

天立国际控股 (01773.HK)

优于大市

新学期集团高中生人数增长良好，托管及多支业务望加速贡献新动能

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 社会服务 · 教育

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码: S0980511040003
证券分析师:	钟潇	0755-82132098	zhongxiaoyao@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100003
证券分析师:	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120002

事项:

- 9月12日，公司披露2024年秋季招生情况。截至2024年秋季学期初，集团向58所学校合共约13万名学生提供综合教育服务，学生总人数较2023年秋季学期初的约10万人增长30%，其中本集团服务的高中生人数约5.4万人，较2023年秋季学期初的约3.7万人增长46%。
- 9月10日，恒生指数及港股通标的调整正式生效，天立国际控股获调入港股通标的。
- 9月13日，天立国际控股投资者关系公众号更新，公司与广东云浮郁南县委、县政府、教育局举行了蔡朝焜纪念中学运营管理服务签约仪式，托管业务再落一子。

国信社服观点:

1、业务更新: 2024年秋季集团高中生人数增长良好，高中业务不改成长性；托管业务收入确认节奏好于此前判断、多支业务引入外部市场收入弹性，二者望加速为收入业绩增长贡献新动能。

1) 营利性高中: 公司2024年秋季招生顺利完成，集团所服务的高中生人数维持高速增长（增速46%），我们测算其中表内高中生人数增长38%，招生情况良好。由于2024年生源质量好坏是直接影响2027年集团升学目标（即2027年要实现单届清北录取100人，QS前50强大学录取200人目标）能否达成的关键，因此公司在2024年秋季适度调整招生策略，略微控制招生数量，兼顾当下的学费收入增长与三年后出口端升学率，这也是更有助于长期学校品牌、教育事业建设的选择。我们分析，民办普高学生增长的长期逻辑未改变（高中适龄人口仍保持增长、民办普高仍是普通高中教育的重要组成部分），叠加公司自身传统优势区域品牌口碑强、且维持3-5所/年的外延扩张规划（虽在自建重投方面更为慎重，但已储备租赁、并购等多元轻资产扩张方式），我们坚定看好公司高中业务的成长性。

2) 托管业务: 截至8月底，2024财年公司已签约21个学段，累计为33个学段提供服务，并维持后续每年新增30-50个学段的规划。托管业务收入确认节奏好于我们此前判断，能有效为后续增长提供新动能，我们也因此上调托管业务盈利预测。该业务轻前期投入，后续占收入比重上升有望结构性改善盈利能力。

3) 多支业务: 公司已成立分、子公司专门运营多支业务（电商、餐厅、游研学、素养、启鸣达人平台等），稳步发展的同时积极拓展外部市场，其中预计2024财年游研学业务中外部市场收入已超40%。我们分析未来若能以托管业务为通道，将多支业务引入托管校，将带来可观的收入弹性。

2、投资建议: 2024年秋季集团内高中生人数增长良好，短期调整招生策略助力长远品牌建设，不改中长期成长性。同时托管业务提速放量，多支业务亦有望打开外部市场带来可观收入弹性，为公司收入业绩增长提供新动能。我们给予公司2024-2026年收入预测为31.9/43.6/59.2亿元（调整幅度-0.5%/+0.8%/+0.8%），归母净利润预测为5.2/7.4/10.5亿元（基本持平/+2.1%/+3.9%），2024-2026年归母净利润CAGR为41.7%，对应EPS为0.24/0.35/0.49元，对应PE为13x/10x/7x。9月17日收盘价对应的2024财年PEG为0.32。此外，公司于9月12日-9月17日共斥资2450万港元回购716万股，其中9月12日斥资1290万港元回购385万股，为公司上市以来单日回购数量及金额最高，展现公司对未来发展颇具信心。受入通前后资金交易面扰动及招生数据预期差异影响，股价短期回调也提供了低位布局机会，维持“优于大市”评级。

3、风险提示: 政策变动、教学质量下行、人才流失、增量业务开拓失败、在校学生增长持续不及预期。

评论：

1、营利性高中：2024年秋季表内高中生增长良好（考虑回表因素增速约37.5%），不改中长期成长性
 在分析秋季招生对2025年收入业绩的影响前，我们先对公司此次披露的相关招生数据口径进行梳理：

口径说明：1) 校网内在校生人数口径统计公司服务的幼小初高学生总数，包括公司托管学校的学生人数、自有学校的学生人数。2024年9月，公司校网内在校人数合达到13万人，同比增加30%。

2) 服务高中生人数，即校网内在校高中生数量，包括已并入表内的在校学生数量（表内）、12年制一贯校还未回表的高中部（表外）、托管高中（托管）三部分的在校学生数量。其中**表内高中的学费收入可以直接并表，因此是最直接影响高中收入的人数；表外的一贯校自身维持正常招生，但公司计划每年分拆2所一贯校的高中部，并将其并回表中，因此该部分学生人数正常情况下会呈现减少趋势。托管高中生是多支业务的潜在客户，托管高中生增长对公司业绩增长同样重要。**

表1：天立国际控股2021-2024秋季招生情况测算（单位：千人）

	2021年9月	2022年9月	2023年9月	2024年9月
校网内在校高中生数量	17.1	25.5	36.7	54.0
yoy		49.1%	43.9%	47.1%
其中：公司自有高中学校在校学生数量	16.0	24.4	33.0	40
yoy		52.5%	35.2%	21.2%
其中：已并入表内的在校学生数量（表内）	7.5	17.4	25.6	35.2
yoy		132.0%	47.1%	37.5%
一贯校暂未并入表内的学生数量（表外）	8.5	7.0	7.4	4.8
yoy		-17.6%	5.7%	-35.1%
公司托管高中学段在校学生数量（托管）	1.1	1.1	3.7	14.0
76.0 yoy		0.0%	236.4%	278.4%
校网内小初学生数量（表外自有+托管）			63.3	76.0
其中：公司自有小初学校在校学生数量（表外）			49.9	49.9
yoy			-	-
公司托管小初学校在校学生数量（托管）			13.3	26.0
yoy				95.5%
合计校网内在校生人数			100.0	130.0
yoy				30.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

注：公司一般仅披露校网内在校生人数和校网内高中生人数，具体的表内、外及托管人数口径为我们跟踪、测算所得。

2024年秋季学期初表内高中人数预计同增37.5%。就此次2024年9月披露的高中生数量，我们对相关数据测算如下：以公司历史上托管学段平均人数及截至2024年9月公司托管的高中学段数量，计算得到目前公司托管的高中生应约为1.4万人，同比增长278.4%，增速较2023财年环比提升（236.4%）。余下4.0万人为自有高中（包括表内和表外）的在校学生数量，同比增长约7000人（增速约为21.2%）；若回表开展顺利，我们测算表外高中生约为0.51万人，并进一步可以测算得到余下的表内学生人数为3.52万人，增速为37.5%。

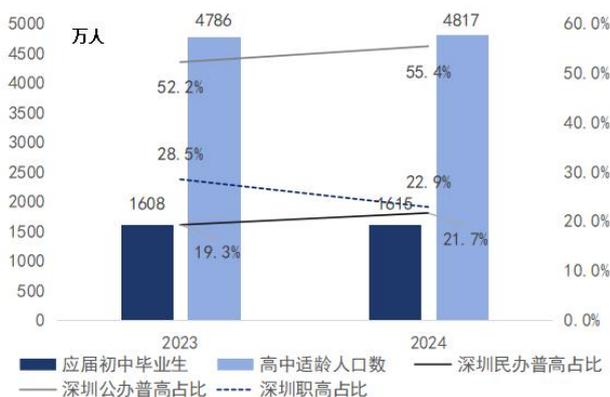
2024年秋季学期初表内高中生增长良好，得益于集团学校招生增长的长期逻辑并未改变：

1) **高中适龄人群仍在增长：**2024年应届初中毕业生约为1615万人（即2009年出生人数），同比增长7万人；高中三个年级的适龄人群数量仍在爬坡期（即2007-2009年出生人数），2024年为4817万人，同比增加31万人。

2) **民办普高仍是普通高中教育的重要组成部分：**目前全国层面的官方数据还未统计出炉，但以深圳市政

府所披露的相关数据为参考，2024年深圳普高在高中学位中占比为77%（+6pct），其中公办占55%（+3pct），民办占22%（+3pct）。初中应届生就读普通高中的意愿仍十分强烈，民办普通高中仍是学生获得普通高中教育的重要途径。

图1: 全国高中适龄人群数量及深圳 2023-24 年公办、民办普高、职高学位比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 2024 财年至 2027 财年公司自有高中扩建预期



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 3) 公司并未调整未来学校扩建预期（3-5 所），2024 年 9 月同比上一年度新增约 4 所学校，符合外延扩张规划。且公司已储备多个待开学学校，未来通过租赁、并购等方式，继续保持该扩张速度可靠性较大。
- 4) 川内品牌建设已有成效，2024 年天立郫都高中（即成都旗舰校）首届招生 400 人，顺利完成今年 6 月公布的招生计划，我们分析天立教育在川内品牌已具备口碑基础，实现招生增长难度应该不大。不排除极少部分川外新建校仍需通过多轮高考试验证教学能力，但总体而言天立的教学质量仍是较为可靠的，公司成熟校仍能保持 90% 以上的本科率。

公司短期适度招生策略调整，略微控制招生数量，系为兼顾三年后出口端升学率，实现 2027 年集团升学目标，强化品牌口碑建设。根据公司“27300”质量目标，即 2027 年要实现单届清北录取 100 人，QS 前 50 强大学录取 200 人的目标。在公司公开交流会上，董事长分享目前集团 QS 前 50 目标已经达到，但清北的目标还有距离，而 2024 年是直接影响到 2027 年能否落地这一目标的关键年度。我们分析今年公司进行适度招生策略调整，主动控制招生数量，是为调高招生门槛，以维持整体学习氛围、保证一定师生比。

基于公司营利性高中业务的突出成长性，同时考虑到提供优质的高中学历教育是一项长期的事业。我们给予公司 2024-2026 财年高中收入分别为 9.22/13.05/18.00 亿元人民币（此前为 9.22/14.42/20.49 亿元），增速分别为 41.6%/37.9%/34.9%，仍有望保持较高的收入增长预期。

表2: 天立国际控股 2023 至 2027E 高中板块收入情况

	2023	2024E	2025E	2026E
表内高中生人数	17,348	25,600	35,195	46,237
yoy	129.84%	47.57%	37.48%	31.37%
客单价 (万元)	3.43	3.60	3.71	3.89
yoy		5%	3%	5%
高中收入 (千元)	594,789	921,600	1,305,029	1,800,175
yoy		54.95%	41.60%	37.94%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

2、托管业务：收入确认快于此前判断，相应上调收入预测

9月13日，天立国际控股投资者关系公众号更新，公司托管业务再落一子，8月15日与广东云浮郁南县委、县政府、教育局举行了蔡朝焜纪念中学运营管理服务签约仪式。截至8月底，公司2024年年初至今新签约14个学段。据我们持续跟踪，较2023年8月底新增21个学段，签约明显加快。

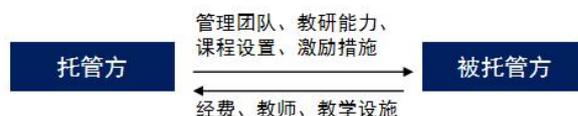
托管业务系公司向外部学校提供托管服务，帮助达成教学目的，收取托管费用的业务。公司向学校承诺需要实现的教学目标，并安排优秀的管理团队进驻学校管理教学工作；被托管校需要先支付全部或部分托管费用，并交付给公司团队相应的管理权。

图3：公司2023年至2024年8月托管学校数量及后续预计



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：托管方输出的是教学管理、教研与课程等教育软实力



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

托管业务轻前期投入，利润率较高，且有望与公司其他业务协同。业务开展过程中，公司只需要承担管理团队的薪资及部分被托管校老师激励费用，因此毛利率较高，我们预计托管业务毛利率有望达到60-70%。同时，托管业务也是一种更快捷的品牌背书。如果经过天立托管的学校能快速提升教学质量，则公司后续在托管校当地或周边新建学校、或者租赁学校自营，都会更为顺畅。并且，托管业务为公司的多支业务（包括餐厅、游学、启鸣达人平台等）接触更广大的学生群体提供了通道。

我们此次上调公司托管业务预期，2024-2026年分别为1.13亿元/2.65亿元/4.30亿元（此前为0.51亿元/1.64亿元/2.98亿元），同比增长188.5%/135.6%/62.2%/49.7%，主要系收入确认节奏快于我们此前判断。如公司2024年3月签约的云南威信县第一中学，3月签约后立即开展业务并收取费用。因此新增学段对当期收入同样有贡献，以折价方式计入到当年总托管收入当中。此外，我们预计公司每个财年能实现新增30-50个学段，并预期随着托管品牌逐渐建成，每年新签约的托管数量增加。我们分析地方通过托管业务引入教学管理资源的诉求仍然较为强烈，同时集团内共有58所学校，储备较多的校长等教学管理资源，可以支撑托管业务快速增长。

表3：天立国际控股近一年部分签约托管项目梳理

签约时间	项目名称	覆盖学段	在校学生人数
2023年8月	陕西汉中略阳县天立实验学校	小学、初中	-
2024年2月	山东德州东城中学	初中	-
2024年3月	云南邵通威信县第一中学	初中、高中	7000人
2024年5月	浙江衢州智造新城实验中学	小学、初中	2500人
2024年5月	河北滦州某民办学校	小学、初中、高中	5000人
2024年6月	攀枝花第十五中（项目化合作办学项目）	-	-
2024年8月	广东云浮郁南县蔡朝焜纪念中学	初中、高中	4800人

资料来源：天立国际控股投资者关系公众号，国信证券经济研究所整理

表4: 天立国际控股 2023-2027E 托管收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E
托管收入 (千元)	38,999	112,500	265,000	429,750
yoy		188.47%	135.56%	62.17%
新增托管学段	7	21	40	45
当年完整创造收入的学段数量	5	12	33	73
学段收费单价 (千元)	5,000	5,000	5,000	4,500

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

3、多支业务: 稳步发展, 外部市场带来的收入弹性较可观

公司的多支业务包括餐厅、校园电商、供应链、游研学、综合素养、启鸣达人等业务。餐厅、校园电商、游研学、综合素养业务主要面向 K9 学生, 2023 财年渗透率已较高, 因此我们此前预计该部分业务增长主要伴随高中在校人数增长而增长。游研学业务起步较晚, 2023 财年渗透率仍不足 50%, 因此未来有渗透率快速提升的增量。而供应链公司通过集中采购降低商品购入成本, 能够以优惠的价格向市场出售, 因此该项业务处于卖方市场, 公司对业务控制能力较强, 能较快实现放量。

多支业务已开始积极走向外部市场, 带来的收入弹性较为可观。2024 年 9 月 9 日公开交流会上, 公司表示游研学业务中集团外学校带来的收入增长超过 40%, 且随着托管业务发展, 会将更多地多支业务引入至托管学校中。基于此, 我们对多支业务引入外部托管校所带来的收入弹性进行了相关测算: 游研学业务已验证在第三方客户的认可度, 因此我们给予更高的覆盖率假设, 而其余业务则出于谨慎考虑给予较为保守的覆盖率假设。总体而言由于公司托管业务覆盖人数增长较快, 外部市场带来的收入弹性较为可观。

表5: 天立国际控股 2023-2027E 多支业务覆盖率带来的收入增长弹性 (千元)

	2025E			2026E			2027E		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
托管覆盖人数	44880			86400			140400		
游研学覆盖率	30%	40%	50%	40%	50%	60%	60%	70%	80%
新增覆盖人数	13464	17952	22440	34560	43200	51840	84240	98280	112320
新增收入	36353	48470	60588	93312	116640	139968	227448	265356	303264
收入弹性	10.9%	15.1%	19.6%	23.3%	30.9%	39.5%	58.5%	75.6%	96.8%
综合素养覆盖率	5%	10%	15%	10%	15%	20%	15%	20%	25%
新增覆盖人数	2244	4488	6732	8640	12960	17280	21060	28080	35100
新增收入	21172	42344	63516	86408	129612	172817	223257	297677	372096
收入弹性	4.5%	9.3%	14.7%	17.4%	28.6%	42.1%	44.8%	70.2%	106.5%
餐厅覆盖率	5%	10%	15%	10%	15%	20%	15%	20%	25%
新增覆盖人数	2244	4488	6732	8640	12960	17280	21060	28080	35100
新增收入	16142	32284	48427	65259	97889	130519	167023	222698	278372
收入弹性	2.4%	5.0%	7.7%	8.3%	12.9%	18.0%	17.4%	24.6%	32.7%
校园电商覆盖率	5%	10%	15%	10%	15%	20%	15%	20%	25%
新增覆盖人数	2244	4488	6732	8640	12960	17280	21060	28080	35100
新增收入	2783	5565	8348	11249	16874	22499	28791	38388	47985
收入带来弹性	2.4%	5.0%	7.7%	8.3%	13.0%	18.1%	17.4%	24.7%	32.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

表6: 天立国际控股 2023-2027E 各项业务收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,302,540	3,187,497	4,363,981	5,918,309	7,957,290
yoy	160.36%	38.43%	36.91%	35.62%	34.45%
高中收入	594,789	921,600	1,305,029	1,800,175	2,428,314
yoy		54.95%	41.60%	37.94%	34.89%
人数	17,348	25,600	35,195	46,237	59,400
学费+住宿费(万)	3.43	3.60	3.71	3.89	4.09
管理及特许经营	38,999	112,500	265,000	429,750	643,500
yoy		188.47%	135.56%	62.17%	49.74%
新增托管学段	7	21	40	45	50
当年完整创造收入的学段数量	5	12	33	73	118
学段收费单价(万)	500	500	500	450	450
综合素养	400,000	440,794	496,189	583,102	721,483
yoy		10.2%	12.6%	17.5%	23.7%
综合素养覆盖人数		49,990	52,591	58,305	68,058
集团K9在校学生人数	49,900	49,990	49,990	49,990	49,990
托管小初学校学生渗透率		0%	10%	15%	20%
托管小初学校学生渗透		0.00	2,601.00	8,314.55	18,067.88
学费(万)				220%	117%
游学服务	160,000	270,000	370,032	494,518	616,428
yoy		69%	37%	34%	25%
服务人数	47,000.0	100,000.0	137,049	183,155	228,307
校外学生人数		44,444	68,889	99,889	129,856
集团内学生人数		55,556	68,160	83,266	98,451
集团内渗透率		67%	80%	85%	90%
客单价	3,404.26	2,700.00	2,700	2,700	2,700
产品销售	555,230	805,545	1,178,724	1,686,635	2,349,548
yoy	837.38%	45.08%	46.33%	43.09%	39.30%
餐厅营运	485,093	568,629	680,577	855,699	1,129,588
yoy	12.27%	17.22%	19.69%	25.73%	32.01%
集团内学生人数	74347	83000	89990	97960	109390
托管学段渗透率		0%	10%	15%	20%
覆盖的托管学段数量		0	3	11	24
覆盖总学生人数		83000.00	94610.00	113290.00	142430.00
客单价(千元)	6.52	6.85	7.19	7.55	7.93

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

此外, 公司于9月12日-9月17日共计斥资2450万港元回购716万股, 其中9月12日斥资1290万港元回购385万股, 为公司上市以来单日回购数量及金额最高, 展现公司对未来发展具有较强信心。2024年年初至今合计已回购2086万股, 回购金额达6897万港元。

表7: 公司2024年年内股票回购数量及金额梳理

	回购数量(万股)	回购金额(万港元)	最高价(港元)	最低价(港元)
2024年1月合计	648.5	1948.4	-	-
2024年2月合计	423.8	1220.1	-	-
2024年3月合计	223.8	970.4	-	-
2024年6月合计	35.6	160.9	-	-
2024年8月合计	38.5	147.8	-	-
2024年9月12日	384.7	1289.9	3.48	3.13
2024年9月13日	181.2	631.2	3.70	3.39
2024年9月16日	136.9	481.0	3.60	3.41
2024年9月17日	13.2	47.5	3.64	3.53
2024年9月合计	716	2449.6	-	-
合计	2086.2	6897.2	-	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：集团高中生人数增长良好，托管及多支业务望加速贡献新动能，维持“优于大市”评级

2024年秋季集团内高中生人数增长良好，短期调整招生策略助力长远品牌建设，同时不改中长期成长性。托管业务提速放量，多支业务亦有望打开外部市场带来可观收入弹性，为公司收入业绩增长提供新动能。我们给予公司2024-2026年收入预测为31.87/43.64/59.18亿元（调整幅度-0.5%/+0.8%/+0.8%），归母净利润预测为5.23/7.43/10.50亿元（基本持平/+2.1%/+3.9%），2024-2026年归母净利润CAGR为41.7%，对应EPS为0.24/0.35/0.49元，对应PE为13.40x/9.45x/6.83x。9月17日收盘价对应的2024财年PEG为0.32。此外，公司于9月12日-9月17日共斥资2450万港元回购716万股，其中9月12日斥资1290万港元回购385万股，为公司上市以来单日回购数量、金额最高，展现公司对未来发展颇具信心。受入通前后资金交易面扰动及招生数据预期差异影响，股价短期回调提供了低位布局机会，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策变动、教学质量下行、人才流失、增量业务开拓失败、在校学生增长持续不及预期。

相关研究报：

《天立国际控股（01773.HK）-民办K12学历教育转型先锋，聚焦高中业务再谋新发展》——2024-06-12

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	920	1432	2430	5155	8822	营业收入	884	2303	3187	4364	5918
应收款项	1141	728	1004	1375	1865	营业成本	591	1524	2062	2810	3813
存货净额	19	27	21	31	45	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	0	0	0	0	销售费用	12	36	41	65	77
流动资产合计	2206	2371	3639	6782	10996	管理费用	149	256	309	416	551
固定资产	3640	4455	4351	4227	4082	财务费用	28	(63)	61	49	33
无形资产及其他	214	278	260	241	223	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1838	2216	2216	2216	2216	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	233	231	231	281	331	其他收入	13	(109)	(24)	(33)	(44)
资产总计	8131	9552	10697	13748	17849	营业利润	118	440	691	991	1400
短期借款及交易性金融负债	240	554	429	408	463	营业外净收支	7	4	0	0	0
应付款项	167	193	192	282	403	利润总额	125	444	691	991	1400
其他流动负债	3407	3822	4476	6515	9189	所得税费用	29	113	173	248	350
流动负债合计	3815	4569	5097	7204	10055	少数股东损益	(0)	(3)	(4)	0	0
长期借款及应付债券	891	1118	1018	1018	1018	归属于母公司净利润	97	334	523	743	1050
其他长期负债	1546	1768	1968	2168	2368						
长期负债合计	2438	2887	2987	3187	3387	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6252	7456	8083	10391	13442	净利润	97	334	523	743	1050
少数股东权益	27	30	26	26	26	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1852	2065	2588	3331	4381	折旧摊销	133	202	523	542	563
负债和股东权益总计	8131	9552	10697	13748	17849	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	28	(63)	61	49	33
关键财务与估值指标						营运资本变动	309	692	582	1948	2492
每股收益	0.04	0.15	0.24	0.35	0.49	其它	(0)	(3)	(4)	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	538	1226	1623	3233	4105
每股净资产	0.86	0.96	1.20	1.55	2.03	资本开支	0	(1012)	(400)	(400)	(400)
ROIC	4%	12%	19%	44%	-31%	其它投资现金流	89	(60)	0	(37)	(44)
ROE	5%	16%	20%	22%	24%	投资活动现金流	88	(1071)	(400)	(487)	(494)
毛利率	33%	34%	35%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	21%	24%	25%	25%	负债净变化	149	227	(100)	0	0
EBITDA Margin	30%	30%	41%	37%	34%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	156%	160%	38%	37%	36%	其它融资现金流	(1277)	(97)	(125)	(21)	56
净利润增长率	-109%	246%	57%	42%	41%	融资活动现金流	(979)	357	(225)	(21)	56
资产负债率	77%	78%	76%	76%	75%	现金净变动	(353)	512	997	2726	3666
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1273	920	1432	2430	5155
P/E	92.9	26.9	17.2	12.1	8.5	货币资金的期末余额	920	1432	2430	5155	8822
P/B	4.8	4.3	3.5	2.7	2.0	企业自由现金流	0	246	1286	2894	3763
EV/EBITDA	60	25	14	12	11	权益自由现金流	0	422	1015	2837	3794

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032