

不确定性考验机构适应能力，线上线下龙头地位优势突出

——好未来 Q1 点评及暑秋前瞻

核心观点

- **疫情导致业务发展的不确定性增强。**21Q1 实现营收 9.10 亿美元 (USD/RMB yoy+35.2%/41.5%)，超前期 30-33% 的指引 & 符合我们 RMB yoy+42% 的预测。但暑期预测与指引偏离较大，公司指引 yoy+18~20%(USD)/yoy+20-23%(RMB)，显著低于我们预期。差异的来源，疫情致线下业务招生困难，疫情所带来的不确定性影响家长的选择，预测的不确定显著增大。
- **春高暑低，抢占市场战略依然坚定。**Q1 培优实现收入 5.46 亿美元 (USD/RMB yoy+22%/28%)，其中培优线下增速接近 20%，学而思在线接近三位数增长。疫情的持续性对暑期负面影响更大，暑期培优增速放缓。疫情使行业集中度提升，公司线下在契机加速抢占市场，新进入 20 个城市(创历史新高)，单季网点净增 65 个(前期 73)，其中三四线网点增量占比超 43%(前值 3%)，加速新城扩张。
- **线上业务高增长延续，综合获客成本下行有望延续。**Q1 实现收入 2.29 亿美元 (USD/RMB yoy+123%/133%)，占公司整体收入的 25%(前值 15%)。网校人次达到 129w 人次 (yoy+143%)，网校单人获客成本 750 元 (yoy-35.2%)。预计暑期人次依然保持三位数增长，接近 300w 人次，区别于之前判断，我们预计行业暑期投放获客成本或提升明显。但公司存量学员规模价值凸显，综合成本仍有望同比下滑(下滑幅度小于春季)。

财务预测与投资建议

- **线上依然保持高成长，疫情对线下影响超预期，我们收入预测调整为 21-23E 为 44.9/68.86/99.15 亿(原预测 51.4/72.2/98.2 亿)美元，线上规模效应带来的获客成本优势，线下三四线下沉动作坚定，长期看好线上线下成长。**采用分部估值法，估值切换到 22 财年(对应部分可比公司 21 财年)：**线下业务**，选取可比公司 PE 为 48.4x，对应市值 302.3 亿美元。**线上业务**，选取 PS 估值的方法，可比公司 PS 为 8.6x，对应市值 201 亿美元。**线上线下市值合计 504 亿美元，对应目标价 84.01 美元，维持“买入”评级。**

风险提示

- 网校增长不及预期，线下复苏进度不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2563	3273	4485	6886	9915
同比增长	49.4%	27.7%	37.0%	53.6%	44.0%
营业利润(百万元)	342	137	-20	509	975
同比增长	63.7%	-59.8%	-114.5%	-2645.1%	91.6%
归属母公司净利润(百万元)	367	-110	29	491	928
同比增长	85.1%	-130.0%	-126.2%	1598.7%	89.0%
每股收益(元)	0.64	-0.19	0.05	0.83	1.56
毛利率	55%	55%	52%	57%	59%
净利率	14%	-4%	1%	7%	10%
净资产收益率	15%	-4%	1%	16%	23%
市盈率(倍)	123	-410	1566	92	49
市净率(倍)	18	18	17	15	11

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。

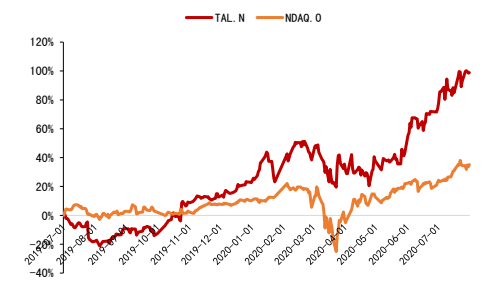


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(美元)	75.74
目标价格(美元)	84.01
52周最高价/最低价	79.77/30.78
总股本(万股)	19724.6
美元总市值(百万元美元)	45117
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020年09月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.6%	9.9%	38.5%	142.8%
相对表现	1.4%	-23.8%	27.6%	106.5%
恒生指数	-0.8%	33.7%	10.8%	36.3%



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

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

产品打磨与课程深研并举，教育产品创新王 2020-07-24
者：好未来首次深度覆盖报告

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. 春季增长超预期，网校业务增长亮眼	4
2. 疫情期间高投入持续，盈利能力承压	6
3. 线下战略性布局三四线，线上获客成本迎来拐点	7
3.1 一线市场加密持续，三四线城市暑秋下沉超预期	7
3.2 线下新进城市以三四线为主，暑期开始贡献收入	8
3.3 线上龙头地位稳固，获客成本首次在春季下降	9
4. 暑期前瞻预判，不确定性因素负面影响大	10
盈利预测与投资建议	11
盈利预测	11
投资建议	12
风险提示	13

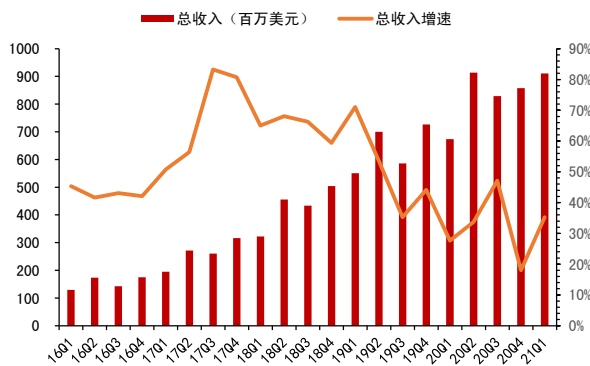
图表目录

图 1: 总收入(百万美元).....	4
图 2: 正价人次.....	4
图 3: 培优业务收入(百万美元).....	4
图 4: 学而思在线收入(百万美元).....	4
图 5: 学而思网校收入(百万美元).....	5
图 6: 学而思网校人次(万).....	5
图 7: 爱智康收入(百万美元).....	5
图 8: 摩比励步及其他业务收入(百万美元).....	5
图 9: 公司毛利率变化趋势.....	6
图 10: 网点数量.....	6
图 11: 销售费用率及同比上升.....	6
图 12: 管理费用率及同比上升.....	6
图 13: 运营利润率和归母净利润率.....	7
图 14: 网点增量结构占比.....	8
图 15: 城市数量(个, 左轴)及环比变化(个, 右轴).....	8
图 16: 新进城市主要课程.....	8
图 17: 进入新城市时间点(珠海遵义).....	9
图 18: 在线大班获客成本(元).....	10
表 1: 21Q2 预测对比.....	10
表 2: 可比公司估值.....	12
表 3: 可比公司估值.....	12
表 4: 公司估值.....	13

1. 春季增长超预期，网校业务增长亮眼

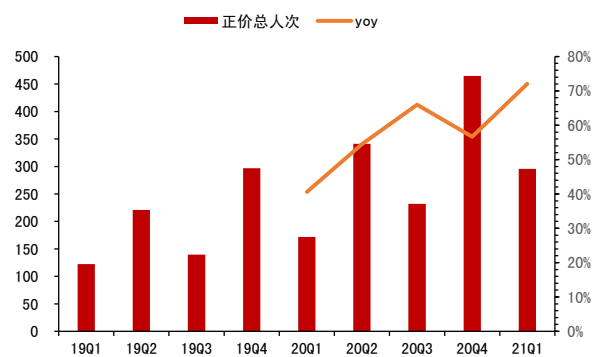
春季收入增速高于前期指引，符合我们前期模型预测。21Q1 公司实现收入 9.1 亿美元，同比增长 35.2% (USD) /41.5% (RMB)，收入增速超前期 30%~33% (USD) /35%~38% (RMB)，符合我们人民币口径下 42% 的预测，春季业绩表现亮眼。正价就读总人次同比增长 72.1%，达到 295.6w 人，得益于线下和线上业务的快速增长。

图 1：总收入(百万美元)



数据来源：公司财报、东方证券研究所

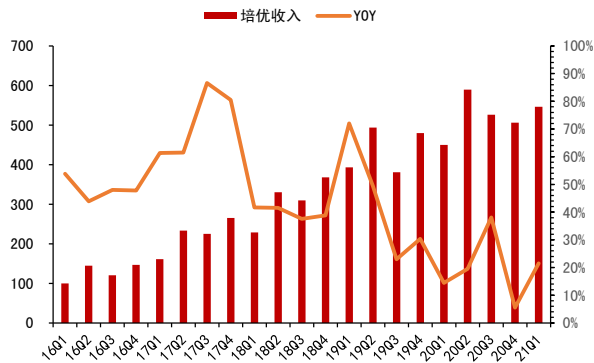
图 2：正价人次



数据来源：公司财报、东方证券研究所

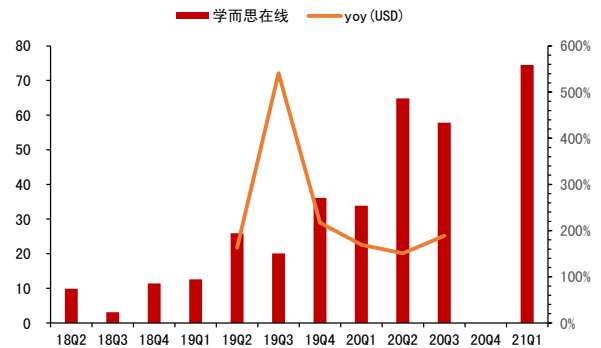
培优小班业务增速回升，学而思在线保持高速增长。21Q1 培优业务实现收入 5.46 亿美元 (yoy+22% USD) /28% RMB)，正价人次同比增长 43%，占公司整体收入的 60%。增长动力主要来自于学而思在线的快速增长，结合电话会议的披露，我们预计学而思在线业务增速人民币口径为 130%/美元口径 120%，学而思在线实现收入 0.75 亿美元，占比 14% (21Q1 为 8%)，占比显著提升。线下培优业务增长稳健，实现收入 4.71 亿美元 (yoy+13.5% USD/ 18.5% RMB)。

图 3：培优业务收入 (百万美元)



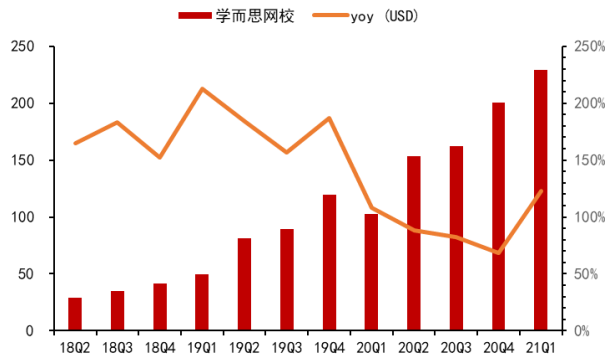
数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 4：学而思在线收入 (百万美元)

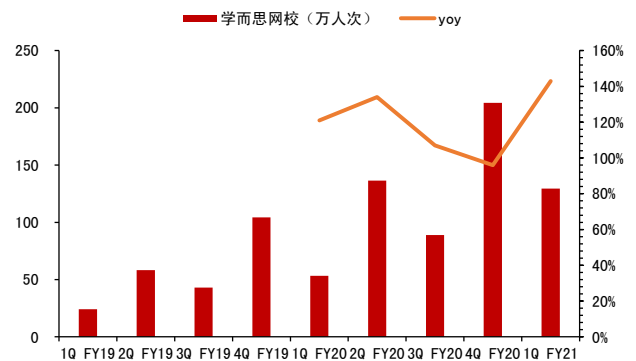


数据来源：公司财报、东方证券研究所

网校业务依然保持高速增长，就读人次达到 **129w** 人。21Q1 网校业务实现收入 2.29 亿美元（yoy+123% USD）/133% RMB，占公司整体收入的 25%。在疫情的催化下，人次高速增长带动收入持续提升，春季正价人次同比增长 143%，达到 129.4w 人次。客单价由于产品组合和短期课程占比提升，客单价有所下降，ASP 同比下降 13%（USD）/9%（USD）。

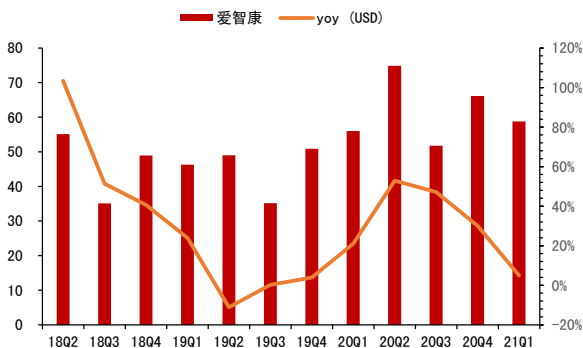
图 5：学而思网校收入（百万美元）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

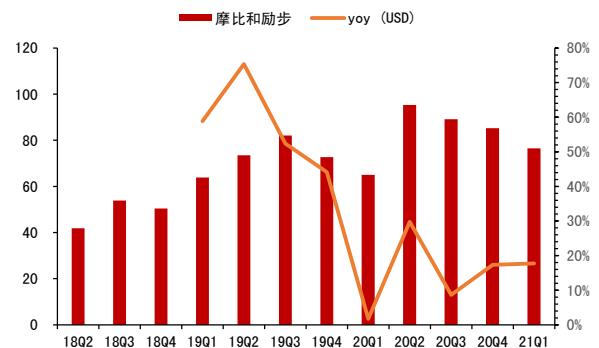
图 6：学而思网校人次（万）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

爱智康受疫情影响显著下滑，摩比励步及其他业务增长稳健。21Q1 爱智康实现收入 0.59 亿美元，同比增长 5%（USD）/10%（RMB），净开店 4 个，增速下滑主要由于疫情无法正常线下授课，家长报名意愿降低所致。而摩比励步及其他业务板块，主要涵盖摩比、励步和 toB 业务，**toB 业务在疫情**期间需求显著提升，该业务板块增长较为稳健，实现收入 0.77 亿美元，同比增长 18%（USD）/23%（RMB）。

图 7：爱智康收入（百万美元）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

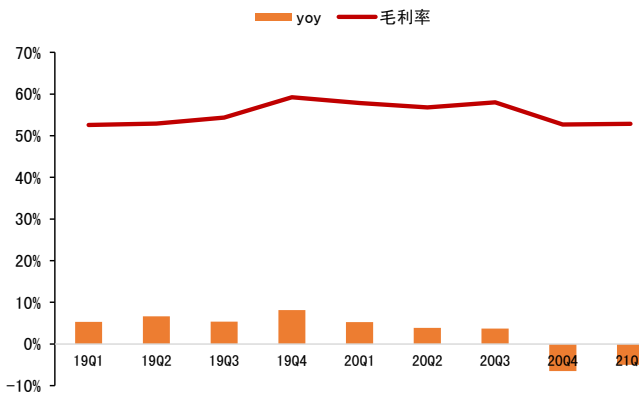
图 8：摩比励步及其他业务收入（百万美元）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

2. 疫情期间高投入持续，盈利能力承压

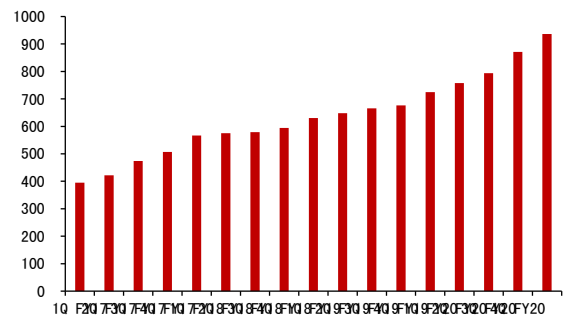
线下网点空置和免费课投放，对毛利率产生负面影响。21Q1 毛利率为 52.8%，同比下降 3.2%，我们预计租金成本和教师成本都有所提升。在租金成本上，线下转线上租金成本仍要持续支出，同时网点扩张主要在暑假才开始正常招生，产能仍处于空置期，网点总数达到 936 个（yoy+29%，qoq+7.5%），租金成本拖累毛利。在教师成本上，免费课程的增加，老师课时增加也相应增加了老师成本的占比。我们预计今年全年毛利率会有所下降。

图 9：公司毛利率变化趋势



数据来源：公司财报、东方证券研究所

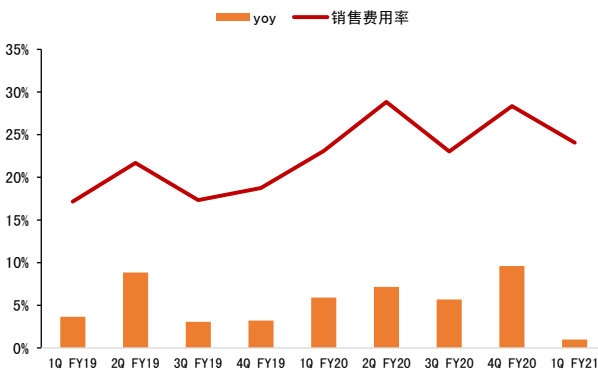
图 10：网点数量



数据来源：公司财报、东方证券研究所

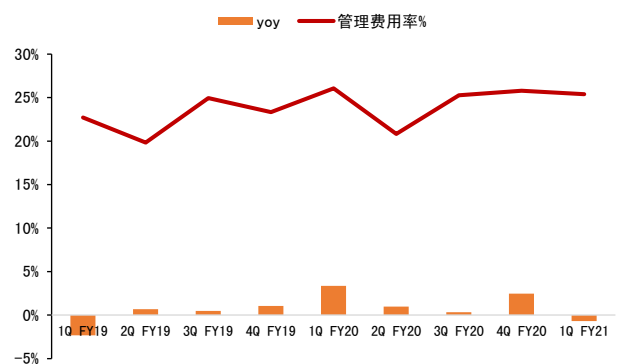
网校占比提升，推升销售费用率上行和管理费用率持平。网校业务占比提升到 25%，较去年同期上升 10%，在线大班业务特点获客成本高，管理费用率低，因此从公司层面来看，销售费用率处于上升期，但是上升幅度已经大幅缩减，都是线上低费用率 vs 线下半径扩大的高费用率，管理费用率基本持平。

图 11：销售费用率及同比上升



数据来源：公司财报、东方证券研究所

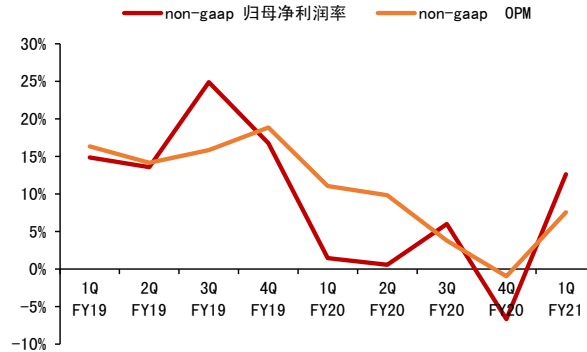
图 12：管理费用率及同比上升



数据来源：公司财报、东方证券研究所

综合成本和费用的变化，线下和线上高投入致运营利润率同比下降。21Q1 实现 non-gaap 经营利润 0.69 亿美元，营业利润率为 3.9% (yoy-3.3%)，经营利润率同比下滑；non-gaap 归母净利润为 1.15 亿美元，利润率为 13%，yoy+11.1%，主要受到非经常损益转正所致。

图 13：运营利润率和归母净利润率



数据来源：公司财报、东方证券研究所

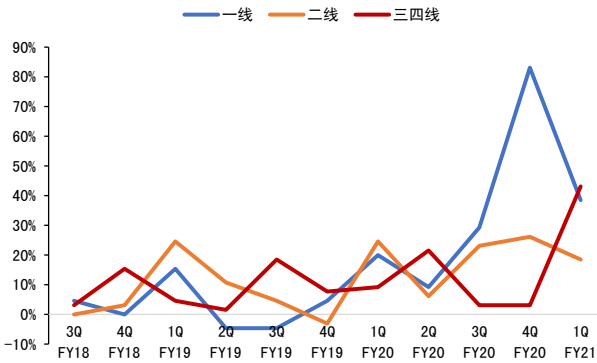
3. 线下战略性布局三四线，线上获客成本迎来拐点

3.1 一线城市加密持续，三四线城市暑秋下沉超预期

暑期前完成本轮大规模扩张，一线加密仍和三四线渗透依然是核心战略。虽然疫情对线下活动造成了障碍，20 年寒假和春季公司依然坚定的进行网点布局，分别新设立 73 和 65 个网点，网点扩张呈现两大特征：

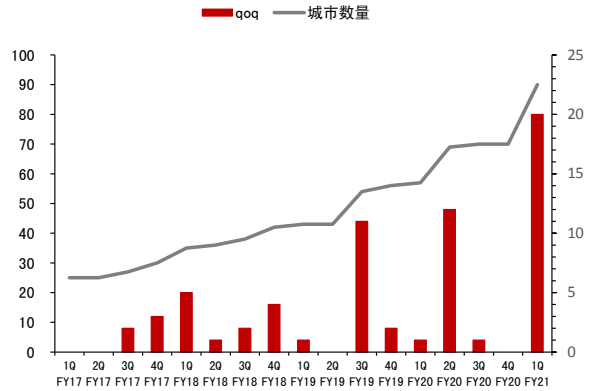
- **一线城市加密持续**，其中一线/二线/三四线扩张 79/29/30 个网点，一线城市加密持续（北京 16/上海 12/广州 10/杭州 19/深圳 12），二线增长稳定，三四线以新城市布局为主。疫情期间，一线城市部分优质地段场地出清，学而思抓住机会，进一步提升自身一线城市的市场份额。
- **三四线战略性布局，下沉力度超预期**。21Q1 进入新城市数量，创造历史新高，进入了 20 个新城市，国内城市数量达到 90 个。从占比来看，三四线网点增量 21Q1 占比大幅提升至 43%（前值 3%），根据我们的跟踪，截止 2020 年 9 月 16 日，官网城市数达到 118(国内城市 117+海外 1)，新增 27 个国内城市。我们认为，疫情期间，学而思网校品牌影响力大幅提升，同时借助疫情中小机构出清的机会，学而思坚定进行三四线战略性下沉。

图 14: 网点增量结构占比



数据来源: 公司财报、东方证券研究所

图 15: 城市数量 (个, 左轴) 及环比变化 (个, 右轴)



数据来源: 公司财报、东方证券研究所

3.2 线下新进城市以三四线为主，暑期开始贡献收入

线下新进入城市以三四线城市为主。好未来 21Q1 新进入 20 个城市分别为：岳阳，常德，衡阳，株洲，湘潭，湛江，珠海，江门，汕头，襄阳，宜昌，绵阳，德阳，芜湖，柳州，遵义，包头，西宁，宝鸡，保定。通过浏览 20 个新进城市及开设课程发现以下特征：

- 新进城市主要针对幼儿和小学两个学段，目前多数城市小学数学已开设正价课。主要开设幼儿围棋课程（线上），小学数学（线下双师小班&在线）、围棋（线上）和益智（线上）课程。除此之外，针对城市特征还开设了语文和英语等课程。如宝鸡、岳阳等城市开设新初一数学课程，保定、宝鸡等城市开设小学语文低价班课程。珠海、保定等城市开设针对 3-6 岁学生的英文词汇课程（KET/PET）。除小学数学已有正价班课程外，其余课程多数处于低价课或 0 元体验阶段。
- 20 个城市进入时间集中在 2 月下旬-3 月中下旬，暑期招生已经开展，收入贡献逐渐显现。

图 16: 新进城市主要课程



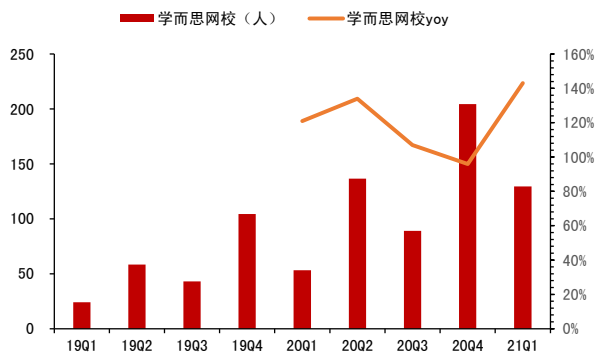
数据来源: 公司官网、东方证券研究所

图 17：进入新城市时间点（珠海遵义）

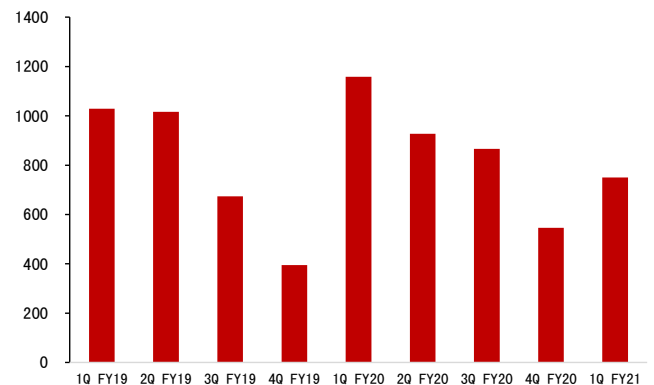

数据来源：公司官网、东方证券研究所

3.3 线上龙头地位稳固，获客成本首次在春季下降

线上业务高增长延续，获客成本下行有望延续。21Q1 网校人次达到 129w 人次（yoy+143%），人次增速高于寒假增速。假设传统线下课程销售费用率稳定，计算网校单人次获客成本 750 元（口径为网校销售费用/网校正价人次），较去年春季同比下降 35.2%。我们预计暑期人次依然保持 115% 的增长，达到 294w 人次，高存量转化下，获客成本有望实现连续两个季度的下降，在暑期线上销售费用 23 亿的假设下，获客成本为 788.3 元/人次，yoy-15%（18/19 暑期获客成本 1016/927 元/人次）。

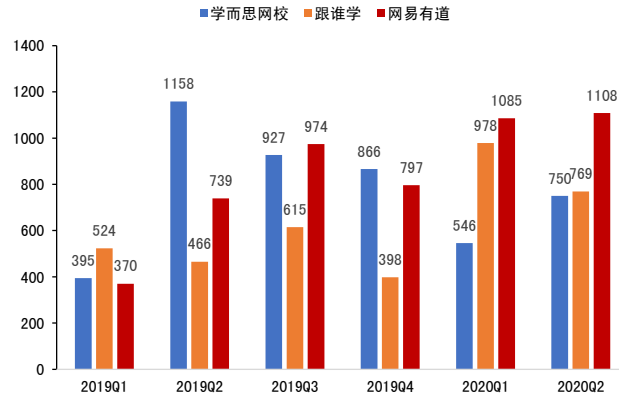
图 18：学而思网校人次（万）及 yoy


数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 19：获客成本测算（元/人）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

跟谁学有道获客成本提升，学而思品牌优势逐步显现。20FYQ1 至 21FYQ1 学而思网校获客成本从 927 元/人降至 750 元/人，学而思品牌的优势得到体现。相比而言，跟谁学和网易有道获客成本总体呈上升趋势，20Q2 的正价获客成本分别为 769/1108 元/人次，同比提升 65.1%/50%。我们观察到，面对行业性的机会，各家机构都在暑期进行了大规模的投入，因此从边际上来看新增的正价获客成本大幅上升，学而思猿辅导等机构的存量学员的价值大幅提升。

图 18：在线大班获客成本（元）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

4. 暑期前瞻预判，不确定性因素负面影响大

暑期公司指引低于预期，疫情反复不确定性加大，预测需动态调整。公司对于 21Q2 的指引为 18~21%(USD)/20-23% (RMB)，暑期增速低于预期。结合公司指引，我们对各个业务板块进行拆分，公司预计网校和学而思在线接近三位数增长，暑期线下培优业务增速有所放缓。我们认为核心扰动因素依然是疫情的负面影响，暑期缩短以及公司低价引流课程占比提升，后期预计随着疫情影响的消减，新开门店的产能提升，秋寒两季度人次收入有望回升。

表 1：21Q2 预测对比

	21Q2 预测		21Q2 原预测
	RMB 口径	USD 口径	RMB
学而思培优	6.0%	4.2%	35.1%
培优线下	-6%	-7.5%	31%
学而思在线	90%	87%	67%
爱智康	6%	4%	30%
摩比励步	12%	10%	35%
学而思网校	104%	101%	120%
收入合计	23.1%	21.1%	48.9%
指引	20-23%	18-21%	

数据来源：公司财报、东方证券研究所测算

盈利预测与投资建议

盈利预测

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
核心假设 1 培优业务增速	41%	32%	27%	20%	46%	36%
变动幅度				-50%	44%	34%
核心假设 2 学而思网校收入增速	129%	65%	55%	107%	83%	62%
变动幅度				-17%	27%	14%
核心假设 3 毛利率	55%	57%	58%	51.95%	57.10%	58.52%
变动幅度				-6%	0%	0%
核心假设 4 销售费用率	31%	33%	34%	30%	29%	29%
变动幅度				-4%	-13%	-13%
分产品盈利预测						
产品 1						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
培优业务收入	2915	3840	4880	2495	3631	4953
变动幅度				-14%	-5%	2%
摩比励步收入						
销售收入	462	608	790	417	544	708
变动幅度	0	0	0	-10%	-10%	-10%
爱智康收入						
销售收入	340	425	531	290	367	459
变动幅度	0	0	0	-15%	-14%	-14%
学而思网校业务						
销售收入	1419	2345	3623	1283	2345	3795
变动幅度				-10%	0%	5%
销售收入合计	5136	7217	9823	4485	6886	9915
变动幅度				-13%	-5%	1%
综合毛利率	55.27%	57.05%	58.25%	51.95%	57.10%	58.52%
变动幅度				-6%	0%	0%

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	5,136	7,217	9,823	4,485	6,886	9,915
变动幅度				-13%	-5%	1%
营业利润	99.0	214.8	499.0	-20	509	975
变动幅度				-120%	137%	95%
归属母公司净利润	131	244	516	29	491	928
变动幅度				-78%	101%	80%
每股收益 (元)	0.22	0.41	0.87	0.05	0.83	1.56
变动幅度				-78%	101%	80%
毛利率(%)	55.27%	57.05%	58.25%	51.9%	57.1%	58.5%
变动幅度				-6%	0%	0%
净利率(%)	2.89%	3.63%	5.43%	1.0%	7.4%	9.5%
变动幅度				-64%	103%	76%

投资建议

线下业务短期发展受阻，网点扩张将在后续季度逐步显现。线上依然保持高速增长。我们延续首次覆盖报告中《产品打磨与课程深研并举，教育产品创新王者：好未来首次深度覆盖报告》，对线上和线下采用分部估值法，21 财年受疫情影响大，市场估值体系向 22 财年切换：对于线下业务，我们预计 22E 线下业务净利润率 13.7%，对应可比公司 PE 为 48.4x，对应市值 302 亿。对于线上业务，对应可比公司 PS 为 8.6x，对应市值 201 亿美元。线上线下市值合计 504 亿美元，对应目标价 84.01 美元，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

公司	代码	最新股价 2020/9/18	市值(百 万)	净利润 2021E (百万)	PE
新东方	EDU	154.4	24,485	600	41
豆神教育	300010.SZ	19.2	16,698	368	45
思考乐	1769.HK	23.7	13,170	223	59
线下可比公司平均 PE					48.4

数据来源: wind、东方证券研究所 (新东方为美元口径, 截止日期为 2022/05/31, 思考乐为港币口径, 截止日期为 2021/12/31, 豆神教育为人民币口径, 截止日期为 2021/12/31)

表 3: 可比公司估值

公司	代码	最新股价 2020/9/17	市值(百 万)	收入 2021E (百万)	PS
跟谁学	GSX.N	105.5	25,130	1922	13

有道精品课	DAO.N	27.7	3,094	800	4
新东方在线	1797.HK	35.5	29,097	3294	9

在线可比公司平均 PS 8.6

数据来源：wind、东方证券研究所（有道精品课、跟谁学为美元口径，截止日期为 2021/12/31，新东方在线为人民币口径，截止日期为 2022/05/31）

表 4：公司估值

各个分部（亿元）		2022E
线下业务	线下业务收入（百万美元）	4542
PE 相对	线下净利润率假设	13.70%
估值	对应 PE	48.4
	线下业务市值（亿美元）	302
线上业务	线上业务收入（百万美元）	2344.5
PS 相对	对应 PS	8.6
估值	线上业务市值（亿美元）	201
合计	总市值（亿美元）	504

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

➤ 网校增长不及预期

网校业务需要大规模投放支撑，暑期投放力度不及预期或导致网校增长不及预期。

➤ 线下复苏进度不及预期

疫情改变用户行为习惯，线下需求或超预期减少，线下复苏进程或受阻。

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	1247	1264	1341	2218	3726	营业收入	2563	3273	4485	6886	9915
应收账款	11	15	17	24	33	营业成本	-1164	-1469	-2155	-2954	-4113
预付账款	203	207	262	367	479	销售费用	-484	-853	-1336	-1985	-2922
存货	8	26	28	31	33	管理费用	-580	-795	-993	-1411	-1889
其他	278	984	984	984	984	无形资产减值损失	0	-29	-29	-29	-29
流动资产合计	1746	2496	2631	3624	5256	政府补贴	7	9	9	1	12
长期股权投资	851	572	572	572	572	经营收入	342	137	-20	509	975
固定资产	288	367	458	565	714	财务费用	42	61	65	86	140
在建工程	75	59	81	124	149	其他收入/(费用)	132	-95	19	19	19
无形资产	414	379	379	379	379	处置收益	0	0	0	0	0
其他	362	251	316	475	639	长期资产减值损失	-58	-154	0	0	0
非流动资产合计	1989	3075	3254	3563	3900	长投公允价值变动的收益	0	0	0	0	0
资产总计	3735	5571	5885	7187	9156	税前收入	457	-51	64	614	1134
短期借款	24	4	45	62	86	所得税	-77	-69	-10	-98	-181
应付账款	106	118	197	270	376	权益法投资损失	-16	-8	-8	-8	-8
其他	1053	1379	1506	2190	3104	净利润	365	-128	46	508	945
流动负债合计	1184	1807	2053	2827	3871	少数股东损益	3	17	17	17	17
长期借款	0	262	275	289	303	归母净利润	367	-110	29	491	928
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(美元)	0.64	-0.19	0.05	0.83	1.56
其他	21	9	16	22	(12)						
非流动负债合计	21	1220	1241	1261	1241						
负债合计	1205	3027	3294	4088	5112						
少数股东权益	47	28	46	63	81						
股本	2	0	0	0	0						
资本公积	1486	1676	1676	1676	1676						
留存收益	59	83	83	83	83						
其他	937	757	786	1277	2204						
股东权益合计	2530	2544	2591	3099	4044						
负债和股东权益	3735	5571	5885	7187	9156						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	365	-128	46	508	945
折旧摊销	102	153	165	254	306
财务费用	342	137	-20	509	975
投资损失	77	118	161	246	354
营运资金变动	-272	-475	-693	-2841	-4601
其它	0				
经营活动现金流	685	194	341	1,325	2,021
资本支出	-126	-140	-180	-273	-371
长期投资	-197	-244	-9	-51	-44
其他	-496	217	-88	-139	-112
投资活动现金流	-833	-167	-277	-462	-527
债权融资	-19	475	13	14	14
股权融资	447	503	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	428	475	13	14	14
汇率变动影响	-32	33	0	0	0
现金净增加额	249	536	77	877	1509

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	49%	28%	37%	54%	44%
营业利润	64%	-60%	-115%	-2645%	92%
归属于母公司净利润	85%	-130%	-126%	1599%	89%
获利能力					
毛利率	55%	55%	52%	57%	59%
净利率	14%	-4%	1%	7%	10%
ROE	15%	-4%	1%	16%	23%
ROIC	13%	-7%	-1%	12%	19%
偿债能力					
资产负债率	32%	54%	56%	57%	56%
净负债率	48%	119%	127%	132%	126%
流动比率	147%	138%	128%	128%	136%
速动比率	147%	137%	127%	127%	135%
营运能力					
应收账款周转率	1.48	1.67	1.37	1.27	1.21
存货周转率	1.09	2.84	2.26	1.60	1.20
总资产周转率	525	613	472	376	332
每股指标(元)					
每股收益	0.64	(0.19)	0.05	0.83	1.56
每股经营现金流	1.2	0.3	0.6	2.2	3.4
每股净资产	4.4	4.3	4.4	5.2	6.8
估值比率					
市盈率	123.2	(410.5)	1565.8	92.2	48.8
市净率	17.9	17.8	17.5	14.6	11.2
EV/EBITDA	95	(1968)	459	66	38
EV/EBIT	109	(404)	(982)	(1079)	(3951)

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

