

中公教育 (002607.SZ)

职教龙头优势凸显，业绩延续高增长

● 19年上半年业绩亮眼，盈利能力控费水平均有提升

中公教育上半年营收/归母净利润/扣非后净利润分别为 36.4 亿元/4.9 亿元/4.7 亿元，YOY+48.8%/+132.2%/+138.8%，Q2 单季度营收/归母净利润 23.3 亿元/3.87 亿元，YOY+42.3%/+46.4%。上半年毛利率和净利率同比分别增长 2.2pct/4.9pct，销售/管理/财务费用率分别-3.3pct/-2.3pct/+1pct，盈利能力提升，控费水平出色。

● 招录培训业务量价齐升，综合序列和线上业务表现亮眼

上半年公务员招录/事业单位招聘/教师招录及教师资格/综合序列/线上培训分别贡献营收 18.2 亿元/2.1 亿元/4.3 亿元/7.0 亿元/4.4 亿元，YOY+26.3%/+7.0%/+52.2%/+89.4%/+205.9%。公务员招录人次/客单价同比分别增长约 10pct/15pct。综合序列和线上培训大幅增长，占比分别提升 6.8 和 6.3 个百分点。IT、考研等新业务推动下综合序列整体大幅增长；在职报考人群数量增加助力线上业务量价齐升，参培人次/客单价 YOY+62.6%/+88.1%。

● 全国网点布局加速，各大区整体增长良好

截止 2019 年 6 月，公司在全国 31 个省市，319 个地级市拥有 880 家直营分部和学习中心。教师人数达 11604 人。19 年上半年年华东/东北/华北/西南地区的营收占比分别为 32%、12%、15%和 10%，基本维持稳定。华南地区收入占比为 8%，同比提升 2pct。从增速来看，华东/东北/华北/华中/西北 YOY+50.9%/+46.3%/+36.3%/+47.7%/+53.1%；西南地区增速有所放缓，同比增长 26.7%；华南地区基数较低，上半年同比增长 102.7%。公司采用直营模式，经营架构高度兼容，利于快速扩张。

● 品类加速扩张，网点全国布局，职教龙头有望维持高速增长

公司是国内招录培训领域龙头，招录培训领域持续增长。未来随着非学历职业教育培训行业需求的持续旺盛，公司有望借助品类扩张、网点下沉和线上增长进一步巩固市场地位。我们看好公司未来发展。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 16.7、21.5 和 26.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.35 元和 0.43 元。中公教育所处赛道景气度较高，营收和净利润增速较快，根据 DCF 模型对应合理价值 15.4 元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示：**宏观经济波动、市场竞争加剧导致盈利不达业绩承诺，监管趋严影响公司经营、租金人力成本增加、人才流失风险。

盈利预测：

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,031 | 6,237 | 8,590 | 11,316 | 14,121 |
| 增长率(%) | -38.6% | 54.7% | 37.7% | 31.7% | 24.8% |
| EBITDA(百万元) | 672 | 1,365 | 1,899 | 2,612 | 3,338 |
| 净利润(百万元) | 525 | 1,153 | 1,668 | 2,151 | 2,676 |
| 增长率(%) | 696.7% | 119.7% | 44.7% | 29.0% | 24.4% |
| EPS(元/股) | 5.83 | 11.11 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |
| 市盈率(P/E) | 0.68 | 0.65 | 54.95 | 42.60 | 34.25 |
| 市净率(P/B) | 0.36 | 0.25 | 8.58 | 7.14 | 5.91 |
| EV/EBITDA | 0.40 | 1.25 | 48.45 | 34.73 | 26.60 |

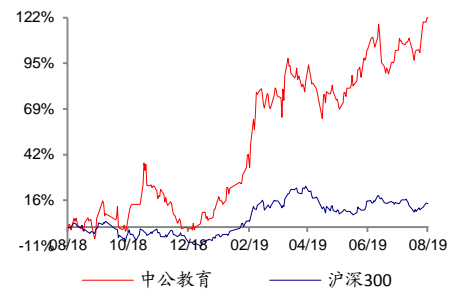
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 14.86 元 |
| 合理价值 | 15.4 元 |
| 前次评级 | 增持 |
| 报告日期 | 2019-08-21 |

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

中公教育 (002607.SZ) : 职 2019-07-30

业教育培训龙头，扩张发展可期

目录索引

| | |
|-------------------------------------|----|
| 财务：上半年业绩亮眼，盈利能力控费水平均有提升 | 4 |
| 招录培训业务快速增长，产品线稳步拓展 | 5 |
| 全国网点布局加速，各大区整体维持高速增长 | 7 |
| 在职报考人群增长助线上渠道快速扩张 | 9 |
| 结论：品类加速扩张，网点全国布局，职教龙头有望维持高速增长 | 10 |
| 风险提示： | 11 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 中公教育 19 年上半年实现营收 36.4 亿元/+48.8%..... | 4 |
| 图 2: 中公教育 19 年上半年归母净利润为 4.9 亿元/+132.2% | 4 |
| 图 3: 中公教育上半年毛利率和净利率同比分别增长 2.2pct 和 4.9pct..... | 5 |
| 图 4: 中公教育 19 年上半年期间费用率同比下降 4.6pct | 5 |
| 图 5: 上半年公务员招录培训营收同比增长 26.3% | 5 |
| 图 6: 上半年事业单位招录和教师招录同比分别增长 7.0%和 52.2%..... | 5 |
| 图 7: 公务员招录培训收入占比为 50%，同比下降 8.9pct..... | 6 |
| 图 8: 上半年综合序列实现营收 7.0 亿元，同比增长 89.4%..... | 7 |
| 图 9: 公司从招录培训向打造完整的职业教育生态拓展 | 7 |
| 图 10: 2019 年上半年中公教育华东、东北和华北营收占比分别为 32%、12%和 15% | 8 |
| 图 11: 19 年上半年华南地区营收同比增长 102.7%..... | 8 |
| 图 12: 公司在全国 319 个地级市拥有 880 个网点..... | 9 |
| 图 13: 2019 年上半年中公教育线上培训收入同比增长 205.9%..... | 9 |
| 图 14: 2019 年上半年中公教育线上培训人次达到 85.8 万人次，同比增长 62.6%..... | 9 |
| 表 1: 2015-2021 年中公教育主营业务收入拆分预测一览（单位：万元） | 11 |
| 表 2: DCF 估值关键性假设..... | 11 |

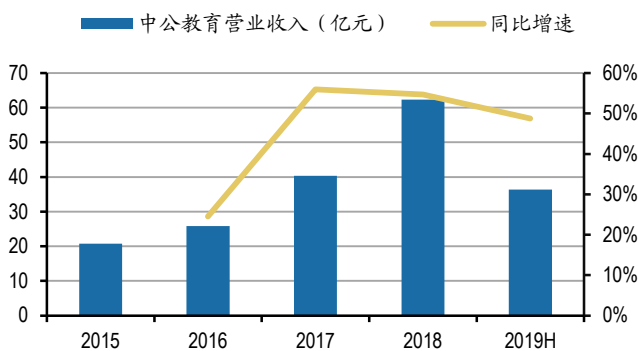
财务：上半年业绩亮眼，盈利能力控费水平均有提升

中公教育上半年营收、归母净利润和扣非后净利润分别为36.4亿元、4.9亿元和4.7亿元，同比分别增长48.8%、132.2%和138.8%，营收规模和业绩维均持较快增长。其中Q2单季度分别实现营收/归母净利润23.3亿元/3.87亿元，同比分别增长42.3%和46.4%。

盈利能力方面：上半年毛利率和净利率分别为57.5%和13.6%，同比分别增长2.2和4.9个百分点。上半年毛利率和净利率水平较去年全年的59.1%和18.5%有所下滑，主要是教育业务收入确认季节性影响所致。

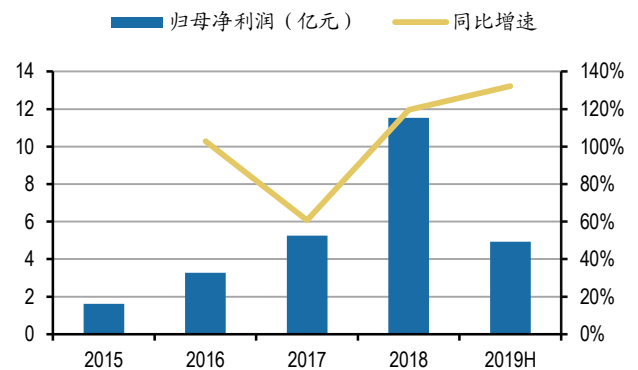
从费用端来看，公司控费能力良好。上半年期间费用率为33.5%，同比下降4.6pct，销售/管理/财务费用率分别为18.6%、13.7%和1.2%，同比分别下降3.3pct、2.3pct和上升1pct，主要由于公司收入增速较快，规模效应显现。公司上半年持续投入研发，研发费用达到3.0亿，同比增长49.4%，研发费用率为8.4%，与去年同期持平，研发费用同比增长49.4%。

图 1：中公教育19年上半年实现营收36.4亿元
/+48.8%



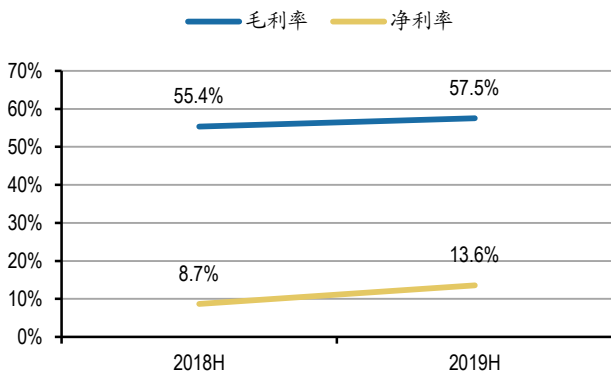
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：中公教育19年上半年归母净利润为4.9亿元
/+132.2%



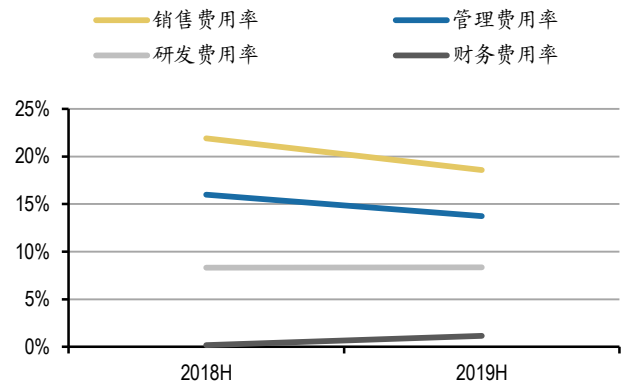
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 中公教育上半年毛利率和净利率同比分别增长 2.2pct和4.9pct



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 中公教育19年上半年期间费用率同比下降 4.6pct

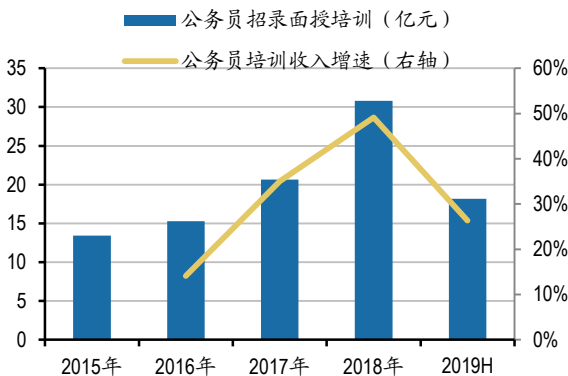


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

招录培训业务快速增长, 产品线稳步拓展

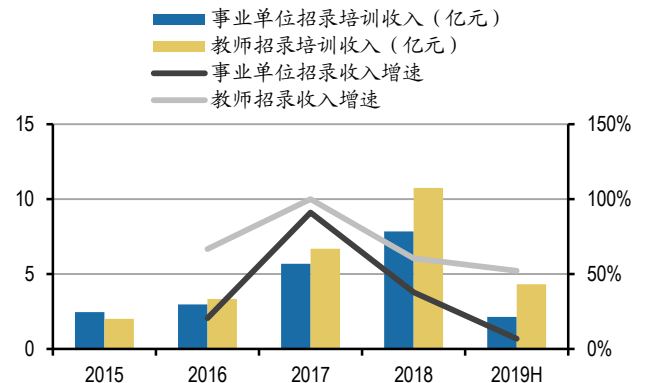
分业务来看, 公务员招录业务增长稳健, 综合序列和线上业务占比快速提升。19年上半年公务员招录、事业单位招聘、教师招录及教师资格、综合序列及线上培训分别贡献营收18.2亿元、2.1亿元、4.3亿元、7.0亿元和4.4亿元, 同比分别增长26.3%、7.0%、52.2%、89.4%和205.9%。其中综合序列和线上培训占比迅速增长, 分别达19%和12%, 同比分别提升6.8和6.3个百分点。公务员招录培训占比为50%, 同比下降8.9个百分点。

图 5: 上半年公务员招录培训营收同比增长26.3%



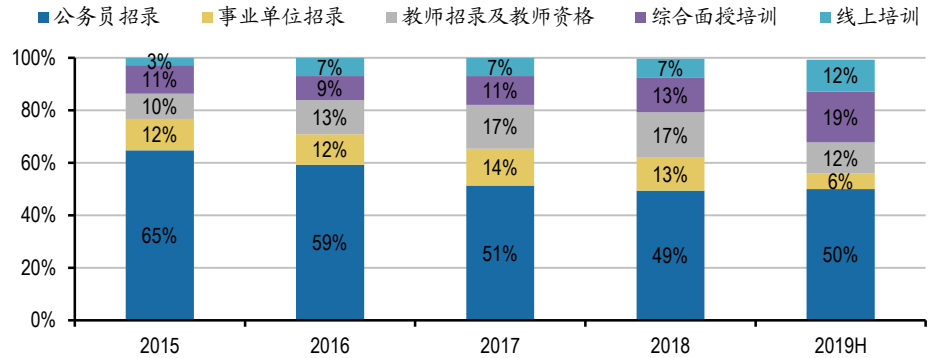
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 上半年事业单位招聘和教师招录同比分别增长 7.0%和52.2%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7：公务员招录培训收入占比为50%，同比下降8.9pct



数据来源：公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

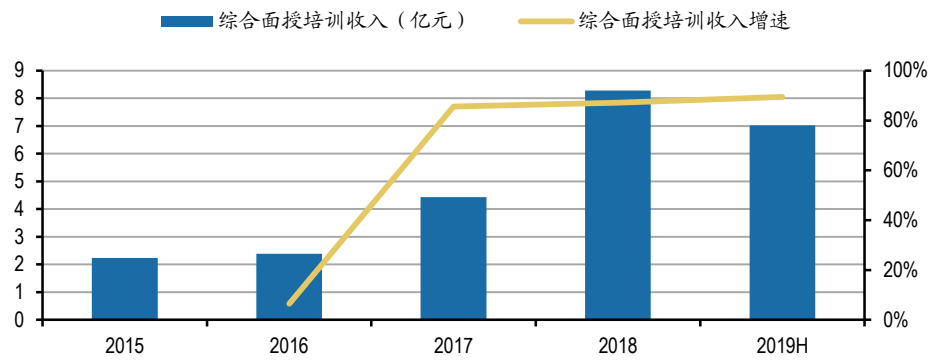
上半年公司累计培训人次为178.9万人，同比增长44.35%。2019年国考招录人数同比下降49%，招录环境严峻。在此环境下公司公务员序列培训人次增长约10%，体现出较强的需求刚性。

客单价方面：随着考试难度的提高，招录比不断下降、学习周期加长，公司长周期课程比例持续提高，公职类招考培训领域创新升级高附加值产品不断增多，产品升级带动单价稳步增长。19年上半年公务员序列客单价同比增长约15%，综合序列客单价涨幅超15%，线上培训客单价也有大幅增长。

品类拓张方面：新品类稳步拓展，综合序列营收大幅增长

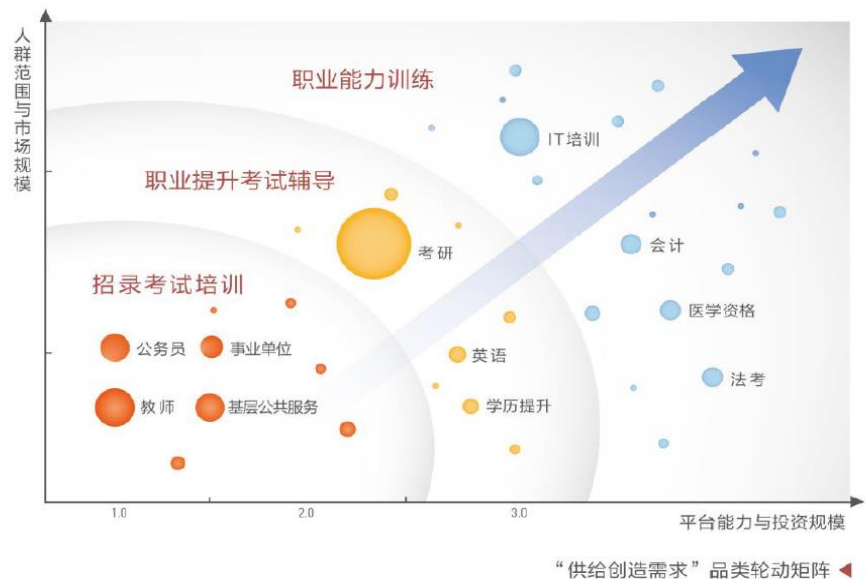
19年上半年综合序列实现营收7.0亿元，同比增长89.4%。综合序列包含三大类核心产品之外的其他产品，包括医师资格培训、药师资格培训、考研培训、IT培训等产品。综合序列产品潜在市场规模大、尚处于前期开拓阶段，培训人次基数小，增长速度较快。公司新业务复制了现有成熟品牌的经营模式，凭借品牌优势和运营经验，通过专业化研发、大规模师资和精细化运营驱动新品类业务快速增长。有望与招录业务形成多品类增长的“飞轮效应”，实现协同发展，帮助公司从现有的招录培训业务向更广阔多元的职业教育领域拓展。

图8: 上半年综合序列实现营收7.0亿元, 同比增长89.4%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图9: 公司从招录培训向打造完整的职业教育生态拓展



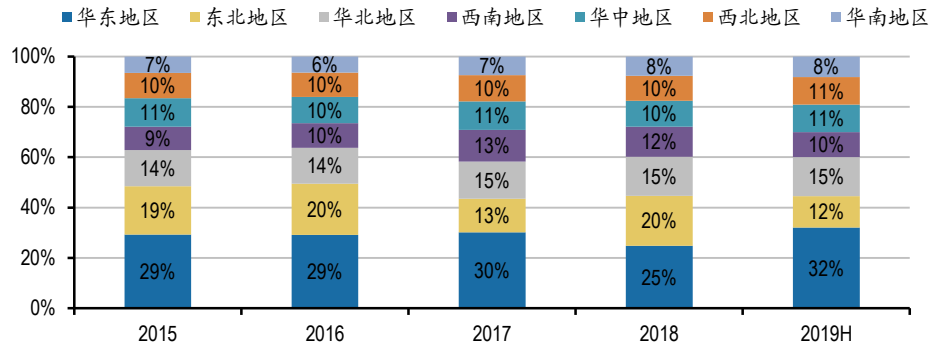
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

全国网点布局加速, 各大区整体维持高速增长

从区域分布来看, 2019年上半年年中公教育华东、东北、华北和西南地区的营收占比分别为32%、12%、15%和10%。上半年各地区收入占比基本维持稳定。其中华东地区收入占比同比提升1pct, 华北、东北和华南地区占比均有小幅下降。华南地区收入占比为8%, 同比提升2个百分点。

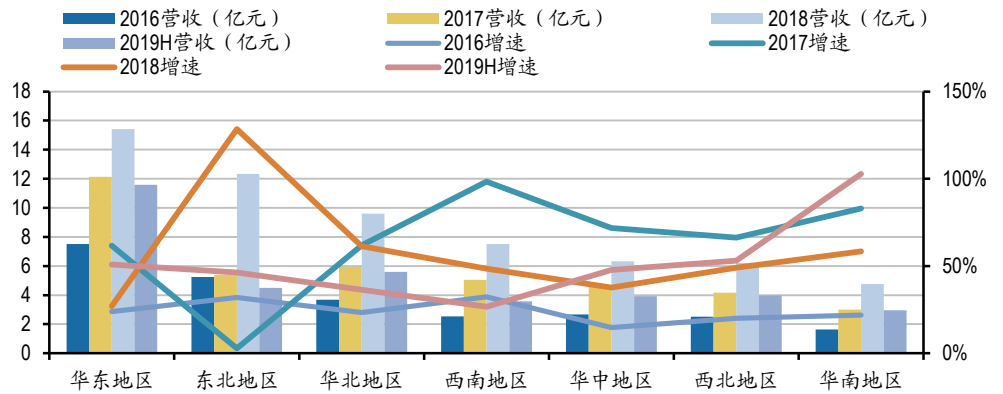
从增速来看, 华东、东北、华北、华中和西北同比分别增长50.9%、46.3%、36.3%、47.7%和53.1%; 西南地区增速有所放缓, 同比增长26.7%; 华南地区基数较低, 上半年同比增长102.7%。整体来看区域分布较为分散且各大区均有较好增长表现。

图10: 2019年上半年中公教育华东、东北和华北营收占比分别为32%、12%和15%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图11: 19年上半年华南地区营收同比增长102.7%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

中公教育采用直营模式，经营架构高度兼容，利于快速扩张。截止2019年6月，公司在全国31个省市，319个地级市拥有880家直营分部和学习中心，其中上半年新开179家。教师人数达11604人，较2018年末增加2180人。公司一线学习中心网络由网点组成，网点可以自主管理，灵活性较高，故网点扩张对公司经营压力较小。同时总部和核心省市的指挥部管理效率较高，具有管理规模效应，团队管理方式的简化也有助于网点的快速渗透。近年来公共服务岗位招录下沉趋势明显，公司有望凭借密集的渠道网络进一步扩大龙头优势。

图12: 公司在全国319个地级市拥有880个网点

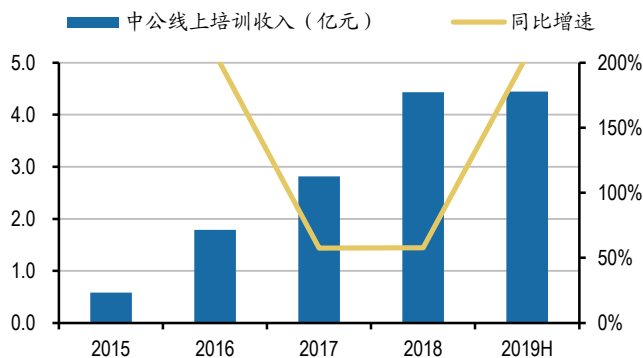


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

在职报考人员增长助线上渠道快速扩张

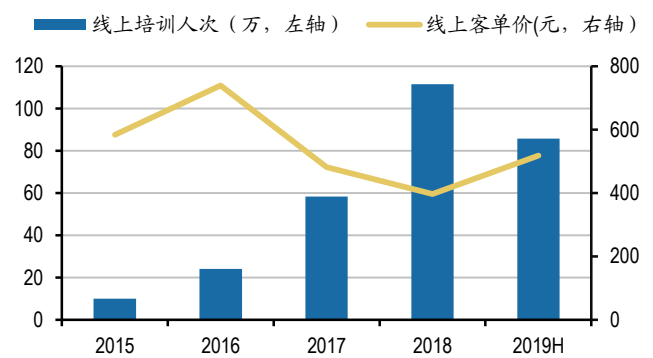
随着学员对职业教育培训方式的需求日益多样化, 在职报考人员的不增长, 近年来中公教育线上培训的经营规模不断扩大。2019年上半年中公教育线上培训收入达4.4亿元, 同比增长205.9%。培训人次达85.8万人, 同比增长62.6%; 客单价为518元/人, 同比增长88.1%。上半年公司数字化转型加速, 双师课堂的模式进一步推广, 新CRM系统和教学辅助系统的上线及迭代为整个业务体系的一体化数字化经营构建了基本框架。

图13: 2019年上半年中公教育线上培训收入同比增长205.9%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图14: 2019年上半年中公教育线上培训人次达到85.8万人次, 同比增长62.6%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

结论：品类加速扩张，网点全国布局，职教龙头有望维持高速增长

公司是国内招录培训领域龙头，未来有望借助品类扩张、网点下沉和线上增长进一步巩固市场地位。

品类拓张方面：老牌公考招录培训业务长周期课程比例增加带动客单价持续提升，参培人次逆势上涨，带动公务员序列营收稳健增长。教师招录、事业单位招聘业务不断增长，综合序列旗下新业务快速发展，有望与现有招录培训形成互补，发挥协同效应，成为公司新的增长点。

网点拓展方面：公司目前在全国319个地级市拥有880个直营分部和学习中心，华东、华北、东北等优势区域持续增长，华南、西南等地区快速上升，各大区整体表现亮眼。公司经营架构兼容度高，未来网点有望凭借品牌、经营和资本优势进一步下沉。

线上方面：公司线上业务凭借双师模式快速扩张，量价齐升。未来将进一步推广数字化、一体化的经营思路，加速公司经营和教学的数字化转型。

整体来看，公司招录培训领域持续增长，龙头地位稳固；新赛道快速发展，网点加速全国布局，线上线下高效结合，我们看好公司未来发展。

盈利预测：我们基于以下核心假设预测中公教育2019-21年营收和盈利情况：1) 公务员和事业单位招聘培训：随着公司渠道下沉、市占率提升和产品升级带来价格提升，公务员和事业单位招聘培训营收有望保持稳健增长；2) 教师招录和资格证培训：近三年有望维持快速增长，参培人次和客单价有望持续增长；3) 综合面授培训：随着品类增加、单品类规模化增长，综合培训有望维持较快增长；4) 线上培训：培训人次随互联网渗透率提升维持快速增长，客单价方面预期或趋于下降，整体线上营收维持较快增长。

基于中公教育历史各项费用率保持平稳的假设，预计中公教育2019、2020和2021年净利润分别为16.7、21.5和26.8亿元，对应EPS分别为0.27元、0.35元和0.43元。考虑中公教育营业收入规模大，且营收和净利润处于快速成长阶段，职业教育赛道受到政策支持景气较高，公司未来扩张增长前景良好且成长空间较大，根据DCF模型，对应合理价值15.4元/股，维持“增持”评级。

表1: 2015-2021年中公教育主营业务收入拆分预测一览(单位: 万元)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 主营业务收入 | 207,586 | 258,408 | 403,126 | 623,699 | 363,742 | 858,952 | 1,131,641 | 1,412,069 |
| 增速 | | 24% | 56% | 55% | 49% | 38% | 32% | 25% |
| 公务员招录面授培训 | 134,063 | 152,989 | 206,619 | 308,166 | 181,863 | 407,550 | 524,924 | 623,610 |
| 增速 | | 14% | 35% | 49% | 26% | 32% | 29% | 19% |
| 事业单位招聘面授培训 | 24,712 | 29,774 | 56,894 | 78,463 | 21,471 | 103,571 | 131,017 | 158,531 |
| 增速 | | 20% | 91% | 38% | 7% | 32% | 27% | 21% |
| 教师招录及教师资格面授培训 | 20,069 | 33,473 | 66,975 | 107,547 | 43,244 | 153,793 | 211,465 | 279,134 |
| 增速 | | 67% | 100% | 61% | 52% | 43% | 38% | 32% |
| 综合面授培训 | 22,396 | 23,848 | 44,263 | 82,849 | 70,205 | 123,859 | 170,306 | 224,804 |
| 增速 | | 6% | 86% | 87% | 89% | 50% | 38% | 32% |
| 线上培训 | 5,816 | 17,852 | 28,135 | 44,350 | 44,452 | 67,856 | 91,606 | 123,667 |
| 增速 | | 207% | 58% | 58% | 206% | 53% | 35% | 35% |

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: DCF估值关键性假设

| 关键性假设 | 数值 |
|------------|-------|
| 长期增长率 | 3.0% |
| 无风险利率 Rf | 3.2% |
| 行业 Beta | 0.70 |
| 风险溢价 Rm-Rf | 6.5% |
| 股票贴现率 Ke | 8.7% |
| 税率 | 16.0% |
| 债务利率 Kd | 5.0% |
| WACC | 8.4% |

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示:

宏观经济波动、市场竞争加剧导致盈利不达业绩承诺, 监管趋严影响公司经营、租金人力成本增加、人才流失风险。

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 2,401 | 3,070 | 6,414 | 7,739 | 9,697 | 经营活动现金流 | 999 | 1,408 | -427 | 3,310 | 3,958 |
| 货币资金 | 190 | 649 | 1,225 | 2,532 | 4,471 | 净利润 | 525 | 1,153 | 1,668 | 2,151 | 2,676 |
| 应收及预付 | 1 | 8 | 8 | 10 | 12 | 折旧摊销 | 108 | 138 | 10 | 110 | 210 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 433 | 225 | -2,065 | 1,046 | 1,054 |
| 其他流动资产 | 2,210 | 2,413 | 5,182 | 5,197 | 5,213 | 其它 | -66 | -108 | -39 | 3 | 18 |
| 非流动资产 | 834 | 4,132 | 9,222 | 11,112 | 12,902 | 投资活动现金流 | -1,569 | -2,360 | -4,981 | -1,923 | -1,938 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | -159 | -263 | -200 | -2,000 | -2,000 |
| 固定资产 | 280 | 699 | 889 | 2,779 | 4,569 | 投资变动 | -1,504 | -2,202 | -7,001 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 91 | 91 | 91 | 91 | 其他 | 95 | 105 | 2,220 | 77 | 62 |
| 无形资产 | 201 | 204 | 204 | 204 | 204 | 筹资活动现金流 | 132 | 1,412 | 5,983 | -80 | -80 |
| 其他长期资产 | 353 | 3,137 | 8,037 | 8,037 | 8,037 | 银行借款 | 100 | 1,507 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3,235 | 7,202 | 15,636 | 18,851 | 22,598 | 股权融资 | 0 | 0 | 6,064 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 2,195 | 4,151 | 4,855 | 5,918 | 6,990 | 其他 | 32 | -95 | -80 | -80 | -80 |
| 短期借款 | 100 | 1,607 | 1,607 | 1,607 | 1,607 | 现金净增加额 | -437 | 460 | 576 | 1,307 | 1,940 |
| 应付及预收 | 1,738 | 2,065 | 2,692 | 3,578 | 4,465 | 期初现金余额 | 626 | 189 | 649 | 1,225 | 2,532 |
| 其他流动负债 | 357 | 480 | 556 | 733 | 918 | 期末现金余额 | 189 | 649 | 1,225 | 2,532 | 4,471 |
| 非流动负债 | 39 | 97 | 96 | 96 | 96 | | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 39 | 97 | 96 | 96 | 96 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,234 | 4,248 | 4,951 | 6,014 | 7,086 | | | | | | |
| 股本 | 90 | 104 | 6,167 | 6,167 | 6,167 | | | | | | |
| 资本公积 | 358 | 1,145 | 1,145 | 1,145 | 1,145 | | | | | | |
| 留存收益 | 552 | 1,705 | 3,373 | 5,524 | 8,200 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1,000 | 2,954 | 10,685 | 12,837 | 15,513 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,235 | 7,202 | 15,636 | 18,851 | 22,598 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 4,031 | 6,237 | 8,590 | 11,316 | 14,121 |
| 营业成本 | 1,630 | 2,552 | 3,400 | 4,463 | 5,566 |
| 营业税金及附加 | 19 | 27 | 35 | 50 | 61 |
| 销售费用 | 841 | 1,102 | 1,460 | 1,924 | 2,401 |
| 管理费用 | 667 | 873 | 1,203 | 1,585 | 1,977 |
| 研发费用 | 310.47 | 454.78 | 601.27 | 792.15 | 988.45 |
| 财务费用 | 28.13 | -2.53 | 80.35 | 80.35 | 80.35 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 94.65 | 110.35 | 128.86 | 77.32 | 61.86 |
| 营业利润 | 630.90 | 1340.03 | 1937.89 | 2499.45 | 3109.18 |
| 营业外收支 | -6.24 | -0.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 625 | 1,340 | 1,938 | 2,499 | 3,109 |
| 所得税 | 100 | 187 | 270 | 348 | 433 |
| 净利润 | 525 | 1,153 | 1,668 | 2,151 | 2,676 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 525 | 1,153 | 1,668 | 2,151 | 2,676 |
| EBITDA | 671.85 | 1365.24 | 1899.38 | 2612.48 | 3337.67 |
| EPS (元) | 5.83 | 11.11 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | -38.6% | 54.7% | 37.7% | 31.7% | 24.8% |
| 营业利润增长 | 754.5% | 112.4% | 44.6% | 29.0% | 24.4% |
| 归母净利润增长 | 696.7% | 119.7% | 44.7% | 29.0% | 24.4% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 59.6% | 59.1% | 60.4% | 60.6% | 60.6% |
| 净利率 | 13.0% | 18.5% | 19.4% | 19.0% | 19.0% |
| ROE | 52.5% | 39.0% | 15.6% | 16.8% | 17.3% |
| ROIC | 55.1% | 28.2% | 28.2% | 32.6% | 36.7% |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 69.1% | 59.0% | 31.7% | 31.9% | 31.4% |
| 净负债比率 | 3.1% | 22.3% | 10.3% | 8.5% | 7.1% |
| 流动比率 | 1.09 | 0.74 | 1.32 | 1.31 | 1.39 |
| 速动比率 | 1.09 | 0.74 | 1.32 | 1.31 | 1.39 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.08 | 1.20 | 0.75 | 0.66 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 182 | 1,833 | 1,460 | 1,460 | 1,460 |
| 存货周转率 | 4.54 | - | - | - | - |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 5.83 | 11.11 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |
| 每股经营现金流 | 11.10 | 13.56 | -0.07 | 0.54 | 0.64 |
| 每股净资产 | 11.11 | 28.46 | 1.73 | 2.08 | 2.52 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 0.68 | 0.65 | 54.95 | 42.60 | 34.25 |
| P/B | 0.36 | 0.25 | 8.58 | 7.14 | 5.91 |
| EV/EBITDA | 0.40 | 1.25 | 48.45 | 34.73 | 26.60 |

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | 1401-1410室 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。