

2017年04月30日

立思辰 (300010.SZ)

教育外延形散实聚，以升学为主线布局国内国外双副线

公司2016年实现营业收入18.84亿元，同比增长84.10%；归母净利润2.80亿元，同比增长115.38%，EPS 0.35元，同比增长80.26%。利润分配预案为每10股派发现金红利0.30元（含税）。

16年公司多次外延，安全领域完成了对江南信安的收购，教育领域先后完成了对康邦科技、留学三陆零、百年英才和跨学网等标的的收购，在完善“安全+教育”双主业格局的同时，实现业绩大幅增厚。其中安全业务营收6.98亿元，同比增长15.09%；教育业务营收9.92亿元，同比大增654.54%。

报告期内公司对主营业务统计口径做调整，按调整后口径，公司安全业务毛利率48.83%，保持稳定；教育业务毛利率47.15%，较上年减少10.64个百分点，主要是由于16年收购康邦科技，致使教育业务中毛利较高（63%）的软件业务占比下降至26%，毛利低（35%）的集成业务占比上升至74%。

报告期内，公司产生销售费用2.31亿元，同比增长58.56%，销售费用率12.26%，比上年减少1.98个百分点；产生管理费用2.52亿元，同比增长61.61%，管理费用率13.37%，减少1.86个百分点。

报告期内公司多次并购共形成商誉28.26亿元，期末商誉余额36.02亿元。16年各标的公司均完成业绩承诺，未发生商誉减值。

公司同时公布2017年一季报。一季度实现营业收入3.06亿元，同比增长64.15%，归母净利润2384.87万元，同比增长94.36%。

点评：

1、安全业务稳步推进，教育业务占比提升，迭次外延后内生增长能力期待验证。

1) 16年公司收购江南信安进一步夯实了信息安全业务，推出安全智能手环、江南神威安全认证网关等新产品，中标“云”税局及移动安全接入系统采购项目、上海社保中心异地养老人员人脸识别认证服务项目等政府项目，安全业务收入稳步增长。2) 16年教育营收大幅增长，占比首次超过安全，成为公司增长的核心引擎。目前公司在教育领域的布局思路是构建“智慧教育+教育服务”双板块，16年收购标的中，康邦主业为2B的教育信息化，落脚“智慧教育”，百年英才（高考提分+志愿填报）、跨学网（在线K12教育）、留学360（在线留学服务）均为2C业务，完善“教育服务”。目前各子公司均纳入公司体内，

公司快报

证券研究报告

IT 外包服务

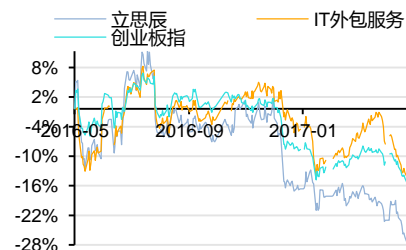
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**18.26元**
股价（2017-04-28）**14.65元**

交易数据

总市值(百万元)	12,774.68
流通市值(百万元)	6,572.11
总股本(百万股)	871.99
流通股本(百万股)	448.61
12个月价格区间	14.36/22.15元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.77	-8.35	-14.41
绝对收益	-7.04	-10.23	-27.88

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

并表致 16 业绩大幅增厚。17 年将是验证内生增长能力的关键一年，也是判断各子公司业绩潜力重要窗口。鉴于 16 年多数标的为下半年并表，内生增速要待三季报后才能观察，但半年报即可预判各子公司是否有超预期完成对赌的可能、并对全年业绩形成可靠预期。

2、迭次外延形散神聚，围绕“升学”主线布局国内、国外双副线。

公司自 15 年以来在教育领域连续布局，业务模式包含 2B、2C，业务内容涉及教育信息化、K12 教育、高考升学服务、留学服务、就业创业等等。在充实教育布局的同时，公司形成了“智慧教育+教育服务”“双轮驱动”的战略布局，其中智慧教育主要为 2B 的教育信息化产品，由敏特昭阳、康邦科技承担；教育服务则为面向 C 端的各类服务，以百年英才、留学 360 等公司为主。频繁外延使市场对公司的教育战略思路缺乏把握，公司提出的双轮驱动战略也是站在业务类型角度对旗下公司做平行划分，内在业务逻辑不够清晰。

我们认为从业务内在关联性上看，公司整体教育布局围绕“升学”展开，并包含国内升学与国外留学双线条，其中国内升学业务线包括高考提分（敏特）、志愿填报（百年），并可延伸至后端的创业就业（乐易考），国外留学业务线包括留学咨询（留学 360）、留学中介（加诚博教）、国际学校（与新航道成立的产业基金或将投资实体学校），并可延伸至留学后市场（加诚博教、蔓藤教育）。这种业务划分以“需求”（升学）为起点，能够从根本上把握公司未来增长的市场基础；同时两条副线中的各个业务板块可以共享客户、渠道、数据，业务关联性更强，可形成业绩共振。

3、先各自攻城掠地，后归并筹划整合。

多轮外延后市场期待公司尽快着手业务整合，但我们认为整合应是水到渠成，而非强行为之。原因在于 1) 各子公司刚并入体内，业务独立性仍强，渠道、客户等资源的重叠度不高，整合空间有限，2) 多数子公司营收规模尚小，但处于高速增长期（如百年），短期内由其按原业务模式自由成长、不做过度干涉，对于其开拓市场、积累客户，从而快速培育体量效果更为明显。预计 17 年各子公司仍将各自攻城略地，而公司依托上市公司品牌背书及资源优势，给予其必要支持，助其释放潜力。在子公司成长性逐渐得到验证的基础上，再进行有针对性的整合，以实现更有效的业务协同。

■ **投资建议：**预计公司 17-18 年净利润 3.97/5.13 亿元，EPS 0.46/0.59 元。给予 17 年 40 倍目标 PE，对应目标价 18.26 元，“买入-A”评级。

■ **风险提示：**子公司业务拓展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,023.1	1,883.6	2,440.2	3,006.6	3,621.7
净利润	130.1	280.3	397.4	513.1	617.0
每股收益(元)	0.15	0.32	0.46	0.59	0.71
每股净资产(元)	2.00	6.16	6.59	7.21	7.93
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	98.2	45.6	32.1	24.9	20.7
市净率(倍)	7.3	2.4	2.2	2.0	1.8
净利润率	12.7%	14.9%	16.3%	17.1%	17.0%
净资产收益率	7.5%	5.2%	6.9%	8.2%	8.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.9%	16.5%	7.7%	9.1%	12.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	1,023.1	1,883.6	2,440.2	3,006.6	3,621.7	成长性					
减:营业成本	547.2	1,019.4	1,315.4	1,610.6	1,917.3	营业收入增长率	20.8%	84.1%	29.5%	23.2%	20.5%
营业税费	7.6	13.8	18.0	22.1	26.6	营业利润增长率	9.3%	171.9%	46.9%	33.9%	21.3%
销售费用	145.7	231.0	323.4	383.6	471.0	净利润增长率	29.7%	115.4%	41.8%	29.1%	20.3%
管理费用	155.8	251.8	348.9	415.9	509.4	EBITDA 增长率	13.8%	120.8%	35.1%	28.1%	19.3%
财务费用	15.9	16.5	-1.6	-12.0	-14.8	EBIT 增长率	12.2%	151.1%	38.8%	31.7%	21.2%
资产减值损失	37.4	55.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	1.9%	138.2%	42.6%	29.9%	22.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.3%	203.8%	10.1%	-13.2%	31.3%
投资和汇兑收益	-1.1	10.6	13.0	15.0	17.0	净资产增长率	28.5%	207.5%	7.4%	10.0%	10.5%
营业利润	112.5	305.9	449.2	601.4	729.2	利润率					
加:营业外净收支	39.1	56.2	50.5	52.4	51.8	毛利率	46.5%	45.9%	46.1%	46.4%	47.1%
利润总额	151.6	362.1	499.7	653.8	781.0	营业利润率	11.0%	16.2%	18.4%	20.0%	20.1%
减:所得税	19.0	61.8	74.0	104.2	120.1	净利润率	12.7%	14.9%	16.3%	17.1%	17.0%
净利润	130.1	280.3	397.4	513.1	617.0	EBITDA/营业收入	16.5%	19.8%	20.7%	21.5%	21.3%
						EBIT/营业收入	12.5%	17.1%	18.3%	19.6%	19.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	43	24	16	9	5
						流动资产周转天数	160	133	173	133	154
货币资金	430.7	744.8	296.7	1,557.9	739.8	流动资产周转天数	424	425	419	394	407
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	186	141	164	152	158
应收帐款	601.3	870.6	1,346.0	1,194.2	1,980.7	存货周转天数	67	70	69	69	68
应收票据	4.9	10.6	12.6	14.0	19.3	总资产周转天数	817	984	1,069	911	832
预付帐款	89.0	76.0	223.2	90.4	314.3	投资资本周转天数	506	626	764	607	542
存货	205.3	527.2	405.6	744.1	620.0	投资回报率					
其他流动资产	26.9	859.0	302.5	396.1	519.2	ROE	7.5%	5.2%	6.9%	8.2%	8.9%
可供出售金融资产	94.7	176.3	90.5	120.5	129.1	ROA	4.9%	4.0%	6.2%	6.6%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	8.9%	16.5%	7.7%	9.1%	12.8%
长期股权投资	21.7	13.0	13.0	13.0	13.0	费用率					
投资性房地产	-	42.6	42.6	42.6	42.6	销售费用率	14.2%	12.3%	13.3%	12.8%	13.0%
固定资产	126.6	121.2	92.1	63.1	34.0	管理费用率	15.2%	13.4%	14.3%	13.8%	14.1%
在建工程	126.3	167.4	167.4	167.4	167.4	财务费用率	1.6%	0.9%	-0.1%	-0.4%	-0.4%
无形资产	178.9	281.6	253.7	225.7	197.8	三费/营业收入	31.0%	26.5%	27.5%	26.2%	26.7%
其他非流动资产	804.8	3,695.5	3,664.2	3,674.6	3,664.1	偿债能力					
资产总额	2,711.1	7,585.8	6,910.2	8,303.5	8,441.3	资产负债率	35.0%	28.5%	15.7%	22.9%	16.2%
短期债务	275.1	310.4	-	-	-	负债权益比	53.7%	39.9%	18.7%	29.7%	19.4%
应付帐款	155.0	826.7	462.5	895.6	606.2	流动比率	1.88	1.67	2.80	2.29	3.45
应付票据	57.8	30.0	151.7	28.8	211.0	速动比率	1.59	1.38	2.36	1.87	2.94
其他流动负债	235.7	687.6	310.1	818.7	399.3	利息保障倍数	8.08	19.57	-274.35	-49.20	-48.13
长期借款	132.4	144.4	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	91.8	164.1	162.7	157.6	152.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
负债总额	947.7	2,163.1	1,087.0	1,900.7	1,369.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	22.4	47.5	75.8	112.4	156.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	685.6	871.8	872.0	872.0	872.0						
留存收益	1,059.0	4,563.8	4,875.4	5,418.5	6,044.0						
股东权益	1,763.3	5,422.7	5,823.2	6,402.8	7,072.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	132.6	300.3	397.4	513.1	617.0	EPS(元)	0.15	0.32	0.46	0.59	0.71
加:折旧和摊销	42.5	53.6	57.0	57.0	57.0	BVPS(元)	2.00	6.16	6.59	7.21	7.93
资产减值准备	37.4	55.9	-	-	-	PE(X)	98.2	45.6	32.1	24.9	20.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	2.4	2.2	2.0	1.8
财务费用	18.7	19.0	-1.6	-12.0	-14.8	P/FCF	-379.2	-4.5	-22.0	10.3	-14.7
投资损失	1.1	-10.6	-13.0	-15.0	-17.0	P/S	12.5	6.8	5.2	4.2	3.5
少数股东损益	2.5	20.0	28.3	36.5	43.9	EV/EBITDA	128.6	37.6	24.7	17.3	15.6
营运资金的变动	-48.7	-862.4	-528.5	649.4	-1,520.1	CAGR(%)	60.6%	30.1%	55.5%	60.6%	30.1%
经营活动产生现金流量	98.5	279.2	-60.4	1,229.0	-834.0	PEG	1.6	1.5	0.6	0.4	0.7
投资活动产生现金流量	-380.7	-2,029.7	112.3	-18.5	6.3	ROIC/WACC	0.9	1.6	0.7	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	286.1	2,087.6	-500.0	50.7	9.7	REP	15.6	1.8	3.1	2.7	1.6

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

焦娟、王中骁声明，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