

# 中公教育 (002607)

证券研究报告

2021年08月31日

## 21Q2 收入环比提速，前瞻性战略性投入奠定中长期持续增长

**21H1 营收 48.56 亿，同比增长 72.94%，归母净利-0.97 亿元，较上年同期减亏 58.30%。**

8 月 30 日，公司公告 2021 上半年报告，公司根据年度经营目标积极开拓市场，不断提高市场占有率，21H1 实现总营收 48.56 亿元，同比增长 72.94%。但受前期抗疫和市场竞争格局变化等外部因素影响，公司进行前瞻性的战略性投入导致成本费用也相对较高，业绩出现阶段性亏损，**归母净利-0.97 亿元，较上年同期减亏 58.30%。21H1 扣非后归母净利-1.70 亿元，较上年同期减亏 53.77%。**

**公职类招考培训具有季节性特征**，21Q1 收入 20.52 亿，同比增长 66.79%；21Q2 收入 28.04 亿，同比增长 77.73%，Q2 收入及增速明显高于 Q1。21Q1 归母净利 1.41 亿，同比增长 21.00%；21Q2 归母-2.38 亿，较上年同期减亏 31.90%。

分业务看，**21H1 公务员收入 23.15 亿元 (占比 47.66%)，同比增长 90.02%**，公务员多省联考提前导致收款高峰期缩短，对公务员序列业绩造成了一定影响，但招录景气回升的态势已确认。事业单位收入 6.19 亿元 (占比 12.74%)，同比增长 148.37%；教师收入 5.35 亿元 (占比 11.02%)，同比增长 52.82%；综合收入 13.60 亿元 (占比 28.01%)，同比增长 40.1%；其他收入 0.27 亿元 (占比 0.57%)，同比增长 38.77%。

**公司在全国超过 1800 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防可控的预期，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。

### 下调盈利预测，维持买入评级

经济转型将逐步提升职业教育在教育体系中的地位，大学毕业生人数持续增长是就业形势的重要风向标，优质供给严重不足是制约职业教育行业发展的主要矛盾，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。

借助 A 股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。考虑到 2021 年省考提前及外部竞争加剧，我们下调公司盈利预测，将归母净利润从 28.11 亿元/38.22 亿元下调至 20.04 亿元/30.14 亿元，对应 PE 分别为 32x、21x。

**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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176.13	11,202.49	13,196.54	17,023.53	21,279.42
增长率(%)	47.12	22.08	17.80	29.00	25.00
EBITDA(百万元)	3,065.15	3,909.36	2,774.22	3,952.09	5,471.84
净利润(百万元)	1,804.55	2,304.36	2,003.96	3,014.08	4,320.85
增长率(%)	56.52	27.70	(13.04)	50.41	43.36
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.32	0.49	0.70
市盈率(P/E)	35.03	27.43	31.55	20.97	14.63
市净率(P/B)	18.42	14.79	5.88	5.20	4.33
市销率(P/S)	6.89	5.64	4.79	3.71	2.97
EV/EBITDA	(1.06)	(1.01)	17.49	12.43	7.50

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	10.66 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)	1,602.28
A 股总市值(百万元)	65,744.48
流通 A 股市值(百万元)	17,080.29
每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	72.39
一年内最高/最低(元)	43.58/10.53

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
<b>孙海洋</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
<b>陆嘉敏</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080001 lujiamin@tfzq.com	
<b>张一帆</b>	联系人
zhangyifana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

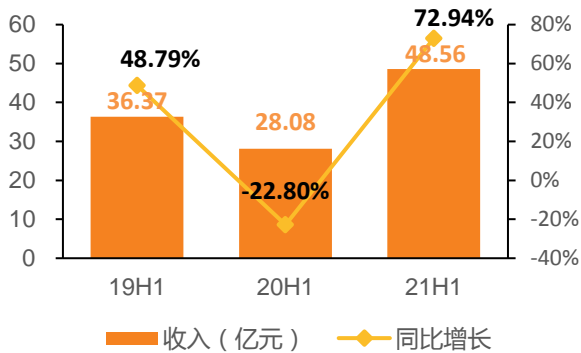
### 相关报告

- 《中公教育-公司点评:上半年人力投入较大短暂拖累利润,下半年降本增效带动业绩增长》 2021-07-15
- 《中公教育-年报点评报告:营收规模持续高增,加大研发布局未来,省考提前无碍招录预收高景气周期》 2021-04-29
- 《中公教育-公司点评:归母净利同增 27.5%-35.8%,逆势储备充足教育资源巩固竞争壁垒》 2021-03-26

## 1. 财务概况：21H1 营收 48.56 亿+72.94%

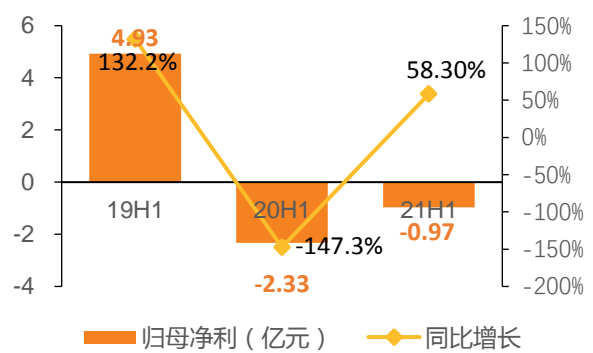
8月30日，公司公告2021上半年报告，公司根据年度经营目标积极开拓市场，不断提高市场占有率，21H1实现总营收48.56亿元，同比增长72.94%。但受前期抗疫和市场竞争格局变化等外部因素影响，公司进行前瞻性的战略性投入导致成本费用也相对较高，业绩出现阶段性亏损，归母净利-0.97亿元，较上年同期减亏58.30%。21H1扣非后归母净利-1.70亿元，较上年同期减亏53.77%。

图 1：21H1 收入 48.56 亿元，同比增长 72.94%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：21H1 归母净利-0.97 亿，较上年同期减亏 58.30%



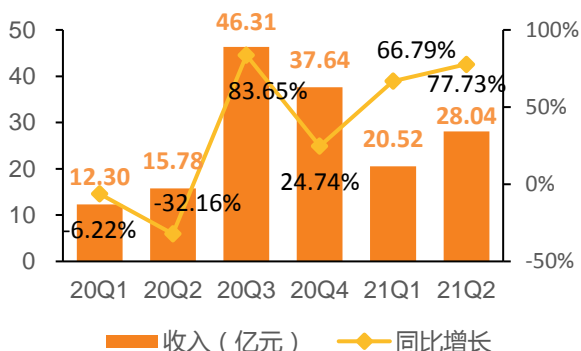
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公职类招考培训具有季节性特征，21Q1收入20.52亿，同比增长66.79%；21Q2收入28.04亿，同比增长77.73%，Q2收入及增速明显高于Q1。

21Q1归母净利1.41亿，同比增长21.00%；21Q2归母-2.38亿，较上年同期减亏31.90%。

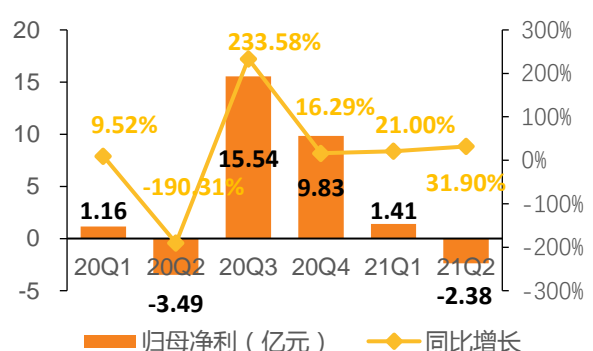
这种季节性波动给中小型培训机构造成了重大的增长瓶颈，也给大型机构提供了不断挑战规模边界的持续动力，随着考试门类和产品品类的快速增长，大型机构将越来越多地享受到规模效应的成果，获得更良性的资源配置结构。近年来，招录考试动能更多向事业单位、教师和综合招录等新领域切换，带动市场份额快速向领军企业集中。

图 3：21Q1、Q2 收入分别为 20.52 亿、28.04 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：21H1 销售商品提供劳务收到现金 42.69 亿

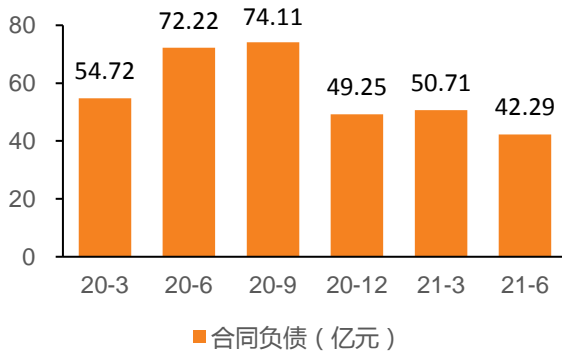


资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至2021年6月30日合同负债42.29亿元，同比减少41.44%，主要系上半年多省联考

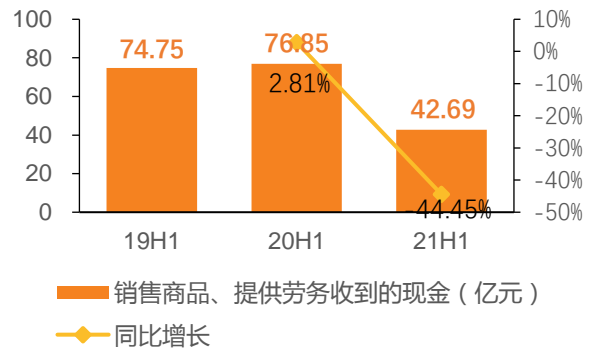
提前导致高峰收费期减少所致；交易性金融资产 1.79 亿，流动资产合计 51.64 亿；经营活动产生的现金流量净额-9.39 亿元，同比减少 123.11%。

图 5：截至 2021 年 6 月 30 日合同负债 42.29 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：21H1 销售商品提供劳务收到现金 42.69 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所

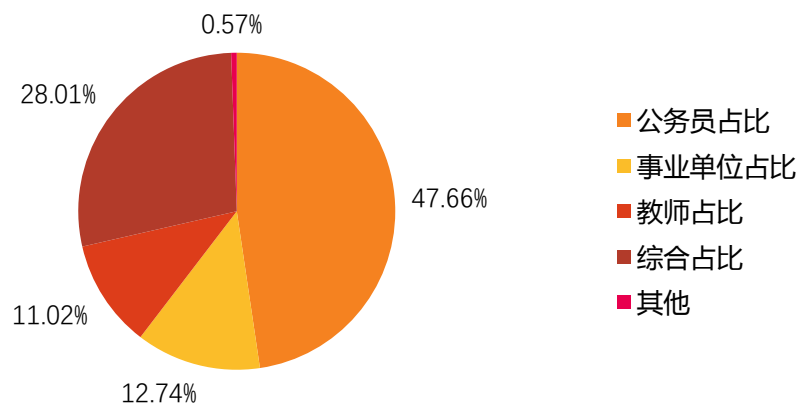
## 2. 财务分析：全部业务实现量价齐升，全面展现综合实力

### 2.1. 公考维持强劲，事业单位超预期增长，教师前景广阔

分业务看，21H1 公务员收入 23.15 亿元（占比 47.66%），同比增长 90.02%，公务员多省联考提前导致收款高峰期缩短，对公务员序列业绩造成了一定影响，但招录景气回升的态势已确认。

与此同时，公务员多省联考提前，为事业单位、教师和医疗招录等其他序列的招录复苏创造了更为有利的条件，也让相关序列经营获得了更加充足的时间和资源支持。公司抓住这一契机，借助多品类规模化经营的领先优势，积极创新产品，事业单位收入 6.19 亿元（占比 12.74%），同比增长 148.37%；教师收入 5.35 亿元（占比 11.02%），同比增长 52.82%；综合收入 13.60 亿元（占比 28.01%），同比增长 40.1%；其他收入 0.27 亿元（占比 0.57%），同比增长 38.77%。

图 7：21H1 各业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从去年下半年到今年上半年，公司坚定跨板块扩展经营的决心，持续对活跃的新业务注入密集的资源尤其是在考研、学历提升、IT 等重点门类上进行前瞻性战略投入。报告期内，

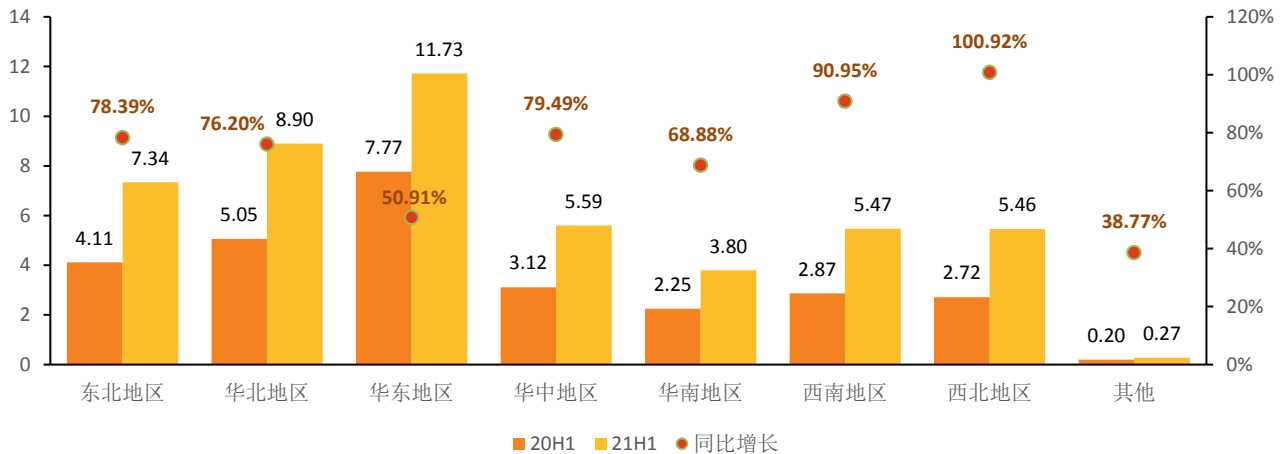
考研、学历提升、医疗等新业务保持了较高的活跃度，由此带动了其所在的综合序列实现营收 13.6 亿元，同比增长 40.10%。

伴随着储备人才的成长成熟，公司新业务板块逐步释放产能，不仅提振了相关门类的当期业绩，更重要的是进一步提升了整体布局优势，有利于中长期板块轮动增长态势的实现。

## 2.2. 多地开花，华东占比最高

21H1 东北地区收入 7.34 亿元（占比 15.10%），同比增长 78.39%；华北地区收入 8.90 亿元（占比 18.33%），同比增长 76.20%；华东地区收入 11.73 亿元（占比 24.15%），同比增长 50.91%；华中地区收入 5.59 亿元（占比 11.52%），同比增长 79.49%；华南地区收入 3.80 亿元（占比 7.82%），同比增长 68.88%；西南地区收入 5.47 亿元（占比 11.27%），同比增长 90.95%；西北地区收入 5.46 亿元（占比 11.24%），同比增长 100.92%。

图 8：多地开花，华东占比最高（亿元）



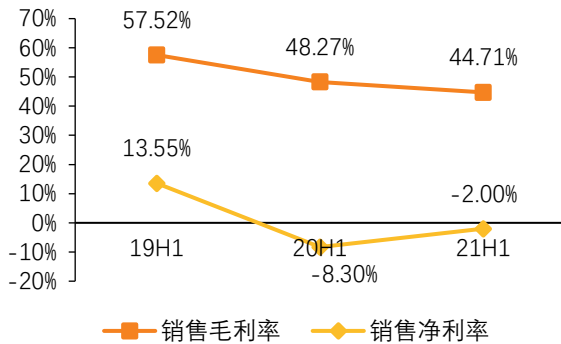
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.3. 毛利率 44.71%-3.55pct，净利率-2.00%+6.30pct

21H1 公司期间费用率 49.11%，同比减少 14.49pct。具体来看：

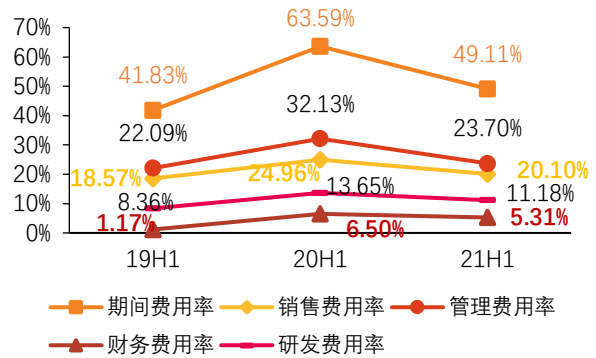
销售费用率 20.10%，同比减少 4.87pct，主要系市场推广活动恢复及市场投入增加影响下，人员薪酬、市场推广费增加所致；管理费用率 12.52%，同比减少 5.96pct；财务费用率 11.18%，同比增长 2.46pct，主要系主要系短期借款利息、收款手续费增加以及根据新租赁准则，未确认融资费用摊销至财务费用所致；研发费用率 5.31%，同比减少 1.20pct，主要系公司扩大研发规模，投入增加所致。

图 9：毛利率 44.71%-3.55pct，净利率-2.00%+6.30pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：21H1 公司期间费用率 49.11%，同比减少 14.49pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

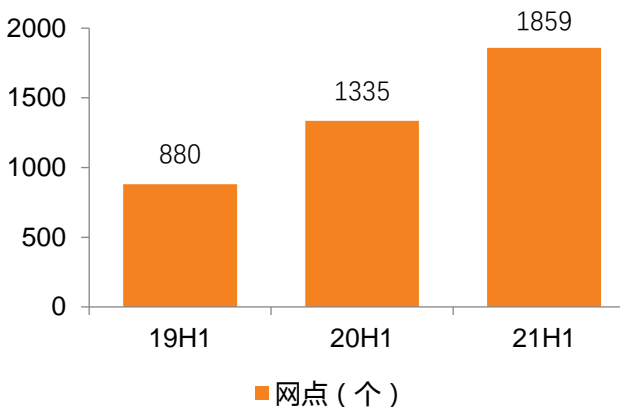
### 3. 经营情况分析：网点 1859 家，全职教师 18994 人，研发人员规模庞大

#### 3.1. 截至 21H1，直营分支机构数量 1859 家，较 20 年同期增长 39.25%

职业教育行业在全国广泛分布，长尾效应特征显著。与 K12 辅导和英语培训等行业高度集中于中心城市不同，职业教育的需求广泛分布在全国各个省市，尤其是在地级市和县，几乎每一个县都有职业高中，每个地级市都有职业院校。公职类招录的岗位需求也大量来自于地级市和县。由此催生了大量的地方中小型培训机构，也给大型机构提供了扩大渠道网络的广阔空间，同时使得管理难度和竞争壁垒骤然提高。

公司在全国超过 1800 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。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 11：截至 21H1 直营分支机构数量 1859 家，较 20 年末增长 11.38%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：职业教育行业在全国广泛分布，长尾效应特征显著



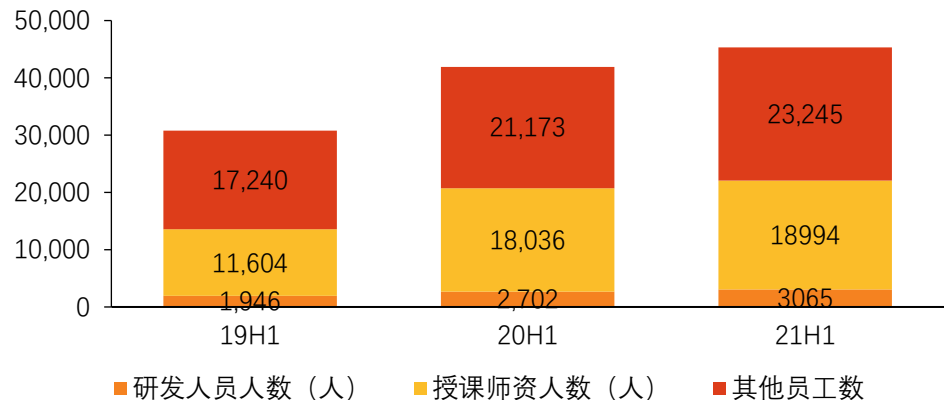
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 研发人员同比增长 13.43%达到 3065 人

截至 2021 年 6 月 30 日，中公员工数量为 45304 人，同比增长 8.10%；其中研发人员 3065 人，同比增长 13.43%，占比 6.77%，研发投入占营业收入比例 11.18%，教师人数 18994 人，同比增长 5.31%。

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。

图 13：截至 2021H1，中公员工数量为 45304，同比增长 13.43%



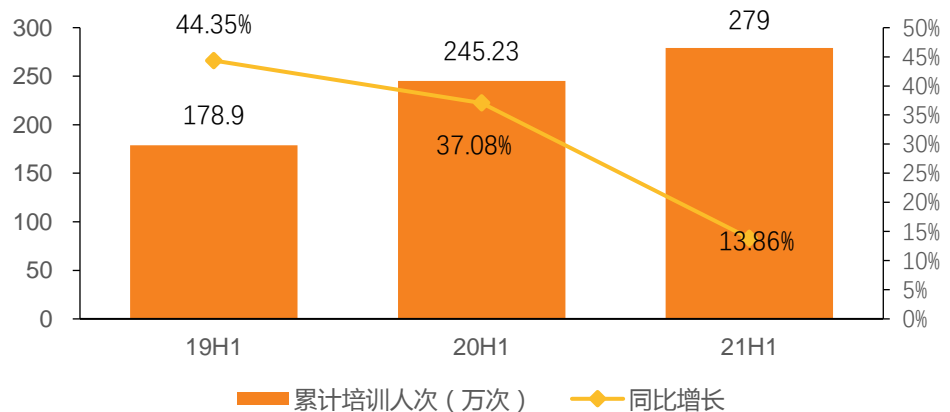
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 线下+线上合计培训 279 万人次，同比增长 13.86%

21H1 累计培训人次 279 万人次，同比增长 13.86%。其中面授培训收入 31.20 亿元，同比增长 92.37%；在线培训收入 17.08 亿元，同比增长 46.48%。

公司持续推进数字化经营与垂直一体化快速响应体系的纵深匹配，用数字化经营的力量寻求更高效的快速响应水平，进一步增强公司基于速度经济的核心竞争力。疫情的持续、反复，数字化经营的空间进一步扩容，借助厚积薄发的智慧教学平台、在线规模化研发和综合服务能力，公司持续大力推广线上线下的融合产品，在艰难的经营环境中继续保持增长。

图 14：21H1 累计培训 279 万人次，同比增长 13.86%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 公司的核心竞争力在于形成了垂直一体化快速响应能力驱动

## 的高增长企业平台

### 4.1. 卓越执行力造就高增长文化

团队用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。在这样的文化中，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的自我革命，总能在细分领域创造出新的市场，让持续的稳健增长成为可能。

### 4.2. 集群式专业研发输出源源不断的成长创新动能

创业之始，公司即率先开展专职专业的研发，并以此为凭借开创了全新的市场。十多年来，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。在创始团队和他们的共同带领下，目前已形成超过 3,000 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

要在分散的市场实现规模经济和建立竞争壁垒，就必须实现远超一般行业的经营效率。垂直一体化快速响应体系和能力既是这种市场环境适配的最佳结果。在每一次大大小小的考试中，“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者都在每一天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 个地级市的 1,800 多个经营网点，并不断加速扩张。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。

### 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。

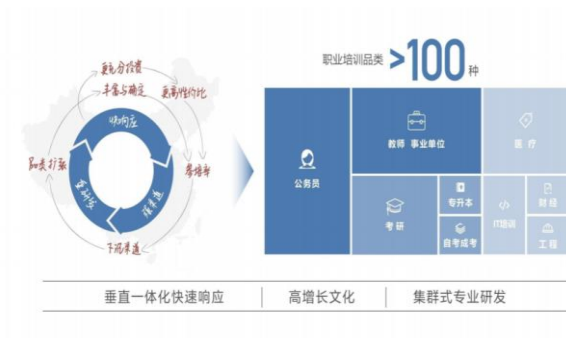
面向全国数亿 18 岁—45 岁的知识型就业人群，公司主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。

当前，这种增长飞轮效应已经扩大到了三大板块之间，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. 数字化经营塑造可“实时态势感知”的企业平台

团队的数字化经营探索已持续了 15 年以上，近年更是大幅增长了数字化经营基础设施的投资规模。这一方面来自于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 15：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

图 16：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



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 下调盈利预测，给予买入评级

经济转型将逐步提升职业教育在教育体系中的地位，大学毕业生人数持续增长是就业形势的重要风向标，优质供给严重不足是制约职业教育行业发展的主要矛盾，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。

借助 A 股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。考虑到 2021 年省考提前及外部竞争加剧，我们下调公司盈利预测，将归母净利润从 28.11 亿元/38.22 亿元下调至 20.04 亿元/30.14 亿元，对应 PE 分别为 32x、21x。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,724.34	5,950.40	10,106.94	8,996.34	17,228.91
应收票据及应收账款	2.72	21.49	51.27	180.00	252.00
预付账款	2.46	2.20	419.44	91.66	183.16
存货	221.00	325.00	526.04	222.32	434.49
其他	2,106.75	1,462.70	1,940.81	2,127.56	1,872.95
<b>流动资产合计</b>	<b>5,057.26</b>	<b>7,761.80</b>	<b>13,044.51</b>	<b>11,617.88</b>	<b>19,971.51</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	672.43	1,612.79	1,683.39	1,737.21	1,767.97
在建工程	653.58	214.25	164.55	146.73	118.04
无形资产	197.51	426.35	409.00	391.65	374.30
其他	3,600.92	2,742.79	3,112.08	3,077.21	2,815.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,124.44</b>	<b>4,996.18</b>	<b>5,369.02</b>	<b>5,352.79</b>	<b>5,076.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,960.71</b>	<b>14,418.85</b>	<b>19,075.49</b>	<b>17,225.13</b>	<b>25,412.15</b>
短期借款	2,867.00	3,976.02	2,000.00	2,300.00	2,900.00
应付票据及应付账款	236.48	211.82	1,066.19	517.35	766.81
其他	3,318.75	5,851.23	7,149.03	4,435.23	9,936.79
<b>流动负债合计</b>	<b>6,422.23</b>	<b>10,039.08</b>	<b>10,215.23</b>	<b>7,252.58</b>	<b>13,603.60</b>
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	106.93	104.68	102.79	104.80	104.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>106.93</b>	<b>104.68</b>	<b>102.79</b>	<b>104.80</b>	<b>104.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,529.17</b>	<b>10,143.75</b>	<b>8,318.02</b>	<b>5,057.38</b>	<b>10,807.69</b>
少数股东权益	(0.01)	(0.03)	(0.04)	(0.06)	(0.09)
股本	103.81	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,198.58	1,225.48	1,225.48	1,225.48	1,225.48
留存收益	3,290.24	4,141.32	4,590.11	6,000.41	8,437.15
其他	(1,161.08)	(1,195.48)	(1,225.48)	(1,225.48)	(1,225.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,431.54</b>	<b>4,275.10</b>	<b>10,757.47</b>	<b>12,167.75</b>	<b>14,604.46</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,960.71</b>	<b>14,418.85</b>	<b>19,075.49</b>	<b>17,225.13</b>	<b>25,412.15</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,804.54	2,304.33	2,003.96	3,014.08	4,320.85
折旧摊销	162.34	163.52	56.46	61.35	65.28
财务费用	107.85	172.45	450.00	446.00	448.00
投资损失	(259.22)	(256.54)	(330.00)	(284.00)	(500.00)
营运资金变动	2,302.30	8,695.66	259.15	(1,977.39)	5,895.54
其它	(1,643.82)	(6,196.94)	(70.68)	304.16	(179.26)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,473.99</b>	<b>4,882.47</b>	<b>2,368.88</b>	<b>1,564.19</b>	<b>10,050.41</b>
资本支出	597.28	833.19	61.89	77.99	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(728.39)	(1,941.83)	1,673.37	(703.00)	463.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>(131.11)</b>	<b>(1,108.64)</b>	<b>1,735.26</b>	<b>(625.01)</b>	<b>514.25</b>
债权融资	2,867.00	3,976.02	0.00	0.00	0.00
股权融资	(113.01)	(411.15)	5,583.59	(446.00)	(448.00)
其他	(3,021.25)	(4,113.00)	(5,531.19)	(1,603.79)	(1,884.10)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(267.26)</b>	<b>(548.13)</b>	<b>52.41</b>	<b>(2,049.79)</b>	<b>(2,332.10)</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>2,075.62</b>	<b>3,225.70</b>	<b>4,156.55</b>	<b>(1,110.60)</b>	<b>8,232.57</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>9,176.13</b>	<b>11,202.49</b>	<b>13,196.54</b>	<b>17,023.53</b>	<b>21,279.42</b>
营业成本	3,812.59	4,567.33	5,908.17	7,490.36	8,511.77
营业税金及附加	56.69	12.74	13.20	17.02	21.28
营业费用	1,482.98	1,811.79	2,111.45	2,723.77	3,191.91
管理费用	1,098.47	1,279.87	1,451.62	1,872.59	2,127.94
研发费用	697.94	1,050.70	1,253.67	1,100.00	1,210.00
财务费用	204.31	430.55	450.00	446.00	448.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.50	20.98	153.00	131.00	112.00
投资净收益	259.22	256.54	330.00	210.00	290.00
其他	(529.25)	(889.76)	(742.33)	(411.94)	407.96
<b>营业利润</b>	<b>2,090.67</b>	<b>2,661.75</b>	<b>2,267.76</b>	<b>3,444.74</b>	<b>4,958.55</b>
营业外收入	0.00	0.07	36.83	20.80	9.00
营业外支出	1.34	0.67	1.20	1.10	1.10
<b>利润总额</b>	<b>2,089.33</b>	<b>2,661.14</b>	<b>2,303.39</b>	<b>3,464.44</b>	<b>4,966.45</b>
所得税	284.78	356.81	299.44	450.38	645.64
<b>净利润</b>	<b>1,804.54</b>	<b>2,304.33</b>	<b>2,003.95</b>	<b>3,014.06</b>	<b>4,320.81</b>
少数股东损益	(0.01)	(0.03)	(0.01)	(0.02)	(0.03)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,804.55</b>	<b>2,304.36</b>	<b>2,003.96</b>	<b>3,014.08</b>	<b>4,320.85</b>
每股收益(元)	0.29	0.37	0.32	0.49	0.70

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	47.12%	22.08%	17.80%	29.00%	25.00%
营业利润	56.02%	27.32%	-14.80%	51.90%	43.95%
归属于母公司净利润	56.52%	27.70%	-13.04%	50.41%	43.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.45%	59.23%	55.23%	56.00%	60.00%
净利率	19.67%	20.57%	15.19%	17.71%	20.31%
ROE	52.59%	53.90%	18.63%	24.77%	29.59%
ROIC	226.55%	-159.27%	-71.41%	-86.00%	-246.88%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.55%	70.35%	43.61%	29.36%	42.53%
净负债率	4.16%	-46.18%	-93.95%	-73.94%	-117.97%
流动比率	0.75	0.94	1.67	2.40	1.90
速动比率	0.75	0.94	1.60	2.35	1.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1,926.55	925.24	362.72	-85.79	-42.21
存货周转率	914,756.22	#DIV/0!	50.17	45.50	64.80
总资产周转率	1.07	0.92	0.79	0.94	1.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.37	0.32	0.49	0.70
每股经营现金流	0.40	0.79	0.38	0.25	1.63
每股净资产	0.56	0.69	1.74	1.97	2.37
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.03	27.43	31.55	20.97	14.63
市净率	18.42	14.79	5.88	5.20	4.33
EV/EBITDA	-1.06	-1.01	17.49	12.43	7.50
EV/EBIT	-1.09	-1.03	17.85	12.63	7.59

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