
		省考合计				135		129		224		310	
	公务员合计				170		166		282		399		
	事业单位招录		93.00	10%	930	23%	214	7000	150	43%	400	10500	420
	教师类	教师招录	48.00	12%	400	23%	92	6000	55	43%	172	9000	155
		教师资格考试			651	20%	130	3000	39	40%	260	4500	117
		教师类合计				222		94		432		272	
	其他职业资格考试（不含教师）				2395		472		167		677		392
	考研				290	35%	102	12000	122	80%	232	24000	557
职业考试培训合计						1180		698		2023		2040	
职业技能培训	烹饪技术、信息技术、汽车服务							393				705	
	其他职业技能培训							587				909	
	职业技能培训合计							980				1614	
职业教育培训合计								1678				3654	

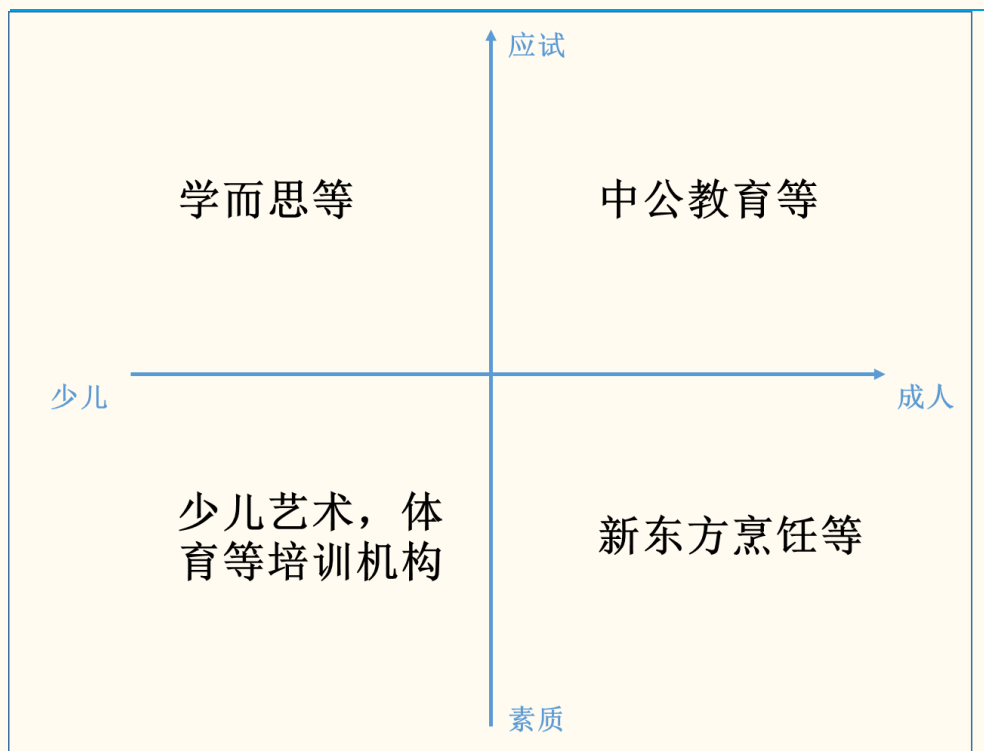
来源：国家公务员考试网，弗若斯特沙利文，人社部-人力资源和社会保障事业发展统计公报，中公官网，华图官网，国金证券研究所绘制

1.客单价按人数计算，而非按人次计算，按人数计算客单价要高于按人次计算；

2.公务员考试培训提供春秋班，冲刺班，押题班，申论，行测等班型，班型复杂，一般一名学员会报名几个不同班型，所以在每门课客单价 4000-10000 元情况下，按人数测算客单价较高。

- 如果把培训行业按照四个象限来说的话，中公教育属于：成人应试教育。应试教育的付费刚性，要显著强于素质教育。
- 此外，中公教育的培训具有和学而思的小升初类似的特征——“模糊且重要”，这个特征有两个特点“模糊”=“考前信息不对称”，“重要”=“试错成本高”，也就是说，考前考生不能知道自己的水平在一同的竞争者中大体位于什么位置，而如果这次没有考上，那么可能就需要 GAP 一整年，明年成为往届生，这个压力是非常大的。相比而言，K12 中学阶段的培训，期中，期末考试差不多都能大致知道自己的成绩，如果这学期没考好，大不了下学期再来，就不具备“模糊且重要”这个特点。

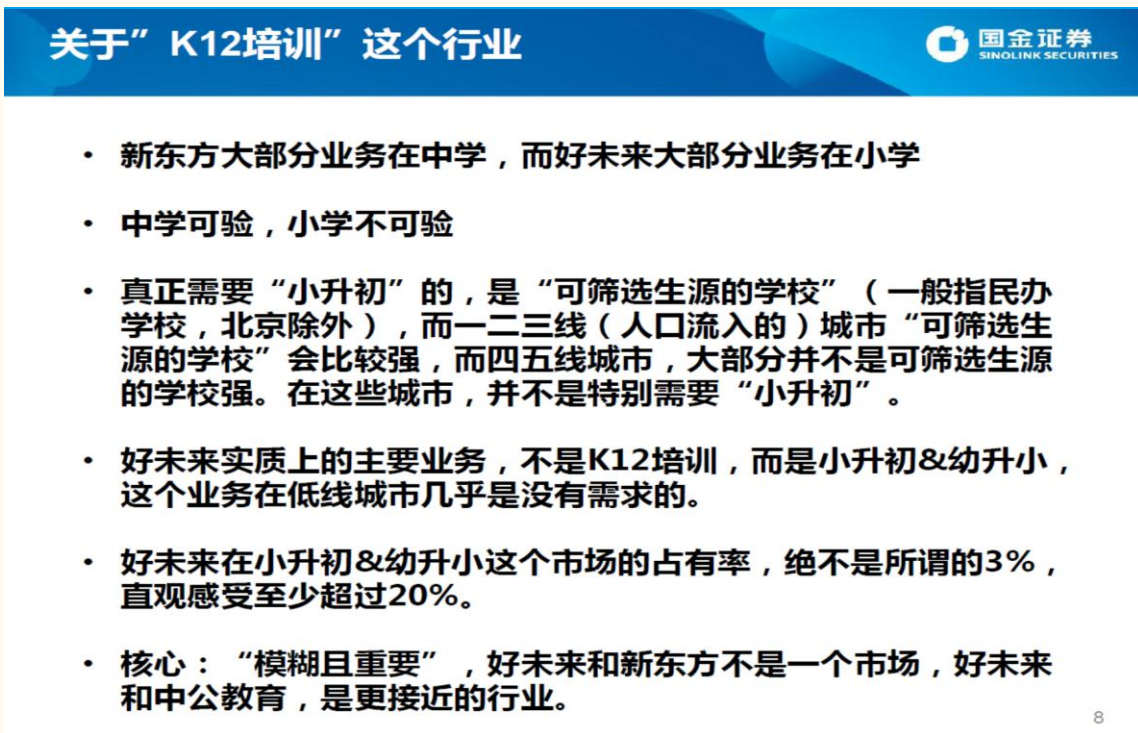
图表 2：培训公司维度表



来源：国金证券研究所绘制

- 这个“模糊且重要”的特点，带来什么？即——考试前大家不知道自己位置如何，试错成本又高，就使得消费者，选择培训的时候，不清楚情况，就会选择名气最大，服务最好的品牌，导致这个行业里面的品牌效应特别强，而且越来越强。一个非常典型的例子就是——学而思在小学培训这个行业里面，特别强，而中学培训里面，就没有学而思这么强的机构。

图表 3：关于“K12 培训”这个行业



来源：国金证券研究所绘制

- 那么我们下这么一个结论——中公教育在“招录类考试”这个领域里面，品牌会越来越强。而品牌越来越强：
- 第一个带来的是——在这个行业的增长中，中公教育会攫取相当大比例，增长速度会比较快。
- 第二个带来的是——中公教育的产品价格有持续上涨的空间，在目前可见的预期中，至少不会低于 CPI 增速。而消费意愿也特别强，因为很多人在中公教育的消费，不认为是“消费”，而是“对自己的投资”。
- 所以我们给中公教育的定位是“品牌越来越强，有较快增长，有涨价空间的强力品牌公司”，应该可以说是“值得长期持有的核心资产”。
- 此外，中公教育旗下 40000 余员工，目前全国约 1500 网点均为直营（和年报口径有差异），除了品牌壁垒外，强大的管理能力，也是一个重要的壁垒。

2.中公教育的增长预期

- 中公教育的强势，很大程度上来源于——预期确实可以实现。在上市时候中公教育给予的 2018/2019 年 9.3 亿/13 亿的业绩预期，全部超额完成，加之对于公司全方位的研究，我们认为，中公教育未来持续实现业绩预期是概率较大的事情。
- 市场一致预期对于中公教育 19/20/21 年的预期利润是 17.2/23.7/31.1 亿，19/20/21 年增长率约 52%/38%/31%，未来 3-5 年，随着基数的变大，预计整体增速大致会在 25%上下。
- 以最新收盘价 18.91 元计算（截止 2020.2.18），中公教育总市值为 1166 亿元，20/21 年对应 PE 估值大约是 49x/37x。
- 此外，中公教育有一个长期的增长预期——即，长期来看，其产品价格有望持续提升。
- 另外，中公教育的增长是一种较为健康的运作模式，即不要太多的资本开支投入固定资产，这使得其分红比率较高，预计利润的较大比例会用来分红。

3.以化妆品品牌为对比，“peg”体系下的估值水平应该是怎样的？

- 较好的增长率（2 年内复合约 35%，3-5 年内复合约 25%），较好的长期产品涨价预期，越来越强的品牌，理论上来说，在 peg 的成长股估值体系之上，而基于其品牌价值，是可以享有一定程度上的溢价的。
- 我们对比 A 股其他几个增长中的化妆品品牌公司（化妆品和教育，同样属于抗周期能力较强的品牌消费品）。珀莱雅和丸美的 Peg 水平，一个是 1.5 左右，一个是 2 左右。

图表 4：珀莱雅和丸美股份的 peg 水平

	对应20年PE估值	20年对应扣非增速	peg
珀莱雅	46	30%	1.53
丸美股份	45	22%	2.05

来源：wind，国金证券研究所

- 可以看到，市场对于“具有韧性的，长期具有涨价属性”的消费品牌，给予了更高的 peg 估值溢价，1.5-2 的 peg 估值溢价，是可以接受的。
- 而国外的化妆品品牌同样来做对比。基本上，如果以 PEG 的体系来评估，国外的化妆品品牌公司的 PEG 都在 2 以上。
- 这也说明——具有持续涨价能力的品牌公司，在 peg 估值评估体系下，是可以享有更高的 peg 的。

图表 5：全球化妆品品牌商巨头核心数据一览

	欧莱雅	雅诗兰黛	宝洁	资生堂	花王	高丝	POLA	爱茉莉太平洋	LG生活健康	上海家化	珀莱雅	丸美股份
当前市值 (亿美元)	1479	722	2986	325	351	101	54	59	148	32	22	27
营业收入 (亿美元)	318	149	677	99	137	30	23	48	61	11	3.5	2.4
净利润(亿美元)	46.7	19.8	111	5.9	14.3	3.3	2.1	2.6	5.8	0.9	0.4	0.6
最近三个财年营收复合增速	6%	10%	1%	12%	4%	14%	8%	4%	9%	7%	13%	10%
毛利率	73%	77%	49%	79%	43%	73%	83%	73%	60%	63%	64%	68%
销售及管理费用率 (SG&A)	51%	60%	25%	66%	25%	55%	63%	58%	43%	53%	45%	39%
研发费用率	3.40%	1.30%	2.80%	2.70%	3.80%	1.60%	2.00%	1.80%	0.30%	2.10%	2.20%	2.20%
营业利润率	18%	18%	19%	10%	14%	16%	16%	9%	15%	9%	16%	31%
存货周转天数	132	195	51	220	82	230	191	99	79	110	89	87
应收账款周转天数	54	41	26	54	52	47	41	21	29	49	10	1
应付账款周转天数	207	129	112	137	48	101	47	30	30	102	126	177
5年平均调整ROE	15%	36%	18%	10%	18%	15%	11%	12%	21%	13%	18%	36%
Forward PE	31	34	25	41	23	27	23	27	24	36	39	37

资料来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所；备注：当前市值取自2019年8月27日数据；以上财务数据均来自各品牌公司最新财年（本报告时间为2019年8月）；营收、净利润均取自Bloomberg的经调整营收及净利润；珀莱雅、丸美股份由于上市不满5年，5年平均调整ROE以最新财年ROE代替

来源：Bloomberg，wind，国金证券研究所

图表 6：国际化妆品&日化品牌 peg 对比

国际化妆品&日化品牌peg对比			
	复合增速 (%)	对应下一财年PE	peg
欧莱雅	6	31	5.2
雅诗兰黛	10	34	3.4
资生堂	12	41	3.4
高丝	14	27	1.9
POLA	8	23	2.9
爱茉莉	4	27	6.8
LG	9	24	2.7
宝洁	1	25	25.0
花王	4	23	5.8

来源：Bloomberg，wind，国金证券研究所

- 那么我们回过头来看看中公教育的 peg 体系估值情况，以一致预期口径来看，2020/2021/2022 年对应的 PE 大概是 49x/36x/28x，而对应的 peg 大约是 1.30/1.15/1.12。
- 我们认为对于这样的品牌公司来说，目前的估值是合理，且有些偏低的（以化妆品公司的 peg=1.5-2 做对比来看）。

图表 7：中公教育估值体系（按照 wind 一致预期）

中公教育估值体系（一致预期）			
	2020E	2021E	2022E
PE	49	36	28
利润增速（%）	38	31	25
peg	1.30	1.15	1.12

来源：wind，国金证券研究所

■ 那么持有的上涨空间来自于哪里？

- ①若我们认为目前 49x 的估值是合理的，那么未来几年我们保持这个估值的话，那么 peg 会在 2021 年上升至 1.57，会在 2022 年上升至 1.97，那么以中公教育的品牌地位和韧性来看，这个 peg 水平依然是可以接受的（而且在好未来身上切实发生过），那这样的话，2021E 的上涨空间大约是 31%，2022E 的累积上涨空间大概是 64%（在业绩符合预期的情况下）。
- ②如果乐观一点，认为中公教育的产品特性和品牌地位下，对比目前好未来的情况来看，认为 peg=2.20 也合理的话，那么 2021 年按照 Peg=1.60，2022 年按照 peg=2.20 来进行推演，相当于迎来了一个戴维斯双击，那么至 2021 和 2022 年，上涨空间分别为 34%，84%。

图表 8：中公教育估值体系（按照 wind 一致预期，假设 PE 不变&假设 peg 上涨至 2.2）

中公教育估值体系（若保持PE不变）			
	2020E	2021E	2022E
PE	49	49	49
利润增速（%）	38	31	25
peg	1.30	1.57	1.97
股价上涨空间		31.3%	64.1%

中公教育估值体系（peg上涨至2.2）			
	2020E	2021E	2022E
PE	49	50	55
利润增速（%）	38	31	25
peg	1.30	1.60	2.20
股价上涨空间		34.2%	84.2%

来源：wind，国金证券研究所

4. PE 值的一个理论基础——戈登模型

- 我们将戈登模型里面做一些变化，可以大致得到市盈率 PE 的估值： $PE=1/(r-g)$ ，其中 r 是贴现率， g 是永续增长率。
- 贴现率 r ，可以理解为社会融资成本，GDP 增长预期，CPI 增长等等经济的增长贴现指标。
- 永续增长率 g ，对于中公教育这样的具有涨价预期的强品牌公司来看，是比较高的。
- 会发现由此公式计算的 PE 波动是很大的。比如， $r=6\%$ ， $g=4.5\%$ 的时候， $PE=66x$ ， $r=5\%$ ， $g=4\%$ 的话，PE 可以达到 $100x$ ，而如果 $r=5\%$ ， $g=3\%$ ，那么 PE 是 $50x$ ，而如果 $r=6\%$ ， $g=3\%$ ，那么 PE 大概 $33x$ 。这个模型中，假设永续增长率 g 是不会高于贴现率 r ，否则模型就是发散的了的。

图表 9：由戈登模型得到的 PE 市盈率

由戈登模型得到的 PE 市盈率 (r 为贴现率， g 为永续增长率)				
	$r=6$	$r=5$	$r=4$	$r=3$
$g=5$	100	不存在	不存在	不存在
$g=4.5$	66	200	不存在	不存在
$g=4$	50	100	不存在	不存在
$g=3$	33	50	100	不存在
$g=2$	25	33	50	100

来源：国金证券研究所计算

- 从戈登模型的理论基础，反映一个问题——即：未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论上应该享有更高的估值。
- 那么以刚才简单的 r 和 g 的代入来看，中公教育估值 50-100 倍，也是可以的，事实上，2019 年下半年的时候，中公教育大概就是在这个估值范围。

5.一个典型的可对比案例——2017-2019 年的好未来

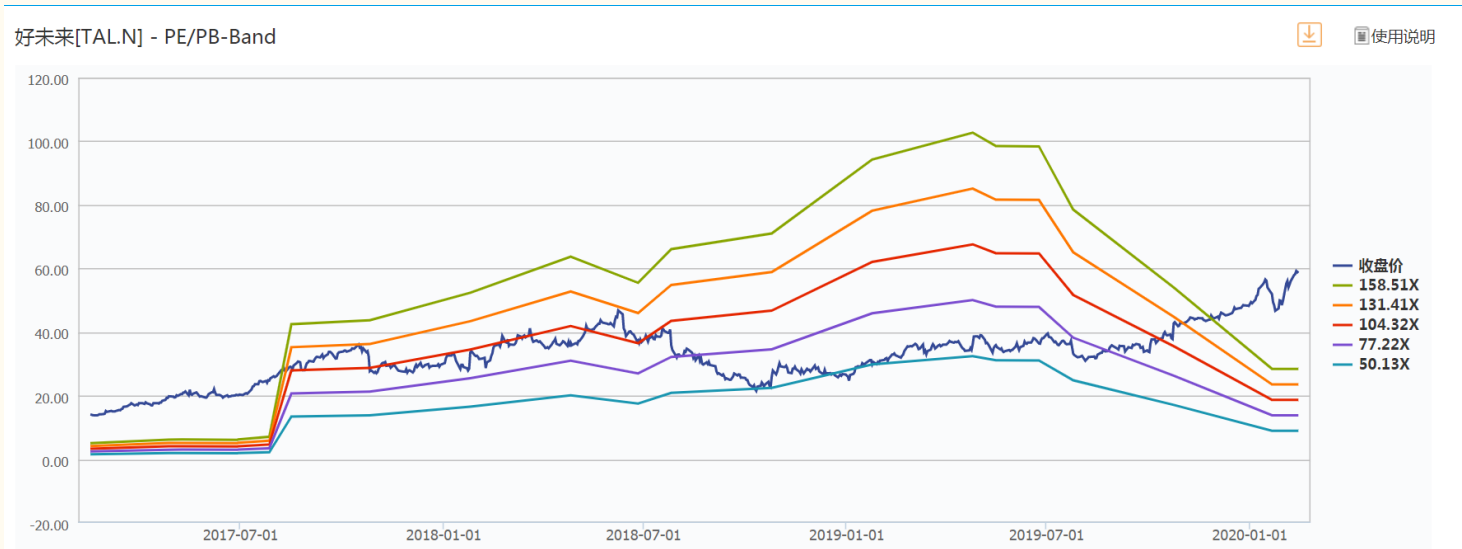
- 前文分析到，中公教育和好未来有着接近的产品属性，而好未来过去三年（2017-2020）之间的股价变迁，具有非常强的可参考性。
- 201706-至今，好未来的股价大概上涨了 200%。

图表 10：好未来股价走势



来源：wind，国金证券研究所

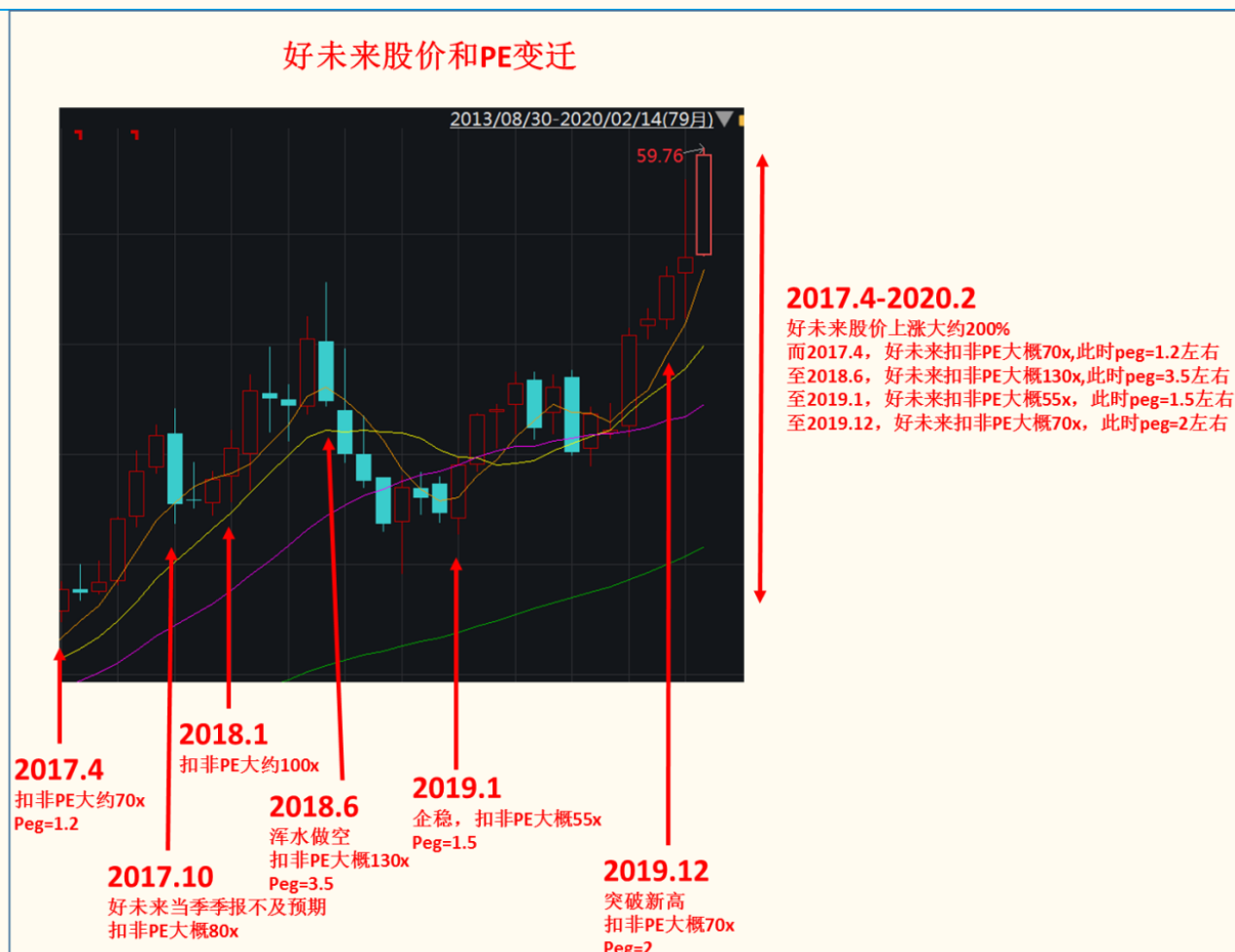
图表 11：好未来 PE-BAND



来源：wind，国金证券研究所

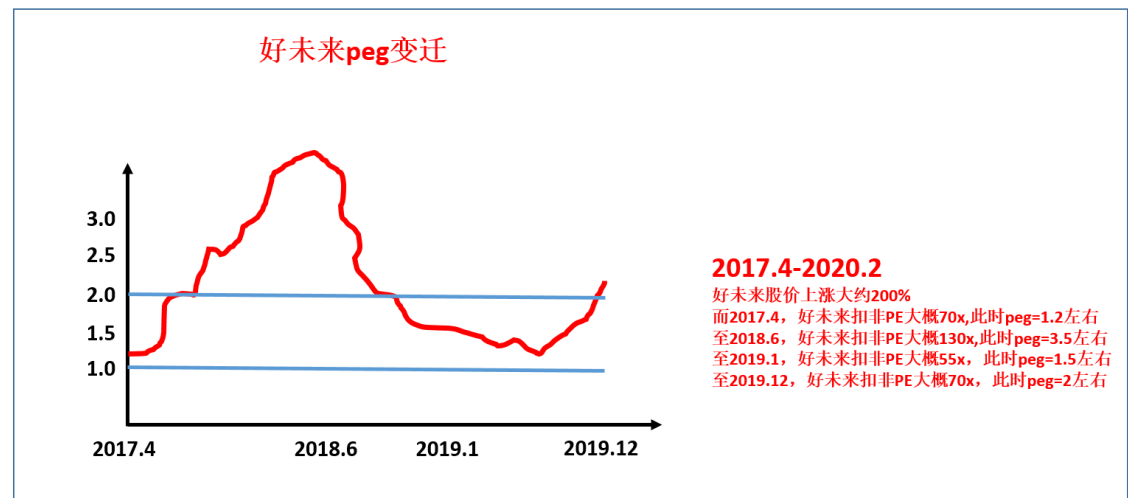
- **2017.4:** 2017 年的时候，好未来的业绩增速大约是 60%+，对应 PE 估值大概是 70x，对应 peg 差不多是 1.2。但是我们在 2018 年的时候，意识到好未来的未来增速应该会掉到 30%-35% 的区间，而市场上普遍认为好未来的增速还是在 60% 左右。当时，我们以 peg=1 为参考，判断好未来有所高估。
- **2017.10——2018.6:** 但出乎意料的是，自 2017.10-2018.6，好未来的股价上涨了 65%，对应 PE 估值从大概 80x 拔到了最高的 130x，那个时候如果按照市场预期，对应 peg 大约为 2，而如果按照我们的预期，对应 peg 已经在 3.5 左右了。
- 实际上，好未来接下来的最新财年业绩（FY2019-FY2020）和我们预期的一样，增速逐步掉到了 30%-35% 这个区间。
- **2018.6:** 2018.6，好未来遭遇了浑水的做空。我们认为，虽然浑水列举了一堆莫名其妙站不住脚的论据，但是实际上，浑水本质是认为好未来估值过高了。
- **2018.6——2019.1:** 此后好未来的股价几乎腰斩。最低点的位置上大概是 2019.1，好未来对应扣非 PE 大概是 55x，业绩增速约 30%-35% 基本已成为市场共识，对应 peg 大概是 1.5。
- **2019.1 至今:** 此后好未来股价持续波折上涨，到 2019.12，好未来股价突破前高，创了新高，对应 PE 约 70x，对应 peg 约 2。

图表 12：好未来股价及估值变迁（2017.4-至今）



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：好未来 peg 变迁 (2017.4 至今)



来源：wind，国金证券研究所

- **总结来说：**好未来在 2017.10 的对应 PE 估值约 70x，对应 peg 约 1.2，后来好未来业绩增速放缓，到了 2019.12 其对应 PE 估值依然在 70x 左右，对应 peg 约 2。这期间，好未来最低的对应扣非 PE 估值也达到 50x，peg 从未没有低于 1 过。这两年多时间，对应扣非 PE 估值实际上都是 70x 左右，但是期间业绩增长了超过 80%，对应 peg 提高了，股价也实实在在上升了超过 80%。

6.投资建议

- 通过好未来的例子，我们想说明的是，对于一个质地足够好，增长足够确定的品牌消费品公司来说，可能其 PE 估值超过了 50x，peg 达到了 1.5 甚至更高，但是持有时间足够长，即使不考虑估值上涨，涨业绩也能带来可观的收益。我们认为中公教育同样属于增长足够确定的品牌消费品公司，如果持有时间能达到 2-3 年，那么取得 50%以上的收益，还是大概率的事件，在其业绩持续兑现的过程中，预计约 3-4 年之后，有望达到 2000 亿目标市值。
- 我们预计一季度业绩可能会受到较大影响，但因为中公教育是一种“刚性非日常培训”，所以同样的需求，疫情后是需要补偿的，预计全年业绩受影响相对较小，我们预计中公教育 2019-2021 年实现营业收入 89.0/113.5/137.6 亿元，同比增速 43%/27%/21%，实现归母净利润 16.9/22.7/29.4 亿元，同比增速 47%/34%/30%，对应 P/E 分别为 69/51/40 倍，我们认为中公龙头优势有望持续凸显，维持买入评级，提高目标价至 25 元。

风险提示

- 疫情影响对一季度影响存超预期可能性；
- 民促法的政策具有不确定性；
- 参培率提升可能不及预期；
- 公务员、事业单位、教师招录人数存下滑可能性；
- 未来综合所得税率不确定性；
- 职业教育地方性政策或存在差异；
- 扩张过程中教师或存在短缺风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,561	4,031	6,237	8,903	11,350	13,758
增长率		-38.6%	54.7%	42.8%	27.5%	21.2%
主营业务成本	-6,207	-1,630	-2,552	-3,561	-4,540	-5,503
%销售收入	94.6%	40.4%	40.9%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利	353	2,402	3,685	5,342	6,810	8,255
%销售收入	5.4%	59.6%	59.1%	60.0%	60.0%	60.0%
营业税金及附加	-21	-19	-27	-43	-53	-63
%销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-143	-841	-1,102	-1,540	-1,952	-2,339
%销售收入	2.2%	20.9%	17.7%	17.3%	17.2%	17.0%
管理费用	-73	-977	-1,328	-1,754	-2,202	-2,518
%销售收入	1.1%	24.2%	21.3%	19.7%	19.4%	18.3%
息税前利润 (EBIT)	116	564	1,227	2,004	2,603	3,335
%销售收入	1.8%	14.0%	19.7%	22.5%	22.9%	24.2%
财务费用	-48	-28	3	-42	41	109
%销售收入	0.7%	0.7%	0.0%	0.5%	-0.4%	-0.8%
资产减值损失	-17	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	95	110	60	60	60
%税前利润	0.0%	15.2%	8.2%	3.0%	2.2%	1.7%
营业利润	51	631	1,340	2,022	2,704	3,504
营业利润率	0.8%	15.7%	21.5%	22.7%	23.8%	25.5%
营业外收支	34	-6	0	1	2	2
税前利润	86	625	1,340	2,023	2,706	3,506
利润率	1.3%	15.5%	21.5%	22.7%	23.8%	25.5%
所得税	-21	-100	-187	-330	-441	-571
所得税率	25.0%	16.0%	13.9%	16.3%	16.3%	16.3%
净利润	64	525	1,153	1,693	2,265	2,935
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	525	1,153	1,693	2,265	2,935
净利率	1.0%	13.0%	18.5%	19.0%	20.0%	21.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	64	525	1,153	1,693	2,265	2,935
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0
非现金支出	100	108	138	50	62	75
非经营收益	19	-66	-108	3	-51	-62
营运资金变动	-231	433	225	650	625	628
经营活动现金净流	-48	999	1,408	2,396	2,901	3,575
资本开支	-91	-159	-263	-325	-342	-363
投资	-160	-1,504	-2,202	-1	0	0
其他	6	95	105	60	60	60
投资活动现金净流	-245	-1,569	-2,360	-266	-282	-303
股权募资	1,000	0	0	0	0	0
债权募资	-349	100	1,507	-1,279	-328	0
其他	-116	32	-95	-95	-52	-52
筹资活动现金净流	535	132	1,412	-1,374	-380	-52
现金净流量	242	-437	460	756	2,238	3,220

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	856	190	649	1,405	3,643	6,863
应收款项	88	40	45	68	81	98
存货	718	0	0	0	0	0
其他流动资产	570	2,171	2,376	2,579	2,780	2,981
流动资产	2,232	2,401	3,070	4,052	6,504	9,942
%总资产	52.5%	74.2%	42.6%	47.9%	58.1%	66.6%
长期投资	406	52	936	937	936	936
固定资产	885	280	790	962	1,141	1,327
%总资产	20.8%	8.7%	11.0%	11.4%	10.2%	8.9%
无形资产	656	462	559	563	567	571
非流动资产	2,016	834	4,132	4,408	4,690	4,980
%总资产	47.5%	25.8%	57.4%	52.1%	41.9%	33.4%
资产总计	4,248	3,235	7,202	8,461	11,194	14,923
短期借款	923	100	1,607	328	0	0
应付款项	1,225	1,747	2,108	2,839	3,618	4,385
其他流动负债	49	349	437	581	640	719
流动负债	2,198	2,195	4,151	3,748	4,258	5,104
长期贷款	18	0	0	0	0	0
其他长期负债	142	39	97	97	97	97
负债	2,357	2,235	4,248	3,845	4,355	5,201
普通股股东权益	1,861	1,000	2,954	4,616	6,839	9,722
少数股东权益	29	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,248	3,235	7,202	8,461	11,194	14,923

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.145	0.640	0.187	0.275	0.367	0.476
每股净资产	4.084	1.219	0.479	0.748	1.109	1.576
每股经营现金净流	-0.105	1.218	0.228	0.389	0.470	0.580
每股股利	0.000	0.000	0.230	0.300	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	3.54%	52.47%	39.03%	36.68%	33.12%	30.18%
总资产收益率	1.55%	16.22%	16.01%	20.01%	20.23%	19.66%
投入资本收益率	3.04%	41.59%	22.68%	33.28%	31.41%	28.43%
增长率						
主营业务收入增长率	25.67%	-38.56%	54.72%	42.75%	27.48%	21.22%
EBIT增长率	71.72%	384.66%	117.58%	63.32%	29.84%	28.15%
净利润增长率	336.34%	696.73%	119.67%	46.85%	33.79%	29.56%
总资产增长率	15.83%	-23.85%	122.64%	17.47%	32.31%	33.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	2.0	0.2	0.5	0.3	0.3
存货周转天数	44.0	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	2.9	9.0	12.8	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	42.2	25.3	40.9	34.9	31.8	30.1
偿债能力						
净负债/股东权益	6.61%	-8.99%	32.44%	-23.33%	-53.27%	-70.60%
EBIT利息保障倍数	2.4	20.1	-485.5	47.4	-62.8	-30.7
资产负债率	55.49%	69.08%	58.98%	45.44%	38.90%	34.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	10	15	21	80
增持	0	3	4	4	18
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.23	1.21	1.16	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-09	买入	12.77	14.50~14.50
2	2019-04-28	买入	12.56	14.50~14.50
3	2019-07-05	买入	13.69	15.50~15.50
4	2019-08-20	买入	14.70	17.50~17.50
5	2019-09-12	买入	15.97	18.50~18.50
6	2019-10-15	买入	17.88	N/A
7	2019-10-29	买入	18.60	N/A
8	2020-01-22	买入	17.86	N/A

来源：国金证券研究所

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



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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