

佳发教育 (300559) \ 计算机

——教育“新基建”正当时，考试信息化隐形冠军突围

投资要点：

➤ **公司核心竞争力突出：入口优势、用户资源优势、技术优势，短中长期布局完善以及同行业比较盈利能力和成长性优异。**

入口优势：公司中标国家端综合考务管理平台，基于国家教育考试标准化考点的建设需要实现国家、省、市、县及学校五级网络的互联互通的要求，下级服务平台进行调试需要以上级平台的技术参数为标准。公司中标国家端平台后有助于树立行业标准，并推动公司自上而下的业务落地。

用户资源优势：在第一轮标准化考点建设中公司覆盖 30 多万间教室，市占率约 60%，成为第二轮标考业务的重要用户基础，同时，也有助于公司从智慧招考向智慧教育业务延展，提升单客户价值。

技术优势：公司基于技术优势，与腾讯战略合作，推动英语听说解决方案业务发展。

短中长期布局完善：公司短期看标考业务高景气，中期看智慧招考向智慧教育延展，长期看生涯规划以及教育生态构建。

同行业比较盈利能力和成长性优异：与同行业公司相比，公司盈利能力优异，成长性佳。

➤ **教育基建正当时。**我国教育信息化市场稳步增长，预计未来三年是教育信息化的关键期。政策保障教育信息化的发展，新高考催生教育信息化新需求，教育公平及优质资源共享需求迫切，这些均推动了教育信息化的发展。其中，智慧招考行业仍有160亿以上的行业空间。

盈利预测与估值。

预计公司2020-2022年净利润分别为2.91亿/4.07亿/5.35亿元，对应PE分别为30x/21x/16x，考虑到公司在标考业务领域的龙头地位，未来向智慧教育领域延展打开新空间，维持公司“推荐”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧的风险；2) 行业政策发生重大变化的风险；3) 生涯规划等新业务拓展进展低于预期的风险。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	390.48	582.97	877.14	1,206.76	1,607.85
增长率（%）	103.13%	49.30%	50.46%	37.58%	33.24%
EBITDA（百万元）	129.27	195.81	350.79	484.58	629.35
净利润（百万元）	123.92	205.03	290.61	406.93	535.41
增长率（%）	69.43%	65.46%	72.86%	40.03%	31.57%
EPS（元/股）	0.27	0.42	0.73	1.02	1.34
市盈率（P/E）	80.35	51.00	29.50	21.07	16.01
市净率（P/B）	11.24	8.89	7.08	5.51	4.26
EV/EBITDA	19.70	26.18	14.08	9.52	6.70

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐

上次建议：

推荐

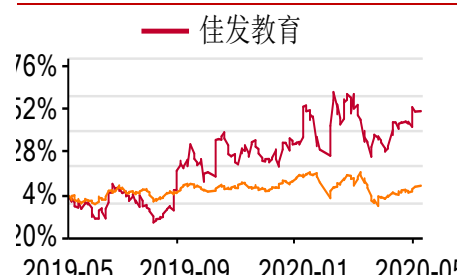
当前价格：

21.46 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	400/296
流通A股市值（百万元）	6,347
每股净资产（元）	2.52
资产负债率（%）	13.00
一年内最高/最低（元）	24.36/12.59

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

1、《佳发教育（300559）\计算机行业》

《强化入口流量优势，未来业务拓展具备支撑》

正文目录

1.	佳发教育：教育考试信息化行业领头羊	4
1.1.	聚焦智慧招考与智慧教育两大领域	4
1.2.	营收增速高，智慧教育收入占比提升	5
1.3.	毛利率：标考业务毛利率稳定，智慧教育存在波动	7
1.4.	研发人员占比提高，研发投入增加	8
1.5.	公司高管多数为技术背景出身，股权结构清晰	8
2.	公司核心竞争力突出，助力公司业务突围	9
2.1.	中标国家端综合考务管理平台和多个省级平台，具有入口优势	9
2.2.	用户资源丰富，有利于二轮建设项目获得与智慧教育领域延展	10
2.3.	技术优势突出，并与腾讯战略合作	11
2.4.	短中长期战略布局完善	12
2.5.	同行业比较公司盈利能力和成长能力优异	13
3.	“教育新基建”正当时	15
3.1.	教育信息化稳健增长，推动教育公平，提升教学体验	15
3.2.	政策保障教育信息化发展	17
3.2.1.	财政对教育信息化持续投入	17
3.2.2.	未来三年是教育信息化的关键年	17
3.3.	新高考催生教育信息化新需求	19
3.4.	教育公平及优质资源共享需求迫切	20
3.5.	智慧招考行业未来仍有较大空间	20
4.	盈利预测与估值	23
5.	风险提示：	24

图表目录

图表 1:	国家教育考试考务综合管理平台	4
图表 2:	标准化考点系统架构	4
图表 3:	教考统筹方案架构	4
图表 4:	智慧校园整体解决方案	4
图表 5:	业务板块描述	5
图表 6:	佳发教育营业收入（百万元）	6
图表 7:	佳发教育归母公司净利润（百万元）	6
图表 8:	标准化考点设备收入（百万元）	6
图表 9:	智慧教育产品及整体解决方案收入（百万元）	6
图表 10:	各地区收入占比	7
图表 11:	2019 年各业务板块收入占比	7
图表 12:	各业务板块毛利率	8
图表 13:	2017-2020Q1 佳发教育净利率	8
图表 14:	研发投入金额（百万元）	8
图表 15:	2019 年公司研发人员占比	8
图表 16:	公司前十大股东	9
图表 17:	省级考试综合管理平台中标情况	9
图表 18:	第一轮标考建设中公司客户分布情况	10
图表 19:	案例：青海省考试院指挥中心	11
图表 20:	案例：柯城区教育网络运维管理中心	11
图表 21:	教育考试信息化向智慧教育延展	11

图表 22: 英语听说智能训练系统.....	12
图表 23: 英语听说职能评测系统.....	12
图表 24: “51 选校”生涯规划云平台.....	13
图表 25: “51 选校”与学习强国合作栏目.....	13
图表 26: 教育信息化行业营收对比.....	13
图表 27: 教育信息化净利润对比.....	13
图表 28: 教育信息化行业毛利率对比.....	14
图表 29: 教育信息化行业净利率对比.....	14
图表 30: 教育信息化行业销售费用率对比.....	14
图表 31: 教育信息化行业管理费用率对比.....	14
图表 32: 教育信息化行业研发费用率对比.....	14
图表 33: 教育信息化行业研发人员占比.....	14
图表 34: 教育信息化行业应收账款周转率对比.....	15
图表 35: 教育信息化经营性现金流量净额/净利润.....	15
图表 36: 教育信息化行业 ROE 对比.....	15
图表 37: 中国教育信息化市场规模.....	16
图表 38: 2018 年中国各学习阶段相关数据.....	16
图表 39: 教育信息化服务类型和盈利模式.....	17
图表 40: 教育信息化相关政策梳理.....	18
图表 41: 新高考的变化及其影响与机会.....	19
图表 42: 新高考改革进程.....	19
图表 43: 我国 K12 阶段在校生人数.....	20
图表 44: 智慧招考产品体系.....	21
图表 45: 标考业务行业空间测算.....	22
图表 46: 公司收入预测.....	23
图表 47: 财务预测摘要.....	25

1. 佳发教育：教育考试信息化行业领头羊

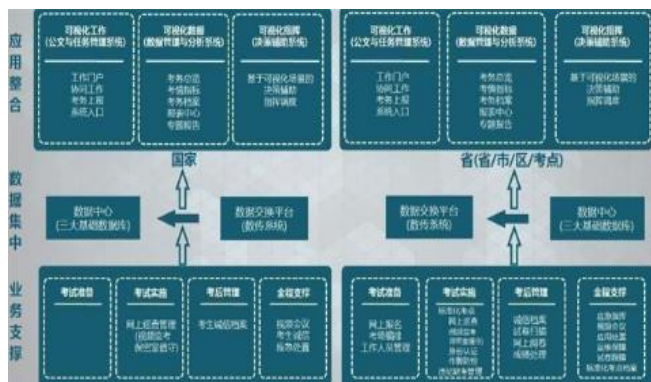
公司是全国最早从事国家教育考试信息化建设的企业之一，主营业务为研发、生产、销售具有自主知识产权和自主品牌的教育信息化产品并为用户提供相关服务，产品主要包括智慧招考和智慧教育两大系列。

1.1. 聚焦智慧招考与智慧教育两大领域

智慧招考方面，主要是为国家教育部、人社部提供标准化考点、英语人机对话考试等信息化解决方案，核心产品包括：国家教育考试综合管理平台、网上巡查系统、应急指挥系统、作弊防控系统、身份认证系统、考试报名和管理系统、英语听说综合智能解决方案、无纸化体检系统、智能试卷流转系统等信息化产品。

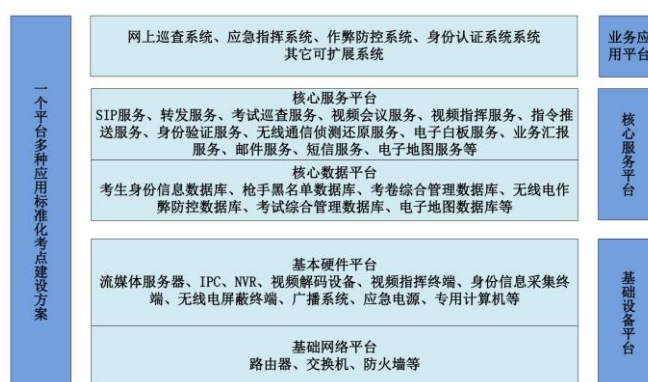
公司目前省考试平台占有率行业第一，并中标国家端考试综合平台项目。

图表 1：国家教育考试考务综合管理平台



来源：公司公告，国联证券研究所

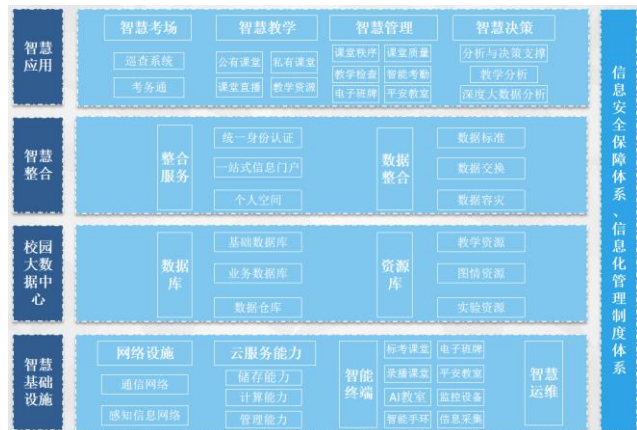
图表 2：标准化考点系统架构



来源：招股说明书，国联证券研究所

智慧教育方面，主要为用户打造符合教育信息化 2.0 要求的智慧教育整体解决方案，包括考教统筹、新高考和智慧校园三大方向。

图表 3：教考统筹方案架构



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 4：智慧校园整体解决方案



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 5：业务板块描述

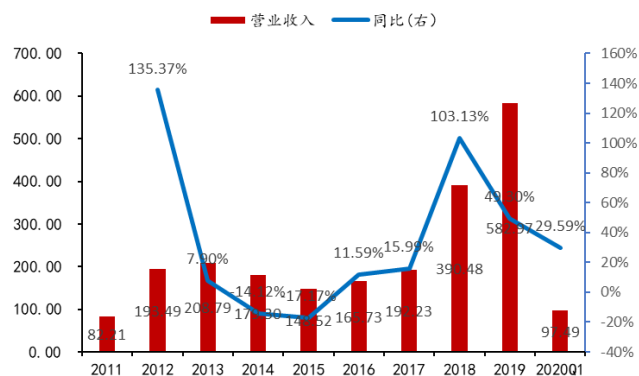
业务板块	分类	描述
智慧招考	国家教育考试综合管理平台	打造考试综合管理生态，按需构建业务应用系统，最终实现大中台小前台的管理发展模式。
	网上巡查系统	研发各类前端高清摄像机、后端存储及解码设备。结合日常教务管理需求，开发高清视频图像应用。
	应急指挥系统	研发“指挥有巡查可依，巡查为指挥所控”的巡查、指挥双平台合一功能，在发生紧急情况时可实时激发包括具有上级指挥监听和点对点、点对多点的快速指挥功能的教育行业应急指挥模式。
	无线电作弊防控产品线	高科技作弊防控系统的优化完善相关研发、设计及生产工作，同时开展人社考试等其他行业的产品拓展和模块开发。
	身份认证系统	基于国家教育考试身份验证系统建设需求，研发适用于教育考试的身份验证软、硬件产品。
智慧教育	英语听说综合智能解决方案	契合英语听说机考趋势及教学改革要求，提供英语听说考、评、练三位一体的综合解决方案，方案及产品。从考试业务流程、教学资源、产品应用、数据分析等方面为用户提供全方位的支持与服务。
	学业水平考试报名和管理系统	通过学业水平考试报名及管理系统，实现考生报名、身份验证、考生成绩等系统的无缝衔接。
	高考无纸化体检	高考无纸化体检服务，将提高体检工作效率，和体检结果的准确率和公平性。无纸化体检成为高考体检的一种新趋势，未来将产生新运营与服务机遇，并向征兵体检等领域扩张。
	智能试卷流转	全面涵盖从试卷印制装袋开始的装箱-押运-值守-回收装箱-送回各个业务环节。保障试卷安全，避免试卷泄露等问题。
	考教统筹	通过整合标准化考场资源，与其他设备进行互用，为学校提供多样的教学、管理类服务，达到一套设备，多端利用。例如实现网上巡查教系统与常态录播等课堂生态系统的互用；将考试使用的身份认证系统与电子班牌进行整合，在考试时作为身份认证系统，平时用于考勤管理、信息发布等。
	新高考	依托先进的数据采集技术、移动互联网、物联网、云计算和大数据技术，为学校提供一站式的新高考解决方案和平台，构建基于“一体化生涯规划、一体化走班管理、一体化综合评价、一体化家校互动”的生态闭环，帮助学生规划成长体系。同时为区域构建“选科分析”、“新高考资源评估”、“区域新高考平台”等对接学校新高考区校联动应用系统。
	智慧校园整体解决方案	基于《教育信息化 2.0 行动计划》的要求，在泛在信息全面感知和互联的基础上，全面整合校内外的资源，实现人、物、校区功能系统之间无缝连接与协同应用的智慧化教育应用，智能识别师生群体的学习、工作情景和个体的特征，有机衔接学校物理空间和数字空间，为师生建立智能开放的教育教学环境，构建整个教学生态体系。

来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 营收增速高，智慧教育收入占比提升

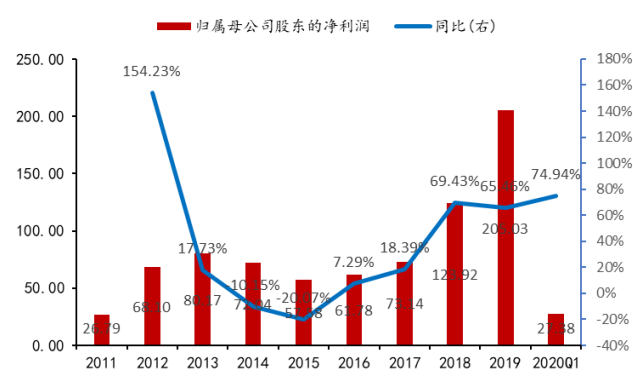
2015-2019 年公司营收年复合增速 41%，归母净利润年复合增速 37%。2019 年公司实现营业收入 5.83 亿元，同比增长 49.30%，2020 年一季度营收 97.49 亿元，同比增长 29.59%。主要由于招投标受疫情影响进展放缓。2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 2.05 亿元，同比增长 65.46%。

图表 6：佳发教育营业收入（百万元）



来源：Wind，国联证券研究所

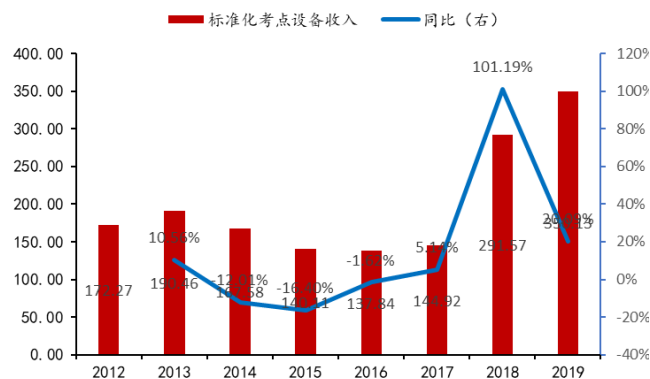
图表 7：佳发教育归母公司净利润（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

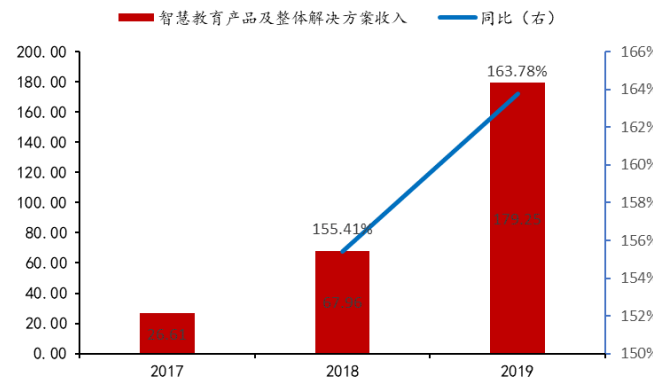
收入构成方面，智慧教育板块占比逐年提升，从 2017 年的 13.84% 提升至 2019 年的 30.75%。

图表 8：标准化考点设备收入（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

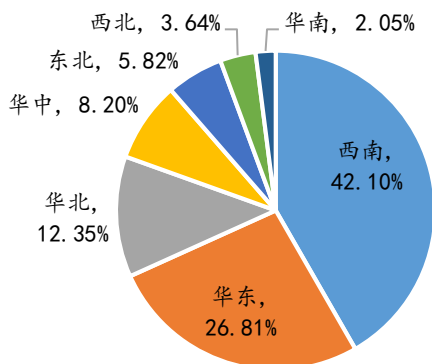
图表 9：智慧教育产品及整体解决方案收入（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

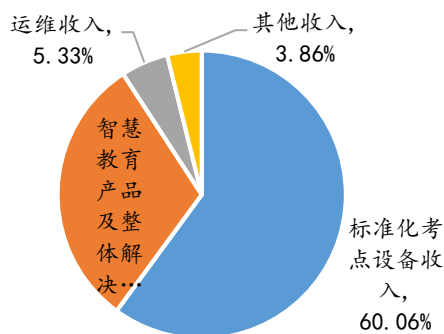
西南、华东和华北地区营收占比高。2019 年，三地区业务收入占比分别为 42%，27% 和 12%。其中，占比最大的西南地区收入仍保持高速增长，2016 至 2019 年，该地区年收入由 0.42 亿元增长至 2.4 亿元，年复合增长率达到 78.7%。

图表 10: 各地区收入占比



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 11: 2019 年各业务板块收入占比



来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.2.1 标化考点业务稳健增长, 中标国家端考试平台有望推动后续业务落地

公司 2019 年标准化考点设备业务实现收入 3.5 亿元, 同比增长 20.09%, 保持稳健增长。公司于 2019 年 6 月中标国家端综合管理及决策指挥系统项目, 并预计在 2020 年高考前完成平台全部功能建设并投入使用。国家端的项目充分证明了公司在智慧招考领域的竞争优势, 并将推动公司省市县及学校端项目的落地。

2017 年, 教育部考试中心印发《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范(2017 版)》、《国家教育考试综合管理平台建设指南》, 提出: 对已经建成的“国家教育考试网上巡查系统”进行高清升级, 构建成为全国性的国家教育考试网上巡查高清系统和到 2020 年建成功能完善、运行安全、操作规范、反应迅速的覆盖国家、省(市)、地(市)、县区等各级考试机构的管理与服务信息化支撑平台。这标志着国家第二轮标准化考点建设正式开始。第一轮建设在 2007 年开始试点, 于 2011-2013 年达到高峰期。本次第二轮建设从 2017 年下半年开始, 由于本次建设的系统更多, 覆盖的考试范围更广, 预计建设周期相对更长。

1.2.2 智慧教育业务加速渗透

2019 年智慧教育业务实现营业收入 1.79 亿元, 同比增长 163.76%。智慧教育方面, 主要为用户打造符合教育信息化 2.0 要求的智慧教育整体解决方案, 包括考教统筹、新高考和智慧校园三大方向。2019 年公司智慧教育产品开始进入多省的 K12 和高等院校; 公司开始承建区域性智慧校园建设, 和政府合作打造生涯及素质教育体验中心及区域智慧教育平台, 智慧教育产品不断落地。

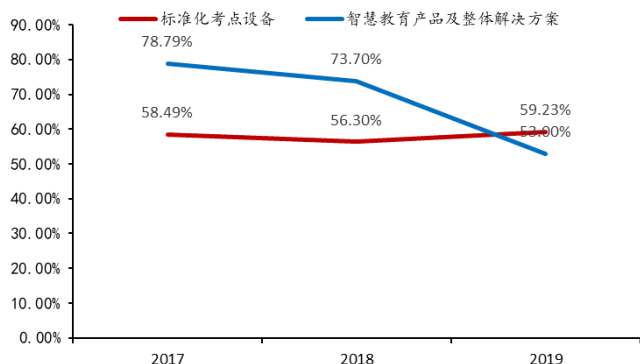
1.3. 毛利率: 标考业务毛利率稳定, 智慧教育存在波动

标考业务方面, 公司已在该行业积累多年, 整体解决方案较为成熟, 能较好的满足客户的各类需求, 因而相关产品毛利率相对较高且稳定。

智慧教育业务方面, 公司于 2017 年进入该行业, 收入增长迅猛, 收入占比由 2017 年的 13.84% 上升至 2019 年 30.75%。2019 年, 公司智慧教育业务实现收入 1.79 亿元, 同比增长 163.78%。其中, 软件类产品实现销售收入 1.18 亿元, 毛利率 70.06%; 硬

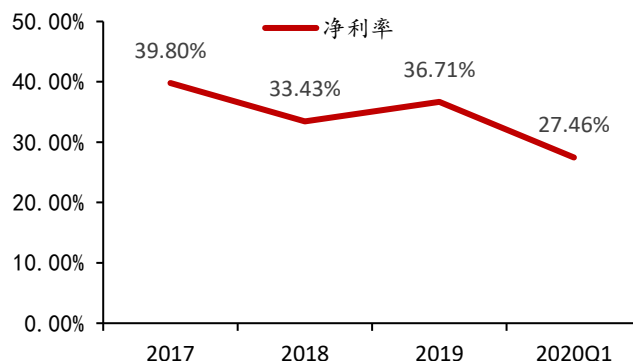
件及集成类产品实现销售收入 0.61 亿元，毛利率 19.81%。由于该部分业务仍处于上升阶段，客户对产品定制化需求高，产品结构多样，导致公司毛利率波动。

图表 12：各业务板块毛利率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 13：2017-2020Q1 佳发教育净利率

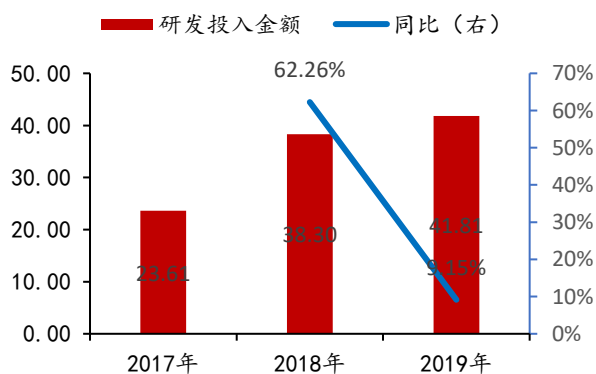


来源：wind，国联证券研究所

1.4. 研发人员占比提高，研发投入增加

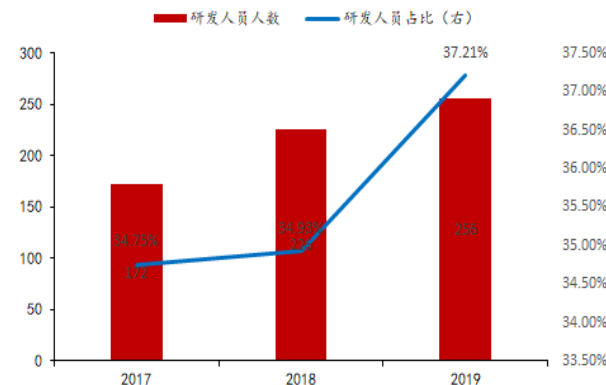
2017 年至 2019 年，公司研发人员数量由 172 人增长至 256 人，占比由 34.75% 提升至 37.21%，其中核心技术人员 35 人；研发投入由 2.36 亿元增长至 4.18 亿元，年复合增长率达到 33%。截至 2019 年末，公司及其子公司共获得专利 33 项，软件著作权 235 项，拥有“大数据”、“基于 IMS 的大型多媒体中心平台技术”、“考场作弊信号智能识别与取证还原方法”、“基于双重生物特征识别及 RFID 交叉验证的云端考生身份认证技术”等多项核心技术和发明专利。承担过国家火炬计划项目，获得过省、市、区科学技术进步奖等荣誉。

图表 14：研发投入金额（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 15：2019 年公司研发人员占比



来源：公司公告，国联证券研究所

1.5. 公司高管多数为技术背景出身，股权结构清晰

公司董事长袁斌与总经理寇健二人为夫妻关系，共同持股 33.16%，是公司的实际控制人。

2017 年 11 月，公司推出限制性股权激励计划，面向公司高级管理人员、部门主管、业务骨干共 65 人，首次授予 163.4 万股。激励计划设定以 2016 年归属于上市公司

公司股东的净利润为基数，公司 2017-2019 年净利润增长率分别不低于 10%、50%、100%的业绩考核目标。2018 年 7 月，公司向符合授予条件的 70 名激励对象授予 69.54 万股预留的限制性股票，截至 2019 年末，公司共有股权激励对象 125 人，占员工总数的 18.16%。

公司高管多数为技术背景出身。其中董事长袁斌毕业于四川大学物理系光学专业，总经理寇健毕业于解放军理工大学无线电专业，二者都在总参第五十七研究所超过十年的研究工作经验；副总经理赵峰毕业于重庆大学计算机科学与技术专业，副总经理覃勉毕业于荷兰代尔夫特理工大学计算机工程专业。

图表 16：公司前十大股东

股东名称	持股比例
袁斌	33.16%
凌云	13.03%
陈大强	10.23%
西藏德员泰信息科技有限公司	9.07%
寇勤	1.75%
中国工商银行股份有限公司—南方优选价值股票型证券投资基金	1.03%
中国银行股份有限公司—国联安优选行业混合型证券投资基金	0.80%
香港中央结算有限公司	0.78%
中国农业银行股份有限公司—宝盈科技 30 灵活配置混合型证券投资基金	0.68%
中国建设银行股份有限公司—国联安科技动力股票型证券投资基金	0.64%
前十大股东合计	71.17%

来源：公司公告，国联证券研究所

2. 公司核心竞争力突出，助力公司业务突围

2.1. 中标国家端综合考务管理平台 and 多个省级平台，具有入口优势

国家教育考试标准化考点的建设需要实现国家、省、市、县及学校五级网络的互联互通，子系统数据需接入平台统一管理，下级服务平台的调试需要上级平台的技术参数为标准。在新一轮的标准化考场建设中，公司于 2019 年 6 月中标国家端综合考务管理平台，且省级综合考务市场占有率行业第一。因此在继续建设地市级、区县级平台和学校的标准化考点时，公司可以更好的实现下级平台和上级平台的有效对接，从而取得入口优势。

图表 17：省级考试综合管理平台中标情况

省份	中标公司	金额（万元）	时间
河南省	佳发教育		2015 年
青海省	佳发教育	2778.94	2018 年 2 月
	竞业达	818.44	
	五岳鑫	1117.27	
江苏省	中国移动江苏分公司（佳发教育承建）	400.8	2017 年 12 月
四川省	佳发教育		2019 年 2-4 月
广东省	中国电信股份有限公司广东分公司	4949.66	2019 年 4 月

广西省	佳发教育	347.8	2019 年 4 月
安徽省	竞业达	10.9	19 年 3 月
海南省	海南东师科技、苏州市软件评测中心	1998.9	19 年 5 月
北京市	北京亮点软测、北京工大智源、北京天人同达、北控软件、竞业达	432.4	19 年 5 月
山东省	竞业达	395.77	19 年 7 月
浙江省	中国联通浙江分公司	21786	19 年 12 月
湖北省	志诚泰和	1695	20 年 1 月
天津市	联通系统集成有限公司天津市分公司	798.17	2020 年 1 月

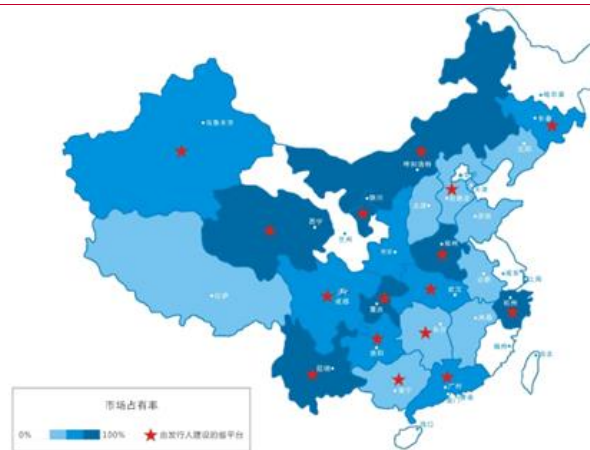
来源：中国政府采购网，国联证券研究所

2.2. 用户资源丰富，有利于二轮建设项目获得与智慧教育领域延展

第一轮标考建设公司覆盖 25 个省，超 30 万间教室，为二轮建设累积了用户资源。

从第一轮标准化考场建设开始，公司参与了 29 个省、自治区、直辖市，近 200 多个地市的标准化考点的建设，并提供了全国 15 个省级标准化考点指挥中心的管理平台设备，公司身份认证产品在全国 15 个省进行了建设，公司作弊防控产品在全国 17 个省取得了建设。除由公司建成的全国第一个省级考试综合管理平台（河南）外和国家端考试综合管理平台外，公司还先后直接中标青海、江苏、四川、广西等省考试综合管理平台，保持省级综合考务占有率市场第一，在全国标准化考点建设中市场份额行业领先。

图表 18：第一轮标考建设中公司客户分布情况



来源：招股说明书，国联证券研究所

图表 19: 案例: 青海省考试院指挥中心



来源: 公司官网, 国联证券研究所

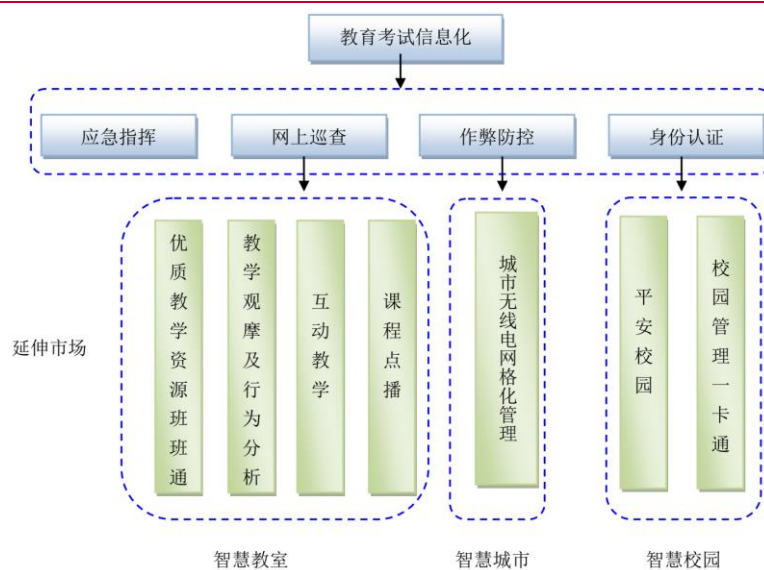
图表 20: 案例: 柯城区教育网络运维管理中心



来源: 公司公告, 国联证券研究所

同时, 公司将在标准化考点建设过程中积累的用户资源转化为智慧教育用户。例如, 公司可在兼顾客户标准化考点的建设需求之上, 帮助用户按照自身需求制定考教统筹产品建设方案, 在标准化考点设备的基础上增加部分设备实现教学管理信息化, 提高管理效率, 节约成本的同时解决考试设备闲置问题。相比传统的智慧校园建设, 公司的建设方案具有节省成本, 高效互用, 统一管理等特点。

图表 21: 教育考试信息化向智慧教育延展



来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.3. 技术优势突出, 并与腾讯战略合作

2019 年, 公司持续加大研发投入, 继续对公司原有产品进行升级换代, 同时完善和丰富公司产品线为公司试点和推出新产品做准备。其中, 新推出的无纸化体检产品参与四川省试点工作, 并应用于深圳高考无纸化体检; 智能试卷流转系统已率先在青海省投入使用, 并获得青海省考试院一致好评等。

与腾讯进行战略合作, 深化英语听说解决方案合作

2020年4月29日，佳发教育与腾讯签订为期三年的战略框架合作协议，双方将在产品融合与品牌；产品、内容研发；联合推广等多个方面展开合作。

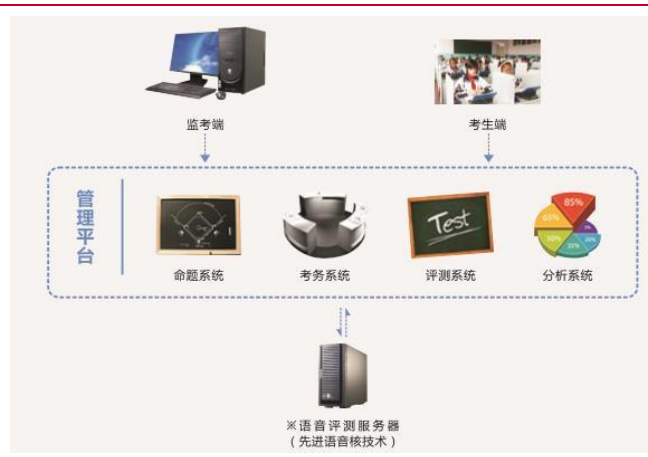
作为战略协议的一部分，佳发教育将就英语口语中高考软件系统、口语评测软件系统、口语训练平台软件系统与腾讯进行品牌合作，共同打造基于教学场景的英语学科一体化整体解决方案。在英语口语考试及评测产品的合作上，腾讯为佳发唯一的英语口语考试及评测引擎独家合作方。

图表 22：英语听说智能训练系统



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 23：英语听说智能评测系统



来源：公司公告，国联证券研究所

2.4. 短中长期战略布局完善

短期看，公司在智慧招考领域建立了护城河，成为该细分领域龙头；

中期看，公司从智慧招考向智慧教育积极延展，智慧教育业务范围更广，打开新的空间，提升单客户价值。

长期看，公司前瞻布局生涯规划和素质教育，构建教育生态圈。

基于长期的布局，公司战略投资“51 选校”，已与江油市政府合作建立生涯规划基地，未来有望异地复制。

新高考政策下，高一入学时的选科结果将直接决定三年后填报高考志愿的专业范围，在很大程度上也决定了未来的职业方向，而由于当前学校教育对于学科教育以外的内容较缺乏，生涯规划类产品将有着更刚性的需求。公司在这方面提前布局，与江油市政府合作在江油市投资建设“川西北区域智慧教育产业园总部基地项目”打造区域智慧教育及生涯体验、素质教育体验中心及实训基地。预计该项目将在 2020 年底完成建设并开始运营。除此以外，公司还筹划与多个地市政府合作，共同试点打造生涯体验、素质教育体验中心，并逐步向公司业务优势区域及全国进行推广。公司还于 2019 年向厦门创元邦达软件科技有限公司战略投资 900 万元，持股比例 18%。后者旗下 51 选校品牌系生涯教育解决方案服务商，2020 年在学习强国推出中学生涯规划专业和职业介绍免费视听课。

图表 24: “51 选校”生涯规划云平台



来源: 51 选校·官网, 国联证券研究所

图表 25: “51 选校”与学习强国合作栏目

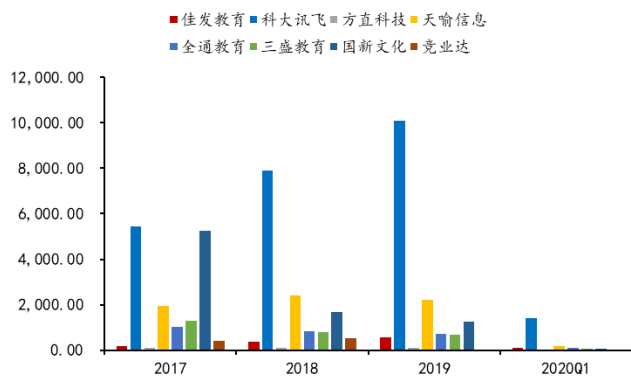


来源: 51 选校官网, 国联证券研究所

2.5. 同行业比较公司盈利能力和成长能力优异

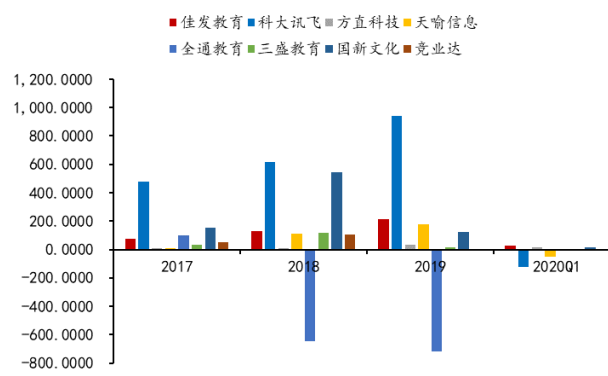
公司 2019 年营收规模 5.83 亿元, 在教育信息化行业中营收规模仍较小, 但基于公司标考业务、智慧教育业务以及生涯规划业务短中长期布局, 未来成长性较优。同样布局标考业务的竞业达公司 2019H1 教育信息化解决方案及软硬件设备营收规模 1.47 亿元, 佳发教育 2019H1 教育信息化收入 2.92 亿元, 公司在标考业务领域具备龙头地位。(竞业达数据到 2018 年)

图表 26: 教育信息化行业营收对比



来源: Wind, 国联证券研究所

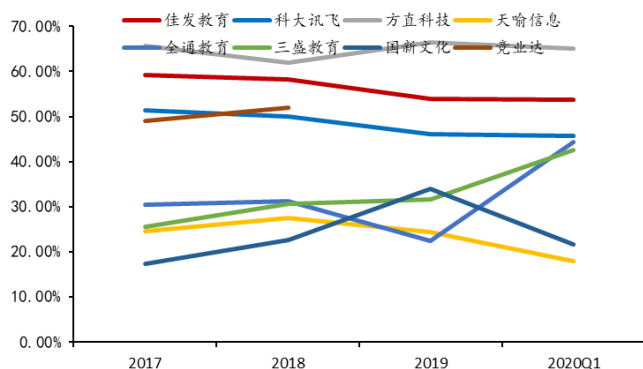
图表 27: 教育信息化净利润对比



来源: Wind, 国联证券研究所

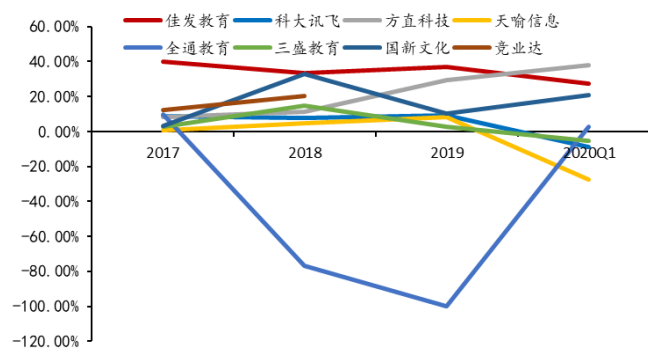
公司毛利率和净利率在同行业中处于较高水平。公司 2019 年毛利率 53.89%, 同样布局标考业务的竞业达公司 2018 年毛利率 52.05%(教育信息化业务毛利率 54.79%), 均高于教育信息化行业平均水平; 公司 2019 年净利率 36.71%, 竞业达 2018 年净利率 20.42%, 教育信息化行业中均处于较高水平。主要由于标考业务需要针对各省、市、县、及各考点各自不同的需求设计专门的解决方案, 使得该行业的进入门槛较高, 行业竞争格局清晰, 集中度较高。

图表 28: 教育信息化行业毛利率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

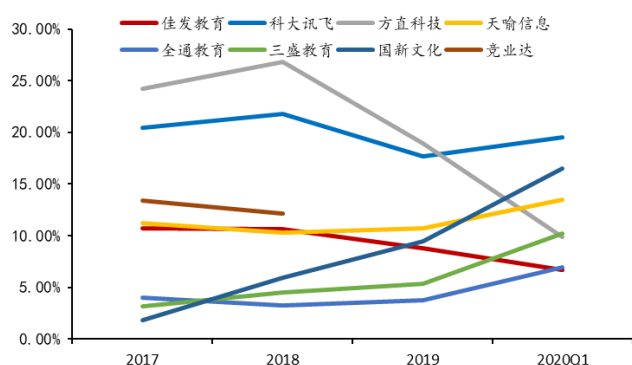
图表 29: 教育信息化行业净利率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

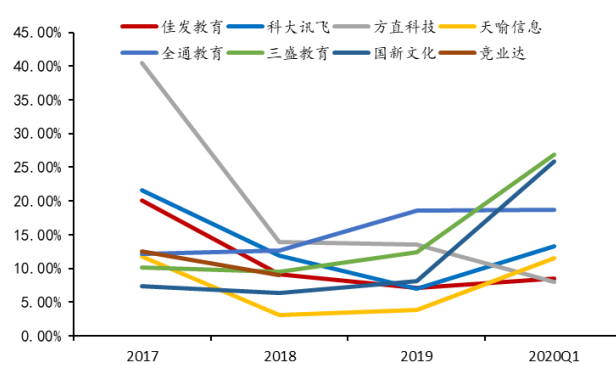
公司销售费用率和管理费用率均处于行业较低水平。2019 年公司销售费用率 8.82%，管理费用率 7.11%，主要得益于公司在该行业内多年的积累，公司所提供的产品性能稳定，已在教育行业的客户群内形成较强的示范作用，具有较强的行业参考价值，能较好地满足客户的各类需求，通过产品树立竞争力，并可逐年降低销售费用率。

图表 30: 教育信息化行业销售费用率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

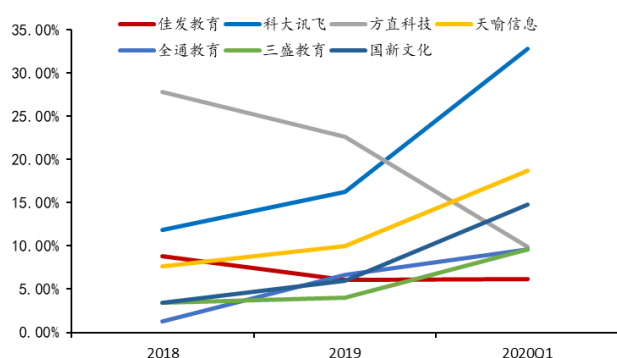
图表 31: 教育信息化行业管理费用率对比



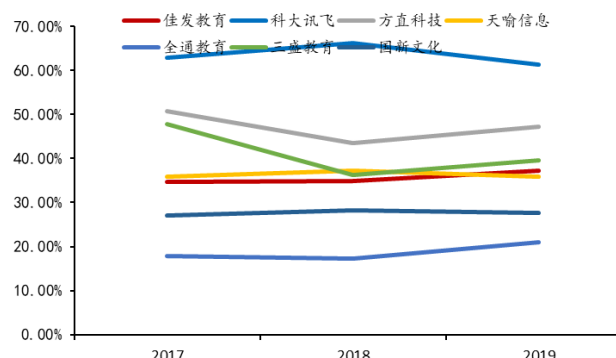
来源: Wind, 国联证券研究所

公司研发费用率目前处于行业较低水平，研发人员占比在逐年提升，处于行业均值水平。公司 2019 年研发费用率在 6.07%，研发投入在营收比重 2017-2019 年的分别为 12.28%、9.81%和 7.17%，公司在标考业务经营多年，已经形成较为成熟的技术。

图表 32: 教育信息化行业研发费用率对比



图表 33: 教育信息化行业研发人员占比

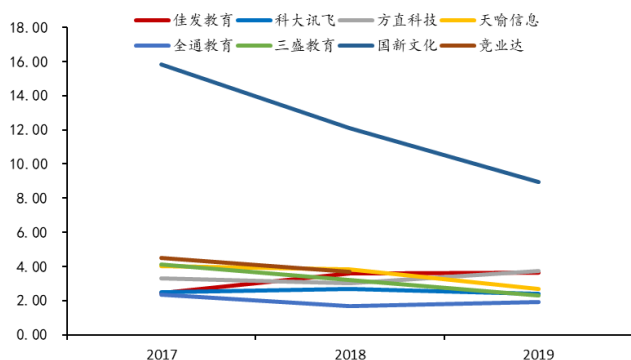


来源：Wind，国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

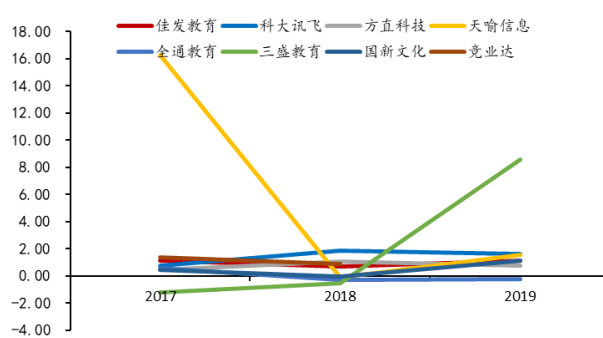
公司应收账款周转率处于行业中上水平，经营性现金流量净额/净利润处于中等水平。公司应收账款周转率 2019 年 3.62，竞业达 2018 年应收账款周转率 3.68，均处于行业较高水平；公司 2019 年经营性现金流量净额/净利润 1.11，处于行业中等水平。

图表 34：教育信息化行业应收账款周转率对比



来源：Wind，国联证券研究所

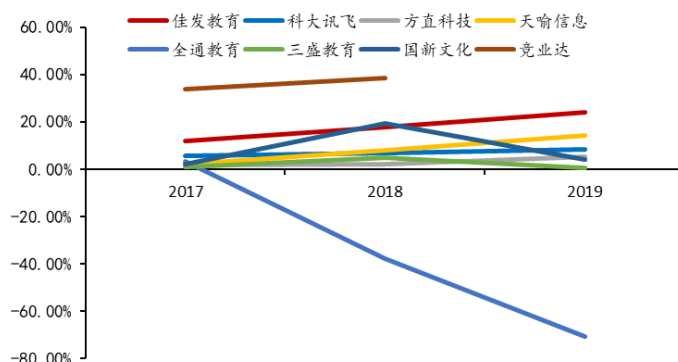
图表 35：教育信息化经营性现金流量净额/净利润



来源：Wind，国联证券研究所

公司 ROE 高于行业均值。公司 2019 年 ROE 为 24.16%，高于多数教育信息化公司，主要得益于公司较高的销售净利率和资产周转率

图表 36：教育信息化行业 ROE 对比



来源：Wind，国联证券研究所

3. “教育新基建”正当时

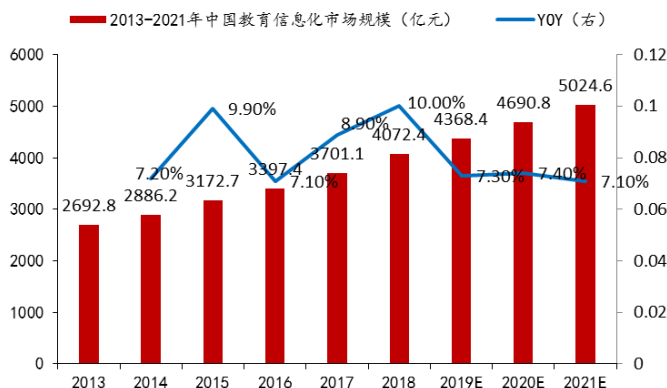
教育信息化在政策保障、新高考驱动、教育公平和下沉市场对优质资源共享的迫切需求推动下，未来有望保持较高景气度。

3.1. 教育信息化稳健增长，推动教育公平，提升教学体验

我国教育信息化市场稳步增长，此次疫情更加凸显了教育信息化的重要性，预计未来两年教育信息化投入加大。一方面提升对经济落后地区教育信息化投入，促进教

育公平，另一方面，教育信息化在全国也在从 1.0 阶段向 2.0 阶段过渡，随着 5G、AI、VR/AR 等技术在教育领域的应用，新的硬件升级、覆盖于整个教学活动的软件服务以及 C 端用户的付费场景增加等，整个教育信息化市场将迎来升级。

图表 37：中国教育信息化市场规模



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

从需求端看，我国目前有 50.8 万余所学校（含学前教育）、2.6 亿余在校生（含在园人数）和 1600 余万在校老师，对信息化的需求庞大且持续。

图表 38：2018 年中国各学习阶段相关数据

2018 年各级学校细分数据	学校数 (万所)	在校学生数 (万人)	在校老师数 (万人)	生师比
学前教育	26.7	4656.4	258.1	18.0
普通小学	16.2	10339.3	609.2	17.0
初中	5.2	4652.6	363.9	12.8
普通高中	1.4	2375.4	181.3	13.1
中等职业教育	1.0	1555.2	83.4	18.6
普通高等学校	0.27	2831.0	167.3	16.9
总计	50.8	26409.9	1663.2	15.9

来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

从供给端来看，教育信息化包括硬件、软件、内容多个领域。

硬件包括：

提供智慧黑板、投影仪、电子白板、电子书包、教育照明等设备；

5G 风口下，提升直播教学效果的相关硬件设备；

大的硬件提供商可以利用自身渠道、客户优势直接向系统集成商过渡；

细分垂直领域对硬件的需求也可能出现小而美的市场。

软件包括：

提供教学系统等软件提供商，并建立数据资源竞争壁垒；

通过占领 B 端用户，向 C 端市场延展；通过大数据、人工智能等进行数据资源价

值的挖掘。

内容包括：

和学校和国家或地方教育主管部门合作，共同研发知识框架和教学内容体系；

除了课程内容之外，提供与新兴硬件相匹配的教学内容资源的开发，如 VR 内容等。

图表 39：教育信息化服务类型和盈利模式

服务类型	主要服务内容	主要功能	典型企业	盈利模式
提供硬件设备	提供智慧黑板、投影仪、电子白板、电子书包、教育照明等设备	实现多媒体教学、直播、录播等功能	希沃、鸿合、北京文香、奥威亚、现代中庆等	向学校/政府/机构收费
提供教学管理软件和技术平台	提供教学管理软件和家校沟通软件	实现家校互动、教学及教务管理线上化	科大讯飞、佳发教育、立思辰、天喻信息、全通教育等	向学校/政府/机构收费
提供教学软件、教学内容和补充性的课程解决方案	提供教学内容、师资培训、教材、课程内容、	覆盖教-学-练-测-评等场景，如组卷、题库、智能阅卷等，补充新兴课程领域的不足	学科网、一起作业、寓乐湾、编程猫等	向学校、教师、学生收费

来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

3.2. 政策保障教育信息化发展

3.2.1. 财政对教育信息化持续投入

财政一般预算教育经费支出逐年只增不减。2019 年 2 月，国务院印发《中国教育现代化 2035》，提出的十大战略任务之一是要加快信息化时代教育变革，建设智能化校园与一体化智能化教学、管理与服务平台。并明确提出要确保财政一般预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例不低于 4%。

国家要求教育投入中加大对教育信息化的倾斜，保障教育信息化发展需求。按照《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）要求的教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费。

《2019 年国务院政府工作报告》提出“国家财政性教育经费占国内生产总值比例继续保持在 4% 以上，中央财政教育支出安排超过 1 万亿元”。

3.2.2. 未来三年是教育信息化的关键年

2020-2022 年是教育信息化的关键期。《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》、《关于深化考试招生制度改革的实施意见》、《国家教育考试网上巡查系统视频

标准技术规范（2017 版）》等均以 2020 年作为政策关键年，《教育信息化 2.0 行动计划》、《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022）》均以 2022 年作为政策落地的关键年。因此，在政策推动下，我们预计 2020-2022 年是教育信息化的落地关键期，这也保证了未来三年教育信息化的投入仍将维持在较高的水平并将推动教育信息化的进一步发展。

图表 40：教育信息化相关政策梳理

发布时间	政策	截止日期	主要内容
2012. 2	《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》	2020 年	到 2020 年，全面完成《教育规划纲要》所提出的教育信息化目标任务，形成与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化体系。
2014. 9	《关于深化考试招生制度改革的实施意见》	2020 年	2014 年启动考试招生制度改革试点，2017 年全面推进，到 2020 年基本建立中国特色现代教育考试招生制度。
2014. 12	《关于普通高中学业水平考试的实施意见》		原则上高一、高二、高三各年级 2 个科目左右，高二、高三各年级 6 个科目左右。要对相关科目的实验操作、外语听力和口语的考试提出要求。
2016. 12	《关于加强普通高中学业水平考试考务管理的意见》		省级统一组织的学业水平考试必须全部安排在标准化考点进行，相关学校有义务承担考试任务并按要求做好工作。由各地和学校组织实施的有关科目考试，省级教育行政部门和招生考试机构要参照《国家教育考试标准化考点规范（暂行）》，对考试场所提出规范要求并开展督查。
2017. 3	《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范（2017 版）》	2020 年	对已经建成的“国家教育考试网上巡查系统”进行高清升级，构建成为全国性的国家教育考试网上巡查高清系统和到 2020 年建成功能完善、运行安全、操作规范、反应迅速的覆盖国家、省（市）、地（市）、县区等各级考试机构的管理与服务信息化支撑平台。
2018. 4	《教育信息化 2.0 行动计划》	2022 年	到 2022 年基本实现“三全两高一大”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高。
2019. 2	《中国教育现代化 2035》	2035 年	十大战略任务之一加快信息化时代教育变革。建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台。利用现代技术加快推动人才培养模式改革，实现规模化教育与个性化培养的有机结合。
2019. 2	《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022）》	2022 年	大力推进教育信息化。着力构建基于信息技术的新型教育教学模式、教育服务供给方式以及教育治理新模式。促进信息技术与教育教学深度融合。
2019. 2	《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》		成立国家数字教育资源公共服务体系联盟，实现省级平台全部接入体系，完善大资源开发利用机制，“一师一优课、一课一名师”活动晒课 100 万堂，认定 800 门国家精品在线开放课程。
2019	《人事考试指挥平台建设规范（试行）》、《关于加强人事考试指挥平台建设的意见》	2020 年底	建设完成覆盖部、省（区、市）、地（市）及考点的一体化、统一调度统一指挥和数据共享的分布指挥平台，实现考试数据实时汇总统计、人事考试实时重要环节监管、网上巡考核指挥调度、数据挖掘和数据分析等功

2020.3	《关于组织实施 2020 年新型基础设施建设工程（宽带网络和 5G 领域）的通知》	能。 5G+智慧教育应用示范。基于 5G、VR/AR、4K/8K 超高清视频等技术，打造百校千课万人优秀案例，探索 5G 在远程教育、智慧课堂/教室、校园安全等场景下应用，重点开展 5G+高清远程互动教学、AR/VR 沉浸式教学、全息课堂、远程督导、高清视频安防监控等业务。
--------	---	--

来源：公开资料，国联证券研究所

3.3. 新高考催生教育信息化新需求

新高考改革带来教育信息化需求提升。新高考取消文理分科，实行 3+X（X 是 6 科选 3 科），高中选科更加多样化。同时，计分方式发生变化，高考成绩由统考成绩和选考成绩再参考学生综合素质评价决定。

同时，在国家推行的新高考改革下，高中学业水平考试成绩将计入学生高考录取成绩。2017 年教育部下发的《关于加强普通高中学业水平考试考务管理的意见》明确要求：省级统一组织的学业水平考试必须全部安排在教育考试标准化考点进行。这也提升了对标准招考建设的需求。

图表 41：新高考的变化及其影响与机会

新高考的变化	影响与机会
取消文理分科，实行“3+X”（X 是 6 科选 3 科）	1. 学生从 20 种组合中选课，增加了学生选课系统、学校排课系统、学生教师走班考勤管理系统、电子班牌等的需求； 2. 增加考场数量需求，提升标准化考点需求
英语考试有两次考试时间并取高分	加强外语测评体系建设，在有条件的地区实施外语听说计算机考试，英语机考标准化考场的建设和改造将迎来进一步的增长
完善高中学业水平考试	增加考场数量需求，提升标准化考点需求
改革招生录取机制，高校要根据自身办学定位和专业培养目标，研究提出对考生高中学业水平考试科目报考要求和综合素质评价使用办法，提前向社会公布	生涯规划需求提升，选科的结果直接决定了三年后填报高考志愿的专业范围，选职业方向问题下沉到更低的年龄段

来源：教育部，艾瑞咨询，国联证券研究所

预计在 2022 年新高考在全国普及，由新高考带来的标准化考点建设也将在 2020-2022 年加快推进。

图表 42：新高考改革进程

实行批次	参与地区	启动时间	首次新高考执行时间
第一批	浙江、上海	2014 年	2017 年
第二批	北京、天津、山东、河南	2017 年	2020 年
第三批	江西、河南、四川、湖北、广东、江苏、河北、重庆、湖南、安徽、黑龙江、辽宁、吉林、贵州、山西、福建、西藏、内蒙古	2018 年	2021 年
第四批	青海、陕西、云南、甘肃、宁夏、广西、新疆	2019 年	2022 年

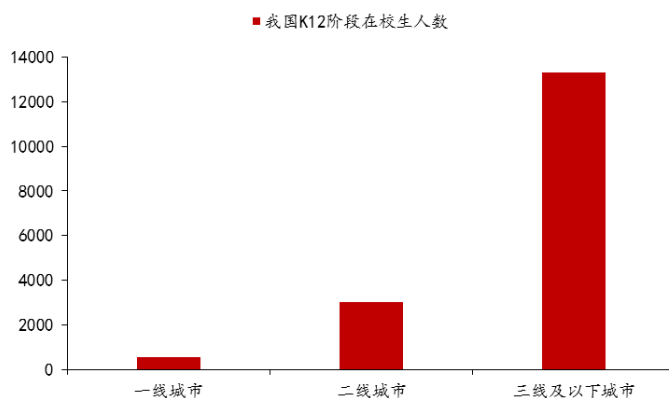
来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

因此，新高考改革带来新的教育信息化机会，包括标准化考点数量增加，与选课系统、走班排课、考勤管理、排课系统、教学管理、考场分配等相关的领域，以及在学校志愿填报、生涯规划、选课指导方面的业务延展。

3.4. 教育公平及优质资源共享需求迫切

我国人口基数大，学龄人口多，但教育资源分配尚不均衡。据艾瑞不完全统计 2017 年中国三线及以下城市的中小学在校生人数是一二线城市的 3.7 倍左右，但老师数量和优质教学内容并未与庞大的学生数对等。2017 年我国 K12 阶段在校生人数 1.69 亿+，其中一线城市 555 万+，二线城市 3042 万+，三线及以下城市 13311 万+。但优质的教育资源和师资主要集中于一二线城市，三线及以下城市对优质资源的需求强烈。

图表 43：我国 K12 阶段在校生人数



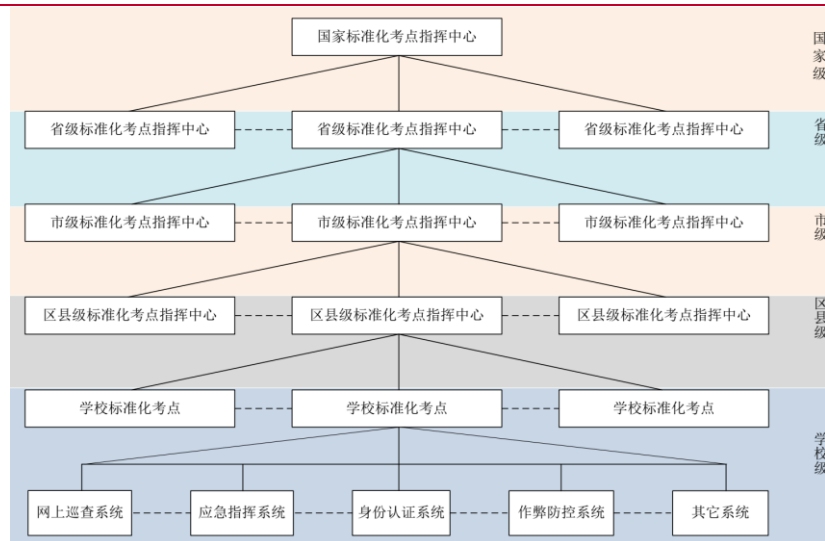
来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

这一方面对于教育信息化需求较高，另一方面优质内容可通过在线教育的形式向下沉市场渗透，满足低线城市对于优质内容的需求，实现教育公平与资源共享。

3.5. 智慧招考行业未来仍有较大空间

智慧招考从纵向上来看，主要包括国家、省、市、县、学校五级互联互通的考试综合管理平台，从横向产品来看，主要包括网上巡查系统、应急指挥系统、身份认证系统、作弊防控系统等，从考试类别来看，包括高考、高中学业水平考试、中考、硕士研究生统一考试、人社考试、英语口语机考的标准化考点建设等。

图表 44: 智慧招考产品体系



来源：公司公告，国联证券研究所

第一轮标准化考点建设了 53 万间标准化考点，主要以网上巡查建设为主。2007 年国家开始第一轮标准化考点统一建设，2011 年-2013 年达到建设的高峰。在这一轮建设中，国家共建成了 53 万余间标准化考场（教室），大部分为高考标准化考场。

第二轮标准化考点建设一方面对第一轮的标准化考点网上巡查系统进行高清升级，另一方面构建功能更加丰富的系统。2017 年教育部考试中心印发《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范（2017 版）》、《国家教育考试综合管理平台建设指南》分别提出：对已经建成的“国家教育考试网上巡查系统”进行高清升级，构建成成为全国性的国家教育考试网上巡查高清系统和到 2020 年建成功能完善、运行安全、操作规范、反应迅速的覆盖国家、省（市）、地（市）、县区等各级考试机构的管理与服务信息化支撑平台，涵盖网上巡查、应急智慧、身份认证、作弊防控、无纸化体检、智能试卷流转系统等多项功能。

同时，在考试类型上，除了覆盖高考，还覆盖高中学业水平考试、中考、人社考试、英语口语机考等多项考试。

新高考改革后，高中学业水平考试成绩将计入学生高考录取成绩。2017 年教育部下发《关于加强普通高中学业水平考试考务管理的意见》明确要求：省级统一组织的学业水平考试必须全部安排在标准化考点进行，并同时要求加强标准化考点的日常维护和升级，完善应急指挥系统、网上巡查系统、作弊防控系统、考生身份认证系统，以及其他相关设备，全面提高标准化考点技术防范水平。

中考：目前山西、福建两省已统一要求全省中考均需启用标准化考点，由于中考主要由各市（州）组织，部分地区已根据要求将本市中考放入标准化考点中心进行。如南昌、武汉、贵阳、杭州、兰州、南昌等大部分省会城市均已要求中考也必须在标准化考场中进行，预计中考标准化考场的需求量将超过高考标准化考场的需求。

人社考试：2019 年，国家人力资源和社会保障部人事考试中心，先后发布了《人事考试指挥平台建设规范（试行）》和《关于加强人事考试指挥平台建设工作的意见》

要求到 2020 年底，建设完成覆盖部、省（区、市）、地（市）及考点的一体化、统一调度统一指挥和数据共享的分布指挥平台，实现考试数据实时汇总统计、人事考试实时重要环节监管、网上巡考核指挥调度、数据挖掘和数据分析等功能。

英语口语机考：为贯彻落实高考改革政策，教育部下发《关于普通高中学业水平考试的实施意见》要求各省（区、市）在考试内容设置时要对外语听力和口语的考试提出要求。2014 年起，各省份开始陆续出台新高考改革方案。上海、北京率先开始要求高考外语增加口语考试，口语考试通过人机对话方式进行，随后实施改革的重庆、山东要求条件成熟时，高考外语听说考试采用计算机考试方式进行。2017 年底至今，全国已有一半以上的省份及下属各地市陆续出台“新中考”改革政策，要求分步逐渐实施中考外语口语人机对话考试。随着新高考及新中考改革的实施，公司适用改革要求解决学生哑巴英语状况的，包括考、测、练等子系统的英语听说综合智能解决方案将迎来快速增长。

高考无纸化体检：将解决过去高考体检工作中存在的填涂工作量大、错误率高、费时费力等问题，不仅提高了体检工作效率，还会大大提高体检结果的准确率和公平性。无纸化体检成为高考体检的一种新趋势，未来将产生新运营与服务机遇，并向征兵体检等领域扩张。全国广东、山东、江苏、四川等省份已开始实行高考体检无纸化试点应用，无纸化体检也将迎来全国试行和应用的机遇。

智能试卷流转系统：全面涵盖从试卷印制装袋开始的装箱-押运-值守-回收装箱-送回各个业务环节。切实有效、高效便捷的保障试卷安全，避免试卷泄露、篡改等问题，从根源上为考生提供一个公平公正的考试环境，解决了《国家教育考试考务安全保密工作规定》对试卷安全的要求。公司智能试卷流转系统在青海省成功实施，获得青海省考试院一致好评，并向其他省份开始推行，有望全国推广。

根据我们对高考、高中学业水平考试、中考、硕士研究生统一考试、人社考试、英语口语机考、省、市、县考试综合管理平台的空间测算，标考业务空间为 162.6 亿元。

图表 45：标考业务行业空间测算

	考生人数	单考场人数	标准化考场需求量	单考场价值	市场规模
高考	2020 年全国高考报名人数 1071 万	30	36 万（第一轮标准化考点覆盖 53 万）	1 万元	53 亿元
高中学业水平考试	按照高考人数 2 倍左右测算	30	72 万（和高考标准化考点有重合）		19 亿元
中考	2018 年全国初中招生人数 1603 万	30	53 万（和高考标准化考点有重合）	1 万元	
硕士研究生统一考试	2020 年全国硕士研究生招生考试报名 341 万人	30	12 万	1 万元	12 亿元
人社考试	2018 年国考+省考过审人数约 566 万人，2019 年下半年参加中	30	20 万（和硕士研究生统一考试有重合）	1 万元	8 亿元

	小学教师资格证的 的人数达到590万人				
英语口语机考	2018 年全国初中招 生人数 1603 万	30	53 万	1 万元	53 亿元
省、市、县考试 综合管理平台	31 个省级行政区、 333 个地级区划书、 2851 个县级区划数			省级 300- 500 万、市 级 100- 200 万、县 级 30-50 万	17.6 亿元
总计					162.6 亿元

来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年公司业务仍保持高速增长，标准化考点设备收入增速分别为 40%/35%/30%，智慧教育产品及整体解决方案收入 80%/45%/40%，运维收入、租金收入和其他收入增速 2020-2022 年为 20%/20%/20%，2020-2022 年公司营业收入预计为 8.77 亿/12.07 亿/16.08 亿元，增速分别为 50.46%/37.58%/33.24%。

预计 2020-2022 年标准化考点设备收入毛利率 59.5%/58.5%/57.5%，智慧教育产品及整体解决方案业务毛利率 52.5%/51.5%/50%，运维收入、租金收入和其他收入毛利率 22%/22%/22%。

图表 46：公司收入预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
标准化考点设备收入				
营业收入（百万元）	350.13	490.18	661.75	860.27
增长率	20.09%	40.00%	35%	30%
营业成本（百万元）	142.75	198.52	274.62	365.61
增长率	12.04%	39.07%	38.33%	33.13%
毛利率	59.23%	59.50%	58.50%	57.50%
智慧教育产品及整体 解决方案收入				
营业收入（百万元）	179.25	322.65	467.84	654.98
增长率	163.78%	80.00%	45%	40%
营业成本（百万元）	84.24	153.26	226.90	327.49
增长率	371.35%	81.93%	48.05%	44.33%
毛利率	53.00%	52.50%	51.50%	50.00%
其他收入				
营业收入（百万元）	53.59	64.31	77.17	92.60
增长率	73.15%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本（百万元）	41.8	50.16	60.19	72.23
增长率	132.22%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.00%	22%	22%	22%

总计				
营业收入（百万元）	582.97	877.14	1206.76	1607.85
增长率	49.30%	50.46%	37.58%	33.24%
营业成本（百万元）	268.79	401.94	561.72	765.33
增长率	64.62%	49.54%	39.75%	36.25%
毛利率	53.89%	54.18%	53.45%	52.40%

来源：公司公告，国联证券研究所

预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.91 亿/4.07 亿/5.35 亿元，同比增长 41.74%/40.03%/31.57%，对应 PE 分别为 30x/21x/16x，考虑到公司在标考业务的龙头地位，未来向智慧教育领域延展打开新空间，维持公司“推荐”评级。

5. 风险提示：

- 1) 行业竞争加剧的风险；
- 2) 行业政策发生重大变化的风险；
- 3) 生涯规划等新业务拓展进展低于预期的风险。

图表 47: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	425.27	257.76	461.92	814.18	1,244.0	营业收入	390.48	582.9	877.1	1,206.7	1,607.8
应收账款+票据	150.90	233.87	302.16	355.66	473.78	营业成本	163.27	268.7	401.9	561.72	765.33
预付账款	20.64	1.30	12.10	15.98	22.28	营业税金及附加	3.74	6.59	9.91	13.64	18.17
存货	55.67	64.11	82.05	90.78	113.30	营业费用	41.64	51.40	61.40	80.85	102.90
其他	3.31	13.71	13.71	13.71	13.71	管理费用	35.45	41.45	50.87	62.75	77.18
流动资产合计	741.03	962.52	1,263.7	1,682.0	2,258.9	财务费用	-0.83	-0.68	-8.00	-14.26	-23.06
长期股权投资	6.95	14.84	14.84	14.84	14.84	资产减值损失	7.77	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	138.82	140.63	161.92	177.08	190.23	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	4.14	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	17.00	17.00	17.00
无形资产	21.82	37.71	53.50	64.16	72.83	其他	-34.28	-	-	-45.00	-60.00
其他非流动资产	49.28	49.77	45.95	45.25	45.25	营业利润	141.65	231.7	338.0	474.05	624.32
非流动资产合计	216.87	247.08	276.20	301.32	323.14	营业外净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	957.91	1,209.6	1,539.9	1,983.4	2,582.0	利润总额	141.65	231.6	338.0	474.05	624.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	11.12	17.71	32.10	45.71	60.73
应付账款+票据	98.49	131.65	189.90	259.48	352.79	净利润	130.53	213.9	305.9	428.35	563.59
其他	51.83	60.04	69.79	76.41	98.44	少数股东损益	6.61	8.95	15.30	21.42	28.18
流动负债合计	150.32	191.69	259.69	335.88	451.23	归属于母公司净	123.92	205.0	290.6	406.93	535.41
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	103.13	49.30	50.46	37.58%	33.24%
负债合计	150.32	191.69	259.69	335.88	451.23	EBIT	78.93%	55.76	76.10	39.34%	30.78%
少数股东权益	44.62	53.57	68.86	90.28	118.46	EBITDA	79.73%	51.47	79.14	38.14%	29.88%
股本	140.22	266.35	266.35	266.35	266.35	归属于母公司净	18.39%	65.45	41.74	40.03%	31.57%
资本公积	226.21	121.65	121.65	121.65	121.65	获利能力					
留存收益	396.54	576.34	823.36	1,169.2	1,624.3	毛利率	58.19%	53.89	54.18	53.45%	52.40%
股东权益合计	807.59	1,017.9	1,280.2	1,647.5	2,130.8	净利率	29.02%	30.37	34.88	35.50%	35.05%
负债和股东权益总	957.91	1,209.6	1,539.9	1,983.4	2,582.0	ROE	13.99%	17.43	23.99	26.13%	26.61%
现金流量表						ROIC	45.30%	58.62	79.80	95.43%	119.64%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	114.45	196.71	288.91	411.35	546.59	资产负债	15.69%	15.85	16.86	16.93%	17.48%
折旧摊销	8.99	8.47	20.88	24.88	28.18	流动比率	4.93	5.02	4.87	5.01	5.01
财务费用	0.00	0.00	-8.10	-14.36	-23.16	速动比率	4.54	4.62	4.50	4.70	4.72
存货减少	-33.13	-8.44	-17.94	-8.73	-22.52	营运能力					
营运资金变动	-13.73	28.08	-11.10	18.80	-9.07	应收账款周转率	2.78	3.20	3.42	3.96	3.92
其它	14.81	13.16	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.93	4.19	4.90	6.19	6.75
经营活动现金流	91.39	237.97	272.65	431.94	520.03	总资产周转率	0.41	0.48	0.57	0.61	0.62
资本支出	32.19	36.05	50.00	50.00	50.00	每股指标 (元)					
长期投资	2,076.1	1,884.0	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.42	0.73	1.02	1.34
其他	1,995.0	1,543.9	17.00	17.00	17.00	每股经营现金流	0.23	0.60	0.68	1.08	1.30
投资活动现金流	-113.36	-376.14	-33.00	-33.00	-33.00	每股净资产	1.91	2.41	3.03	3.90	5.04
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	43.77	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	80.35	51.00	29.50	21.07	16.01
其他	-14.69	-25.64	-35.50	-46.68	-57.16	市净率	11.24	8.89	7.08	5.51	4.26
筹资活动现金流	29.08	-25.64	-35.50	-46.68	-57.16	EV/EBITDA	19.70	26.18	14.08	9.52	6.70
现金净增加额	7.11	-163.81	204.15	352.26	429.87	EV/EBIT	21.18	27.36	14.97	10.03	7.01

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996