

2017年03月21日

佳发安泰 (300559.SZ)

业绩符合预期，教育信息化新锐起航

- **业绩符合预期。**公司2016年营业收入1.66亿元，同比增长11.59%；归属于上市公司净利润6177.66万元，同比增长7.29%；受制于2014年高考标准化考点一代网上巡查系统建设初步目标的基本完成，公司携身份认证、作弊防控和学业考试报名管理等新产品尚开始发力，标准化考点设备收入为1.38亿，同比减少1.62%；同时，募投项目助力公司从项目产品延伸至运维服务，从增量有限的标准化考点迈入可持续、增加客户粘性的运维领域。
- **深耕教育考场考务，成就教育信息化龙头企业。**公司作为业内唯一的标准化考点完整解决方案和核心设备的提供商，紧握以高考标准化考点建设为重点的国家教育考试信息化时机，专注于教育考试考务管理与服务平台以及网上巡查、应急指挥、身份认证、作弊防控、学业水平考试报名和管理系统等教育考试考务信息化系统产品。公司参与了26个省、直辖市，近140个地市的标准化考点建设，公司的音视频采集设备运行在全国1.3万所初高中考点学校，覆盖30多万间教室，处于行业领先地位。
- **凭考教管一体化的云巅计划强势迈入教育信息化蓝海市场。**公司2016年10月推出了优化服务供给、构建教育信息化服务闭环的云巅计划系列产品，集标准化考点管理、教学资源采集和教学信息化管理三位一体，进而打造智慧教室和智慧校园。在原有标准化考点网络和设备的基础上，整合网上巡查和班班通教学设备，提供简单的系统平台改造即可实现教学资源的高清录播传播和课堂生态管理，提升教育质量、解决区域性的教育资源不对称问题。公司还参与实施了河南省全国第一个省级考试综合业务和考务指挥系统，进入考试数据相关的服务市场。
- **投资建议：**2016年业绩符合预期，公司顺教育考试信息化而跃进，深耕教育考场考务，参与了26个省的标准化考点建设，持续打造考试考务平台及相应产品；并凭借考教管一体化的云巅计划强势迈入教育信息化蓝海市场。我们预计公司2017-2018年的EPS分别为0.97、1.09，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价75元。
- **风险提示：**技术升级与新产品开发不达预期；教育信息化政策推进不达预期。

公司快报

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **增持-A**

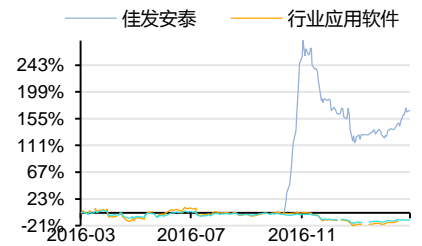
首次评级

6个月目标价：**75.00元**
股价(2017-03-20) **67.81元**

交易数据

总市值(百万元)	4,868.76
流通市值(百万元)	1,220.58
总股本(百万股)	71.80
流通股本(百万股)	18.00
12个月价格区间	25.29/96.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.42	-4.66	10.29
绝对收益	17.52	-6.09	

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

孙雨轩

报告联系人

sunyx@essence.com.cn
021-35082059

相关报告

佳发安泰：领先的考试信
息化与服务企业 2016-10-31

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	148.5	165.7	190.6	219.2	245.5
净利润	57.6	61.8	69.6	78.0	87.5
每股收益(元)	0.80	0.86	0.97	1.09	1.22
每股净资产(元)	3.34	8.11	9.07	10.16	11.38
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	84.6	78.8	70.0	62.4	55.7
市净率(倍)	20.3	8.4	7.5	6.7	6.0
净利润率	38.8%	37.3%	36.5%	35.6%	35.6%
净资产收益率	24.0%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	40.1%	33.9%	10.6%	19.2%	19.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2016 年全年收入增长 11.59%，净利润增长 7.29%。2016 年全年公司实现营业收入 16573.39 万元，同比增长 11.59%；归属于母公司股东净利润为 6177.66 万元，同比增长 7.29%；对应 EPS 为 0.86 元/股。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1-3Q15	2015A	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
						YoY	QoQ
一、营业总收入	88	149	81	109	166	11.59%	52.7%
二、营业总成本	55	105	55	78	115	9.77%	47.0%
营业成本	34	67	37	51	74	10.43%	44.4%
营业税金及附加	1	2	1	1	2	25.68%	74.3%
销售费用	8	14	7	10	16	12.67%	55.7%
管理费用	11	22	10	14	23	2.35%	56.0%
财务费用	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	24.55%	-33.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	-	-
投资收益	0	0	0	0	0	-	-
四、营业利润	33	44	25	30	51	15.93%	67.4%
加：营业外收入	13	21	5	10	14	-30.46%	40.9%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	-100.00%	-
五、利润总额	47	65	30	41	65	1.12%	60.7%
减：所得税	5	7	0	1	4	-49.21%	358.7%
六、净利润	41	58	30	40	62	7.29%	54.9%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	41	58	30	40	62	7.29%	54.9%
每股收益(按最新股本)	0.58	0.80	0.41	0.56	0.86	7.29%	54.9%

报告期	1-3Q15	2015A	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
						YoY	QoQ
毛利率	61.20%	54.88%	54.36%	52.76%	55.35%	0.85%	4.90%
期间费用率	20.18%	23.13%	19.88%	21.83%	22.43%	-3.01%	2.77%
其中：销售费用率	9.25%	9.63%	8.93%	9.54%	9.73%	0.97%	1.93%
管理费用率	13.05%	14.85%	11.98%	13.34%	13.62%	-8.28%	2.14%
财务费用率	-2.12%	-1.36%	-1.03%	-1.05%	-0.92%	32.39%	12.78%
营业利润率	37.98%	29.56%	31.48%	28.02%	30.71%	3.89%	9.59%
所得税率	11.40%	10.91%	1.22%	1.92%	5.48%	-49.77%	185.45%
净利润率	46.96%	38.77%	36.62%	36.76%	37.27%	-3.86%	1.39%
营业收入同比增速	0.00%	-17.17%	0.00%	23.36%	11.59%	167.52%	-50.38%
净利润同比增速	0.00%	-20.07%	0.00%	-3.43%	7.29%	136.31%	312.53%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

四季度单季度收入下降 5.50%，净利润增长 34.48%。2016 年第四季度公司实现营业收入 5723.13 万元，同比下降 5.50%；归属于母公司股东净利润为 2188.75 万元，同比增长 34.48%

表 2：公司单季度利润表

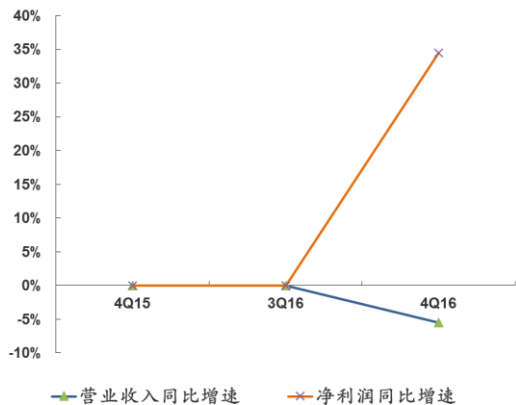
单季度 单位：百万元	4Q15	3Q16	4Q16	4Q16	
				YoY	QoQ
一、营业总收入	61	28	57	-5.5%	107.9%
二、营业总成本	50	23	37	-26.6%	62.5%
营业成本	33	14	23	-30.8%	59.1%
营业税金及附加	1	0	1	53.2%	181.9%
销售费用	6	3	6	-6.5%	84.5%
管理费用	11	5	8	-23.4%	69.9%
财务费用	(0)	(0)	(0)	-156.2%	-23.7%
资产减值损失	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	-	-
投资收益	0	0	0	-	-
四、营业利润	10	5	20	95.2%	316.9%
加：营业外收入	8	6	4	-44.2%	-26.8%
减：营业外支出	0	0	0	-	-
五、利润总额	18	11	25	37.1%	131.8%
减：所得税	2	0	3	61.1%	576.8%
六、净利润	16	10	22	34.5%	113.8%
减：少数股东损益	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	16	10	22	34.5%	113.8%
每股收益(按最新股本)	0.23	0.14	0.30	34.5%	113.8%

单季度 单位：百万元	4Q15	3Q16	4Q16	4Q16	
				YoY	QoQ
毛利率	45.70%	48.06%	60.25%	31.84%	25.37%
期间费用率	27.41%	27.56%	23.58%	-13.97%	-14.46%
其中：销售费用率	10.19%	11.35%	10.08%	-1.09%	-11.23%
管理费用率	17.46%	17.33%	14.16%	-18.89%	-18.25%
财务费用率	-0.24%	-1.11%	-0.66%	-171.14%	40.51%
营业利润率	17.33%	17.86%	35.81%	106.61%	100.53%
所得税率	9.65%	3.89%	11.34%	17.56%	191.98%
净利润率	26.87%	37.18%	38.24%	42.31%	2.85%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	-5.50%	-	-
净利润同比增速	0.00%	0.00%	34.48%	-	-

数据来源：WIND，安信证券研究中心

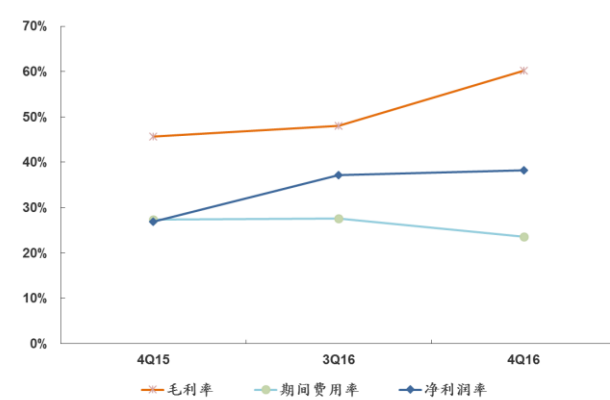
四季度毛利率比去年同期上升 31.84%，期间费用率较去年同期下降 13.97%。2016 年第四季度公司综合毛利率为 60.25%，较去年同期上升 31.84%；销售费用率为 10.08%，较去年同期下降 1.09%；管理费用率为 14.16%，较去年同期下降 18.89%

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



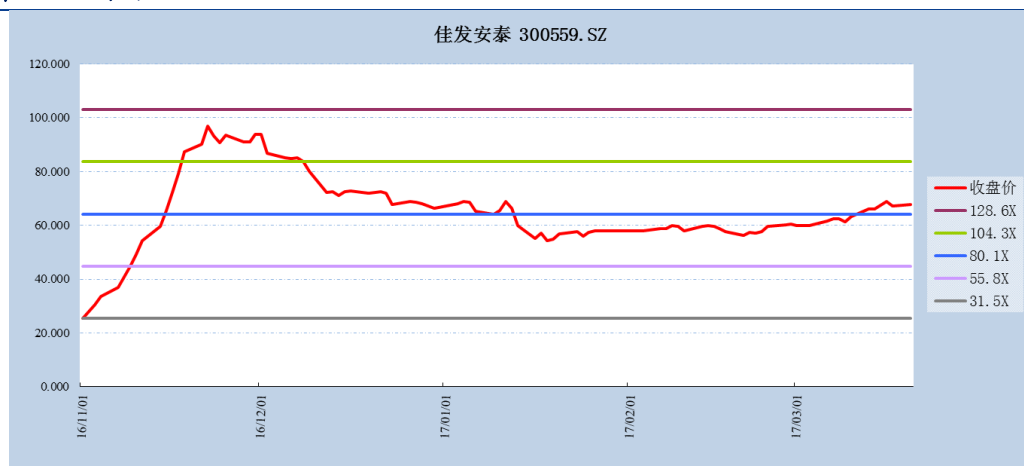
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	148.5	165.7	190.6	219.2	245.5	成长性					
减:营业成本	67.0	74.0	84.8	96.4	108.0	营业收入增长率	-17.2%	11.6%	15.0%	15.0%	12.0%
营业税费	1.7	2.2	2.5	2.6	2.9	营业利润增长率	-33.1%	15.9%	16.0%	19.7%	12.3%
销售费用	14.3	16.1	19.1	22.4	25.5	净利润增长率	-20.1%	7.3%	12.6%	12.2%	12.1%
管理费用	22.1	22.6	26.7	30.2	33.4	EBITDA 增长率	-33.7%	17.5%	14.7%	16.6%	12.2%
财务费用	-2.0	-1.5	-2.5	-4.5	-5.0	EBIT 增长率	-34.7%	17.9%	14.6%	17.0%	12.4%
资产减值损失	1.5	1.5	1.0	1.3	1.3	NOPLAT 增长率	-33.6%	25.1%	6.7%	17.0%	12.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.0%	239.7%	-35.2%	9.7%	20.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.2%	142.8%	11.8%	12.0%	12.0%
营业利润	43.9	50.9	59.1	70.7	79.4	利润率					
加:营业外净收支	20.7	14.5	20.0	18.0	20.0	毛利率	54.9%	55.3%	55.5%	56.0%	56.0%
利润总额	64.6	65.4	79.0	88.7	99.4	营业利润率	29.6%	30.7%	31.0%	32.3%	32.3%
减:所得税	7.1	3.6	9.5	10.6	11.9	净利润率	38.8%	37.3%	36.5%	35.6%	35.6%
净利润	57.6	61.8	69.6	78.0	87.5	EBITDA/营业收入	29.5%	31.1%	31.0%	31.4%	31.5%
						EBIT/营业收入	28.2%	29.8%	29.7%	30.2%	30.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	34	27	21	16	12
						流动营业资本周转天数	131	429	498	318	351
						流动资产周转天数	509	793	1,033	1,032	1,050
						应收帐款周转天数	180	175	163	173	170
						存货周转天数	54	51	47	50	49
						总资产周转天数	660	1,024	1,266	1,239	1,238
						投资资本周转天数	280	658	729	523	538
						投资回报率					
						ROE	24.0%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%
						ROA	19.3%	9.6%	10.0%	9.6%	10.0%
						ROIC	40.1%	33.9%	10.6%	19.2%	19.7%
						费用率					
						销售费用率	9.6%	9.7%	10.0%	10.2%	10.4%
						管理费用率	14.9%	13.6%	14.0%	13.8%	13.6%
						财务费用率	-1.4%	-0.9%	-1.3%	-2.1%	-2.0%
						三费/营业收入	23.1%	22.4%	22.7%	21.9%	22.0%
						偿债能力					
						资产负债率	19.4%	9.7%	6.4%	10.2%	6.7%
						负债权益比	24.1%	10.7%	6.9%	11.4%	7.2%
						流动比率	3.58	8.39	12.78	8.24	12.65
						速动比率	3.13	8.05	12.14	7.85	12.06
						利息保障倍数	-20.80	-32.50	-22.77	-14.67	-14.87
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	101.1	113.3	346.9	395.6	415.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	77.7	83.5	88.7	121.4	110.6
应收票据	1.4	0.4	5.6	1.1	5.0
预付帐款	0.6	4.3	1.5	2.1	2.9
存货	26.3	21.0	28.7	32.1	34.7
其他流动资产	0.0	300.0	100.0	133.3	177.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	13.3	12.0	10.4	8.8	7.3
在建工程	61.6	87.5	87.5	87.5	87.5
无形资产	14.8	21.8	25.9	29.8	33.6
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	297.7	644.8	696.1	812.7	876.0
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	22.4	32.9	8.1	46.5	18.1
应付票据	18.4	8.9	16.5	17.1	19.5
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	57.8	62.3	44.7	83.2	59.0
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	53.8	71.8	71.8	71.8	71.8
留存收益	185.4	510.1	579.6	657.7	745.1
股东权益	239.9	582.6	651.4	729.5	816.9

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	57.6	61.8	69.6	78.0	87.5
加:折旧和摊销	1.9	2.1	2.5	2.6	2.8
资产减值准备	1.5	1.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-2.5	-4.5	-5.0
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-8.7	-295.9	167.3	-27.0	-65.2
经营活动产生现金流量	54.4	67.2	236.9	49.1	20.1
投资活动产生现金流量	-46.7	-333.4	-5.0	-5.0	-5.0
融资活动产生现金流量	-29.6	280.9	1.8	4.5	5.0

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.80	0.86	0.97	1.09	1.22
BVPS(元)	3.34	8.11	9.07	10.16	11.38
PE(X)	84.6	78.8	70.0	62.4	55.7
PB(X)	20.3	8.4	7.5	6.7	6.0
P/FCF	377.8	-18.1	20.8	100.0	242.2
P/S	32.8	29.4	25.5	22.2	19.8
EV/EBITDA	-	90.4	76.6	65.0	57.7
CAGR(%)	10.7%	12.3%	-1.2%	10.7%	12.3%
PEG	7.9	6.4	-60.2	5.9	4.5
ROIC/WACC	-	-	-	-	-
REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034