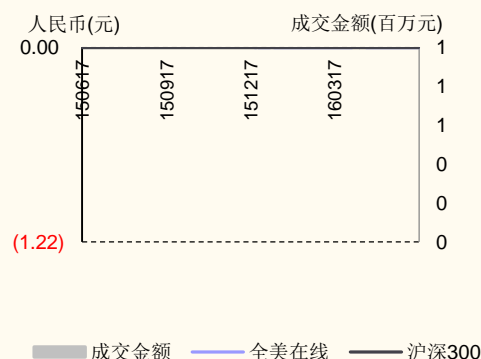


考试测评服务卓越领航者

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) / 沪深300指数 3094.67



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.479	1.443	2.398	3.246	4.079
每股净资产(元)	5.68	2.46	4.86	7.96	12.04
每股经营性现金流(元)	2.83	1.24	2.18	3.19	4.03
市盈率(倍)	N/A	0.00	20.85	15.41	12.26
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	455.49%	201.20%	66.14%	35.37%	25.69%
净资产收益率(%)	47.15%	58.57%	49.32%	40.76%	33.88%
总股本(百万股)	55.88	55.88	55.88	55.88	55.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电子化考试市场发展空间巨大。**目前我国考试市场中电子化考试占比仅为5%，随着国家政策鼓励及考试电子化配套设备的完善，未来电子化考试占比将逐渐增加。根据预测目前我国整个机考市场容量达1100亿元。
- **公司行业积累深厚，具有领先的试题技术，拥有遍布全国的运营渠道及庞大的考试网络，在整个考试测评运营业务方面实现全覆盖，壁垒突出。**公司经过10年的行业深耕，凭借先发优势，公司在中国考试服务市场的第三方机考市场中按考量计算占据84%的市场份额，占据绝对优势。拥有大规模的考试运营渠道，遍布全国考站3000余家，具备在同一天部署百万科次考试，年部署数千万科次考试的能力，网络式考站资源设置形成极高壁垒。同时公司为考试测评提供的运营服务涵盖了全方位的人才测评领域，业务实现全覆盖，行业竞争优势突出。
- **职业教育有望成为在线教育新风口，全美在线正逐步搭建人才培育闭环生态链。**2015年我国在线教育市场用户超过9000万人，职业教育市场规模、在校职业教育市场规模分别达770亿、325亿元，预计职业教育的在线市场规模将以27%的年均增长率迅速扩容。公司在考试运营服务业务基础上向在线职业教育领域延伸，与新东方合资成立职尚教育及职上网，搭建人才培育闭环生态链。
- **全美在线建设人才大数据库，借DT时代东风发力精准招聘市场。**当前美国精准招聘市场容量达千亿美元，国内在线招聘网站中，精准招聘异军突起，预计2018年我国互联网招聘市场容量预计将达63.7亿元。公司与美国招聘技术服务商Brilient达成战略合作，预测未来全美在线精准招聘业务将实现突破并取得快速增长。

盈利预测、估值及投资建议：

- 公司由于未开启做市交易，根据A股，新三板及海外可比公司PE，及参照公司22.55元的定增价，我们给予公司48-52元的目标价。
- 我们预测公司2016-2018年的收入分别为5.14亿元、7.00亿元和8.86亿元，分别同比增长56.5%、36.2%和26.5%，净利润分别为1.34亿元、1.81亿元、2.28亿元，分别同比增长66.14%、35.37%、25.69%；EPS分别为2.398元、3.246元和4.079元，对应PE为20.85、15.41和12.26。
- 鉴于公司在考试测评服务领域的强大业务能力，未来有很大上升空间，建议

张景鹏

联系人
(8621)60935876
zhangjingpeng@gjq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjq.com.cn

买入评级，目标价约 48-52 元。

风险

- 公司考试测评服务业务拓展速度不及预期，未来在线职业教育市场及精准招聘市场发展缓慢。

内容目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司股权结构	5
1.3 公司高管团队	5
2. 公司业务及商业模式	6
2.1 考试服务是公司的主要收入来源	6
2.2 考试测评服务业务是公司核心业务	7
2.3 在线职业培训业务作为资格类考试相关的后续培训服务	10
2.4 公司业务多集中于职业教育领域	10
3. 行业发展前景	10
3.1 电子化考试市场发展空间巨大	10
3.2 职业教育有望成为在线教育新风口	12
3.3 大数据时代助推精准招聘驶入快车道	13
3.4 行业竞争格局：公司与 ETS 及 ACT 有差异，国内竞争者较少	14
4. 公司的核心竞争力	18
4.1 公司深耕行业多年，拥有领先的试题技术，客户粘性高，第三方机考市场占据 84% 的市场份额	18
4.2 遍布全国的运营渠道，庞大的考试网络	19
4.3 覆盖考试测评运营全业务链，搭建人才培育闭环生态链	20
5. 公司未来的成长逻辑	21
5.1 紧跟中国考试计算机化大趋势，大力发展机考业务	21
5.2 以职尚教育为基点，冲击在线职业教育市场	21
5.3 建立人才大数据库，开拓精准招聘市场	22
6. 财务分析与估值分析	23
6.1 公司收入利润大幅增长，考务服务业务毛利率持续上升	23
6.2 公司营运能力及经营情况仍有改进空间	24
6.3 盈利预测、估值、投资建议及风险提示	24

图表目录

图表 1：公司股权结构	5
图表 2：公司高管团队介绍	6
图表 3：公司商业模式	6
图表 4：公司营收来自考试服务及其他服务业务(万)	7
图表 5：2015 年考试服务业务占营收比为 94.39%	7
图表 6：考试测评服务业务内容广泛	7
图表 7：公司考试考务系统内容	8
图表 8：面向考生 (to C) 的数据分析测评报告	8

图表 9: 面向考试主办方 (to B) 的数据咨询报告	9
图表 10: 个性和职场行为风格测评图	9
图表 11: 公司 2015 年前五大客户	10
图表 12: 2015 年主要考试考生人数 (万)	11
图表 13: 2003-2015 年三大考试人数变化	11
图表 14: 国家教育考试主要政策规划	11
图表 15: 电子化考试四大优势	12
图表 16: 当前机考市场所占份额仅为 5%	12
图表 17: 四大因素助力职业教育的在线转型	12
图表 18: 在线教育具体组成	12
图表 19: 我国在线教育用户规模逐年增长 (万)	13
图表 20: 我国在线职业教育市场逐年增长 (万)	13
图表 21: 前程无忧在线招聘服务的独立雇主数量 (万)	13
图表 22: 招聘形式的演变	13
图表 23: 中国互联网招聘网站分类	14
图表 24: 中国互联网招聘市场规模预测	14
图表 25: 新三板主要教育行业公司	15
图表 26: A 股/美股/港股主要教育行业公司	16
图表 27: 美国两大考试服务公司对比	17
图表 28: 动态模拟技术图示	18
图表 29: 题库组卷技术图示	19
图表 30: 公司运营渠道遍布全国	19
图表 31: 公司覆盖考试测评运营全业务链	20
图表 32: 公司所关注的考生范围	20
图表 33: 公司客户覆盖	21
图表 34: 中国考试量规模及公司考量占比	21
图表 35: 公司培训业务	22
图表 36: 公司与新东方合资成立的职上网	22
图表 37: 公司精准招聘业务战略	23
图表 38: 2013-2015 收入与净利润情况 (万元)	23
图表 39: 2013-2015 毛利率与净利率情况 (%)	23
图表 40: 2013-2015 公司分产品毛利率情况 (%)	24
图表 41: 2013-2015 分产品营业收入及占比情况 (万)	24
图表 42: 2013-2015 应收账款周转率和营业周期变化	24
图表 43: 2013-2015 公司期间费用及占营业收入比例	24

1. 公司基本概况

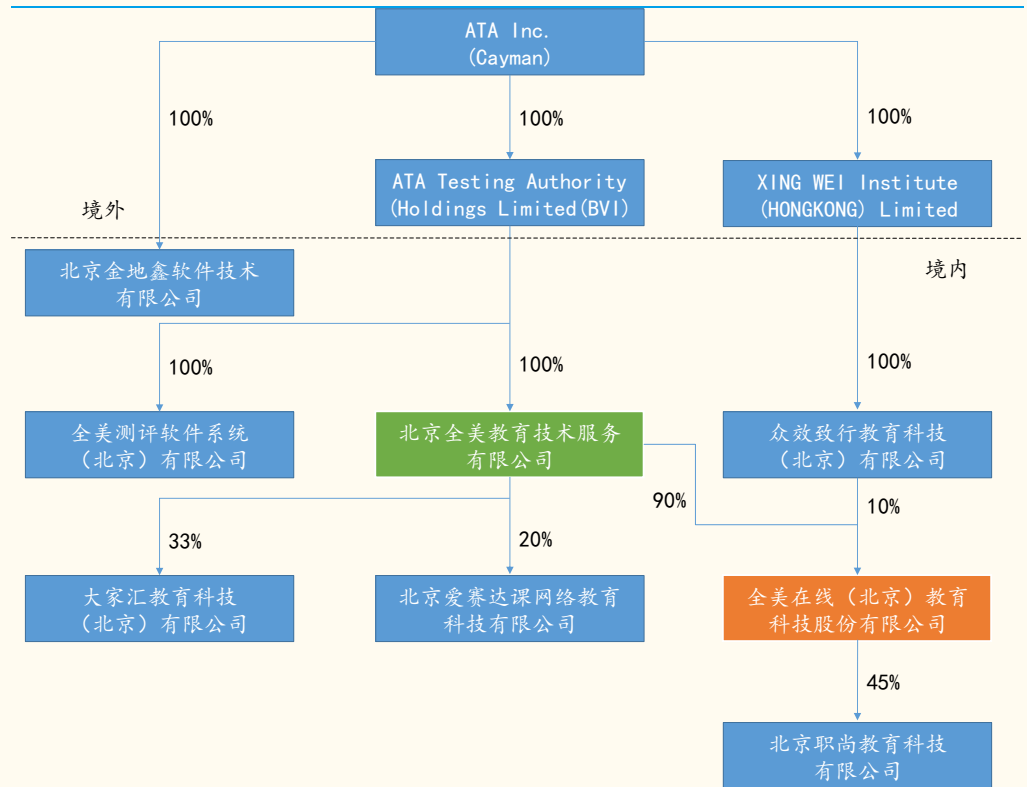
1.1 公司简介

全美在线有限责任公司成立于 2006 年 9 月 11 日，2015 年 7 月成立股份公司，公司主营业务为考试测评服务业务和在线职业培训业务，是国内领先的考试测评服务提供商，具备国内领先的考试平台技术、考试运营实施能力和广泛的考站覆盖。

1.2 公司股权结构

2015 年 5 月公司解除 VIE 股权协议，ATA Inc.通过全资境内子公司间接持有公司 100%股权。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公开转让说明书，国金证券研究所

1.3 公司高管团队

公司拥有一批行业从业时间超过十年以上的测评专家、资深顾问、考试考务系统研发和考试实施运营专家团队，为公司业务的开展提供有力的保障。

图表 2：公司高管团队介绍

姓名	职位	教育背景	简介
马肖风	董事长	大学本科学历	曾任中国国际广播电台记者、Dynamic Technology Corporation 首席执行官、ATA Inc. 董事会主席兼首席执行官；2015 年 7 月至今任全美在线董事长，任期 3 年。
丁建民	董事、总经理	大学本科学历	2001 年 3 月 2015 年 7 月，任全美测评副总经理、副总裁、高级副总裁；2015 年 7 月至今任全美在线董事、总经理，任期 3 年。
閻焱	董事	硕士研究生学历	曾任世界银行研究员、AIG 亚洲基金管理公司总经理、软银赛富基金首席合伙人；2015 年 7 月至今，任全美在线董事，任期 3 年。
倪虹	董事	博士学历	曾任纽约美林投资银行分部分析员、美国世达执业律师、ATA Inc. 独立董事等；2015 年 7 月至今任全美在线董事，任期 3 年。
徐耀华	董事	硕士研究生学历	曾任香港证监会助理总监、联交所行政总裁、港交所运营总裁、深交所咨询顾问及理事；2015 年 7 月至今任全美在线董事，任期 3 年。
赵曙秋	副总经理	大学本科学历	曾任上海市群星职业技术学校教研组组长、入选上海职业技能鉴定中心计算机专家组、全美测评副总裁；2015 年 7 月至今，任全美在线副总经理。
张建山	董事会秘书	硕士研究生学历	曾任南通市委办公室秘书、南通经济发展有限公司总经理、华联集团总裁、全美测评 CEO 助理 2015 年 7 月至今，任全美在线董事会秘书。
杨培	财务负责人		2016 年 5 月起任全美在线财务负责人。

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

2 公司业务及商业模式

公司立足于教育辅助行业，主要提供考试测评及在线培训服务。依托公司在考试测评领域和在线培训领域的丰富管理经验、先进系统技术平台以及遍布全国的 3000 多家考站，吸引众多来自政府部门、专业行业协会、国有大型机构等客户，每年有近千万考生、测评者通过公司的考试服务获得职业认证或测评结果。

图表 3：公司商业模式



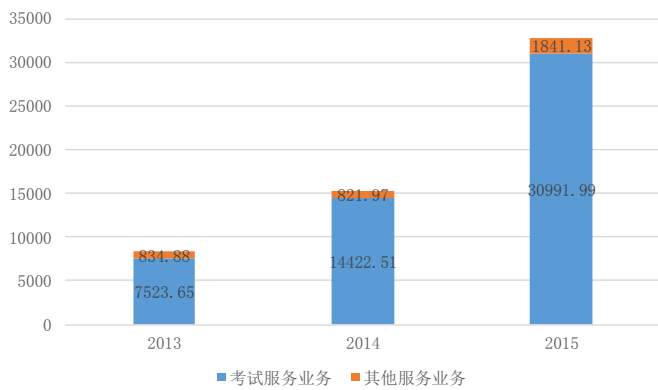
来源：国金证券研究所整理

2.1 考试服务是公司的主要收入来源

公司的主营业务按收入构成划分为考试服务业务和其他服务业务，其中考试服务是自主营业务的主要收入来源。2015 年考试服务的收入为 30991.99 万元，占公司营业收入的 94.39%。其他服务业务主要为远程培训和继续教育培训服务，还包括占比很小的其他业务，2015 年其他服务业务占主营业务收入比例较小，约 5.61%。

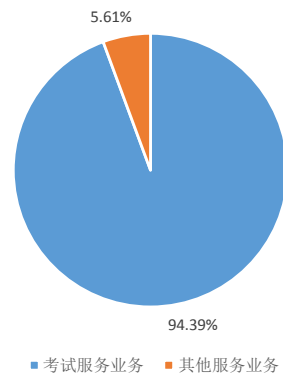
为避免同业竞争，公司最终控股公司 ATA Inc. 将其控制的考试测评服务业务转移至公司。

图表 4： 公司营收来自考试服务及其他服务业务(万)



来源：公司公开转让说明书，公司年报，国金证券研究所

图表 5： 2015 年考试服务业务占营收比为 94.39%



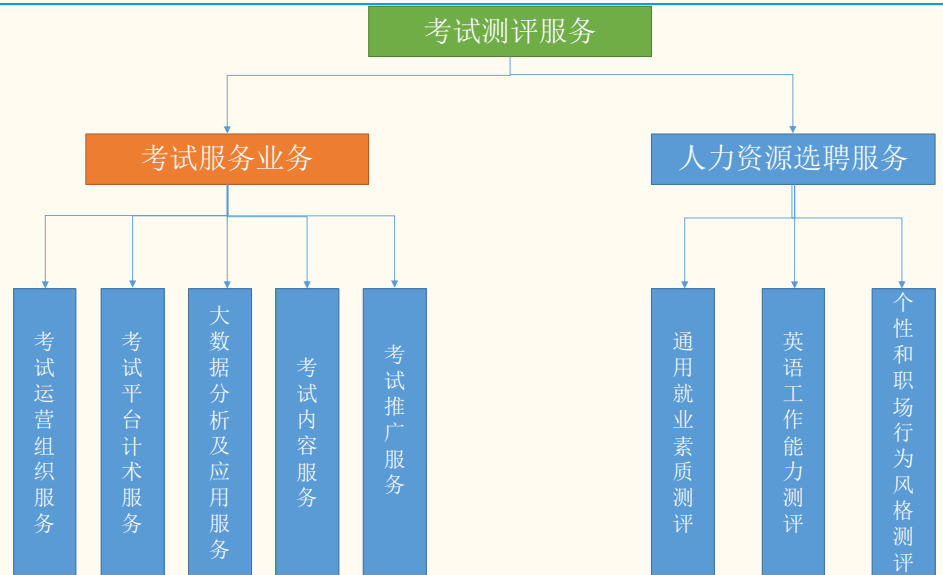
来源：公司年报，国金证券研究所

2.2 考试测评服务业务是公司核心业务

公司的考试测评服务业务覆盖范围全面，公司通过为考试主办方提供测评服务形成收入。公司考试测评服务主要为客户提供考试运营组织服务、考试平台技术服务、大数据分析与应用业务、考试内容服务和考试推广服务等，从考试阶段到结果分析阶段均有覆盖，提供全方位、一体式的综合服务。

公司在考试测评领域形成独特资源并积累庞大数据，考试测评作为公司核心能力，支撑公司延伸业务的发展及教育平台的建立。

图表 6： 考试测评服务业务内容广泛



来源：公司公开转让说明书，国金证券研究所

1) 考试运营组织服务

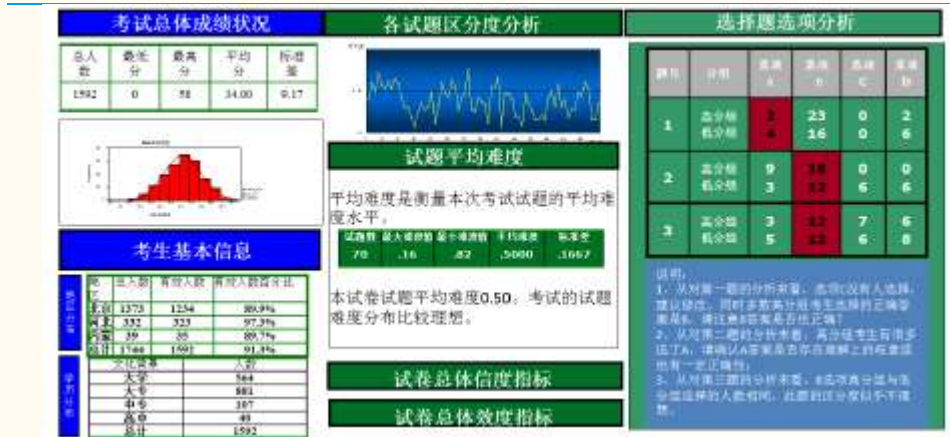
公司在考试运营组织领域积累丰富经验。考试运营组织主要包括报名管理、考务管理、考站管理、风险处置。涉及到信息安全、组织效率、突发事件处理等内容，公司提供的在线报名平台、考试考务系统、考站管理体系、风险应急预案具备多项功能并经历客户检验，在这一领域积累了丰富的经验并形成了一套完整的运营和管理体系。

2) 考试平台技术服务

公司的平台技术能有效支撑全流程考试服务业务。公司考试平台技术服务涵盖考试考务系统平台、试题表现技术和安全保密系统，可为考试主办方提供全

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

图表 9：面向考试主办方 (to B) 的数据咨询报告



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

4) 考试内容服务

公司产品体系全面能够为主办方提供考试内容。公司长期为各类政府部门、企事业单位及外资企业提供考试内容咨询和测评服务，拥有容量为 10 万道试题，且涵盖各行业的试题库。

5) 考试推广服务

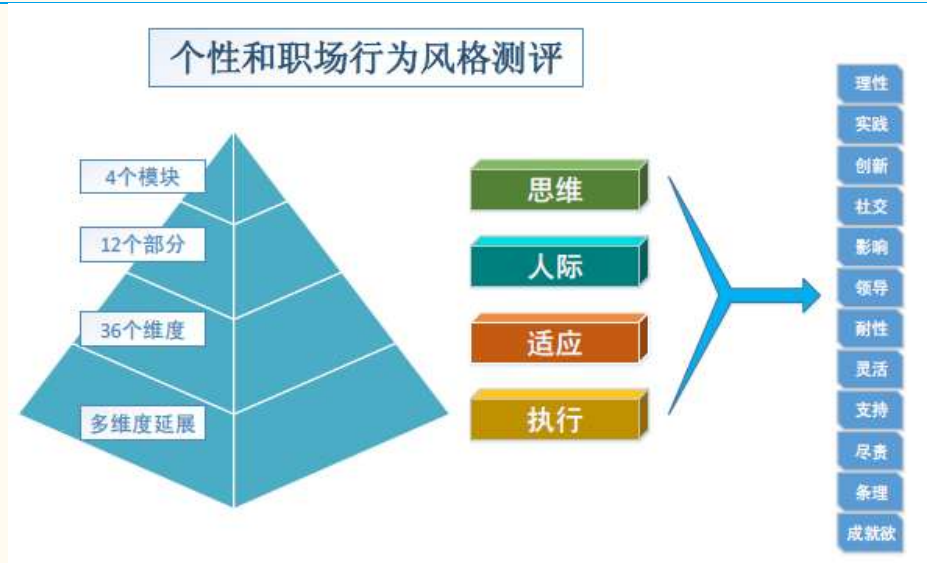
借助深耕积累的考站资源及考试价值挖掘，公司能提供高效且精准的推广。公司在全国拥有 3000 多个考站资源，可整合线上线多渠道，通过网络媒体、平面媒体等全媒体覆盖的方式推广考试。此外公司还为考试方挖掘考试价值，提高考试的权威性、合理性、普适性及有效性，从而更有利于考试的推广。

6) 人力资源选聘服务

公司以通用就业力为核心，提供全方位的人力资源选聘测试。公司为招聘类企业提供大规模统考服务、灵活的在线测评服务、面试官培训等一体化人力资源选聘服务，以通用就业力为核心概念，着重从通用就业素质、英语工作能力及个性和职场风格测试三方面，对应聘者进行评价和描述。

公司人力资源选聘服务客户包括四大国有银行、中石化、爱立信（中国）、华为、联想等几十家大型和众多中小企业，广泛应用于校园招聘、海外派遣、员工培训和内部选聘等测试中。

图表 10：个性和职场行为风格测评图



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

2.3 在线职业培训业务作为资格类考试相关的后续培训服务

全美在线作为平台教育型公司，通过对教育资源的整合，在职业在线培训市场同样具备竞争力。公司将测试评价与认知学习紧密联系，一方面为培训主办方提供一体化、一站式的解决方案；另一方面为考生提供针对性增值服务。

公司的在线培训业务主要提供与资格类考试相关的后续培训服务，占公司营业收入比例较少。2015 年开展了银行业、基金业的资格类考试的在线培训服务，未来的业务发展主要面向行业后续培训、技术工种等与职业相关的在线培训业务。

1) TO B 端——面向学习者

借助自主研发的在线培训平台全程捕捉学员学习信息。公司基于目前国际最新教学评价技术开发的在线培训平台，可全程捕捉学员的学习行为、学习进度、知识成长、阶段性成绩等详细信息。

2) TO C 端——面向培训方

根据主办方需求，公司培训平台提供在线报名、课件制作、在线收费、全程运营支持、系统部署、统计分析等“全程一站式”服务。已为中国银行业协会、期货业协会、金融培训中心等机构提供了在线培训服务。

2.4 公司业务多集中于职业教育领域

从公司客户来源来看，客户集中度较高，且多为提供职业资格考试的行业协会类客户。2015 年公司前五大客户销售占比达 66.9%，考试服务内容多集中在职业资格类考试方面，如证券从业资格考试、注册会计师考试、银行从业考试等。公司在线培训业务的主要内容则是向中国银行等公司提供职业教育培训及发展规划等。因此公司提供的考试及培训服务多集中于职业教育领域。

图表 11：公司 2015 年前五大客户

序号	客户名称	销售额（万元）	销售占比
1	中国证券业协会	8766.88	0.267
2	中国注册会计师协会	7703.99	0.2346
3	中国银行业协会	2833.8	0.0863
4	中国证券投资基金业协会	2199.34	0.067
5	中国银行股份有限公司	475.38	0.0145
	合计	21979.39	0.6694

来源：公司年报，国金证券研究所

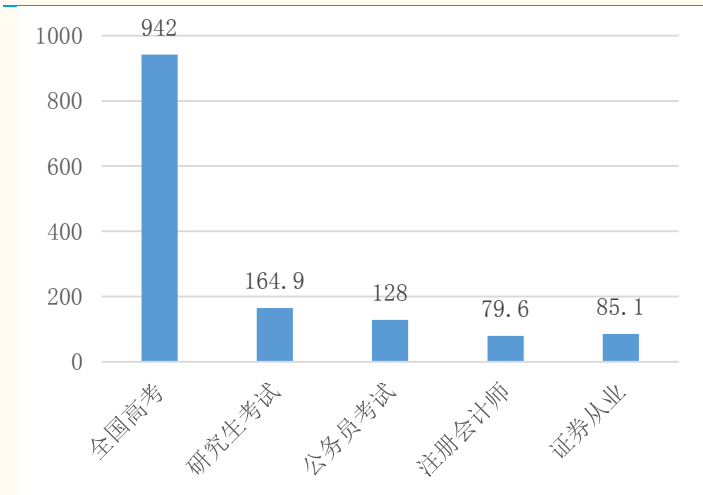
3. 行业发展前景

3.1 电子化考试市场发展空间巨大

我国考试科次逐年增多，考试服务市场前景可观。目前我国每年有将近 1.5 亿科次的考试，其中高考、研究生考试及公务员考试人数最多，2003-2015 年考试人数总体保持上升趋势，2015 年共计达 1234.9 万人。2013 年国务院发布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中提到要加快现代职业教育体系建设，这对于高等教育自学考试的发展具有积极的促进作用，专业性从业考试，如注册会计师、证券从业、银行从业等报考人数同样会保持逐年增长。

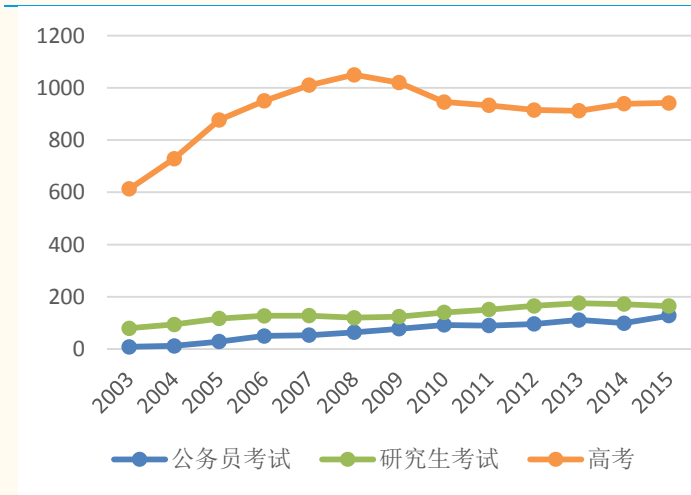
随着考试数量增多及考试质量要求的提高，考试服务市场将迎来广泛需求。

图表 12: 2015 年主要考试考生人数 (万)



来源: 教育部, 协会网站, 国金证券研究所

图表 13: 2003-2015 年三大考试人数变化



来源: 教育部, 国金证券研究所

国家政策利好频出, 考试服务迎来发展机遇。十八届三中全会新政的推出, 也为考试服务的发展带来了关键性的发展机遇。

图表 14: 国家教育考试主要政策规划

时间	政策规划	主要内容
2010 年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要 (2010-2020 年)》	加强考试管理, 完善专业考试机构功能, 提高服务能力和水平。成立国家教育考试指导委员会, 研究制定考试改革方案, 指导考试改革试点; 加快教育信息化进程。加快教育信息基础设施建设; 构建国家教育管理信息系统; 提高国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例, 2012 年达到 4%。
2011 年	《教育部 财政部关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知》	大力推进国家教育考试标准化考点建设工作, 建设并完善考试综合业务系统、考生身份验证系统、作弊防控系统、视频及网络监控系统、应急指挥系统。
2014 年	《现代职业教育体系建设规划 (2014-2020 年)》	到 2020 年, 形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通, 体现终身教育理念, 具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系, 建立人才培养立交桥, 形成合理教育结构, 推动现代教育体系基本建立、教育现代化基本实现。
2014 年	《关于深化考试招生制度改革的实施意见》	一是改进招生计划分配方式, 进一步促进机会公平。二是改革考试形式和内容, 更好地引导素质教育, 促进学生健康成长。三是改革招生录取机制, 规范考试加分、自主招生, 改进录取方式, 拓宽多种形式学习通道。四是改革监督管理机制, 加大信息公开力度, 加强对违法违规行为的查处。五是在少数省 (市) 开展高考综合改革试点。

来源: 国金证券研究所

电子化考试引领考试潮流, 业内竞争者少。信息化的迅速发展催生在线考试系统, 相较传统纸质考试, 电子化考试在物流、批阅、反馈等方面具有天然优势。目前多数国际化语言类考试均采用电子化考试, 如 TOEFL、GRE 等, 国内的电子化考试则多集中在职业资格领域, 初步向学历教育领域涉及。也正因如此, 行业内直接竞争者相对较少, 多数公司都从事纸质试卷的阅卷系统, 目前除全美在线外只有海云天和山大鸥玛两家公司涉及电子化考试服务。

电子化考试占比较小, 未来发展空间巨大。根据预测目前我国电子化考试市场有 2.2 亿考生, 若每位考生的考试服务费用达 500 元, 则整个电子化考试市

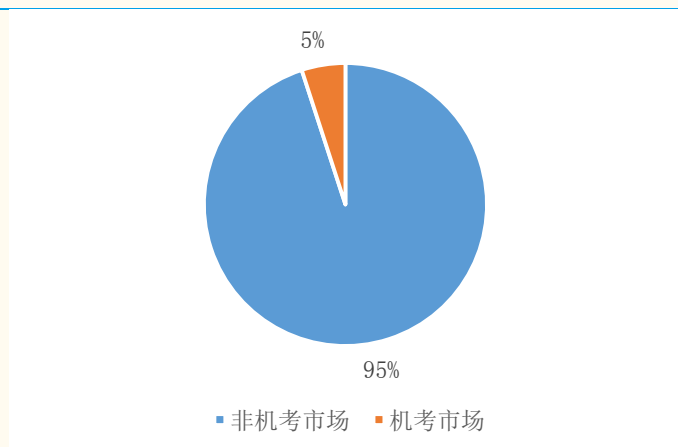
场规模将达 1100 亿元。而当前我国考试市场中电子化考试占比仅为 5%，至 2020 年，电子化考试普及度将大幅提高，而据联合国社会经济组织估计，至 2020 年我国非学历考试将覆盖 7.1 亿人，届时电子化考试将迎来巨大的市场空间。

图表 15: 电子化考试四大优势



来源: 国金证券研究所

图表 16: 当前机考市场所占份额仅为 5%



来源: 公开资料, 国金证券研究所

3.2 职业教育有望成为在线教育新风口

早在 1996 年我国便颁布了《职业教育法》，近年来随着我国经济进入转型期，现代化职业教育体系的建设成为发展重点之一，在这一背景下，职业教育市场发展迎来新机遇。

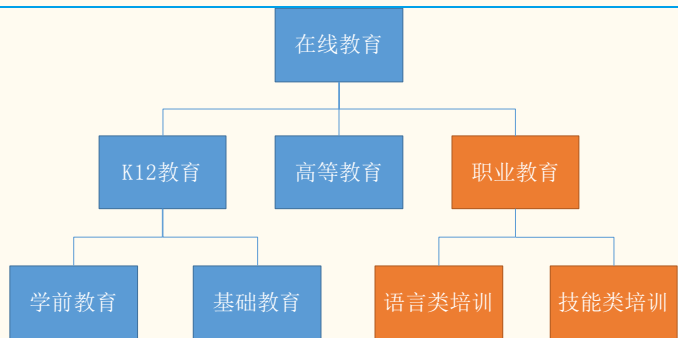
在线职业教育受到多种因素推动，有望迎来爆发期。“十三五”规划中明确提到在全国范围内大力支持职业院校发展，给予职业院校充足的资金支持。另一方面，职业教育是成人教育，对在线学习接受度更高，伴随着企业用人观念由“学历”向“学力”的转变，职业教育的线上模式势必迎来广泛需求。

图表 17: 四大因素助力职业教育的在线转型



来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表 18: 在线教育具体组成

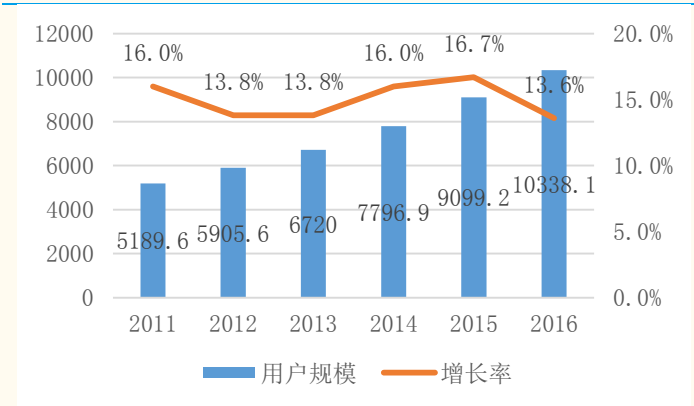


来源: 公开资料, 国金证券研究所

2015 年我国在线教育市场用户超过 9000 万人，随着在线教育用户群体不断扩大，互联网普及、用户使用习惯形成等变化，预计 2016 年市场规模有望超过 1400 亿元。

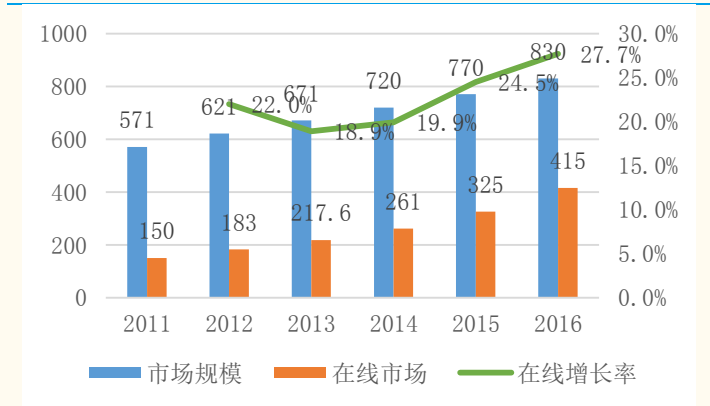
2015 年我国职业教育市场规模、在线职业教育市场规模分别达到 770 亿、325 亿元。随着职业教育迎来在线教育这一封口，预计职业教育的在线市场规模将以 27% 的年均增长率迅速扩容

图表 19：我国在线教育用户规模逐年增长（万）



来源：公司路演资料，国金证券研究所

图表 20：我国在线职业教育市场逐年增长（万）



来源：公司路演资料，国金证券研究所

3.3 大数据时代助推精准招聘驶入快车道

随着近十年来我国网民数量激增以及社会人才需求的转型，在线招聘市场正面临着发展风口。根据估股网数据，在线招聘网站前程无忧近年来的独立雇主数量保持持续增长。

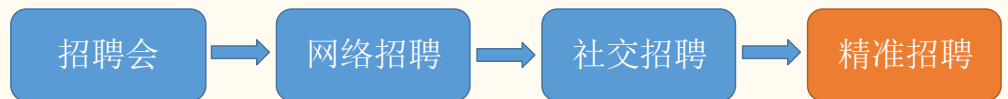
图表 21：前程无忧在线招聘服务的独立雇主数量（万）



来源：估股网，国金证券研究所

美国精准招聘市场容量达千亿美元。随着技术发展，企业招聘人才的形式也在逐步变化，从传统的招聘会到如火如荼的网络招聘，再到如今的社交招聘，尽管招聘形式一直在更新，但企业招聘和个人求职的目的始终是不变的，如何能快速、准确地为公司筛选人才以及个人选择合适的企业。随着大数据挖掘技术的发展，未来这一问题将有更好地解决方式，也即精准招聘，目前精准招聘市场在美国已经达千亿美元。

图表 22：招聘形式的演变



来源：公司路演资料，国金证券研究所

国内在线招聘市场中，精准招聘异军突起。当前中国在线招聘网站中，综合类招聘平台及分类信息平台占比仍然较大，根据易观智库的数据显示，2016年第一季度前程无忧、智联招聘、58 赶集市场份额分别为 29.6%、26.2%、26.1%。但同时精准招聘网站异军突起，其中搜前途、e 成网分别获得千万级 Pre-A 轮融资及数千万美元的 B 轮融资，未来必将扮演更加重要的角色。

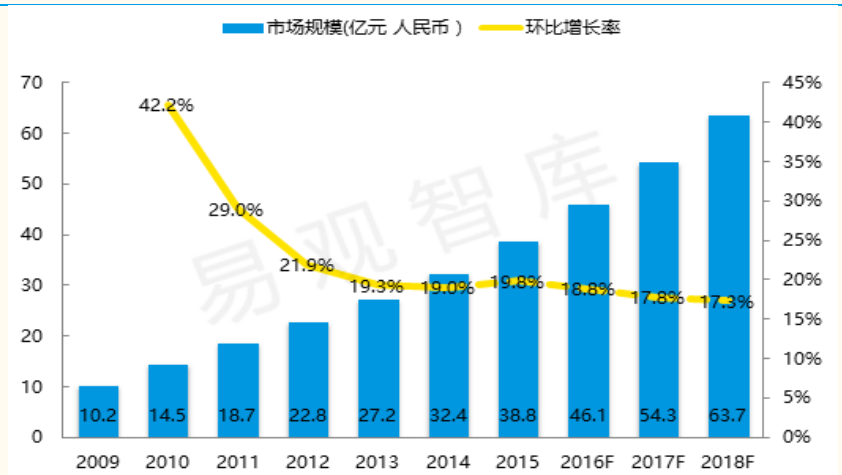
图表 23：中国互联网招聘网站分类

综合类招聘平台	分类信息平台	垂直招聘	社交招聘	兼职招聘	精准招聘
前程无忧 智联招聘	58 同城 赶集网 百姓网	拉勾网 猎聘网 BOSS 直聘	LinkedIn 大街网	斗米兼职 兼职猫	搜前途 e 成 测聘网

来源：易观智库，国金证券研究所

2018 年我国互联网招聘市场容量预计将达 63.7 亿元。在 DT 时代及互联网时代的双重刺激下，我国网上招聘市场将迎来快速增长。根据易观智库的研究报告显示，2016 年中国互联网招聘市场规模将达到 46.1 亿元，较去年同期增长 18.8%，而到 2018 年预计将达到 63.7 亿元。

图表 24：中国互联网招聘市场规模预测



来源：易观智库，国金证券研究所

3.4 行业竞争格局：公司与 ETS 及 ACT 有差异，国内竞争者较少

根据股转系统提供的行业分类标准以及 WIND 行业，筛选出 80 家新三板教育类公司，以下是按 2015 年营业收入排名前 28 家且收入均高于 1 亿元的竞争公司。

图表 25：新三板主要教育行业公司

行业	细分	公司代码	公司简称	业务模式	市值(亿元)	2015年收入(百万元)	收入增速	2015年净利润(百万元)	净利润增速
K12教育	K12教育-教育信息化	831601	威科姆	教育云服务平台、数字化智慧校园系统和智慧教育综合解决方案提供商、设备提供商、教育信息服务运营商，以直销为主、分销为辅	12.85	401.51	26.18%	40.90	3045.85%
	K12教育-教育信息化	430244	颂大教育	主营教育信息化环境建设、教育软件及系统研发和提供教育云平台运维服务，以“公共经费采购+用户自主购买+关联第三方付费”为盈利模式	10.09	253.45	287.94%	32.06	98.36%
	K12教育-教育信息化	430176	中教股份	为中小学基础教育机构和各省市及区县教育管理机构提供软件定制开发服务、教育信息化整体解决方案。设计、开发并提供教学设备、软件	10.86	155.40	6.85%	40.35	-19.51%
	K12教育-教育信息化	831850	分豆教育	为全日制学校、教育机构、家庭和个人提供适合教育教学的软件、硬件及教学环境等综合服务，以代理为主、直销为辅	21.71	106.54	267.60%	62.85	754.98%
	K12教育-图书出版	831299	北教传媒	为全国中小学生、教师及学校提供纸质和互联网教育产品及相应服务，以代理、线上推广为主。	8.67	284.79	8.25%	35.50	95.76%
	K12教育-英语培训	836427	倍乐股份	提供美式幼儿英语课外辅导和少儿英语课外辅导服务	0.00	150.96	26.40%	-39.22	N/A
	K12教育-在线教育	835971	尚睿通	培训2B/C：教师在线职后继续教育和职前考试服务培训；教学工具：基于大数据和云计算技术的跨平台互联网产品；社区：面向教师及家长的沟通社区	0.00	199.10	115.73%	38.98	208.42%
	K12教育-在线教育	833173	赢鼎教育	专注于高考报考在线教育领域，终端客户为高中生，以高考报考为入口，开发了高考提分、留学咨询、艺考培训等相关业务	24.98	141.08	727.59%	110.23	36711.29%
	K12教育-在线教育	831084	绿网天下	主营业务为绿色上网安全软件及互动在线教育平台等相关产品的研发、销售和服务	3.31	108.95	318.47%	-7.94	-261.53%
高等教育	高等教育-教育信息化	833694	新道科技	以2B为主；平台：提供全仿真模拟实践教学平台；内容：编撰教材课件等教学资源；服务：提供师资培训服务和课程交付服务	11.90	228.68	25.87%	50.89	51.91%
	教学用具制造	832730	蓝贝股份	提供智慧教室综合解决方案、教装设备、运营服务	0.00	197.42	26.44%	12.98	193.93%
母婴教育	母婴教育	834093	盛成网络	建有资讯、社交、工具、电商等四大商业板块，包括妈妈网、32个城市垂直母婴社区网站等	9.00	151.19	46.84%	12.22	12.47%
学前教育	学期教育	430518	嘉达早教	主要业务为早教益智产品研发、生产及销售，逐步向早教培训和早教咨询服务的提供，软件内容服务提供延伸	5.91	229.55	-27.03%	33.94	-2.90%
	学前教育	430223	亿童文教	提供以科学保教产品为核心的幼儿教育整体解决方案	26.46	407.27	30.02%	94.98	9.56%
	学前教育	833242	领航传媒	青少年娱乐教育产品的研发制作、青少年娱乐教育产品研发销售、广告代理服务、幼儿园连锁加盟	6.12	105.76	-19.61%	1.67	-79.12%

职业教育	职业教育-教育信息化	430638	景格科技	2B: 向职业院校等客户提供标准化教学软件、定制化软件、课程、系统、专业教学信息化技术开发服务、专业建设咨询	1.30	125.26	17.20%	23.97	12.97%
	职业教育-企业管理培训	831930	和君商学	2B端: 提供管理培训的课程设计和讲授; 2C端: 线下面授或线上网络提供学习体系设计和课程讲授	18.75	534.08	1647.49%	4.69	-26.48%
	职业教育-企业管理培训	833010	盛景网联	构建互联网中小企业O2O服务平台, 通过各类培训咨询指导中小企业实现创新转型	51.39	339.14	51.79%	125.55	70.35%
	职业教育-企业管理培训	831891	行动教育	为企业提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台, 正在向管理培训、管理咨询业务的产业链下游进行延伸	5.84	232.12	7.76%	20.84	-11.91%
	职业教育-银行管理培训	833380	起航股份	为银行提供培训、咨询和科技服务; 开展金融业务流程外包服务	3.63	100.19	-16.15%	-3.27	-127.79%
	职业教育-在线教育	430545	星科智能	通过职教云平台提供学习、评价及就业服务; 在线教育服务; 智能教学设备、虚拟仿真实训产品	6.08	102.22	1.34%	3.30	-70.45%
	职业教育-职教信息化	835079	全美在线	2G端: 为资格认证考试提供组织咨询服务; 2B端: 为企业选聘考试组织实施服务; 2C端: 提供认知地图和能力评价服务	0.00	328.33	115.38%	80.64	201.20%
	职业教育-职教信息化	836622	中锐教育	校企合作, 为职业技术学院提供整体建设方案, 为学生提供就业辅导等服务, 与院校进行学费分成	0.00	103.29	-1.83%	14.20	17.02%
	职业教育-专业飞机培训	834543	蔚蓝航空	为大型航空运输公司提供驾驶员的整体培训课程	0.00	111.65	15.03%	15.00	-3.71%
	职业教育-专业汽车培训	834592	一乘股份	以自主招生为主, 打造自学员报名至获得驾照的全流程服务链条	0.00	373.89	28.81%	29.85	10.56%
	职业教育-专业汽车培训	834929	风向标	为客户提供汽车职业教育教学实训装备、汽车虚拟仿真实训及教学软件和专业教学服务	0.00	106.05	-12.68%	19.61	-4.55%
	职业教育-资格考试培训	830858	华图教育	涵盖面授培训、在线培训、咨询服务等, 提供众多资格招录考试培训产品及管理咨询等延伸服务	64.45	1358.85	17.61%	212.13	101.83%
	职业教育-资格考试培训	833406	中税网	向国内大中小企业提供互联网财税培训服务	0.00	139.93	6.36%	3.73	-81.57%

来源: WIND, 国金证券研究所

图表 26: A 股/美股/港股主要教育行业公司

细分	公司代码	公司简称	简介	教育业务收入
K12 教育	300359	全通教育	首家家校互动信息服务上市公司, 荣膺"2016 年中国在校教育十强"称号	439.02 (家校互动信息服务、继续教育业务、学科升学业务)
	300235	方直科技	国内领先的中小学同步教育产品及服务提供商, 募集资金 9 亿元用于教学研云平台、同步资源学习系统等项目	71.47 (方直金太阳教育软件)
	002261	拓维信息	收购国内排名第一的网上阅卷和教育评价提供商海云天、国内最大的幼儿园多媒体互动课堂提供商长征教育, 形成 0-18 岁全覆盖在线教育平台	329 (教育培训)
	000719	大地传媒	旗下"中国教育出版网"为 K12 在线教育平台, 推出 MPR 数字出版物及云书网	6005.31 (教辅等发行及出版)
	600661	新南洋	重组昂立教育切入 K12 教辅, 实际控制人为上海交通大学, 或持续进行资产运作	954.98 (教育与服务)
	EDU.N	新东方	全国英语培训及 K12 教育培训龙头, 2015 年营收 76.29 亿元, 净利润 11.81 亿元, 持续研发教育亏, 向线上教育延伸	1102.97 美元 (教育课程及服务)
	XRS.N	好未来	全国 K12 教育培训龙头, 2015 年营业收入 40.58 亿元, 净利润 6.73 亿元。成立"未来之星"创业营	619.95 美元 (在线辅导课程)
国际学校	1317.HK	枫叶教育	全日制国际学校, 与加拿大 BC 省建立合作关系。旗下学校以高中为主, 涵盖初中小学	554.59 (学费及住宿费)
教育信息化	002230	科大讯飞	发股及现金收购乐知行 100% 股权, 切入北京数字校园市场; 募资 21.5 亿元拓展在线教育及人工智能	100.53 (教育教学)

	002315	焦点科技	设立“焦点教育”，提供智慧校园解决方案	213.67（注册收费会员服务）
	300010	立思辰	收购汇金科技、敏特昭阳、康邦科技以及江南信安，打造“安全+教育”生态	131.4（教育产品及管理解决方案）
	002232	启明信息	主营业务“校信通”，校家互通；数据中心业务为在校教育提供网络运营平台和运维服务	—
教育咨询	000793	华闻传媒	子公司澄怀科技“太傻网”是中国最大的留学及考试教育在线社区之一，注册用户已超过260万人，独立IP访问量约2200万人次/年	151.69（留学咨询及相关业务）
在线教育	002396	星网锐捷	教育行业企业级网络设备市场占有率第一；旗下锐捷网络大学为在线教育平台	-
职业教育	TEDU.O	达内科技	全国IT职业教育培训龙头，线上线下相结合；业务延伸至会计、人力资源等其他职业教育培训方向	193.05美元（教学课程、认证服务）

来源：WIND，国金证券研究所

图表 27：美国两大考试服务公司对比

公司	简介	服务对象	考试及测评	考生人数	覆盖国家	考点
ETS	成立于1947年，由美国教育委员会、卡耐基教育促进基金会以及大学入学考试委员会创建的一所独立非营利性机构。ETS主要在美国设计和举办多项标准化考试，同时也在大多数国家管理TOEFL考试。每年运作经费约9亿美元。	K12、教育测评机构、高等教育机构、企业招聘、英语学习等	GRE Tests、HiSET Exam（美国高中入学考试）、The Praxis Series Tests（教师资格系列考试）、TOEFL、TOEIC（托业）、ETS Educator Series、ETS Performance Portfolio、ETS SkillBuilders、ETS Tech Connect	5000万	180多个国家	9000多个考点
ACT	成立于1950s，是美国领先的考试服务提供商，旗下ACT考试在美国7个州是入大学的必要条件。	企业招聘、高等教育机构、个体学生、K12、政府机构等	ACT National（大学生入学考试） ACT Aspire（中学学业测评考试） ACT WorkKeys（求职技能考试） ACT Engage（进步测试） ACT QualityCore（学习质量测试） ACT Profile（大学及职业计划）	每年超过190万美国高中生参加，占有所有高中生比例约为59%。 540万 35万 10万	130多个国家	—

来源：WIND，国金证券研究所

对标公司及竞争格局分析：

(1) 与全美在线相比，同为考试服务公司，ETS及ACT均服务与自身举办的考试，而全美在线更多地承接来自机构协会、企业等的外包考试服务。

美国主要两大考试服务机构为ETS及ACT，其中ETS不仅负责美国高考之一SAT的运营管理，还覆盖TOEFL、TOEIC等全球性考试，而ACT运营的考试主要分布于美国本土，如ACT等。

(2) 国内与全美在线业务相似的公司较少，ATA行业占有率极高。证券、基金、税务、财务、银行等考试对于大规模部署考试能力，安全性等要求极高，因此对于考试主办方对于考试服务提供商的考试运营管理技术沉淀、全国乃至全球考点布局、应对突发事件及防作弊等能力的要求极高，全美在线在行业内经验积累深厚，布局广泛且深入，依照考量计算，全美在线市场占有率第一，具有绝对优势。

(3) 被拓维信息并购的海云天以及山大鸥玛，虽然也有在机考服务市场也有一定的布局，但公司的主营侧重不同，竞争关系并非强烈。海云天提供网上评卷、教育测评、智能考试、考务管理标准化等一系列产品和服务。主要聚焦在高考和中考等领域提供网上阅卷等服务。高考市场份额超过58%，中考市场份额超过30%，市场份额全国第一，年考试数据处理量高达1.3亿，持续位居全球第一，与全国18个省教委、100+个地市教委建立了长期稳定的合作关系。

4 公司的核心竞争力

4.1 公司深耕行业多年，拥有领先的试题技术，客户粘性高，第三方机考市场占据 84% 的市场份额

公司成立于 2006 年，经过 10 年的行业深耕，凭借先发优势，据公司在公开转让说明书中披露，公司在中国考试服务市场的第三方机考市场中按考量计算占据 84% 的市场份额，处于绝对优势地位。同时也积累了强大的技术资源，经过多年应用的验证，核心技术完全被其他系统替代可能性较低。与客户因此形成了很高的粘性。

2015 年注册会计师考试，共 77.7 万余名考生报名，204 万余科次，全美在线创下世界单个周末上机人数最多的计算机智能化考试新纪录。

1) 动态模拟试题表现技术 (Dynamic Simulation Technology)

目前微软使用的唯一来自中国的许可技术就是全美在线的 DST 技术。DST 技术是一种通过模拟软件界面实施考试测评的方法，目前 DST 技术以 10 余种不同的语言版本为全球考生提供测评服务。公司 DST 技术的创新之处体现在：

- ① 采用全新的表现方式，减小考核内容和考核方式间的差异，提高了考试测评效率；
- ② 创造出软件界面的呈现效果，同时能对操作动作做出恰当的响应；
- ③ 使试题表现变成实际工作场景，考生无法通过简单记忆应付考试，提高考试安全性及结果的可信度。

图表 28：动态模拟技术图示



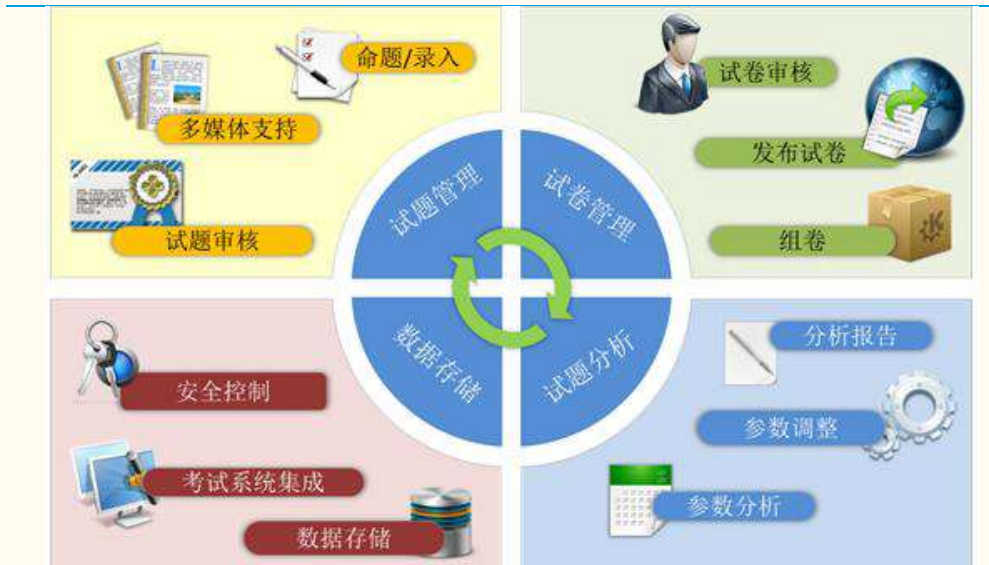
来源：公司公告，国金证券研究所

2) 题库组卷技术

题库组卷技术是将电子化考试所需要的各类电子化内容数据以及外观和功能模块，根据考核规则制作成相应电子试卷。

公司题库组卷技术可以保证考场中前后左右相邻的考生，在同一时刻作答的试题内容或呈现内容不完全相同，从而在不牺牲考试有效性、等值性和公平性的基础上，降低作弊的成功率，这项技术已经广泛用于我国机考环节。

图表 29：题库组卷技术图示



来源：公司公告，国金证券研究所

除 DST、题库组卷技术外，公司还拥有具有自主知识产权的实景试题技术 (RET)、ATA-ML 技术、考场控制技术以及形成性评价技术等业内领先的表现技术。

4.2 遍布全国的运营渠道，庞大的考试网络

公司拥有大规模的考试运营渠道，遍布全国考站 3000 余家。公司拥有行业内领先的考站资源，总共有 2500 多名授权工程师，遍布全国地级市以上行政区，在沿海发达地区已经深入到县级市，还在北美洲和欧洲等地区设有考站。公司拥有的庞大考试网络是开展全国性统一考试的基，公司具备在同一天部署百万科次考试，年部署数千万科次考试的能力。

全国网络式考站资源设置具有极高壁垒。基于中国庞大的考试需求市场，建立标准化考站面临网络系统庞大、网络环境复杂及全国多地同时进行考试等多种问题，对行业新进入者是极高的壁垒，因此众多的考站资源也是公司在行业中关键的竞争优势。

图表 30：公司运营渠道遍布全国



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

4.3 覆盖考试测评运营全业务链，搭建人才培育闭环生态链

公司为考试测评提供的运营服务涵盖了全方位的人才测评领域，包括考试运营、人力资源选聘以及职业后续培训等服务，在整个考试测评运营业务方面实现全覆盖，因此在全业务链上没有完全相同的竞争对手。

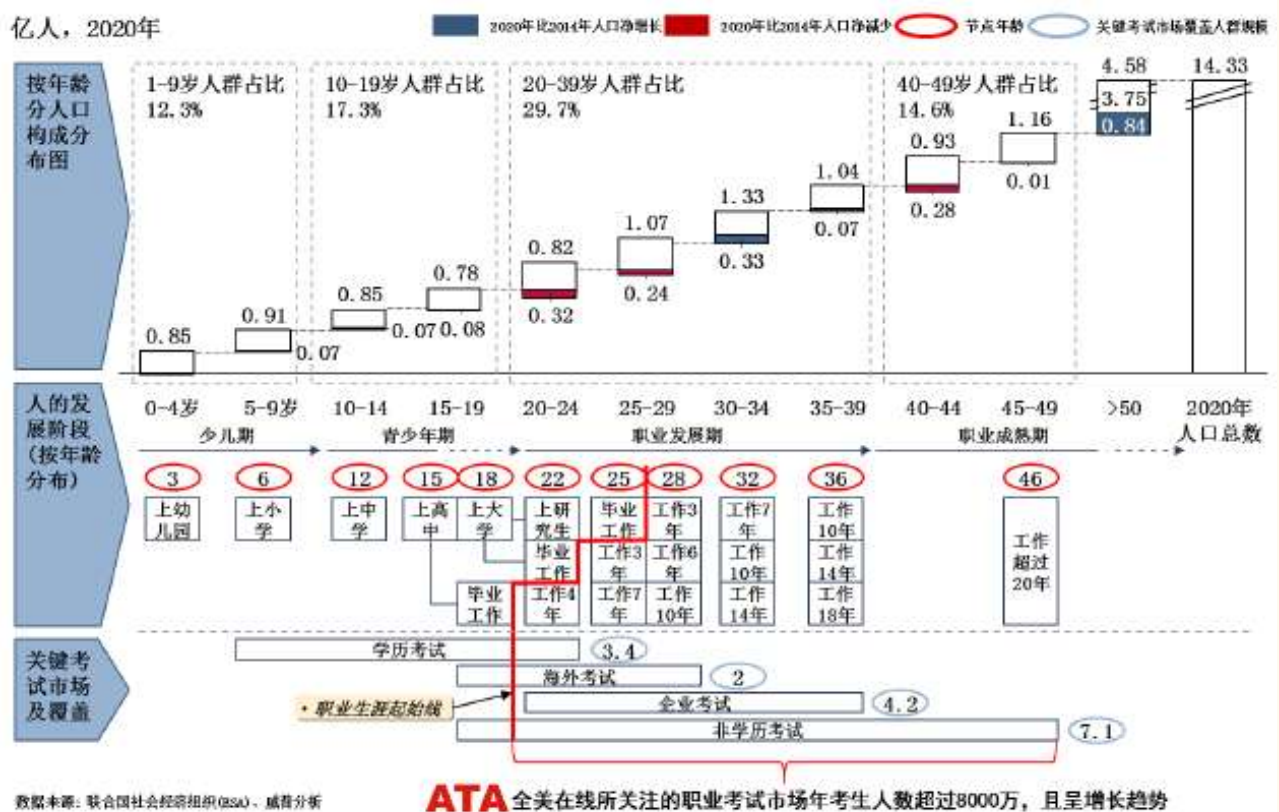
图表 31：公司覆盖考试测评运营全业务链

业务	全美在线	海云天	智联测评	明博教育
考试报名软件	√	√		√
阅卷软件	√	√		√
试题表现	√			
计算机考试服务	√	√		
纸笔服务	√			
人才测评	√	√	√	
人力资源选聘	√		√	
职业后续培训	√			

来源：国金证券研究所

公司以考试测评为主线，所关注的考生覆盖其职业生涯起始后的学历，职业教育等方面，形成了全方位的人才测评及服务的生态链。

图表 32：公司所关注的考生范围



来源：公司公告，国金证券研究所

丰富的业务模式带来的是广泛的客户覆盖，客户行业涵盖了金融业、制造业、服务业、医药卫生、信息产业、石油化工等，包括行业协会、政府部门、培训机构等，公司行业认可度极高。

图表 33：公司客户覆盖



来源：公司路演资料，国金证券研究所

5 公司未来的成长逻辑

5.1 紧跟中国考试计算机化大趋势，大力发展机考业务

我国考试测评市场空间巨大，纸笔考试向计算机考试转变趋势不可阻挡。当前国内各类考试整体机考率仍较低，处在飞速发展期，未来将可能形成超过百亿元的考试市场空间。由于计算机考试在标准化、考后培训、管理等方面的优势，纸笔考试向计算机化考试迁移是大势所趋。

国家考试去行政化改革，第三方考试服务公司迎利好。国家进行考试去行政化改革后，资格准入类考试将大幅取消，而水平评价类考试将得到大力发展。2015 年上半年，大量归部委主管的考试移交至专业行业协会，这类协会一方面更多地采取计算机考试的形式，另一方面也更加依赖于第三方考试服务公司实施考试，全美在线在这一领域具备多年的从业经验及丰富的客户资源，公司的业务增长将基于中国考试计算机化的大趋势。

图表 34：中国考试量规模及公司考量占比

项目	占比	考量总规模（千科次/年）	考试类型
ATA 考试	5%	超过 7,000	全国或区域性
合作可能考试	10%	大约 12,000	全国或区域性
潜在考试	20%	大约 26,000	全国或区域性
合计	100%	大约 150,000	-

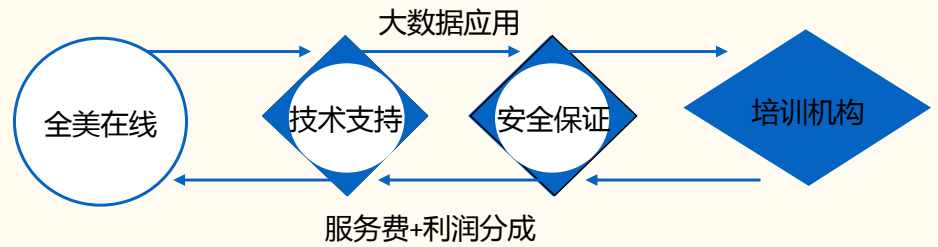
来源：公司路演资料，国金证券研究所

5.2 以职尚教育为基点，冲击在线职业教育市场

职业教育的在线形式能够帮助受众在学习或者取得执业证书后直接衡量学习结果，驱动力更强，同时职业教育手掌付费能力强，也更容易接受线上学习的形式，因此职业教育天生适合在线教育。

公司作为平台型教育公司对教育资源的整合能力突出，以此为基础通过数据挖掘和数据分析技术的进一步发展，为培训主办方提供一体化、一站式的解决方案，为考生提供针对性增值服务。

图表 35：公司培训业务



来源：公司路演资料，国金证券研究所

公司与新东方盒子成立了职尚教育，定位于在线职业教育，目标受众是大学生和职场新人，将提供包括职业技能培训、职业考试辅导等教育培训服务。职尚依托于新东方在网络教育领域的技术和内容资源，结合全美在线对于考试运营的丰富经验和数据积累，有望在在线职业教育领域率先突破。

图表 36：公司与新东方合资成立的职上网

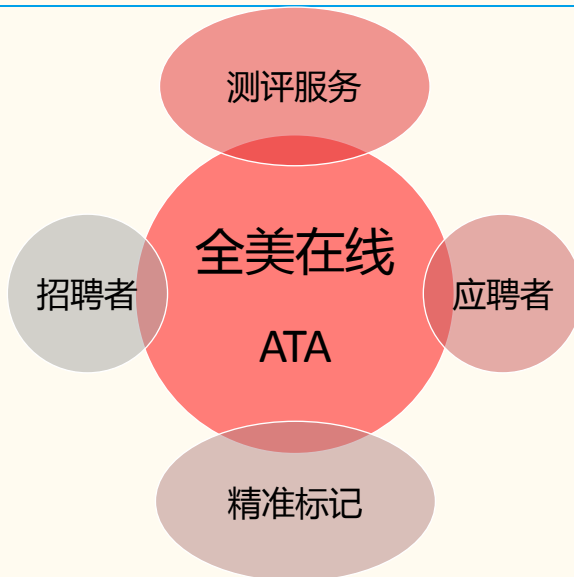


来源：公司官网，国金证券研究所

5.3 建立人才大数据库，开拓精准招聘市场

公司凭借多年在考试测评领域积累的海量数据可建立人才大数据库，在此基础上，筹建数据挖掘团队，与美国招聘技术服务商 Brilient 形成战略合作，发力精准人才推荐领域。此外，在应征者测评环节公司拥有若干技术支撑：1、招聘—求职环节，应用 Saville Wave（个性测试）、EPI（能力测试）等能准确全面考察求职者能力；2、利用在职业考试领域的的数据积累，专业数据分析团队提供科学、详细分析。

图表 37: 公司精准招聘业务战略



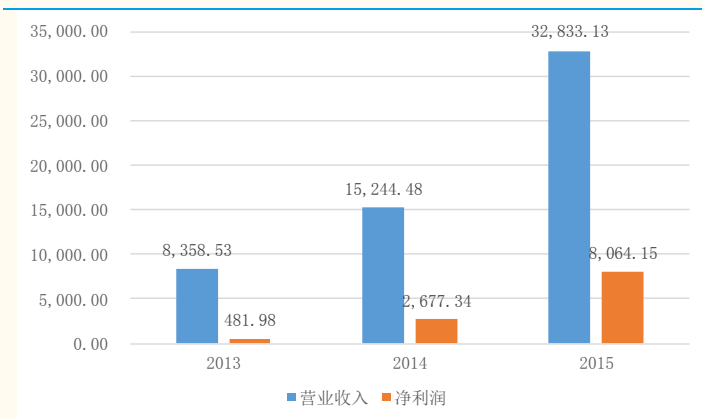
来源: 公司路演资料, 国金证券研究所

6 财务分析与估值分析

6.1 公司收入利润大幅增长, 考务服务业务毛利率持续上升

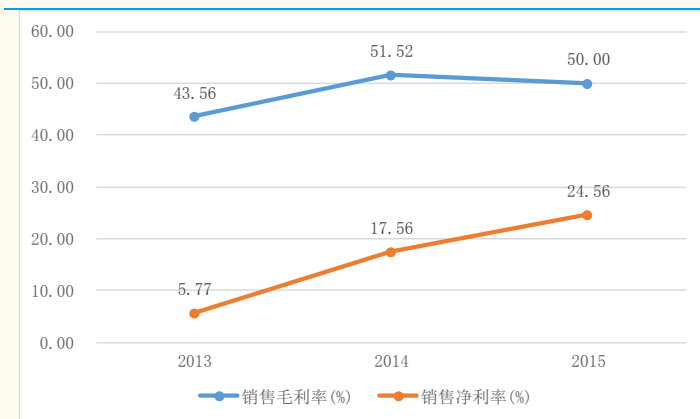
2015 年度公司实现营业收入 3.28 亿元, 同比增幅达 115.38%; 净利润 8064.15 万元, 同比增幅 201.20%, 主要原因为: (1) ATA.Inc 将其控制的所有考试测评相关业务转移至全美在线; (2) 公司在行业协会及大型企事业单位等机构开拓了新客户新项目, 带动了销售业绩的大幅度增长。2015 年公司销售毛利率稍有下降至 50%, 主要原因是销售成本的增幅略高于销售收入的增幅, 而公司销售净利率仍稳步增长。总体来说, 得益于业务转移及市场开拓, 公司业绩表现良好。

图表 38: 2013-2015 收入与净利润情况 (万元)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 39: 2013-2015 毛利率与净利率情况 (%)

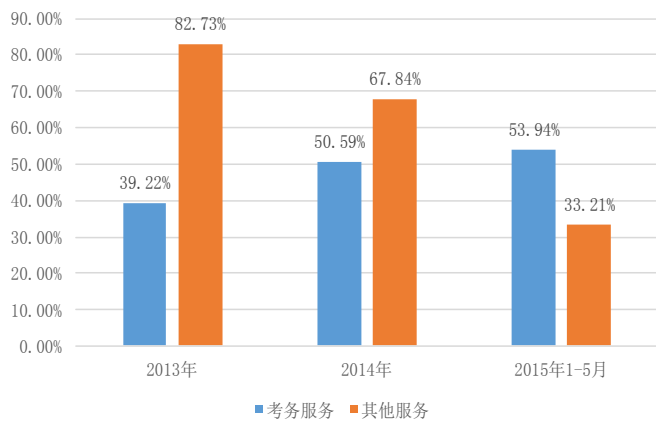


来源: WIND, 国金证券研究所

目前, 公司的主营业务分为考试服务业务和其他服务业务。

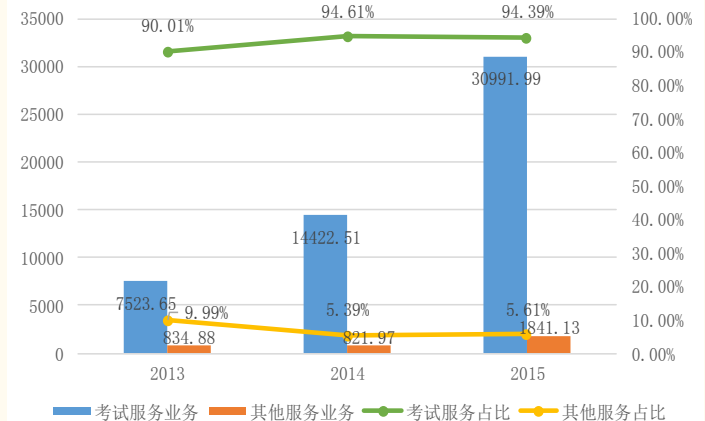
从收入的类别上看, 公司主要收入来自考试服务业务, 2013-2015 年考试服务业务收入占比均在 90% 以上。此外公司考务服务毛利率持续提升, 2015 年毛利率达 53.94%, 并超过其他服务, 主要原因在于新增考试项目以及原有考试业务规模逐年增长, 考站承接考试科次增加幅度高于考站总机位成本增加幅度, 考站机位使用率提高。相比之下其他服务毛利率持续下降, 主要原因是公司投入较小, 且该行业竞争较为激烈, 公司专业经验及专业技术优势尚未凸显。

图表 40: 2013-2015 公司分产品毛利率情况 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 41: 2013-2015 分产品营业收入及占比情况 (万)



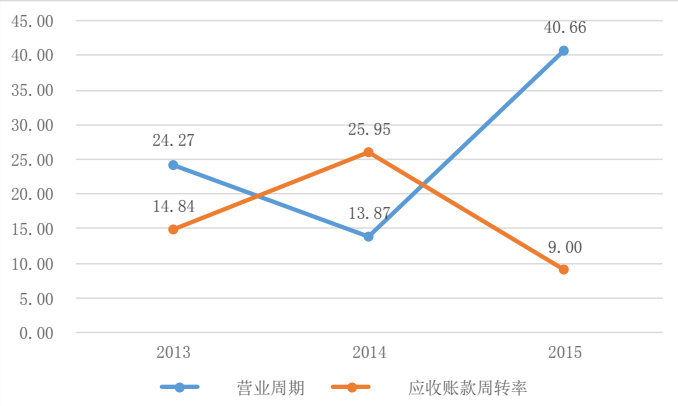
来源: WIND, 国金证券研究所

6.2 公司营运能力及经营情况仍有改进空间

2015 年公司应收账款周转率下滑至 9.00, 同时营业周期增加至 40.66, 主要原因在于公司营业收入增长较快, 且存在季节性波动, 第四季度收入占比较高, 并且仍处于回款周期内, 因而应收账款同比增长 993.18%, 导致应收账款周转率出现大幅下滑。考虑到公司客户大多为政府部门、行业协会、跨国企业等, 发生坏账的可能性较小, 因此预计 2016 年公司应收账款周转率及营业周期将好转。

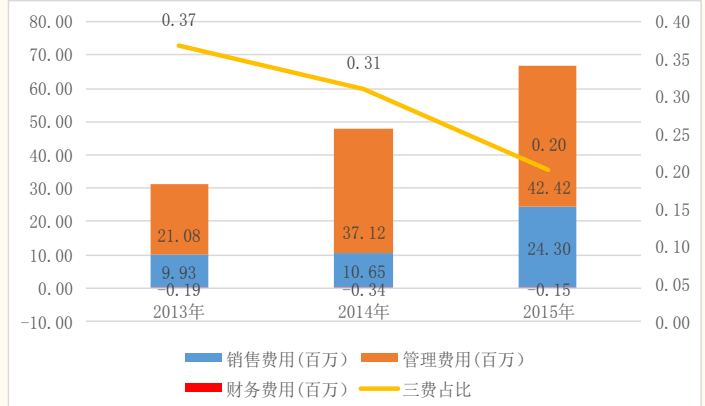
2013 年-2015 年, 公司期间费用总体处于上升趋势, 其中管理费用、销售费用增涨较快, 主要受公司业务规模扩张的影响, 2015 年公司财务费用下降 56.41%, 我们认为主要原因是公司应收账款较高, 资金管理压力较大, 致使公司选择增加高流动性货币基金持有量, 从而导致利息收入减少。总体来说, 公司期间费用占营业收入的比例逐年下滑, 2015 年三费占比仅为 20%, 表明公司营运能力较强, 是公司销售体系和组织架构不断调整优化的结果。

图表 42: 2013-2015 应收账款周转率和营业周期变化



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 43: 2013-2015 公司期间费用及占营业收入比例



来源: WIND, 国金证券研究所

6.3 盈利预测、估值、投资建议及风险提示

盈利预测、估值及投资建议:

公司由于未开启做市交易, 根据 A 股, 新三板及海外可比公司 PE, 及参照公司 22.55 元的定增价, 我们给予公司 48-52 元的目标价。

我们预测公司 2016-2018 年的收入分别为 5.14 亿元、7.00 亿元和 8.86 亿元, 分别同比增长 56.5%、36.2%和 26.5%, 净利润分别为 1.34 亿元、1.81 亿元、

2.28 亿元，分别同比增长 66.14%，35.37%，25.69%；EPS 分别为 2.398 元，3.246 元和 4.079 元，对应 PE 为 20.85,15.41 和 12.26。

鉴于公司在考试测评服务领域的强大业务能力，未来有很大上升空间，建议买入评级，目标价约 48-52 元。

风险

公司考试测评服务业务拓展速度不及预期，未来在线职业教育市场及精准招聘市场发展缓慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	84	152	328	514	700	886	货币资金	38	20	119	233	389	600
增长率		82.4%	115.4%	56.5%	36.2%	26.5%	应收账款	6	6	67	112	160	209
主营业务成本	-47	-74	-164	-253	-343	-432	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	56.4%	48.5%	50.0%	49.3%	49.0%	48.8%	其他流动资产	0	50	2	5	6	7
毛利	36	79	164	260	357	454	流动资产	45	77	189	350	555	817
%销售收入	43.6%	51.5%	50.0%	50.7%	51.0%	51.2%	%总资产	78.7%	64.8%	86.1%	91.7%	93.4%	94.7%
营业税金及附加	0	-1	-2	-3	-4	-6	长期投资	10	32	11	12	11	11
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1	1	5	7	6	4
营业费用	-10	-11	-24	-40	-57	-76	%总资产	1.6%	0.5%	2.4%	1.8%	1.1%	0.5%
%销售收入	11.9%	7.0%	7.4%	7.8%	8.2%	8.6%	无形资产	0	0	5	11	20	29
管理费用	-21	-37	-42	-68	-95	-122	非流动资产	12	42	31	32	39	46
%销售收入	25.2%	24.3%	12.9%	13.2%	13.5%	13.8%	%总资产	21.3%	35.2%	13.9%	8.3%	6.6%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	5	30	95	149	201	250	资产总计	57	118	219	382	594	862
%销售收入	5.9%	19.5%	29.0%	29.0%	28.6%	28.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	4	6	10	应付款项	19	53	51	64	86	109
%销售收入	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.7%	-0.9%	-1.2%	其他流动负债	8	8	30	46	63	80
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	27	61	81	110	149	189
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	-3	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	27	61	81	110	149	190
营业利润	5	30	92	153	207	260	普通股股东权益	30	57	138	272	445	673
营业利润率	6.2%	19.7%	28.0%	29.7%	29.6%	29.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	57	118	219	382	594	862
税前利润	5	30	92	153	207	260	比率分析						
利润率	6.2%	19.7%	28.0%	29.7%	29.6%	29.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	-3	-11	-19	-26	-32	每股指标						
所得税率	6.5%	10.9%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	每股收益	0.086	0.479	1.443	2.398	3.246	4.079
净利润	5	27	81	134	181	228	每股净资产	2.973	5.679	2.464	4.861	7.963	12.042
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.560	2.833	1.238	2.182	3.188	4.027
归属于母公司的净利润	5	27	81	134	181	228	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.8%	17.6%	24.6%	26.1%	25.9%	25.7%	回报率						
							净资产收益率	16.21%	47.15%	58.57%	49.32%	40.76%	33.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.51%	22.65%	36.80%	35.10%	30.51%	26.43%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	15.56%	46.74%	60.69%	48.14%	39.49%	32.50%
净利润	5	27	81	134	181	228	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	82.38%	115.38%	56.52%	36.24%	26.53%
非现金支出	0	0	2	5	7	9	EBIT 增长率	N/A	502.19%	220.00%	56.51%	34.36%	24.63%
非经营收益	-1	0	3	1	0	0	净利润增长率	N/A	455.49%	201.20%	66.14%	35.37%	25.69%
营运资金变动	10	1	-17	-17	-10	-12	总资产增长率	N/A	108.56%	85.43%	74.17%	55.72%	45.10%
经营活动现金净流	15	28	69	122	178	225	资产管理能力						
资本开支	0	0	-12	-7	-14	-15	应收账款周转天数	12.3	14.1	40.6	78.6	82.6	85.6
投资	-10	-72	69	-1	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	0.3	0.3	0.3	0.3
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	57.6	85.9	67.1	67.1	67.1	67.1
投资活动现金净流	-10	-72	58	-8	-14	-15	固定资产周转天数	4.0	1.5	5.8	4.3	2.8	1.3
股权募资	0	0	0	0	-8	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	#####	-123.58%	-86.46%	-85.86%	-87.50%	-89.07%
其他	0	28	-28	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	-26.6	-88.3	-648.1	-40.9	-31.1	-24.5
筹资活动现金净流	0	28	-28	0	-8	1	资产负债率	47.53%	51.95%	37.18%	28.83%	25.14%	21.97%
现金净流量	5	-16	99	114	156	211							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD