

中公教育 (002607)

证券研究报告

2020年09月01日

疫情无碍成长加速扩张，白马巩固优势着眼未来

本次中公半年报，虽受疫情影响收入利润有所下滑，但诸多数据我们认为体现出较强的增长后劲，具体来看：

1、合同负债（扣除增值税后的预收款项）72.22 亿元，同比增长 31.5%。

奠定后续增长动能，由于 2020 年公考延期，中公预收账款并未全部结转为收入，合同负债增长则充分表明全年口径中公真实收款及收入并未受到疫情影响。

2、线上培训收入 11.66 亿元，同比增长 162.33%。

公司反应能力迅猛，最大化发挥企业平台的数字化资源雄厚实力，大幅提升在线授课总量，不仅保证经营和教学的持续性，并且扩大线上线下课程融合这一创新产品上的行业领先优势。

3、综合序列营收占比从去年同期的 21.18%扩大至 34.58%。

完善收入结构降低单一品类季节性影响；更重要的是体现公司扩品类运营发展实力，未来公司成长天花板彻底打开，“多品类增长飞轮效应”（招录考试培训、学历提升和职业能力培训三大板块）逐级放大增长愿景。

4、培训 245 万人次，同比增长 37.1%。

培训人次并未受到疫情影响，反而大幅增长近 40%，体现出市场需求的强劲与稳定；同时印证中公产品力及竞争力为业内翘楚。

5、本期网点同比增长 21%达 1335 家，员工同比增长 19%达 4.2 万人，研发同比增长 32%达 2702 人，授课师资同比增长 34%达 1.8 万人。

公司教育资源投入表现出极强的逆势扩张，一方面将建立起更加巩固的护城河和规模优势；另一方面将更有效应对扩招趋势及增加的市场需求，提升品牌认知及市占率。

维持盈利预测，给予买入评级

公司是一家中国领先的全品类职业教育机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导者，主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。短期季节性波动不改中公长期价值，反而扩招趋势、资源积累及中小机构出清将更加巩固中公中长期护城河，我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 89x、63x。

风险提示：招生不及预期，市场竞争激烈，核心高管流失，扩招效果低预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,236.99 | 9,176.13 | 13,014.40 | 16,918.70 | 23,009.43 |
| 增长率(%) | (6.41) | 47.12 | 41.83 | 30.00 | 36.00 |
| EBITDA(百万元) | 1,844.99 | 3,065.15 | 2,869.51 | 4,146.38 | 5,715.18 |
| 净利润(百万元) | 1,152.89 | 1,804.55 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 增长率(%) | 1,469.55 | 56.52 | 39.30 | 41.37 | 38.25 |
| EPS(元/股) | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |
| 市盈率(P/E) | 194.29 | 124.13 | 89.11 | 63.03 | 45.59 |
| 市净率(P/B) | 75.83 | 65.28 | 22.78 | 23.28 | 22.26 |
| 市销率(P/S) | 35.91 | 24.41 | 17.21 | 13.24 | 9.74 |
| EV/EBITDA | (0.72) | (1.06) | 75.05 | 50.83 | 37.44 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 传媒/文化传媒 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 35.71 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 6,167.40 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 783.99 |
| A 股总市值(百万元) | 220,237.83 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,996.32 |
| 每股净资产(元) | 0.28 |
| 资产负债率(%) | 86.84 |
| 一年内最高/最低(元) | 38.98/14.42 |

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

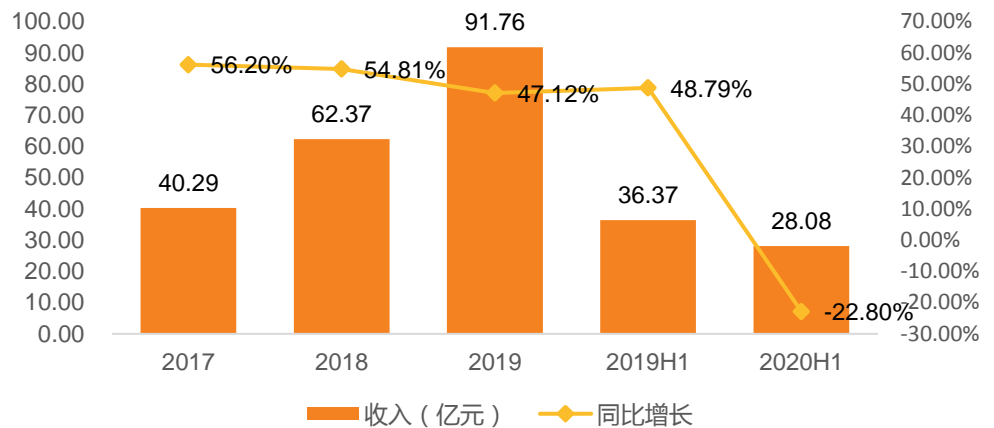
- 1 《中公教育-公司点评:考试延期+师资储备致 20H1 亏损 2-3 亿，季节性错配无碍价值成长》 2020-07-15
- 2 《中公教育-公司点评:为何我们看好中公教育，价值再解析》 2020-06-10
- 3 《中公教育-公司点评:线下逐步复课，5-6 月招录公告发布高峰，推动招录大年兑现》 2020-05-14

1. 考试延期至 20H1 收入 28.1 亿-22.8%，归母净亏 2.33 亿

20H1 收入 28.08 亿元，同比减少 22.80%，归母净利-2.33 亿，同比减少 147.26%。8 月 30 日，公司公告 2020 年半年度报告，全年扣非后归母净利-3.68 亿元，同比减少 177.80%。

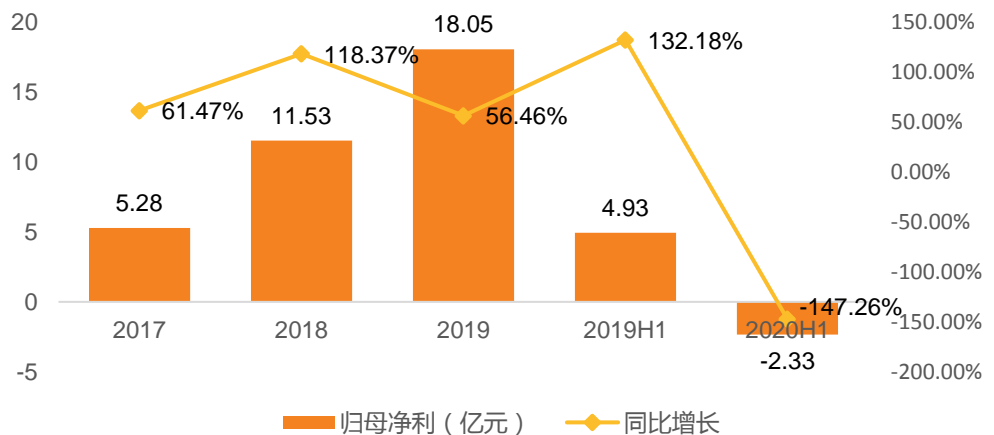
由于考试延期，导致部分收入同步延迟近 4 个月，使本报告期公司能够确认的营业收入较去年同期下降。随着各类招录考试的恢复，公司经营已进入快速增长期。

图 1: 20H1 收入 28.08 亿元，同比减少 22.80%



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 20H1 归母净利-2.33 亿，同比减少 147.26%

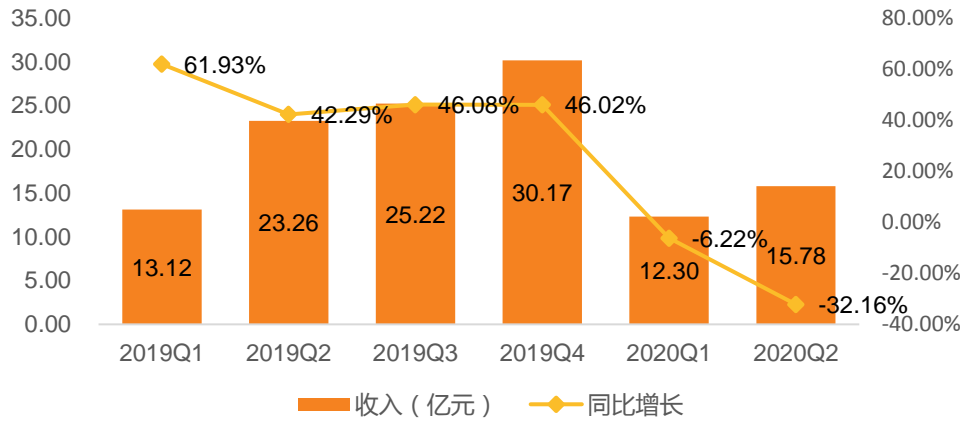


资料来源: wind, 天风证券研究所

公职类招考培训具有季节性特征，20Q1 收入 12.30 亿，同比减少 6.22%；20Q2 收入 15.78 亿，同比减少 32.16%。在协议班占比较高的情况下，考试延期使得 20Q1Q2 的收入确认水平与实际经营情况发生了较大的背离。

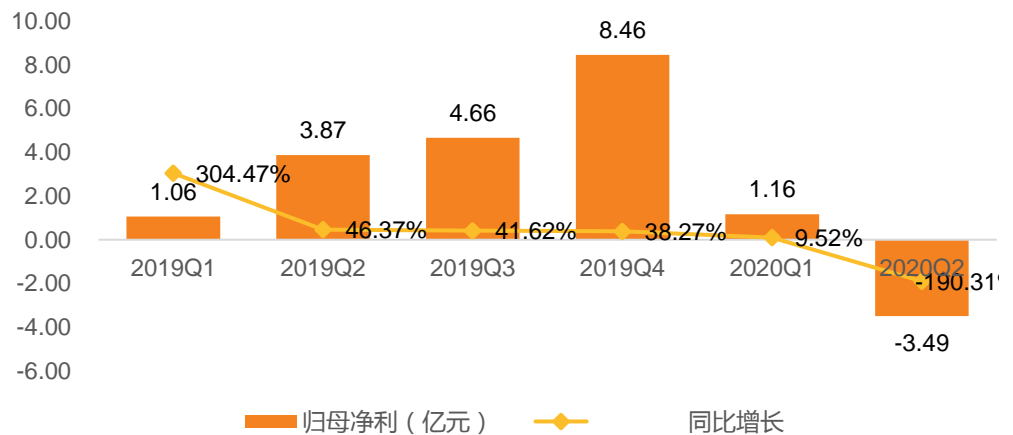
20Q1 归母净利 1.16 亿，同比增加 9.52%；20Q2 归母净亏 3.49 亿，同比减少 190.31%。

图 3: 20Q1、Q2 收入分别为 12.30 亿、15.78 亿



资料来源: wind, 天风证券研究所

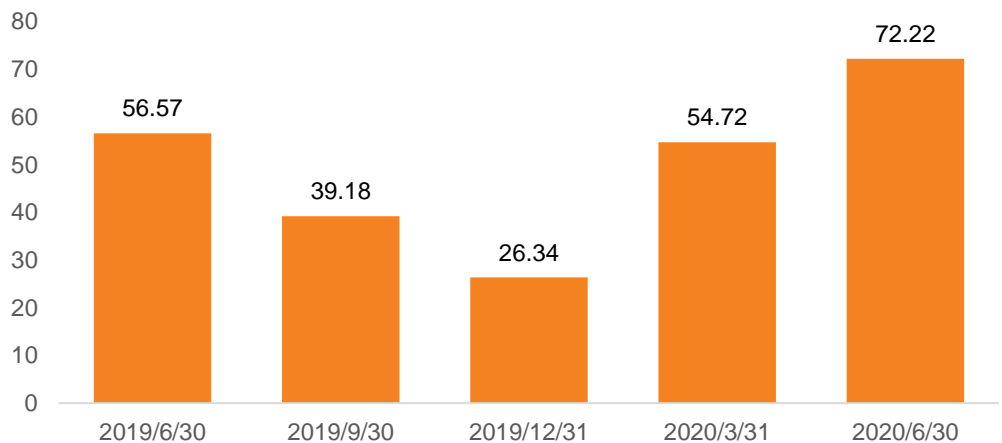
图 4: 20Q1、Q2 归母净利分别为 1.16 亿、-3.49 亿



资料来源: wind, 天风证券研究所

截至 2020 年 6 月 30 日, 公司货币资金 46.66 亿元, 同比增长 7.83%, 主要系理财产品到期赎回增加所致; 交易性金融资产 21.57 亿, 流动资产合计 94.56 亿, 同比增长 53.41%; 合同负债 (扣除增值税后的预收款项) 72.22 亿元, 同比增长 31.5%; 经营活动产生的现金流量净额 40.64 亿元, 同比减少 6.68%

图 5: 截至 6 月 30 日, 合同负债 (扣除增值税后的预收款项) 72.22 亿元, 同比增长 31.5%



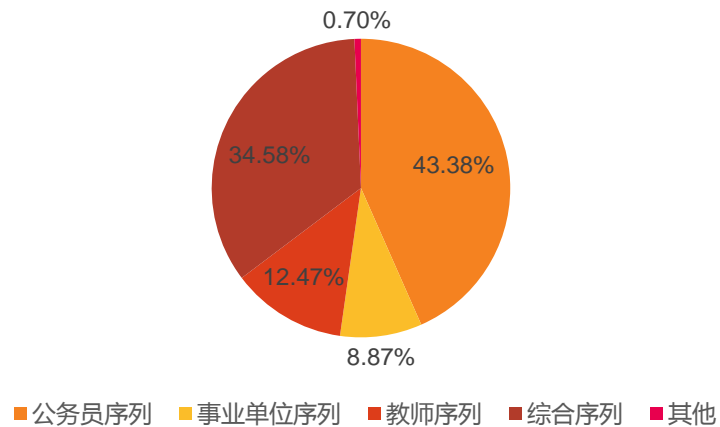
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 节奏错配+综合占比提升，无碍长期成长

2.1. 公共服务类挖掘空间巨大，学历提升受益稳就业，职业能力未来有效改善供给结构

分业务看，公务员收入 12.18 亿元（占比 43.38%），同比减少 40.90%；事业单位收入 2.49 亿元（占比 8.87%），同比减少 4.22%；教师收入 3.50 亿元（占比 12.47%），同比减少 32.80%；综合收入 9.71 亿元（占比 34.58%），同比增长 26.04%；其他收入 0.20 亿元（占比 0.70%），同比减少 21.06%。

图 6：20H1 公务员收入 12.18 亿元（占比 43.38%），同比减少 40.90%



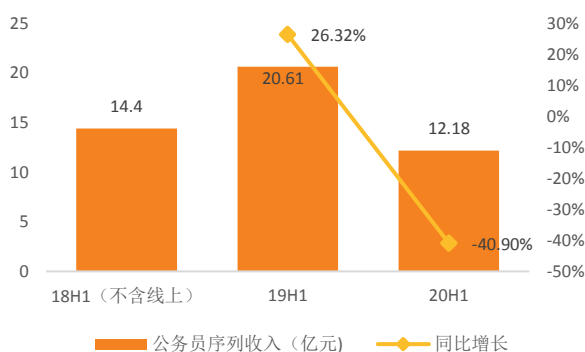
资料来源：公司公告，天风证券研究所

行业未来 5-10 年仍将处于中高速发展期。为应对疫情之后的新局面，中央推出“六稳”“六保”政策。“六稳”与“六保”政策都将“就业”作为首要工作。一是扩大公共部门就业，公务员、事业单位、国企等招录人数同比增长 20%以上；二是扩招硕士研究生、专升本、第二学士学位等职业学历提升项目 170 余万人。这些举措表明，整个招录板块的中长期扩招趋势明确。

通常情况下，上半年都是公务员考试密集期。受疫情影响，公务员考试重心延迟 3—4 个月，后移至了下半年。虽然如此，不仅考试顺利恢复，而且招录人数也实现了与预期较为一致甚至更高的增幅。相对于公务员招录来说，教师、医生、警察等公共服务门类的扩招空间还要更大得多。由此，从公务员扩招趋势的确认，也足以看到公共服务门类扩招的趋势将更为稳健。

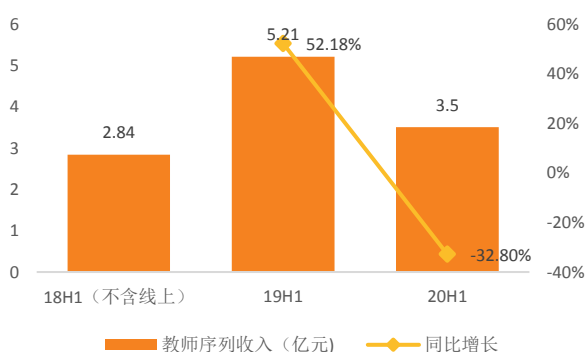
图 7：20H1 公务员序列收入 12.18 亿元，同比减少 40.90%

图 8：20H1 事业单位序列收入 2.49 亿元，同比减少 4.22%

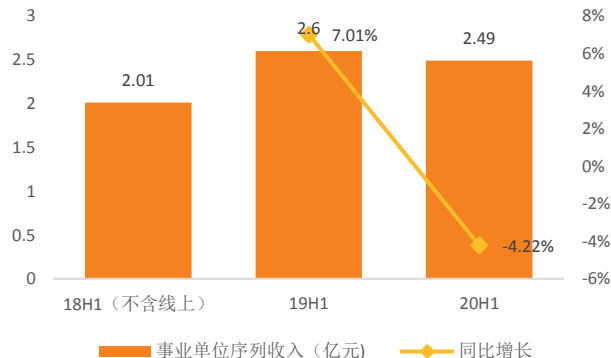


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 9: 20H1 教师序列收入 3.5 亿元, 同比减少 32.80%

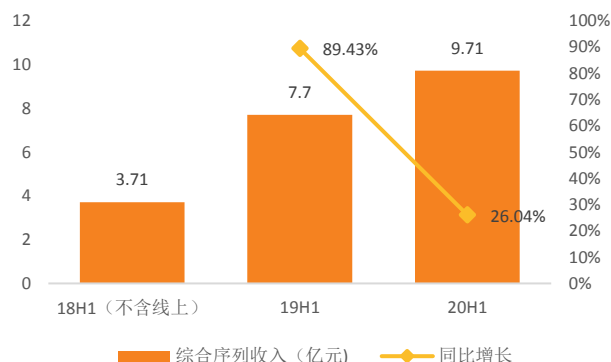


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 10: 20H1 综合单位序列收入 9.71 亿元, 同比增加 26.04%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

20H1 考研和医疗等新业务依然保持较高活跃度, 并且新业务较少采用协议班的产品模式, 收入确认并未受到考试延期影响, 由此带动其所在的综合序列营收同比增长 26.04%。同时, 在招录考试延迟导致相关序列收入确认减少的情况下, 综合序列营收占比从去年同期的 21.18%扩大至 34.58%。

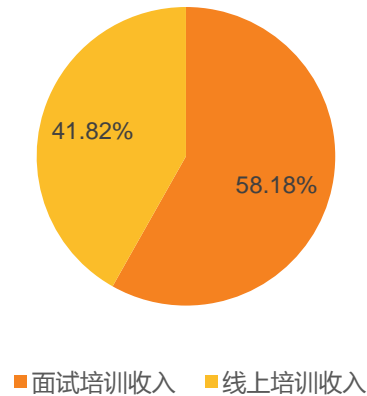
2019 年前后, 公司对活跃的新业务集中完成了一轮密集的资源投入, 尤其是在考研等重点门类上一次实现核心教研资源的规模领先。此外, 从 2019 年下半年开始, 公司采取了针对新业务板块的“起飞行动”, 从顶层给予新业务更多的管理资源投入。

从外部形势来说, 学历提升板块直接受益于疫情以来的稳就业政策强化。今年, 教育部加大升学扩招力度, 硕士研究生、专升本、第二学士学位三项扩招可吸纳 170 余万人, 其中应届毕业生约 140 万人。相关部门称, 今年将计划扩招 18.9 万名硕士研究生, 据测算, 扩招比例超过 20%, 普通专升本扩招 32.2 万。扩招主要向国家战略和民生领域急需的相关学科和专业学位类别倾斜, 向中西部和东北地区高校倾斜。

分形式来看, 20H1 面试培训收入为 16.22 亿元 (占比 58.18%), 同比减少 48.79%; 线上培训收入为 11.66 亿元 (占比 41.82%), 同比增长 162.33%。

针对一定时期内无法顺利开展面授教学的难题, 公司全力挖掘企业平台内的数字化资源, 以优势的规模化教研能力为杠杆, 对主力课程产品开展数字化穿透, 使得线上线下融合型课程的领先优势再次放大, 让更多学员同时获得在线学习的便利性与面授学习的有效性。由此实现了报告期的学习人次大幅增长。

图 11：20H1 面试培训收入为 16.22 亿元（占比 58.18%），同比减少 48.79%

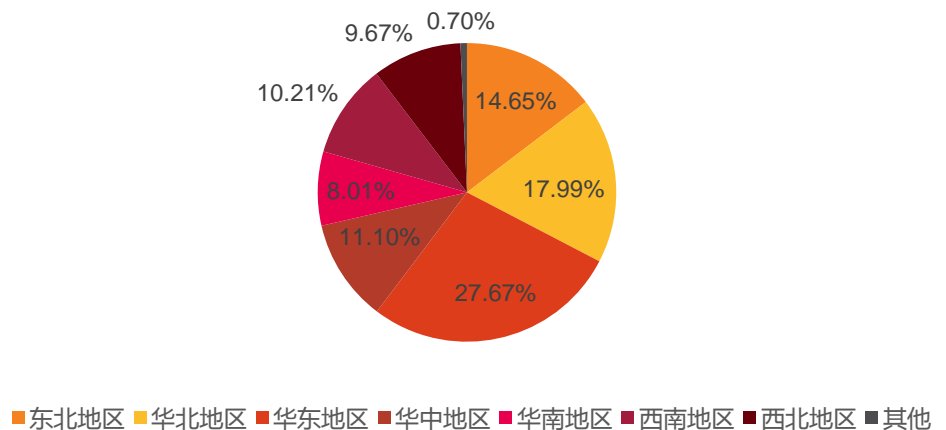


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 华东占比最高，华北降幅较低

2020H1 年东北地区收入 4.11 亿元(占比 14.65%)，同比减少 8.71%；华北地区收入 5.05 亿元（占比 17.99%），同比减少 9.67%；华东地区收入 7.77 亿元（占比 27.67%），同比减少 32.93%；华中地区收入 3.12 亿元（占比 11.10%），同比减少 20.77%；华南地区收入 2.25 亿元（占比 8.01%），同比减少 23.99%。

图 12：20H1 华东地区收入 7.77 亿元（占比 27.67%），同比减少 32.93%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

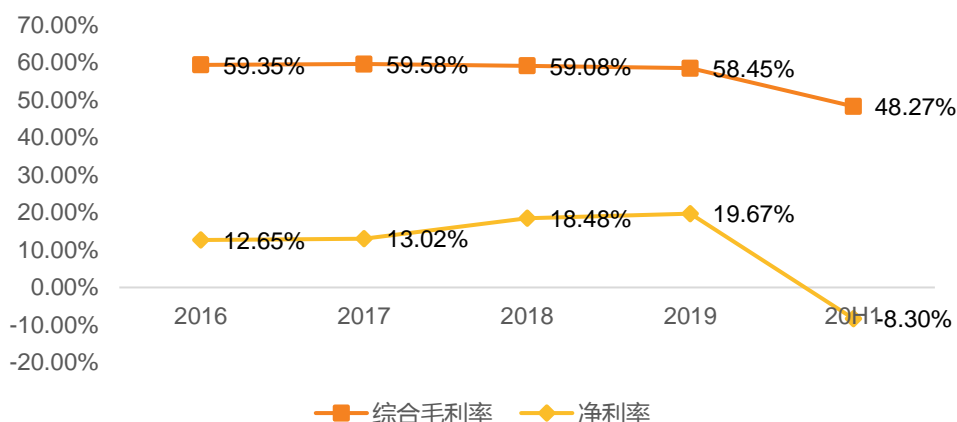
2.3. 20H1 毛利率 48.27%同比减 9.25pct

20H1 期间费用率 63.59%，同比增长 21.76pct，主要系收入端受疫情影响未充分确认，同时成本费用端公司积极储备教学资源进行相应投入。

其中销售费用率 24.96%，同比增长 6.39pct；管理费用率 32.13%，同比增长 10.04pct；财务费用率 6.50%，同比增长 5.33pct，主要系银行贷款利息及金融机构手续费增加所致；

研发费用率 13.65%，同比增长 5.29pct，主要系研发人员数量增加其人工支出相应增加所致。

图 13：20H1 净利率-8.30%，同比减少 21.85pct



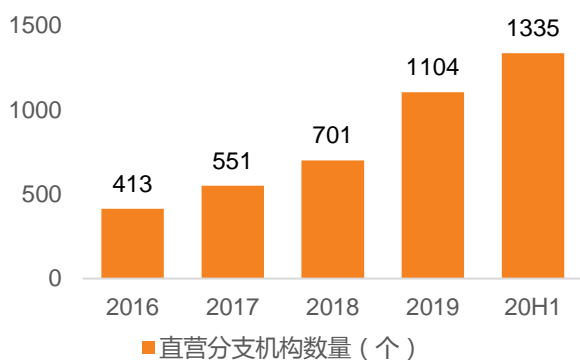
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 网点 1335 家环比增 21%，员工人数 4.2 万人环比增 19%

3.1. 直营分支机构数量 1335 家，环比增长 20.92%

公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。基于更为明确的中长期扩招趋势及疫情可控的预期，公司不仅没有减员或裁撤网点，反而逆势大幅扩充储备人才及渠道网点规模。

图 14：截止 2020H1，直营分支机构数量 1335 家，环比增长 20.92%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：在全国超过 1,300 个直营网点，深度覆盖 300 多个地级市

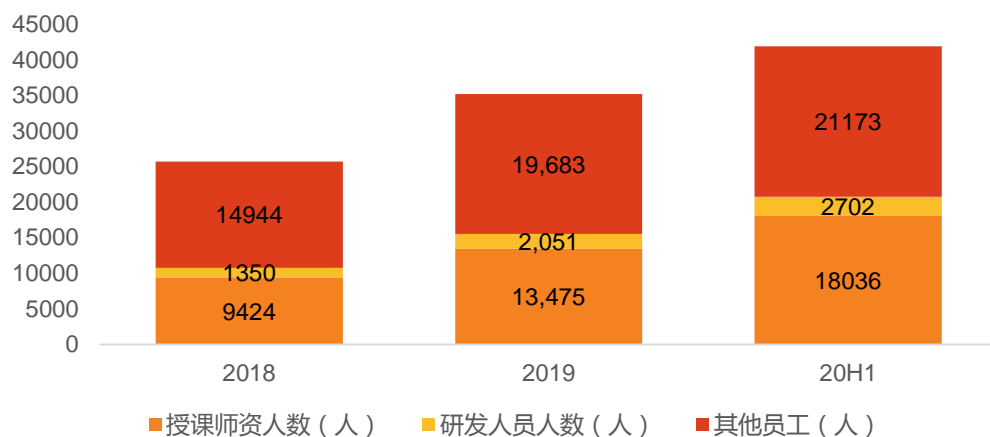


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 员工数量 41911 人环比增 19.03%，其中研发人员环比增 32%

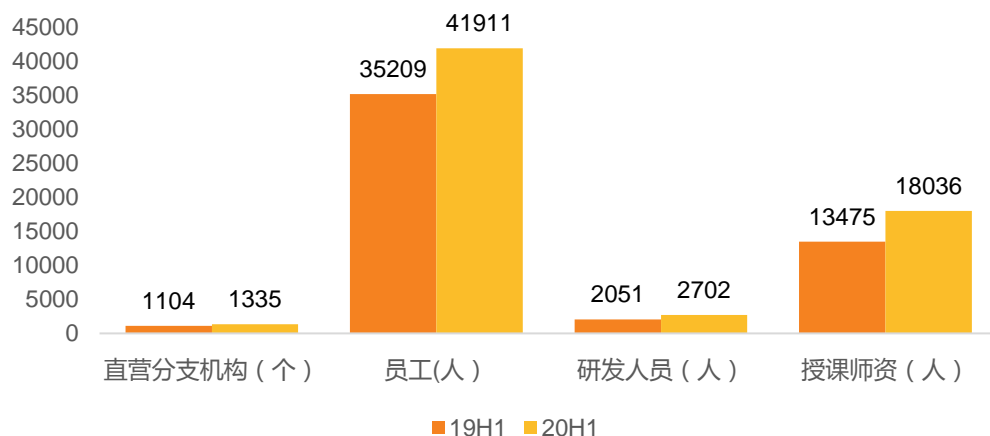
截止 2020 年 6 月 30 日，中公员工数量 41911 人，同比增长 19.03%；其中研发人员 2702 人，同比增长 31.74%，占比 6.45%，研发投入占营入比例 13.65%，教师人数 18036 人，同比增长 33.85%。

图 16：截止 2020 年 6 月 30 日，员工数量为 41911 人，同比增长 19.03%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：20H1 公司经营资源全面增长

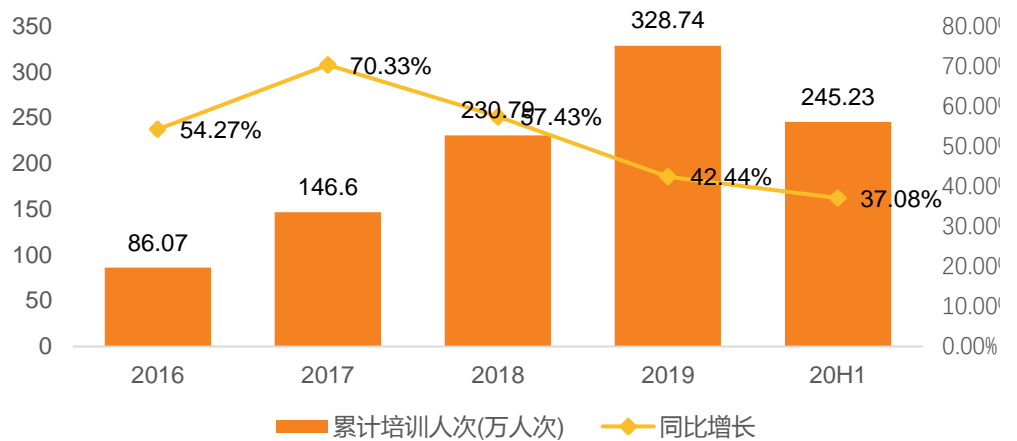


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 20H1 累计培训 245.23 万人次，同比增长 37.08%

20H1 培训人次同比增长 37.08%，达到 245.23 万人次。面授培训收入 16.22 亿，同比减少 48.79%，线上培训收入 11.66 亿，同比增长 162.33%。

图 18：20H1 累计培训 245.23 万人次，同比增长 37.08%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 垂直一体化快速响应能力驱动高增长企业平台

4.1. 团队卓越执行力造就公司高增长文化

团队以卓越的执行力造就了公司，并在长期逆境求生和不断突破增长边界的探索中塑造了公司的高增长文化。团队总是保有开创未来的坚定意志和信念，进行大胆的投资，在一个极度分散的和高度区域阻隔的市场实现规模经济，竭力靠近最佳产出水平，捕捉机遇，对抗波动，从不间断地展开创造式毁灭的自我革命，总能在不起眼的地方创造出新的市场，让持续的高增长成为可能。

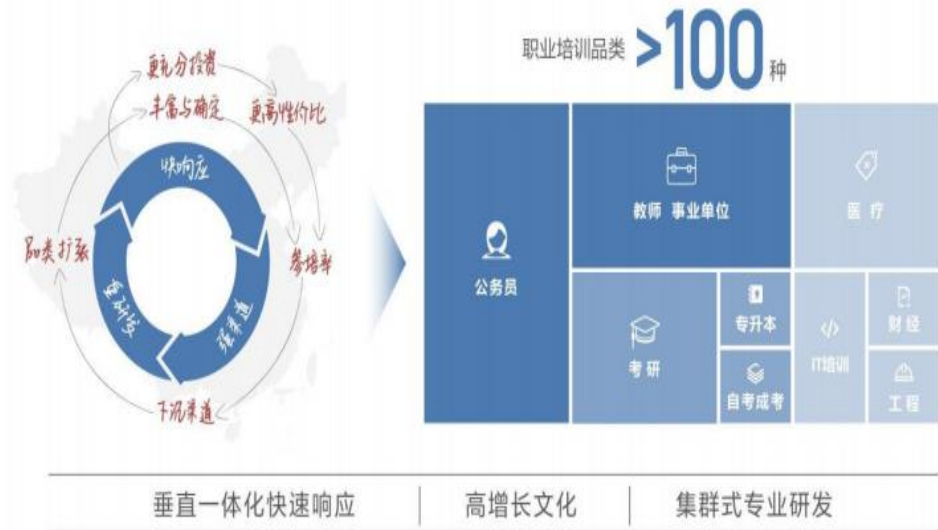
4.2. 专职专业研发输出源源不断的成长创新动能

公司自创业之始率先开展专职专业的研发，并以此开创了全新的市场。十几年来，通过一线教研磨练和快速创造市场的迭代，累积形成了实战经验丰富的研发及研发管理专家梯队，目前已形成超过 2,700 人的专职研发团队。伴随着品类的扩张和板块的跨越，公司的专业研发不仅实现了规模效应下的分工持续细化，更不断产生品类间不断协同的研发集群效应，大大提升了研发的效率，尤其是提升了存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。

4.3. 垂直一体化快速响应能力是持续高增长的架构和效率支撑

通过垂直一体化快速响应体系和能力，在分散的市场实现规模经济和建立竞争壁垒，实现远超一般行业的经营效率。在每一次大大小小的考试中，“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者每一天都在进行高频的响应反馈，从而实现远超平均水平的经营和学习效果。垂直一体化架构既能实现经营的超高效率，更能有效兼容高增长和品类快速扩张带来管理冲击。对这一架构进行投资和革新一直是公司管理变革的中心工作。公司目前已建立覆盖 300 多个地级市的 1,300 多个经营网点，并不断向县城及高校加速扩张。同时，总部指挥中枢在管理变革和数字化经营的助力下，持续寻求管理的规模效应。近年来，公司也在大型吃住学一站式基地建设上持续投资，推动教学现场实现大工厂式作业。

图 19：垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. “多品类增长飞轮效应” 逐级放大增长愿景

多品类之间的投资能力累积和叠加，多品类的增长飞轮效应不断增强，新旧品类的发展相互放大投资充分度，共同推动形成更强的经营基础设施能力。当前，这种增长飞轮效应已经扩大到了招录考试培训、学历提升和职业能力培训三大板块之间，逐级放大了公司的增长愿景，学历提升板块将在 3—5 年后成为推动增长的重要力量，职业能力培训板块则将在 5—10 后成为公司规模最大同时也是增长贡献最大的板块。

4.5. 加大数字化经营投入塑造可“实时态势感知”企业平台

公司数字化经营探索已持续了 15 年以上，近年更是大幅增加了数字化经营基础设施的投资规模。一方面来自高增长和品类快速扩张的管理需要，另一方面更在于垂直一体化快速响应体系极其适合进行数字化改造，二者纵深匹配后，产生了更高的经营效率，能将以天为单位的前后台响应频次，猛然拉升到接近“实时态势感知”的层级，大举增强公司基于速度经济的核心竞争力。

图 20：加大数字化经营投入塑造可“实时态势感知”的企业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 维持盈利预测，给予买入评级

公司是一家中国领先的全品类职业教育机构，也是招录考试培训领域的开创者和领导者，主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。公司在全国超过 1300 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。

期季节性波动不改中公长期价值，反而扩招趋势、资源积累及中小机构出清将更加巩固中公中长期护城河，我们预计公司 20-21 年净利分别为 25 亿、36 亿、PE 分别为 89x、63x。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 648.71 | 2,724.34 | 5,504.62 | 9,617.25 | 6,134.62 |
| 应收票据及应收账款 | 6.80 | 2.72 | 138.23 | 180.00 | 252.00 |
| 预付账款 | 1.48 | 2.46 | 620.94 | 212.57 | 565.18 |
| 存货 | 221.00 | 325.00 | 831.40 | 237.87 | 1,342.90 |
| 其他 | 2,412.99 | 2,106.75 | 1,456.80 | 2,268.80 | 1,964.61 |
| 流动资产合计 | 3,290.99 | 5,161.26 | 8,551.98 | 12,516.48 | 10,259.31 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 699.10 | 672.43 | 908.64 | 1,052.50 | 1,127.97 |
| 在建工程 | 91.37 | 653.58 | 428.15 | 304.89 | 212.93 |
| 无形资产 | 204.42 | 197.51 | 190.70 | 183.90 | 177.10 |
| 其他 | 3,137.16 | 3,600.92 | 2,565.46 | 2,878.63 | 2,855.57 |
| 非流动资产合计 | 4,132.06 | 5,124.44 | 4,092.95 | 4,419.93 | 4,373.57 |
| 资产总计 | 7,202.07 | 9,960.71 | 12,690.91 | 16,372.86 | 13,858.85 |
| 短期借款 | 1,607.00 | 2,867.00 | 2,000.00 | 2,300.00 | 2,900.00 |
| 应付票据及应付账款 | 144.56 | 236.48 | 1,254.62 | 841.09 | 1,385.87 |
| 其他 | 2,399.79 | 3,318.75 | 1,533.42 | 5,855.45 | 2,381.78 |
| 流动负债合计 | 4,151.35 | 6,422.23 | 4,788.04 | 8,996.53 | 6,667.65 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 96.77 | 106.93 | 100.96 | 101.55 | 103.15 |
| 非流动负债合计 | 96.77 | 106.93 | 100.96 | 101.55 | 103.15 |
| 负债合计 | 4,248.12 | 6,529.17 | 2,889.00 | 6,798.09 | 3,870.80 |
| 少数股东权益 | 0.00 | (0.01) | (31.54) | (47.05) | (75.46) |
| 股本 | 103.81 | 103.81 | 6,167.40 | 6,167.40 | 6,167.40 |
| 资本公积 | 1,144.78 | 1,198.58 | 1,198.58 | 1,198.58 | 1,198.58 |
| 留存收益 | 2,850.14 | 3,290.24 | 3,666.05 | 3,454.43 | 3,896.11 |
| 其他 | (1,144.78) | (1,161.08) | (1,198.58) | (1,198.58) | (1,198.58) |
| 股东权益合计 | 2,953.95 | 3,431.54 | 9,801.91 | 9,574.77 | 9,988.05 |
| 负债和股东权益总计 | 7,202.07 | 9,960.71 | 12,690.91 | 16,372.86 | 13,858.85 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,152.89 | 1,804.54 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 折旧摊销 | 137.93 | 162.34 | 56.03 | 66.19 | 73.29 |
| 财务费用 | 12.91 | 107.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资损失 | (110.35) | (259.22) | (300.00) | (400.00) | (550.00) |
| 营运资金变动 | (3,155.98) | 2,302.30 | (1,842.73) | 4,517.85 | (3,654.17) |
| 其它 | 3,370.55 | (1,643.82) | (1,202.79) | 179.15 | 230.86 |
| 经营活动现金流 | 1,407.95 | 2,473.99 | (775.70) | 7,916.94 | 1,012.89 |
| 资本支出 | (376.03) | 597.28 | 65.97 | 79.41 | 48.40 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,984.19) | (728.39) | 2,467.24 | (118.62) | (73.34) |
| 投资活动现金流 | (2,360.22) | (131.11) | 2,533.21 | (39.21) | (24.93) |
| 债权融资 | 1,607.00 | 2,867.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | (282.19) | (113.01) | 6,026.09 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 87.13 | (3,021.25) | (5,003.32) | (3,765.10) | (4,470.58) |
| 筹资活动现金流 | 1,411.94 | (267.26) | 1,022.77 | (3,765.10) | (4,470.58) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 459.67 | 2,075.62 | 2,780.28 | 4,112.63 | (3,482.62) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 6,236.99 | 9,176.13 | 13,014.40 | 16,918.70 | 23,009.43 |
| 营业成本 | 2,552.35 | 3,812.59 | 5,075.62 | 7,444.23 | 9,894.06 |
| 营业税金及附加 | 27.29 | 56.69 | 65.07 | 84.59 | 115.05 |
| 营业费用 | 1,101.84 | 1,482.98 | 1,952.16 | 2,706.99 | 3,681.51 |
| 管理费用 | 873.42 | 1,098.47 | 1,301.44 | 1,776.46 | 2,531.04 |
| 研发费用 | 454.78 | 697.94 | 937.04 | 1,100.00 | 1,210.00 |
| 财务费用 | (2.53) | 204.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 2.50 | 1.71 | 153.00 | 131.00 | 112.00 |
| 投资净收益 | 110.35 | 259.22 | 300.00 | 210.00 | 290.00 |
| 其他 | (223.34) | (528.47) | 416.60 | (614.76) | (466.11) |
| 营业利润 | 1,340.03 | 2,090.67 | 2,813.48 | 4,080.19 | 5,641.89 |
| 营业外收入 | 0.76 | 0.00 | 38.99 | 40.00 | 39.01 |
| 营业外支出 | 1.25 | 1.34 | 1.20 | 6.27 | 2.00 |
| 利润总额 | 1,339.54 | 2,089.33 | 2,851.27 | 4,113.92 | 5,678.90 |
| 所得税 | 186.65 | 284.78 | 370.66 | 575.95 | 795.05 |
| 净利润 | 1,152.89 | 1,804.54 | 2,480.60 | 3,537.97 | 4,883.86 |
| 少数股东损益 | 0.00 | (0.01) | (33.19) | (15.78) | (29.05) |
| 归属于母公司净利润 | 1,152.89 | 1,804.55 | 2,513.79 | 3,553.75 | 4,912.90 |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|------------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -6.41% | 47.12% | 41.83% | 30.00% | 36.00% |
| 营业利润 | 1189.23% | 56.02% | 34.57% | 45.02% | 38.28% |
| 归属于母公司净利润 | 1469.55% | 56.52% | 39.30% | 41.37% | 38.25% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 59.08% | 58.45% | 61.00% | 56.00% | 57.00% |
| 净利率 | 18.48% | 19.67% | 19.32% | 21.00% | 21.35% |
| ROE | 39.03% | 52.59% | 25.56% | 36.93% | 48.82% |
| ROIC | 74.60% | 226.55% | -145.59% | 292.19% | -134.17% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 58.98% | 65.55% | 22.76% | 41.52% | 27.93% |
| 净负债率 | 32.44% | 4.16% | -56.16% | -100.44% | -61.42% |
| 流动比率 | 0.74 | 0.75 | 3.08 | 1.78 | 2.52 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.75 | 2.79 | 1.75 | 2.16 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 149.90 | 1,926.55 | 184.67 | -129.82 | -48.89 |
| 存货周转率 | 18.30 | 914,756.22 | 31.31 | 31.65 | 29.11 |
| 总资产周转率 | 1.05 | 1.07 | 1.15 | 1.16 | 1.52 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.19 | 0.29 | 0.41 | 0.58 | 0.80 |
| 每股经营现金流 | 0.23 | 0.40 | -0.13 | 1.28 | 0.16 |
| 每股净资产 | 0.48 | 0.56 | 1.59 | 1.56 | 1.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 194.29 | 124.13 | 89.11 | 63.03 | 45.59 |
| 市净率 | 75.83 | 65.28 | 22.78 | 23.28 | 22.26 |
| EV/EBITDA | -0.72 | -1.06 | 75.05 | 50.83 | 37.44 |
| EV/EBIT | -0.74 | -1.09 | 76.55 | 51.65 | 37.93 |

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 |