

行业波动与产品制约增长，职教龙头多赛道协同发展可期

——中公教育 2021 季报点评

事件：中公教育发布 2021Q3 财报，前三季度实现营业总收入 63 亿，同比下降 15.3%；实现归母净利润-8.9 亿，上年同期为 13.2 亿元。

核心观点

- **外部环境变化大，营收受到负面冲击。**中公教育前三季度实现营业总收入 63 亿，较 20 年 yoy-15.3%，与 19 年持平。分板块对比 19/20，公务员前三季度实现收入 31.4 亿，分别增长-11%/-21%；事业单位收入 8.46 亿，分别增长+20%/-15%；教师序列实现收入 6.9 亿，分别增长-24%/-36%。综合序列由于考研、IT 业务等板块的高增长，收入分别增长+62%和+19%。
- **产品形态和行业政策变化共同制约公务员序列收入兑现（详见正文）。行业因素**，招录提前和规模减少，导致公务员序列在年初收款减少。**产品形态**，19/20/21 协议班前三季度客单价分别为 7283/3899/4862 元（20 年 Q4 确认收入有所滞后），笔试全退班型对客单价负面影响大。**事业单位**整体受益于行业扩张，以及考试周期的接续，普通班型同比增长 66%。教师招录行业缩招同时标准提升，需求减弱下，收入下滑更为显著。
- **国考招录预期省考复苏，预收款有望迎来拐点。**2022 国考计划招录 3.12 万人（yoy+21%），且报考人数创新高达到 212.3 万。从历史来看，国省考扩张趋势具有相关性，预计省考同步扩张，国省扩招有望带动预收款逐步走出拐点。**长期来看职业教育受国家政策鼓励，品牌性市场机构竞争力强，后续多赛道扩张有望带动收入增长更加均衡，同时 IT 培训、智能制造等赛道的扩张，将加速公司产教融合能力提升，提升与学历体系合作能力。**

财务预测与投资建议

- 职业教育赛道强调性价比，公司对赛道协同能力强，中长期竞争力稳固。短期受行业政策和产品结构制约，下调公司收入和利润，预测 21-23 年归母净利润-11.40/10.08/18.20 亿元（原预测 28.48/36.25/45.08 亿元），长期龙头地位竞争强，采用自由现金流折现方法进行估值，对应市值 1002 亿，对应目标价 16.26 元，维持“买入”评级。

风险提示

- **粉笔华图激烈投入致竞争加剧、新赛道扩展不及预期**

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176	11,202	8,775	11,844	14,723
同比增长(%)	47.1%	22.1%	-21.7%	35.0%	24.3%
营业利润(百万元)	2,091	2,662	(1,317)	1,164	2,102
同比增长(%)	56.0%	27.3%	-149.5%	188.4%	80.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,805	2,304	(1,140)	1,008	1,820
同比增长(%)	56.5%	27.7%	-149.5%	188.4%	80.5%
每股收益(元)	0.29	0.37	(0.18)	0.16	0.30
毛利率(%)	58.5%	59.2%	40.7%	55.9%	57.3%
净利率(%)	19.7%	20.6%	-13.0%	8.5%	12.4%
净资产收益率(%)	56.5%	59.8%	-30.9%	26.6%	34.9%
市盈率	85.8	67.2	(135.8)	153.6	85.1
市净率	45.1	36.2	49.8	34.7	25.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	10.44 元
目标价格	16.26 元
52 周最高价/最低价	43.58/10.15 元
总股本/流通 A 股(万股)	616,740/164,255
A 股市值(百万元)	64,388
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2021 年 11 月 01 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.78	-3.69	-19.94	-73.58
相对表现	-2.89	-6.95	-17.69	-78.85
沪深 300	-2.89	3.26	-2.25	5.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	项雯倩 021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
证券分析师	李雨琪 021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
证券分析师	吴丛露 wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
联系人	詹博 021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

国考考大厦之基，泛职教百里之行：——中 2021-06-17
公教育(002607.SZ)首次覆盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 受行业环境变化，招录板块收入同比下滑	4
2. 成本费用随经营波动，预收款有望迎来拐点.....	6
3. 边际国考招录复苏，有望带动预收款复苏.....	7
4. 职业教育受政策鼓励，新赛道扩张提升产教融合能力.....	7
盈利预测与投资建议	8
盈利预测	8
投资建议	10
风险提示.....	11

图表目录

图 1: 公务员协议班季度累计客单价 (元)	5
图 2: 收入结构对比 (万元 各年 Q1-Q3)	5
图 3: 普通班季度累计客单价 (元)	5
图 4: 国省考招录规模 (人)	7
图 5: 公司合约负债趋势 (万元)	7
表 1: 产品序列拆分 (万元)	4
表 2: 培训人次 Q4 测算 (万人)	4
表 3: 教师招录规模和报名人数	6
表 4: 上半年职工薪酬与人员增长对比 (万元)	6
表 5: 孕育协同项目数较多的公司	8
表 6: WACC 计算及假设	10
表 7: DCF 估值结果	10
表 8: 估值结果敏感性分析	11

1. 受行业环境变化，招录板块收入同比下滑

外部环境变化大，营收受到负面冲击。中公教育前三季度实现营业总收入 63 亿，较 20 年 yoy-15.3%，与 19 年持平。分板块对比 19/20，公务员前三季度实现收入 31.4 亿，分别增长-11%/-21%；事业单位收入 8.46 亿，分别增长+20%/-15%；教师序列实现收入 6.9 亿，分别增长-24%/-36%。综合序列由于考研、IT 业务等板块的高增长，收入分别增长+62%和+19%。

表 1：产品序列拆分（万元）

	2019Q1-Q3	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	21/19	21/20
公务员序列	353,118.17	399,114.62	314,170.27	-11%	-21%
事业单位	70,553.30	99,608.77	84,589.77	20%	-15%
教师序列	90,491.67	108,236.48	68,877.46	-24%	-36%
综合培训	97,825.20	133,596.93	158,546.84	62%	19%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

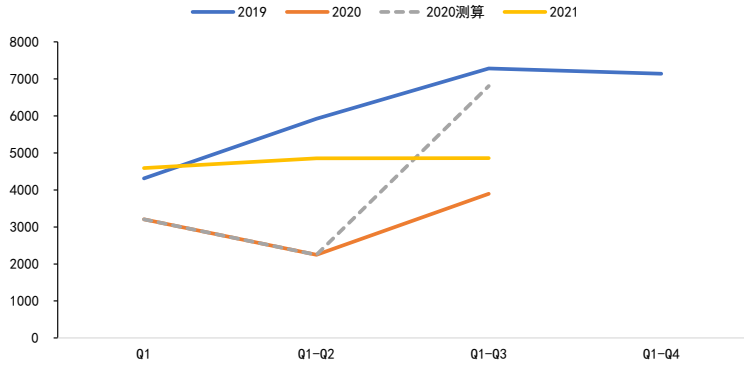
公务员高市占下，产品形态和行业政策变化共同制约收入兑现。从行业来看，过去三年行业招录规模波动，19/20/21 省考招录分别为 13.47/16.37/15.86 万人，yoy-11%/21.5%/-3.1%。高市占率条件下，公司受行业政策波动影响大，一方面行业招录规模边际缩窄，另一方面 21 年省考整体提前，缩短招生教学时间，对收款影响大（公司预计收款减少 25-35 亿，若结合首次覆盖报告中 1:5 的比例换算，对应影响 5-7 亿的收入）。观察 Q4 培训人次进一步验证考试提前对培训人次的影响，19/20Q4 分别为 65/50 万，同比下降 23%。

表 2：培训人次 Q4 测算（万人）

	2019Q1-Q3	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3
公务员序列	109.76	159.2	91.86
事业单位	37.67	53.31	65.36
教师序列	67.01	110.56	92.39
综合培训	49.59	76.86	90.11
三季度合计	264.03	399.93	339.72
全年合计	329	449	
全年线上	178	300	
面授	151	149	
四季度培训人次	65	50	

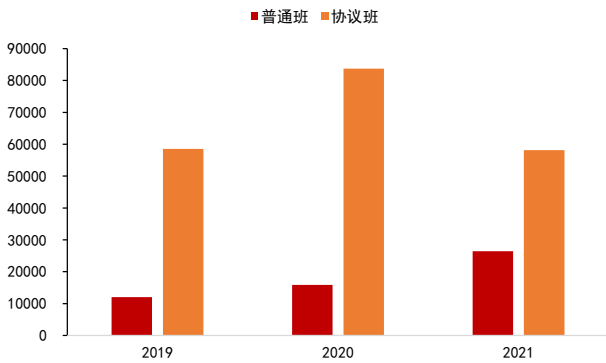
数据来源：公司公告、东方证券研究所

从产品形态来看，全退班产品对客单价冲击大，19/20/21 协议班前三季度客单价分别为 7283/3899/4862（20 年 Q4 确认收入有所滞后），考虑到大部分省份 Q3 已经完成录取，预计 21 年全年协议班价格同比下降，预计和笔试未通过退费 and 边际通过率承压所致。

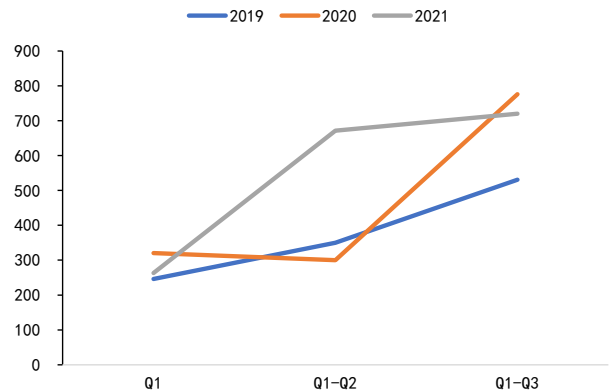
图 1：公务员协议班季度累计客单价（元）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

事业单位与公务员考试有承接关系，满足求职差异化需求。事业单位前三季度实现收入 8.46 亿（yoy-15%），培训人次达到 65.4 万（yoy+22.6%），客单价同比下降 30%，主要由于协议班下降导致。**从行业来看**，事业单位招录岗位持续扩招，尤其是标准化高的联考岗位在持续扩招，且 21 年联考普遍在 2 季度完成笔试，Q2 培训人次实现了较快增长。**从产品形态来看**，前三季度普通班收入同比增长 66%，且客单价较为稳定，协议班收入同比下降 31%，客单价下滑 35%。**普通班型表现优于协议班。原因主要 2 点**，1) 省考提前以及成绩公布后，事业单位备考动力和复习时间拉长，客单价 Q1-Q2 同比提升 124%。2) 事业单位通过率较高，客单价较高的协议班报名意愿降低，因此普通班占比提升。而协议班受到公考协议班招生减少以及全退班班型的影响，出现人次和客单价的下滑

图 2：事业单位收入结构对比（万元 各年 Q1-Q3）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：事业单位普通班季度累计客单价（元）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

教师招聘受行业招录规模和要求负面影响较大，综合序列体现结构性因素。教师序列主要受到行业需求影响，根据公司统计，21 年 1-9 月招录岗位同比下降 20.51%，且由于报考标准提升，教师招聘报名人数下降。因此从收入同比下滑 36%，培训人次同比下降 16%，客单价同比下降

23.8%，反映教师招聘整体需求较弱。**综合序列增长放缓，结构性因素为主。**综合序列中的国企招录、农信社招录等项目公告相较其他年度有较多推迟或取消，导致收入增速下滑，21H1/Q3 分别增长为+40%/-38.3%，随着新业务的前瞻投入逐步兑现，综合序列收入中长期预计维持在较高增速。

表 3：教师招聘规模和报名人数

	2021 年		2020 年		增减变动	
	1-9 月	7-9 月	1-9 月	7-9 月	1-9 月	7-9 月
招录人数	31 万人	5.74 万人	39 万人	13.89 万人	-20.51%	-58.64%
报名人数	245 万人	45 万人	387 万人	139 万人	-36.69%	-67.63%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2. 成本费用随经营波动，预收款有望迎来拐点

前期扩张推高上半年成本基数，加大成本管控。21H1 营业成本为 26.85 亿元（较 19 年同比增长 74%），体现 19 年以来在教师和网点的扩张，以及老师薪酬的提升。销售研发管理职工薪酬控制较好，从绝对值来看，费用端增速低于人力增长。**21Q3 由于开班量减少 73%，导致营业成本同比下降 44.19%，且费用端由于成本刚性费用绝对值，费用率主要受到收入影响同比都有显著提升。**预计在 Q3 以来，控制员工数量增长，优化绩效激励政策的推动下，Q4 成本费用依然较为可控。

表 4：上半年职工薪酬与人员增长对比（万元）

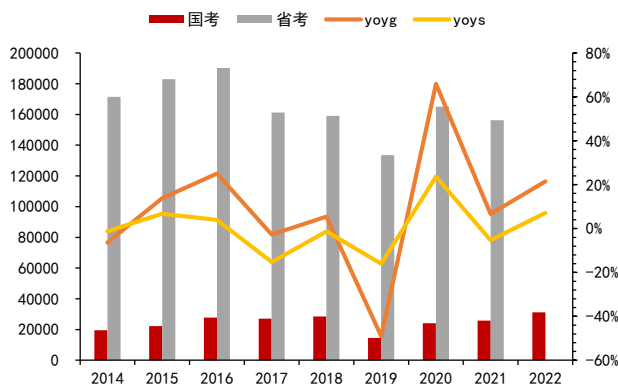
销售费用	2019H1	2020H1	2021H1
职工薪酬	47256	51436	69218
yoy-base 19H1			46%
销售人员（客服+市场，人）	11644	15504	18667
yoy-base 19H1			60%
管理费用			
职工薪酬	34119	34855	40898
yoy-base 19H1			20%
管理人员	3300	4179	4511
yoy-base 19H1			37%
研发费用			
职工薪酬	29121	36489	50686
yoy-base 19H1			74%
研发人员	1350	2051	3025
yoy-base 19H1			124%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

3. 边际国考招录复苏，有望带动预收款复苏

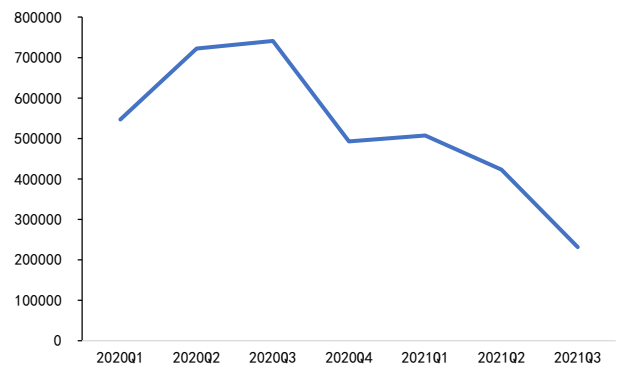
国考同比扩招，预期省考延续扩张趋势。国家公务员局发布《中央机关及其直属机构 2022 年度公务员招考公告》。公告显示计划招录 3.12 万人，相比于 2021 国考扩招 21%，且报考人数达到 212.3 万，报考人数创新高，竞争激烈。从历史来看，国省考扩张趋势具有相关性，省考预期也同样呈现扩招趋势。**预收款有望在逐步走出拐点。21 年由于省考提前，退费主要集中在 Q2 和 Q3，Q4 预计退费规模将减少，同时国考/省考公告也将集中发布，带动收款提升。**

图 4：国省考招录规模（人）



数据来源：国家公务员局、东方证券研究所

图 5：公司合约负债趋势（万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4. 职业教育受政策鼓励，新赛道扩张提升产教融合能力

上市公司办学获鼓励，产教融合地位浓重。10 月 12 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》定位于破除职业教育改革发展的深层次体制机制障碍，推动职业教育高质量发展。**职业教育赛道民办自主权高。**政策明确鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。鼓励行业龙头企业主导建立全国性、行业性职教集团，推进实体化运作。**同时，国家加强推动校企共建共管产业学院、企业学院的建设，未来校企合作成效将作为评价职业学校办学质量的重要内容，职业院校校企合作动力提升。**

布局 IT 培训业务以来，切入产教融合赛道。产学研协同育人项目旨在通过政府搭台、企业支持、高校对接、共建共享，深化产教融合，促进教育链、人才链与产业链、创新链有机衔接。其共有 6 种实现路径，对企业投入的要求从 2 万元/项到 20 万元/项以上不等，4 年间学校参与数量从 2016 第一批次的 316 所增长至 2019 第二批次的 894 所，参与企业从 35 家增至 293 家，产业龙头达内（699 个项目，下同）、东软（671）、华为（354）等均积极立项参与，深入与学校的合作。可以看到中公教育也逐步通过 IT 培训能力，加强与公立学校的合作，17 年以来已经合作 198 项目，后续随着投入的深化，新赛道的商业模式将更趋多样化。

表 5：产教协同项目数较多的公司

公司名称	所处行业	2016-1	2016-2	2017-1	2017-2	2018-1	2018-2	2019-1	2019-2	总计
广州粤嵌通信科技	IT 职业技能培训			93	220	140	239		79	771
达内时代科技集团	IT 职业技能培训	43		115	119	144	157	63	58	699
东软集团（含大连东软、睿道、东软教育）	IT 教育		43	141	90	106	92	103	96	671
新道科技	IT 实业			144	157	138	83	53	57	632
北京千锋互联科技	IT 职业技能培训			56	165	100	220		75	616
北京西普阳光教育科技	IT 教育			100	109	97	85			391
华清远见教育集团	IT 教育				191	178				369
华为技术	IT 实业			40	74		53	122	65	354
深圳信盈达科技	IT 实业				119	57	134			310
北京华晟经世信息技术	IT 教育					157	118		27	302
百度在线网络技术(北京)	IT 实业	15			55	64	41	56	70	301
深圳市腾讯计算机系统	IT 实业	27	24	28	33	75	77	10	17	291
北京慕华信息科技	IT 教育					120	122		36	278
慧科教育科技集团	IT 职业技能培训			45	51	59	60		60	275
北京文华在线教育科技	IT 教育				78	71	89		34	272
北京凌阳爱普科技	IT 实业			98	126		38			262
广州中博教育	金融、考研培训					100	85		72	257
北京永信至诚科技	IT 实业				101	87	50		11	249
浙江天煌科技实业	制造业实业			73	69	41	39		27	249
上海卓越睿新数码科技	IT 实业						164		80	244
中公教育	IT 职业技能培训				17	29	103	49		198

数据来源：教育部、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于行业政策和产品形态变动，公司各条产品线短期面临较大压力，同时职业教育后续竞争加剧，公司盈利能力承压，因此下调收入和利润假设。长期来看职业教育赛道可以拓展空间巨大，公司对当前经营积极调整，行业龙头地位中长期稳固下，维持原有长期增长的判断。具体盈利预测对比如下表：

核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E

核心假设						
公务员序列收入增速	26%	20%	15%	-45%	30%	15%
变动幅度				-71%	10%	0%
事业单位序列收入增速	40%	40%	41%	-1%	49%	40%
变动幅度				-41%	9%	0%
教师序列收入增速	26%	40%	38%	1%	22%	20%
变动幅度				-25%	-19%	-18%
综合序列收入增速	38%	33%	31%	22%	47%	31%
变动幅度				-16%	14%	0%
毛利率	59.90%	59.90%	59.80%	40.67%	55.85%	57.28%
变动幅度				-19%	-4%	-3%
分产品盈利预测						
人民币亿元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
公务员收入	79	95	109	35	45	52
变动幅度				-56%	-53%	-53%
事业单位收入						
销售收入	18	25	35	13	19	26
变动幅度				-29%	-25%	-25%
教师序列收入						
销售收入	23	32	44	18	22	27
变动幅度				-20%	-30%	-40%
综合序列收入	25	33	43	22	32	42
变动幅度				-12%	-2%	-2%
综合毛利率	59.90%	59.90%	59.80%	40.67%	55.85%	57.28%
变动幅度				-19%	-4%	-3%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,511	18,532	23,216	8,775	11,844	14,723
变动幅度				-40%	-36%	-37%
营业利润	3289	4187	5206	-1317	1164	2102

变动幅度				-140%	-72%	-60%
归属母公司净利润	2848	3625	4508	-1140	1008	1820
变动幅度				-140%	-72%	-60%
每股收益 (元)	0.46	0.59	0.73	-0.18	0.16	0.30
变动幅度				-140%	-72%	-60%
毛利率(%)	60%	60%	60%	40.7%	55.9%	57.3%
变动幅度				-19%	-4%	-2%
净利率(%)	20%	20%	19%	-13%	9%	12%
变动幅度				-33%	-11%	-7%

投资建议

- **职业教育赛道绝对龙头，品牌、管理能力壁垒深厚。**我们下调预测 2021-2023 年归母净利润 -11.40/10.08/18.20 亿元，职业教育赛道长期空间充裕，多赛道协同作用强，预收款为主现金流稳定，采用自由现金流折现方法进行估值，对应市值 1002 亿，对应目标价 16.26 元。

表 6: WACC 计算及假设

参数	数值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	3.11%
无杠杆影响的β系数	0.82
考虑杠杆因素的β系数	1.22
市场收益率 Rm	9.79%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
债务比率 D/(D+E)	40%
债务利率 rd	6.31%
股权投资成本 (Ke)	11.28%
WACC	8.66%

数据来源：东方证券研究所

表 7: DCF 估值结果

项目	数值 (百万元)
FCFF 折现	30,268.06
终值折现	70,707.44
企业价值	100,975.50
权益价值	100,275.06

每股价值 (元)

16.26

数据来源：东方证券研究所

表 8：估值结果敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)					
		16.26	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.66%	18.49	21.48	26.10	34.20	52.01	
	7.16%	16.81	19.20	22.75	28.53	39.66	
	7.66%	15.38	17.33	20.11	24.42	31.95	
	8.16%	14.16	15.77	17.99	21.29	26.68	
	8.66%	13.10	14.44	16.26	18.85	22.85	
	9.16%	12.17	13.30	14.80	16.88	19.95	
	9.66%	11.35	12.32	13.57	15.26	17.67	
	10.16%	10.63	11.45	12.51	13.90	15.84	
	10.66%	9.98	10.69	11.59	12.76	14.33	

数据来源：东方证券研究所

风险提示

粉笔华图激烈投入致竞争加剧、新赛道扩展不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,724	5,950	2,752	5,083	7,650	营业收入	9,176	11,202	8,775	11,844	14,723
应收票据、账款及款项融资	3	21	3	4	4	营业成本	3,813	4,567	5,206	5,229	6,290
预付账款	2	2	2	3	4	营业税金及附加	57	13	46	65	78
存货	0	0	0	0	0	营业费用	1,483	1,812	1,942	2,115	2,472
其他	2,107	3,449	3,388	3,473	3,553	管理费用及研发费用	1,796	2,331	2,537	2,773	3,285
流动资产合计	4,836	9,423	6,145	8,563	11,211	财务费用	204	431	521	549	549
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	1	(0)	0	0
固定资产	672	1,613	1,820	1,830	1,822	公允价值变动收益	2	21	0	0	0
在建工程	654	214	0	0	0	投资净收益	259	257	88	33	34
无形资产	198	426	504	537	569	其他	7	336	72	18	18
其他	3,601	2,743	2,680	2,618	2,555	营业利润	2,091	2,662	(1,317)	1,164	2,102
非流动资产合计	5,124	4,996	5,005	4,985	4,946	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	9,961	14,419	11,150	13,548	16,157	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	2,867	3,976	3,976	3,976	3,976	利润总额	2,089	2,661	(1,317)	1,164	2,102
应付票据及应付账款	236	212	323	324	390	所得税	285	357	(177)	156	282
其他	3,319	5,851	3,636	4,683	5,708	净利润	1,805	2,304	(1,140)	1,008	1,820
流动负债合计	6,422	10,039	7,935	8,983	10,074	少数股东损益	(0)	(0)	0	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,805	2,304	(1,140)	1,008	1,820
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.29	0.37	-0.18	0.16	0.30
其他	107	105	105	105	105						
非流动负债合计	107	105	105	105	105	主要财务比率					
负债合计	6,529	10,144	8,040	9,088	10,179		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本(或股本)	104	104	104	104	104	营业收入	47.1%	22.1%	-21.7%	35.0%	24.3%
资本公积	1,199	1,225	1,225	1,225	1,225	营业利润	56.0%	27.3%	-149.5%	188.4%	80.5%
留存收益	2,092	2,916	1,751	3,101	4,619	归属于母公司净利润	56.5%	27.7%	-149.5%	188.4%	80.5%
其他	37	30	30	30	30	获利能力					
股东权益合计	3,432	4,275	3,110	4,460	5,978	毛利率	58.5%	59.2%	40.7%	55.9%	57.3%
负债和股东权益总计	9,961	14,419	11,150	13,548	16,157	净利率	19.7%	20.6%	-13.0%	8.5%	12.4%
						ROE	56.5%	59.8%	-30.9%	26.6%	34.9%
						ROIC	36.5%	36.8%	-9.0%	19.1%	25.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	65.5%	70.4%	72.1%	67.1%	63.0%
净利润	1,805	2,304	(1,140)	1,008	1,820	净负债率	4.2%	0.0%	39.4%	0.0%	0.0%
折旧摊销	146	142	241	269	289	流动比率	0.75	0.94	0.77	0.95	1.11
财务费用	204	431	521	549	549	速动比率	0.75	0.94	0.77	0.95	1.11
投资损失	(259)	(257)	(88)	(33)	(34)	营运能力					
营运资金变动	2,994	2,366	(2,024)	962	1,010	应收账款周转率	1,926.6	925.2	728.3	3,873.5	3,736.9
其它	(2,416)	(104)	(0)	0	0	存货周转率	380,072.5	-	-	-	-
经营活动现金流	2,474	4,882	(2,491)	2,754	3,634	总资产周转率	1.1	0.9	0.7	1.0	1.0
资本支出	(570)	(998)	(249)	(249)	(249)	每股指标(元)					
长期投资	(1,676)	1,944	0	0	0	每股收益	0.29	0.37	-0.18	0.16	0.30
其他	2,115	(2,055)	87	33	34	每股经营现金流	23.83	47.03	-23.99	26.53	35.00
投资活动现金流	(131)	(1,109)	(162)	(216)	(216)	每股净资产	0.56	0.69	0.50	0.72	0.97
债权融资	1	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	54	27	0	0	0	市盈率	85.8	67.2	-135.8	153.6	85.1
其他	(322)	(571)	(546)	(207)	(851)	市净率	45.1	36.2	49.8	34.7	25.9
筹资活动现金流	(267)	(548)	(546)	(207)	(851)	EV/EBITDA	63.7	48.1	-280.4	78.5	52.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	67.8	50.3	-195.6	90.8	58.7
现金净增加额	2,076	3,226	(3,199)	2,331	2,567						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn