

日期：2013年12月23日

行业：传媒行业



张涛  
021-53519888-1967  
Zhangtao@shzq.com  
执业证书编号：S0870510120023

**基本数据 (13H)**

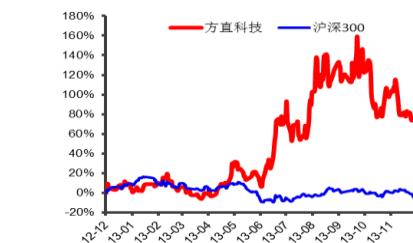
报告日股价 (元)	16.14
12mthA 股价格区间 (元)	8.03/24.10
总股本 (百万股)	88.00
无限售 A 股/总股本	42.05%
流通市值 (百万元)	592
每股净资产 (元)	3.63
PBR (X)	4.45

**主要股东 (13Q3)**

黄元忠	22.65%
黄晓峰	16.31%
陈克让	16.31%

**收入结构 (13H)**

渠道销售收入	23.80%
直销收入	30.60
教育系统征订收入	44.07%
网上销售	1.53%

**最近6个月股价与沪深300指数比较****报告编号：ZT13-CR05****首次报告日期：2013-12-23****相关报告：**

# 教育软件龙头 发力线上教育

**■ 投资摘要：****估值与投资建议**

我们预计 13/14/15 年每股盈利分别为 0.30/0.36/0.41 元，目前股价（16.14 元）对应动态市盈率分别是 54/45/39x。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 14.40~17.28 元/股，考虑到公司线上教育市场的扩张，我们给予谨慎增持的评级。

**核心假设**

(1) 假设：公司在教育征订渠道收入稳步增长和网络销售渠道快速增长。13/14/15 年的教育征订渠道收入增长率分别为：20%/18%/10%，网络渠道销售同比增长 250%/150%/80%；(2) 公司的毛利率保持稳定，13/14/15 年的综合毛利率为 72.12%/73.02%/73.48%；

**与市场预期的差异之处**

目前市场普遍看好线上教育，我们认为目前线上教育更多的是辅助性的辅导教育，是流量和用户的入口，变现还是依赖于线下教育。但是随着学校教育的信息化 (IPAD 等终端普及、互联网化等)，学校教育模式的变化将加速线上教育的发展。目前我们仍然看重公司线上和线下结合的发展策略。

公司作为国内主要的同步教育软件厂商，与国内大部分的出版社合作，拥有丰富的教育内容资源，同时拥有较大规模的教师及学生用户数量。公司开始发力线上教育 (包括 1V1 的外教口语教育和客户端 APP 的开发等)，积极准备教育资源的并购，有望加速公司的发展。

**股价变化的催化因素**

(1) 国内学校信息化推进加速 (IPAD 等试点)；(2) 教育业务的并购；(3) 政府补助加大。

**核心假设或逻辑的主要风险**

(1) 教育征订系统增速低于预期；(2) 国家网络教育方面政策的变动。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	75.35	77.19	79.25	86.87	96.10
年增长率 (%)	-7.43%	2.45%	2.67%	9.61%	10.63%
归属于母公司净利润	24.95	21.07	26.37	31.78	36.29
年增长率 (%)	-29.53%	-15.54%	25.15%	20.52%	14.18%
每股收益 (元)	0.283	0.239	0.300	0.361	0.412
PER (X)	57	68	54	45	39

数据来源：上海证券整理 12 月 20 日收盘价

## 目 录

一.	估值与投资建议 .....	4
1.1	公司盈利预测 .....	4
1.2	DCF 绝对估值：合理估值 13.92 元/股 .....	4
1.3	相对估值：合理估值区间 14.40 元-17.28 元 .....	5
1.4	估值结论：合理估值区间 14.40 元-17.28 元 .....	6
1.5	投资风险提示 .....	6
二.	公司概况 .....	6
2.1	主要业务：同步教育软件 .....	6
2.2	公司的发展历程 .....	7
2.3	公司开始发力线上教育市场 .....	7
2.4	2013 年公司的业绩开始反弹 .....	8
三.	巨大的中小学教育市场 .....	9
3.1	中小学人数催生庞大的课外辅导市场 .....	9
3.2	目前教育的现状造成课外辅导需求持续增长 .....	10
3.3	我国的中小学课外辅导市场规模巨大 .....	11
四.	中小学课外辅导市场的格局 .....	12
4.1	目前课外辅导以个性化线下辅导为主 .....	12
4.2	中小学课外辅导市场的竞争格局 .....	13
4.3	中小学在线教育在波折中前进 .....	14
4.4	中小学在线教育是创业的热点 .....	14
4.5	目前线下教育机构的互联网转型 .....	15
五.	公司的核心价值 .....	16
5.1	国内中小学同步教育软件的龙头 .....	16
5.2	公司试水互联网化：发力线上教育 .....	17
5.3	公司的业绩预测 .....	17

**图**

图 1 公司主要业务收入比较, 单位: %.....	7
图 2 教育服务提供商的产业链.....	7
图 3 中小学同步教育服务市场快速增长.....	8
图 4 1对1外教专业口语服务.....	8
图 5 公司业务收入及净利润增速, 单位: 万元.....	9
图 6 历年我国普通小学及初中在校学生数, 单位: 百万 .....	9
图 7 历年我国普通小学及初中专任教师数, 单位: 百万 .....	10
图 8 中小学课外辅导市场迅速增长, 单位: 亿元.....	12
图 9 中小学课外辅导以小班及 1V1 为主 .....	13
图 10 2013 年在线教育创业投资集中在儿童、K12 阶段 .....	15
图 11 2013 年获得创业投资的在线教育项目的分布 .....	15
图 12 学而思的在线教育的流量经营模式 .....	16
图 13 公司处于同步教育软件行业的龙头 .....	16

**表**

表 1 公司业绩预测	单位: 百万元 .....	4
表 2 公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %) .....	4	
表 3 DCF 估值结果 .....	5	
表 4 敏感性分析 .....	5	
表 5 国内可比公司估值情况 .....	5	
表 6 公司主要子行业及相关产品 .....	6	
表 7 近年我国人均文教娱乐支出不断攀升	单位: 元 .....	10
表 8 近年我国升学率状况 .....	11	
表 9 课外辅导市场的的主要上市公司的营收	单位: 百万美元 ...	13
表 10 课外辅导市场的上市公司的学习中心 .....	13	
表 11 课外辅导市场的上市公司的教师 .....	14	
表 12 公司各业务收入预测	单位: 万元 .....	17
表 13 公司各项业务的毛利率预测 .....	17	
表 14 方直科技损益简表及预测 (单位: 百万元)	18	

## 一. 估值与投资建议

### 1.1 公司盈利预测

公司收入增长主要来源于教育系统的征订、网络销售和线上教育服务的收入的增长。我们预计 2013 年-2015 年公司的收入增长分别为 2.67%、9.61% 和 10.63%，2013 年-2015 年摊薄后每股收益分别为 0.30 元，0.36 元和 0.41 元。

表 1 公司业绩预测 单位：百万元

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	81.40	75.35	77.19	79.25	86.87	96.10
增长速度	35.09%	-7.43%	2.45%	2.67%	9.61%	10.63%
净利润	35.40	24.95	21.07	26.37	31.78	36.29
增长速度	47.85%	-29.53%	-15.54%	25.15%	20.52%	14.18%
摊薄后每股收益 (元)	0.402	0.283	0.239	0.300	0.361	0.412

资料来源：上海证券研究所整理

### 1.2 DCF 绝对估值：合理估值 13.92 元/股

在此对 2013-2015 年公司的业绩予以测算，稀释每股收益为 0.30 元、0.36 元和 0.41 元。基于我们的业绩预期，我们认为 13.92 是公司的合理估值。

表 2 公司 WACC 的相关假设及计算 (单位：%)

估值假设	数值
过渡期年数	8
永续期增长率	4.50%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	10.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	5.00%
β 系数	0.77
债务资本成本 Kd	4.75%
债务资本比重 Wd	10.00%
股权资本成本 Ke	8.51%
WACC	8.50%

数据来源：公司报告，上海证券研究所

表3 DCF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现 (万元)
永续增长率	4.50%
预测期现值	6,978.13
过渡期现值	26,101.76
永续期现值	89,430.38
企业价值	122,510.28
股权价值	122,510.28
总股本(万股)	8,800.00
每股价值(元)	13.92

资料来源：上海证券研究所整理

表4 敏感性分析

WACC	永续增长率 Gn										
	2.79%	3.07%	3.38%	3.72%	4.09%	4.50%	4.95%	5.45%	5.99%	6.59%	7.25%
5.28%	26.23	29.06	33.13	39.47	50.62	75.22	173.38	-325.47	-73.80	-38.31	-24.19
5.80%	21.41	23.21	25.67	29.21	34.72	44.41	65.78	151.07	-282.40	-63.71	-32.87
6.38%	17.75	18.93	20.49	22.62	25.68	30.45	38.83	57.32	131.13	-243.94	-54.72
7.02%	14.89	15.69	16.71	18.05	19.89	22.52	26.63	33.85	49.78	113.34	-209.70
7.73%	12.62	13.16	13.85	14.72	15.87	17.44	19.70	23.22	29.41	43.06	97.53
8.50%	10.77	11.15	11.61	12.20	12.94	13.92	15.26	17.19	20.19	25.46	37.09
9.35%	9.24	9.51	9.83	10.23	10.72	11.35	12.18	13.32	14.95	17.49	21.96
10.28%	7.98	8.16	8.39	8.66	8.99	9.41	9.94	10.64	11.59	12.97	15.11
11.31%	6.91	7.04	7.20	7.39	7.62	7.90	8.24	8.69	9.27	10.07	11.22
12.44%	6.01	6.10	6.22	6.35	6.50	6.69	6.92	7.21	7.58	8.06	8.73
13.69%	5.24	5.31	5.39	5.48	5.59	5.71	5.87	6.06	6.30	6.60	7.00

资料来源：上海证券研究所整理

### 1.3 相对估值：合理估值区间 14.40 元-17.28 元

选取业务有一定相似的公司进行估值比较。这些公司包括拓维信息、立思辰和新南洋。可比公司的股价和市盈率如下：

表5 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
002261.SZ	拓维信息	20.95	0.13	0.17	0.28	0.4	161	123	75	52
300010.SZ	立思辰	25.83	0.18	0.25	0.35	0.47	144	103	74	55
600661.SH	新南洋	17.69	-0.29	0.22	0.38	0.6	-61	80	47	29
平均							81	102	65	46

数据来源：Wind 资讯；股价以 12 月 20 日收盘价计

考虑到公司的业绩成长空间，我们认为方直科技的合理估值区间为 2014 年的 40-48 倍 PE，对应的估值区间为 14.40 元-17.28 元。

## 1.4 估值结论：合理估值区间 14.40 元-17.28 元

综合绝对估值和相对估值，我们认为方直科技合理估值区间为 14.40 元-17.28 元。

## 1.5 投资风险提示

- (1) 教育系统征订市场开拓低于预期
- (2) 线上教育服务用户增速低于预期

# 二. 公司概况

## 2.1 主要业务：同步教育软件

中小学同步教育服务是以现行的中小学教材为中心和基准，以中小学教师教学及学生学习需求为导向，为教育过程提供学习、管理、评价、工具等产品和服务的总称。

公司是中小学同步教育软件及服务提供商，主要集中在初中、小学的英语、语文和数学的同步教育软件及网络服务。公司的主要产品为学生教材配套软件、教师用书配套软件和网络在线服务等。

方直金太阳教育软件类产品的销售规模及市场占有率居于国内同行业前列，公司连续四年荣获中国国际软件博览会教育软件类产品唯一金奖。

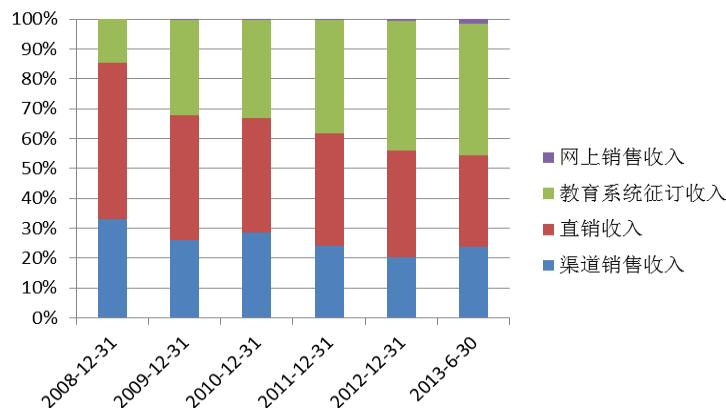
表 6 公司主要子行业及相关产品

产品分类	主要产品介绍
学生教材 配套软件	教材配套类产品与国内十多个版本的最新中小学教材同步配套， 主要服务于学生自学并培养学生的兴趣和学习能力。
教师用书 配套软件	为部分教师提供配套软件，以提高教学质量和效率。
网络在线 服务	网络在线服务是学生教材配套软件的丰富和延伸，旨在为学生提 供在线学习、练习、测试、评价、交流等增值服务

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

公司通过不断拓展新的市场（学校征订市场），公司的教育系统征订收入占比不断上升。

图1 公司主要业务收入比较, 单位: %



数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2.2 公司的发展历程

中国教育软件行业起步于上世纪 90 年代初，主要经历了以下三个发展阶段：

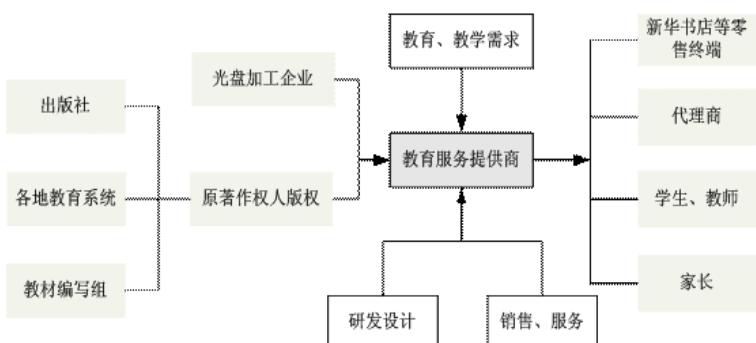
第一阶段（1995-1999 年），随着 PC 时代开始，许多厂商开发教育软件产品；

第二阶段（1999 年-2005 年），随着全国中小学信息技术教育和“校校通”工程的实施以及新课程标准的颁布，国家开始对计算机等基础硬件设施大规模投放，教育软件逐步兴起；

第三阶段（2005 年至今），随着电脑的普及，教育软件进入快速发展阶段，个性化需求明显，对产品品质、功能提出了更高的要求，在经济发达地区尤其是一线重点城市市场较为集中。

公司从成立至 1997 年期间，主要从事计算机电子排版系统软件的开发和销售。自 1998 年开始，公司主营业务转为中小学同步教育产品及服务。

图2 教育服务提供商的产业链



数据来源：上海证券研究所

## 2.3 公司开始发力线上教育市场

公司目前的主要业务是同步教育软件，销售渠道主要为教育征订和新

华书店等零售渠道。目前公司的产品和销售渠道受到互联网式教育的冲击，同步教育软件的未来发展方向受到很大的影响，公司开始发力教育（内容）市场，主要在于线上教育。

在渠道建设方面，公司首先加大了网上销售的力度，主要在天猫上开直销售店。（<http://fztsyx.tmall.com/>），通过网上销售平台销售软件。

图3 中小学同步教育服务市场快速增长



数据来源：公司网站 上海证券研究所

公司开始发展电子书包业务，开发面向智能终端（学生 PAD 的）开发的软件及内容，目前公司为电子书包、电子课堂准备的内容，新课标产品都是按电子书的形式开发的。

另外一方面公司发力互联网的教育服务，IVS1 口语外教和在线教育，公司开始发挥自身在内容领域的优势和用户的培育，公司开始发力教育市场。

图4 1对1外教专业口语服务



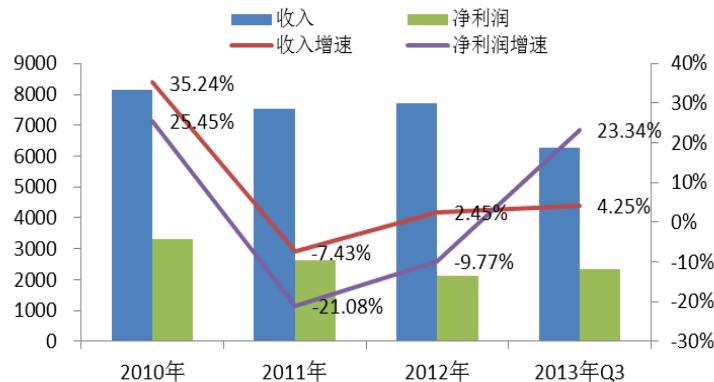
数据来源：公司网站，上海证券研究所

## 2.4 2013 年公司的业绩开始反弹

2010-2012 年公司的收入分别为 0.81 亿元，0.75 亿元和 0.77 亿元，收入增速为 35.24%、-7.43% 和 2.45%。净利润分别为 33.12 百万元，26.14 百万元和 23.59 百万元，增长速度 25.45%，-21.08% 和 -9.77%，近年公司的净利润逐渐下滑。

但是 2013 年三季度公司业绩有较大幅度的增长。公司收入同比增长 24.41%，净利润同比增长 19.4%；前三季度公司收入同比增长 4.25%，净利润同比增长 23.34%。

图 5 公司业务收入及净利润增速，单位：万元



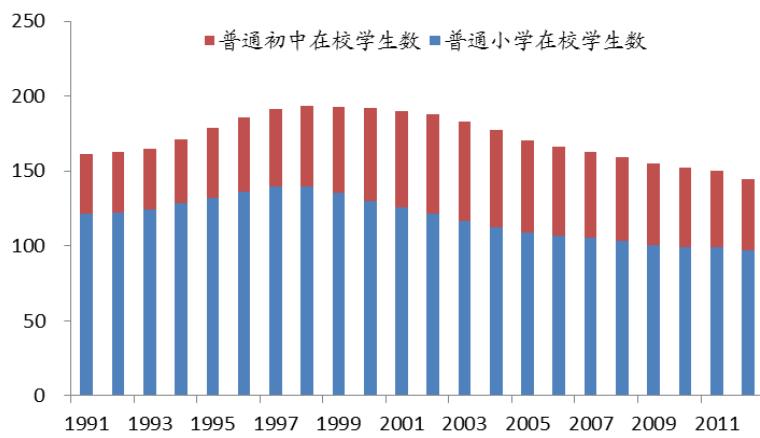
数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 三. 巨大的中小学教育市场

#### 3.1 中小学人数催生庞大的课外辅导市场

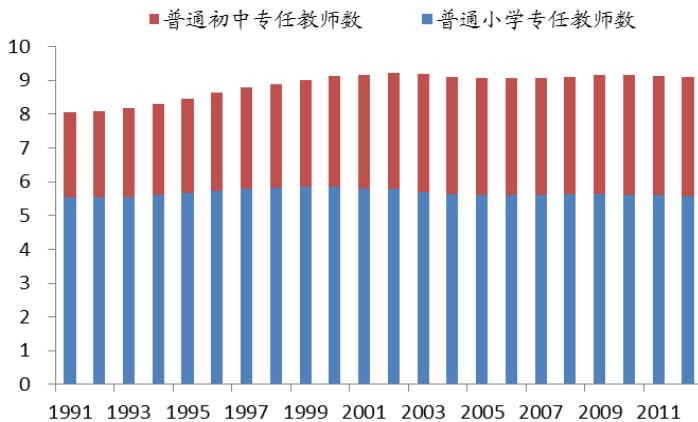
根据国家教育部统计，2012 年全国共有小学 22.85 万所，小学专任教师 558.55 万人，在校生 9860.23 万人；初中学校 5.48 万所，初中专任教师 351.20 万人，在校生 4763.07 万人；普通高中学校 1.42 万所，高中专任教师 159.50 万人，在校学生 2481.59 万人。全国共有中小学专任教师 1069.25 万人，中小学生 17,939.39 万人。

图 6 历年我国普通小学及初中在校学生数，单位：百万



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 7 历年我国普通小学及初中专任教师数，单位：百万



数据来源：WIND 上海证券研究所

### 3.2 目前教育的现状造成课外辅导需求持续增长

随着我国人均可支配收入不断上升，人均文教娱乐消费支出不断攀升，教育支出已经成为家庭支出中第二大支出。我国历来重视教育程度，愿意在教育上加大投入。我国的教育资源非常不均衡，重点学校与非重点学校资源的不均衡，教育资源在区域之间不均衡，学区房的暴涨也体现了大家对于教育的支出意愿。同时面临着不同阶段的升学压力，课外辅导的需求迅速上升。这些因素造成课外辅导市场需求居高不下，尤其是教育欠发达的二三线城市和乡村，中小学课外辅导市场空间巨大。

表 7 近年我国人均文教娱乐支出不断攀升 单位：元

指标	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
人均可支配收入	21,810	19,109	17,175	15,781	13,786	11,760
人均衣着消费支出	1,675	1,444	1,284	1,166	1,042	902
人均居住消费支出	1,405	1,332	1,229	1,145	982	904
人均交通和通信消费支出	2,150	1,984	1,683	1,417	1,357	1,147
人均文教娱乐服务消费支出	1,852	1,628	1,473	1,358	1,329	1,203

数据来源：WIND 上海证券研究所

表 8 近年我国升学率状况

年份	小学升初中 (%)	初中升高中 (%)	高中升高等教育 (%)
2000	94.9	51.2	73.2
2001	95.5	52.9	78.8
2002	97	58.3	83.5
2003	97.9	59.6	83.4
2004	98.1	63.8	82.5
2005	98.4	69.7	76.3
2006	100	75.7	75.1
2007	99.9	80.5	70.3
2008	99.7	82.1	72.7
2009	99.1	85.6	77.6
2010	98.7	87.5	83.3
2011	98.3	88.9	86.5
2012	98.3	88.4	87

数据来源：WIND 上海证券研究所

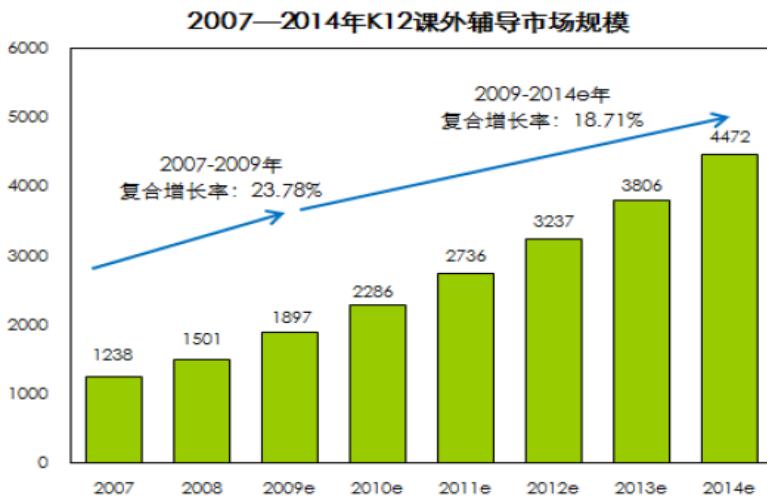
同时，我国目前的教育，学校无论学习时间、教学时间和任务上，以素质教育为目标，但是中小学仍然存在升学考试的要求，应对考试的任务就落在课外辅导的身上。

同时中小学课外辅导已经在亚洲很多国家获得较高的发展。例如在韩国，89%的小学生、75%的初中生、55%的高中生接受不同形式的课外辅导。据艾瑞统计，2009 年在中国大约有 5400 至 6300 万中小学生接受课外辅导，占到中小学总人数的 30%-35%，课后辅导市场在北京、上海、广州和深圳的普及率将在未来数年内达到 70%。

### 3.3 我国的中小学课外辅导市场规模巨大

根据《新东方研究报告》，2009 年 K12 课外辅导市场的规模达到 1897 亿元，2007-2009 年市场规模复合增长率为 23.78%。2009 年-2014 年预期的 K12 课外辅导市场规模的复合增长率 18.71%。

图8 中小学课外辅导市场迅速增长，单位：亿元



数据来源：《新东方研究报告》张基伟 上海证券研究所

## 四. 中小学课外辅导市场的格局

### 4.1 目前课外辅导以个性化线下辅导为主

目前课外辅导市场主要有大班授课、小班教学、1对1个性化辅导和在线教育的模式。由于小班教学和1对1个性化辅导，针对性强，效果显著等优势，在课外辅导市场成为主流。

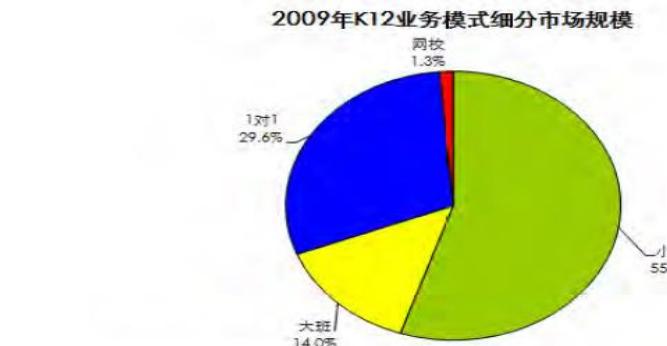
课外辅导市场中，面对面教学与学校教学相同，接受度和效果好，以面对面的教学为主。

- (1) 大班授课：采取面对面授课方式每个教室通常有超过30个学生，这是传统授课的方式。但是因为效率低下，呈现逐渐下降趋势。
- (2) 小班教学：采取面对面授课的方式每个教室通常有10-30个学生。班级人数较少，老师能够更好的关注每个学生的需求。据艾瑞统计，2009年小班教学模式的市场规模达1046亿元，并预测未来五年年复合增长率将达到19.3%。
- (3) 一对一的个性化辅导：随着中国高收入家庭数量的增多和人们对个性化辅导需求的增加，这种以学生的具体情况和需求为基础的个性化辅导服务近年来不断普及。据艾瑞统计2009年，一对一的个性化辅导市场规模达到562亿元，并预测未来五年年复合增长率将达20%。
- (4) 在线教育：通过网站提供预先录制或者直播的教学视频并提供相关的联系资料网络课程因不受地理和时间限制有更为广泛的学生群体。

从行业总体来看，中小学课外辅导市场小班教学形式仍占据主流，预计未来五年年复合增长率将达19.3%。与此同时，个性化一对一辅导不断增长。根据IDC报告，个性化一对一辅导市场增长速度已经超

过大班和小班形式的辅导，未来市场份额将继续扩大。

图9 中小学课外辅导以小班及1V1为主



数据来源：《新东方研究报告》张基伟 上海证券研究所

#### 4.2 中小学课外辅导市场的竞争格局

在线下教育市场，主要有新东方、学而思、学大、安博教育等上市公司，还有如巨人、龙文等公司。据不完全统计，全国拥有课外辅导业务的教育机构超过 10 万家，从 2011 年销售收入来看，排名前四的分别为新东方(全部业务)、安博教育、学大、学而思，销售收入分别为 540 百万美元、278 百万美元、222 百万美元和 178 百万美元。从市场占有率来看，各家企业的市场份额均未达到全国的 1.0%。整体市场分散度极高，整体市场还处在发展初期，我们认为即将进入整合阶段。

同时，据媒体的相关数据显示，我国知名度最高的 6 个中小学课外辅导机构依次为：新东方、学大教育、瀚普思教育、安博教育、巨人教育、学而思教育。

表 9 课外辅导市场的的主要上市公司的营收 单位：百万美元

营业收入	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
新东方	293	386	540	753
学大	77	154	222	293
学而思	69	111	178	226
安博教育	123	203	278	

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 10 课外辅导市场的上市公司的学习中心

	学习中心	
新东方	669	截止 2013 年 5 月 31 日
学大	383	截止 2012 年 12 月 31 日
学而思	255	截止 2013 年 2 月 28 日

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 11 调研辅导市场的上市公司的教师

	2011 年	2012 年	2013 年
新东方	8614	12455	9422
学大	7575	8329	9517

数据来源：公司公告 上海证券研究所

#### 4.3 中小学在线教育在波折中前进

在中小学在线教育市场中，客户和用户是分离的。付费的人是家长，是客户，使用的人是学生，是用户。由于中小学的主动性较差，目前产品对中小学的吸引力较差，在线教育的产品开发难度，基本可以说是和用户的年龄成反比例关系，即用户年龄越小，开发难度越大。同时家长对于中小学生的上网的管制，造成中小学在线教育市场的发展不力，目前整个中小学线上教育市场规模 3 亿元左右。

我国中小学在线教育是从 96 年 101 网校成立开始，以文档的方式来呈现的。直到 99 年、00 年左右才有了“三分屏”形式的网络视频课件，到目前在线教育的产品形式基本没有太大的变化。

从海外中小学在线教育看，产品基本可以分为两类：以韩国为代表的老师录制的视频课程，韩国教辅行业造就了一批明星老师，课程的吸引力强；在欧美国家，为了留住孩子的吸引力，欧美国家普遍使用的是动画+互动形式的课程，美国上市公司 K12，加拿大教育机构 EPS 都采用这种形式。

目前国内互联网企业及创业型企业开始发力在线教育。主要有 YY 教育、淘宝同学和腾讯的微信公共账号和 O2O 服务的延伸，网易和学而思开始在线教育业务。

#### 4.4 中小学在线教育是创业的热点

目前在线教育创业的方向主要集中在儿童/早教、K12 阶段和语言学习，在 2013 年的投资项目中，儿童/早教占比 24%，K12 阶段占比 17% 和语言学习占比 22%。不要让孩子输在起跑线上的心态、还有移动互联网化各类儿童幼教 APP 的爆发，让儿童/早教成为创业公司分布最多的领域。

图 10 2013 年在线教育创业投资集中在儿童、K12 阶段

2013年在线教育创业领域分布(IT桔子)



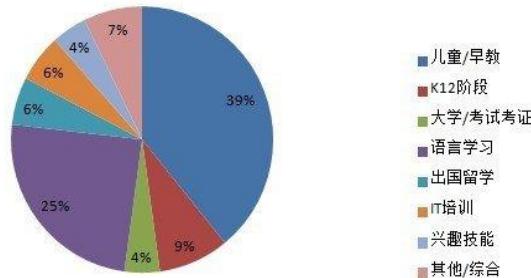
数据来源：“IT 桔子”《2013 年在线教育创业投资报告》，上海证券研究所

在 2013 年获得创业投资的项目中，儿童/早教领域有 27 家公司，占比 39%，要高于儿童/早教的占比 24%，可以看到投资人对于这个领域的偏好，同时移动互联网化，很多移动 APP 和数字内容的儿童服务商获得了投资，大多数是天使阶段。

语言学习领域有 17 家公司获得投资，占比 25%，也很切合当前的情况。新东方、环球雅思 等教育上市公司都与语言学习相关，后面带动了各类型的语言学习服务。

图 11 2013 年获得创业投资的在线教育项目的分布

2013年在线教育获投资公司领域(IT桔子)



数据来源：itjuzi.com，截止2013.8.30

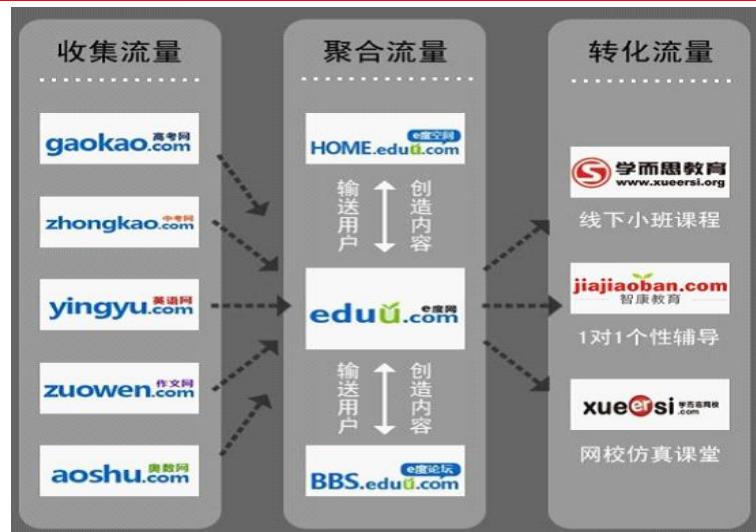
数据来源：“IT 桔子”《2013 年在线教育创业投资报告》，上海证券研究所

#### 4.5 目前线下教育机构的互联网转型

学而思是目前线下教育机构中最为发力在线教育的，采取门户网站收集流量，通过网上资源集合用户流量，通过线下教育平台转化流量，整个是流量经营的模式。

目前在线营收占比仅 3%，开始在中小学、幼儿教育等领域推出了门户网站群。在线教育领域，学而思则发展了布局相对完整的中小幼教育专业门户网站群——e 度教育网，e 度教育网由育儿网、幼教网、奥数网、中考网、高考网、留学网等多个网站构成。

图 12 学而思的在线教育的流量经营模式



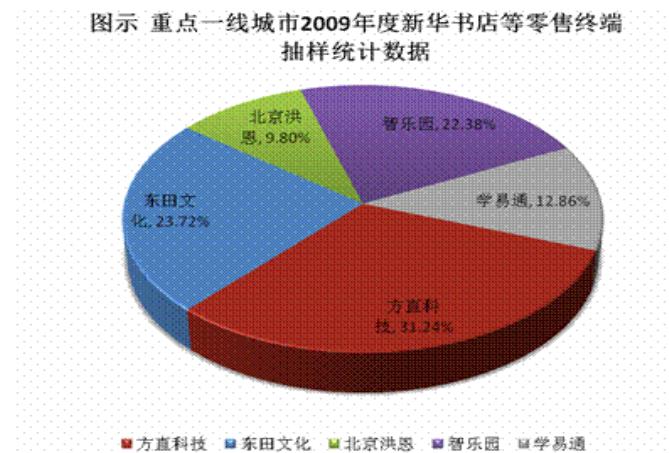
数据来源：“IT 桔子”《2013 年在线教育创业投资报告》 上海证券研究所

## 五. 公司的核心价值

### 5.1 国内中小学同步教育软件的龙头

目前中小学同步教育软件厂商主要有方直科技、东田文化、北京洪恩、智乐园、学易通。根据 2009 年的零售终端销售数据，各公司的市场份额占比情况如下：

图 13 公司处于同步教育软件行业的龙头



数据来源：上海证券研究所

2008 年公司产品主要集中在广州、深圳、上海、北京、南京等重点一线城市，总共覆盖 58 个城市，随着公司品牌效应的释放以及开发版本的增多，市场区域不断扩大。截至 2010 年末，本公司市场区域已拓展到 22 个省、4 个直辖市、3 个自治区，覆盖到全国 109 个城市。此外，本公司还加强与各地新华书店的合作，通过渗透式营销、持续性营销扩大公司产品的覆盖区域，合作新华书店数量从 2008 年的 34

个增加到 2010 年的 76 个。

## 5.2 公司试水互联网化：发力线上教育

目前公司采用“线上线下”相结合的战略，重点推进数字出版和新媒体产品，推进“金太阳英语口语专家”、“金太阳客户端”、“多平台产品项目”等新项目的建设。逐年加大教育互动平台、数字校园、教育 PAD、电子书包和教育云计算的研发投入。公司启动产品客户端研发，并在一个产品线上推广试用，通过这个产品把线下的用户往线上引导。现在公司线下用户大概有 350-400 万人，线上注册用户约 56 万人。大量的线下用户量，为公司客户端产品战略的发展打下良好的基础。

公司深化“线上线下，前点后站”的业务模式，开发了金太阳客户端 2.0 版本，通过客户端，可将学生的学习记录传送网络上进行对比分析，并进一步提供学习指导。2012 年完成了英语一年级多个版本的新课程研发，新增“学习记录、学习曲线”等增值服务功能。同时发展了有别于传统教育模式的网上一对一辅导服务业务“金太阳口语专家”，建立了独特的网校商业模式，为积聚规模化的盈利能力奠定坚实的基础。

## 5.3 公司的业绩预测

考虑到公司的增长主要集中在教育系统征订和网上销售的增长，同时网上教育业务的规模有望快速增长。

表 12 公司各业务收入预测 单位：万元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013H	2013 年	2014 年	2015 年
渠道销售收入	2,314	1,806	1,553	736	1,522	1,522	1,522
YOY	48.68%	-21.96%	-14.02%	-3.57%	-2%	0%	0%
直销收入	3,127	2,854	2,779	946	2,223	2,001	2,101
YOY	23.71%	-8.72%	-2.65%	-35.07%	-20%	-10%	5%
教育系统征订收入	2,678	2,856	3,338	1,363	4,006	4,727	5,199
YOY	39.28%	6.63%	16.89%	11.10%	20%	18%	10%
网上销售收入	21	19	50	47	175	438	788
YOY	73.46%	-9.10%	164.90%	274.85%	250%	150%	80%
合计营业收入	8,140	7,535	7,719	3,093	7,925	8,687	9,610

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 13 公司各项业务的毛利率预测

渠道毛利率	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-6-30	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
渠道销售	83.35%	86.22%	86.45%	87.45%	87.50%	87.50%	87.50%
直销	84.64%	49.72%	54.21%	63.22%	64.00%	65.00%	65.00%
教育系统征订	63.06%	59.43%	59.71%	70.07%	70.00%	70.00%	70.00%
网上销售	92.69%	92.27%	89.93%	91.21%	90.00%	92.00%	92.00%
合计	77.19%	62.25%	63.30%	72.43%	72.12%	73.02%	73.48%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 14 方直科技损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	81.40	75.35	77.19	79.25	86.87	96.10
营业成本	25.76	28.44	28.33	22.10	23.43	25.48
营业税金及附加	0.39	0.63	0.73	0.75	0.78	0.86
营业费用	10.86	14.61	15.99	16.64	17.81	19.22
管理费用	10.34	13.22	18.09	18.23	17.37	18.26
财务费用	-0.27	-2.28	-5.89	-5.16	-5.59	-6.09
资产减值损失	0.13	-0.05	1.05	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	34.19	20.77	20.26	26.70	33.06	38.36
非经营性损益	4.89	7.32	4.32	4.33	4.33	4.33
利润总额	39.08	28.09	24.58	31.02	37.39	42.69
所得税费用	3.68	3.14	3.51	4.65	5.61	6.40
净利润	35.40	24.95	21.07	26.37	31.78	36.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司受益者的净利润	35.40	24.95	21.07	26.37	31.78	36.29
每股收益(元)	0.402	0.283	0.239	0.300	0.361	0.412

数据来源：公司报告，上海证券研究所；总股 88.00 百万股

## 分析师承诺

分析师：张 涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。