

## 信息发展(300469.SZ)

### 一箭两翼，打造信息资源管理专家

 评级：**增持**

前次：首次覆盖

目标价(元)：

60

分析师

联系人

李振亚

孙雨轩

S0740514120001

021-20315125

0210-20315087

sunyx@r.qlzq.com.cn

lizy@r.qlzq.com.cn

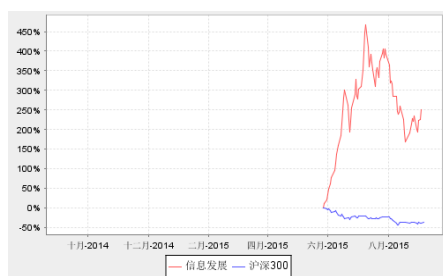
齐鲁通信、物联网团队

2015年09月21日

#### 基本状况

总股本(百万股)	67
流通股本(百万股)	17
市价(元)	53.00
市值(百万元)	885
流通市值(百万元)	3,540

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	308.09	368.33	490.23	635.31	792.47
营业收入增速	20.07%	19.55%	33.10%	29.60%	24.74%
净利润增长率	34.52%	6.78%	27.60%	39.83%	31.15%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.1	0.68	0.94	1.24
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	78.51	56.15	42.81
PEG	0.00	0.00	2.84	1.41	1.37
每股净资产(元)	2.48	3.18	5.25	6.20	7.43
每股现金流量	0.14	0.19	0.04	0.83	1.12
净资产收益率	26.67%	22.17%	12.85%	15.24%	16.65%
市净率	0.00	0.00	9.77	8.28	6.90
总股本(百万股)	50.10	50.10	66.80	66.80	66.80

#### 投资要点

- **国内领先的信息化系统开发与服务提供商，“一箭两翼”打造信息资源管理专家。**公司业务集中在食品溯源、档案信息化与监狱信息化领域。收入增长稳健，2015上半年同比增速66.87%；研发费用占比稳步上升，2014年达9.22%。“一箭”：食品安全上升国家战略，食品流通溯源行业处于爆发窗口期，公司凭借卡位优势抢得先机，未来市场前景广阔；“两翼”：在档案与监狱信息化方面处于龙头地位，目前市场存在深耕机会。
- **食品流通溯源建设落地速度有望加快，增值服务盘活信息价值可期。**食品溯源“十二五”落地速度不及预期，试点城市58个，截至2015年上半年实际完成招标43个，百万级人口城市覆盖率不足40%，新《食品安全法》10月生效，“十三五”期间建设有望加速。我们预测，投资和升级维护费用的市场规模可达248亿元，十三五期间每年市场规模可达50亿元。公司凭借19个示范城市项目(市占率44.19%)处于领先地位，凭借卡位优势加速渗透市场。食品溯源主要覆盖上游生产企业、批发站、下游零售至普通消费者，基于溯源大数据的潜在服务客户众多，可以基于数据提供各类增值服务。**ToB**：为食品生产流通销售企业科学化管理数据支持；**ToC**：结合食品溯源流通信息平台，服务“生鲜”类应用。
- **档案信息化市场空间巨大，深耕存量市场，积极服务长尾客户。**档案信息化市场逐步趋稳，我们测算档案部门和大中企业档案信息化初始投资规模达545亿元，升级维护费用占初始投资20%-30%，市场呈现“需求长尾，边际收入迅速衰退”特点，主要客户尚未开发。借鉴财务信息化以及美国的经验，通过SaaS平台以及档案寄存服务，由“项目式”业务模式逐步转变为“免费平台+增值服务”的档案管理服务商。
- **监狱信息化建设稳步推进，学习成本缔造现金牛。**监狱信息化作为政法信息化的细分领域，市场空间约为170亿。公司目前处于行业龙头地位，较高的学习成本缔造护城河，为企业转型发展提供有力支持。

- **盈利预测与投资建议：**我们预测公司 2015-2017 年实现营业收入 4.90、6.35、7.92 亿元，同比增长 33.1%、29.6%、24.7%；实现归属于母公司净利润 4509、6305、8270 万元，同比增长 27.60%、39.83%、31.15%。考虑公司已 IPO，2015 年总股本 6680 万股，我们预计公司 2015-2017 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.68、0.94、1.24 元。考虑到档案信息化及食品溯源市场的潜在市场规模以及公司在各细分领域的地位及卡位优势，结合公司作为次新股的估值溢价以及公司目前实际控制人股权集中，未来并购弹性相对较大，我们给予未来 6-12 个月内估值市值为 **40 亿**，对应目标价为 **60 元**，首次覆盖给予“**增持**”评级。
- **风险提示：**1) 股市系统性风险；2) 产品创新风险；3) 政策风险

## 内容目录

公司概述：“一箭两翼”，打造信息资源管理专家.....	- 5 -
食品溯源：市场规模持续增长，项目收入与增值服务同步发展.....	- 6 -
食品溯源产业链条长，食品安全上升国家战略爆发可期.....	- 6 -
食品流通溯源建设落地速度有望加快，公司拥有卡位优势.....	- 8 -
提供食品流通溯源增值服务，全面服务产业链上下游.....	- 10 -
档案信息化：做服务全社会用户的档案信息管理专家.....	- 11 -
档案部门信息化水平稳步提高，档案信息化市场规模巨大.....	- 11 -
“占领制高点”策略成效初显，存量与增量用户收入同步增长.....	- 12 -
平台系统+档案寄存：SaaS 化与档案寄存管理，拥抱长尾客户.....	- 13 -
监狱信息化：“小市场”中的“大容量”，为转型提供现金牛.....	- 15 -
较高学习成本与进入壁垒，细分领域存在市场空间.....	- 15 -
龙头地位难以撼动，为企业增长转型提供现金牛.....	- 16 -
盈利预测与投资建议.....	- 17 -
盈利预测假设.....	- 17 -
盈利结果及可比公司对比.....	- 19 -
投资建议：目标价 60 元，给予“增持”评级.....	- 19 -
风险提示.....	- 20 -
股市系统性风险.....	- 20 -
产品创新风险.....	- 20 -
政策风险.....	- 20 -

## 图表目录

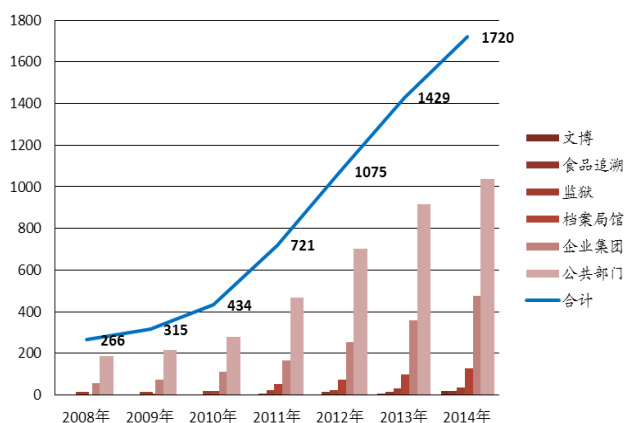
图表 1：2008-2014 年存量客户数.....	- 5 -
图表 2：2014 年各项业务收入、毛利及毛利率.....	- 5 -
图表 3：2011-2015 上半年营业收入及增速.....	- 5 -
图表 4：2012-2014 年净利润、研发费用及其占比.....	- 5 -
图表 5：“一箭两翼”策略全景图.....	- 6 -
图表 6：肉类食品溯源领域全景图.....	- 7 -
图表 7：我国食品溯源相关职能部门关于与分工.....	- 7 -
图表 8：食品安全与溯源领域相关重要法律法规.....	- 8 -
图表 9：我国食品流通溯源市场总投资规模（亿）.....	- 8 -
图表 10：蔬菜肉类流通溯源试点城市.....	- 9 -
图表 11：商务部具有投标资质的企业名称.....	- 9 -
图表 12：信息发展食品流通溯源发展历程.....	- 9 -
图表 13：2014 年底完成招标城市市场占有率.....	- 10 -
图表 14：食品溯源 ToB，ToC 应用.....	- 11 -

图表 15: 档案信息化主要内容 .....	- 11 -
图表 16: 我国档案部门层次机构 .....	- 11 -
图表 17: 各级别档案馆(室)投资金额及数量 .....	- 12 -
图表 18: 档案信息化系统市场规模及构成(亿) .....	- 12 -
图表 19: 档案信息化客户数量及占有率 .....	- 13 -
图表 20: 档案信息化收入、订单及服务占比 .....	- 13 -
图表 21: 财务会计文件与档案文件比较 .....	- 13 -
图表 22: 我国财务会计信息化覆盖率 .....	- 13 -
图表 23: “项目式”服务难以覆盖长尾用户 .....	- 14 -
图表 24: 各项业务成本中人工成本占比 .....	- 14 -
图表 25: 企业、个人信息化管理初创公司众多 .....	- 14 -
图表 26: 畅捷通的主要业务与产品构架 .....	- 15 -
图表 27: 畅捷通收入及毛利率 .....	- 15 -
图表 28: 2002 年以来铁山公司与标普 500 对比 .....	- 15 -
图表 29: 铁山公司收入及毛利率 .....	- 15 -
图表 30: 政法信息化包含主要改造主体 .....	- 16 -
图表 31: 监狱信息化主要架构 .....	- 16 -
图表 32: 监狱信息化业务收入、毛利及其占比 .....	- 17 -
图表 33: 信息发展 2015 年部分新签约订单信息 .....	- 17 -
图表 34: 信息发展主营业务分项预测(人民币万元) .....	- 17 -
图表 35: 公司分项业务收入预测(人民币万元) .....	- 18 -
图表 36: 公司盈利预测(人民币万元) .....	- 19 -
图表 37: 可比上市公司估值比较 .....	- 19 -
图表 38: 财务报表及预测 .....	- 21 -

## 公司概述：“一箭两翼”，打造信息资源管理专家

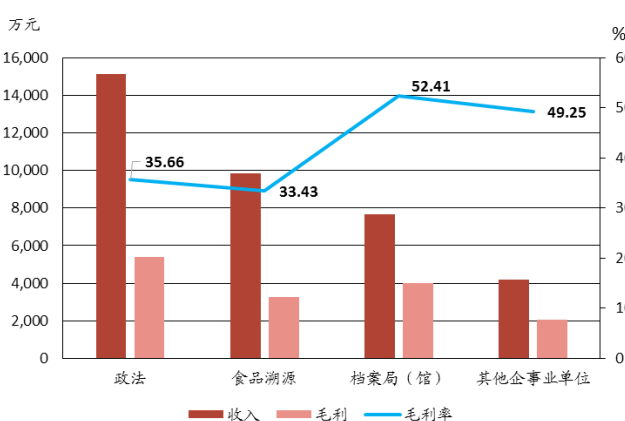
- 公司成立于 1997 年，定位于“信息资源管理专家”，是国内领先的信息化系统开发与服务供应商。目前公司业务集中在食品溯源、档案管理信息化与政法信息化领域，主要的服务客户为政府部门，包括档案局（馆）、商务委（局）以及司法部门（监狱）等，具备保密甲级资质。公司基于自主研发的包括信息平台 and 组件库等构建平台类软件，开发了一系列应用软件，向客户提供食品流通追溯、档案和政法等信息化建设的整体解决方案，以实现其主营业务。

图表 1：2008-2014 年存量客户数



来源：公司公开信息，齐鲁证券研究所

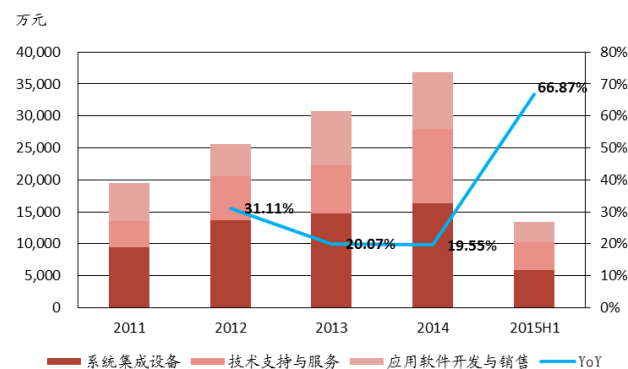
图表 2：2014 年各项业务收入、毛利及毛利率



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

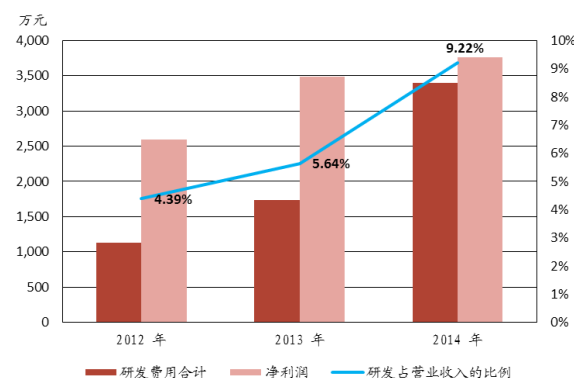
- 业绩增长稳健，研发费用占比稳步上升。随着我国档案、政务信息化以及食品监管的不断推进，公司主营收入稳步增长，各项产品及服务收入占比稳定，2011 年以来年均复合增长率 23.46%，2015 年上半年收入同比增速达 66.87%，新增在手订单 1.99 亿元，同比增长 146.4%。公司拥有 131 项计算机软件著作权、79 项软件产品登记证书、5 项专利（另有 6 项已进入实质审查阶段）和 13 项核心技术。其研发费用占比不断上升，2014 年达到 9.22%，占净利润的 90.3%。且其通过 IPO 募集的资金将全部投入未来两年内 3 亿元的新项目建设。

图表 3：2011-2015 上半年营业收入及增速



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

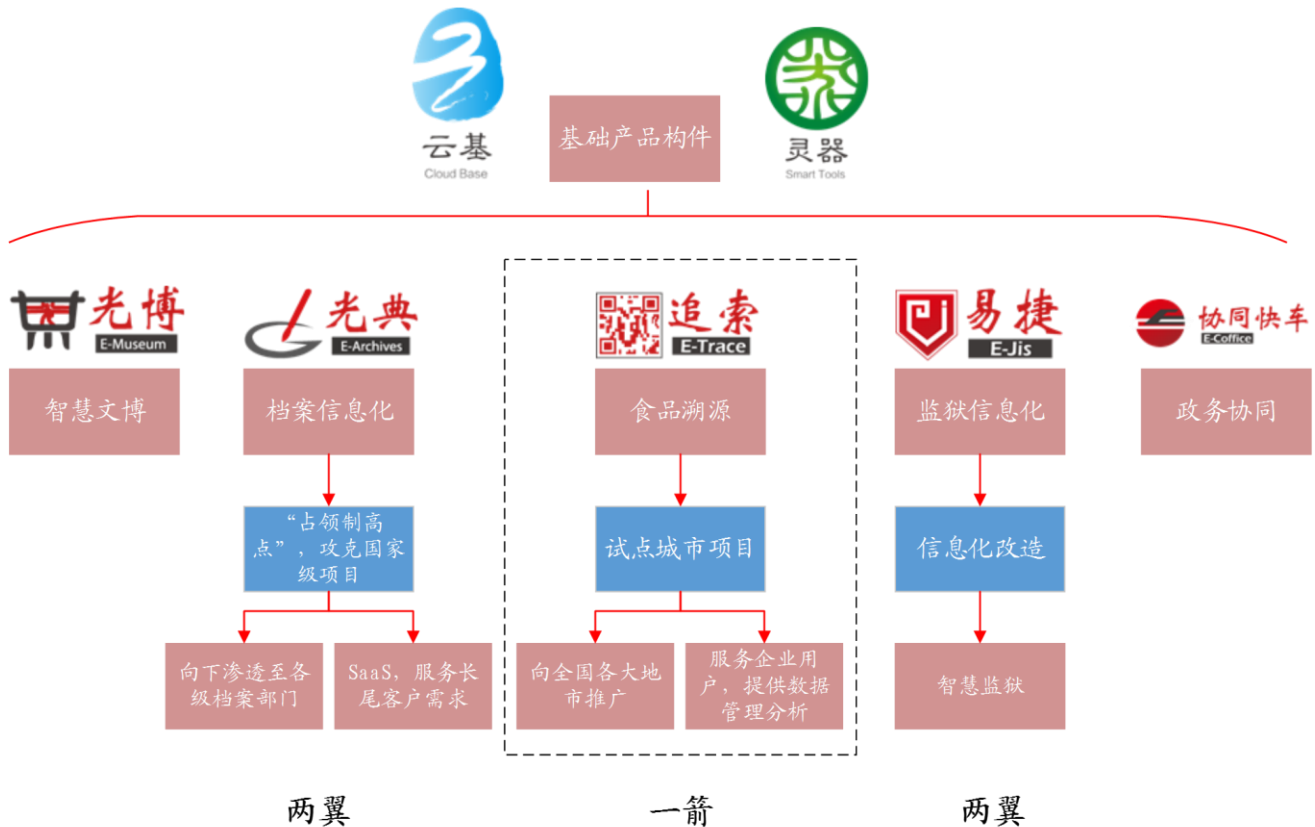
图表 4：2012-2014 年净利润、研发费用及其占比



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- “一箭两翼”，逐步构建全方位的信息资源管理运营平台。依托自主研发的构建平台类软件“云基产品”，在食品溯源、档案信息化、监狱信息化、智慧文博和政务协同各业务方面，开发出与之相适应的信息管理系统。“一箭”：食品安全上升国家战略，食品流通溯源行业处于爆发窗口期，公司凭借卡位优势抢得先机，未来市场前景广阔；“两翼”：在档案与监狱信息化方面处于龙头地位，目前市场存在深耕机会。同时，在此基础上向信息资源管理全领域发展，做真正的信息资源管理专家。

图表 5：“一箭两翼”策略全景图



来源：齐鲁证券研究所

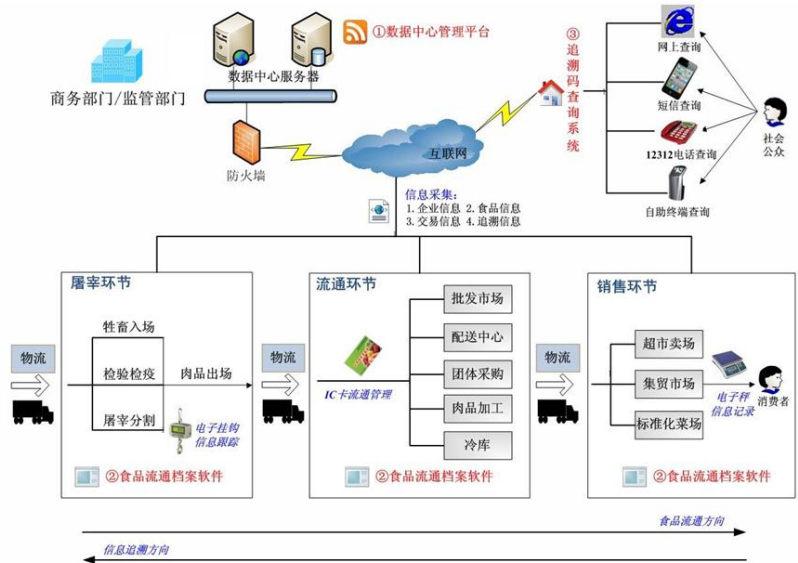
## 食品溯源：市场规模持续增长，项目收入与增值服务同步发展

食品溯源产业链条长，食品安全上升国家战略爆发可期

- 食品溯源是指通过物联网技术，实现食品从生产、流通到销售全环节的有效监控，并采集相关数据供监管部门与消费者查询。食品安全溯源体系，是指在食品产供销的各个环节（包括种植养殖、生产、流通以及销售与餐饮服务等）中，食品质量安全及其相关信息能够被顺向追踪（生产源头—消费终端）或者逆向回溯（消费终端—生产源头），从而使食品的生产经营活动始终处于有效监控之中。



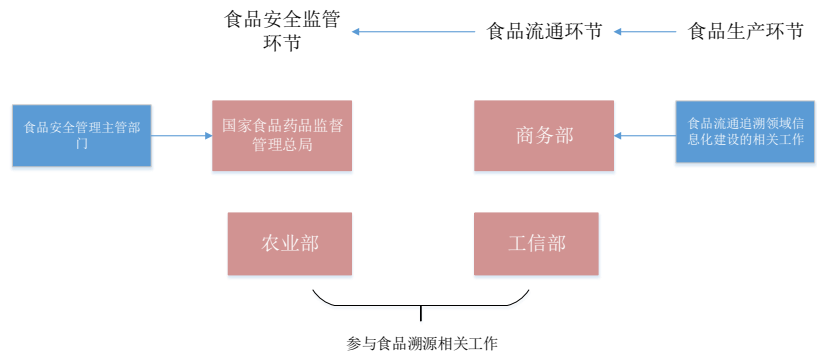
图表 6：肉类食品溯源领域全景图



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 食品溯源产业链条长，主要分为三个环节，即生产、流通和监管环节。主要责任单位为食药监和商务部，其中商务部负责流通领域建设，食药监主要负责监管方面。其他的责任部门还包括农业部与工信部，协助进行食品溯源工作建设。公司的食品溯源业务主要集中在食品流通环节，其主要客户为经过商务部批准及拨款的食品溯源建设试点城市，目前五批共 58 个城市开展了试点工作。

图表 7：我国食品溯源相关职能部门关于与分工



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

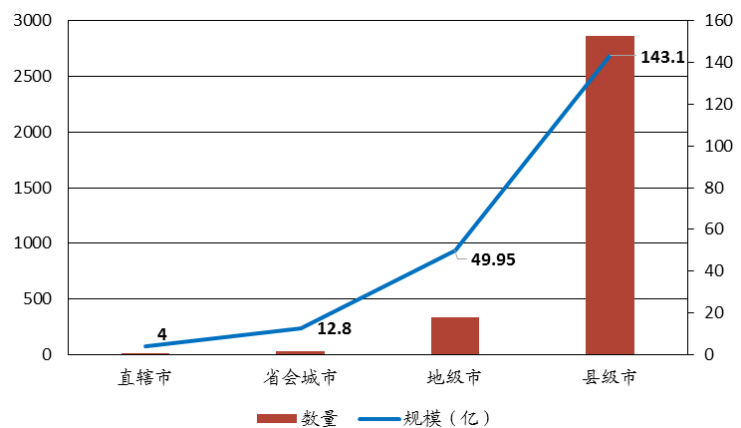
- 2014 年食品安全上升至国家战略，与信息安全、公共安全一并成为关系国计民生的重要产业。2015 年 5 月，习近平在政治局学习会议时强调，要用最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责，加快建立科学完善的食品药品安全治理体系；6 月李克强在全国加强食品安全工作电视电话会议指出：以基层为主战场加强监管执法力量和能力建设，以“零容忍”的举措惩治食品安全违法犯罪，以持续的努力确保群众“舌尖上的安全”；10 月，伴随新《食品安全法》的正式实施，我国从政府到企业从社会到法律，各方都将对食品安全提出更高要求，食品溯源市场未来前景广阔。

**图表 8：食品安全与溯源领域相关重要法律法规**

时间	法律法规/政策名称	颁布单位	重点内容
2015年10月	《食品安全法》	全国人大	国家建立食品全程追溯制度。国务院食品药品监督管理部门会同国务院农业行政等有关部门建立食品和食用农产品全程追溯协作机制。
2014年7月	《国务院关于促进市场公平竞争维护市场秩序的若干意见》（国发〔2014〕20号）	国务院	广泛运用科技手段实施监管。充分利用信息网络技术实现在线即时监督监测，加强非现场监管执法。充分运用移动执法、电子案卷等手段，提高执法效能。利用物联网建设重要产品等追溯体系，形成“来源可查、去向可追、责任可究”的信息链条。
2012年6月	《国家食品安全监管体系“十二五”规划的通知》	国务院办公厅	明确“十二五”期间食品安全监管的指导思想、建设原则、建设目标总体布局、主要任务及重点建设项目等。
2010年11月	《全国肉类蔬菜流通追溯体系建设规范（试行）》	商务部	规范规定了全国肉类蔬菜流通追溯体系的建设目标、基本原则、总体框架、追溯流程、追溯实现方式及信息采集、传输、应用等内容，明确了肉类蔬菜流通追溯体系建设的基本准则和要求。
2009年6月	《商务部财政部关于开展“放心肉”服务体系建设的试点工作的通知》	商务部、财政部	提出“在肉品产业链上，强化产品质量安全责任溯源机制，建设屠宰、批发、零售环环相接的肉品质量安全信息可追溯系统”的工作目标和建设内容。

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 全国百万级人口城市全覆盖，食品溯源未来将形成全国大格局，市场规模超过两百亿。当前食品流通追溯体系建设试点直辖市、省会城市、地级市和县级市的总投资额至少不低于 8,000 万、4,000 万元、1,500 万元和 500 万元，系统升级维护可占投资总额的 20%-30%。若以商务部规划的格局计算，按照全国 32 个省级城市，333 个地级城市，2,862 个县级城市计算，包括投资和升级维护费用的市场规模可达 248 亿元，若十三五期间能够全部完成，那么每年的市场规模可达 50 亿元。

**图表 9：我国食品流通溯源市场总投资规模（亿）**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

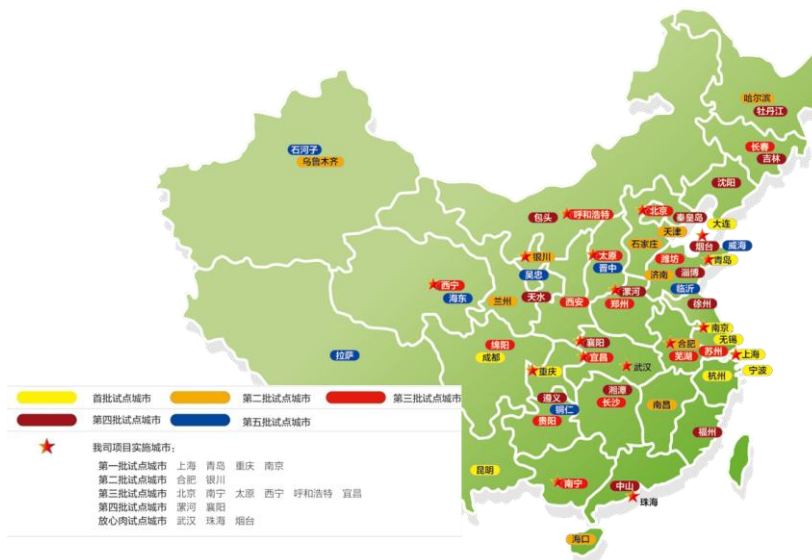
### 食品流通溯源建设落地速度有望加快，公司拥有卡位优势

- 截至 2015 年上半年，五批试点城市中共有 43 个完成招标，落地速度不及预期。根据商务部的规划要求，“十二五”末我国将逐步形成覆盖全国百万人口以上城市、以大中城市为枢纽、小城市为补充的肉类蔬菜流通追溯格局。就百万人口城市覆盖率来说，我国有百万级人口城市 140 多个，前五批试点城市覆盖率不足 40%，其他级别城市全面铺设工作尚未展开。因此，我们认为一方面 2015 年作为“十二五”收官之年，试点



城市工作推进速度将会加快；另一方面，“十三五”期间将提速食品流通溯源建设步伐，加大对各级地方的相关投入。

图表 10：蔬菜肉类流通溯源试点城市



来源：公司公开资料，齐鲁证券研究所

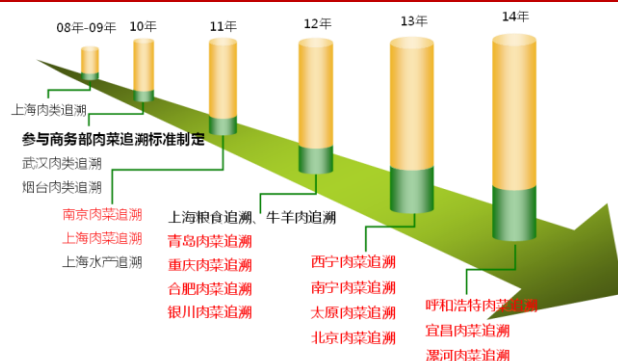
■ 目前商务部入围系统集成商一共有 8 家，公司是最早在食品流通溯源领域布局的企业。2010 年 10 月，商务部正式启动了肉类蔬菜流通追溯体系建设工作，利用现代信息技术和手段，以肉类、蔬菜“一荤一素”为重点，在全国有条件的城市建立覆盖屠宰、批发、零售、消费等环节的追溯子系统。2013 年 1 月商务部公布了肉类蔬菜流通追溯体系建设项目系统集成首批入围供应商共 8 家，目前只有这 8 家企业与少数其他企业具备投标资质。信息发展早在 2008 年就参与了上海市肉类追溯建设，并且 2010 年参与了商务部肉菜追溯标准制定工作，是最早涉足食品流通溯源的企业。

图表 11: 商务部具有投标资质的企业名称

序号	中标供应商名称
1	上海中信信息发展股份有限公司
2	东软集团股份有限公司
3	中国普天信息产业股份有限公司
4	中国软件与技术服务股份有限公司
5	四川九洲电器集团有限责任公司
6	山东浪潮齐鲁软件产业股份有限公司
7	中国电信集团系统集成有限责任公司
8	中科软科技股份有限公司
9	福建新大陆电脑股份有限公司

来源：商务部肉类蔬菜流通追溯网站，齐鲁证券研究所

图表 12: 信息发展食品流通溯源发展历程



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

■ 公司在商务部主导的食品溯源流通领域处于龙头地位，市场占有率稳居第一。在先后通过的五批共 58 个试点城市中，截至 2015 年 6 月，其中已完成招标的 43 个城市中，公司中标 19 个，累计市场覆盖率达到

44.19%，稳居行业第一。某一公司的食品流通溯源系统一旦在某一地区首先应用，则后续的维护升级工作必然会继续由此公司承揽，因此前期招标的占有率为后续一系列工程招标提供了保障。信息发展借助试点项目积累的高占有率，在未来将会持续领跑业内各公司。

**图表 13：2014 年底完成招标城市市场占有率**

市场服务商	第一批（10家）		第二批（10家）		第三批（15家） 已招标13家		第四批（15家） 已招标2家		总体占比 (中标数量/已招标35家)
	中标数量	试点城市	中标数量	试点城市	中标数量	试点城市	中标数量	试点城市	
		覆盖率		覆盖率		覆盖率		覆盖率	
中信信息	4	40%	2	20%	6	40%	2	13%	40%
中软	-	-	1	10%	3	20%	-	-	11.43%
新大陆	2	20%	2	20%	-	-	-	-	11.43%
成都九州	1	10%	-	-	2	13.33%	1	6.67%	11.43%
东软	1	10%	2	20%	-	-	-	-	8.57%
浪潮	-	-	2	20%	1	6.67%	-	-	8.57%
中科软	2	20%	1	10%	-	-	-	-	8.57%
电信	-	-	-	-	1	6.67%	-	-	2.86%
合计	10	100%	10	100%	13	86.67%	2	13.34%	100%

来源：公司公开资料，齐鲁证券研究所

#### 提供食品流通溯源增值服务，全面服务产业链上下游

- 公司可以实时掌握各环节交易数据，同时向包括企业和普通消费者在内的用户提供可查询的各类生鲜食品溯源信息，以提供增值服务。公司在流通环节的食品溯源，主要覆盖上游生产企业、批发站、下游零售等各环节，并最终覆盖至普通消费者。据统计，前两批 20 个城市已建成运行追溯体系，共覆盖 6141 个企业，包括 206 个屠宰场、119 个批发市场、3440 个菜市场、1007 个大型连锁超市、1369 个团体消费单位。中央平台累计汇总近 3 亿条信息，实现每天对 3 万多吨 300 余种肉菜产、运、批、零全链条进行信息化管理。
- **ToB：为食品生产流通销售企业科学化管理数据支持。**伴随新《食品安全法》实施，食品生产流通销售企业可以通过公司提供的食品流通大数据，进行食品安全防范以及更科学的运营管理，信息发展还可以根据自身的平台为大型商贸市场提供包括清算、信息化管理和运营等增值服务；**ToC：结合食品溯源流通信息平台，服务“生鲜”类应用，**针对目前的各类生鲜 O2O 公司，可以借助食品溯源系统提供在数据分析、供应链管理以及食品安全方面的服务，能够大大降低生鲜 O2O 平台的成本。

**ToB**

**屠宰加工**  
(屠宰场、加工厂、冷库...)

生猪进场 → 屠宰分割监测 → 追溯码生成 → 出厂装车

**批发配送**  
(批发市场、配送中心...)

进场登记 → 现场结算 → 写卡配送 → 电子化结算

**零售终端**  
(农贸市场、超市、团体采购...)

数据下传 → 凭证打印 → 农贸市场

**ToC**

**大数据**  
全面采 ● 深度 ● 精准治

**生产数据**  
- 生产数量  
- 生产时间  
- 生产地点  
- 生产批次

**品质数据**  
- 品质指标  
- 品质时间  
- 品质地点  
- 品质批次

**服务数据**  
- 服务时间  
- 服务地点  
- 服务批次

**销售数据**  
- 销售数量  
- 销售价格  
- 销售地点  
- 销售批次

**供应链**  
供应商 → 经销商 → 零售商

**基于食品溯源系统**

**食品安全**  
精准 ● 贴心

**生产数据**  
- 生产数量  
- 生产时间  
- 生产地点  
- 生产批次

**品质数据**  
- 品质指标  
- 品质时间  
- 品质地点  
- 品质批次

**服务数据**  
- 服务时间  
- 服务地点  
- 服务批次

**销售数据**  
- 销售数量  
- 销售价格  
- 销售地点  
- 销售批次

来源：招股说明书，互联网，齐鲁证券研究所

## 档案部门信息化水平稳步提高，档案信息化市场规模巨大

- **档案信息化**是指在档案管理活动中全面应用现代信息技术，以更好的对档案信息资源进行处置、管理和为社会提供服务。档案信息化主要利用数据库、数据压缩、高速扫描等技术手段，将纸质文件、声像文件等传统介质文件和已归档保存的电子档案，系统组织成具有有序结构的档案信息库，也是管理模式从以档案实体为重心的向以档案信息为重心的转变的过程。档案信息化主要**包括三部分**，即档案数字化以及电子文件采集、档案管理及保存和档案检索利用与信息发布。
- **中国档案部门实行自上而下，统筹管理，以“局馆合一”的形式合署办公。**国家档案局作为整个档案系统的统筹部门，各省市县级别设立地方综合档案馆（局），同时还有专门/专业档案馆和部门档案馆，大型机关、企事业单位另设档案室，一部分重要档案会定期移交相关档案部门保存。

来源：齐鲁证券研究所

```

graph TD
    A[国家档案局] --> B[自上而下，统筹管理。“局馆合一”。  
“一套班子，两块牌子”。]
    A --> C[省（直辖市、自治区）档案馆（局）]
    C --> D[地（市、州）档案馆（局）]
    D --> E[县（市、区）档案馆（局）]
    C --> F[档案馆]
    D --> F
    E --> F
    F --> G[国家综合档案馆]
    F --> H[专门/专业档案馆]
    F --> I[部门档案馆]
    F --> J[立档单位的档案室]
    F --> K[未列入国家综合档案馆接收范围的档案室]
    G --> L[包括全国、省、市、县各级档案馆，一般按行政区划进行设置。]
    H --> M[专门管理某一方面或某一特殊专业和技术活动中形成的档案]
    I --> N[主管部门设置的管理本部门及其直属机构档案的档案室]
    J --> O[国家综合档案馆接收入档]
    K --> P[国家综合档案馆不接收入档]
  
```

国家档案局

自上而下，统筹管理。“局馆合一”。“一套班子，两块牌子”。

省（直辖市、自治区）档案馆（局）

地（市、州）档案馆（局）

县（市、区）档案馆（局）

档案馆

国家综合档案馆

专门/专业档案馆

部门档案馆

立档单位的档案室

未列入国家综合档案馆接收范围的档案室

包括全国、省、市、县各级档案馆，一般按行政区划进行设置。

专门管理某一方面或某一特殊专业和技术活动中形成的档案

主管部门设置的管理本部门及其直属机构档案的档案室

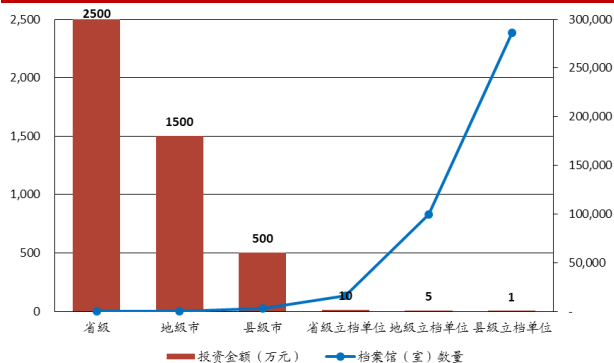
国家综合档案馆接收入档

国家综合档案馆不接收入档

来源：齐鲁证券研究所

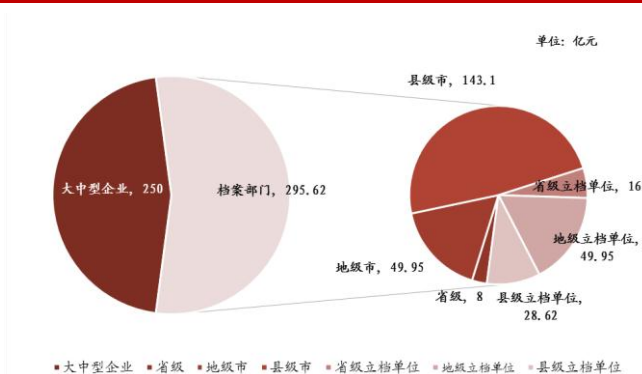
- 档案信息化市场初始投资规模达 545 亿元，整体市场结构呈现纺锤形，主要客户尚未开发。省级档案部门的信息化投资高达 2500 万元，依次递减至县级立档单位约 1 万元，省级单位只有 35 个而县级立档单位数量多达 28.6 万个，因此档案信息化市场呈现出“需求长尾，边际收入迅速衰退”的形态。同时，保守估计我国的大中型企业约有 25 万个，以投资 10 万元计算，市场规模达 250 亿。我国大中型企业和档案部门市场规模合计 545.62 亿，其中档案部门市场规模 295.62 亿，以县级市为主，规模为 143.1 亿。目前信息化主要集中在省级与地级市，此部分规模仅为 63.95 亿元，未开发市场规模巨大。

图表 17：各级别档案馆（室）投资金额及数量



来源：计世资讯，齐鲁证券研究所

图表 18：档案信息化系统市场规模及构成 (亿)



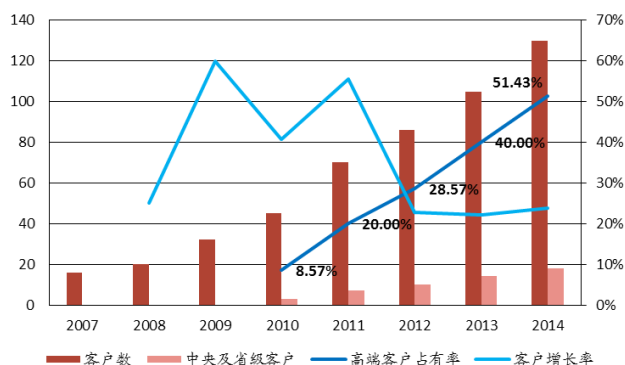
来源：计世资讯，招股说明书，齐鲁证券研究所

### “占领制高点”策略成效初显，存量与增量用户收入同步增长

- 公司实行“占领制高点”战略，与具有标准制定和统筹管理权力的国家档案局建立合作关系。其从中央层面的国家档案局、中央档案馆、第一历史档案馆和第二历史档案馆等高端客户入手，自上而下向全国各级档案局（馆）、立档单位推广，以经济发达的、具有示范效应的华东地区作为首要发展重点，逐步向全国市场拓展。
- 与顶级客户建立合作，以长三角为圆心向全国扩散，存量与增量用户收入同步增长。在与国家级档案部门建立合作关系的同时，深耕长三角地区，中央及省级档案局项目承接了 18 家，市场占有率 51.43%。在上海、浙江和江苏的客户覆盖率达到 66.67%、40.82% 和 19.30%，而全国的信息化率仅为 10%-20%，潜在市场空间广阔，增量用户有望持续增加。同时，存量用户一般每年有初始投资 20%-30% 的维护或升级费用，因此公司的技术支持与服务收入占比不断提高，存量用户的现金牛效应逐步体现。

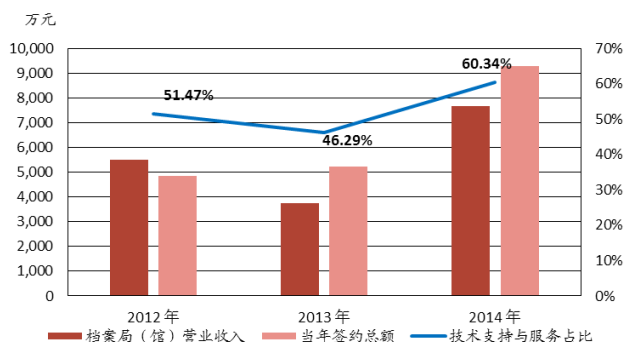


图表 19：档案信息化客户数量及占有率



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 20：档案信息化收入、订单及服务占比



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### 平台系统+档案寄存：SaaS 化与档案寄存管理，拥抱长尾客户

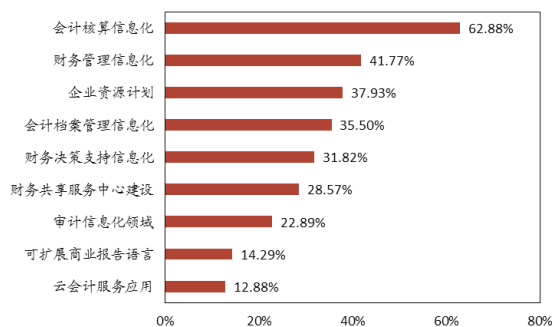
- 档案与财务是企业与机构最重要的信息资源，财务信息化覆盖率显著高于档案信息化，档案信息化潜力巨大。根据调研数据，我国包括大中小企业在内的财务信息化率水平已经较高，核算信息化与会计档案信息化分别达到了 62.88%与 35.50%。而目前我国档案部门的信息化率仍不足 20%，企业层面除个别大型企业外，大部分企业无档案信息化管理。档案信息化可以实现企业行政、人力资源、决策等各方面效率的提高，信息化价值巨大。

图表 21：财务会计文件与档案文件比较

	财务信息化	档案信息化
特点	数据标准化、结构化、可量化	数据类别多、非结构化、难量化
应用场景	主要是财务会计工作	企业日常事务的各个方面
效率提升	主要提高企业的财务管理效率	提高企业包括行政、人力资源、决策等综合管理效率
信息化程度	较高	很低
主要技术	信息系统，扫描技术	信息系统，智能识别技术，感知技术
信息化难度	目前技术成熟，系统完善	技术逐步发展，未来可推广

来源：齐鲁证券研究所

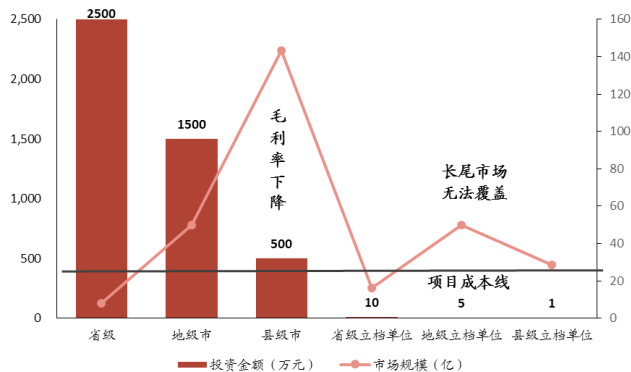
图表 22：我国财务会计信息化覆盖率



来源：中国会计信息化应用调查（2015），齐鲁证券研究所

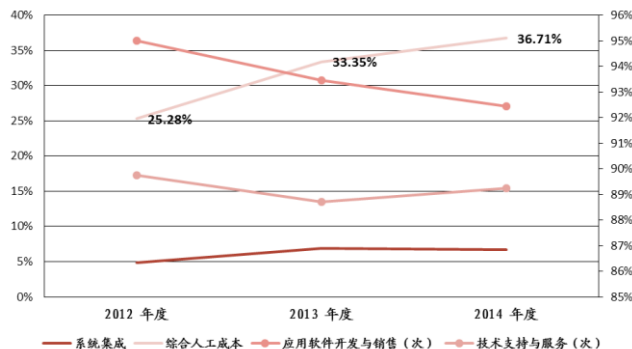
- “项目式”服务边际成本高，难以满足长尾需求，市场过度细分化会迅速侵蚀项目毛利。通常国家和省级项目投资额都在 2000 万元左右，较高单笔收入保证了较高毛利率。伴随大型项目逐步减少，增量客户主要是企业以及地市级档案局及其入档单位。前文分析这部分市场占据了档案信息化的主体，但单笔收入较少，而“项目式”服务需要对每个项目基于平台系统进行定制化的包括安装，调试，扫描等一系列服务，这一部分的人工成本具有一定刚性，随着项目投资额的迅速衰减，将侵蚀项目的毛利。公司的人工成本占比 2012 年逐步上升，与项目业务长尾化有一定关系。

图表 23：“项目式”服务难以覆盖长尾用户



来源：齐鲁证券研究所

图表 24：各项业务成本中人工成本占比



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 基于平台系统的客户档案信息管理平台，提供 SaaS 与档案寄存服务，向长尾客户渗透。一方面，通过 SaaS 化的平台，为客户提供增值服务，由目前的“项目式”业务模式逐步转变成为“免费平台+增值服务”的档案信息化服务提供商；另一方面，借鉴美国的铁山公司案例，同时开展档案寄存服务，为客户提供全面一体化的档案管理服务。目前，与企业信息化管理相关的初创公司数量很多，公司可以通过自身卡位优势，与其合作活着收购的方式，进入长尾市场，产生巨大的协同作用。

图表 25：企业、个人信息化管理初创公司众多



来源：齐鲁证券研究所

- 案例 1：财务信息系统提供商转型，用友软件为小微企业提供 SaaS 服务。

用友软件旗下的畅捷通 (1588.HK)，是中国领先的小微企业软件及服务供应商。畅捷通的产品和服务包括软件产品、产品支持服务及其他服务、销售采购商品以及云服务。截至 2013 年 12 月 31 日，根据畅捷通的登记记录，畅捷通的软件产品用户已发展超过 600,000 家，遍布中国，覆盖多个行业。根据计世资讯，2013 年，按收入计算，畅捷通在中国小微企业财务软件市场占有率为 17.6%，排名为行业第一。

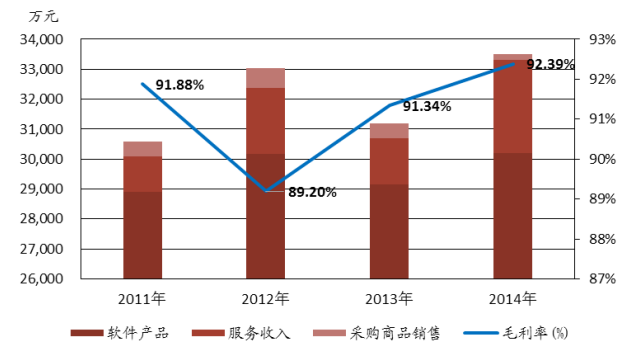


图表 26：畅捷通的主要业务与产品构架



来源：畅捷通官网，齐鲁证券研究所

图表 27：畅捷通收入及毛利率



来源：Wind，齐鲁证券研究所

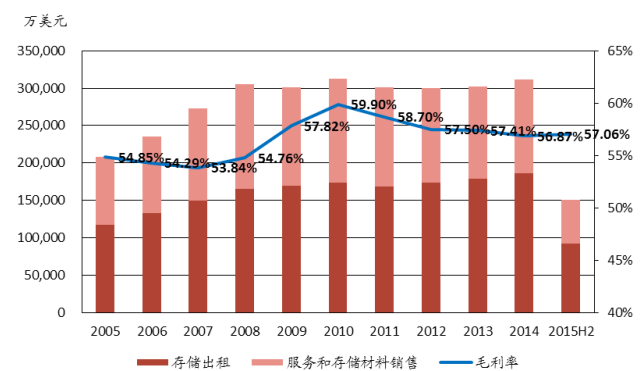
- **案例 2：档案寄存服务创造持续价值，铁山公司成为美国的“档案管家”。**美国铁山公司是一家数据保护和储存公司，主要提供记录管理、数据保护和恢复以及信息销毁服务，服务对象涉及商业、法律、银行、医疗保健、会计、保险、娱乐和政府机构。近年来其资料保存的重点从纸质材料转到电子储存，2005 年到 2008 年其储存的数据增长了 6 倍。专业化的数据管理存储业务，毛利率显著高于项目化的信息化建设，设备出租与服务占比稳定，铁山公司 2002 年以来至 2015 年高点股票价格上涨了 350.27%。显著高于标普 500 的 75.31%。

图表 28：2002 年以来铁山公司与标普 500 对比



来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 29：铁山公司收入及毛利率



来源：wind，齐鲁证券研究所

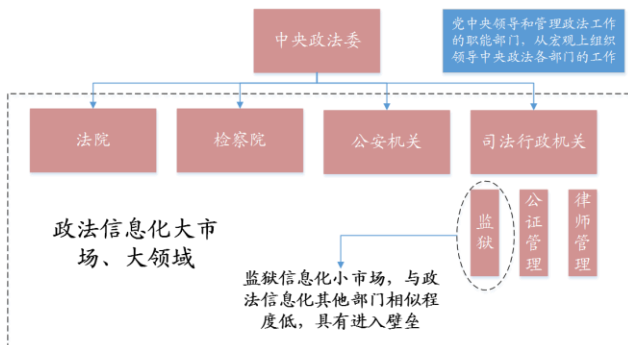
## 监狱信息化：“小市场”中的“大容量”，为转型提供现金牛

较高学习成本与进入壁垒，细分领域存在市场空间

- 政法信息化涉及改造主体多，市场大而分散，监狱信息化市场较小，但进入壁垒高。目前围绕各级法院、检察院、公安机关、司法行政机关等有关政法机构进行的办公自动化、重要领域和重点业务信息化、网络与信息安全基础设施保障开展的一系列信息化工程建，监狱信息化属于政法信息化的细分领域，由于监狱存在内部构造，管理，人员以及用途的特殊性，与其他政法信息化部门的关联与相似程度低，进入需要学习成

本，壁垒较高，公司目前在监狱信息化内不存在有力的竞争对手。

图表 30：政法信息化包含主要改造主体



来源：齐鲁证券研究所

图表 31：监狱信息化主要架构

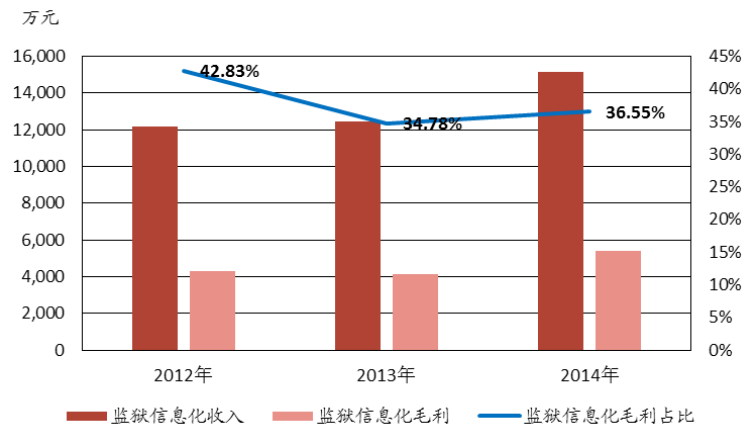


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- “小市场”与“大容量”，监狱信息化改造市场规模可达 170 亿元。一般而言，监狱的信息化建设的平均投入约为 2,500 万元，其中：应用系统开发投入约为 1,250 万元，安防系统建设投入约为 750 万元，信息系统建设投入约为 500 万元。根据中华人民共和国司法部网站显示，我国省级（及以上）监狱管理局共有 33 个；我国十一届全国人大常委会第二十六次会议上获悉的数据显示，全国共有监狱 681 所，据此计算监狱信息化市场规模可达 170.25 亿元。智慧监狱的市场容量保守估计不低于普通监狱信息化建设容量。考虑到信息化建设的后期运行维护以及向智慧监狱综合管理平台升级等特点，其市场容量还在不断增长中。

#### 龙头地位难以撼动，为企业增长转型提供现金牛

- 目前监狱信息化领域尚未存在有力竞争对手。公司为上海市、安徽省和江苏省监狱管理局及其下属 13 家、20 家和 25 家监狱提供相关服务，客户覆盖率为 100%，除此之外，公司在江西、湖南等地也有项目覆盖，其他省市监狱信息化水平低，市场有待开发。同时，2012 年 7 月，最高人民检察院筛选出了 16 家的企业，并印发《全国检察机关统一业务应用软件运维服务企业名单》，各省级检察院根据此企业名单选择本地运维服务企业，如果不在此企业名单中，则难以获得检察机关系统下的应用软件运维服务业务。
- 监狱信息化业务持续提供盈利，成为支持企业未来增长转型的“现金牛”。2014 年监狱信息化业务收入占到公司总收入的 41.1%，比 2012 年下降 6.2% 个百分点，其毛利贡献率也略有下降。但目前监狱信息化仍然是公司的主要收入来源，并且保持稳定增长。基于此，一方面，监狱信息化作为“纵向深耕”的一部分，将来会成为公司业务布局的重要一环；另一方面，未来监狱信息化业务将持续为公司提供收入与利润的重要支撑，支持公司的研发与战略转型，成为“现金牛”业务，其战略地位同样不可低估。

**图表 32：监狱信息化业务收入、毛利及其占比**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测假设

- 根据其业务领域的不同，我们将上市公司的主营业务分为四部分，即：食品溯源、档案信息化、政法信息化（监狱）和其他业务收入。
- **假设一：**由于公司除服务收入分期计算之外，其他收入均以验收交付时确认收入。1.我们根据公司近年来每年新增订单与确认收入之间的关系，推测出 2015 年各项业务收入，并给予未来两年平滑处理 2.公司每年的存量用户可以提供 5%-10%的运维和更新收入，此部分进行单独计算。最终加总得出公司每年营业总收入。

**图表 33：信息发展 2015 年部分新签约订单信息**

食品溯源		档案信息化	
项目	金额 (万元)	项目	金额 (万元)
襄阳市肉类蔬菜流通追溯体系	1618	广西档案馆馆藏纸质档案全文数字化服务采购项目	264
西安市肉类蔬菜流通追溯体系	4403	福建省省档案馆馆藏民国档案数字化项目(三期)项目	116
铜川市肉类蔬菜流通追溯体系	3069	无锡市惠山区档案局数字档案馆及档案数字化加工采购项目	58
遵义市肉类蔬菜流通追溯体系	1298	洞头县数字档案室管理系统	10
吴忠市肉类蔬菜流通追溯体系	1528	湖南省档案数据中心(第一期)软件	46
合肥市肉类蔬菜流通追溯体系	1819	广州市萝岗区人民法院2015年诉讼档案数字化项目	45
银川市商务局肉类蔬菜流通追溯体系升级改造项目	275	惠州市中级人民法院档案数字化加工及配套服务采购项目	144
上半年同比增速	134.76%	上半年同比增速	56%
监狱信息化		其他	
项目	金额 (万元)	项目	金额 (万元)
上海市未成年犯管教所围墙周界监控数字标清摄像机更新项目	119	郑州铁路公安局档案数字化项目	53
上海市周浦监狱可视对讲系统建设项目	127		
洪都监狱罪犯教育设备	153		
上海市第一中级人民法院-审判管理应用系统及智能法庭和会议系统(运维)	125		
上半年同比增速	53%		

来源：2015 年中报，中国采招网，齐鲁证券研究所

**图表 34：信息发展主营业务分项预测 (人民币万元)**

业务	项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
食品溯源	新增订单	8,037	16,193	11,436	15,235	19,806	25,747
	累计订单	8,037	24,231	35,667	50,902	70,708	96,455
	当年收入	5,994	9,943	9,831	15,232	16,835	21,885
	未计入收入订单	2,044	8,294	9,899	9,903	12,874	16,736
	新增订单收入确认额预测				15,232	16,835	21,885
	升级维护收入				983	1,523	1,683
总收入		5,994	9,943	9,831	16,215	18,358	23,569
档案信息化	新增订单	4,863	5,214	9,299	13,948	16,738	20,086
	累计订单	4,863	10,078	19,377	33,325	50,063	70,149
	当年收入	5,517	3,733	7,656	9,445	15,343	18,412
	未计入收入订单	-653	828	2,471	6,974	8,369	10,043
	新增订单收入确认额预测				10,142	15,343	18,412
	升级维护收入				766	944	1,534
总收入		5,517	3,733	7,656	10,908	16,288	19,946
监狱信息化	新增订单	15,733	16,409	12,350	18,525	22,230	26,676
	累计订单	15,733	32,141	44,491	63,016	85,246	111,923
	当年收入	12,158	12,465	15,139	13,991	20,378	24,453
	未计入收入订单	3,575	7,518	4,729	9,263	11,115	13,338
	新增订单收入确认额预测				14,918	20,378	24,453
	升级维护收入				1,514	1,399	2,038
总收入		12,158	12,465	15,139	16,432	21,777	26,491
其他	总收入	1,990	4,668	4,207	5,469	7,109	9,242

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- **假设二：**根据公司业务特点，我们预计公司的各项业务毛利率水平保持稳定。
- **假设三：**随着公司规模不断扩大，销售费用占比略有下降，随着公司研发投入的不断扩大，管理费用占比小幅上升，财务费用占比保持稳定。
- **假设四：**本报告期内公司无重大资产并购重组，其他各项财务指标保持稳定。

**图表 35：公司分项业务收入预测（人民币万元）**

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>食品溯源</b>						
销售收入	5,993.67	9,943.02	9,830.89	16,214.79	18,357.85	23,568.55
增长率（YOY）	—	65.89%	-1.13%	64.94%	13.22%	28.38%
毛利率	32.53%	41.60%	33.43%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本	4,043.93	5,806.72	6,544.42	10,701.76	12,116.18	15,555.24
毛利	1,949.74	4,136.30	3,286.47	5,513.03	6,241.67	8,013.31
<b>档案信息化</b>						
销售收入	5,516.78	3,733.06	7,656.03	10,907.92	16,287.67	19,946.14
增长率（YOY）	—	-32.33%	105.09%	42.47%	49.32%	22.46%
毛利率	50.73%	53.40%	52.41%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本	2,718.12	1,739.61	3,643.50	5,126.72	7,655.21	9,374.69
毛利	2,798.66	1,993.45	4,012.53	5,781.20	8,632.47	10,571.45
<b>监狱信息化</b>						
销售收入	12,157.70	12,465.29	15,139.43	16,431.60	21,776.74	26,490.88
增长率（YOY）	—	2.53%	21.45%	8.54%	32.53%	21.65%
毛利率	35.45%	33.11%	35.66%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本	7,847.80	8,338.03	9,740.71	10,680.54	14,154.88	17,219.07
毛利	4,309.90	4,127.26	5,398.72	5,751.06	7,621.86	9,271.81
<b>其他</b>						
销售收入	1,990.45	4,667.57	4,206.54	5,468.50	7,109	9,242
增长率（YOY）	—	134.50%	-9.88%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	50.49%	34.49%	49.25%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	985.47	3,057.73	2,134.82	3,007.68	3,909.98	5,082.97
毛利	1,004.98	1,609.84	2,071.72	2,460.83	3,199.07	4,158.80
<b>合计</b>						
销售收入小计	25,658.60	30,808.94	36,832.89	49,022.81	63,531.31	79,247.33
销售成本小计	15,595.31	18,942.09	22,063.46	29,516.70	37,836.24	47,231.97
毛利	10,063.29	11,866.85	14,769.43	19,506.11	25,695.07	32,015.36
平均毛利率	39.22%	38.52%	40.10%	39.79%	40.44%	40.40%

来源：齐鲁证券研究所

**图表 36：公司盈利预测（人民币万元）**

项目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	25,659	30,809	36,833	49,023	63,531	79,247
增长率	31.11%	20.1%	19.6%	33.1%	29.6%	24.7%
营业成本	-15,595	-18,941	-22,062	-29,517	-37,836	-47,232
营业税金及附加	-248	-309	-170	-147	-191	-238
营业费用	-2,040	-2,539	-3,227	-4,167	-5,273	-6,340
管理费用	-4,103	-5,084	-6,792	-9,314	-12,389	-15,374
财务费用	-372	-401	-746	-412	-200	-40
资产减值损失	-299	-356	-355	0	0	0
营业利润	3,002	3,179	3,482	5,466	7,643	10,024
加：营业外收支	127	540	774	0	0	0
利润总额	3,129	3,719	4,256	5,466	7,643	10,024
所得税	-534	-230	-497	-656	-917	-1,203
净利润	2,595	3,489	3,758	4,810	6,726	8,821
少数股东损益	134	180	224	301	420	551
归属于母公司的净利润	2,460	3,310	3,534	4,509	6,305	8,270
净利率	9.6%	10.7%	9.6%	9.2%	9.9%	10.4%

来源：齐鲁证券研究所

#### 盈利结果及可比公司对比

- 我们预测公司 2015-2017 年实现营业收入 4.90、6.35、7.92 亿元，同比增长 33.1%、29.6%、24.7%；实现归属于母公司净利润 4509、6305、8270 万元，同比增长 27.60%、39.83%、31.15%。考虑公司已 IPO，2015 年总股本 6680 万股，我们预计公司 2015-2017 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.68、0.94、1.24 元。
- 公司作为领先的信息化系统开发与服务提供商，我们选取主营业务相似的卫宁软件(300253.SZ)、万达信息(300168.SZ)、华宇软件(300271.SZ)、新大陆(000997.SZ)、东软集团(600718.SH)和银江股份(300020.SZ)为可比公司。

**图表 37：可比上市公司估值比较**

公司名称	证券代码	9月18日收盘价（元）	EPS			PE			ROE 2015	总市值（亿元）
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
卫宁软件	300253.SZ	34.1	0.34	0.53	0.91	100.29	64.34	37.47	18.72%	186
万达信息	300168.SZ	28.15	0.28	0.4	0.58	100.54	70.38	48.53	11.31%	282
华宇软件	300271.SZ	36.01	0.75	1.01	1.36	48.01	35.65	26.48	16.11%	112
新大陆	000997.SZ	19.36	0.42	0.55	0.71	46.10	35.20	27.27	18.00%	181
东软集团	600718.SH	14.73	0.31	0.42	0.45	47.52	35.07	32.73	6.74%	181
银江股份	300020.SZ	14.02	0.38	0.5	0.66	36.89	28.04	21.24	11.91%	92
平均值						63.22	44.78	32.29	13.80%	172.33

来源：Wind，齐鲁证券研究所

#### 投资建议：目标价 60 元，给予“增持”评级

- 我们预测公司 2015-2017 年对应 EPS 分别为 0.64、0.92、1.20 元。考虑到档案信息化及食品溯源市场的潜在市场规模以及公司在各细分领域的地位及卡位优势，结合公司作为次新股的估值溢价以及公司目前实际控



制人股权集中，未来并购弹性相对较大，公司未来 6-12 个月内市值为 40 亿，对应目标价为 60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 股市系统性风险

- 受国内外宏观经济、国家政策变化、投资者供求关系等系统性因素的影响，公司股票存在背离其企业经营情况等内在价值出现宽幅震荡，从而给投资者带来投资风险。

### 产品创新风险

- 由于信息化技术发展日新月异，产品更新换代迅速，用户对产品的技术要求也不断提高。若公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断和预测，对行业关键技术发展方向的选择出现偏差，对客户的需求动态不能及时掌握，不能及时调整技术路线和产品定位，或是新技术、新产品不能迅速推广应用，可能使发行人丧失技术和市场的领先地位，从而对公司的经营业绩带来负面影响。

### 政策风险

- 公司的客户主要为政府部门及其他企事业单位，且集中在信息化领域，因此可能受到国家政策支持力度下降，相关财政预算支出收紧的风险，对公司经营产生不利影响。



**图表 38：财务报表及预测**

损益表（人民币万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销货净收入	25,659	30,809	36,833	49,023	63,531	79,247
增长率	31.11%	20.1%	19.6%	33.1%	29.6%	24.7%
销货成本	-15,356	-18,736	-21,784	-28,440	-36,311	-45,178
%收入	59.8%	60.8%	59.1%	58.0%	57.2%	57.0%
毛利	10,302	12,073	15,049	20,582	27,220	34,069
%收入	40.2%	39.2%	40.9%	42.0%	42.8%	43.0%
销售及行政费用	-6,390	-7,932	-10,188	-13,628	-17,852	-21,952
%收入	24.9%	25.7%	27.7%	27.8%	28.1%	27.7%
EBITDA	3,912	4,141	4,861	6,954	9,368	12,117
%收入	15.2%	13.4%	13.2%	14.2%	14.7%	15.3%
折旧与摊销	-239	-205	-278	-1,076	-1,525	-2,054
%收入	0.9%	0.7%	0.8%	2.2%	2.4%	2.6%
EBIT	3,674	3,936	4,582	5,878	7,843	10,064
%收入	14.3%	12.8%	12.4%	12.0%	12.3%	12.7%
利息费用	-372	-401	-746	-412	-200	-40
投资收益	0	0	0	0	0	0
税前经营收益	3,301	3,535	3,837	5,466	7,643	10,024
%收入	12.9%	11.5%	10.4%	11.1%	12.0%	12.6%
其他非经营收益	-173	185	419	0	0	0
税前利润	3,129	3,719	4,256	5,466	7,643	10,024
%收入	12.2%	12.1%	11.6%	11.1%	12.0%	12.6%
所得税	-534	-230	-497	-656	-917	-1,203
所得税率	17.1%	6.2%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	134	180	224	301	420	551
归属于普通股股东净利润	2,460	3,310	3,534	4,509	6,305	8,270
净利率	9.6%	10.7%	9.6%	9.2%	9.9%	10.4%
现金流量表（人民币万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,595	3,489	3,758	4,810	6,726	8,821
少数股东损益	0	0	0	301	420	551
非现金支出	538	561	633	1,076	1,525	2,054
非经营收益	372	291	693	412	200	40
营运资金变动	-33	-3,658	-4,149	-6,024	-2,912	-3,450
经营活动现金净流	3,471	683	936	575	5,959	8,016
资本开支	169	151	3,953	3,310	3,510	3,810
投资	-856	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,025	-151	-3,953	-3,310	-3,510	-3,810
股权募资	0	0	0	14,629	0	0
债权募资	1,057	1,100	3,300	4,000	-7,300	-4,000
其他	-507	-454	-592	-412	-200	-40
筹资活动现金净流	549	646	2,708	18,217	-7,500	-4,040
现金净流量	2,996	1,177	-308	15,482	-5,051	166
资产负债表（人民币万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	10,890	12,447	12,222	27,403	21,931	21,546
应收款项	7,737	12,454	14,080	19,206	24,890	31,048
存货	4,943	5,982	8,797	12,130	14,513	17,469
其他流动资产	248	702	1,719	2,284	2,908	3,612
流动资产合计	23,819	31,585	36,818	61,023	64,242	73,675
%总资产	92.5%	94.2%	86.8%	88.6%	86.7%	86.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	407	343	775	772	789	813
无形资产	1,254	1,244	4,433	6,670	8,639	10,371
非流动资产合计	1,918	1,949	5,610	7,844	9,829	11,586
%总资产	7.5%	5.8%	13.2%	11.4%	13.3%	13.6%
资产总计	25,737	33,535	42,428	68,866	74,071	85,261
短期借款	3,900	5,000	8,300	12,300	5,000	1,000
应付款项	9,515	13,222	14,535	18,106	23,350	29,134
其他流动负债	2,061	1,965	2,397	1,825	2,360	2,944
流动负债	15,476	20,188	25,232	32,231	30,710	33,079
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	857	454	545	545	545	545
负债	16,334	20,642	25,777	32,777	31,255	33,624
普通股股东权益	9,100	12,409	15,943	35,082	41,387	49,656
少数股东权益	304	483	708	1,008	1,429	1,980
负债股东权益合计	25,737	33,535	42,428	68,866	74,071	85,261
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.820	0.661	0.705	0.675	0.944	1.238
每股净资产(元)	3.033	2.477	3.182	5.252	6.196	7.434
每股经营现金净流(元)	1.157	0.136	0.187	0.041	0.829	1.117
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.04%	26.67%	22.17%	12.85%	15.24%	16.65%
总资产收益率	9.56%	9.87%	8.33%	6.55%	8.51%	9.70%
投入资本收益率	123.97%	67.32%	31.74%	24.62%	26.64%	28.47%
增长率						
主营业务收入增长率	31.11%	20.07%	19.55%	33.10%	29.60%	24.74%
EBIT增长率	35.03%	7.13%	16.43%	28.27%	33.43%	28.32%
净利润增长率	14.45%	34.52%	6.78%	27.60%	39.83%	31.15%
总资产增长率	51.99%	30.30%	26.52%	62.31%	7.56%	15.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.2	97.6	107.1	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	102.3	105.3	122.3	150.0	140.0	135.0
应付账款周转天数	87.3	101.7	101.1	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	6.2	4.4	4.4	4.0	3.1	2.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.34%	-57.76%	-23.55%	-41.85%	-39.54%	-39.79%
EBIT利息保障倍数	10.5	10.3	6.5	16.9	46.8	302.9

来源：wind，齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**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%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。