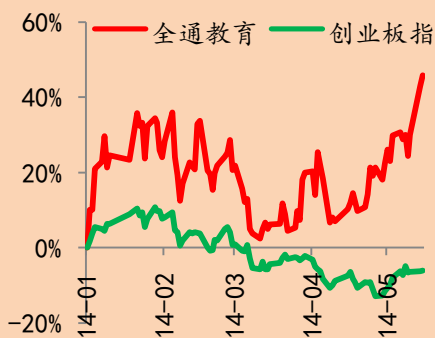


全通教育 (300359)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2014-06-04

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	97.20
A股股本(百万股)	97.20
总市值(亿元)	41.80
A股流通比例(%)	25.20
第一大股东	陈焜昌
第一大股东持股比例	31.89%
12个月最高/最低(元)	64.80.38/34.80

TMT 研究小组

联系人: 黄长青
 021-60956107
 498857173@qq.com

聚焦 K12, 打造教育 O2O 闭环

事件:

公司6月3日晚间发布关于新产品的进展公告: 公司的K12在线教育学习平台初定命名为“全课网”, 全课网平台将由主网站、PC 客户端、移动客户端工具等载体共同构成, 其中主网站内测网址为V.52KU.COM, 包括公开课、名师小班课、VIP1对1、视频课、魔题库、论坛等功能模块。全课网在线教育平台的商业模式还处于摸索阶段, 预计在2014年将整体处于产品完善、运营试点、商业试点、以及运营规模推广的前期, 对2014年的业务收入不会有明显影响, 预计将在2015年商业试点成熟后, 进入运营规模拓展期和商业规模推广期。

主要观点:

□ K12 领域在线教育市场空间广阔

K12 (kindergarten through twelfth grade, 幼儿园到高中) 在线教育是公司战略发展方向。艾瑞咨询数据显示, 2013 年中国在线教育市场规模达 839.7 亿元, 预计 2014-2017 年复合增速 20% 左右, 其中, 中小学在线教育是增速最快的细分领域, 占比将由 2013 年 7.4% 提升至 12.2%, 达到 211.5 亿元。

□ 校讯通线下用户规模是公司打造 O2O 闭环的核心优势

用户规模是判断互联网公司投资价值的关键变量。公司已与 10 个省级基础运营商和 29 个地市级基础运营商建立校讯通的合作关系, 覆盖 7900 所中小学校, 系统开发覆盖用户近 2500 万人, 业务推广覆盖用户超过 570 万人, 其中付费用户 330 万人。业务覆盖区域与用户规模是公司的护城河, 用户数和 ARPU 值提升将形成收入与盈利增长的乘数效应。

□ 全课网 K12 在线教育平台开启公司 O2O 战略元年

全课网是公司校讯通线下用户资源向线上转化的入口平台, 公司还同时推出全课豆豆的客户端, 至此公司已形成校园管理、教师办公备课、学生学习成长、家长家教的 K12 完整产品系列, 形成教师、家长、学生之间的良性互动, 构建了完美的 K12 教育 O2O 闭环。不考虑线下用户增长, 中性假定 10% 付费用户全课网线上转化率、10 元/月 ARPU 值、60% 分成比例, 假定全课网向全课豆豆转化率 10%、全课程人均费用 900 元, 则合计增加营业收入 5346 万元。

□ 盈利预测与投资建议

预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 1.98、2.58、3.35 亿元, EPS 分别为 0.46、0.61、0.79 元。公司具有典型的大行业、小公司特征, 我们看好公司 K12 教育 O2O 模式, 兼具护城河与可拓展性。给定 2015 年 20 倍 PS, 年内目标市值 51.6 亿元, 对应股价 53.08 元, 给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

线下线上转化低于预期; 行业政策风险。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	174	87	115	149	营业收入	172	198	258	335
现金	125	40	52	67	营业成本	85	100	127	165
应收账款	45	45	63	82	营业税金及附加	6	7	9	12
其他应收款	2	2	2	3	销售费用	11	13	15	20
预付账款	2	(0)	(2)	(4)	管理费用	23	27	35	45
存货	2	2	2	4	财务费用	(1)	1	5	4
其他流动资产	(2)	(2)	(2)	(3)	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	65	130	126	122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	5	5	5	4	营业利润	48	50	67	88
无形资产	57	53	50	47	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	2	72	71	71	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	239	217	241	271	利润总额	51	53	69	91
流动负债	22	129	130	134	所得税	9	8	10	14
短期借款	0	106	106	106	净利润	42	45	59	77
应付账款	5	6	7	10	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	17	16	17	18	归属母公司净利润	42	45	59	77
非流动负债	2	2	5	10	EBITDA	51	56	75	96
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.46	0.61	0.79
其他非流动负债	2	2	5	10					
负债合计	24	131	136	144					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	60	97	97	97	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	43	43	43	43	成长能力				
留存收益	112	151	199	260	营业收入	10.00%	15.03%	30.00%	30.00%
归属母公司股东权益	215	291	339	400	营业利润	5.13%	4.26%	32.25%	32.39%
负债和股东权益	239	422	474	544	归属于母公司净利润	-3.92%	7.26%	30.66%	31.17%
					获利能力				
					毛利率(%)	50.61%	49.64%	50.66%	50.66%
					净利率(%)	35.16%	24.38%	22.73%	22.85%
					ROE(%)	19.55%	15.49%	17.37%	19.28%
					ROIC(%)	47.03%	51.97%	15.91%	18.26%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.01%	31.12%	28.58%	26.43%
					净负债比率(%)	-49.98%	-5.42%	-7.74%	-9.38%
					流动比率	7.80	0.67	0.88	1.11
					速动比率	7.71	0.66	0.86	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.87	1.13	1.31
					应收账款周转率	4.30	4.59	4.99	4.82
					应付账款周转率	41.16	33.55	37.68	38.65
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.46	0.61	0.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.54	0.58	0.77
					每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.99	3.49	4.12
					估值比率				
					P/E	97.5	90.9	69.6	53.0
					P/B	19.1	14.1	12.1	10.2
					EV/EBITDA	-	75.03	55.88	43.61

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。