

2013年10月22日



方直科技 (300235.SZ) 软件行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：20.80元

客户端不断升级，后台系统不断完善；

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)	20.15
年内股价最高最低(元)	24.08/8.27
沪深300指数	2445.89

**相关报告**

- 1.《依托流量和内容优势,做互联网教育平台;》, 2013.10.14

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

业绩简评

- 方直科技发布2013年三季报，前三季度实现收入6267万元，净利润2357万，分别同比增长4.25%和23.34%，其中第三季度收入增长24.41%，符合预期。

经营分析

- **客户端产品不断升级，后台中心系统不断完善：**公司开发成功了金太阳客户端V2.48版本，客户端更加稳定高效。同时以客户端为核心，公司开发中心完成了资源发布系统、增值应用接入管理系统和同步学习推送管理系统的开发，并采用资源碎片化技术实现体验式营销的经营模式。在深圳、上海、广州、江苏、北京地区都已实现客户端加载多媒体课堂和网络推送练习册等应用形式的产品。
- **在线英语口语互动产品改版完成，启动开发单词魔方产品：**主要调整了页面架构，完善了预约系统管理、订单系统管理和课程信息管理的设置。单词魔方产品是一个英语单词学习系统，建立在公司教育软件上，既能在线学习也能离线学习。
- **从软件公司向互联网公司转型，从线下到线上：**公司以面向中小学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。

盈利调整

- 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，“买入”评级。

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。可参考我们报告《依托流量和内容优势，做互联网教育平台》。

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

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130513050001
(8621)61038323
zhaoxx@gjzq.com.cn

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

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。

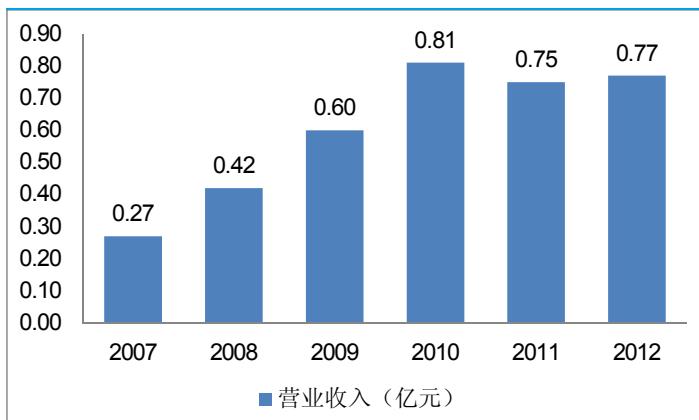
从软件企业到互联网企业的转型

- 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

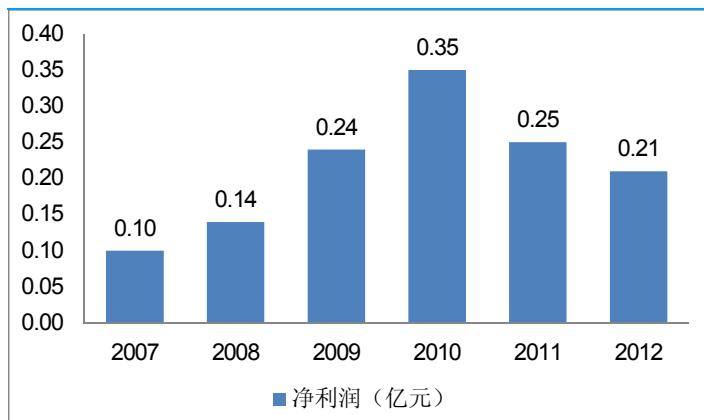
- 对于公司战略来说，第一步，通过自身在同步教育软件的优势，搭载软件销售来铺客户端。由于公司每年 700 万软件的出货量，公司至少可以拥有 700 万左右的客户端。
- 铺下客户端之后，公司拥有粘性极高的用户，已经形成了一个面向中小学生的互联网教育平台。未来公司采取开放性平台、吸引内容商或者与其他内容商合作等多种商业模式衍生。

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



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）							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
主营业务收入	81	75	77	100	128	163		货币资金	77	256	219	287	317	356
增长率	-7.4%	2.4%	29.0%	28.4%	27.7%		应收款项	8	14	12	14	17	22	
主营业务成本	-26	-28	-28	-39	-51	-66	存货	5	10	7	10	13	17	
%销售收入	31.7%	37.7%	36.7%	39.5%	40.2%	40.6%	其他流动资产	0	1	56	4	5	4	
毛利	56	47	49	60	77	97	流动资产	90	282	294	315	353	400	
%销售收入	68.3%	62.3%	63.3%	60.5%	59.8%	59.4%	%总资产	93.6%	96.7%	96.1%	94.8%	95.6%	96.1%	
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1	3	3	4	4	3	
营业费用	-11	-15	-16	-18	-26	-33	%总资产	1.4%	1.1%	1.0%	1.2%	1.0%	0.8%	
%销售收入	13.3%	19.4%	20.7%	18.0%	20.0%	20.0%	无形资产	5	6	8	10	11	11	
管理费用	-10	-13	-18	-18	-23	-33	非流动资产	6	9	12	17	16	16	
%销售收入	12.7%	17.5%	23.4%	18.0%	18.0%	20.0%	%总资产	6.4%	3.3%	3.9%	5.2%	4.4%	3.9%	
息税前利润(EBIT)	34	18	14	23	27	30	资产总计	97	292	306	332	369	416	
%销售收入	41.8%	24.5%	18.2%	23.5%	20.8%	18.4%	短期借款	5	0	0	0	0	0	
财务费用	0	2	6	4	7	15	应付款项	8	6	6	9	11	14	
%销售收入	-0.3%	-3.0%	-7.6%	-3.9%	-5.7%	-8.9%	其他流动负债	2	1	3	3	4	5	
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	0	流动负债	15	7	9	12	15	19	
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	1	0	0	0	其他长期负债	0	1	3	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	15	8	12	12	15	20	
营业利润	34	21	20	26	34	44	普通股股东权益	82	283	296	322	356	398	
营业利润率	42.0%	27.6%	26.2%	26.1%	26.3%	27.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	5	7	4	5	5	5	负债股东权益合计	97	292	308	334	371	416	
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	35	25	21	26	33	42								
净利润	43.5%	33.1%	27.3%	26.5%	25.7%	25.6%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
净利润	35	25	21	26	33	42	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.073	0.567	0.239	0.300	0.373	0.474	
非现金支出	1	1	3	2	2	2	每股净资产	2.474	6.441	3.360	3.660	4.044	4.518	
非经营收益	0	0	-6	-6	-5	-5	每股经营现金流	1.244	0.209	0.286	0.824	0.286	0.388	
营运资金变动	4	-17	7	49	-4	-5	每股股利	0.000	0.400	0.000	0.000	0.000	0.000	
经营活动现金净流	41	9	25	73	25	34	回报率							
资本开支	-2	-5	-6	-1	5	4	净资产收益率	43.37%	8.80%	7.13%	8.19%	9.23%	10.50%	
投资	0	0	-54	-1	0	0	总资产收益率	36.64%	8.55%	6.85%	7.91%	8.86%	9.99%	
其他	0	1	1	0	0	0	投入资本收益率	35.65%	5.78%	4.08%	6.16%	6.37%	6.40%	
投资活动现金净流	-2	-4	-59	-2	5	4	增长率							
股权募资	0	194	0	0	1	0	主营业务收入增长率	35.09%	-7.43%	2.45%	29.01%	28.42%	27.69%	
债权募资	5	-5	0	-3	0	1	EBIT增长率	67.22%	-45.85%	-23.75%	66.10%	14.15%	12.55%	
其他	-5	-15	-4	0	0	0	净利润增长率	47.23%	-29.53%	-15.54%	25.21%	24.54%	27.01%	
筹资活动现金净流	0	174	-4	-3	1	1	总资产增长率	63.64%	201.82%	5.45%	8.53%	11.22%	12.75%	
现金净流量	39	180	-38	68	31	39	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%	

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	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-10-14	买入	22.35	35.00 ~ 35.00

来源：国金证券研究所

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 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。

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形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靠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