

中公教育 (002607)

2020年省考报名人数预计超400万，培训龙头市占率提升

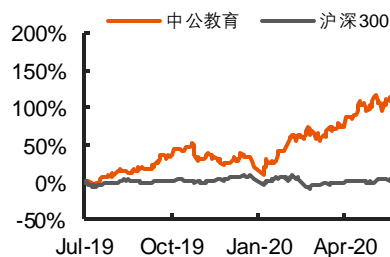
推荐 (维持)

现价: 31.2 元

主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 行业 | 社会服务 |
| 公司网址 | www.offcn.com |
| 大股东/持股 | 鲁忠芳/41.36% |
| 实际控制人 | 鲁忠芳、李永新 |
| 总股本(百万股) | 6,167 |
| 流通 A 股(百万股) | 820 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 1,924.23 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 255.94 |
| 每股净资产(元) | 0.34 |
| 资产负债率(%) | 84.4 |

行情走势图



相关研究报告

《中公教育*002607*疫情扰动短期业绩，景气度持续向上趋势不变》 2020-07-15
 《中公教育*002607*五千万大学生就业服务商，成长未见边界》 2020-06-05

证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
 S1060520050001
 YIYONGJIAN176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

7月18日最后一个省考招录公告发布完成，2020年上半年省考合计招录16.08万人；7月26日首批9个省考笔试完成，8月22日将有17个省联合举行省考笔试。

平安观点:

- **省考如期扩招，报名人数增长:** 1) 2020年上半年全国省考共计招录16.08万人，同比扩招2.58万人(yoy:19.17%)，全国32个省考中29个扩招，其中4个省考扩招100%以上，10个省考扩招30%以上。2) 根据不完全统计，整体报名人数增长20%左右(合计超400万人)，报名人数变动与招录规模高度相关。协议班模式下，扩招带动公司收款和收入确定性增长。
- **招录向乡镇倾斜，面试考核比重有提升趋势:** 1) 2020年国考和省考招考政策和录用计划均向基层倾斜，70%以上的岗位来自于乡镇基层，利好中公这类具有较强网点下沉能力的培训机构。2) 2020年山东省考综合成绩中笔、面试考核占比由原来的“50%/50%”改成“40%/60%”，面试比重显著提升，2019年浙江省考面试比例已提升至60%，其他省考的面试比重有望逐步提升，在此情况下线下场景培训更为重要。
- **省考延期且分批，影响收款和收入确认节奏:** 单就省考而言，今年公告和笔试整体延期3个月以上，造成省考收款高峰期从往年的Q2延至今年的Q3，收入确认相应后延，加上Q3原有的业务需求，公司Q3的收款和收入预计会累计性爆发。
- **盈利预测:** 我们维持盈利预测不变，2020-2022年营收分别为138.33亿元、190.10亿元、254.95亿元，净利润分别为25.76亿元、35.88亿元、48.50亿元，EPS分别为0.42元、0.58元、0.79元，对应目前股价的PE分别为75倍、54倍、40倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 公司业绩不及预期；2) 突发负面事件影响；3) 行业政策变动；4) 公司管理效率下降；5) 竞争格局改变。

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6237 | 9176 | 13833 | 19010 | 25495 |
| YoY(%) | -6.4 | 47.1 | 50.7 | 37.4 | 34.1 |
| 净利润(百万元) | 1153 | 1805 | 2576 | 3588 | 4850 |
| YoY(%) | 1469.5 | 56.5 | 42.8 | 39.3 | 35.2 |
| 毛利率(%) | 59.1 | 58.5 | 58.7 | 58.8 | 59.0 |
| 净利率(%) | 18.5 | 19.7 | 18.6 | 18.9 | 19.0 |
| ROE(%) | 39.0 | 52.6 | 43.1 | 44.3 | 42.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.19 | 0.29 | 0.42 | 0.58 | 0.79 |
| P/E(倍) | 166.9 | 106.6 | 74.7 | 53.6 | 39.7 |
| P/B(倍) | 65.1 | 56.1 | 32.2 | 23.8 | 16.8 |

正文目录

| | | |
|----|------------------------------|----|
| 一、 | 如期扩招，协议班模式下收入确定增长..... | 4 |
| 二、 | 报名人数整体增长 20%左右 | 5 |
| 三、 | 招录向乡镇倾斜，考验培训机构的网点渗透能力..... | 6 |
| 四、 | 面试考核比重有提升的趋势，线下场景培训不可或缺..... | 7 |
| 五、 | 省考延期，并且分批，影响收款及收入确认节奏..... | 8 |
| 六、 | 盈利预测及风险提示..... | 10 |

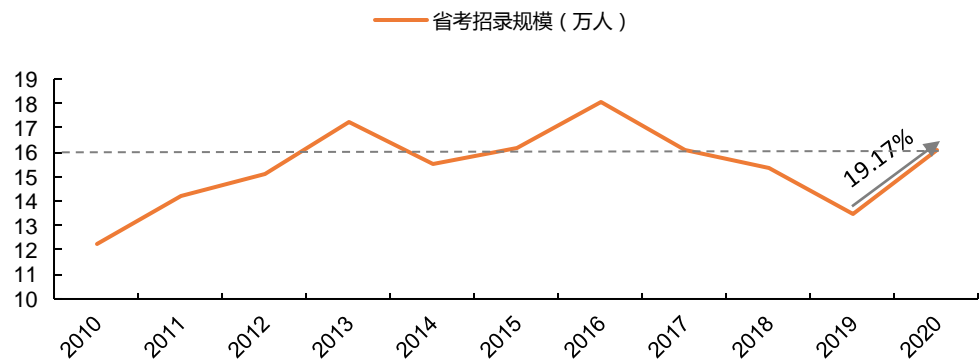
图表目录

| | | |
|-------|-------------------------|---|
| 图表 1 | 2010-2020 年省考招录规模（万人） | 4 |
| 图表 2 | 2019-2020 年各省考扩招情况 | 4 |
| 图表 3 | 公司协议班占营收的比例（%） | 5 |
| 图表 4 | 2020 年省考笔试报名人数变化（已披露数据） | 6 |
| 图表 5 | 福建省考招录与报名过审人数（万人） | 6 |
| 图表 6 | 山西省考招录与报名人数（万人） | 6 |
| 图表 7 | 2019-2020 年山东省考各系统岗位分布 | 7 |
| 图表 8 | 2019-2020 年湖南省考各系统岗位分布 | 7 |
| 图表 9 | 2020 年各省考笔面试考核占比 | 8 |
| 图表 10 | 山东省考笔面试考核占比变化 | 8 |
| 图表 11 | 招录考试结构化面试的场景布置 | 8 |
| 图表 12 | 2019-2020 年省考时间分布对比 | 9 |
| 图表 13 | 2019 年省考笔试时间分布 | 9 |
| 图表 14 | 2020 年省考笔试时间分布 | 9 |
| 图表 15 | 招录考试收款和收入确认的节奏 | 9 |

一、如期扩招，协议班模式下收入确定增长

随着 7 月 18 日最后一个公务员省考公告（河北）的发布，2020 年全国公务员省考招录情况全部确定，全国共计招录 16.08 万人（部分省市下半年有二次招录公告，暂不统计），比 2019 年扩招 2.58 万人（yoy:19.17%）。招录规模有不小的增长，但是绝对值并没有超过历史峰值，与 2017 年相当，因此不存在招录提前“透支”的问题。

图表1 2010-2020 年省考招录规模（万人）



资料来源:中公教育官网,平安证券研究所,备注:2010-19年数据含部分省份下半年招录

从各省具体招录数据来看，1) 全国 32 个省考（含新疆兵团）中 29 个扩招，其中内蒙、宁夏、山东、新疆兵团的扩招均在 100% 以上，另有 10 个省考扩招 30% 以上。2) 仅有青海、西藏和辽宁的省考招录规模有所下滑，其中辽宁下滑比较多的原因是 2019 年已大规模扩招（扩招 1 倍），2020 年属于恢复招录。3) 广东是全国唯一招录规模超万人的地区（12308 人），单省招录规模约为国考招录总规模的一半（2020 年国考招录 24128 人，其中国考广东地区招录 1997 人），对培训机构而言，省考的贡献明显要高于国考。

图表2 2019-2020 年各省考扩招情况

| 省市 | 2019 年 (人) | 2020 年 (人) | 增长 | 省市 | 2019 年 (人) | 2020 年 (人) | 增长 |
|----|---------------|---------------|--------|-----|---------------|---------------|-------|
| 内蒙 | 1471 | 7270 | 394.2% | 上海 | 3123 | 3803 | 21.8% |
| 宁夏 | 527 | 1323 | 151.0% | 江西 | 4148 | 5051 | 21.8% |
| 山东 | 3047 | 7360 | 141.5% | 天津 | 1865 | 2242 | 20.2% |
| 兵团 | 620 | 1277 | 106.0% | 广东 | 10417 | 12308 | 18.2% |
| 四川 | 2953 | 5455 | 84.7% | 黑龙江 | 7963 | 9024 | 13.3% |
| 山西 | 3292 | 5736 | 74.2% | 北京 | 3243 | 3620 | 11.6% |
| 海南 | 706 | 1170 | 65.7% | 云南 | 3470 | 3817 | 10.0% |
| 吉林 | 3668 | 5649 | 54.0% | 湖南 | 6522 | 7110 | 9.0% |
| 福建 | 2471 | 3724 | 50.7% | 安徽 | 7006 | 7474 | 6.7% |
| 新疆 | 2747 | 4020 | 46.3% | 贵州 | 2063 | 2161 | 4.8% |
| 广西 | 4086 | 5890 | 44.2% | 河北 | 9158 | 9366 | 2.3% |
| 湖北 | 5690 | 8103 | 42.4% | 甘肃 | 2068 | 2109 | 2.0% |
| 重庆 | 1327 | 1783 | 34.4% | 浙江 | 4829 | 4831 | 0.0% |

| | | | | | | | |
|----|------|------|-------|----|------|------|--------|
| 河南 | 7478 | 9837 | 31.5% | 青海 | 822 | 821 | -0.1% |
| 江苏 | 6507 | 7985 | 22.7% | 西藏 | 342 | 307 | -10.2% |
| 陕西 | 4720 | 5765 | 22.1% | 辽宁 | 7209 | 4428 | -38.6% |

资料来源：中公教育官网，平安证券研究所，备注：招录数据不含下半年二次招聘

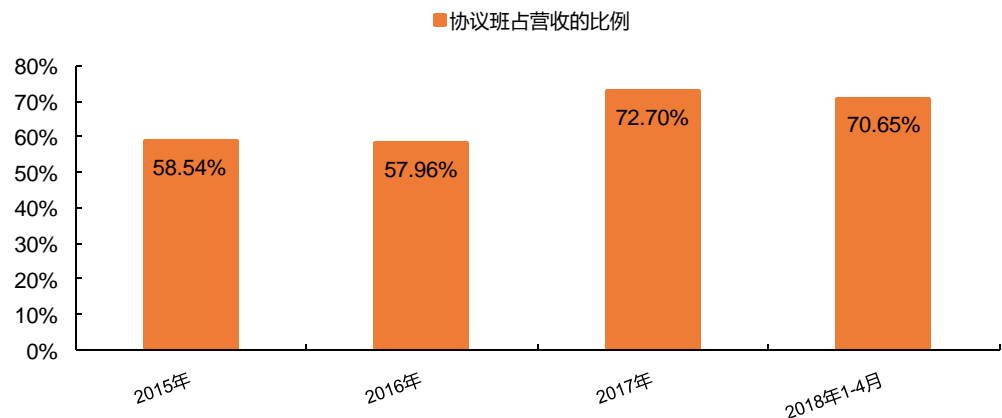
省考扩招原因：1) 机构改革结束后正常反弹，为提高政府机关的行政效率以及匹配经济的快速发展需求，政府机关有每 5 年进行一次改革的传统，改革期间政府机构的人事冻结或缩招，因此对当年省考公务员和次年国考公务员招录产生重大影响。2018 年 3 月发布政府机构改革文件，要求当年完成中央和省级机关的改革，2019 年 3 月前完成市县级机构改革。因此造成 2019 年国考招录规模锐减 49%，各地省考招录规模也出现不同程度的下滑；但是改革期结束之后，压制的需求逐步爆发，2020 年国考反弹 48%，省考也按照正常逻辑反弹。

2) 保就业需要，疫情及贸易摩擦等影响，近两年国内宏观经济压力较大，企业新增就业岗位相对有限，而高校毕业生等待就业群体规模在持续增加，因此国家扩大机关及事业单位的招录规模。

3) “官民比”（公务员占人口比例）与国际主要国家相比仍有差距，2017 年统一口径后（扣除军队、医疗和教育后财政供养群体）的中国官民比为 1.24%，而国际主要国家的“官民比”基本在 2%-4% 之间，经济越发达“官民比”越高。另外国内教育和卫生医疗明显供不应求。

协议班模式下，招录扩招带动公司收入增长，公司培训产品以协议班为主，协议签署阶段会产生大量的预收款，当学员参加培训后通过某一阶段后再将预售款确认为收入。省考扩招一方面带动报名参考笔试人员的规模上升，另一方面能够进入面试的人员规模上升（大约 3 倍招录人数进入面试），最终被录取的人员规模也更大，因此协议班模式下在笔、面试阶段收款和收入都会确定性的增长。

图表3 公司协议班占营收的比例

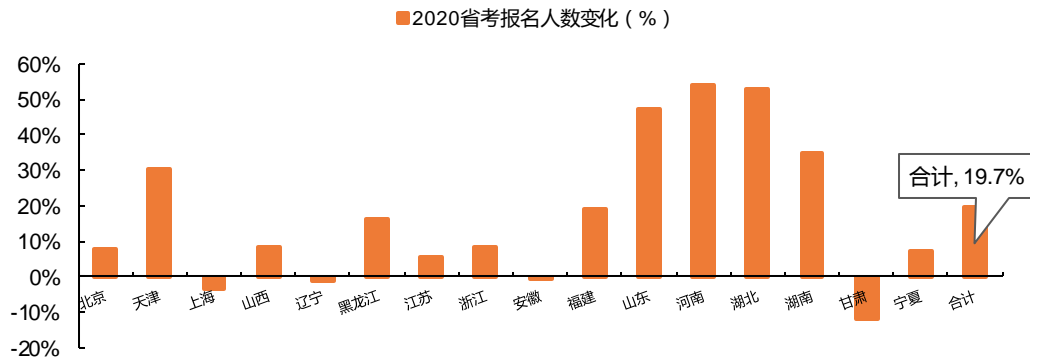


资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 报名人数整体增长 20%左右

根据我们不完全统计（部分省考报名人数尚未披露或者未完成），报名人数整体增长 20%左右。细化来看，1) 山东、河南、湖北、湖南和天津的报名人数增长超过 30%，一方面是这些省份招录规模大且 2020 年扩招明显，另一方面这些省份本就是人口和考公大省。2) 个别省考报名人数同比小幅下降，如上海和甘肃分别小幅下滑 3.2%和 11.8%，两地招录规模偏小（2020 年分别招录 3803 和 2109 人），下滑人数绝对值仅几个或者几十个；招录比其实没有发生太大的变化（2019、2020 年上海的报录比分别为 20:1、16:1；甘肃的报录比分别为 62:1、54:1）。

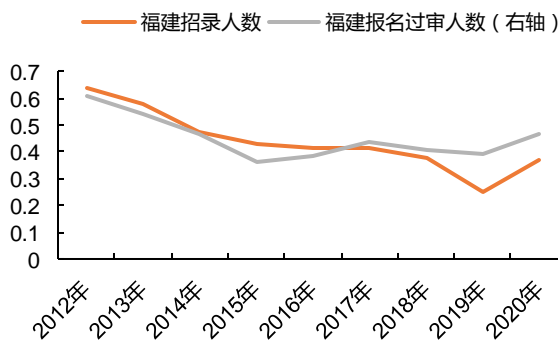
图表4 2020年省考笔试报名人数变化(已披露数据)



资料来源:中公教育官网,平安证券研究所,合计数据不完全统计数据,个别省考报名人数未披露

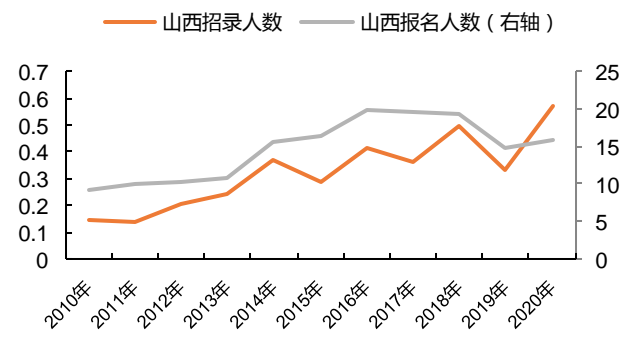
省考报名人数的增减趋势与招录规模高度相关,招录规模越大则考试“上岸”的机会更多,考生报名参考的主观意愿相对更强,例如我们选取的福建、山西两省的招录规模和报名人数趋势高度一致。但是受制于考试难度和当期大学生规模限制,省考报名人数不大可能出现大幅的变化,以区间波动或者缓慢增长为主。

图表5 福建省考招录与报名过审人数(万人)



资料来源:中公教育官网,平安证券研究所

图表6 山西省考招录与报名人数(万人)



资料来源:中公教育官网,平安证券研究所

三、 招录向乡镇倾斜, 考验培训机构的网点渗透能力

2020年国考和省考招录坚持基层导向,招考政策和录用计划向基层一线倾斜,其中2020年国考招录岗位中有77.25%来自于县级及以下地区。我们对2020年山东和湖南省考招录岗位进行拆分,基层岗位招录占比分别为70.6%和76.0%,其余省考的基层岗位占比类同。

根据我们此前报告的研究显示,招录类考试具有较强的地域属性,特别是在面试阶段,各市县之间面试的地点、时间等都不一样,容易产生信息差,因此考生更愿意向“目标地”汇集参加培训。公考基层岗位占比越高,报考相关岗位的考生越会向基层流动,客观上要求培训机构下沉。在整个赛道内,中公的下沉培训网点远超其他竞争对手,获客和教培供给优势较明显。

图表7 2019-2020年山东省考各系统岗位分布

| 系统 | 2020年 | 2019年 |
|------------|-------|-------|
| 法院 | 697 | 864 |
| 司法 | 268 | 140 |
| 监狱 | / | 153 |
| 公安 | 501 | / |
| 检察院 | 244 | 149 |
| 审计 | / | 4 |
| 本土人才 | / | 224 |
| 三农 | / | 186 |
| 其他地区/县委组织部 | 5193 | 1286 |
| 其他系统 | 471 | 41 |
| 总计 | 7356 | 3047 |

资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

图表8 2019-2020年湖南省考各系统岗位分布

| 系统 | 2020年 | 2019年 |
|---------|-------|-------|
| 省直及垂直机构 | 379 | 357 |
| 市直 | 278 | 99 |
| 县直 | 639 | 186 |
| 乡镇机关 | 4764 | 4128 |
| 法检系统 | 486 | 821 |
| 公安机关 | 564 | 487 |
| 总计 | 7110 | 6522 |

资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

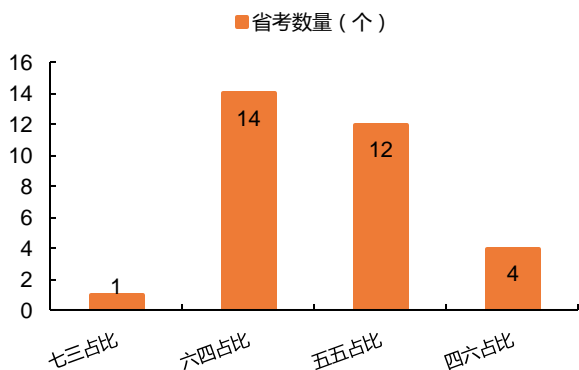
四、 面试考核比重有提升的趋势，线下场景培训不可或缺

2020年山东省考招录公告提出“综合成绩的计算方法：未组织专业能力测试的，按笔、面试成绩分别占40%、60%的比例百分制合成”，将笔、面试考核比重由于原来的“五五”（笔、面试各占50%）改成“四六”（笔、面试分别占40%、60%），面试成绩考核占比显著超过笔试。

纵观山东省考历史，2005-2019年笔、面试考核比重为“五五”，2020年开始将考核比例改为至“四六”，面试考核占比确定性提升。另外，浙江2019年首次将笔、面试考核占比从“五五”改成“四六”。

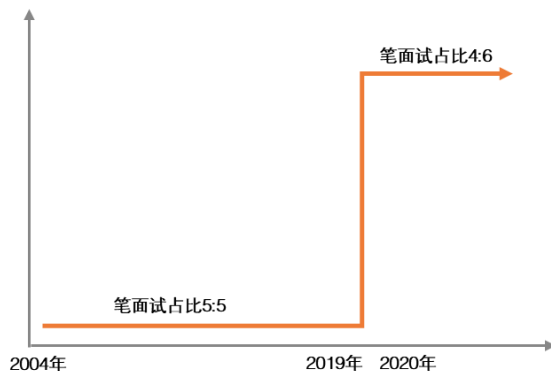
从我们跟踪各省考公告情况来看，2020年大部分省考的笔、面试考核占比仍是“六四”或者“五五”，仅有四个省考（分别为上海、河北、浙江和山东）的笔、面试考核占比为“四六”，但是随着国家对公务员选拔的标准更加综合化、全面化，不排除未来其他省考会向“四六”考核转变。

图表9 2020年各省考笔面试考核占比



资料来源：中公教育官网, 平安证券研究所

图表10 山东省考笔面试考核占比变化

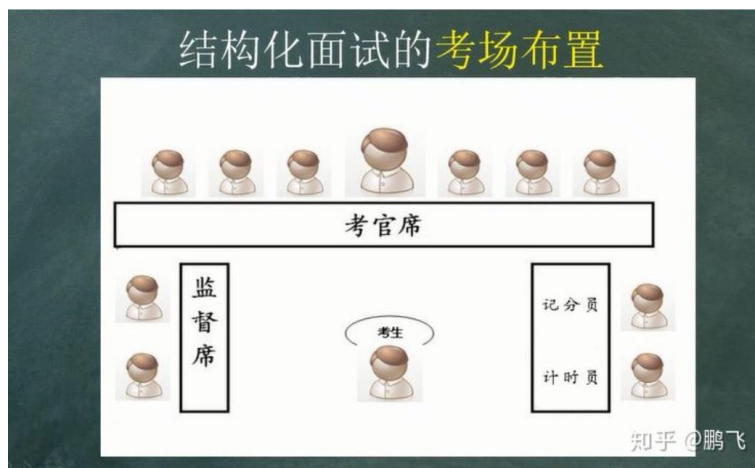


资料来源：中公教育官网, 平安证券研究所

按照山东省考绝大多数岗位情况做换算,最终综合成绩=(行测成绩×50%+申论成绩×50%)×40%+面试成绩×60%,其中行测、申论各100分,而面试也是100分,那么根据这个占比,我们可以得出,面试的一分相当于笔试的三分。对于笔试要进行三科考试的考生来说,面试一分的价值更高,综合来看,面试的分值可谓是相当值钱了。

省考面试多采取结构化等多种形式,一般来说都是单个考生与考官组进行面对面问答交流,考生基本处于“被包围”状态,需要考生拥有较好的心理素质和临场反映能力。但是面试的内容范畴、交流形式等相对稳定,不大可能出现“临时变动”,因此提前的培训学习、模拟等方法能够起到较好作用,场景式培训适合线下,线上难以满足。

图表11 招录考试结构化面试的场景布置

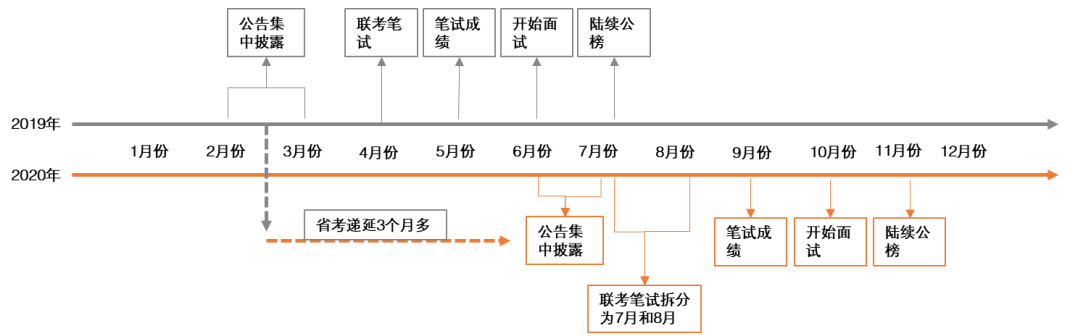


资料来源：知乎, 平安证券研究所

五、 省考延期，并且分批，影响收款及收入确认节奏

今年省考受疫情影响产生大范围延期,往年2-3月份是公告集中披露期(少部分省考单独举行),4月中下旬联考笔试、5月份出笔试成绩、6月各地开始组织面试,此后公榜确认录取名单。而2020年省考公告时间递延至6月下旬才逐步披露,最晚一个省考公告的披露时间为7月18日,联考笔试的时间分拆到7月和8月,笔试成绩、面试、公榜录取等环节均往后延。整体来看,今年省考递延时间超过3个月。

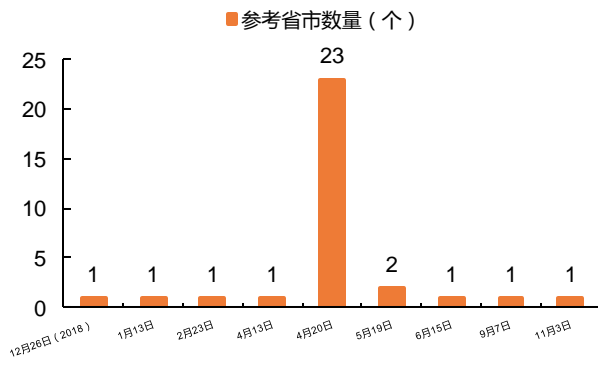
图表12 2019-2020年省考时间分布对比



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

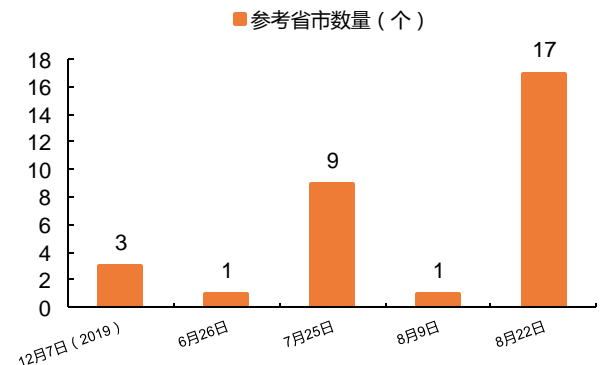
通过拆解 2019 和 2020 年省考笔试时间可知，2019 年 32 个省考（含新疆兵团）笔试中 23 个于当年 4 月 20 日联合举行，其余省考笔试错落分布在其他时间，基本于上半年完成；而 2020 年上半年基本没有笔试，省考联考笔试分拆于 7 月 25（9 个）和 8 月 22 日（17 个）举行。

图表13 2019年省考笔试时间分布



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

图表14 2020年省考笔试时间分布



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

一般来看，招录考试的收款高峰期有两个，一个是公告披露到笔试阶段，岗位明确之后考生的报班选择也更确定，另一个是笔试出成绩到面试阶段，进入面试的考生报班参培意愿较高。就省考单项目来看，2020 年公告和笔试的延期会导致收款递延，往年 Q2 收款高峰递延至今年的 Q3，收入确认也相应递延。

图表15 招录考试收款和收入确认的节奏



资料来源：平安证券研究所

六、盈利预测及风险提示

尽管公司上半年业绩受疫情影响而略有亏损，我们暂时不调整全年业绩预测，待下半年具体跟踪数据再做更新。行业需求持续旺盛，景气度有望延续多年；行业竞争格局不断优化，宏观环境的变化对中小机构产生负面冲击，而大型培训机构的现金流充足，并且“产能”供给能够持续提升（教研投入和教师规模扩充等）。我们预测，2020-2022年营收分别为138.33亿元、190.10亿元、254.95亿元，净利润分别为25.76亿元、35.88亿元、48.50亿元，EPS分别为0.42元、0.58元、0.79元，对应目前股价的PE分别为75倍、54倍、40倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

- 1) 下半年疫情反复，公司业绩不及预期。上半年公司预亏2-3亿元，省考、事业单位、教招等业务堆积，给公司产能带来较大的压力，特别是教师供给压力，如果疫情再有反复，则全年业绩压力更大。
- 2) 突发负面事件影响公司形象。随着公司规模快速增长以及协议班模式下预收款不断增加，需要公司提供更为细致、有效的服务，对公司3万多人的团队提出了极大挑战，不排除个别地区出现“退款慢”等问题。
- 3) 行业政策变动，特别是招录政策的变化，招录赛道本身就高度依赖招录公告等政策，招录政策会随着宏观政策等变化。
- 4) 公司人员规模急速增长，管理效率下降，培训机构是知识分子密集型企业，管人的难度高于业务拓展。
- 5) 竞争格局改变，竞争对手加码投入，行业红利持续释放，并不能排除其他竞争对手加大对职教赛道的投入。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4836 | 6453 | 7257 | 8373 |
| 现金 | 2724 | 3101 | 3710 | 6781 |
| 应收票据及应收账款 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 255 | 251 | 444 | 488 |
| 预付账款 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1852 | 3097 | 3097 | 1097 |
| 非流动资产 | 5124 | 6525 | 8838 | 11565 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 672 | 1659 | 2530 | 3305 |
| 无形资产 | 198 | 191 | 185 | 179 |
| 其他非流动资产 | 4255 | 4674 | 6123 | 8082 |
| 资产总计 | 9961 | 12978 | 16095 | 19938 |
| 流动负债 | 6422 | 6889 | 7897 | 8370 |
| 短期借款 | 2867 | 2867 | 2867 | 2867 |
| 应付票据及应付账款 | 236 | 335 | 448 | 596 |
| 其他流动负债 | 3319 | 3687 | 4582 | 4907 |
| 非流动负债 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 负债合计 | 6529 | 6995 | 8004 | 8477 |
| 少数股东权益 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 股本 | - | 6167 | 6167 | 6167 |
| 资本公积 | 1199 | 1199 | 1199 | 1199 |
| 留存收益 | 2092 | 4623 | 8156 | 12926 |
| 归属母公司股东权益 | 3432 | 5983 | 8091 | 11461 |
| 负债和股东权益 | 9961 | 12978 | 16095 | 19938 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 2474 | 3195 | 4604 | 5575 |
| 净利润 | 1805 | 2576 | 3588 | 4850 |
| 折旧摊销 | 162 | 150 | 237 | 323 |
| 财务费用 | 204 | 249 | 217 | 227 |
| 投资损失 | -259 | -250 | -250 | -250 |
| 营运资金变动 | 620 | 472 | 814 | 428 |
| 其他经营现金流 | -58 | -2 | -2 | -2 |
| 投资活动现金流 | -131 | -2544 | -2298 | -798 |
| 资本支出 | 720 | 900 | 813 | 727 |
| 长期投资 | 392 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 980 | -1643 | -1485 | -71 |
| 筹资活动现金流 | -267 | -274 | -1697 | -1707 |
| 短期借款 | 1260 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1527 | -274 | -1697 | -1707 |
| 现金净增加额 | 2076 | 377 | 609 | 3070 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 9176 | 13833 | 19010 | 25495 |
| 营业成本 | 3813 | 5718 | 7834 | 10441 |
| 营业税金及附加 | 57 | 85 | 117 | 158 |
| 营业费用 | 1483 | 2282 | 3137 | 4207 |
| 管理费用 | 1098 | 1660 | 2281 | 3059 |
| 研发费用 | 698 | 1107 | 1521 | 2040 |
| 财务费用 | 204 | 249 | 217 | 227 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资净收益 | 259 | 250 | 250 | 250 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2091 | 2983 | 4154 | 5616 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2089 | 2983 | 4154 | 5616 |
| 所得税 | 285 | 407 | 566 | 765 |
| 净利润 | 1805 | 2576 | 3588 | 4850 |
| 少数股东损益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 1805 | 2576 | 3588 | 4850 |
| EBITDA | 2299 | 3174 | 4418 | 5910 |
| EPS(元) | 0.29 | 0.42 | 0.58 | 0.79 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 47.1 | 50.7 | 37.4 | 34.1 |
| 营业利润(%) | 56.0 | 42.7 | 39.3 | 35.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 56.5 | 42.8 | 39.3 | 35.2 |
| 获利能力 | - | - | - | - |
| 毛利率(%) | 58.5 | 58.7 | 58.8 | 59.0 |
| 净利率(%) | 19.7 | 18.6 | 18.9 | 19.0 |
| ROE(%) | 52.6 | 43.1 | 44.3 | 42.3 |
| ROIC(%) | 29.3 | 29.5 | 33.0 | 33.7 |
| 偿债能力 | - | - | - | - |
| 资产负债率(%) | 65.5 | 53.9 | 49.7 | 42.5 |
| 净负债比率(%) | 4.2 | -3.9 | -10.4 | -34.1 |
| 流动比率 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 营运能力 | - | - | - | - |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 应收账款周转率 | 1926.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转率 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 每股指标(元) | - | - | - | - |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.29 | 0.42 | 0.58 | 0.79 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.81 | 0.52 | 0.75 | 0.90 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 0.56 | 0.97 | 1.31 | 1.86 |
| 估值比率 | - | - | - | - |
| P/E | 106.6 | 74.7 | 53.6 | 39.7 |
| P/B | 56.1 | 32.2 | 23.8 | 16.8 |
| EV/EBITDA | 83.0 | 59.6 | 42.7 | 31.7 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033