

方直科技 (300235.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

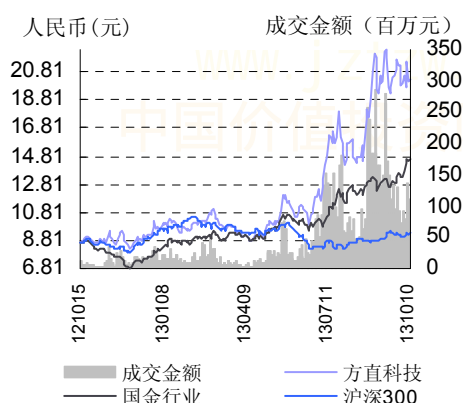
市价 (人民币): 22.35 元

目标 (人民币): 35.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	36.66
总市值(百万元)	17.88
年内股价最高最低(元)	22.40/8.27
沪深 300 指数	2472.54



依托流量和内容优势，做互联网教育平台；

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.239	0.300	0.373	0.474
每股净资产(元)	6.44	3.36	3.66	4.04	4.52
每股经营性现金流(元)	0.21	0.29	0.82	0.29	0.39
市盈率(倍)	38.18	40.30	67.78	54.43	42.85
行业优化市盈率(倍)	26.96	23.89	50.42	50.42	50.42
净利润增长率(%)	-29.53%	-15.54%	25.21%	24.54%	27.01%
净资产收益率(%)	8.80%	7.13%	8.19%	9.23%	10.50%
总股本(百万股)	44.00	88.00	88.00	88.00	88.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **千亿级互联网教育市场成为各方关注的热土:** 由于互联网教育开放、分享、平等的属性，其传统教育带来巨大颠覆。今年 7 月开始，阿里、百度、Google 等互联网巨头和风险投资商积极关注和布局，一级市场迎来了互联网教育投融资的高峰。
- **流量和内容是互联网教育公司发展的两大因素:** 以非教育内容见长的百度等互联网巨头们，在教育市场的收入规模远大于传统教育机构，原因在于这些互联网大公司有巨大的流量。对于众多教育小公司来说，内容却是王道，优质的内容往往可以使得一部分小公司脱颖而出。
- **公司具有天然的流量优势，转型做互联网教育平台:** 公司以面向中小学校的同步教育软件为基础，搭载软件销售的时候铺客户端，用户通过登录客户端来学习；公司每年销售的软件数量达到 700 万套，平均每套卖 10 元，书店标价在 70 元；如果布局完成，则公司将拥有 700 万级的客户端资源，未来可以通过与内容商合作等方式，开放平台，成为面向中小学校的互联网教育平台型公司，即使每个客户端每年收 20-30 元，整体收入将翻多倍。
- **通过做同步教育软件积累，内容资源丰富，增加线上互动:** 公司做同步教育软件多年，与出版社等机构合作多年，版权资源丰富；公司以内容作为优势起点，特别是中小学英语同步辅导在业内独树一帜，这为软件销售带动的客户端铺建打好基础。同时，公司也在丰富内容，开展线上英语互动口语教学等。

投资建议

- 我们认为评价一个互联网教育公司能否有投资价值，在于流量和内容；未来公司既有天然的几百万级客户端的流量优势，又有多年积累的内容资源，因而是最佳的互联网教育投资标的。

估值

- 预测公司 13-14 年收入为 1 亿和 1.28 亿，给予公司未来 6-12 个月 35 元目标价位，相当于 35x13PS，目前 A 股互联网公司平均估值是 30 倍 PS，公司作为未来的互联网教育平台型公司且目前市值较小，理应溢价，“买入”评级。

风险

- 短期业绩增长相对较慢；客户端布局进度低于预期。

郑宏达 分析师 SAC 执业编号: S1130513080002
(8621)60753908
zhenghd@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

未来互联网教育的平台型公司	4
互联网教育，对传统教育模式的颠覆	4
从软件企业到互联网企业的转型	4
百万级客户端的互联网教育平台	4
互联网教育，公司战略转型，平台属性强	5
互联网教育，开放、分享、平等	5
互联网教育是下一个挖掘的重大金矿	5
流量和内容是互联网教育发展的两大命脉	7
从卖软件到铺客户端，公司具有天然的流量优势	7
做同步教育软件积累，内容丰富，版权资源优势明显	7
传统同步教育软件业务，信息消费属性	9
具有消费属性的教育软件产品	9
在中小学教育软件市场，公司具有领先地位	9
培养专家教师忠诚度的同时可取得大量优质学生客户资源	11
三大销售模式渠道打开公司销售范围快速扩张的大门	12
如何看公司的价值	14
互联网教育是下一个重要的投资主题	14
公司是互联网教育的 A 股最佳投资标的	14
从软件公司到互联网公司，估值体系需要重估	14
盈利预测	14
风险	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司营业收入情况	4
图表 2：公司净利润情况	4
图表 3：子女教育占家庭消费支出比重越来越大	5
图表 4：未来线上线下教育比例	5
图表 5：2013 年主要互联网教育融资案例	6
图表 6：未来 5-10 年教育培训市场规模达 5000 亿	7
图表 7：在与主流出版社的合作过程中取得优质教材著作权	8
图表 8：同步教育市场综合竞争情况分析	9
图表 9：教育软件及网络在线服务前景好、性价比高	10
图表 10：一线城市方直科技市场占有率最高	10
图表 11：同步教育软件行业内企业细分产品导致竞争不充分	11

图表 12: 教师对同步教育软件的选择对学生有极其重要的影响.....	11
图表 13: 公司已在全国范围内与 76 家新华书店建立业务合作关系	12
图表 14: 在一线城市铺设直接销售网络有助于提升公司市场占有率.....	13
图表 15: 相对估值	14
图表 16: 盈利预测	15

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

未来互联网教育的平台型公司

互联网教育，对传统教育模式的颠覆

- 互联网教育由于其开放、分享、平等的属性，使得其未来将对传统教育形成巨大的冲击。众多参与者在积极布局。阿里、百度、谷歌这样的互联网巨头在纷纷开设教育专栏，做互联网教育平台。新东方等传统的教育机构开始涉足互联网；众多小型互联网教育领域的创业团队，今年获得大量的风险投资融资。
- 二级市场投资者应当前瞻性的做投资布局。我们认为，方直科技是业务最为纯正的互联网教育标的，且其依靠流量和内容的优势，未来将成为面向中小学教育的互联网教育平台，价值巨大。

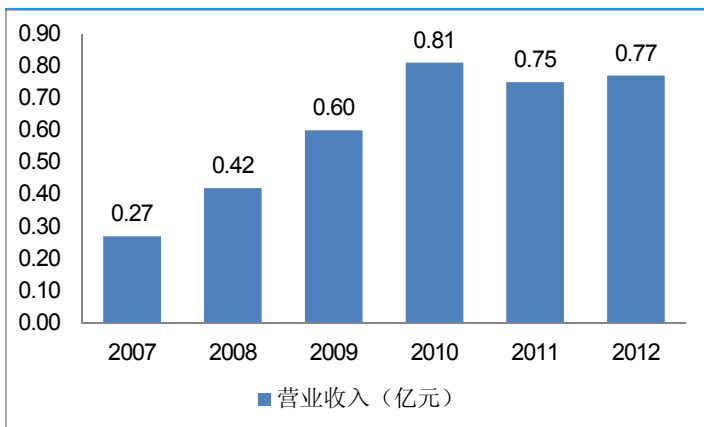
从软件企业到互联网企业的转型

- 互联网教育的两大命脉是流量和内容。
 - 公司是国内领先的面向中小学的同步教育软件提供商。每年为 700 万中小学学生用户提供同步教育软件。公司目前已经开始依托这样的软件优势，来铺安装在个人 PC 或移动终端的客户端，用户使用账号密码登陆。一旦完成更新，公司天然的拥有了几百万的客户端用户，流量优势聚集。
 - 内容方面，公司多年从事中小学同步教育软件的开发，版权优势明显，内容经过多年的积累，已经十分丰富。

百万级客户端的互联网教育平台

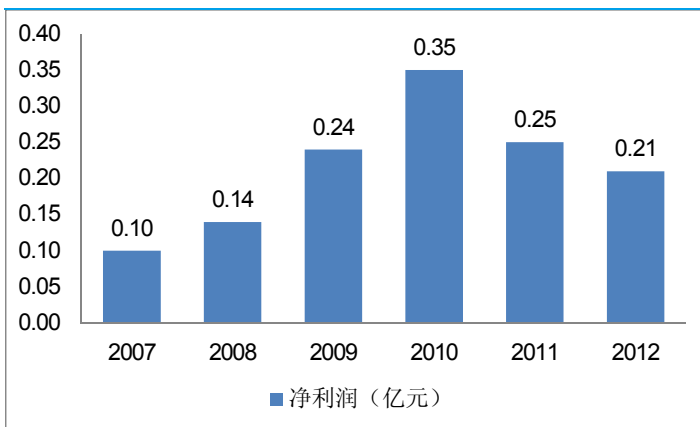
- 对于公司战略来说，第一步，通过自身在同步教育软件的优势，搭载软件销售来铺客户端。由于公司每年 700 万软件的出货量，公司至少可以拥有 700 万左右的客户端。
- 铺下客户端之后，公司拥有粘性极高的用户，已经形成了一个面向中小学生的互联网教育平台。未来公司采取开放性平台、吸引内容商或者与其他内容商合作等多种商业模式衍生。

图表1：公司营业收入情况



来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：公司净利润情况



互联网教育，公司战略转型，平台属性强

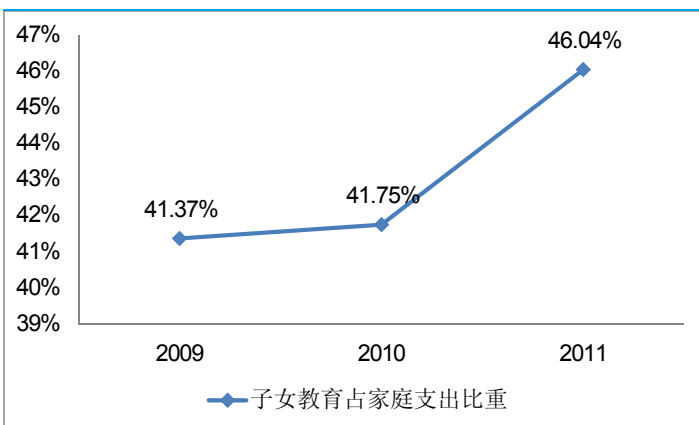
互联网教育，开放、分享、平等

- 为什么互联网教育可以对传统教育，其本质的属性在于开放、分享和平等。
- 开放：
 - 在传统的教育中，一堆学生在固定的时间到固定的场所听固定的老师讲授课程。这就要求你在那段时间除了去上课就别无它法，因为其他人不会为了你而改变时间。在这里多数人说了算。
 - 在互联网教育中，个人可以非线性的进行学习，只要是在你喜欢的时间，喜欢的地点，只要有连上互联网的终端设备，你就可以学习。别人可能是上午八点学习的哲学课程，而同样的一门课程你可能更喜欢在半夜三点学习，这完全没有问题，学习真正的成了一件自主的事情。
- 分享：
 - 互联网教育的开放意味着个人不但可以成为学习者，而且也可以成为老师，就像视屏网站一样，个人可以把自己拍的视频放到网上供大家欣赏，而在互联网教育中同样可以将自己的打造的课程放到互联网上让别人来学习，分享。
- 平等：
 - 教育资源的分配不平等是困扰我们这一个幅员辽阔的国家发展的障碍，中西部地区的孩子东部发达地区孩子所接受的教育，差距巨大。过去和现在，国家都是通过派遣支教老师来缓解这一个问题，但这根本上难以解决这个问题。
 - 技术、互联网、移动互联网的发展反而可以使得这个问题得到一定程度的有效解决。国家目前积极建设 4G 网络，网速大幅提高。未来中西部的学生可以通过互联网，与东部地区学生一样，平等的分享优质教育资源。

互联网教育是下一个挖掘的重大金矿

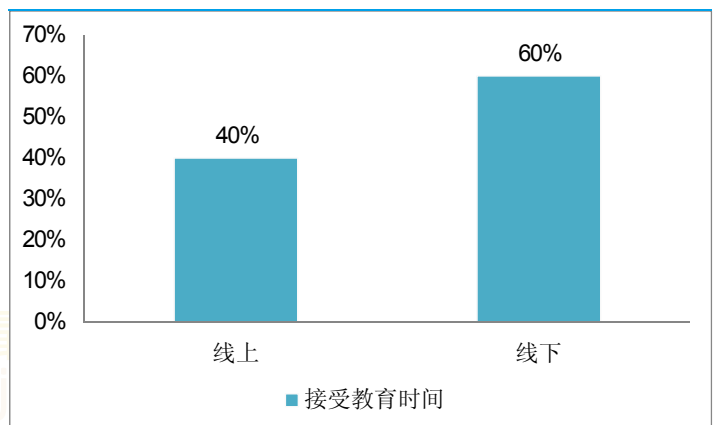
- 从家庭支出的角度，子女教育已经与医疗、住房成为家庭消费的三大支出，且其所占比例不断上升。

图表3：子女教育占家庭消费支出比重越来越大



来源：公开资料、新东方、国金证券研究所

图表4：未来线上线下教育比例



- 互联网教育也成为风险投资争相追捧的领域。2013 年 1-8 月，大约共有 23 家公司获得了几百万到上千万美元不等的风险投资。互联网教育迎来了投融资的高峰。

图表5: 2013 年主要互联网教育融资案例

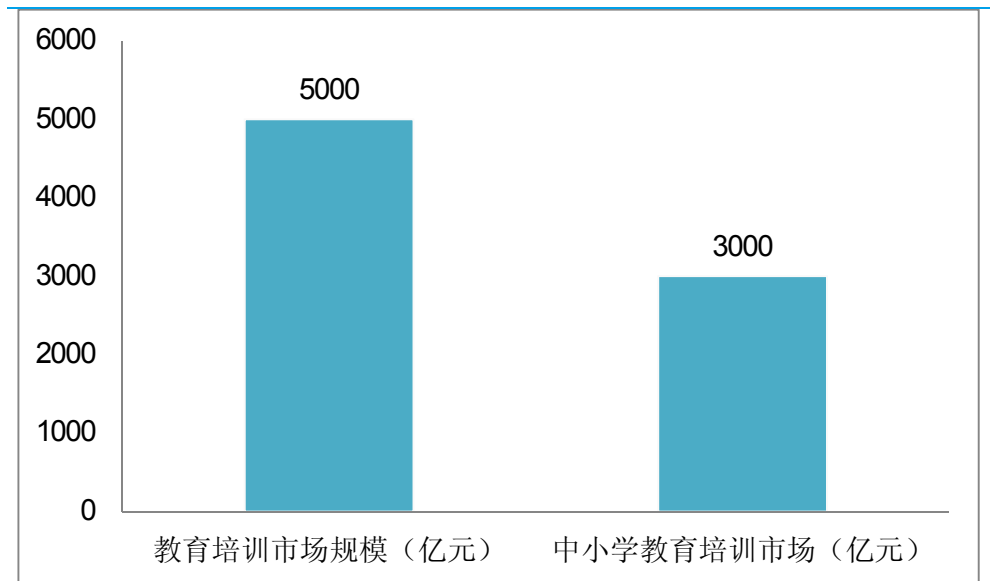
时间	公司	行业细分	投资机构	融资金额	融资轮次
2013.01	51Talk 无忧英语	语言学习	DCM	数百万美元	A 轮
2013.01	亲宝网	儿童教育	上海融翼资本	未透露	种子天使
2013.01	宝宝巴士	儿童教育	顺为基金	数百万美元	A 轮
2013.01	一起作业	K12 阶段	顺为基金	数百万美元	A 轮
2013.01	Roam & Wander	教育应用	美国中经合集团 TMI 台湾创意工场	数百万美元	A 轮
2013.1	创新伙伴/极智批改网	语言学习	未透露	数百万元	天使投资
2013.01	61 时光网	儿童教育	未透露	数百万人民币	种子天使
2013.01	求解答	K12 阶段	戈壁投资	数百万元	种子天使
2013.02	时代焦点教育	出国留学	DCM	数百万美元	A 轮
2013.02	SmurTots 聪明多	儿童教育	真格基金 华岩资本	数百万美元	A 轮
2013.03	课程派	技能培训	戈壁投资 戈壁合伙人	数百万人民币	种子天使
2013.03	多贝网	技能培训	学而思	308 万美元	种子天使
2013.04	传课网	技能培训	百度投资	1000 万美元	B 轮
2013.05	网趣宝贝	儿童教育	和君资本	数百万元	A 轮
2013.06	爱乐奇/说宝堂	语言学习	高通投资 Qualcomm 伟高达创投	1000 万美元	C 轮
2013.06	沪江网	语言学习	未透露	2000 万美元	B 轮
2013.06	爱卡微口语	语言学习	天使创业村 晨脉创投	数十万人民币	种子天使
2013.06	我赢职场	技能培训	真格基金	数百万人民币	种子天使
2013.07	91 外教网	语言学习	网易	400 万美元	A 轮
2013.07	那坤网络学院	技能培训	未透露	1500 万人民币	A 轮
2013.07	此时此课 /Autotiming	视频公开课	美国 SCG 基金、曾李青、薛蛮子、王利杰、麦刚等	数百万元	种子天使
2013.08	上海昂立教育	综合教育培训	新南洋	5.82 亿元	收购
2013.08	猿题库	考试考证培训	经纬中国	数百万美元	B 轮

来源: i黑马、国金证券研究所

- 对于方直科技所从事的中小学教育来说，这个行业拥有巨大的市场空间。
 - 根据国家教育部《全国教育事业统计公报》来看，未来 5 到 10 年，中国教育培训市场潜在规模将达到 5000 亿元。尤其是中小学的教育培训，超出 3000 多亿的市场，并且正以每年 30% 速度急速增长。
 - 每年参加各类培训的青少年儿童超过 1 亿人次。目前，我国现有 2 亿多的中小學生。而在大中城市，90% 以上小學生在课后接受各种各样的辅导，这是一个无比巨大的需求群体市场。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

图表6: 未来 5-10 年教育培训市场规模达 5000 亿



来源: 教育部、国金证券研究所

流量和内容是互联网教育发展的两大命脉

- 今年我们看到阿里巴巴、百度、谷歌这些巨头都开始在互联网教育领域积极探索。
 - 在“淘宝同学”之前，教育产品在淘宝并没有专门的运营，仅仅是淘宝数万个分类其中的一个类目。但是在 2013 年上半年，淘宝教育分类的交易额已经突破 10 亿元。搜索的霸主百度则在 2013 年上半年获得了 10 亿元教育广告营收。
 - 2013 年 7 月，百度与淘宝几乎同时发布了各自的在线教育产品，百度教育和淘宝同学。大洋彼岸的 Google 也在测试其 C2C 在线教育平台 Google Helpouts。
- 为什么以非教育内容见长的这些互联网巨头们，在教育市场的收入规模却远大于传统教育机构。原因在于这些互联网大公司有巨大的流量。
- 对于大互联网公司来说，他们可以通过流量来变现。对于众多教育小公司来说，内容却是王道。优质的内容往往可以使得一部分小公司脱颖而出。

从卖软件到铺客户端，公司具有天然的流量优势

- 上文所述，流量是做互联网教育的两大命脉之一。很多小公司无法做大的瓶颈即在于此。但是公司却具有天然的流量优势。
 - 公司以做中小学同步教育软件起家，特别是在中小学英语辅导软件领域独树一帜。公司每年的面向中小学学生的个人软件出货量在 700 万套，即每年面向 700 万终端客户。
 - 现在，公司逐渐在销售软件中搭配面向个人 PC 的客户端，即用户的个人电脑上出现了公司的图标，用户通过点击图标、输入账号，来进行相关的学习。
 - 那么，公司将会拥有至少 700 万的客户端，且用户的粘性极大，互联网教育平台就搭建起来了。公司未来可以基于这样的平台做众多衍生商业模式的拓展，想象空间巨大。

做同步教育软件积累，内容丰富，版权资源优势明显

- 上文所述，内容是做互联网教育的另一大命脉。公司多年从事中小学同步教育软件的开发，版权优势明显，内容经过多年的积累，已经十分丰富。

- 公司具有优质的出版社资源和版权资源。在同步教育市场中要制作与教材相配套的同步教育软件，首先要取得著作权的授权。所以同步教育产品发行商需要和众多出版商以合作开发或者授权的方式开发与教材配套的产品和服务。方直科技拥有的版权资源丰富、为行业内开发版本最多的同步教育软件及服务提供商之一。
- 公司与人民教育出版社、外语教学与研究出版社、语文出版社等 20 多家全国主流出版社建立了稳定的合作关系，能在第一时间掌握教材最新变动情况，针对反馈信息定期补充完善配套软件内容，使公司产品在市场上保持强有力的竞争力。其中公司与出版社签订排他性协议的数量大约占到了 70% 左右，另外还有类似于人民教育出版社虽然没有与公司签订排他性协议，但是一直以来相关的合作只与方直科技一家公司进行。并且公司与人民教育出版社、中国教育协会外语专业委员会等主流出版社合作期限均在 10 年以上。
- 公司与出版社之间是互利共赢模式，不存在相互竞争或者版权费大幅提升的风险。由于教育部对教材管理实施“一纲多本”的政策，不同出版社之间的教材发行也面临激烈的竞争。同步教育软件等教学资源的完备性和品质，直接影响到地方对所使用教材的认可程度及教材的选用。公司自主开发的同步教育互动式软件，在给合作出版社带来版权费等直接收益的同时，强化了其教材竞争优势，减轻了其在教材推广和培训教师等环节的负担。

图表7：在与主流出版社的合作过程中取得优质教材著作权



来源：公司资料、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

传统同步教育软件业务，信息消费属性

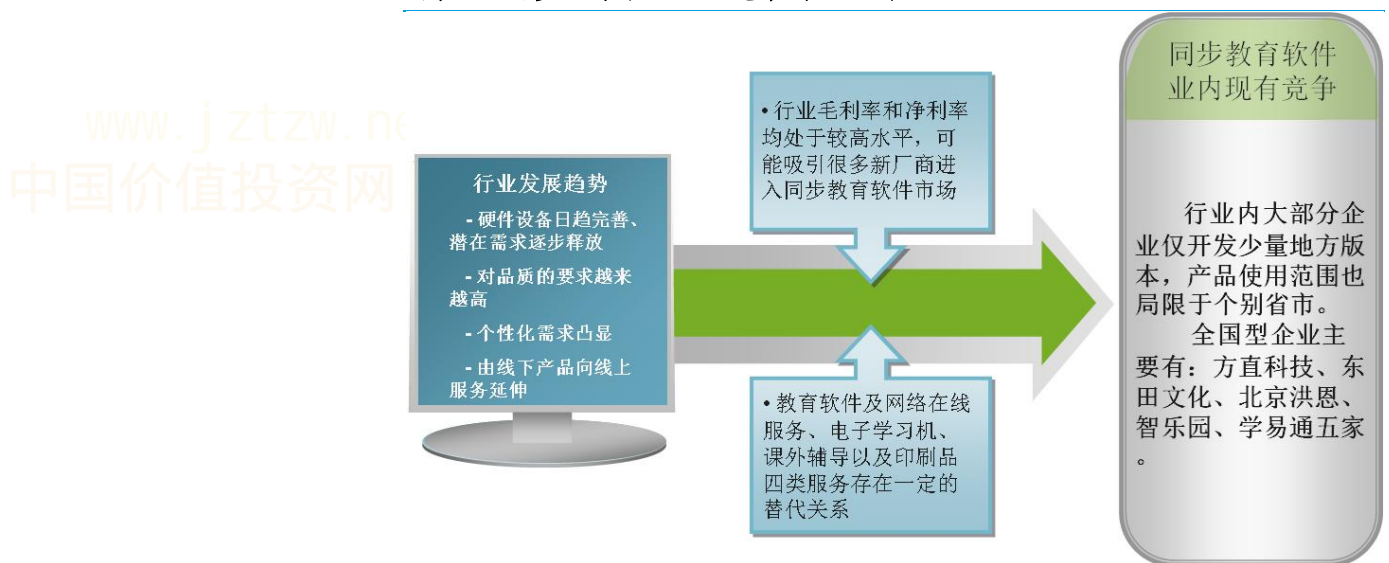
具有消费属性的教育软件产品

- 相对于其他绝大部分 A 股软件公司来说，大部分企业都是面向企业级的软件产品，基本都是“一锤子买卖”，即销售完产品后，3-5 年后才会有新软件需求的更新。
- 对于方直科技这样的同步教育软件来说，每年都有新上升的年级同学，每年都会有固定的产品销售需求，消费属性明显。

在中小学教育软件市场，公司具有领先地位

- 从整个同步教育行业看，同步教育提供的主要方式包括教育软件及网络在线服务、电子学习机、课外辅导培训以及印刷品；从同步教育软件行业看，行业内大部分企业仅开发少量地方版本，产品使用范围也局限于个别省市。

图表8：同步教育市场综合竞争情况分析



来源：公司资料、国金证券研究所

- 与其他同步教育服务相比，教育软件及网络在线服务具有优良的性价比，将引导同步教育服务的发展趋势，市场空间非常广阔。
- 课外辅导培训和印刷品作为传统的教育辅导形式虽然占有一定的市场份额，但与科技含量较高的教育软件及网络在线服务和电子学习机在产品特质上存在较大的差异，并不形成正面竞争；
- 电子学习机是将教育软件嵌入电子产品中，由于电子学习机互动性相对较差，对提高同步课堂教学效果并不明显；同时，受制于开发平台这一技术瓶颈，电子学习机带给学习者的依然是单向的学习模式，无法实现人机之间双向互动的学习，也无法改善教师课堂教学中利用多媒体手段授课的效果；随着电脑和互联网技术普及，电子学习机未来发展空间有限。

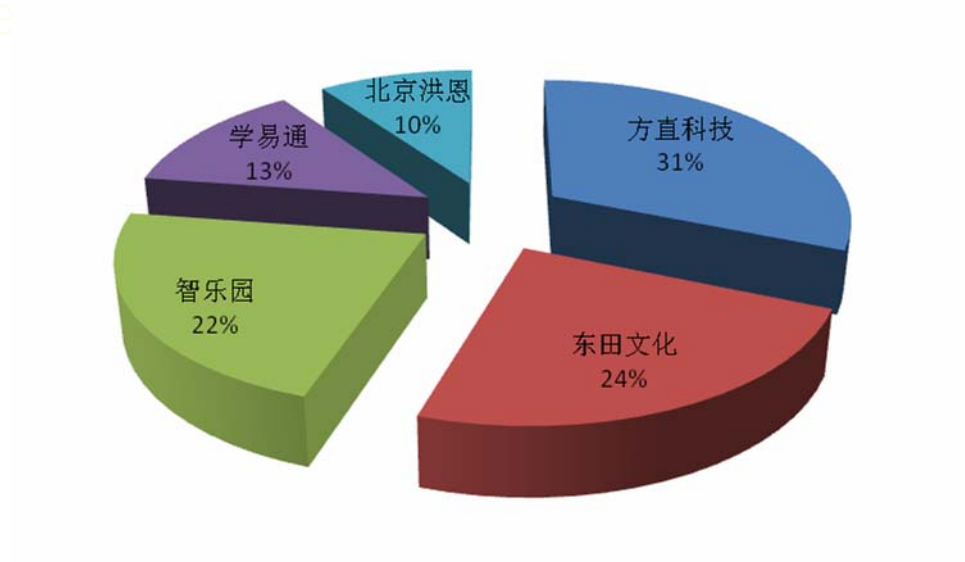
图表9：教育软件及网络在线服务前景好、性价比高

同步教育服务类型	价格	教学互动性	更新频率	使用对象	消费特点	可重复性
教育软件及网络在线服务	低	高	快	教师、学生	持续性消费	高
电子学习机	高	低	慢	学生	一次性消费	高
课外辅导培训	高	高	快	学生	持续性消费	低
印刷品	低	低	快	教师、学生	持续性消费	高

来源：公司资料、国金证券研究所

- 同步教育软件行业全国型企业主要有方直科技、东田文化、北京洪恩、智乐园、学易通，上述 5 家公司均系业内知名企业，各自在 5 家企业零售终端销售数据中占比情况如下：

图表10：一线城市方直科技市场占有率最高



来源：公司资料、国金证券研究所

- 此外，方直科技的产品在广东部分地区已实现与当地初中、小学教材配套发行，如果综合考虑教育系统征订等其他销售渠道，公司在重点城市的竞争优势更为明显。

图表11: 同步教育软件行业内企业细分产品导致竞争不充分

企业名称	企业简介
方直科技	深圳市方直科技股份有限公司主导产品包括为学生提供的教材配套软件、为教师提供的教师用书配套软件以及网络在线服务。在广州、深圳、北京、上海、南京等重点一线城市已占据绝对的市场份额。
东田文化	广东东田文化企业有限公司是一家专业音像企业。东田文化产品大多是由全国著名特级教师讲解所制作的教学录像片。主要有四大系列教育软件：中小学同步教材教学软件（包括语文、数学、英语等学科），外语教学系列（包括实用英语、日语等），格林系列（主要是针对小学的童话系列教育软件），百科系列。
北京洪恩	北京洪恩教育科技有限公司产品涉及电脑教育、学生教育、外语教育、儿童教育、成人教育、电子类产品等近十类。其开发的“洪恩•朗读者”产品涉及学前英语教育、少儿英语教育、成人英语教育等多个系列。其产品特点是种类多，适合各年龄段的用户群。
学易通	深圳市学易通软件技术有限公司成立于2002年，是一家集产品开发和教育培训为一体的软件企业。公司主要研发小学英语教学需求的教育软件，其自主研发的《KOKO爱英语》系列教育软件具有一定的市场影响力。
智乐园	深圳市智乐园科技发展有限公司主要从事教育教学软件及相关产品的开发和推广。公司专注于小学语文、数学、英语、品德与生活等学科的教育软件的开发，包括和教材同步的产品以及非同步的课外教育产品。

来源：公司资料、国金证券研究所

培养专家教师忠诚度的同时可取得大量优质学生客户资源

- 教师等专业用户的认可是公司快速复制的基础，而教师的消费偏好往往会直接影响到学生的消费需求，通过需求传导实现客户群体的稳定增长。并且消费的传导需要时间积累，因此该行业市场培育期相对较长，新进入厂商短期内很难能够与教育领域专家进行有效的沟通，产品研发制作不具备时效性。
- 目前我国有中小学专职教师 0.1 亿，中小學生 1.8 亿，所以专职教师一方面是公司产品用户，另一方面又是对公司产品能够在学生群体中传播起到至关重要作用的专家，是构建公司品牌的重要因素。与教师的良好互动沟通，一方面有助于提升产品的品质，另一方面教师一旦形成使用习惯，就会形成忠诚度，并且影响相当数量的学生形成对产品的忠诚度。
- 所以公司在产品开发中与教师与专家进行积极的沟通，并且定期组织教师专家的交流活动，经过长时间的耕耘，在教师资源领域取得了明显的先发优势。

图表12: 教师对同步教育软件的选择对学生有极其重要的影响

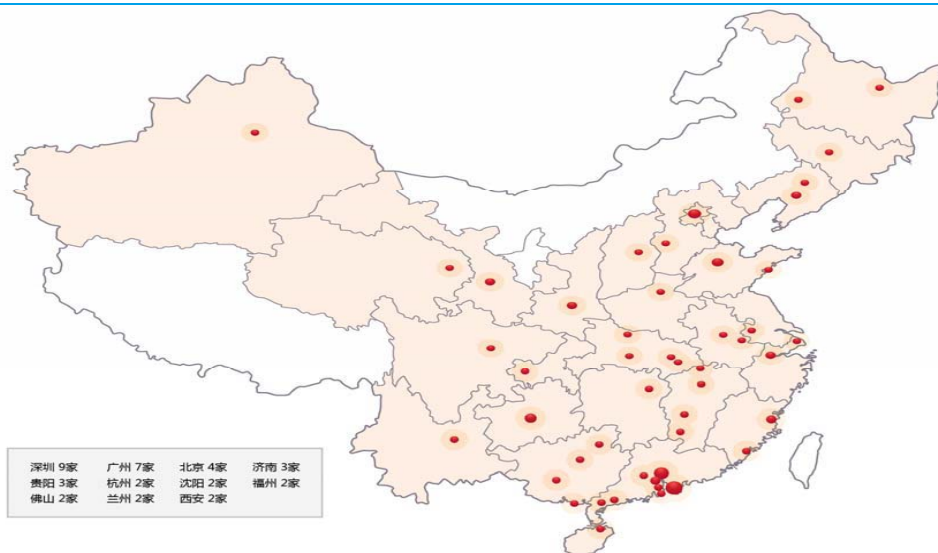


来源：公司资料、国金证券研究所

三大销售模式渠道敲开公司销售范围快速扩张的大门

- 方直科技目前主要有渠道销售、直销模式和教育系统征订销售三种销售模式，其中教育系统征订渠道是扩大公司影响，实现产品销售范围迅速扩张的重要方式。目前教育系统征订渠道的营业收入占方直科技同步教育软件收入的 44% 左右，直销模式和渠道销售占比均在 36% 和 20% 左右。

图表13: 公司已在全国范围内与 76 家新华书店建立业务合作关系



来源：公司资料、国金证券研究所

- 渠道销售指公司通过各地新华书店或经销商渠道进行销售。在渠道销售模式下，公司与新华书店的合作主要是通过新华书店音像部销售公司产品。
 - 书店等渠道为实现持续销售，对所代理的品牌具有较高的要求，往往会集中代理具有一定市场影响力的产品。公司对渠道商进行培训及产品销售指导，提供一定的服务支持，参与当地的相关教育会议和教育活动，并对教育部门的相关人员进行产品演示和教学应用指导。
- 直接销售是公司的一线优秀教师、专家学者直接沟通的重要渠道。公司的直销网络主要分布在重点一线城市，主要基于以下方面考虑：
 - 第一、全国优秀教师、专家学者主要集中在北京、上海等经济较发达的城市，通过在该等城市建立营销服务机构能在第一时间把握教师和学生们的教学需求，充分保证公司产品的先进性；
 - 第二、重点一线城市硬件设施完善、电脑普及率较高，且教师和学生对于优质教育服务已形成消费习惯，通过直接销售有利于进一步树立公司的品牌形象；
 - 第三、北京地区教材版本较多，而广州、深圳、上海等地则主要使用地方版本，公司在直销网络建设方面充分考虑区域和版本的差异化定位，在广州、深圳市场深度挖掘并不断提高产品的渗透率，而在北京市场则通过多版本策略和全方位的售后服务等提升公司市场占有率。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表14：在一线城市铺设直接销售网络有助于提升公司市场占有率



来源：公司资料、国金证券研究所

- 教育系统征订销售指出版社基于新课标的要求组织编写教材，并结合教材特点和本地教学需求制定教育软件，教材和配套软件通过政府教育行政主管部门、物价部门等政府机构审核之后进入教育部全国中小学用书目录，由新华书店教材发行部门将同步教育软件与教材配套销售。
- 虽然教育系统征订渠道产品的价格是由国家发改委和新闻总署命令限制的，但是由于此部分费用较低且能够帮助公司打开另外两个渠道的销售规模，所以其作用非常重要。国家规定与学生教材配套销售的光盘价格每张不得高于 5 元，以公司在深圳的产品为例，主要是配套一张光盘。教师配套的同步学习软件没有价格限制，并且是财政出资。公司为教育征订系统提供的学生用同步教育软件属于基础版，即只能提供较为简单的功能，比如在电脑上实现点读机、复读机等电子学习机得功能，如果学生认可公司产品，希望得到进一步的优质读服务和体验，就会产生去书店、学校等渠道购买 60 元中级班或者 98 元高级版的行为。另外教育系统征订部分渠道固定，对于人员维护方面的要求较低，能够节省公司费用。
- 以交易系统征订模式为龙头，靠国家认可提升公司形象，拉动渠道销售和直接销售的销售力量。目前公司的销售主要集中在华南、华东等经济发达地区，随着公司知名度的提升、二三线城市经济的发展以及教育机构和专家教师对公司产品的进一步认识和认可，公司未来必将实现向二三线城市的迅速扩张。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

如何看公司的价值

互联网教育是下一个重要的投资主题

- 互联网教育目前是风险投资和互联网巨头关注的重要领域。
 - 今年 7 月，百度与淘宝几乎同时发布了各自的在线教育产品，百度教育和淘宝同学。Google 也在测试其 C2C 在线教育平台 Google Helpouts。亚马逊在 10 月 11 日收购了在线数学教育服务商 TenMarks。这些巨头的举动，反映了其对这个行业的看好。
 - 在风险投资领域，今年 1-8 月，大约共有 23 家公司获得了几百万到上千万美元不等的风险投资。互联网教育迎来了投融资的高峰。

公司是互联网教育的 A 股最佳投资标的

- 正如前文所述，评价一个互联网教育公司能否有投资价值，在于流量和内容，对于大的开放平台商来说，流量甚至更为重要。
- 目前 A 股乃至美股、港股中的中概股，具有互联网教育概念的公司，要么还停留在做教育 IT 系统阶段，要么有内容而无流量。
- 方直科技，既有天然的百万级客户端的流量优势，又有多年积累的内容资源，因而是最佳的互联网教育投资标的。

从软件公司到互联网公司，估值体系需要重估

- 由于公司已经从一个软件公司转型成为互联网公司，且如果百万级客户端布局完成后，公司将成为面向中小学的互联网教育平台型公司，因而公司的估值体系需要重估。
- 我们选取了 A 股所有的互联网公司来做估值比较，从目前股价的角度，对于互联网公司，PE 估值已经失去了意义。我们采用 PS 估值体系。以下公司中，去除了上海钢联，原因在于其钢铁贸易业务使得收入非常大，但利润低，PS 估值不适用，因而去掉了。
- 我们认为方直科技的价值至少在 35 亿，对应 35 倍 PS。
 - 预测公司 2013-2014 年营业收入为 1 亿和 1.28 亿。近两年属于公司铺客户端阶段；客户端资源优势将为公司未来带来模式的根本转变。
 - 我们认为公司理应溢价享受互联网行业的平均估值。原因在于：1、公司所处互联网教育行业，千亿级市场，未来发展空间巨大；2、公司未来将成为拥有百万级客户端资源的平台型公司。

图表 15：相对估值

	2013 收入	2014 收入	2013 净利润	2014 净利润	市值	2013PS	2014PS
生意宝	1.76	2.03	0.38	0.43	62.19	35	31
焦点科技	4.95	5.19	1.16	1.21	60.98	12	12
中青宝	2.82	5.23	0.53	1.20	110.06	39	21
东方财富	2.23	3.52	0.17	0.93	164.10	74	47
乐视网	20.20	31.91	2.65	3.96	338.31	17	11
顺网科技	3.94	5.55	1.31	1.82	81.02	21	15
三六五网	3.89	4.94	1.26	1.57	40.22	10	8
人民网	10.29	14.53	2.83	3.92	230.09	22	16
平均						30	20

来源：Wind、国金证券研究所

盈利预测

- 我们预计公司 2013 年-2014 年营业收入可以达到 1 亿和 1.28 亿。

- 公司今年开始铺客户端，根据公司固有的同步软件销售优势，公司可以拥有至少百万级的客户端资源，这将使公司成为面向中小学教育的互联网教育平台。
- 公司在教育征订、直销领域收入将保持快速增长，原因在于新教材的修订。

图表16: 盈利预测

渠道销售					
销售收入（百万元）	18.06	15.53	17.39	19.65	22.60
增长率（YOY）	-21.96%	-14.01%	12.00%	13.00%	15.00%
毛利率	86.22%	86.45%	86.00%	86.00%	86.00%
销售成本（百万元）	2.49	2.10	2.44	2.75	3.16
增长率（YOY）	N/A	-15.44%	15.72%	13.00%	15.00%
毛利（百万元）	15.57	13.43	14.96	16.90	19.44
增长率（YOY）	N/A	-13.78%	11.42%	13.00%	15.00%
占总销售额比重	24.03%	20.12%	17.47%	15.37%	13.84%
占主营业务利润比重	33.32%	27.56%	24.85%	22.09%	20.05%
直销收入					
销售收入（百万元）	28.54	27.79	36.13	46.97	61.05
增长率（YOY）	-8.72%	-2.63%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	49.72%	54.21%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	14.35	12.73	18.06	23.48	30.53
增长率（YOY）	N/A	-11.32%	41.95%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	14.19	15.06	18.06	23.48	30.53
增长率（YOY）	N/A	6.17%	19.90%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	37.97%	36.00%	36.28%	36.72%	37.39%
占主营业务利润比重	30.36%	30.93%	30.01%	30.68%	31.49%
教育系统征订					
销售收入（百万元）	28.56	33.87	46.06	61.26	79.64
增长率（YOY）	6.63%	18.59%	36.00%	33.00%	30.00%
毛利率	59.43%	59.71%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本（百万元）	11.59	13.65	18.89	25.12	32.65
增长率（YOY）	N/A	17.77%	38.40%	33.00%	30.00%
毛利（百万元）	16.97	20.22	27.18	36.15	46.99
增长率（YOY）	N/A	19.15%	34.38%	33.00%	30.00%
占总销售额比重	38.00%	43.88%	46.26%	47.91%	48.77%
占主营业务利润比重	36.32%	41.51%	45.15%	47.23%	48.47%
销售总收入（百万元）	75.16	77.19	99.58	127.88	163.30
销售总成本（百万元）	28.43	28.48	39.38	51.35	66.35
毛利（百万元）	46.73	48.71	60.20	76.53	96.96
平均毛利率	62.18%	63.11%	60.45%	59.84%	59.37%

来源：公司资料、国金证券研究所

风险

- 短期业绩增长相对较慢；
- 客户端布局进度低于预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	81	75	77	100	128	163
增长率		-7.4%	2.4%	29.0%	28.4%	27.7%
主营业务成本	-26	-28	-28	-39	-51	-66
%销售收入	31.7%	37.7%	36.7%	39.5%	40.2%	40.6%
毛利	56	47	49	60	77	97
%销售收入	68.3%	62.3%	63.3%	60.5%	59.8%	59.4%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2
%销售收入	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-11	-15	-16	-18	-26	-33
%销售收入	13.3%	19.4%	20.7%	18.0%	20.0%	20.0%
管理费用	-10	-13	-18	-18	-23	-33
%销售收入	12.7%	17.5%	23.4%	18.0%	18.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	34	18	14	23	27	30
%销售收入	41.8%	24.5%	18.2%	23.5%	20.8%	18.4%
财务费用	0	2	6	4	7	15
%销售收入	-0.3%	-3.0%	-7.6%	-3.9%	-5.7%	-8.9%
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	34	21	20	26	34	44
营业利润率	42.0%	27.6%	26.2%	26.1%	26.3%	27.0%
营业外收支	5	7	4	5	5	5
税前利润	39	28	25	31	39	49
利润率	48.0%	37.3%	31.8%	31.2%	30.2%	30.1%
所得税	-4	-3	-4	-5	-6	-7
所得税率	9.4%	11.2%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	35	25	21	26	33	42
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	35	25	21	26	33	42
净利率	43.5%	33.1%	27.3%	26.5%	25.7%	25.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	35	25	21	26	33	42
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	3	2	2	2
非经营收益	0	0	-6	-6	-5	-5
营运资金变动	4	-17	7	49	-4	-5
经营活动现金净流	41	9	25	73	25	34
资本开支	-2	-5	-6	-1	5	4
投资	0	0	-54	-1	0	0
其他	0	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-4	-59	-2	5	4
股权募资	0	194	0	0	1	0
债权募资	5	-5	0	-3	0	1
其他	-5	-15	-4	0	0	0
筹资活动现金净流	0	174	-4	-3	1	1
现金净流量	39	180	-38	68	31	39

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	77	256	219	287	317	356
应收款项	8	14	12	14	17	22
存货	5	10	7	10	13	17
其他流动资产	0	1	56	4	5	4
流动资产	90	282	294	315	353	400
%总资产	93.6%	96.7%	96.1%	94.8%	95.6%	96.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1	3	3	4	4	3
%总资产	1.4%	1.1%	1.0%	1.2%	1.0%	0.8%
无形资产	5	6	8	10	11	11
非流动资产	6	9	12	17	16	16
%总资产	6.4%	3.3%	3.9%	5.2%	4.4%	3.9%
资产总计	97	292	306	332	369	416
短期借款	5	0	0	0	0	0
应付款项	8	6	6	9	11	14
其他流动负债	2	1	3	3	4	5
流动负债	15	7	9	12	15	19
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	3	0	0	0
负债	15	8	12	12	15	20
普通股股东权益	82	283	296	322	356	398
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	97	292	306	332	371	416

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.073	0.567	0.239	0.300	0.373	0.474
每股净资产	2.474	6.441	3.360	3.660	4.044	4.518
每股经营现金净流	1.244	0.209	0.286	0.824	0.286	0.388
每股股利	0.000	0.400	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	43.37%	8.80%	7.13%	8.19%	9.23%	10.50%
总资产收益率	36.64%	8.55%	6.85%	7.91%	8.86%	9.99%
投入资本收益率	35.65%	5.78%	4.08%	6.16%	6.37%	6.40%
增长率						
主营业务收入增长率	35.09%	-7.43%	2.45%	29.01%	28.42%	27.69%
EBIT增长率	67.22%	-45.85%	-23.75%	66.10%	14.15%	12.55%
净利润增长率	47.23%	-29.53%	-15.54%	25.21%	24.54%	27.01%
总资产增长率	63.64%	201.82%	5.45%	8.53%	11.22%	12.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.8	38.6	50.8	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	72.8	98.5	112.5	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	63.0	70.4	65.9	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	6.1	15.1	15.2	11.1	7.8	5.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-88.12%	-90.45%	-73.97%	-89.09%	-89.22%	-89.34%
EBIT利息保障倍数	-126.5	-8.1	-2.4	-6.0	-3.6	-2.1
资产负债率	15.51%	2.81%	3.85%	3.45%	4.03%	4.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

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	0	0	0	0

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

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

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为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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net