

## 职教全品类龙头，品类扩张驱动成长

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是国内职教领域龙头企业，提供超 100 个品类的综合职业培训服务，网点遍布全国用户触达能力强，线上培训快速放量，有望成为新业绩增长点；2) 职教市场持续景气，政策利好下招录板块业务持续增长，以考研、IT 培训为代表的职业技能培训业务蓄势待发，公司业绩增长空间广阔。
- **研发强劲、产品多元、渠道下沉构成公司核心竞争力。** 公司下设研究院、信息技术中心等多个研发部门，拥有 2700 余人的研发团队，保障产品服务研发能力。产品矩阵覆盖超 100 个品类综合职业就业服务，满足各类型职教需求。采用直营模式打开下沉市场，现已覆盖全国 319 个城市，建立 1669 家直营分部和学习中心。
- **政策利好促进行业发展，职教市场持续景气。** 国家出台《国家职业教育改革实施方案》等多项利好政策推动职教行业发展，加强产教融合建设，鼓励民营企业进入职教市场，职教市场正处于高速发展期。
  - 1) 公务员序列：“六保六稳”政策下招录板块扩招趋势明确叠加公务员“退休潮”，招录市场有望持续扩张，公务员序列业务进入高速增长期；
  - 2) 教师序列：教师职业吸引力提升导致岗位竞争加剧、教师资格证难度加大，教师考试参培率有望提升，教师序列收入存在增长空间；
  - 3) 考研、IT 培训：考研热和 IT 人才需求旺盛利好考研、IT 培训业务，以考研、IT 培训为代表的职业技能培训业务未来有望成为公司新增长点。
- **短期省考提前，加速公司收入利润结转、带动业绩增长；中长期打造自有学习基地，带动长期盈利能力提升。** 2021 省考招录工作力争在 6 月底完成，预计带动公司 2021H1 业绩增长。中长期维度，公司持续投资自有学习基地，现已在山东、辽宁、陕西、安徽、北京等地建设一站式学习基地，有望长周期内降低酒店租赁成本，提升利润水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元、0.91 元，对应估值分别为 50 倍、37 倍和 28 倍。根据可比公司估值，我们给予公司 2021 年 77 倍估值，对应股价为 40.04 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：** 产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新品类拓展不及预期的风险，核心人才流失的风险，疫情复苏不及预期导致业务增速恢复不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11202.49	16017.50	21129.94	26700.01
增长率	22.08%	42.98%	31.92%	26.36%
归属母公司净利润(百万元)	2304.36	3180.06	4287.98	5621.65
增长率	27.70%	38.00%	34.84%	31.10%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.52	0.70	0.91
净资产收益率 ROE	53.90%	45.66%	40.39%	36.55%
PE	68	50	37	28
PB	36.89	22.64	14.85	10.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱  
执业证号: S1250519080006  
电话: 010-58251921  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	61.67
流通 A 股(亿股)	16.02
52 周内股价区间(元)	24.1-43.1
总市值(亿元)	1,577.00
总资产(亿元)	159.95
每股净资产(元)	0.72

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：职教全品类龙头企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：职教市场前景广阔，下沉市场空间大</b> .....	<b>3</b>
2.1 职教赛道前景广阔，政策利好培育增长动能 .....	3
2.2 职教细分板块多元，下沉市场广阔 .....	6
<b>3 公司分析：研发、产品、渠道制胜，深耕职教市场</b> .....	<b>8</b>
3.1 核心竞争力：研发强劲+产品多元+渠道下沉 .....	8
3.2 招录板块“头雁”引领，多极扩张打造全品类增长“雁阵” .....	12
3.3 短期：2021 省考提前，加速业绩兑现 .....	16
3.4 中长期：打造自有学习基地，提升长期盈利能力 .....	17
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2016 年以来主营业务营收情况.....	2
图 6: 公司 2016 年以来主营业务毛利率变化.....	2
图 7: 我国职业教育体系.....	3
图 8: 非学历职业教育市场规模稳步增长 (单位: 十亿元).....	3
图 9: 近年新增城镇就业人口与普通本专科毕业人数变化.....	4
图 10: 近年研究生毕业人数持续增加.....	4
图 11: 近年国考招录情况.....	4
图 12: 2021 年九省公务员招录扩招.....	6
图 13: 非学历职业教育细分板块市场规模 (单位: 十亿元).....	6
图 14: 职业教育培训用户未来下沉市场潜力较大.....	7
图 15: 2021 年广东、浙江、山东基层公务员招录情况.....	7
图 16: 公司研发部门架构.....	8
图 17: 公司研发投入逐年增加.....	8
图 18: 公司研发费用率维持稳定.....	8
图 19: 公司研发投入逐年增加.....	9
图 20: 截止 2018 年 4 月公司研发人员构成.....	9
图 21: 公司核心产业链.....	9
图 22: 公司面授培训和线上培训人次逐年增加.....	10
图 23: 面授培训收入是公司主要收入来源.....	10
图 24: 2015 年-2018 年 4 月面授协议班收入及其占面授总收入比重.....	11
图 25: 2016-2020H1 直营分支机构数量持续增长.....	12
图 26: 2016-2020H1 教师队伍大幅扩张.....	12
图 27: 预计 2022 年我国教师招聘培训市场规模将达 320 亿元.....	13
图 28: 教师资格证报名人数逐年提高.....	13
图 29: 教师资格证考试改革后通过率下降.....	13
图 30: 考研人数逐年攀升.....	14
图 31: 考研报录比稳步上升, 2019 年创历史新高.....	14
图 32: 中公考研网主要课程.....	14
图 33: 预计 2022 年 IT 培训市场规模将达 603 亿元.....	15
图 34: 中国东方教育、传智播客、达内教育 IT 培训收入 (亿元).....	15
图 35: IT 培训市场分散, 尚无绝对龙头.....	15
图 36: “优就业”企业合作伙伴.....	16
图 37: 2015 年-2018 年 4 月公司酒店费用和开班费用.....	18
图 38: 2015 年-2018 年 4 月公司酒店费用占开班费用比例.....	18

## 表 目 录

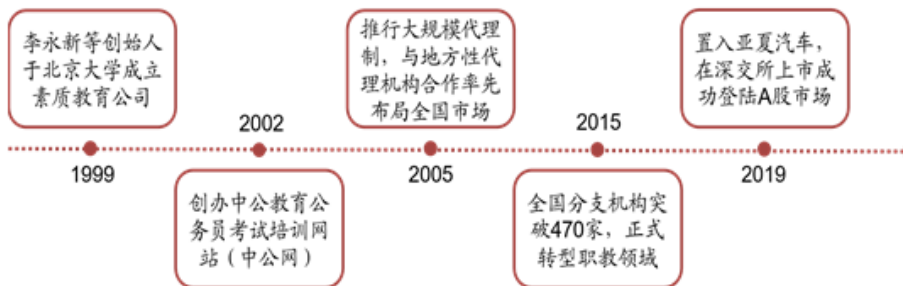
表 1: 2019 年以来职业教育相关政策.....	5
表 2: 公司主要产品系列.....	10
表 3: 公司部分协议班产品情况.....	11
表 4: 公务员改革相关政策法规.....	12
表 5: 2021 部分省份的省考报名和笔试时间.....	16
表 6: 公司产品服务以住宿为主.....	17
表 7: 公司自有学习基地布局.....	19
表 8: 分业务收入及毛利率.....	19
表 9: 可比公司估值.....	20
附表: 财务预测与估值.....	21

## 1 公司概况：职教全品类龙头企业

中公教育科技股份有限公司是国内首批专业公考培训机构，是国内招录考试培训领域的开创者和领导者。公司主营招录考试培训、学历提升、职业能力培训三大板块业务，主要服务 18-45 岁大学生、职业专才等数亿知识型人群。公司现已提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务，拥有 1669 家直营分部和学习中心覆盖全国 319 个城市，培训学员超 320 万人。

**公司发展历程：**创始人李永新团队于 1999 年便开始创业探索，2002 年公司成为我国首批布局公考培训的专业机构。2015 年至今，公司积极转型全职业教育领域，打造综合性职业教育平台。公司深耕公考培训，在品牌、产品、研发、管理及渠道等多维度构建壁垒。依托自身竞争优势，公司横向扩张赛道，逐步向事业单位、教师资格及招录、考研、IT、金融财会等多领域扩张，旨在打造综合职业教育平台；纵向打通面授+线上业务模式，全国化布局并不断下沉渠道。2018 年，通过重大资产置换、增发股份购买资产及股份转让三大步骤，中公作价 185 亿元置入上市公司亚夏汽车，于 2019 年成功完成借壳上市。目前，公司已发展成为国内全品类职业教育机构龙头。

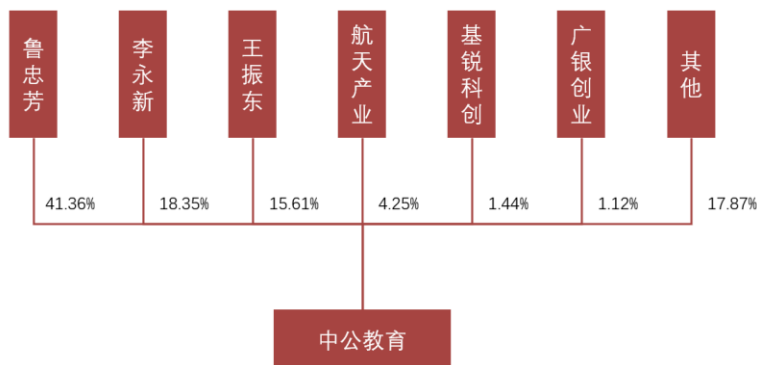
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

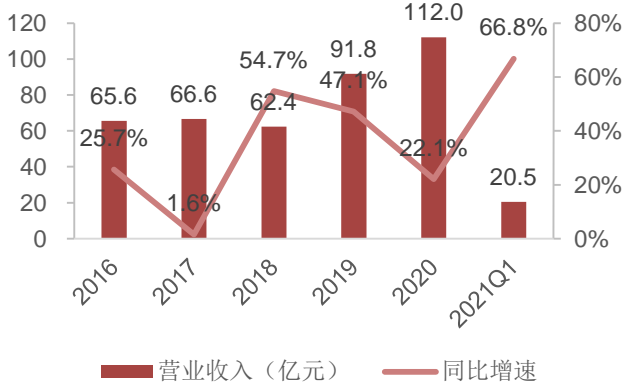
**公司股权结构：**公司股权结构清晰，创始人控制力强。公司的控股股东、实际控制人鲁忠芳和创始人李永新系母子关系，截至 2021 年 3 月 31 日，鲁忠芳持股 41.4%，李永新持股 18.4%，与中公未来信息咨询中心（有限合伙）构成一致行动人，合计持股 61.0%。

图 2：公司股权结构

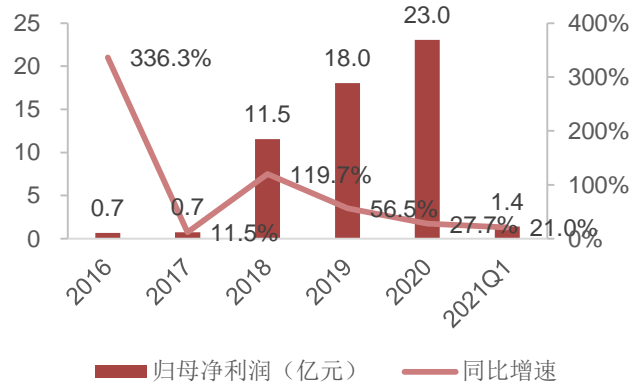


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**近年，公司营业收入及归母净利润始终保持快速增长态势。2020年，公司实现营业收入112亿元，同比增长22.1%，归母净利润23亿元，同比增长27.7%。2021年一季度，公司实现营业收入20.5亿元，同比增加66.8%，归母净利润1.4亿元，同比增加21%。

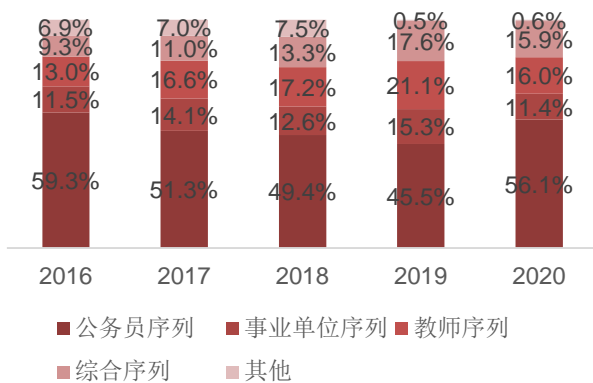
**图3：公司2016年以来营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

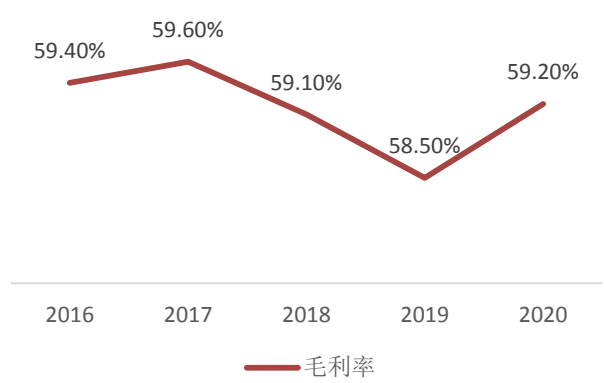
**图4：公司2016年以来归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**公务员序列是公司主要收入来源，业务结构持续优化。2020年，公司公务员、事业单位、教师、综合序列营收占比分别为56.1%、11.4%、16.0%和15.9%。自2015年以来，非公务员序列收入贡献持续上升，教师、综合及线上业务占比稳步提升，业务结构得到持续优化。公司自上市以来营收持续增长，受业务结构调整影响，毛利率略有下降，但整体毛利率保持在58%至60%之间，维持高位稳定。

**图5：公司2016年以来主营业务营收情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图6：公司2016年以来主营业务毛利率变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：职教市场前景广阔，下沉市场空间大

### 2.1 职教赛道前景广阔，政策利好培育增长动能

我国职业教育体系包括学历职业教育、非学历教育两部分。其中，非学历教育包括职业技能教育和职业考试培训两部分：职业技能教育以获得就业技能为主要目的，包括财会培训、IT 培训等；职业考试培训以备考资质证书及招录为主要目的，包括公务员招录、事业单位招聘、教师招录、职业资格考试等。非学历职业教育受众广泛，年龄跨度从 15 岁至 45 岁。公司主营业务是以招录培训为主的非学历教育。

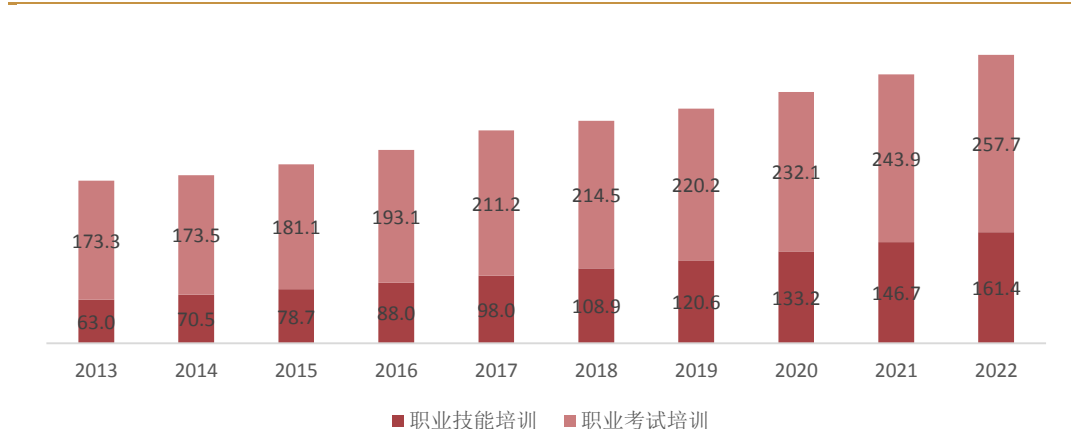
图 7：我国职业教育体系



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

非学历职业教育赛道处于上升期，市场规模稳步增长。根据弗若斯特沙利文，我国非学历职教市场规模稳步增长，预计 2022 年将达到 10623 亿元，成为万亿级市场。2020 年我国非学历职教市场规模约为 3650 亿元，其中职业技能培训市场规模约为 1330 亿元、职业考试培训市场规模约为 2320 亿元。

图 8：非学历职业教育市场规模稳步增长（单位：十亿元）



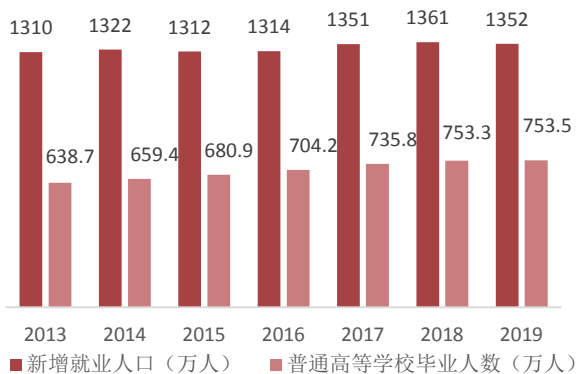
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理



### 2.1.1 招录市场需求攀升，职教市场迎来需求高峰期

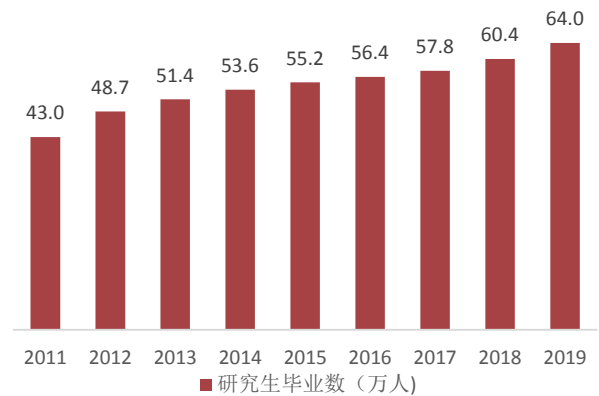
高校毕业生数量持续增加，就业压力攀升。自1999年大学扩招起，普通本专科毕业生数量逐年增长，从2011年608.2万人增长至2020年874万人。目前大学毕业生人数占据了新增就业人口的绝大部分，就业的重点也将由一般的求职者向高校毕业生转移。对于研究生群体，“十三五”规划明确研究生扩招政策并稳步推进，我国研究生毕业人数由2011年43万人上涨至2019年64万人。2020年受国内外特殊局势影响，教育部扩大研究生招生规模，同比增长18.9万人。高校毕业生数量持续攀升，就业市场竞争激烈，为职业教育市场迎来发展机遇。

图9：近年新增城镇就业人口与普通本专科毕业人数变化



数据来源：国家统计局，西南证券整理

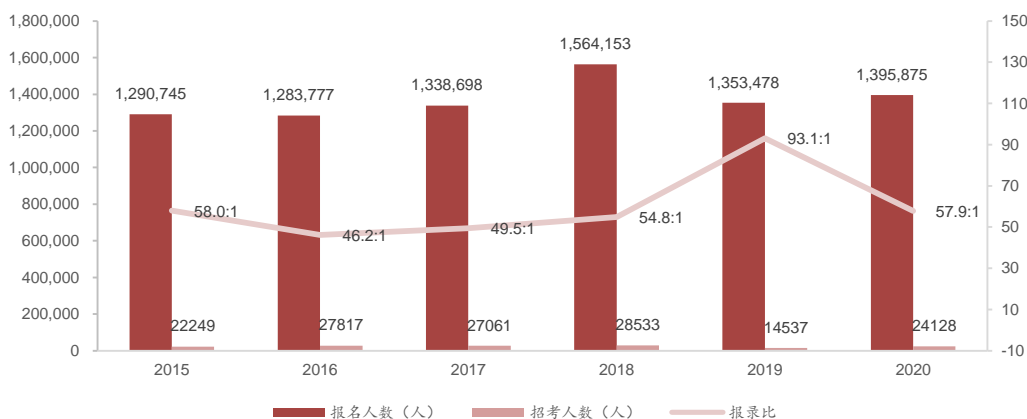
图10：近年研究生毕业人数持续增加



数据来源：国家统计局，西南证券整理

疫情冲击下考公、考编等招录市场火热，进一步带动职教市场需求。疫情发生前，我国经济下行压力大，就业市场不景气。自2020年初以来，新冠疫情进一步冲击经济，就业压力进一步上升。相比其他工作岗位，公务员、事业编、教师编制等公共部门岗位具有稳定、福利待遇高、社会地位高的优势。特别在疫情冲击下，以上优势更为突出，越来越多的毕业生或已就业人员选择考公、考编，招录市场尤为火热。招录市场招录比始终维持高位，竞争极为激烈，选择职业考试培训有利于提高求职者自身竞争力，职教市场需求有望进一步抬升。

图11：近年国考招录情况



数据来源：公司官网，西南证券整理



### 2.1.2 政策利好培育增长动能，“稳就业”贡献发展红利

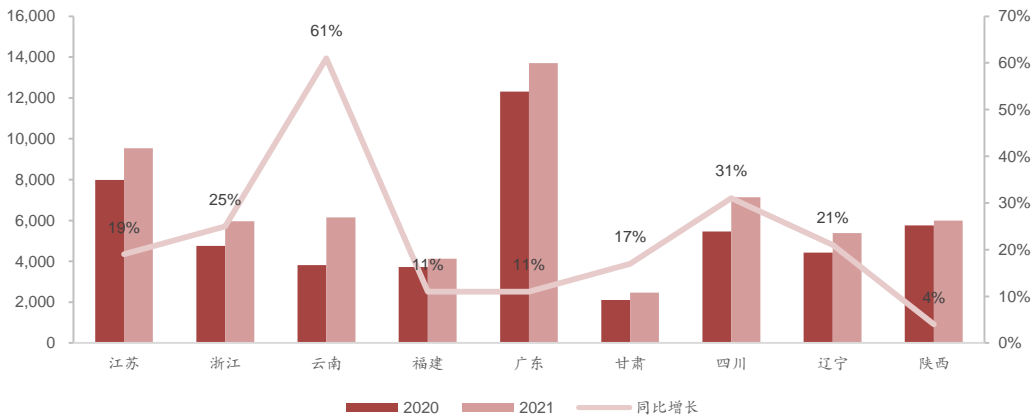
国家重视职业教育行业发展，政策利好频发。2019 年以来，国家出台有关职业教育领域多项利好政策，推动职业教育行业发展。2019 年 2 月，推出《国家职业教育改革实施方案》，明确促进产教融合校企“双元”育人，推动企业和社会力量举办高质量职业教育；2019 年 5 月，推出《职业技能提升行动方案（2019-2021 年）》，明确对职工等重点群体开展有针对性的职业技能培训；2019 年 10 月，推出《国家产教融合建设试点实施方案》，推进人才培养改革；2020 年 2 月，推出《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能培训计划”的通知》，鼓励了大力开展线上职业技能培训。

表 1：2019 年以来职业教育相关政策

发布时间	政策文件	政策内容
2019.02	《国家职业教育改革实施方案》	完善国家职业教育制度体系；构建职业教育国家标准，启动 1+X 证书制度试点工作；促进产教融合校企“双元”育人，坚持知行合一、工学结合，推动校企全面加强深度合作，打造一批高水平实训基地，多措并举打造“双师型”教师队伍；加强职业教育办学质量督导评价
2019.05	《职业技能提升行动方案(2019-2021 年)》	对职工等重点群体开展有针对性的职业技能培训；支持企业兴办职业技能培训，推动职业院校扩大培训规模,鼓励支持社会培训和评价机构开展职业技能培训和评价工作;加强组织领导,强化保障措施。
2019.10	《国家产教融合建设试点实施方案》	健全以企业为重要主导、高校为重要支撑、产业关键核心技术攻关为中心任务的高等教育产教融合创新机制;要落实组合投融资和财政等政策激励。
2019.12	《关于进一步做好稳就业工作的意见》	稳定高校毕业生等青年就业：继续组织实施农村教师特岗计划、“三支一扶”计划等基层服务项目。公开招聘一批乡村教师、医生、社会工作者充实基层服务力量。
2020.02	《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能培训计划”的通知》	大力开展线上职业技能培训，丰富线上培训课程资源;强化对企业的支持力度，提供职业技能提升行动专账资金;鼓励支持劳动者参加线上培训。
2020.03	《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》	扩大基层就业规模，各级事业单位空缺岗位今明两年提高专项招聘高校毕业生的比例，开发城乡社区等基层公共管理和社会服务岗位。扩大“三支一扶”计划等基层服务项目招募规模。
2020.05	2020 年《政府工作报告》	将保居民就业作为“六保”之首，39 次提到了“就业”这个关键词，同时再次指出要扩大基层就业规模。

数据来源：政府官网，西南证券整理

疫情冲击下推出“六稳六保”政策稳就业，招录板块扩招趋势明确。2020 年初疫情突发，整体经济环境对就业市场产生巨大冲击。为应对疫情对经济的冲击，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。稳就业具体措施包括扩大公共部门就业，公务员、事业单位、国企等招录人数同比增长 20%以上；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。2021 年招录市场延续扩招趋势。2021 年国考招录 25726 人，较 2020 年增加 1600 人。2021 年公务员招录公告已公布的省份中，江苏、浙江、云南、福建、广东、甘肃、四川、辽宁、陕西九个省份明确扩招，其中云南省由 2020 年招录 3817 人扩招至 6146 人，扩招比例高达 61%。以上数据表明，整个招录板块的扩招趋势明确，行业未来将进入中高速发展期。

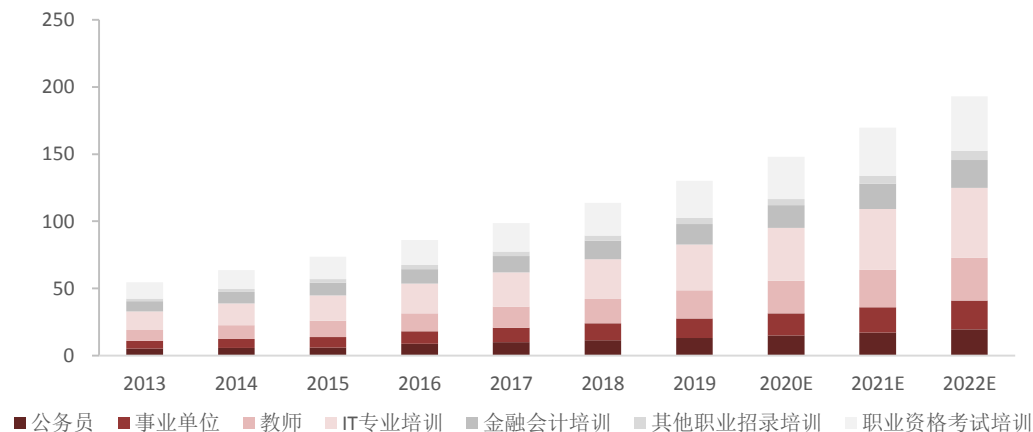
**图 12: 2021 年九省公务员招录扩招**


数据来源: 各省政府官网, 西南证券整理

## 2.2 职教细分板块多元, 下沉市场广阔

### 2.2.1 职教细分板块多元, 细分市场增长潜力大

非学历职教市场规模庞大, 拥有众多细分板块。细分板块涵盖公务员考试培训、事业单位招聘培训、教育招录考试培训、IT 专业培训、金融会计培训、其他职业招录培训、职业资格考试培训等。各细分板块市场规模不一, 公务员、事业单位、教师等招录培训板块市场规模较大并稳步增长。根据弗若斯特沙利文数据, 2022 年招录培训板块市场规模预计达到 800 亿元, 其中公务员、事业单位、教师招录培训市场规模分别为 195 亿元、215 亿元、320 亿元。

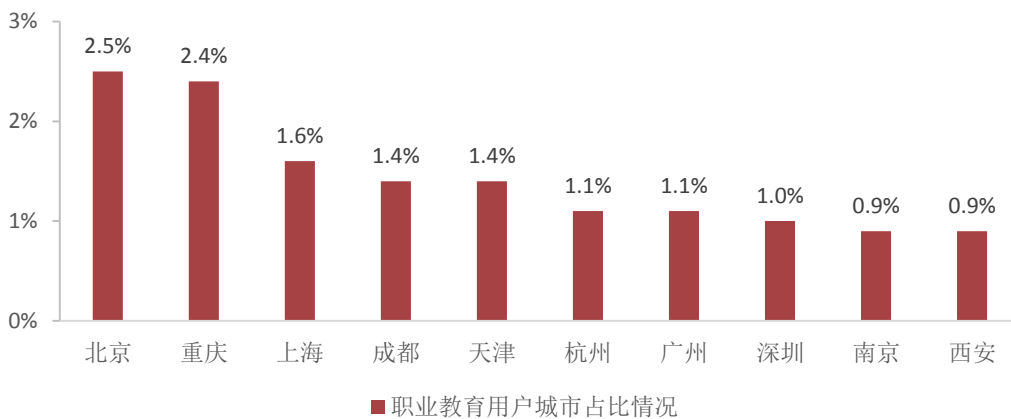
**图 13: 非学历职业教育细分板块市场规模 (单位: 十亿元)**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

## 2.2.2 职教需求长尾效应显著，下沉市场空间大

职教市场客户群体类型多样，长尾效应显著。根据弗若斯特沙利文数据，非学历职教市场客户年龄跨度达30年，年龄分布从15岁到45岁，客户类型包括在校生、应届毕业生、在职人士等。不同于K12教育集中于中心城市，职教需求散布在各个省市，特别是县级市和乡镇地区，三四线及以下城镇同样存在着广泛的职业教育需求。具体表现为，各地区几乎都有中等和高等职业院校培育职业技能人才，公共服务部门招录岗位不仅存在于一二线城市，而是广泛分布在各地级市和县。

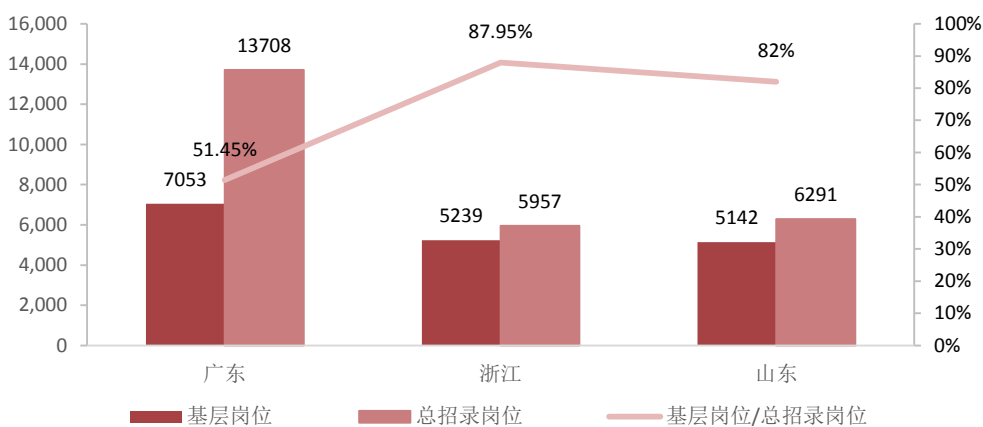
图 14：职业教育培训用户未来下沉市场潜力较大



数据来源：Mob 研究院，西南证券整理

公务员招录向乡县等基层倾斜趋势明显，利好职教培训下沉市场发展。2021年浙江和山东省考招录中县级及以下招录机关的招录计划分别占全省总计划的87.95%、82%，均创历年之最。2021年广东沿海经济带东西两翼地区和北部生态发展区乡镇机关招录岗位1046个，广东省县级以上机关和珠三角地区乡镇机关招录公务员职位3549个，创历年之最。类型多样、地域分布广泛的职业教育市场需求和公务员招录向基层倾斜的政策导向为职教机构提供扩大渠道网络的广阔空间，职教培训下沉市场空间大。

图 15：2021 年广东、浙江、山东基层公务员招录情况



数据来源：公开资料整理，西南证券整理

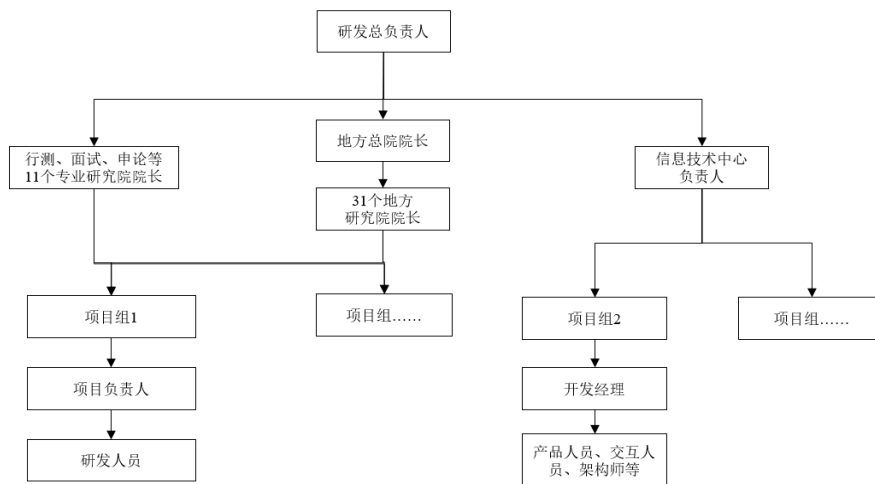
### 3 公司分析：研发、产品、渠道制胜，深耕职教市场

#### 3.1 核心竞争力：研发强劲+产品多元+渠道下沉

##### 3.1.1 研发实力奠定增长基础，研发重视度持续抬升

公司优质的产品服务研发能力构成核心竞争力，帮助公司保持行业领先地位。公司设有行测、面试、申论等 11 个专业研究院、1 个信息技术中心和总部地方总院下辖 31 个地方研究院等研发部门。专业研究院和地方研究院主要负责课程体系基础研发，包括课程设计、授课内容、教学方法及讲义研发等内容；信息技术中心主要负责培训辅助软件的研发。截止 2018 年 4 月，公司已进行 1.43 万套讲义和 2.16 万套其他教辅材料的课程体系基础研发，建立起侧重不同的标准化课程；完成 5 个系统研发和 8 个 APP 软件研发，辅助、提升教学体验。

图 16：公司研发部门架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

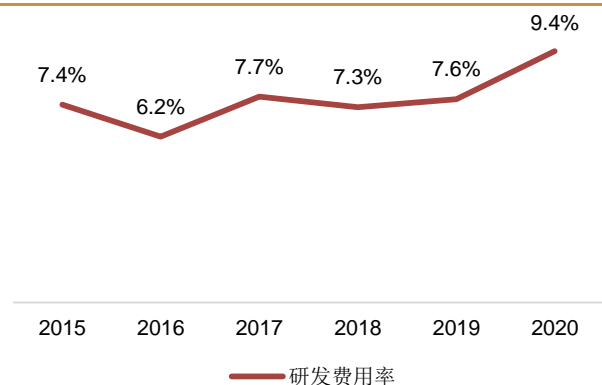
公司重视研发投入和研发人员队伍扩建。近五年，公司研发费用逐年增长，由 2015 年 1.5 亿元增长至 2020 年 10.5 亿元，复合增长率 47.1%。研发费用率维持稳定，研发费用率除 2016 年为 6.2%，其余年份均超过 7%，2020 年更是达到 9.4%。

图 17：公司研发投入逐年增加



数据来源：公司公告，西南证券整理

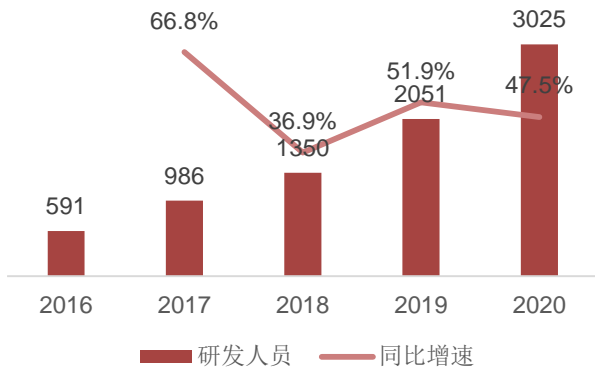
图 18：公司研发费用率维持稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

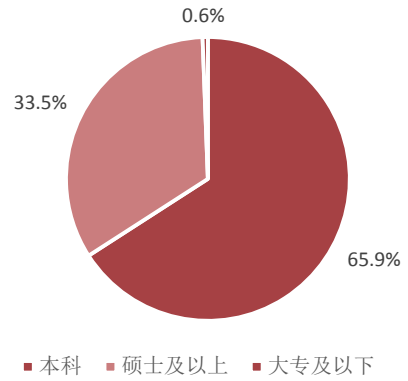
**公司研发人员队伍高速扩张。**公司重视研发人才培养，研发人员数量保持快速增长态势，截止 2002 年底，公司研发人员数量已达 3025，同比增长 47.5%。公司研发人才质量高，超 99% 研发人员拥有本科及以上学历，其中 33.5% 研发人员拥有硕士及以上学历。

图 19：公司研发投入逐年增加



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 20：截止 2018 年 4 月公司研发人员构成



数据来源：国家统计局，西南证券整理

### 3.1.2 多元化产品矩阵，带动业绩持续增长

公司产品种类丰富，建立起完善的业务矩阵。目前，公司产品涵盖招录培训、职业资格培训、职业技能培训、学历提升等多个板块，为不同基础、不同职业需求的学员提供 5000 种以上的培训课程选择，具体包括公务员招录、事业单位招聘、教师考试、医学资格证、消防工程师考试、专升本、考研、法考、会计、IT 培训等多款辅导产品。

图 21：公司核心产业链



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品类型包括面授培训服务和线上培训服务两大类。面授培训主要指传统课堂面对面培训方式，包括大班授课、小班教学、一对多、一对一等多种形式；按班次类型划分可分为普通班和协议班两类，其中协议班公司主打产品，具有灵活选课、授课优势，为学员提供丰富的课后增值服务并根据学员在未通过不同阶段考试的情况下退换部分费用。线上培训主要指借助互联网技术突破地域限制，提供远程教育服务，包括线上直播课程、录播课程和

OAO 课程三大类。目前，公司主要产品系列包括全程协议系列、长线封闭系列、基础精讲系列、实战提升系列、冲刺预测系列和小班私教系列等六大系列。

表 2：公司主要产品系列

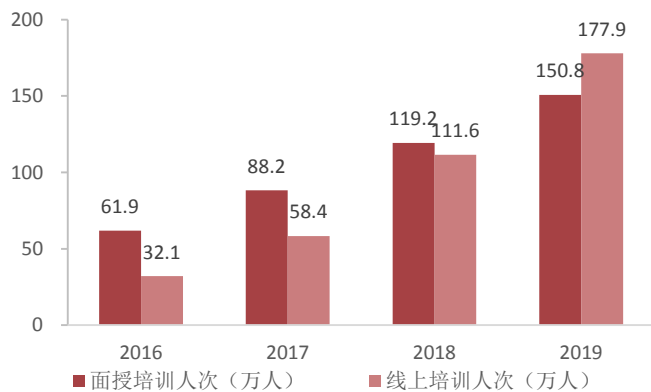
产品系列	授课对象
全程协议系列	针对零基础或基础比较薄弱、时间比较充裕且分散的学员
长线封闭系列	针对零基础或基础比较薄弱、时间比较充裕且集中的学员
基础精讲系列	针对零基础或基础比较薄弱、时间较短且希望进行系统学习的学员
实战提升系列	针对已初步掌握基础知识、时间较短且希望通过大量练习掌握考试要点的学员
冲刺预测系列	针对基础较好、时间较短且希望在考前进一步查漏补缺的学员
小班私教系列	针对有个性化需求的学员进行量身定制

数据来源：公司公告，西南证券整理

**完善的业务矩阵和丰富多元的产品服务带动用户和业绩增长。**公司多元化、多层次、涵盖范围广的课程产品吸引越来越多的学员加入。公司面授培训人次稳步持续增长，2019 年面授培训人次达 150.8 万人，同比增长 26.5%；线上培训人次增长迅猛，由 2016 年 32.1 万人增至 2019 年 177.9 万人，复合增长率 53.4%。2019 年线上培训人次首次超过面授培训人次。

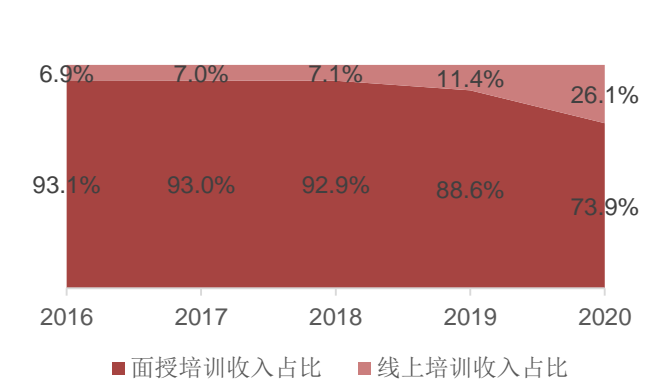
**面授培训收入贡献公司主要收入，线上培训收入高速增长。**2016 年至 2019 年面授培训收入占比始终超过 88%，是公司主要收入来源，占比逐年略有下降；线上培训业务占比较低，但比例逐年增长。2020 年，公司面授培训业务实现营收 82.3 亿元，同比增加 1.9%，线上培训业务收入 29 亿元，同比大幅增加 181%（主要受疫情影响导致）。

图 22：公司面授培训和线上培训人次逐年增加



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：面授培训收入是公司主要收入来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

面授培训服务进一步细分为普通班和协议班两类班型。**协议班打造公司产品壁垒，保障公司盈利能力。**相较普通班，协议班学员可以按照自身知识掌握程度和时间安排选择合适的课程，课程安排更为灵活、贴合学员实际需求。协议班承诺，如果学员未通过对应考试可按规则退还一定比例的费用。在招录考试竞争激烈的背景下，退费模式符合学员的利益诉求，有助于学员增强参培意愿。公司现设短、中、长课时三类协议班型供学员自由选择，满足不同层次学员需求。

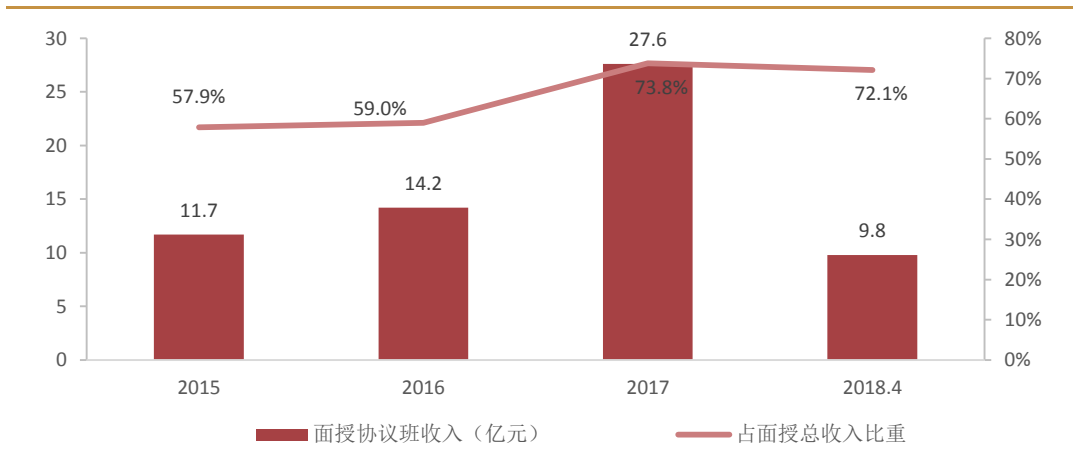


**表 3: 公司部分协议班产品情况**

培训类别	主要产品	课时	课程价格	退费约定
公务员招录培训	国省全程协议	笔试 44 天 7 晚+14 天 14 晚封闭+面试 7 天 7 晚	34,800 元	未被录用退 15,000 元
	VIP 协议特训课程	10 天 10 晚	56,800 元	未被录用, 全额退费
	小班私教金榜成公 笔试协议	33 天 35 晚 (含 2 天休息)+7 天 7 晚封闭	49,800 元	笔试不过退 30,000 元
	面试经典特训课程	8 天 8 晚	14,800 元	不过退费 10,000 元
事业单位招聘培训	全程协议课程	47 天 7 晚 (笔试)+5 天 5 晚 (面试)	18,800 元	笔试未过退 10,000 元面试未过退 8,000 元
	面试经典协议课程	7 天 7 晚	13,800 元	面试不过状元全退, 非状元退 11,000 (包吃住)
	面试 VIP 协议课程	10 天 10 晚	23,800 元	面试不过全退
教师招录 及教师资格培训	协议课程	59 天 59 晚	17,800 元	笔试不过退 12,000 元面试不过退 9,000 元
	精英协议课程	15 天 15 晚	12,800 元	笔试不过退 8,000 元, 封闭 7,980 元
	面试特训课程	7 天 7 晚	13,800 元	未被录用退 10,000 元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司优质的教研体系保障协议班教学质量, 叠加以结果为导向、“不过退费”的协议模式, 吸引越来越多的学员加入协议班。目前, 面授协议班收入占面授培训服务收入比重持续提升, 成为公司盈利重要来源。2015 年面授协议班收入 11.7 亿元, 占面授总收入比重 57.9%, 2017 年面授协议班收入增长至 27.6 亿元, 收入占比大幅增长扩大至 73.8%, 成为公司重要收入来源。

**图 24: 2015 年-2018 年 4 月面授协议班收入及其占面授总收入比重**


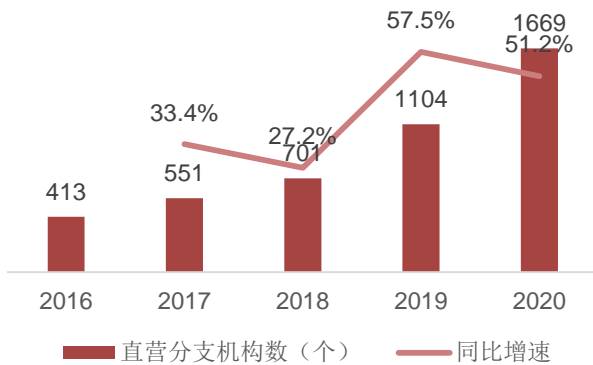
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

### 3.1.3 直营模式加速扩张, 打开下沉市场空间

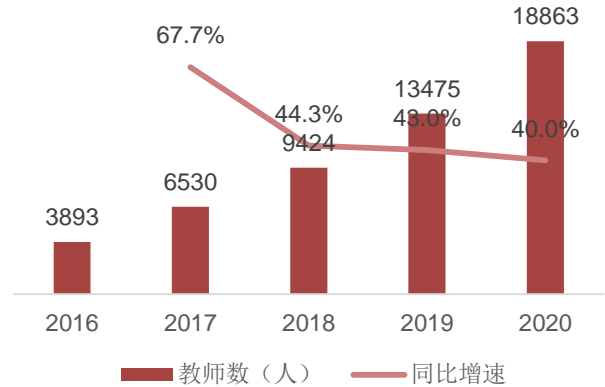
公司采用直营模式进行分支机构拓展, 由总部设立统一的目标、市场战略、研发、教学和服务标准和流程并将其制作成标准化手册, 配合完善的培训和考核体系, 保证教学质量的稳定性, 确保不同地区学员可以享受同等优质的产品和服务。直营模式实现不同区域标准化的学习网点复制, 在下沉市场职教需求丰富的发展背景下, 有助于公司打开下沉市场空间, 快速向下沉市场渗透。公司利用直营模式积极开启下沉市场布局, 直营分支机构数量分别由



2016 年的 413 个增长至 2020H1 的 1335 个，教师队伍人数由 3893 人大幅增长至 18036 人，现已覆盖全国 31 个省市自治区，在全国 319 个城市。

**图 25：2016-2020H1 直营分支机构数量持续增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 26：2016-2020H1 教师队伍大幅扩张**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3.2 招录板块“头雁”引领，多极扩张打造全品类增长“雁阵”

### 3.2.1 公务员将迎来退休潮，招录空间有望扩大

**公务员将迎来退休潮，招录空间有望进一步扩大。**1982 年劳动人事部发布的《吸收录用干部问题的若干规定》进行公务员招录改革，国家机关、事业和企业单位招录实行自愿报名、公开招收的原则。招录改革背景下，公务员数量在 1980 年至 1990 年间出现大幅增长。按照八九十年代公务员 20 岁左右参加工作，女性 55 岁、男性 60 岁的退休的假设推算，近年公务员将迎来大规模退休潮。此外，新《公务员法》于 2019 年 6 月 1 日起实施，其规定公务员工作年限满 30 年可申请提前退休，不受退休年龄限制，为未达到退休年龄且有退休需求的公务员提供退休路径。在退休潮和新《公务员法》提前退休政策的影响下，预计会存在一定规模的公务员岗位空缺，公务员招录空间有望进一步扩大。

**表 4：公务员改革相关政策法规**

颁布时间	政策法规	主要内容
1982.09.29	《吸收录用干部问题的若干规定》	国家机关、事业、企业单位吸收录用干部，可以从全民所有制和集体所有制单位的工人中吸收，或从社会上录用。从社会上录用的对象，主要是城镇知识青年以及闲散专业技术人员、自学成才的人员。
2019.06.01	新《中华人民共和国公务员法》	公务员符合下列条件之一的，本人自愿提出申请，经任免机关批准，可以提前退休：一是工作年限满 30 年；二是距国家规定的退休年龄不足 5 年，且工作年限满 20 年；三是符合国家规定的可以提前退休的其他情形。

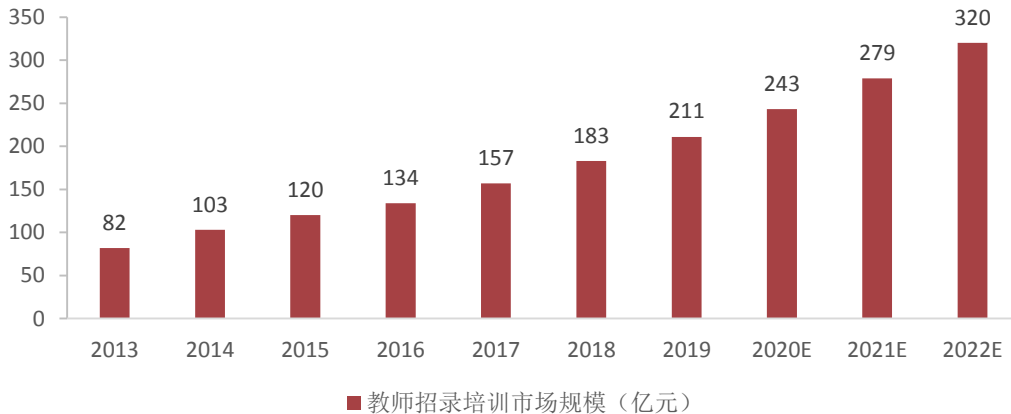
数据来源：政府官网，西南证券整理

### 3.2.2 教师职业吸引力提升，潜在培训需求有待挖掘

**教师职业吸引力增强，新教师岗位竞争明显加大。**教师招录市场远大于公务员市场，随着教师工资待遇的提升、福利向好，教师职业吸引力不断增强，教师招录市场竞争加剧。根

据教育部数据，高考成绩前 30% 学生报考师范专业比例上升，由 2018 年的 18.3% 提升至 2019 年 33.4%。个别地区教师岗位数十人竞争一席呈常态化。在教育招录市场需求旺盛的背景下，教育招录培训市场规模也将不断扩大。根据弗若斯特沙利文数据估计，2022 年我国教师招录培训市场规模将达 320 亿元。

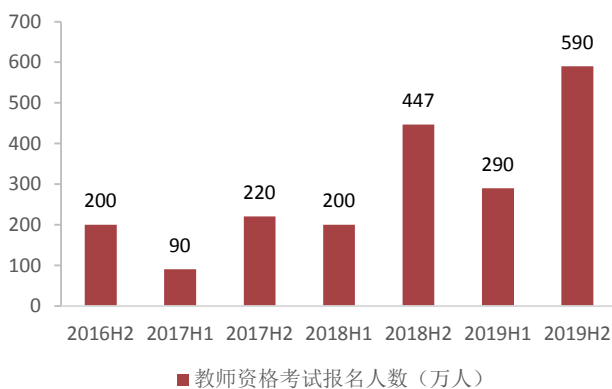
图 27：预计 2022 年我国教师招录培训市场规模将达 320 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

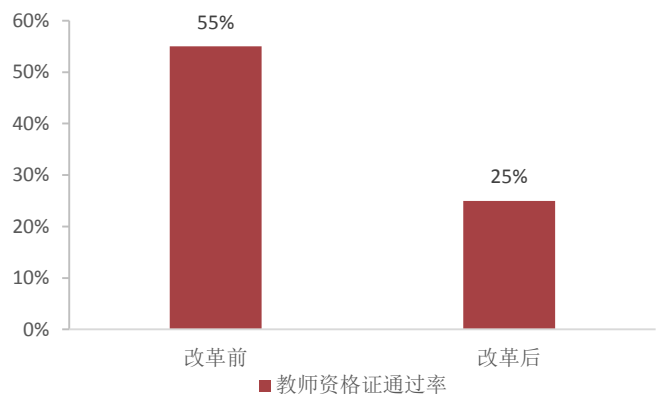
**教师职业资格证书职教市场也存在增长空间。**教师资格证是教育行业从业教师的许可证，是教师应聘上岗的必须证书。2015 年教师资格证改革后考试科目增加、考试难度加大、通过率降低，将笔试成绩有效期由长期改为 2 年，证书有效期改为 3 年，5 年定期注册。2018 年国家要求校外培训机构教师必须持有教师资格证，否则不予聘用。这一新政策进一步增强教师资格证需求，加剧教师资格证考试竞争。根据教育部数据，2019 年下半年教师资格证考试报名人数达 590 万，创历史新高。2019 年全年教师资格证书报考人数同比增长 38.5%。在报考人数增加、通过率下降的背景下，学员参加教师相关考试培训意愿将会增强，有助于推动教育序列参培率的提升。

图 28：教师资格证报名人数逐年提高



数据来源：教育部，西南证券整理

图 29：教师资格证考试改革后通过率下降

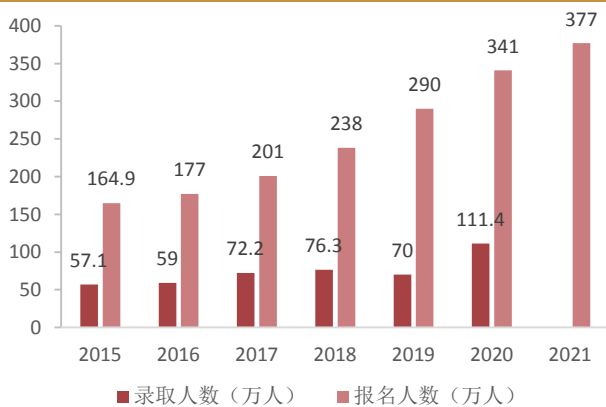


数据来源：教育部，西南证券整理

### 3.2.3 考研热、IT 人才需求旺盛，技能培训业务蓄势待发

**考研热利好考研培训业务。**近年来考研市场火爆，报考人数逐年快速增长。2011年至2016年考研人数较为稳定，保持在150万人至177万人区间；2017年后考研人数逐年攀升，由201万人增长至2021年377万人，复合增长率20.1%。考研人数迅猛增长的同时，录取人数变化不大，由2011年49.5万人稳步增长至2019年70万人。2020年受到疫情影响，研究生扩招至111.4万人。从报录比来看，研究生报录比整体保持稳定，2019年出现显著增长达4.1创历史新高，2020年在扩招政策下报录比有所下降至3.41。整体来看，考研市场竞争激烈，录取难度大，利好公司考研培训业务发展。

图 30：考研人数逐年攀升



数据来源：中国考研网，西南证券整理

图 31：考研报录比稳步上升，2019 年创历史新高



数据来源：中国考研网，西南证券整理

考研群体与考公群体重合度高，公司可借助招录业务长期积累下的渠道优势、学员优势，快速向考研市场扩张。此外，考研成功群体在研究生毕业后有考公、考编计划，可以继续选择参加公司的招录考试培训，从而实现考研业务反哺招录业务，助力公司实现职教培训领域多板块协同发展。目前，公司成立中公考研网专门开展考研培训业务，下设全年集训课程、半年集训课程、VIP 针对性课程、专业课培优课程、乐学周末班、初/复试协议班、在职考研等多款考研培训课程，覆盖经济学、翻译硕士、会计硕士、金融硕士、计算机、法硕、教育学等多个热门专业，辐射高校在校生、在职人员等群体。公司考研辅导业务现已进入快速增长轨道，2019 年考研辅导业务增速超 100%。

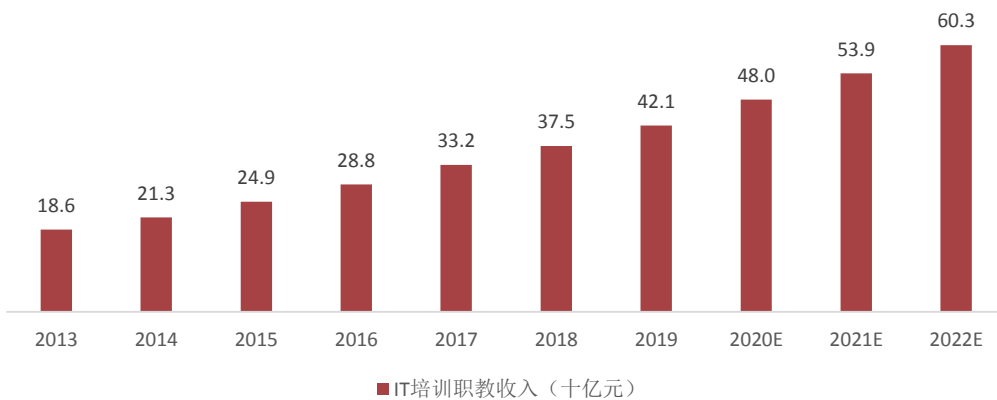
图 32：中公考研网主要课程



数据来源：中公考研网，西南证券整理

人才需求旺盛、产业创新加速等因素驱动 IT 培训行业发展，IT 培训市场前景广阔。以“十三五”规划为代表的国家政策持续带动 IT 行业发展，国内信息化建设加速，“一带一路”建设为 IT 行业不断开辟市场，IT 人才需求旺盛。根据弗若斯特沙利文报告，许多 IT 专业学历教育学生缺乏适用的就业技能，进入工作岗位后不能较好地适应工作，IT 培训需求应运而生。根据弗若斯特沙利文数据，IT 培训市场是非学历职业教育市场重要组成部分，市场规模显著高于公务员、事业编、教师招录培训市场，预计 2022 年 IT 培训市场规模有望达到 603 亿元。

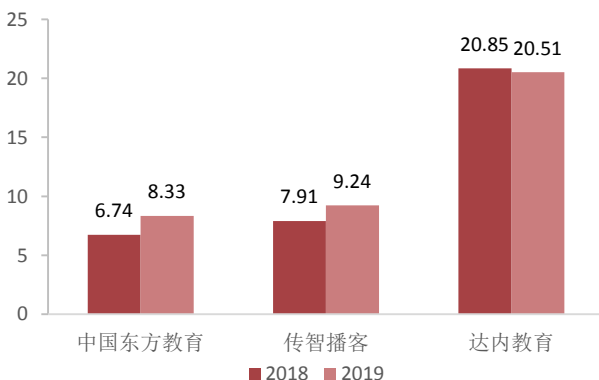
图 33：预计 2022 年 IT 培训市场规模将达 603 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

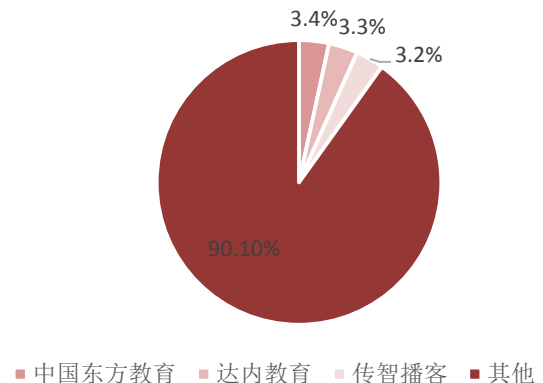
IT 培训市场分散、尚未出现绝对龙头，公司具有扩张空间。IT 培训市场主要教育提供商为中国东方教育、达内教育、传智播客三家。根据弗若斯特沙利文统计，2017 年中国东方教育、达内教育、传智播客在 IT 培训教育市场的份额分别为 3.4%、3.3%、3.2%，累计市场份额不足 10%，说明国内 IT 培训市场分散、尚未形成行业内绝对龙头，IT 培训市场仍具有可进入空间。在 IT 培训需求旺盛、市场前景广阔、市场可进入的背景下，公司有望通过扩张 IT 培训业务进一步促进业绩增长。

图 34：中国东方教育、传智播客、达内教育 IT 培训收入 (亿元)



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 35：IT 培训市场分散，尚无绝对龙头



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

公司成立“优就业”IT培训品牌，专注IT培训业务。“优就业”以研发为核心竞争力，采用业内特有的“4分理论+6分实训”教育法，为学员提供科学有效的教学服务。现已形成面授课程、网络课程、图书教材三大教学体系，为学员提供不同形式、不同层次的辅导课程，满足差异化、个性化需求。师资队伍强劲，团队汇集100余位专职研发人员、300多位专职授课师资，包含来自百度、阿里、腾讯、IBM、微软等国际高端IT公司的技术大牛。“优就业”在理论培训之外，注重就业服务。与阿里巴巴、今日头条、清华同方、网易等多家知名企业展开合作，为学员增加与名企接触机会，切实提高就业质量。目前，公司IT培训业务发展强劲，2019年IT能力训练业务营收增速达300%。

图 36：“优就业”企业合作伙伴



数据来源：中公“优就业”官网，西南证券整理

### 3.3 短期：2021 省考提前，加速业绩兑现

教育部关于做好2021届全国普通高校毕业生就业创业工作的通知指出，力争在2021年6月底前完成全部政策性岗位招录工作。现江苏、浙江、上海、四川、甘肃、山东、吉林等多个省份已发布省考公告，其中山东省考时间提前至2020年12月19日，较往年提前四个月。吉林作为往年参加省考联考的省份，其2021年省考公告显示笔试时间为3月27、28日。参考已披露的各省份省考公告和教育部通知，预计各省的省考时间将有所提前，省考联考有望在三月底举办。2021年省考提前有望推动公司2021H1收入利润结转，短期将拉动公司业绩增长。

表 5：2021 部分省份的省考报名和笔试时间

省份	报名时间	笔试时间
山东	2020年11月20-23日	2020年12月19日
福建	2021年2月22-26日	2021年3月27-28日
黑龙江	2021年2月22-26日	2021年3月27-28日
吉林	2021年2月20-23日	2021年3月27-28日
河南	2021年2月22-26日	2021年3月27日
广东	2021年2月1-7日	2021年3月14日
山西	2021年1月27日-2月2日	2021年3月27-28日

数据来源：各省主管部门官网，西南证券整理

### 3.4 中长期：打造自有学习基地，提升长期盈利能力

**打造自有学习基地有助于提升产品质量。**封闭班具有针对性强、体验性好、时间效率高、培训效果显著的优势，受到学员的青睐。目前公司面授培训产品主要以住宿、封闭为主，不仅要为学员提供面授场地，还要解决学员住宿、就餐、学习等众多问题，对教学场地的软硬件设备提出更高的要求。为学员提供舒适良好的学习环境、完善的配套设施、全产业链的服务有利于保障面授培训顺利完成并取得良好的效果。酒店租赁发展模式下，存在酒店质量参差不齐影响学员体验的问题，打造自有学习基地有助于提升面授培训服务质量，进一步提升培训效果。

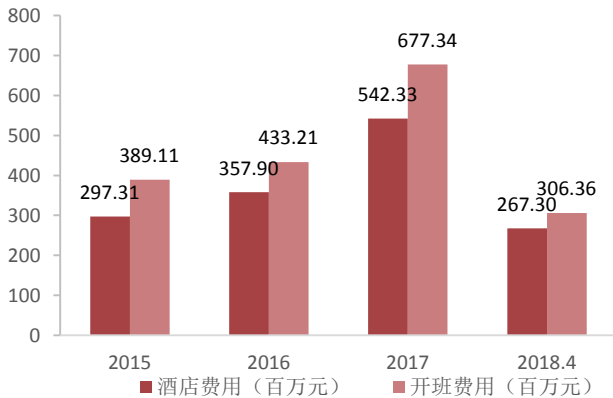
**表 6：公司产品服务以住宿为主**

产品系列	主要产品	服务协议安排
全程协议系列	国省全程协议、全程协议 A 课程、一年协议课程、全程协议课程、全程协议 B 课程	走读+住宿
	一面成公定制课程	住宿
长线封闭系列	暑期密训营、经典暑期集训营、全日制封闭 A、精英密训课程、面试特训课程	住宿
基础精讲系列	专项突破课程、系统精讲、园丁导航、讲练结合课程、基础精讲课程、专项精讲课程	走读
	面试经典特训、	住宿
实战提升系列	刷题实战、讲练结合课程、考点提升、真题讲练	走读
	题海实战、题海点睛、实战练题	住宿
冲刺预测系列	封闭预测课程、提分预测	封闭
	封闭预测 A、冲刺点睛、冲刺预测、封闭预测课程	住宿
小班私教系列	私教一对一	走读
	小班私教金榜成公笔试协议、私教状元营协议、小班私教全程笔试班、小班私教全程协议、小班私教 1 对 5 精品封闭	住宿

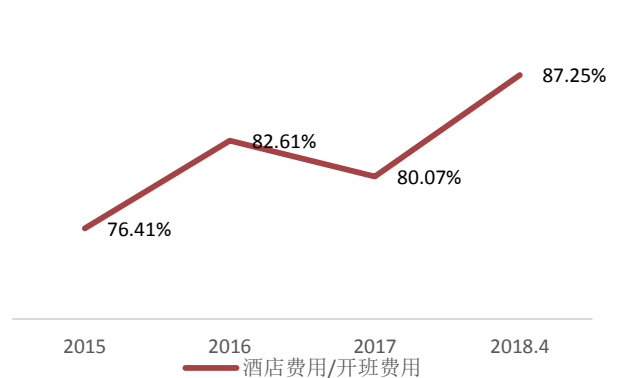
数据来源：公司公告，西南证券整理

**打造自有学习基地有助于降低经营风险，提升公司利润水平。**考虑到公司课程上线时间、学员数量与招录和资格认证考试时间密切相关，具有一定的周期性，公司采用以约定的协议价格短期租赁酒店会议室、房间的方式满足面授培训需求。公司面授培训服务场地选择以酒店短期租赁为主，酒店培训场所面授班培训收入占公司面授班总收入 90% 以上。酒店场地租赁成本是公司主营业务成本的主要构成之一。随着公司规模不断扩张，协议酒店资源可能无法满足公司不断上浮的场地、客房需求，面临短期缺少合适面授场地的经营风险。打造自有学习基地较酒店租赁，有助于加强公司对场地的把控，提升经营稳定性，降低因缺少场地影响面授培训业务开展的可能性。此外学习基地均为自有房产，有助于减少酒店租赁成本、降低营业成本，推动公司毛利率上升。



**图 37: 2015 年-2018 年 4 月公司酒店费用和开班费用**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 38: 2015 年-2018 年 4 月公司酒店费用占开班费用比例**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**打造自有学习基地有助于提升品牌形象, 促进业务发展进入良性循环。**职教市场中, 众多培训机构长期采用“粗放扩张”的方式抢占市场, 区域间培训服务一致性低、培训效果不佳, 不能为学员提供稳定、优质的服务。随着市场竞争格局的确立, 粗放式扩张难以站稳脚跟, 以教学质量、品牌形象为核心的品质竞争将成为培训机构竞争重点。打造自有学习基地为学员提供一揽子综合服务, 提高对学校环境、生活环境的控制力, 有助于公司提高服务质量、树立良好的品牌形象。长期以往, 良好的品牌形象有助于提供公司培训业务对潜在学员的吸引力, 从而提高公司知名度和市场占有率, 促进业务发展进入良性循环。

近年, 公司持续投资自有学习基地, 打造吃住学下一站式基地满足协议班吃住学一体化需求, 推动公司向“大工厂式”一体化教学升级。现已通过收购、竞拍拿地等方式在山东、辽宁、陕西、安徽、北京等地展开一站式学习基地建设, 具体情况如下:

- 2019 年 9 月, 公司通过全资子公司北京中公竞拍得济南市济阳国用(2013)第 178 号地使用权及地上物, 用于一站式学习基地建设。
- 2019 年 12 月, 公司收购辽宁中成置地 100% 股权, 利用其相关资产建设辽宁区域总部和一站式学习基地。
- 2020 年 2 月, 公司收购陕西冠城九鼎国际 1 号楼, 用于陕西区域总部及综合学习基地建设使用。
- 2020 年 12 月, 收购六安亚夏润南全资子公司六安亚中、六安中科 100% 股权, 转让完成后, 公司将相关物业资产, 建设短期可投入使用的大型学习基地, 主要辐射安徽及邻近的中部地区, 快速疏解中部地区多品类教学配套硬件资源供给不足的难题。
- 2021 年 1 月, 公司拟定增不超过 60 亿元用于怀柔学习基地建设(42.1 亿)和补充流动资金(17.9 亿)。怀柔学习基地将新建教学、办公、宿舍等建筑并辅以完备的配套设施, 为学员提供良好的学习环境和优质的配套服务, 预计建设周期为 3 年, 最高容纳 2 万名学员。



**表 7: 公司自有学习基地布局**

时间	布局区域	投资方式	投资金额 (亿元)	主要用途
2019.09	山东	竞拍拿地	2.28	打造山东地区一站式学习基地
2019.12	辽宁	收购辽宁中成置地公司	1.73	辽宁区域总部和一站式学习基地
2020.02	陕西	自有资金购买陕西冠城大楼	3.83	陕西区域总部和一站式学习基地
2020.12	安徽	收购六安亚夏润南全资子公司	5.61	创建短期可投产使用的区域大型学习基地, 重点辐射安徽及邻近的中部地区
2021.01	北京	定增	42.1	建设怀柔一站式学习基地

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 疫情影响消除, 招录节奏回归正常;

假设 2: 公司各项业务重回快速增长趋势, 2021-2023 年综合毛利率分别为 59.5%、60% 和 60%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 8: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
公务员序列	收入	6289.6	8490.9	10868.4	13368.1
	增速	50.8%	35.0%	28.0%	23.0%
事业单位序列	收入	1273.5	1910.3	2540.6	3175.8
	增速	-9.1%	50.0%	33.0%	25.0%
教师序列	收入	1794.5	2871.2	4163.2	5786.8
	增速	-7.2%	60.0%	45.0%	39.0%
综合序列	收入	1781.4	2672.1	3473.7	4272.6
	增速	10.4%	50.0%	30.0%	23.0%
其他	收入	63.6	73.1	84.1	96.7
	增速	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	11202.5	16017.5	21129.9	26700.0
	增速	22.1%	43.0%	31.9%	26.4%
	毛利率	59.2%	59.5%	60.0%	60.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元、0.91 元, 对应估值分别为 50 倍、37 倍和 28 倍。可比公司 2021 年平均估值为 76.45 倍, 我们给予公司 2021 年 77 倍估值, 对应股价为 40.04 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表 9：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
TAL.N	好未来	61.51	-0.57	0.93	2.95	2.75	-400.82	201.28	63.39	68.00
EDU.N	新东方	16.04	0.25	0.38	0.53	-	65.30	41.89	30.33	-
0839.HK	中教控股	18.96	0.31	0.56	0.71	0.83	45.81	28.26	22.43	18.97
603377.SH	东方时尚	14.79	0.26	0.43	0.52	0.73	73.39	34.35	28.23	20.34
均值							61.50	76.45	36.10	35.77

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.4.28，均值剔除负值影响）

## 5 风险提示

产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，新品类拓展不及预期的风险，核心人才流失的风险，疫情复苏不及预期导致业务增速恢复不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11202.49	16017.50	21129.94	26700.01	净利润	2304.33	3180.06	4287.98	5621.65
营业成本	4567.33	6487.09	8451.98	10680.01	折旧与摊销	163.52	157.17	157.17	157.17
营业税金及附加	12.74	18.21	24.03	30.36	财务费用	430.55	183.40	154.13	155.71
销售费用	1811.79	2562.80	3380.79	4272.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1279.87	3363.67	4437.29	5340.00	经营营运资本变动	2161.77	-4575.60	244.83	329.35
财务费用	430.55	183.40	154.13	155.71	其他	-177.70	-270.98	-268.98	-271.98
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4882.47</b>	<b>-1325.95</b>	<b>4575.13</b>	<b>5991.90</b>
投资收益	256.54	250.00	250.00	250.00	资本支出	-501.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	20.98	20.98	20.98	20.98	其他	-607.61	2256.86	270.98	270.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1108.64</b>	<b>2256.86</b>	<b>270.98</b>	<b>270.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>2661.75</b>	<b>3673.30</b>	<b>4952.71</b>	<b>6492.92</b>	短期借款	1109.02	-3976.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.61	-0.83	-0.76	-0.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2661.14</b>	<b>3672.47</b>	<b>4951.95</b>	<b>6492.13</b>	股权融资	26.90	0.00	0.00	0.00
所得税	356.81	492.41	663.97	870.48	支付股利	0.00	-460.87	-636.01	-857.60
净利润	2304.33	3180.06	4287.98	5621.65	其他	-1684.05	-213.40	-154.13	-155.71
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-548.13</b>	<b>-4650.29</b>	<b>-790.14</b>	<b>-1013.31</b>
归属母公司股东净利润	2304.36	3180.06	4287.98	5621.65	<b>现金流量净额</b>	<b>3225.70</b>	<b>-3719.39</b>	<b>4055.97</b>	<b>5249.58</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5950.40	2231.01	6286.98	11536.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	328.02	405.44	573.05	717.66	销售收入增长率	22.08%	42.98%	31.92%	26.36%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	27.32%	38.00%	34.83%	31.10%
其他流动资产	3144.26	1233.68	1313.63	1400.73	净利润增长率	27.70%	38.00%	34.84%	31.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.50%	23.28%	31.15%	29.29%
投资性房地产	668.01	668.01	668.01	668.01	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1827.04	1754.47	1681.89	1609.31	毛利率	59.23%	59.50%	60.00%	60.00%
无形资产和开发支出	526.22	485.72	445.21	404.71	三费率	31.44%	38.15%	37.73%	36.58%
其他非流动资产	1974.90	1930.81	1886.71	1842.62	净利率	20.57%	19.85%	20.29%	21.05%
<b>资产总计</b>	<b>14418.85</b>	<b>8709.13</b>	<b>12853.49</b>	<b>18178.60</b>	ROE	53.90%	45.66%	40.39%	36.55%
短期借款	3976.02	0.00	0.00	0.00	ROA	15.98%	36.51%	33.36%	30.92%
应付和预收款项	980.38	1416.83	1841.58	2325.92	ROIC	-235.59%	462.59%	135.25%	169.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.06%	25.06%	24.91%	25.49%
其他负债	5187.35	328.02	395.66	472.37	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10143.75</b>	<b>1744.85</b>	<b>2237.24</b>	<b>2798.29</b>	总资产周转率	0.92	1.39	1.96	1.72
股本	103.81	103.81	103.81	103.81	固定资产周转率	9.80	10.16	14.05	18.65
资本公积	1225.48	1225.48	1225.48	1225.48	应收账款周转率	925.24	774.62	889.29	825.24
留存收益	2915.84	5635.03	9287.00	14051.06	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4275.13	6964.31	10616.29	15380.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.97%	—	—	—
少数股东权益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4275.10</b>	<b>6964.28</b>	<b>10616.25</b>	<b>15380.31</b>	资产负债率	70.35%	20.03%	17.41%	15.39%
负债和股东权益合计	14418.85	8709.13	12853.49	18178.60	带息债务/总负债	39.20%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.94	2.36	3.83	5.07
					速动比率	0.94	2.36	3.83	5.07
					股利支付率	0.00%	14.49%	14.83%	15.26%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.52	0.70	0.91
					每股净资产	0.69	1.13	1.72	2.49
					每股经营现金	0.79	-0.21	0.74	0.97
					每股股利	0.00	0.07	0.10	0.14
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3255.82	4013.88	5264.02	6805.80					
PE	68.44	49.59	36.78	28.05					
PB	36.89	22.64	14.85	10.25					
PS	14.08	9.85	7.46	5.91					
EV/EBITDA	-1.18	-1.02	-1.55	-1.97					
股息率	0.00%	0.29%	0.40%	0.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn