



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 教育信息化浪潮下家校互动蓝海先锋

——全通教育（300359）

2014 年 01 月 08 日

建议申购

全通教育

新股定价

## 摘要：

- **教育信息化浪潮下空白领域填补的家校互动先锋。**公司所从事的家校互动信息服务隶属于教育信息化、智能化的大浪潮，教育信息化预测保守投入 2000 亿，整体市场竞争格局鱼龙混杂，区域性特质明显，未来将从单纯的硬件向应用层面、互联网层面发展。但与当今风生水起的互联网教育不同的是，家校互动信息服务的倾向于低龄化、管道化而非内容化、参与主体的多元交互性、聚焦 K12 体制内的教育信息化等。相应产品市场渗透率和用户 ARPU 值存在双重增长空间，预计未来三年复合增速在 30%以上。
- **海量用户与增值服务内外兼修奠定教育综合服务、运营商合作资源、用户规模三大壁垒。**公司以“系统开发+业务运营+内容服务”的业务模式全方位切入市场，构建了“海量用户+服务叠加”的商业模式，用户入口的跨区拓展和非同质化增值服务的拓展是公司业务模式得以良性循环的两大根基。相对于中南传媒传统内容出版商的数字教育产品转型以及立思辰的教育信息化转型思路，公司在教育三方市场中综合服务能力壁垒明显；基于电信运营商通道服务开展的高标准性，合作关系的稳固性壁垒尤为重要；而与互联网企业的盈利模式和景气度一样，用户绝对规模和增长速度是形成市场集中度的有效壁垒。
- **收入结构优化，市场集中度提升大势所趋。**公司系统开发运维业务收入占比从 2010 年的 15.02%上升到 2012 年的 33.24%，业务结构优化趋势明显。业务推广运营、系统开发运维两大家庭互动信息业务的毛利率水平分别与区域拓展呈反向、正向的比例变化。公司家校互动信息服务的市场份额 7.3%，市场份额逐年提高，且市场份额均居首位。当前行业中具有整体解决方案能力的服务运营商较少。与拓维信息的校讯通业务对比，公司的产品纵深均有一定优势。
- **盈利预测与投资评级。**预测公司 2013-2014 三年的 EPS 分别为 0.53、0.68 元，给予 14 年 24 倍的 PE 水平，对应相对估值为 16.3 元，结合绝对估值价格 12.33 元，公司合理价值区间为 16.33-17.1 之间。

## 财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	142.53	156.60	166.26	207.73	259.10
增长率（%）	42.15	9.87	6.17	24.94	24.73
净利润（百万元）	37.18	43.71	42.22	54.20	70.18
增长率（%）	35.24	17.56	-3.39	28.36	29.50
每股收益（元）	0.650	0.730	0.528	0.677	0.877
净资产收益率（%）	25.34	23.65	17.70	11.25	13.04
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511110001

## 询价区间

16-17

## 上市首日定价区间

16-20

## 发行上市资料

总股本（万股）	6000.00
发行量（万股）	
发行日期	2013-01-13
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	民生证券股份有限公司
预计上市日期	

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.08
净资产收益率（%）	23.65%
资产负债率（%）	8.55%

## 主要股东和持股比例

陈炽昌	34.4
中山市优教投资管理有限公司	15.5
广东中小企业股权投资基金有限公司	8.33

## 目 录

1. 教育信息化浪潮之下家校互动市场蓝海红利内外兼修 .....	4
1.1 教育信息化浪潮之下蓝海犹存 .....	4
1.2 家校互动市场内外兼修 .....	5
2. 三大核心壁垒之上的“用户+服务”良性商业模式循环 .....	6
2.1 海量用户+服务叠加是公司家校互动业务两大基石 .....	6
2.2 综合服务、上游资源、用户规模三大壁垒相得益彰 .....	7
2.3 募投项目系统纵横优化升级 .....	8
3. 区域扩张下的海量用户与增值差异突围的量价博弈 .....	9
3.1 区域三步走战略下的用户与增值量价博弈 .....	9
3.2 集中度提升大势所趋，增值差异化突围关键 .....	12
4. 盈利预测与投资评级 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 表格目录

表 1：公司四省用户市场空间 .....	5
表 2：公司业务分类及辐射情况汇总 .....	6
表 3：公司产品分类及需求情况 .....	6
表 4：公司募投项目概览 .....	8
表 5：公司主业毛利率拆分年度变化趋势 .....	10
表 6：公司两项业务区域拓展 .....	11
表 7：可比公司销售、管理费率横向对比 .....	11
表 8：三大运营商家校互动品牌业务概览 .....	12
表 9：拓维信息与公司校讯通业务对比 .....	13
表 10：可比公司估值对比 .....	13

## 插图目录

图 1:教育信息化素质教育云平台构成图 .....	4
图 2: 不同年龄、学历网民对在线教育的参与情况 .....	4
图 3: 不同在线教育类型的参与比例.....	4
图 4: 11-15 年家校互动信息服务行业市场规模预测 .....	5
图 5: 公司股权结构图.....	8
图 6: 公司业务收入构成年度变化趋势 .....	9
图 7: 公司业务区域构成年度变化趋势.....	9
图 8: 公司业务推广运营毛利率成本拆分图（2013Q2） .....	10

## 1. 教育信息化浪潮之下家校互动市场蓝海红利内外兼修

### 1.1 教育信息化浪潮之下蓝海犹存

公司所从事的家校互动信息服务隶属于教育信息化、智能化的大浪潮，教育信息化预测保守投入 2000 亿，在未来将在教育云平台上进行展现，根据教育部的十二五规划，教育信息化将为现有的教育网、校园网进行教育信息化升级，新一代教育网必然成为未来教育信息化的基础，亚教网素质教育云平台是国内实现三网合一的教育云平台，实现互联网、电信网、广电网跨平台使用并且手机短信支持联通、电信、移动全覆盖。

图 1:教育信息化素质教育云平台构成图



资料来源：东兴证券研究所

教育信息化市场竞争格局鱼龙混杂，区域性特质明显。但这些企业过去以硬件集成、网络教室为主，门槛较低；未来已经从单纯的硬件向应用层面、互联网层面发展。但与当今风生水起的互联网教育不同的是，家校互动信息服务的侧重点倾向于低龄化、管道化而非内容化、参与主体的多元交互性、聚焦 K12 体制内的教育信息化等。

图 2：不同年龄、学历网民对在线教育的参与情况

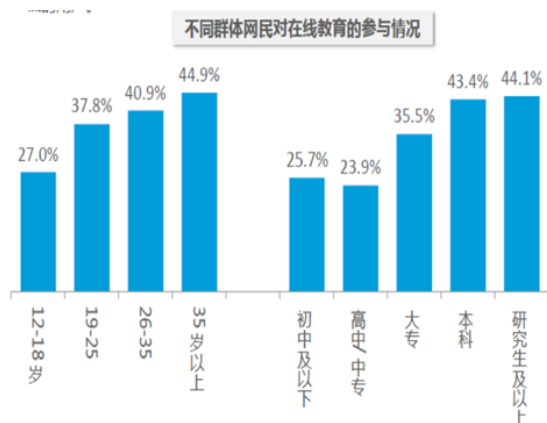
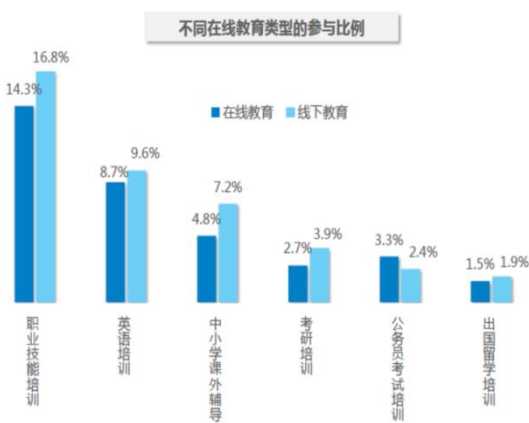


图 3：不同在线教育类型的参与比例



资料来源：新浪 2013 在线教育调查报告，东兴证券研究所

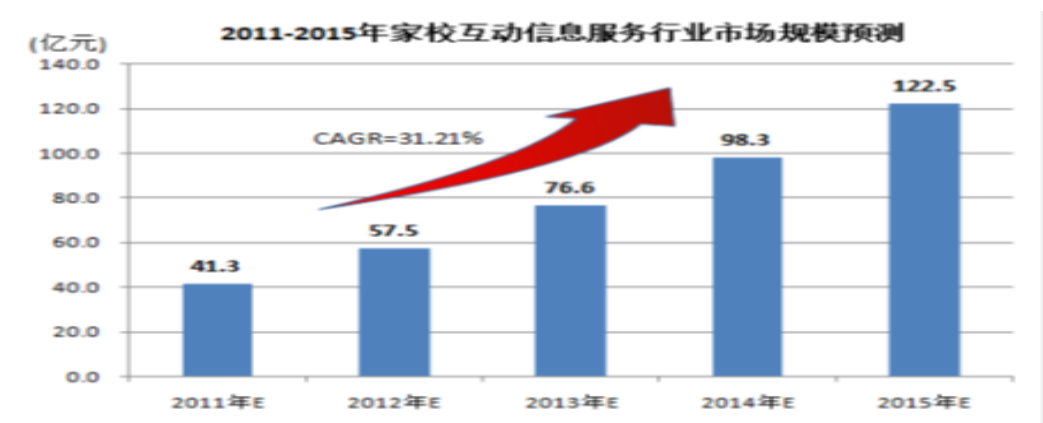
资料来源：新浪 2013 在线教育调查报告，东兴证券研究所

## 1.2 家校互动市场内外兼修

家校互动信息化应用填补了我国教育信息化的空白领域。系统功能差异化是行业发展的必然趋势，随着物联网、4G、微信等新技术、新概念的出现，家校互动系统的应用范畴和用户也出现了新的需求。

家校互动信息服务产品市场渗透率和用户 ARPU 值存在双重增长空间，市场发展空间广阔，与互联网同样的逻辑，只有当免费或低 APPU 值用户达到一定规模，单用户收入水平才会有所突破：报告期内我国适龄在校学生数量稳定在 2.06 亿至 2.08 亿之间，年均波动程度小于 1%，总体保持稳定。我国家校互动信息服务行业整体市场渗透率较低，已覆盖用户尚不足目标群体总数的三成；

图 4：11-15 年家校互动信息服务行业市场规模预测



资料来源：CCW，东兴证券研究所

表 1：公司四省用户市场空间

目前系统用户数	地区用户总数	市场空间
广东、浙江、 湖南、湖北、 贵州、福建六 省合计	约 2500 万	约 6400 万
		4000 万

资料来源：东兴证券研究所（注：地区用户总数指广东、浙江、湖南及湖北四省家长用户总数，该数量参照与上述四省学生总数 1:1 的比例计算）

新浪教育频道推出的《中国家庭教育消费白皮书》（2012 版）显示，中国中间阶层家庭平均每月用于孩子的消费支出为 1,370 元，其中用于教育方面的支出为 599 元，占比为 44%，大学教育和学前期是教育支出最多的两个阶段。

截至 2010 年末家校互动信息服务行业已有付费用户数量仅占约 1/6，同时，目前用

户的人均消费每月不到 10 元，提升空间巨大。公司业务推广运营总体业务订阅率近 53%，用户的 ARPU 值已由 2010 年的 37.28 元提升至 2012 年 41.11 元。用户 ARPU 值逐步上升是未来的发展趋势，用户数和 ARPU 值双重上升的乘数效应，将为公司带来营业收入的增长。

## 2. 三大核心壁垒之上的“用户+服务”良性商业模式循环

### 2.1 海量用户+服务叠加是公司家校互动业务两大基石

公司是从事家校互动信息服务的专业运营机构，从属于家庭教育信息服务领域。主要服务对象是 3-18 岁的在校（幼儿园）（幼儿园）家长。家校互动信息服务的开展主要涉及三类关键技术：互联网技术、移动通信技术、软件开发技术。作为家校互动信息服务业务的专业运营商，公司以“系统开发+业务运营+内容服务”的业务模式全方位切入市场，构建了“海量用户+服务叠加”的商业模式。该商业模式下，用户入口的跨区拓展和非同质化增值服务的拓展是公司业务模式得以良性循环的两大根基。

公司先后获得了湖南、湖北、浙江、贵州其他四省的家校互动系统开发运维业务，已经成为全国最有影响力的家校互动系统研发和运维服务商之一。截至 2013 年 11 月末，家校互动信息服务已覆盖了广东、广西、湖南、湖北、安徽、云南、浙江、福建、贵州 9 省区，其中系统开发运维覆盖用户近 2500 万，覆盖学校约 44000 所；业务推广运营覆盖用户超过 570 万，覆盖学校 7900 所。

表 2：公司业务分类及辐射情况汇总

业务类型	覆盖地域	服务用户规模
系统开发运维	广东、湖北、湖南、浙江、贵州、福建	覆盖用户近 2500 万人
业务推广运营	广东、广西、湖北、安徽、云南、福建	营覆盖用户近 570 万人，结算用户数超过 300 万人
家庭教育网站服务	——	起步阶段

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司产品分类及需求情况

产品分类	业务项目	针对学生年龄段	适龄学生数据变动情况
基础类信息 服务	家长短信箱	幼儿园至高中	稳定
	考勤短信	小学至高中	下降
	亲情电话	小学阶段	下降
	智能卡	小学至高中	下降
	安全管理平台	幼儿园至高中	稳定
	校安通	小学至高中	下降
扩展类信息 服务	成长系列	幼儿园至高中	稳定
	同步课堂	小学至高中	下降



快乐学堂

小学阶段

下降

资料来源：东兴证券研究所

公司主要依赖于电信运营商的通道进行各种服务的开展：也即基础运营商提供品牌运营、通信网络和扣费结算渠道；公司（服务运营商）提供系统开发运维、产品推广、信息模板整理、教师培训等服务。公司主要分为系统开发运维和业务推广运营两大块业务：

**系统开发运维**为整个家校互动业务体系提供软件平台及其运维服务，盈利模式主要包括项目结算与合作分成两种，后者每月根据当月系统成功扣费用户所产生的总收入进行结算，在 5%-15%之间，用户订阅资费、结算用户数和结算比例就是影响该模式下公司收入的主要因素。

**业务推广运营**按照所拓展的收费用户每月产生的收入总额，以约定的分成比例与基础运营商进行结算，比例标准因各地市经济水平、所开展项目、业务发展情况而有所不同。公司在广东地区的分成比例一般为 30%-50%，广东以外地区的分成比例一般为 40%-55%。

## 2.2 综合服务、上游资源、用户规模三大壁垒相得益彰

基于教育信息化市场区域格局、硬件入口壁垒低的特点，公司的核心竞争壁垒主要包括：教育综合服务能力壁垒；基础运营商合作资源壁垒；用户规模壁垒。

### 教育综合服务能力壁垒——

相对于中南传媒等传统内容出版商的数字教育产品转型——电子书包；以及软件企业立思辰的教育信息化转型思路：产品形态以数字校园即校园 ERP、优教 E 学即互动教育平台两类为主。一方面说明教育信息化大潮下传统内容商与软硬件企业的互相渗透；另一方面基于教育主体的三方性（教师、学生、家长），每个企业基于自身优势的切入点均有所区别，前两者均从教师和学生两类主体切入，而目前上市公司中，并没有从三方同时切入的企业，教育用户特性的有效了解与信息技术的有效搭建是公司在三方市场中综合服务能力壁垒，尤其是广泛的用户基础是以公司未来互联网战略升级的基础。

### 基础运营商合作资源壁垒——

与基础运营商合作开展家校互动信息服务业务是行业内企业的主流模式，在系统开发运维方面一般一省搭建一套系统；在业务推广运营方面，基础运营商对合作企业的严格选择标准，构成了进入本行业的重要壁垒。公司已申请“智能校园”商标作为该业务的产品品牌。

### 用户规模壁垒——

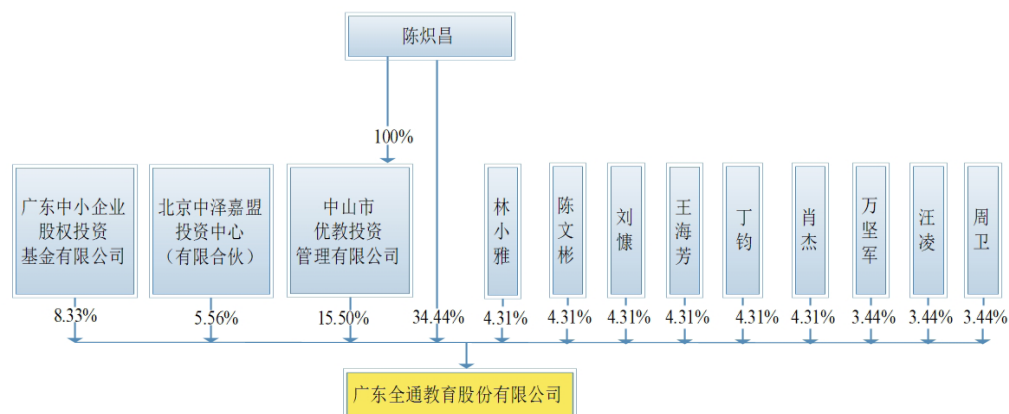
与互联网企业的盈利模式和景气度一样，用户绝对规模和增长速度是衡量公司业务、产品核心竞争力的关键，收入是滞后指标。企业只有形成较强的业务吸聚效应，才能降低新产品销售和叠加的边际成本。据 CCW Research 2011 研究报告显示，前十大

服务运营商的平均收入规模约 4,950 万元，其他服务运营商的平均收入规模为约 100 万，突破用户规模壁垒较为困难。公司目前的区域拓展节奏以精耕广东→精耕四板块→服务全国为三步走战略，资本、资源双重支撑下的用户拓展形成了市场集中度的有效壁垒。

## 2.3 募投项目系统纵横优化升级

本次发行前公司总股本为 6,000 万股，本次拟发行 2,000 万股人民币普通股，发行后总股本为 8,000 万股。

图 5：公司股权结构图



资料来源：东兴证券研究所

公司的募投项目主要分为运维开发和业务拓展两大方面：未来三年，公司将对现有系统从纵、横两方面进行优化升级：纵向上，不断进行功能上的改进和突破，体现公司家校互动系统的行业品牌和行业竞争力，更利于公司巩固和开拓市场；横向上，以现有用户群体作为基础，以内容打造和数据分析为重点，通过系统应用聚集用户，形成一个海量用户的教育信息服务平台。

表 4：公司募投项目概览

项目名称	募集资金投资总额	投资回收期
全网多维家校互动教育服务平台		
研发与运营	4194.96	3—4 年
家校互动业务拓展及深度运营	8262.95	3—4 年

资料来源：东兴证券研究所

全网多维家校互动教育服务平台研发运营项目实施后，新增收入主要来源于系统开发运维覆盖用户整体规模的增长所带来的收入。将使广东、浙江两省家校互动系统延伸出更具特色的功能模块，引导用户形成新的业务需求，有效提升用户 ARPU，提高收入规模。投资回收期分别为 3.82 年和 4.07 年，基于研发运营项目的规模经济效应和用户规模和 ARPU 值的良性循环，预计该项目的毛利率水平将高于原有运维开发业务。



**家校互动业务拓展与深度运营项目**通过区域服务团队的建设，提升公司区域推广及客户服务能力，公司尝试在开展新业务时加大硬件设施投入，以提升业务收入的结算比例，加快业务部署和推广。本项目实施后，在公司现有业务推广运营覆盖的 28 个地市，将带来的家长短信业务用户规模和校安通业务用户规模的增加，新增的营业收入来源于以上新增用户带来的业务收入。投资回收期分别为 3.90 年和 4.10 年。

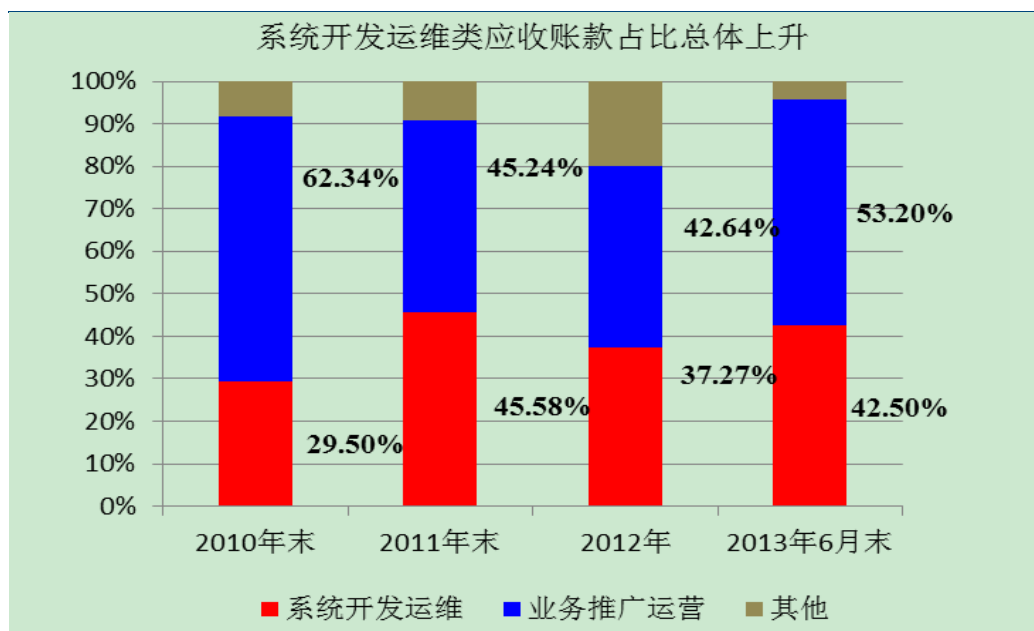
### 3. 区域扩张下的海量用户与增值差异突围的量价博弈

#### 3.1 区域三步走战略下的用户与增值量价博弈

为了提升公司家校互动业务产品的丰富性和用户 ARPU 值的提升，公司系统开发运维业务收入占主营业务收入比重从 2010 年的 15.02% 上升到 2012 年的 33.24%，业务结构优化趋势明显。该业务应收账款占期末应收账款余额比重从 2010 年末的 29.50% 上升到 2012 年末的 37.27%，2013 年 1-6 月进一步上升至 42.50%；相应的业务推广运营应收账款比重下降，但报告期内仍占主要比重。

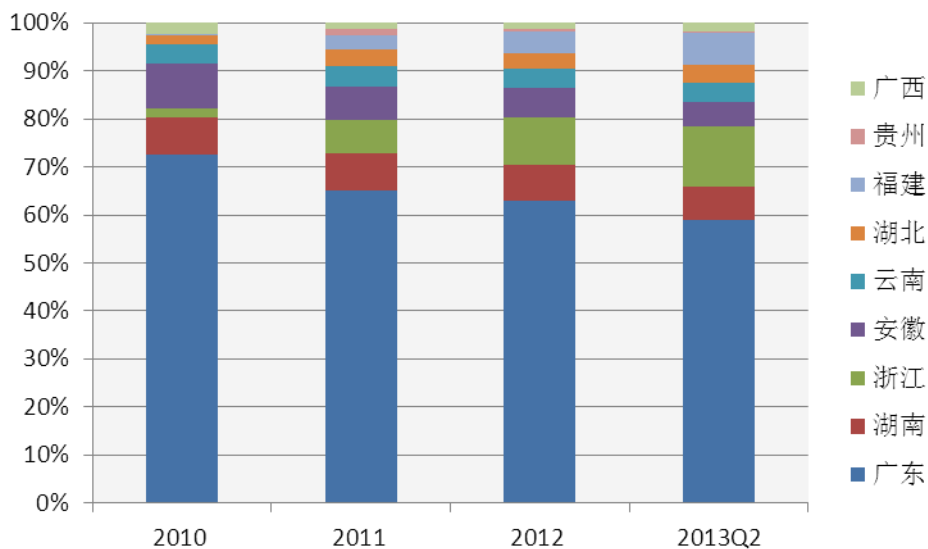
而从收入的地区占比来看，公司秉承精耕广东→精耕四板块→服务全国的区域三步走战略，对于广东省核心区域的依赖度逐年降低，并逐步通过业务推广运营业务的铺垫，实现了中西部区域的均衡化发展。

图 6：公司业务收入构成年度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

图 7：公司业务区域构成年度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

公司的家庭互动信息服务毛利率整体呈现逐年上升趋势，主要受益于高毛利系统开发运维业务收入占比的较大幅度提升；业务推广运营、系统开发运维两大家庭互动信息业务的毛利率水平分别与区域拓展呈反向、正向的比例变化，从成本分解来看，前者是基于区域市场拓展的衍生非边际成本，其中拓展人员薪酬福利以及教室劳务支出是刚性向上的两块成本。

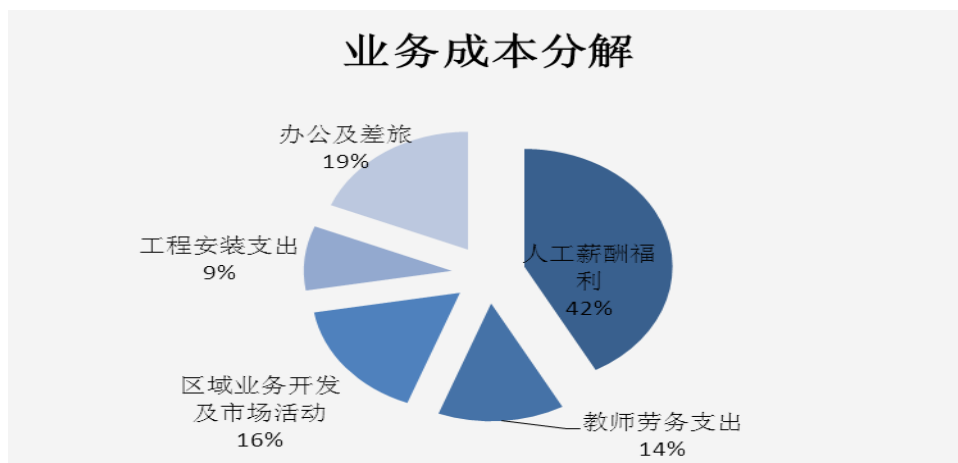
表 5：公司主业毛利率拆分年度变化趋势

	2011		2012		2013Q2	
	毛利率	贡献率	毛利率	贡献率	毛利率	贡献率
家校互动信息	53.89	51.85	53.98	52.85	54.98	54.25
业务推广运营	41.51	28.44	42.00	27.16	44.34	28.16
系统开发运维	84.53	23.41	77.28	25.69	74.19	26.09
阅读信息服务	42.25	1.71	38.24	0.80	53.23	0.71
主营业务毛利率	53.56	53.56	53.65	53.65	54.96	54.96

资料来源：东兴证券研究所

在推广初期，公司对用户提供 3-6 个月的免费试用，因此拓展区域在拓展期及进入前半年内主要以投入为主，区域拓展的节奏对毛利率有所影响。而后者即系统开发运维的正向比例则主要基于后台业务的规模经济效应。

图 8：公司业务推广运营毛利率成本拆分图（2013Q2）



资料来源：东兴证券研究所

表 6：公司两项业务区域拓展

	2011		2012		2013Q2	
	系统开发 运维	业务推广 运营	系统开发 运维	业务推广 运营	系统开发 运维	业务推广 运营
广东	※	※	※	※	※	※
安徽		※		※		※
云南		※		※		※
广西		※		※		※
湖南	※		※		※	
浙江	※		※		※	
湖北	※	※	※	※	※	※
福建		※		※	※	※
贵州	※		※		※	

资料来源：东兴证券研究所

未来公司提升盈利的手段主要有：**用户规模及 ARPU 值提升**：覆盖用户转换率的提升、区域运营程度深化是提升 ARPU 值的有效途径；同时提升跨区域、多类型的业务经营整合能力，**不断提高系统开发运维的相对占比**；而基于多数区域为基础运营商在市场初期扩展中投入建设相关校园终端，与基础运营商合作模式的稳定性也是影响公司盈利的重要因素。

从费用拆解及对比来看，公司的类通信增值业务模式与神舟泰岳、拓维信息、二六三、北纬通信等上市公司相对可比：基于业务地区分布的不同和从事业务的差异，公司的销售费率低于可比公司与神舟泰岳基本一致，而同期的管理费率则因为研发投入的相对轻资产性而明显低于同行。

表 7：可比公司销售、管理费率横向对比

2013Q2 年报/%	销售费率	管理费率
全通教育	5.28	12.38
拓维信息	11.48	32.20
北纬通信	9.17	12.89
二六三	18.95	24.73
神州泰岳	4.12	23.75

资料来源：东兴证券研究所

### 3.2 集中度提升大势所趋，增值差异化突围关键

我国教育行业家校沟通类产品现状主要呈现：运营商众多，品牌较为分散，品牌集中度较低，前五名的服务运营商市场份额之和只有 25.1%。2009 年至 2011 年公司家校互动信息服务的市场份额分别为 6.5%、6.6%、7.3%，市场份额逐年提高，且市场份额均居首位。

基础类家校互动信息服务处于完全竞争格局，整体呈现地方割据的现象；

教育增值类信息服务对运营商在教育 and 信息行业资源整合能力、用户规模及品牌形象等方面的综合实力要求较高，主要集中于大企业，市场竞争化程度不高。

服务运营商主要包括系统开发运维商和业务推广运营商两类角色，当前行业中具有整体解决方案能力的服务运营商较少。目前行业内企业往往结合自身优势提供其中一项或者多项业务，代表性企业除公司外，还有河南国光、浙江万朋、山东金视野、拓维信息等公司。

除广东省外，系统开发运维业务覆盖的其余 4 个省份中，公司在湖南、浙江两省是中国移动“校讯通”业务在该省唯一的系统开发运维商。公司业务推广运营覆盖的 17 个广东省外地市中，主要的服务运营商有 50 余家（包括公司在内），平均每个地市有近三家。除公司以外，仅有武汉天喻信息产业股份有限公司、山东金视野信息产业有限公司、珠海龙星信息技术有限公司等少数几家存在跨地市运营。

表 8：三大运营商家校互动品牌业务概览

运营商	品牌业务	业务概况
中国移动	校讯通	国内最早进入家校互动领域的基础运营商，目前“校讯通”品牌占据国内该领域绝大部分市场份额
中国联通	家校新时空	其家校互动信息服务发展较慢，在部分区域已经逐渐退出
中国电信	天翼家校通	逐步加大对家校互动信息服务的开拓、目前规模较小

资料来源：东兴证券研究所

目前缺乏与公司主营业务相同或很相近的同行业上市公司，我们重点将公司与拓维信息的校讯通业务进行对比：

**拓维信息：**从 2008 年起，公司就在湖南省与运营商就校讯通业务进行合作。2011 年公司在提出逐步向移动互联网转型之际，随即通过收购并购其他各省的校讯通运营公司在湖南、广东、山东、陕西等 12 个省份提前做好了一轮布局，目前公司校讯通付费用户超过 600 万户，使用用户也超过千万。去年在线教育公司取得 1.5 亿元的收入，校讯通贡献了 1.2-1.3 亿元。

拓维在湖南境内与长沙名校长郡中学签署了深度合作的协议，目前提供课堂视频录播、题库、考试冲刺、入学考试冲刺（题库讲解等），从销售的产品上来看，除一系列教学资料外还有为学生量身打造的学习卡，公司正在尝试与长郡中学进行远程教学的计划，未来有望应学生和家长的现场直播、即时互动名校老师的课堂教学。公司将阶段性尝试将这种合作推广到全国范围，目前预计全面推广将在 2-3 年内完成。

**表 9：拓维信息与公司校讯通业务对比**

校讯通业务	拓维信息	全通教育
业务方向	业务推广运营商	唯一的系统开发运维
用户数	1000 万、收费 600 万	2000-3000 万
收入规模、12	1.2-1.3 亿元	-
产品形态	移动互联网升级产品-微校；	传统校讯通产品为主
产品优势	名校资源内容平台	系统开发的先导性和规模经济性
覆盖区域	湖南、广东、山东、陕西等 12 个省份一轮布局	已覆盖了广东、广西、湖南、湖北、安徽、云南、浙江、福建、贵州 9 省区

资料来源：东兴证券

## 4. 盈利预测与投资评级

我们假设：公司未来的收入增速主要受益于系统开发运维业务收入占比提升的拉动，复合增速在 25-30%之间；业务推广运营业务则与区域拓展节奏密切相关；

基于收入结构的优化，和业务推广业务区域拓展的稳步推进，公司的毛利率呈现稳中有升的态势，假设 13-15 年的毛利率水平分别为 55.40%、55.30%、55%；

另外销售费率将随着业务覆盖区域和产品层次的纵横延伸而逐年提升；管理费用则呈现整体优化的格局。

公司未来的业绩亮点在于开发运维业务占比提升即收入结构优化带来的盈利能力提升、产品粘性提升引致的 ARPU 提高以及产品及区域相得益彰之下用户规模经济的费用优化三大推动力。预测公司 2013-2014 三年摊薄后的 EPS 分别为 0.53、0.68 元，给予 14 年 24 倍的 PE 水平，对应相对估值为 16.3 元。我们以市场预期收益率为 11%、第二阶段增长率 7%、长期增长率 2%等为假设，公司的绝对估值价格 17.08 元，结合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为 16.3-17.08 之间。

**表 10：可比公司估值对比**

证券简称	收入(亿元)、12	市值(亿元)	市盈率 PE(倍)	市销率 PS(倍)
拓维信息	4.33	61.22	126.69	14.15
二六三	3.82	45.96	28.81	12.02
北纬通信	2.25	46.29	63.51	20.56
神州泰岳	14.10	165.85	31.61	11.77

资料来源: 东兴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、客户集中的风险:** 公司家校互动信息服务实际付费用户是家长, 但公司的直接客户主要体现为中国移动各省、市公司。2011-2013Q2 年, 对受同一实际控制人(中国移动)控制的客户合并计算, 公司从其取得的收入占营业收入的比例分别为 83.58%、84.53%及 86.84%, 存在由于行业特点及经营模式而导致的客户集中情况。
- 2、新区域集拓展竞争加剧风险:** 公司广东区域收入 13Q2 占当年主营业务收入已经降至 58.94%, 在中西部地区拓展过程中面临其他资金、产品运营能力较强运营商合作方的竞争威胁。国内从事家校互动信息服务的服务运营商超过 1,000 家, 但是营收规模超过千万级的仅有十余家, 行业集中度不高, 竞争较为激烈。
- 3、产品研发与移动互联网浪潮脱节风险:** 公司目前的成熟产品移动端 IM 平台类占比较小, 4G 浪潮下移动互联网颠覆性通讯替代产品的出现或将对传统业务造成冲击。



资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	95	137	211	464	530	<b>营业收入</b>	143	157	166	208	259
货币资金	64	97	177	424	482	<b>营业成本</b>	67	72	74	93	117
应收账款	23	37	30	34	41	营业税金及附加	8	7	8	10	13
其他应收款	3	1	1	1	2	营业费用	9	10	11	15	17
预付款项	3	2	2	2	2	管理费用	18	21	24	30	36
存货	2	1	2	3	3	财务费用	-1	-1	-1	-3	-4
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.02	0.17	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	69	65	59	53	46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.79	5.16	5.42	5.02	4.62	<b>营业利润</b>	41	46	50	62	81
无形资产	58	58	52	46	40	营业外收入	3.89	6.60	0.00	1.50	1.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	165	202	270	516	576	<b>利润总额</b>	45	53	50	64	83
<b>流动负债合计</b>	18	17	21	24	28	所得税	7	9	7	10	12
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	37	44	42	54	70
应付账款	6	3	7	8	11	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	1	1	2	2	归属母公司净利润	37	44	42	54	70
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	100	105	55	66	83
<b>非流动负债合计</b>	0	0	10	10	10	<b>RPS（元）</b>	0.65	0.73	0.53	0.68	0.88
长期借款	0	0	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	18	17	31	34	38	<b>成长能力</b>	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	42.15%	9.87%	6.17%	24.94%	24.73%
实收资本（或股本）	60	60	80	80	80	营业利润增长	30.79%	12.98%	8.08%	25.34%	30.21%
资本公积	43	43	43	243	243	归属母公司净利润增长	-3.39%	28.36%	-3.39%	28.36%	29.50%
未分配利润	38	71	101	139	188	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	147	185	239	482	538	毛利率（%）	52.82%	53.78%	55.40%	55.30%	55.00%
<b>负债和所有者权益</b>	165	202	270	516	576	净利率（%）	26.08%	27.91%	25.40%	26.09%	27.09%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）	22.54%	21.63%	15.65%	10.50%	12.18%
						ROE（%）	25.34%	23.65%	17.70%	11.25%	13.04%
单位：百万元						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	47	41	57	55	68	资产负债率（%）	11%	9%	12%	7%	
净利润	37	44	42	54	70	流动比率	5.24	7.94	9.95	19.10	18.93
折旧摊销	59.84	59.88	0.00	6.18	6.18	速动比率	5.11	7.90	9.88	19.00	18.82
财务费用	-1	-1	-1	-3	-4	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	7	-5	-7	总资产周转率	1.20	0.85	0.70	0.53	0.47
预收账款增加	0	0	0	0	1	应收账款周转率	7	5	5	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-64	-2	0	0	0	应付账款周转率	32.17	34.35	34.12	27.51	27.36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益（最新摊薄）	0.65	0.73	0.53	0.68	0.88
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流（最新摊薄）	0.50	0.55	1.00	3.09	0.73
<b>筹资活动现金流</b>	47	-6	23	192	-10	每股净资产（最新摊薄）	2.45	3.08	2.98	6.02	6.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	10	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	10	0	20	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	42	0	0	200	0	EV/EBITDA	-0.64	-0.92	-3.05	-6.31	-5.69
<b>现金净增加额</b>	30	33	80	247	58						

## 分析师简介

### 分析师：高坤

中小市值组 产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。