



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

重整旗鼓展新颜，AI 课程具巧思

—豆神教育(300010)公司首次覆盖报告

2025 年 05 月 14 日

范欣悦 教育人服行业首席分析师
S1500521080001
fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

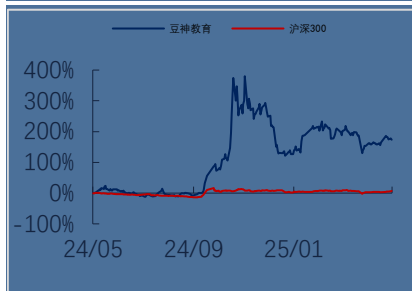
公司研究

公司首次覆盖报告

豆神教育(300010)

投资评级 买入

上次评级 无



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.38
52 周内股价波动区间(元)	12.96-2.38
最近一月涨跌幅(%)	4.83
总股本(亿股)	20.67
流通 A 股比例(%)	80.49
总市值(亿元)	152.52

资料来源：聚源，信达证券研发中心

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

邮编：100031

重整旗鼓展新颜，AI 课程具巧思

2025 年 05 月 14 日

报告内容摘要：

- ◆**重整完成股权理顺，业务转型非学科。**18 年公司收购中文未来 100% 股权，布局大语文。区别于传统的应试辅导教学模式，中文未来建立了以提升文学素养为主的语文教学体系，以历史、人物、故事为线索，提高学生对语文的学习兴趣。“双减”政策出台前，中文未来采用“线上+线下”的发展模式。“双减”政策出台后，原大语文学科服务业务逐步转向非学科学习服务。23 年 12 月，公司完成重整，窦昕持有 18.3% 股份，窦昕先生及其一致行动人张国庆先生合计持有 20.7% 股份，成为公司控股股东及实际控制人。
- ◆**录播+真人直播课为基。**录播课以“新 L”系列为主线，对中外文化和文学名著，及阅读写作技巧进行深入浅出的讲解。直播课主要包括王者班、小王者、窦神归来及其他专项课，其中小王者和窦神归来为 24 年新增。
- ◆**发布“辞源”垂类大模型，创新推出 AI 直播课。**24 年 10 月，发布自主研发的人工智能教育垂类大模型豆神辞源大模型和“豆神 AI”APP，以 AI “超拟人导师”的形式，运用多模态、知识图谱等 AI 技术来实现个性化教学。25 年，推出 AI 超拟人多对一直播课，通过互动答疑、弹幕交流与专注力检测，打造沉浸式趣味课堂。
- ◆**利润拐点已现。**20-22 年，受到新冠疫情和“双减”政策的接连影响，公司计提大量的信用减值、资产减值和商誉减值准备，导致 3 年的亏损。23 年由于债务重组收益，归母净利润扭亏。24 年，在教育业务改善和坏账冲回的共同作用下，实现归母净利润 1.37 亿元。25Q1 公司盈利能力显著提升，实现归母净利润 0.37 亿元，净利率达到 18.9%。
- ◆**潜在业绩增长点：**(1) 现有文学素养直播课程的增长；(2) 学科拓展；(3) AI 直播课的推广。
- ◆**盈利预测与投资建议：**公司依托多年在大语文行业的语料积累，发布自主研发的 AI 教育垂类大模型豆神辞源大模型。未来有望在真人直播课和 AI 直播课同时发力，带动业绩快速增长。预计 25/26/27 年归母净利润为 2.1/3.1/4.0 亿元、同增 54.1%/46.1%/28.6%。参考美股多邻国的 PS 估值 24x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆**风险提示：**教育行业的政策风险；用户对 AI 直播课的接受程度不及预期；学科拓展不及预期；宏观经济对教育行业的影响。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	993	757	1,134	1,369	1,570
增长率 YoY %	-2.0%	-23.8%	49.8%	20.8%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	32	137	211	309	397
增长率 YoY%	104.6%	334.0%	54.1%	46.1%	28.6%
毛利率%	31.3%	45.5%	55.6%	56.8%	57.7%
净资产收益率 ROE%	3.3%	8.5%	11.5%	14.4%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.02	0.07	0.10	0.15	0.19
市盈率 P/E(倍)	482.72	111.22	72.19	49.40	38.43
市净率 P/B(倍)	15.85	9.40	8.31	7.11	6.00

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 05 月 13 日收盘价

目 录

一、重整完成股权理顺，业务转型非学科.....	4
二、业务分析：录播+真人直播课为基，AI 直播课匠心独具.....	4
录播课.....	4
直播课.....	5
游研学.....	7
AI：发布“辞源”垂类大模型，创新推出 AI 直播课.....	8
三、财务分析.....	11
四、潜在业绩增长点.....	13
五、盈利预测与投资建议.....	13
六、风险提示.....	14

表 目 录

表 1：收入预测拆分.....	13
表 2：多邻国 PS 估值.....	14
表 3：公司 PS 估值.....	14

图 目 录

图 1：公司股权结构（截至 25Q1 末）.....	4
图 2：“新 L”系列录播课课程内容安排.....	5
图 3：豆神王者美育班主要课程内容安排（以三年级为例）.....	5
图 4：豆神小王者直播课程体系.....	6
图 5：窦神归来直播课程内容安排.....	6
图 6：戏剧文本解析课程安排（以中小班为例）.....	7
图 7：“世界是课本之三峡韵”研学项目窦昕老师讲《三峡》.....	8
图 8：“世界是课本之三峡韵”研学项目讲宋词.....	8
图 9：豆神 AI 提供的功能.....	8
图 10：豆神 AI 通过多模态视频通话进行写作指导.....	9
图 11：豆神 AI 的阅读理解私教课堂.....	9
图 12：豆神 AI 直播课视频连线回答虚拟老师提问.....	10
图 13：豆神 AI 直播课主动举手提问，申请与虚拟老师视频连线提问.....	10
图 14：豆神 AI 直播课专注力监控.....	10
图 15：豆神 AI 直播课弹幕互动.....	11
图 16：公司对 AI 直播课的多次内测结果.....	11
图 17：公司收入及同比增速.....	11
图 18：中文未来收入及同比增速.....	11
图 19：公司综合毛利率和教育业务毛利率.....	12
图 20：公司归母净利润及净利率.....	12
图 21：中文未来净利润及净利率.....	12

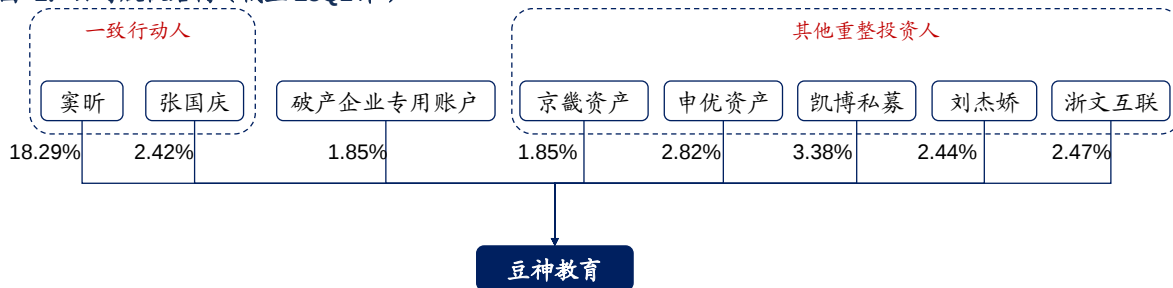
一、重整完成股权理顺，业务转型非学科

18 年公司收购中文未来 100% 股权，布局大语文。中文未来以中小学语文学科辅导为主营业务，创始人窦昕先生是《思泉语文课程体系》的主编，在语文学科辅导领域拥有较高的知名度。区别于传统的应试辅导教学模式，中文未来建立了以提升文学素养为主的语文教学体系，以历史、人物、故事为线索，提高学生对语文的学习兴趣。“双减”政策出台前，中文未来采用“线上+线下”的发展模式。

“双减”政策出台后，主营业务全面转型素质教育。“双减”政策出台后，原大语文学科服务业务逐步转向非学科学习服务，公司 To C 端的业务转型为艺术类学习服务（豆神美育）和直播电商销售。“双减”政策出台前，公司积累了大量的名师，普遍具备深厚的文学积累和较强的演讲能力，这些名师部分投入到“豆神美育”系列课程，部分进入到直播电商。

重整顺利完成，控股股东变更。23 年 12 月，公司完成重整，以重整前总股本 8.7 亿股为基数，按每 10 股转增 13.8 股资本公积转增股份，转增产生 12.0 亿股股份，全部用于引入重整投资人及清偿债务，转增后总股本增至 20.7 亿股。重整完成后，窦昕持有 18.3% 股份，窦昕先生及其一致行动人张国庆先生合计持有 20.7% 股份，成为公司控股股东及实际控制人。

图 1：公司股权结构（截至 25Q1 末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、业务分析：录播+真人直播课为基，AI 直播课匠心独具

录播课

学生可在豆伴匠 APP 进行录播课的学习，以“新 L”系列为主线，对中外文化和文学名著，及阅读写作技巧进行深入浅出的讲解，教学过程叠加小剧场、关键问答，令学生可以更加沉浸学习，及时巩固知识点。新 L0~L7 的价格为 1800 元，每个 L 包含 100 节课，每节时长约 30 分钟。

图 2：“新 L”系列录播课课程内容安排



资料来源：豆伴匠 APP，信达证券研发中心

直播课

王者班：从 17 年开班，是豆神大语文的顶配班型，自研的课程体系包含四大板块：古代文史、外国文学、策略阅读、创意写作。全年分为春/暑/秋/寒四个季度上课，分别上 16/12/16/8 次课，每次课的时长为 2.5 小时，25 年的价格（2~8 年级）为 9090 元/16 次课。

图 3：豆神王者美育班主要课程内容安排（以三年级为例）



资料来源：豆神教育 APP，信达证券研发中心

小王者：24 年推出，主要包含文史基础（唐、宋、魏晋文学文史积累，四大名著精讲，现代文学汇总等），阅读（阅读理解技巧，名篇精读，习题演练等），写作（写作技法，范文讲评等）。25 年价格为 3600 元（26 次课，半年）和 6800 元（52 次课，全年），每次课的时长为 1.5 小时。

图 4：豆神小王者直播课程体系



资料来源：公司官方抖音直播间，信达证券研发中心

宾神归来：24 年推出，由宾昕老师领衔，赵伯奇老师和朱雅特老师联合主讲，精讲小学和初中必考文言文，教授文言文阅读基本方法，适合 3~9 年级的学生。25 年价格为 3299 元，30 次课，每次课的时长为 1.5 小时。

图 5：宾神归来直播课程内容安排

中考四记			托物三志		
第一课 小石潭记/柳宗元	2025年5月18日	宾昕	第一课 陋室铭/刘禹锡	2025年10月19日	宾昕
第二课 岳阳楼记/范仲淹	2025年5月25日	朱雅特	爱莲说/周敦颐		
第三课 醉翁亭记/欧阳修	2025年6月8日	宾昕	第二课 马说/韩愈	2025年10月26日	赵伯奇
第四课 桃花源记/陶渊明	2025年6月15日	赵伯奇	*师说/韩愈		
天道四寓			笔记六则		
第一课 杞人忧天/《列子》	2025年7月6日	宾昕	第一课 《世说新语》二则	2025年11月2日	赵伯奇
*穿井得一人/《吕氏春秋》			卖油翁/欧阳修		
第二课 愚公移山/《列子》	2025年7月13日	宾昕	第二课 狼/蒲松龄	2025年11月9日	朱雅特
第三课 北冥有鱼/《庄子》	2025年7月20日	赵伯奇	第三课 核舟记/魏学洢	2025年11月16日	朱雅特
庄子与惠子游于濠梁之上/《庄子》			第四课 活板/沈括	2025年11月23日	宾昕
史书六传			第五课 记承天寺夜游/苏轼	2025年11月30日	宾昕
第一课 孙权劝学/《资治通鉴》	2025年7月27日	赵伯奇	*湖心亭看雪/张岱		
第二课 周亚夫军细柳/《史记》	2025年8月3日	朱雅特	儒学五讲		
第三课 邹忌讽齐王纳谏/《战国策》	2025年8月10日	朱雅特	第一课 《论语》十二章	2025年12月7日	宾昕
第四课 陈涉世家/《史记》	2025年8月17日	赵伯奇	第二课 得道多助，失道寡助/《孟子》	2025年12月14日	赵伯奇
第五课 曹刿论战/《左传》	2025年8月24日	宾昕	大道之行也/《礼记》		
第六课 唐雎不辱使命/《战国策》	2025年8月31日	宾昕	第三课 富贵不能淫/《孟子》	2025年12月21日	赵伯奇
书表五篇			虽有嘉肴/《礼记》		
第一课 诫子书/诸葛亮	2025年9月7日	赵伯奇	第四课 生于忧患，死于安乐/《孟子》	2025年12月28日	朱雅特
第二课 寄渚中书/谢弘毅	2025年9月14日	朱雅特	第五课 鱼我所欲也/《孟子》	2026年1月4日	朱雅特
*三峡/郦道元					
第三课 与朱元思书/吴均	2025年9月21日	朱雅特			
第四课 送东阳马生序/宋濂	2025年9月28日	宾昕			
第五课 出师表/诸葛亮	2025年10月12日	宾昕			

资料来源：公司官方抖音直播间，信达证券研发中心

专项课：包括戏剧文学表演班、戏剧文本解析、影视美术展析班等，提升学生的文学素养、文化内涵和艺术审美。

图 6：戏剧文本解析课程安排（以中小班为例）

◆◆ 2025年寒假 ◆◆
故事与表演-《学会放弃》
故事与表演-《在泸县》
故事与表演-《赵州桥》
故事与表演-《刻舟求剑》
故事与表演-《种辣椒》
故事与表演-《筷子》
故事与表演-动漫发展的故事
汇报演出
◆◆ 2025年春季 ◆◆
故事与表演-母亲辛劳的故事
故事与表演-《压岁钱！压谁钱？》
故事与表演-各国宫殿的故事
故事与表演-古代座次的故事
故事与表演-植物“说话”的故事
故事与表演-文种之死的故事
故事与表演-《宽容是美德》
故事与表演-《四世同堂》
故事与表演-《闻鸡起舞》
故事与表演-《生活上的强者》
故事与表演-长城远眺的故事
故事与表演-《洒满阳光的晒谷场》
故事与表演-《拾荒》
故事与表演-《蜘蛛的优势》
故事与表演-饮食健康的故事
汇报演出

资料来源：豆神教育APP，信达证券研发中心

游研学

依托知识旅行新概念，开发了文史研学业务。推出以长江游轮为载体，开启长江沿岸文化之旅的研学之旅。25 年 7 月将新增由窦昕、赵伯奇、朱雅特三位老师领衔主讲 3 场文史大课，结合郭德纲、于谦相声文艺表演为特色的国际研学。

图 7：“世界是课本之三峡韵”研学项目窦昕老师讲《三峡》



资料来源：豆神研学公众号，信达证券研发中心

图 8：“世界是课本之三峡韵”研学项目讲宋词

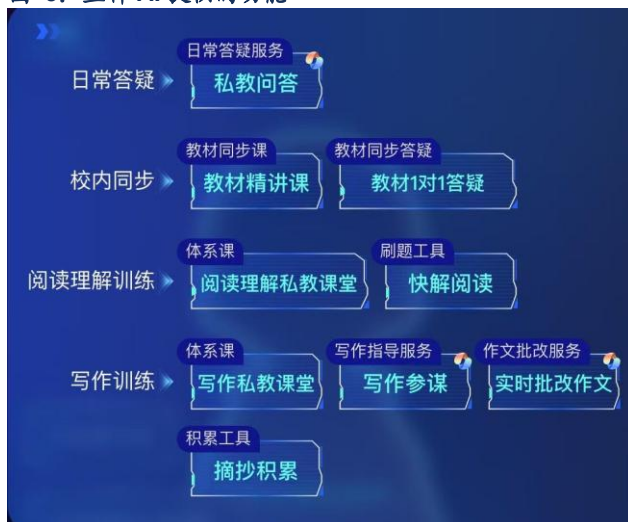


资料来源：豆神研学公众号，信达证券研发中心

AI：发布“辞源”垂类大模型，创新推出 AI 直播课

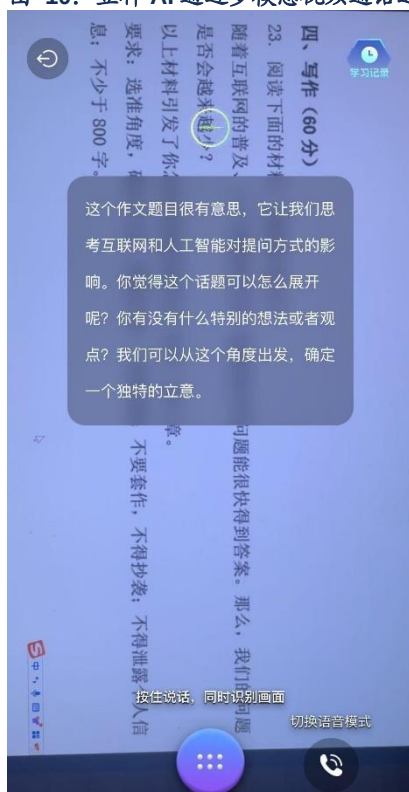
发布 AI 垂类大模型，“超拟人导师”教授写作和阅读。24 年 10 月，与智谱华章、海南何尊签署《战略合作框架协议》，成立合资公司专注于 AI 教育产品的技术研发及销售；发布自主研发的人工智能教育垂类大模型豆神辞源大模型和“豆神 AI”APP，以 AI “超拟人导师”的形式，通过超拟人私教问答、超拟人写作参谋、超拟人作文实时批改、超拟人私教课堂等多元模块，运用多模态、知识图谱等 AI 技术来实现个性化教学。

图 9：豆神 AI 提供的功能



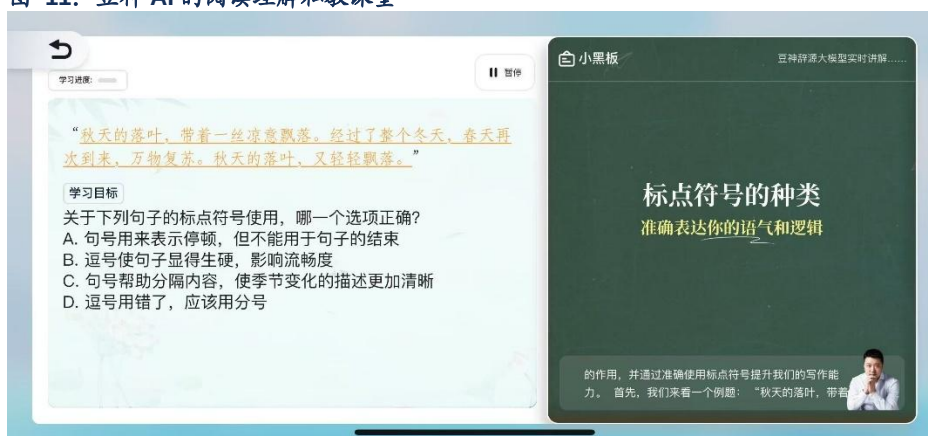
资料来源：豆神 AI APP，信达证券研发中心

图 10：豆神 AI 通过多模态视频通话进行写作指导



资料来源：豆神 AI APP，信达证券研发中心

图 11：豆神 AI 的阅读理解私教课堂



资料来源：豆神 AI APP，信达证券研发中心

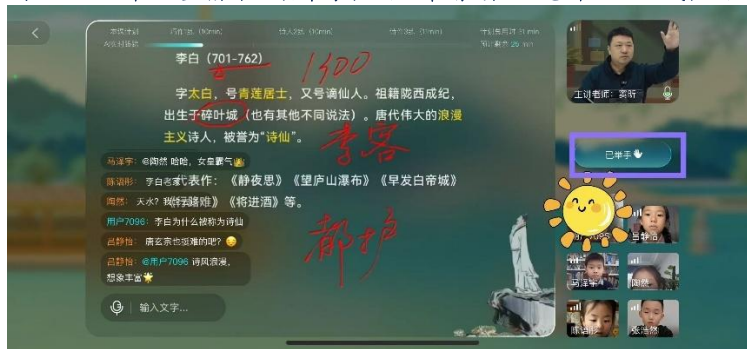
推出 AI 超拟人直播课，互动性强。推出 AI 超拟人多对一直播课，通过互动答疑、弹幕交流与专注力检测，打造沉浸式趣味课堂。课堂以小班界面呈现，但实际上除了用户自身外，均为虚拟同学和虚拟老师，上课过程中，可以随时与老师视频连线问答，还可以通过弹幕实时提问互动，另外，若用户离开视频范围，虚拟老师会暂停讲课并提醒。公司也进行多轮内测，结果显示 AI 直播课在课中互动、学生专注度、课后作业及完课等方面表现均优于录播课和小班直播课，在教学效果和 student 参与度上具有显著优势。

图 12: 豆神 AI 直播课视频连线回答虚拟老师提问



资料来源: 豆神 AI APP, 信达证券研发中心

图 13: 豆神 AI 直播课主动举手提问, 申请与虚拟老师视频连线提问



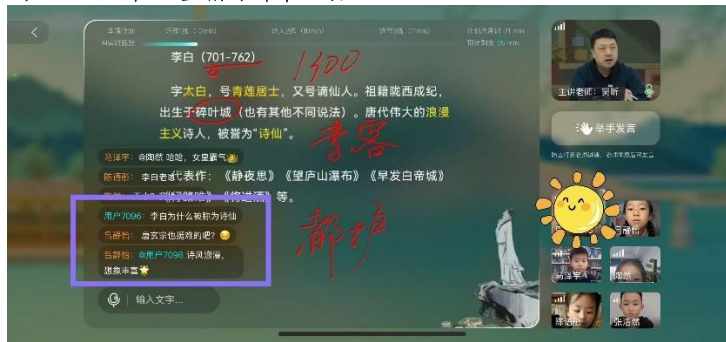
资料来源: 豆神 AI APP, 信达证券研发中心

图 14: 豆神 AI 直播课专注力监控



资料来源: 豆神 AI APP, 信达证券研发中心

图 15: 豆神 AI 直播课弹幕互动



资料来源: 豆神 AI APP, 信达证券研发中心

图 16: 公司对 AI 直播课的多次内测结果

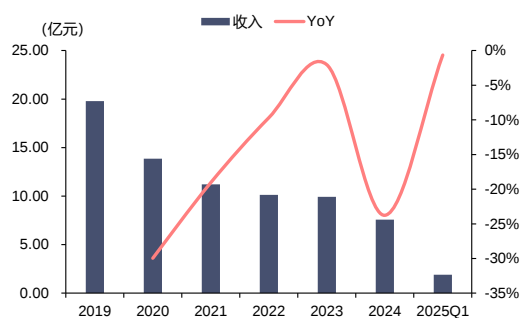
课程形态	对比项	课程平均时长	互动问答参与率	互动问答准确率	单堂课学生被老师语言激励次数	单堂课学生溜号次数均值	单堂课学生举手次数均值	学生完课率
AI 直播课	实验组	39.8min	91.86%	92.38%	9.08	1.06	5.18	95.17%
录播课	对照组 1	38.7min	53.33%	78.75%	0	3.36	0	59.49%
小班直播课	对照组 2	40.2min	84.53%	91.80%	7.8	1.28	1.97	92.37%

资料来源: 辞源算法实验室公众号, 信达证券研发中心

三、财务分析

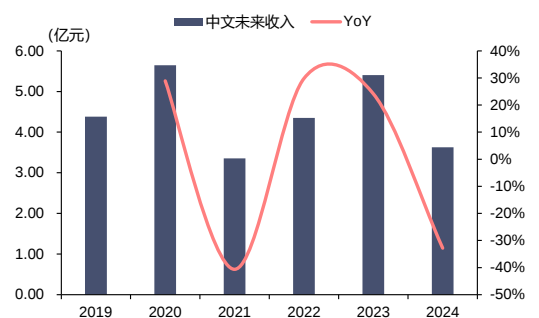
客观因素影响收入表现, 收入拐点或将到来。20~24 年, 公司整体收入呈现下滑趋势, 其中 20~23 年主要是受到新冠疫情和“双减”政策接连影响所致。随着逐步转型为非学科素质教育和直播电商, 教育业务呈改善趋势。25Q1 收入仅下滑 0.6%, 我们估计收入拐点或将到来。

图 17: 公司收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 中文未来收入及同比增速

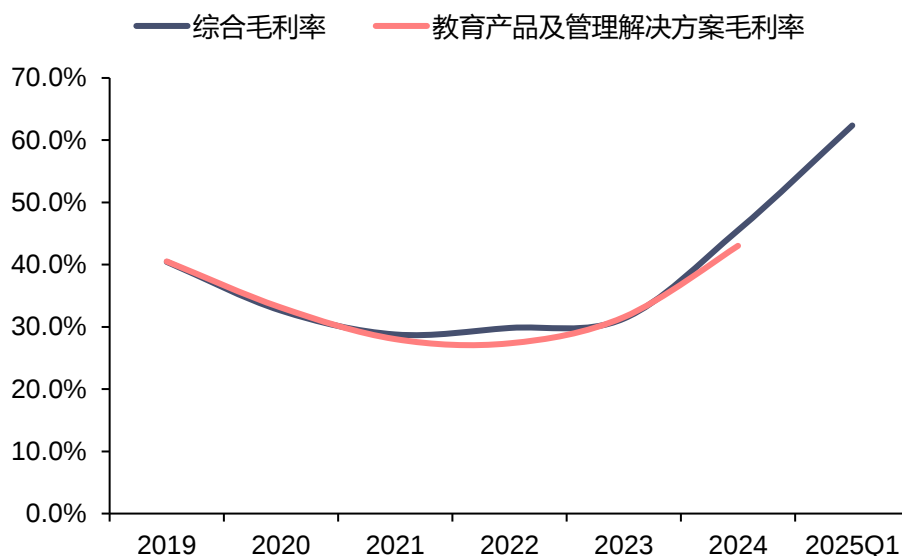


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

教育业务转型后毛利率显著提升。20~22 年, 受新冠疫情和“双减”政策的接连影响, 公司综合毛利率和教育业务毛利率呈下滑趋势, 23 年开始, 随着教育业务成功转型, 毛利率

显著提升，带动综合毛利率呈现相同趋势，25Q1 公司综合毛利率已达到 62.3%，超过疫情和“双减”前水平。

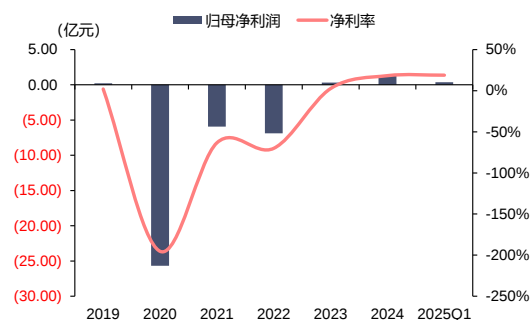
图 19：公司综合毛利率和教育业务毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

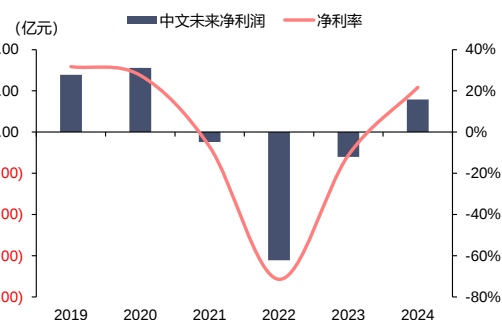
利润拐点已现。20~22 年，受到新冠疫情和“双减”政策的接连影响，公司计提大量的信用减值、资产减值和商誉减值准备，导致 3 年的亏损。23 年由于债务重组收益，归母净利润扭亏。24 年，在教育业务改善和坏账冲回的共同作用下，实现归母净利润 1.37 亿元。25Q1 公司盈利能力显著提升，实现归母净利润 0.37 亿元，净利率达到 18.9%。

图 20：公司归母净利润及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：中文未来净利润及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、潜在业绩增长点

1. 现有文学素养直播课程的增长: 24 年推出小王者、冥神归来课程有望驱动报名人数增长。
2. 学科拓展: 有望借鉴文史课程的成功经验, 拓展英语文学、逻辑思维等其他非学科素质教育课程。
3. AI 直播课的推广。

五、盈利预测与投资建议

收入: 25Q1 收入同减 0.6%, 下滑幅度收窄, 随着小王者、冥神归来等直播课报名人数放量, 以及 AI 直播课的推广, 我们估计收入增长拐点有望到来, 预计 25/26/27 年收入为 11.3/13.7/15.7 亿元、同增 49.8%/20.8%/14.7%。

表 1: 收入预测拆分

(单位, 百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
教育产品及管理解决方案	868	642	1026	1262	1462
智慧教育			277	277	277
录播			100	100	100
直播			552	703	821
游研学			25	37	48
AI 直播课			72	144	216
内容(安全)管理解决方案及服务收入	118	108	108	108	108
总计	986	750	1134	1369	1570

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

毛利率: 25Q1 综合毛利率 62.3%、同增 21.1pct, 我们估计录播课、直播课、AI 直播课规模效应显著, 盈利能力有望显著提升, 预计 25/26/27 年毛利率为 55.6%/56.8%/57.7%。

净利润及净利率: 25Q1 归母净利润同增 68.0%、净利率达到 18.9%。预计 25/26/27 年归母净利润为 2.1/3.1/4.0 亿元、同增 54.1%/46.1%/28.6%, 净利率为 18.8%/22.8%/25.5%。

相对估值法: A 股和港股较少有发布体系化 To C 端纯 AI 直播课的上市公司, 我们认为, 参考美股多邻国 Duolingo (DUOL.O) 估值更具意义。根据多邻国的指引, 预计 25 年收入为 9.87~9.96 亿美元, 当前市值对应 PS 估值为 24x。我们估计, 豆神教育 25 年教育业务贡献收入 10.26 亿元, 当前市值对应 PS 估值为 15x。

表 2: 多邻国 PS 估值

(单位, 百万美元)	多邻国	
25 年收入指引	987	996
市值	24157	
PS 估值	24	24

资料来源: 多邻国官网, 信达证券研发中心

注: 股价使用 2025 年 5 月 13 日收盘价

表 3: 公司 PS 估值

(单位, 百万元)	豆神教育
25 年教育业务收入预测	1026
市值	15252
PS 估值	15

资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心

注: 股价使用 2025 年 5 月 13 日收盘价

投资建议: 公司依托多年在大语文行业的语料积累, 发布自主研发的 AI 教育垂类大模型豆神辞源大模型。未来有望在真人直播课和 AI 直播课同时发力, 带动业绩快速增长。参考美股多邻国的 PS 估值水平, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

六、风险提示

教育行业的政策风险: 课外培训政策边际向好, 但仍具有不确定性。

用户对 AI 直播课的接受程度不及预期: 若学生和家长对 AI 直播课反响平淡, 或导致报名人数不及预期。

学科拓展不及预期: 公司在大语文、文史领域积累深厚, 却并未涉足其他学科, 未来拓展至英语文学、逻辑思维等领域存在不及预期的风险。

宏观经济对教育行业的影响: 若宏观经济持续偏弱, 或将影响消费意愿, 包括在教育方面的消费支出意愿。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,836	1,200	1,548	2,010	2,545
货币资金	1,193	648	986	1,417	1,914
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	158	104	114	120	129
预付账款	51	30	34	40	45
存货	246	159	143	143	146
其他	189	260	270	291	311
非流动资产	1,122	1,150	1,133	1,103	1,073
长期股权投资	10	2	2	2	2
固定资产(合计)	217	205	185	167	148
无形资产	103	123	112	101	90
其他	791	821	834	834	834
资产总计	2,958	2,350	2,681	3,113	3,618
流动负债	1,969	638	754	875	979
短期借款	22	2	2	2	2
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	222	135	123	127	134
其他	1,725	502	630	746	843
非流动负债	89	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他	89	98	98	98	98
负债合计	2,058	736	853	973	1,077
少数股东权益	-63	-9	-6	-3	1
归属母公司股东权益	962	1,622	1,835	2,144	2,540
负债和股东权益	2,958	2,350	2,681	3,113	3,618

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	993	757	1,134	1,369	1,570
同比(%)	-2.0%	-23.8%	49.8%	20.8%	14.7%
归属母公司净利润	32	137	211	309	397
同比(%)	104.6%	334.0%	54.1%	46.1%	28.6%
毛利率(%)	31.3%	45.5%	55.6%	56.8%	57.7%
ROE%	3.3%	8.5%	11.5%	14.4%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.02	0.07	0.10	0.15	0.19
P/E	482.72	111.22	72.19	49.40	38.43
P/B	15.85	9.40	8.31	7.11	6.00
EV/EBITDA	-19.72	100.83	68.67	46.63	35.63

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	993	757	1,134	1,369	1,570
营业成本	682	412	504	591	664
营业税金及附加	6	6	7	8	9
销售费用	183	226	304	354	390
管理费用	172	96	121	132	144
研发费用	42	5	7	8	10
财务费用	145	-22	-10	-15	-21
减值损失合计	-81	-4	-2	0	0
投资净收益	592	-13	0	0	0
其他	-189	109	0	3	4
营业利润	87	127	198	294	379
营业外收支	-86	-7	-8	-8	-8
利润总额	1	119	191	286	371
所得税	-25	-19	-23	-26	-30
净利润	26	139	213	312	401
少数股东损益	-5	1	2	3	4
归属母公司净利润	32	137	211	309	397
EBITDA	-229	121	208	297	374
EPS(当年)(元)	0.02	0.07	0.10	0.15	0.19

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	58	19	359	438	505
净利润	26	139	213	312	401
折旧摊销	43	31	27	25	25
财务费用	163	3	0	0	0
投资损失	-592	13	0	0	0
营运资金变动	169	-43	107	93	72
其它	249	-123	11	8	8
投资活动现金流	13	-75	-22	-8	-8
资本支出	0	-65	-17	-3	-3
长期投资	3	1	-5	-5	-5
其他	10	-11	0	0	0
筹资活动现金流	-91	589	2	0	0
吸收投资	1,097	36	0	0	0
借款	-369	-20	0	0	0
支付利息或股息	0	-36	0	0	0
现金流净增加额	-20	533	339	430	497

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指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	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；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	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理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。