

# 证券研究报告

## 公司研究

# 公司点评

科德教育(300192.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

执业编号: \$1500521080001

范欣悦 教育人服行业首席分析师

邮 箱: fanxinyue@cindasc.com

# 剔除中昊芯英季节性影响,利润增长 20%

2024年08月27日

事件:24H1,公司实现营业收入 3.7 亿元、同增 3.8%,归母净利润 6281 万元、同增8.9%, 扣非后净利润6195万元、同增7.8%。

## 点评:

- ▶ 中昊芯英季节性拖累增速,剔除影响业绩增长 20%。中昊芯英的成本 在 H1 已经确认,而交货集中在 H2,收入也会集中在 H2 确认。因此, 24H1 中昊芯英拖累公司净利润 640 万元, 若剔除这个影响, 公司归母 净利润同增 20.0%。
- 中职和全日制学校收入小幅增长。24H1,中职和全日制学校实现收入 1.72 亿元、同增 5.2%。拆分来看, 龙门教育收入 1.48 亿元、小幅下滑 1.2%, 我们估计, 主要是龙门教育开始给母公司缴纳管理费所致; 天津 旅外收入 2422 万元、同增 28.0%。
- 中职和全日制学校毛利率下降。24H1,公司综合毛利率同增 0.94pct 至 32.28%, 其中中职和全日制学校毛利率同减 4.54pct 至 5.23%, 我们 估计,主要是龙门教育给母公司缴纳管理费及天津旅外搬迁装修投入所 致。
- 期间费用率控制良好。24H1、销售费用率同减 0.72pct 至 2.41%,管 理费用率同增 0.29pct 至 6.93%, 研发费用率持平, 为 2.04%, 财务费 用率同增 0.28pct 至-0.26%。
- ▶ 净利率提升。24H1, 归母净利润 6281 万元、同增 8.9%, 净利率同增 0.81pct 至 16.50%, 若剔除中昊芯英季节效应的拖累, 净利率提升更显 著。拆分来看, 龙门教育实现净利润 3702 万元、同减 18.3%, 我们估 计主要是寒假干扰及向母公司缴纳管理费所致; 天津旅外实现净利润 493 万元、同减 14.8%, 我们估计主要是搬迁装修和宣传投入所致。
- 投资建议: 中昊芯英收入确认的季节性拖累公司整体业绩增速, 若剔除 中昊芯英的影响, 归母净利润同增 20%, 随着 H2 中昊芯英集中交付和 确认收入,有望为公司贡献可观的正向利润。我们维持 24~26 年 1.76/2.16/2.62 亿元的归母净利润预测,当前股价对应估值 20x/16x/13x, 维持"买入"评级。
- 风险因素: 招生人数不达预期: 校区容量扩张不达预期: 客单价提升不 达预期。

信达证券股份有限公司 CINDA SECURITIES CO., LTD 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦 B座



重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	795	771	905	1,057	1,223
增长率 YoY %	-7.3%	-2.9%	17.4%	16.7%	15.7%
归属母公司净利润 (百万元)	75	139	176	216	262
增长率 YoY%	116.9%	83.6%	26.8%	23.2%	21.2%
毛利率%	30.9%	33.3%	33.3%	34.4%	35.2%
净资产收益率ROE%	10.2%	15.6%	16.5%	16.9%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.42	0.53	0.66	0.80
市盈率 P/E(倍)	45.94	25.02	19.74	16.02	13.22
市净率 P/B(倍)	4.69	3.91	3.27	2.71	2.25

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价



学位:百万元    2022A   2023A   2024E   2025E   2026E     646   585   826   1,083   1,409     332   294   481   672   926     75   77   83   101   117     103   118   127   149   177     2   2   3   3   4     66   53   71   78   88     68   41   62   80   98     451   577   600   627   657     0   146   146   146   146   146     169   161   162   165   172     47   45   56   67   77     235   224   237   250   263     1,097   1,161   1,426   1,710   2,065     323   259   334   385   459     0   0   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     85   20   0   0   0     33   21   26   31   36     0   0   0   0   0     33   21   26   31   36     356   280   360   416   495     2   -4   5   17   30     739   886   1,061   1,278   1,540     1,097   1,161   1,426   1,710   2,065      2022A   2023A   2024E   2025E   2026E     795   771   905   1,057   1,223     7.3%   -2.9%   17.4%   16.7%   15.7%     75   139   176   216   262     116.9%   83.6%   26.8%   23.2%   21.2%     30.9%   33.3%   33.3%   34.4%   35.2%     10.2%   15.6%   16.5%   16.9%   17.0%     0.23   0.42   0.53   0.66   0.80     45.94   25.02   19.74   16.02   13.22     4.69   3.91   3.27   2.71   2.25     40.00   40.40   44.40   0.70   0.04     41.40   0.70   0.04	2.1 Wm &	2.1 We de	-13% k	at waste (A. p
646   585   826   1,083   1,409   332   294   481   672   926   75   77   83   101   117   103   118   127   149   177   2   2   3   3   4   666   53   71   78   88   68   41   62   80   98   451   577   600   627   657   0   146   146   146   146   146   169   161   162   165   172   47   45   56   67   77   235   224   237   250   263   1,097   1,161   1,426   1,710   2,065   323   259   334   385   459   0   0   0   0   0   85   20   0   0   0   0   85   20   0   0   0   0   81   78   115   113   134   158   160   219   272   325   33   21   26   31   36   0   0   0   0   0   33   21   26   31   36   356   280   360   416   495   2   -4   5   17   30   739   886   1,061   1,278   1,540   1,097   1,161   1,426   1,710   2,065   2022A   2023A   2024E   2025E   2026E   795   771   905   1,057   1,223   -7.3%   -2.9%   17.4%   16.7%   15.7%   75   139   176   216   262   116.9%   83.6%   26.8%   23.2%   21.2%   30.9%   33.3%   33.3%   34.4%   35.2%   10.2%   15.6%   16.5%   16.9%   17.0%   0.23   0.42   0.53   0.66   0.80   45.94   25.02   19.74   16.02   13.22   4.69   3.91   3.27   2.71   2.25   2.25   2.25   2.25   2.26   2.2				
332				
75				
103 118 127 149 177 2 2 3 3 3 4 66 53 71 78 88 68 41 62 80 98 451 577 600 627 657 0 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065  2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	营业税金及	# 11 11 11 1	# 1 11 4 7	44 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 11 1
2 2 3 3 3 4 666 53 71 78 88 68 41 62 80 98 451 577 600 627 657 0 146 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065  2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	·			
66 53 71 78 88 68 41 62 80 98 451 577 600 627 657 0 146 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065  2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	管理费用	th -m th m	th and the and	th and the ma
68 41 62 80 98 451 577 600 627 657 0 146 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25				00 10 10 02
451 577 600 627 657 0 146 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	研发费用			
0 146 146 146 146 146 169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 0 85 1158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065	财务费用 减值损失合			1-11 1-1
169 161 162 165 172 47 45 56 67 77 235 224 237 250 263 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 33 21 26 31 36 0 0 0 0 33 21 26 31 36 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065    单位:百万元   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	投资净收益			
235   224   237   250   263     1,097   1,161   1,426   1,710   2,065     323   259   334   385   459     0	其他			
235   224   237   250   263     1,097   1,161   1,426   1,710   2,065     323   259   334   385   459     0	营业利润	营业利润 100 161	about alson	مدرون ملا
323   259   334   385   459     0	营业外收支		++ 11 A1 17 L	# 1 A 1 1 1 1
323 259 334 385 459 0 0 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065    単位:百万元   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	利润总额	利润总额 99 161	利润总额 99 161 231	利润总额 99 161 231 285
85 20 0 0 0 0 0 85 20 0 0 0 0 81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	所得税			
81 78 115 113 134 158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065    学位:百万元   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	净利润	净利润 80 133	净利润 80 133 185	净利润 80 133 185 228
158 160 219 272 325 33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065    学位:百万元   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	少数股东损	少数股东损 4 -5	少数股东损 4 -5 9	少数股东损 4 -5 9 11
33 21 26 31 36 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 第位:百万元 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	归属母公司	归属母公司 75 139	归属母公司 75 139 176	归属母公司 75 139 176 216
0 0 0 0 0 0 0 0 0 33 21 26 31 36 356 280 360 416 495 2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065 学位:百万元 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	EBITDA	EBITDA 170 222	EBITDA 170 222 272	EBITDA 170 222 272 323
33   21   26   31   36   356   280   360   416   495   416   495   2	EPS (当	EPS (当 0.23 0.42	EPS (当 0.23 0.42 0.53	EPS (当 0.23 0.42 0.53 0.66
356   280   360   416   495     2				
2 -4 5 17 30 739 886 1,061 1,278 1,540 1,097 1,161 1,426 1,710 2,065    単位:百万元   2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7% 75 139 176 216 262 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25	现金流量表			
739   886   1,061   1,278   1,540     1,097   1,161   1,426   1,710   2,065     単位:百万元     2022A   2023A   2024E   2025E   2026E     795   771   905   1,057   1,223     -7.3%   -2.9%   17.4%   16.7%   15.7%     75   139   176   216   262     116.9%   83.6%   26.8%   23.2%   21.2%     30.9%   33.3%   33.3%   34.4%   35.2%     10.2%   15.6%   16.5%   16.9%   17.0%     0.23   0.42   0.53   0.66   0.80     45.94   25.02   19.74   16.02   13.22     4.69   3.91   3.27   2.71   2.25		102071		
1,097	经营活动现	164 274	1h4 2/4 2h/	1h4 2/4 2h/ 2//
1,097	金流	金流	金流	金流
2022A       2023A       2024E       2025E       2026E         795       771       905       1,057       1,223         -7.3%       -2.9%       17.4%       16.7%       15.7%         75       139       176       216       262         116.9%       83.6%       26.8%       23.2%       21.2%         30.9%       33.3%       33.3%       34.4%       35.2%         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25	护旧摊街	<b>托</b> 円摊档	<b></b>	<b></b> 折旧摊档
7万元  2022A 2023A 2024E 2025E 2026E  795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7%  75 139 176 216 262  116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2%  30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2%  10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0%  0.23 0.42 0.53 0.66 0.80  45.94 25.02 19.74 16.02 13.22  4.69 3.91 3.27 2.71 2.25		66 67		-1 & #r
7万元  2022A 2023A 2024E 2025E 2026E  795 771 905 1,057 1,223 -7.3% -2.9% 17.4% 16.7% 15.7%  75 139 176 216 262 資 116.9% 83.6% 26.8% 23.2% 21.2% 长 30.9% 33.3% 33.3% 34.4% 35.2% 其 10.2% 15.6% 16.5% 16.9% 17.0% 第 0.23 0.42 0.53 0.66 0.80 吸 45.94 25.02 19.74 16.02 13.22 情 4.69 3.91 3.27 2.71 2.25 更	务费用			· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·
2022A       2023A       2024E       2025E       2026E         795       771       905       1,057       1,223         -7.3%       -2.9%       17.4%       16.7%       15.7%       投資活动现         75       139       176       216       262       資本支出         116.9%       83.6%       26.8%       23.2%       21.2%       长期投资         30.9%       33.3%       33.3%       34.4%       35.2%       其他         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹资活动现         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投资         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或         現金流浄地		8 -5	8 -5 0	8 -5 0 0
795       771       905       1,057       1,223       其它         -7.3%       -2.9%       17.4%       16.7%       15.7%       投資活动现         75       139       176       216       262       资本支出         116.9%       83.6%       26.8%       23.2%       21.2%       长期投资         30.9%       33.3%       33.3%       34.4%       35.2%       其他         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹资活动现         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投资         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或         现金流净增		12 66	12 66 30	12 66 30 -5
-7.3%       -2.9%       17.4%       16.7%       15.7%       投資活动现         75       139       176       216       262       资本支出         116.9%       83.6%       26.8%       23.2%       21.2%       长期投资         30.9%       33.3%       33.3%       34.4%       35.2%       其他         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹资活动现         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投资         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或         现金流净增		-2 9		
75     139     176     216     262     资本支出       116.9%     83.6%     26.8%     23.2%     21.2%     长期投资       30.9%     33.3%     33.3%     34.4%     35.2%     其他       10.2%     15.6%     16.5%     16.9%     17.0%     筹资活动现       0.23     0.42     0.53     0.66     0.80     吸收投资       45.94     25.02     19.74     16.02     13.22     借款       4.69     3.91     3.27     2.71     2.25     支付利息或       现金流净增		-118 -154		
116.9%       83.6%       26.8%       23.2%       21.2%       长期投资         30.9%       33.3%       34.4%       35.2%       其他         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹资活动现         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投资         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或         现金流净增				
30.9%       33.3%       33.3%       34.4%       35.2%       其他       -         10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹資活动现       -         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投資         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款       -         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或       现金流净增		26 -37	26 -37 -70	26 -37 -70 -74
10.2%       15.6%       16.5%       16.9%       17.0%       筹資活动现       -11         0.23       0.42       0.53       0.66       0.80       吸收投资       2         45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款       -9         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或       -2         现金流净增	-2	3 -117	3 -117 -10	3 -117 -10 -10
0.23     0.42     0.53     0.66     0.80     吸收投资     2       45.94     25.02     19.74     16.02     13.22     借款     -9       4.69     3.91     3.27     2.71     2.25     支付利息或     -2       现金流净增	-69	9 0	9 0 -5	9 0 -5 -5
45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款       -9         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或       -2         現金流净増	117	-108	7 -108 5	7 -108 5 4
45.94       25.02       19.74       16.02       13.22       借款       -9         4.69       3.91       3.27       2.71       2.25       支付利息或       -2         現金流净増	2	0	0 0	0 0 0
4.69 3.91 3.27 2.71 2.25 支付利息或 -2 <b>现金流净增</b>				
现金流净增				
<b>地金流净增</b>	-2	-1	-1 -1	-1 -1 -1
12.22 13.43 11.10 8.79 6.81 加額 -6	-68	12	12 187	12 187 191



## 研究团队简介

范欣悦, CFA, 曾任职于中泰证券、中银国际证券, 所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新 财 富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业,本科毕业于复旦大学金融专业。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分 析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何 组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当 然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整 版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及 预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法、 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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 及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在 提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告 的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何 责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时 追究其法律责任的权利。

#### 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级		
本报告采用的基准指数 : 沪深 300	买入:股价相对强于基准15%以上;	看好: 行业指数超越基准;		
指数 (以下简称基准);	增持:股价相对强于基准5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;		
时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。		
1,1 o	卖出:股价相对弱于基准5%以下。			

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入 地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情 况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。