# 中公教育（002607）

## 跨赛道增长的密码

买入（维持）

2019 年 08 月 21 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 6,237 | 8,906 | 11,796 | 14,846 |
| 同比（%） | -6.4% | 42.8% | 32.4% | 25.9% |
| 归母净利润（百万元） | 1,153 | 1,669 | 2,302 | 2,914 |
| 同比（%） | 1469.5% | 44.8% | 37.9% | 26.6% |
| 每股收益（元/股） | 0.19 | 0.27 | 0.37 | 0.47 |
| P/E（倍） | 79.49 | 54.91 | 39.82 | 31.45 |

### 投资要点

- **高性价比是中公考研高增长背后的产品密码。**在考研培训赛道中，老牌龙头文都教育的模式具有代表性，文都考研以“名师+加盟”模式起家，2015 年开启全国并购加码直营，自此步入快速增长阶段。总结下来，中公和文都相比其他机构都拥有更完整的课程和产品体系，文都以名师取胜，但中公课程设置更为灵活、细化，性价比占优，其网授课程分类能够精准定位至不同目标人群，线下面授小班人数控制在 38 人以下，大幅低于竞品班型，同时定价中等。高性价比小班背后实际上折射出的是公司的研发和管理能力，公司前期平均单位课时授课教师数量稳定在 1.5 人左右，若假设在考研培训领域，在同样班型、同样定价、同样单课时授课教师情况下，竞争对手的成本将远高于公司。

- **跨赛道的发展路径是否有历史经验可循？**回顾新东方的成长路径主要有 4 个维度，1、客户群体：从大学生开始，逐渐成功拓展至小学生业务，并且在大学生、K12 业务上全面开花。2、授课方式：从最早期的大班模式，逐渐演变到大班、小班、一对一多种模式并存。3、产品：从出国考试培训业务做起，到后来覆盖全方位、全年龄段的英语学习，再到数学、语文、物理、化学等学科。4、产业链延伸：从培训逐渐孵化出出国咨询、国际游学、在线教育、图书出版、幼教、国际教育等新业务。我们认为，当前职业培训的产品大概接近 K12 教育培训行业在 2010 年左右的阶段，在这个阶段，发展的主要驱动因素在于满足尽可能多的潜在客户群体的培训需求，产品和服务的提升是不同培训机构竞争的主战场。但值得注意的差异在于，K12 教学内容相对标准，且培训产品可以随着年龄增长不断延伸，因此 K12 教培的发展逻辑在于深挖一地、异地扩张。但职业培训赛道更加垂直，其中招录考试培训作为更加标准化的职业培训，率先在行业内崛起，但技能类培训是一个分散的市场，课程差异大且培训周期相对短、较少复购，这些使得职业培训产品被迫成为培训领域的“快消品”，品类扩张成为行业增长的必经之路。

- 基于此，我们认为职业培训机构的竞争将主要集中在经营的两端，包括中后台的管理是否能够支撑产品和服务的精细化，以及前端销售终端的密度。我们认为未来职业培训的发展将有以下两个可能路径：1、不断强化对于终端服务的管控，吃、住、学一体的长周期培训产品占比将逐渐提高，与更加灵活的短周期培训产品差异互补；2、在线产品在产品性价比方面具有先天优势，未来有望弯道超车。

- **维持“买入”评级。**我们认为公司在公务员招录考试培训领域积累的研发、管理、销售垂直一体模式，在扩张中具有显著的可复制性及竞争力，未来将有望成为持续驱动公司增长的核心引擎。我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 16.69/23.02/29.14 亿元，给予公司 2020 年 45-50 倍 PE，目标价 16.7-18.5 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**管理边界，政策变动，在线竞争，市场系统性风险等。

### 股价走势

### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 14.86 |
| 一年最低/最高价 | 6.15/16.00 |
| 市净率(倍) | 44.58 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9915.25 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 0.33 |
| 资产负债率(%) | 80.40 |
| 总股本(百万股) | 6167.40 |
| 流通 A 股(百万股) | 667.24 |

### 相关研究

1、《中公教育（002607）：新赛道引领增长，量价齐升彰显需求空间》2019-08-20
2、《中公教育（002607）：Q1 费用率改善明显，看好公司管理能力》2019-04-29
3、《中公教育（002607）：年报符合预期，面授量价齐升，费用率下降明显》2019-04-09



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. 中公考研高增长背后的产品密码 ..... 4**
**2. 跨赛道的前景探讨 ..... 8**
2.1. 跨赛道的发展路径是否有历史经验可循？ ..... 8
2.2. 职培机构提升产品性价比的两条路径 ..... 9
**3. 投资观点 ..... 10**
**4. 风险提示 ..... 10**

# 图表目录

图 1：研究生招生考试报名人数及同比增速 ..... 4
图 2：研究生招生考试录取人数及录取率 ..... 4
图 3：文都教育 2014-2016 年收入及增速（万元） ..... 5
图 4：文都教育 2014-2016 年利润及同比增速（万元） ..... 5

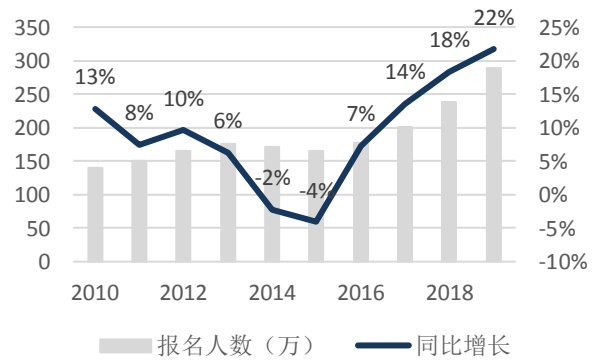
表 1：文都教育 2014-2015 年收入构成 ..... 5
表 2：中公/文都考研的主要课程设置 ..... 6
表 3：中公考研集训营特有课程 ..... 7
表 4：以金融专硕半年集训营—全科标准班为例 ..... 7
表 5：中公教育课时、班时、教师数的相关关系 ..... 7
表 6：新东方考研辅导课程介绍 ..... 9

*前言：2019 年上半年，公司考研和 IT 培训等职业能力提升新业务增长迅猛，新业务所在的综合序列营收同比增长高达 89.43%，是公司增速最快的产品序列，跨赛道已成为公司增长的主要路径，这引发我们对于公司跨赛道能力及前景的探讨。*

## 1. 中公考研高增长背后的产品密码

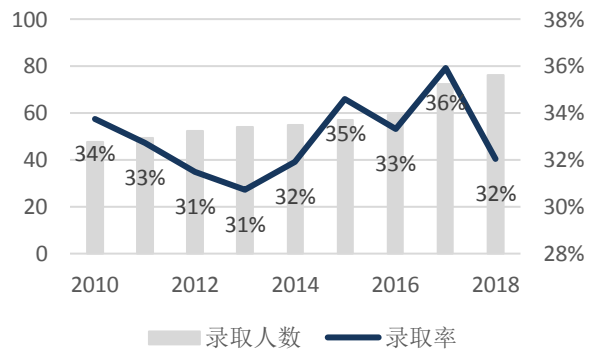
2019 年考研报考人数达到 290 万，较 2018 年 238 万增长 52 万，增幅达 21.8%，2015 年至今，考研报名人数同比增速逐年提升，考研培训无疑是一个快速成长的优质赛道。但是考研培训具有两大特点：1、考试集中在年底，季节性很强；2、培训内容相比公务员考试更加非标，不仅包括公共课，也包括专业课，专业课由于考生分散、内容专业，推广难度高。这些难点决定了考研培训过去在国内是一个小市场，市场规模在 50 亿以下，客单价较低。从这个角度来看，相比统一考试内容的公务员考试培训，分专业考试的考研培训已经更加接近技能类培训的模式了。

**图 1：研究生招生考试报名人数及同比增速**




数据来源：中国教育在线，东吴证券研究所

**图 2：研究生招生考试录取人数及录取率**




数据来源：中国教育在线，东吴证券研究所

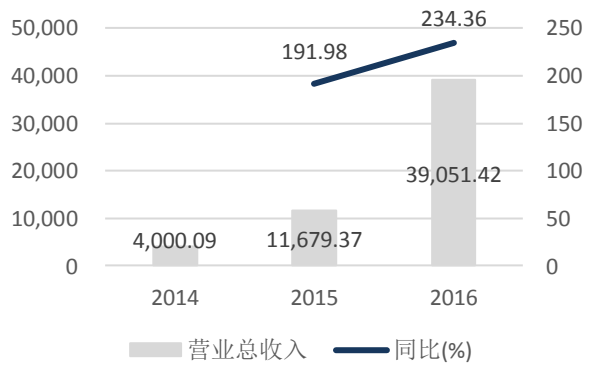
在众多玩家中，文都考研是国内考研培训领域知名品牌，也是投资人比较关注的公司竞争者，2018 年文都培训课程受众人群占考研学生比例超过 10%，我们总结文都考研发展大体经过两个阶段：

**1）2015 年以前以“名师+加盟”模式为主**，公司原仅在北京地区直营，全国其他地区均以加盟模式开展业务，这种模式曾是研招培训行业主流模式，其他行业龙头包括万学海文、文登教育、海天教育和恩波教育等，模式相似；

**2）2015 年 11 月开始全国并购，加码直营**，公司对全国各地加盟商进行梳理，从中选出大连、武汉、南京、西安、合肥、南昌、长沙、石家庄、呼和浩特、广州和郑州等 11 个地区的经营管理团队优秀、市场占有率高、前景明朗的加盟商进行收购，带动公司从 2016 年开始步入高速增长阶段，2016 年，文都教育共实现营业收入 39,051.42 万元，同比增长 234.36%，净利润 1,138.21 万元，同比增长 633.67%。公司的并购及高增长一

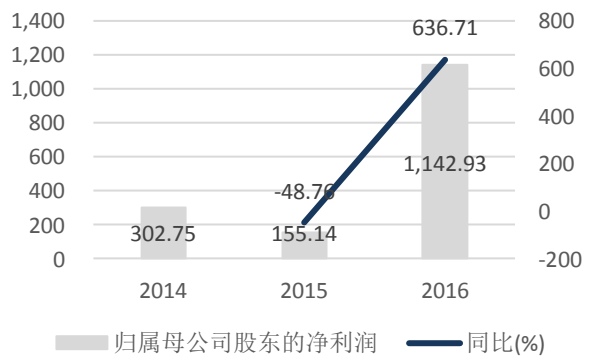
直延续至今，官网显示当前在全国拥有三十多家直营机构，六百多家合作机构。

**图 3：文都教育 2014-2016 年收入及增速（万元）**




数据来源：wind，东吴证券研究所

**图 4：文都教育 2014-2016 年利润及同比增速（万元）**




数据来源：wind，东吴证券研究所

从收入来源来看，2016 年以前文都教育 B 端收入占比过半，包括：1）加盟客户加盟费，即特许经营收入，主要是公司品牌、商标、知识产权的授权而收取的费用，一般情况下按年收取、按月分摊；2）根据学员数量向加盟商提供的图书等资料，该部分根据所需图书数量实际收取费用，在公司图书销售中，来自加盟商的图书收入占比过半。2014 年，文都教育共实现收入 4,000.09 万元，其中面授培训占比仅为 25.32%，特许经营加盟费及图书销售收入占比分别为 23.32%及 27.11%。

**表 1：文都教育 2014-2015 年收入构成（万元）**

| | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 面授培训 | 2,222.33 | 19.03% | - | - |
| 网络培训 | 2,275.43 | 19.48% | 1,012.99 | 25.32% |
| 特许经营（来自加盟费） | 1,095.25 | 9.38% | 932.18 | 23.31% |
| 图书销售（来自加盟商） | 3,612.03 | 30.93% | 1,084.58 | 27.11% |
| 图书销售（来自其他渠道） | 2,474.33 | 21.19% | 970.34 | 24.26% |
| 合 计 | 11,679.37 | 100.00% | 4,000.09 | 100.00% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转型背后，文都教育的收入及利润实现了快速增长，当前这一趋势仍在延续。资产负债表中，公司通过融资实现净资产的增长，并进一步通过并购带来了资产（主要是商誉）及负债（主要是预收）的快速扩张。从 2014 年至 2016 年，公司的资产负债率虽然整体保持平稳，但资产结构已经发生了较大变化。而挑战也同样明显，“名师+加盟”模式核心在于绑定优质头部教师，这一点依然是公司当前的优势，但直营模式对于公司产品研发、销售及终端交付都提出了更高要求，这一点是当前公司加强的重点。

强劲竞争对手在前，中公教育如何抢占考研市场？当前市场中全国性的考研辅导机构，课程以及产品分类大体相似，包含面授、网授课程，除易标准化的政、数、英公共课之外，中公考研、文都考研的专业课相对而言覆盖面更广，涵盖教育、经管、医学、计算机、艺术等多个门类；在面授课程设置上，相比于其他考研机构，中公考研与文都考研的产品也更加丰富。

**总结起来，相似点：**

**产品：**中公考研和文都考研的面授课程分为集训营、周末走读班、1V1 三种授课形式，且每个课程类别包含多种班型，以满足存在时间限制或对授课内容有特定需求的报考生。两机构在全国许多省市地区拥有数十个教学基地，并且向报名集训营的学生提供住宿，学生在集训营里接受全天候督学、封闭式高强度学习。周末走读班适合在职或平日在校学习的考生，1V1 辅导课程属于高端系列。每个课程类别都含有协议班和非协议班。网授课程适合学习自主性较高的同学，不受地点的限制，内容包含公共课、专业课辅导课程，多科联报会给予一定的优惠。

**价格：**面授课程普遍在 10,000 元以上，而相似课时下的网授课程则仅需 3,000-5,000 元。为结合网授以及面授的优势，更好地满足考生的需求，同时拉升客单价，考研辅导机构均推出 OAO 的课程。

**表 2：中公/文都考研的主要课程设置**

| 授课方式 | 课程类型 | | 特点 |
|---|---|---|---|
| 面授 | 集训营 | 非定向 | 向暂未确定报考专业的学生提供公共课辅导。按集训时间分为四季集训营、全年集训营、半年集训营、冲刺集训营，封闭式学习。 |
| | | 定向 | 向已确定报考专业的学生提供公共课以及专业课辅导。按集训时间分为四季集训营、全年集训营、半年集训营、冲刺集训营，封闭式学习。 |
| | 走读班（周末面授） | | 提供公共课小班辅导及专业课 1v1 特训，多种班型不同价格分别提供暑期集训、冲刺集训等增量辅导服务。 |
| | 1v1 专人辅导 | | 提供单科/多科课程辅导，授课更有针对性，但收费较高。 |
| 网授 | 直播、录播、直录播结合 | | 提供单科/多科课程辅导，听课不受过多地点限制，更为灵活。 |
| 网授+面授 | 线上线下授课结合 | | 平时提供网授课程，周末提供面授课。 |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**不同点：**

**1、中公考研的特点在于课程设置更为灵活、细化，其网授课程分类能够精准定位至不同目标人群。**一般来讲，意图报考网课的学生学习自主性强，对自身学习情况以及需求更为了解，目的明确。基于此，中公考研的网校根据报考时间、考生的身份、授课形式将导航栏划分为 2020 在校考研、2020 在职考研、2021 考研、直播课堂四个大类。考生可直接定位自己所属的大类，并且从每个大类下的公共课、学硕/专硕专业课各个小类，

迅速找到所需的课程。中公考研独有特色集训营以及状态管理营的服务，其中特色集训营分为二战集训营、暑期培优营、国庆突击营、考前密训营，向不同基础的考生提供 1 个月、15 天、7 天、10 天的辅导服务，状态管理营则向这类考生提供一个学习环境，保障学生的住宿，并且提供答疑服务。

**表 3：中公考研集训营特有课程**

| 课程名称 | | 特点 |
|---|---|---|
| 特色集训营 | 二战集训营 | 适用于考研数学或英语单科薄弱且想在短期内提升的二战考生，1 个月内掌握英语或数学核心考点及答题技巧和方法，做到举一反三。 |
| | 暑期培优营 | 适用于有一定英语或数学基础需要进一步提升的考生，15 天内掌握英语或数学核心考点及答题技巧和方法。 |
| | 国庆突击营 | 7 天内掌握对应科目重难点及答题技巧和方法提高做题速度和准确率。 |
| | 考前密训营 | 10 天内掌握对应科目核心考点及答题技巧和方法，提高得分能力。 |
| 状态管理营 | | 130 元/天，提供住宿以及学习环境，不包含讲课。 |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**2、小班教学同时定价中等，产品更具性价比。**中公考研面授班型人数控制在 38 人以下，而其他主要考研辅导机构的面授课程人数在 50-70 人区间内，以报名金融专硕半年集训营的全科标准班为例，各机构间课程内容与服务区别不大，辅导时间大体相同。中公考研的课程原价高于其他辅导机构，但优惠力度较大，提前报名可在课程价格给予一定优惠的基础上，继续免除住宿费。

**表 4：以金融专硕半年集训营—全科标准班为例**

| 机构 | 营期 | 第一批报名费用 | 班级人数 |
|---|---|---|---|
| 中公考研 | 7.5-12.15（163 天） | 原价 53300 元（算上住宿），优惠后含住宿价格为 45000 元左右（住宿费 50 元/天，全程约 8000 元） | 原则上不超过 38 人 |
| 文都考研 | 7.10-12.20（163 天） | 原价 49800 元（含住宿），优惠后 44800 元 | 原则上不超过 50 人 |
| 海文考研 | 7.9-12.23（167 天） | 原价 51800 元（含住宿），优惠后价格在 49000 元 | 原则上不超过 70 人 |
| 启航考研 | 7.15-12.16（154 天） | 原价 50800 元（算上住宿），优惠后大约在 40000 元（住宿费约 40 元/天，全程约 6000 元） | 原则上不超过 60 人 |

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

**小班化背后实际上折射出的是公司的研发和管理能力**，在 2015 年、2016 年、2017 年级 2018 年 1-4 月，**公司当期平均单位课时授课教师数量稳定在 1.5 人左右**，若假设在考研培训领域，在同样班型、同样定价、同样单课时授课教师情况下，竞争对手的成本将远高于公司。

**表 5：中公教育课时、班时、教师数的相关关系**

| 项目 | 公式 | 2018 年 1-4 月 | 2017 年度 | 2016 年度 | 2015 年度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 当期月均授课教师人数（人） | a | 7,412 | 6,281 | 3,701 | 2,659 |
| 当期授课总课时（万小时） | b | 235.98 | 539.7 | 320.37 | 263.89 |
| 当期开班总课时（万小时） | c | 158.92 | 352.45 | 220.11 | 176.38 |
| 当期教师人均授课课时 （小时） | （b/a）*10000 | 318.38 | 859.26 | 865.63 | 992.45 |
| 当期平均单位课时授课教师 | b/c | 1.48 | 1.53 | 1.46 | 1.50 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 跨赛道的前景探讨

### 2.1. 跨赛道的发展路径是否有历史经验可循？

**当前职业培训机构存在以下几个共同特点：**

1、中公教育早期也存在加盟店，2010 年前全部转成直营，直营化似乎是这些年职业教育培训机构发展的趋势；

2、几乎所有的教育培训机构都有在新赛道上加码投资；

3、从大班模式到小班模式或一对一模式，培训方式在行业中还在不断演变中。

我们回顾 K12 培训龙头新东方历史上的成长路径，主要有以下四条：

**1、客户群体：**新东方从大学生开始，逐渐成功拓展至小学生业务，并且在大学生、中学生、小学生业务上全面开花。而且，在进行新客户群体扩张中，也经历了从考前冲刺到全年龄段覆盖的发展经历。

**2、授课方式：**新东方从最早期的大班模式，逐渐演变到大班、小班、一对一多种模式并存。2007 年后，竞争机构大量涌现，早期的大班授课模式滞后，供给和需求双向因素导致公司业绩下滑。供给方面，好未来，精锐和学大等机构大量出现，行业竞争激烈化；需求方面，“因材施教”意识增强，小班和 VIP 教学模式更受家长青睐，导致新东方核心的大班教学逐渐被淘汰。对比而言，小班和 VIP 教学对家长而言成绩提升快，对机构场地要求较低，并且招生灵活，虽然利润率低于大班，但形成规模后，盈利能力增强。

**3、产品：**新东方从出国考试培训业务做起，到后来覆盖全方位、全年龄段的英语学习，再到数学、语文、物理、化学等学科。

**4、产业链延伸：**新东方逐渐孵化出包括出国咨询、国际游学、在线教育、图书出版、幼儿园教育、国际学校教育等新业务。

我们认为，当前职业培训的产品大概接近K12教育培训行业在2010年左右的阶段，在这个阶段，发展的主要驱动因素在于满足尽可能多的潜在客户群体的培训需求，产品和服务的提升是不同培训机构竞争的主战场。

但值得注意的差异在于，K12 教学内容相对标准，且培训产品可以随着年龄增长不断延伸，因此 K12 教培的发展逻辑在于深挖一地、异地扩张。但职业培训赛道更加垂直，其中招录考试培训作为更加标准化的职业培训，率先在行业内崛起，但技能类培训是一个分散的市场，课程差异大且培训周期相对短、较少复购，这些使得职业培训产品被迫成为培训领域的“快消品”，品类扩张成为增长的必经之路。

## 2.2. 职培机构提升产品性价比的两条路径

我们认为，当前阶段职业培训机构的竞争主要集中在经营环节的两端，包括中后台的管理是否能够支撑产品和服务的精细化，以及销售终端的密度。我们认为未来职业培训的发展将有以下两个可能路径：

**路径 1：**不断强化对于终端服务的管控，吃、住、学一体的长周期培训产品占比将逐渐提高，与更加灵活的短周期培训产品差异互补。为降低终端管理难度，培训机构将通过投资自建培训基地，强化对于产品的管理，这将带来一些一次性的资本支出。

**路径 2：**在线产品在产品性价比方面具有先天优势，未来有望弯道超车。新东方在线是当前考研培训领域的另一个重要竞争者，其不仅拥有名师优势，还通过互联网实现分发，实现更低价格。全程班作为“性价比之王”，是新东方在线考研课程报名人数最多的课程。针对中高端备考市场，公司在在线考研课程直通车的基础上，2019 年 3 月推出的新产品直通车 plus，通过线上全直播+线下集训形式打造线上线下结合的考研培训高端体系。

**表 6：新东方考研辅导课程介绍**

| 类型 | 课程价格 | 特点 |
|---|---|---|
| 全程班 | 数学：990 元/149 课时<br>英语：1490 元/170 课时<br>政治：890 元/107 课时<br>专业课：1280 元-2980 元 | 价格优惠、新东方师资、相应配套服务 |
| 直通车 | 数学：4990 元/151 课时<br>英语：4990 元/157 课时<br>政治：3390 元/81 课时<br>专业课：8880 元-9980 元 | 全程互动直播教学，小班化导学、督学保障复习进度 |
| 直通车 plus | 英语：19800 元/237 课时<br>政英：25800 元/174 课时、237 课时 | 限额，线上全直播+线下集训形式（高强度、封闭式） |

| | |
|---|---|
| 政英数：29800 元/174 课时、237 课时、207 课时 | |

数据来源：新东方在线官网，东吴证券研究所

## 3. 投资观点

看好中公教育在考研培训市场及未来其他职业教育培训领域持续拓赛道的能力，公司在公务员招录考试培训领域积累的研发、管理、销售垂直一体模式，在扩张中具有显著的可复制性及竞争力，未来将有望成为持续驱动公司增长的核心引擎。

我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 16.69/23.02/29.14 亿元，给予公司 2020 年 45-50 倍 PE，目标价 16.7-18.5 元，维持“买入”评级。

## 4. 风险提示

管理边界，线上竞争趋于激烈而公司在线业务低于预期，招考政策出现超预期变化，市场系统性风险，校区安全事故等。

**中公教育三大财务预测表**

| 资产负债表（百万元） | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 3,070 | 6,267 | 9,452 | 14,235 |
| 现金 | 649 | 2,246 | 5,054 | 7,891 |
| 应收账款 | 7 | 112 | 45 | 153 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2,414 | 3,909 | 4,353 | 6,192 |
| **非流动资产** | 4,132 | 4,451 | 4,764 | 5,053 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 699 | 1,005 | 1,308 | 1,594 |
| 在建工程 | 91 | 110 | 128 | 142 |
| 无形资产 | 204 | 208 | 212 | 215 |
| 其他非流动资产 | 3,137 | 3,127 | 3,116 | 3,102 |
| **资产总计** | 7,202 | 10,718 | 14,216 | 19,289 |
| **流动负债** | 4,151 | 6,008 | 7,200 | 9,359 |
| 短期借款 | 1,607 | 2,295 | 3,039 | 3,825 |
| 应付账款 | 145 | 152 | 235 | 253 |
| 其他流动负债 | 2,400 | 3,561 | 3,926 | 5,280 |
| **非流动负债** | 97 | 111 | 115 | 116 |
| 长期借款 | 0 | 15 | 18 | 19 |
| 其他非流动负债 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| **负债合计** | 4,248 | 6,119 | 7,315 | 9,474 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 2,954 | 4,599 | 6,901 | 9,815 |
| **负债和股东权益** | 7,202 | 10,718 | 14,216 | 19,289 |

| 现金流量表（百万元） | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 1,408 | 1,920 | 3,340 | 3,247 |
| 投资活动现金流 | -2,360 | -960 | -1,272 | -1,237 |
| 筹资活动现金流 | 1,412 | 637 | 739 | 827 |
| 现金净增加额 | 460 | 1,598 | 2,807 | 2,837 |
| 折旧和摊销 | 138 | 129 | 168 | 210 |
| 资本开支 | 263 | 319 | 313 | 290 |
| 营运资本变动 | 171 | 236 | 1,068 | 425 |

| 利润表（百万元） | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 6,237 | 8,906 | 11,796 | 14,846 |
| 减:营业成本 | 2,552 | 3,637 | 4,744 | 5,992 |
| 营业税金及附加 | 27 | 32 | 47 | 63 |
| 营业费用 | 1,102 | 1,514 | 2,005 | 2,524 |
| 管理费用 | 873 | 1,915 | 2,536 | 3,192 |
| 财务费用 | -3 | 45 | 11 | -39 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 加:投资净收益 | 110 | 158 | 209 | 263 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 1,340 | 1,921 | 2,661 | 3,378 |
| 加:营业外净收支 | 0 | 18 | 13 | 8 |
| **利润总额** | 1,340 | 1,939 | 2,674 | 3,386 |
| 减:所得税费用 | 187 | 270 | 373 | 472 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 1,153 | 1,669 | 2,302 | 2,914 |
| EBIT | 1,392 | 1,984 | 2,685 | 3,346 |
| EBITDA | 1,530 | 2,112 | 2,853 | 3,557 |

| 重要财务与估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.27 | 0.37 | 0.47 |
| 每股净资产(元) | 0.48 | 0.75 | 1.12 | 1.59 |
| 发行在外股份(百万股) | 6167 | 6167 | 6167 | 6167 |
| ROIC(%) | 26.3% | 24.7% | 23.2% | 21.1% |
| ROE(%) | 39.0% | 36.3% | 33.4% | 29.7% |
| 毛利率(%) | 59.1% | 59.2% | 59.8% | 59.6% |
| 销售净利率(%) | 18.5% | 18.7% | 19.5% | 19.6% |
| 资产负债率(%) | 59.0% | 57.1% | 51.5% | 49.1% |
| 收入增长率(%) | -6.4% | 42.8% | 32.4% | 25.9% |
| 净利润增长率(%) | 1469.5% | 44.8% | 37.9% | 26.6% |
| P/E | 79.49 | 54.91 | 39.82 | 31.45 |
| P/B | 31.03 | 19.93 | 13.28 | 9.34 |
| EV/EBITDA | 58.99 | 42.00 | 30.02 | 23.23 |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn