

拓维信息 (002261.SZ)

在线教育生态圈加速成型

 评级: **买入**

前次:

目标价 (元):

50

分析师

联系人

李振亚

方闻千

S0740514120001

021-20315198

021-20315201

lizy@r.qlzq.com.cn

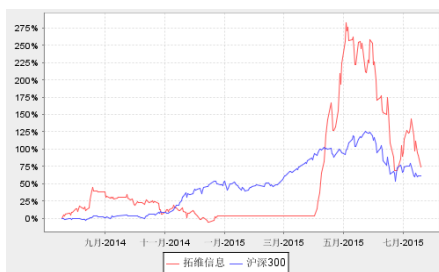
fangwq@r.qlzq.com.cn

2015年8月12日

基本状况

总股本(百万股)	442.71
流通股本(百万股)	261.07
市价(元)	38.65
市值(百万元)	17110.74
流通市值(百万元)	10090.36

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	559.49	657.85	1,033.8	1,393.4	1,612.8
营业收入增速	29.27%	17.58%	57.15%	34.79%	15.74%
净利润增长率	9.04%	42.27%	253.75	55.59%	23.59%
摊薄每股收益 (元)	0.14	0.13	0.45	0.70	0.87
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	141.38	124.63	85.91	55.22	44.68
PEG	15.63	2.95	0.34	0.99	1.89
每股净资产 (元)	3.00	2.74	3.04	3.74	4.61
每股现金流量	0.20	0.26	0.32	0.62	0.83
净资产收益率	4.65%	4.91%	14.80%	18.72%	18.79%
市净率	6.58	6.12	12.71	10.33	8.39
总股本 (百万股)	283.44	417.91	442.71	442.71	442.71

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 目前时点我们认为公司最大的看点在于，公司经过多年深耕在线教育领域产品内容和渠道，结合外延式并购成效显著的快速推进，其 0-18 岁在线教育 O2O 平台生态正在加速成型，同时手游业务将为教育业务发展提供坚强支撑。1) K12 领域，公司经过自主开发及外延式扩展，初步形成了“校内+校外”完整的 K12 在线教育生态圈，同时借助公司校讯通业务所搭建的强大 O2O 线下运营渠道，预计今年第三季度将面向全国中小学校进行快速产品推广。2) 0-6 岁领域，公司力图通过产品创新无缝连接幼儿园和家庭，打造家园共育平台，预计今年第三季度进入规模商用。3) 公司在手游领域已经形成了“代理发行+内容提供”的发展模式，其盈利模式和增长相对确定，能够为公司教育战略业务的发展提供重要支撑。
- K12 教育领域是公司目前发展的重中之重，通过并购整合和自主研发，目前公司已经形成了云阅卷、云作业、云校园和云直播四大产品线，打通“校内+校外”的 K12 在线教育布局已经基本形成。其中：1) 云阅卷和云作业主要定位于校内考试阅卷、作业习题两大环节，能够为老师减轻阅卷以及出题负担，同时也通过数据的搜集与统计实现对学生整体知识掌握情况的把握，调整教学进度与难度，通过对学生学习数据的分析实现个性化出题，提高学习效率；2) 云校园主要致力于打造老师和家长沟通桥梁，实现学习情况、考试成绩、学校通知、家校沟通等一系列功能，有效增加家长的使用粘性；3) 云直播以公司去年成立的高能 100 云教学平台和长郡网校为基础，通过集合优质名师资源，打造精英小班以及 1 对 1 教学等模式，未来有望成为公司校内应用的有效变现渠道。

- 我们认为公司在 K12 领域的线下渠道和产品打造两方面具备非常显著的竞争优势。1) 公司拥有 1300 人线下运营团队、覆盖 15 个省 25000 所中小学的渠道资源为实现产品到校, 进行大面积和快速推广提供了有力支撑; 2) 公司通过引入外部人才以及对各产品线进行内部整合, 同时积极与菁优网等内容提供商进行合作, 并对接长郡中校等各地优质名校名师资源, 有望在增强产品粘性的基础上探索 C 端变现模式。
- 在 0-6 岁幼教领域, 公司以收购的幼儿教育解决方案和内容提供商长征教育为核心, 一方面继续加强对幼教学习内容的持续开发, 另一方面着力打造连接幼儿园教师和家庭客厅的云宝贝, 以及结合智能卫士等智能硬件, 进一步强化亲子数字内容平台, 为幼儿园和幼儿家庭提供全方位的家园共育平台。预计公司的幼教产品将在今年第三季度进入规模商用。
- 在手游领域, 公司是国内领先的游戏发行和代理商, 目前已代理发行运营《植物大战僵尸》、《愤怒的小鸟》等多款全球知名游戏产品, 积累了丰富的游戏代理发行经验和口碑, 目前正在持续加强与国际一线游戏开发者的合作和对海外精品游戏的引入。同时, 在 14 年公司成功收购 3D 手游开发商火熔信息后, 形成了“代理发行运营+内容提供”的产业上下游协同发展模式, 公司自主研发的包括龙门镖局、龙战争、蜀山传奇等游戏在下半年将在国内逐步全渠道上线。总体来看, 目前公司手游业务盈利模式和增长相对确定, 能够为公司战略业务的发展提供重要支撑。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 15、16、17 年实现归属母公司净利润分别为 1.99、3.10、3.83 亿元, 分别同比增长 254%、56%、24%, 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45、0.70、0.87 元/股。基于公司在未来公司在手游领域的良好发展趋势, 以及公司从 14 年开始通过自主研发以及并购整合抢先布局在线教育生态圈, 借助公司在校讯通领域耕耘多年所积累的成熟线下 O2O 运营渠道, 有望实现在线教育业务的快速突破, 从而打开全新成长空间。总体来看, 我们认为公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值, 首次给予公司“买入”评级, 目标价 50 元, 对应 71X2016PE。
- 风险提示: 在线教育行业竞争加剧的风险; 并购整合无法发挥协同效应的风险; 原董事长辞职对公司发展产生负面影响的风险。

内容目录

并购整合推动公司全面转型，教育与手游战略布局基本形成	- 4 -
并购整合推动公司业务发展全面转型	- 4 -
在线教育与手游两大战略布局基本形成	- 4 -
K12 在线教育生态圈成型，渠道与产品优势凸显	- 5 -
四大产品齐头并进，K12 在线教育生态圈初步成型	- 5 -
线下渠道资源与优质产品打造构筑公司竞争优势	- 8 -
手游：自主研发+代理发行，业务增长相对确定	- 10 -
盈利预测与投资建议	- 12 -
风险提示	- 13 -

图表目录

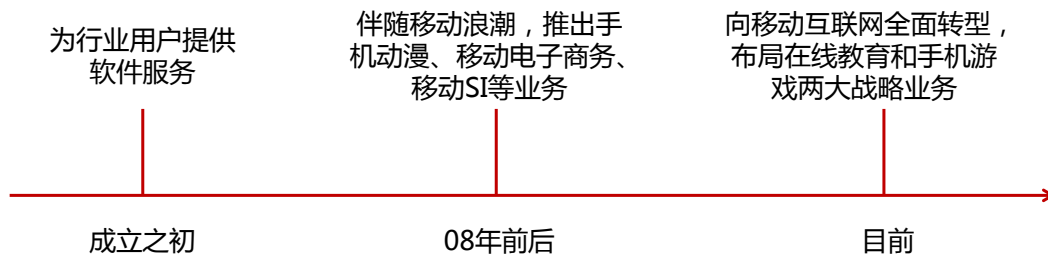
图表 1：公司发展所历经的三大阶段	- 4 -
图表 2：公司的业务布局	- 5 -
图表 3：公司在线教育四大产品线	- 6 -
图表 4：海云天的网上阅卷技术解决方案	- 6 -
图表 5：公司的“作业通”产品	- 7 -
图表 6：云校园具备非常强大的家校沟通功能	- 8 -
图表 7：公司成立的直播课堂高能 100	- 8 -
图表 8：公司的线下渠道覆盖范围	- 9 -
图表 9：公司手游业务已经形成游戏开发+代理发行的布局	- 11 -
图表 10：火熔信息独立开发的 3D 手游“啪啪三国”	- 11 -
图表 11：啪啪三国用户数统计	- 12 -
图表 12：啪啪三国用户付费统计	- 12 -
图表 13：收购公司业绩备考	- 13 -
图表 14：对标教育类上市公司估值	- 13 -
图表 15：盈利预测表	- 14 -

并购整合推动公司全面转型，教育与手游战略布局基本形成

并购整合推动公司业务发展全面转型

- 拓维信息成立于 1996 年，其发展经历了以下三大主要阶段：公司以软件服务业务起家，在行业内深耕十八年，主要服务电信行业、烟草行业、政企客户等，在运营商、交通、烟草、政府、金融等行业具有丰富的经验。在 2008 年前后，公司在软件开发的基础上逐步实现向新型无线增值服务、软件运营为主的战略升级，成功推出手机动漫、移动电子商务、移动 SI、平台支撑类等多种服务。目前，公司正致力于成为移动互联网化的软件产品及运营服务提供商，向在线教育与手机游戏两大战略方向全面转型。

图表 1：公司发展所历经的三大阶段



来源：齐鲁证券研究所

- 并购整合是推动公司业务发展的的重要手段。2014 年 5 月，公司以 8.1 亿收购上海火溶信息科技有限公司，加速手游全球布局。2015 年公司拟以发行股份并支付现金的形式，分别购买海云天 100% 股份，长征教育 100% 股份，龙星信息 49% 股权和诚长信息 40% 股权，初步完成其在“互联网+教育”领域布局。本次并购重组完成后，公司在线教育“云数据+网络平台+O2O”完整生态圈已基本成型。

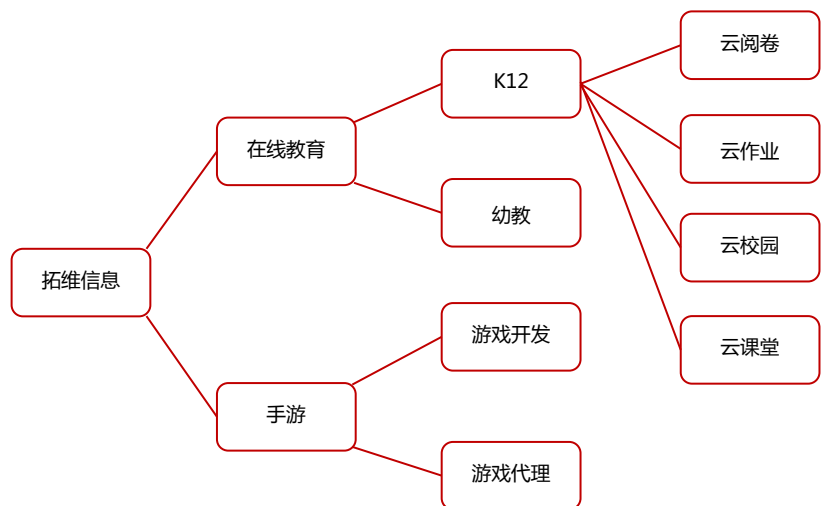
在线教育与手游两大战略布局基本形成

- 目前公司已经基本形成了在线教育与手游两大业务板块，其中在线教育业务又涉及 K12 和幼教两大领域。从两大业务的战略定位来看，我们认为，K12 和幼教是公司未来发力的主要方向，包括产品研发、市场推广等。而手游作为公司的明星业务，盈利模式和增长相对确定，能够为公司战略业务的发展提供重要支撑。
 - 在 K12 领域，公司耕耘校讯通业务多年，具备成熟的面向单校的直销渠道。在产品方面，公司一方面通过自主研发，推出了高能 100 在线直播课堂，作业通、云校园等产品，另一方面通过并购整合，收购海云天、龙星信息、诚长信息等教育类公司完善渠道与产品布局，目前已经形成了包含云阅卷、云作业、云直播、云校园四大产品线的 K12 在线教育生态圈。
 - 公司幼教产品主要以公司收购的幼教解决方案和内容提供商为核心。长征教育通过结合百人规模自有研发团队和中科院、北师大等

外聘专家，具备强大的幼教内容研发能力，自主开发了《主题情景互动数学》、《主题情景分级阅读》、《冲动驼和淡定驼》等科学、健康、艺术、语言、社会等五大领域的内容课程。同时，公司通过结合白板，笔记本，投影等硬件，搭载公司的内容课程，为幼儿园打造多媒介全方位交互式教学环境。目前公司正着力打造连接幼儿园教师和家庭客厅的云宝贝，以及结合智能卫士等智能硬件，为幼儿园和幼儿家庭提供全方位的家园共育平台。预计公司的幼教产品将在今年第三季度进入规模商用。目前公司已经有 200 余家经销商的线下渠道，覆盖全国 300 多个地市的 7000 多家幼儿园。

- 在手游领域，拓维是国内知名的手游发行代理商，目前已代理发行运营《植物大战僵尸》、《植物大战僵尸 2》、《宝石迷阵》、《部落探险 (tiny tribe)》、《愤怒的小鸟》、《捣蛋猪》等多款全球知名的游戏产品。同时，公司于 14 年收购 3D 手游开发商火熔信息，目前已经形成了“代理发行运营+内容提供”的业务布局，公司自主研发的包括龙门镖局、龙战争、蜀山传奇等游戏在下半年将在国内逐步全渠道上线。

图表 2：公司的业务布局



来源：齐鲁证券研究所

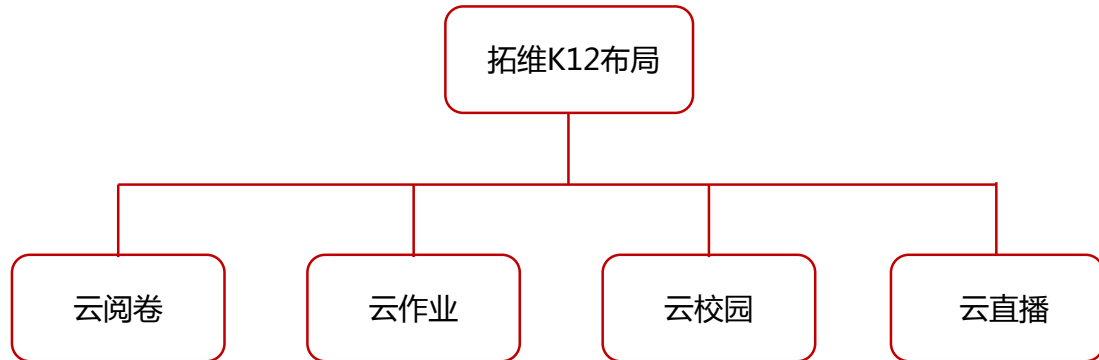
K12 在线教育生态圈成型，渠道与产品优势凸显

四大产品齐头并进，K12 在线教育生态圈初步成型

- 公司通过并购整合和自主研发，目前已经形成了云阅卷、云作业、云校园和云直播四大产品线，覆盖“校内+校外”完整的 K12 在线教育布局已经基本形成。其中：1) 云阅卷和云作业主要定位于校内考试阅卷、作业习题两大环节，能够为老师减轻阅卷以及出题负担，同时也通过数据的搜集与统计实现对学生整体知识掌握情况的把握，调整教学进度与难度，对于学生能够通过对学生学习数据的分析实现个性化出题，提高学习效率；2) 云校园主要致力于打造老师和家长沟通桥梁，实现学习情况、考试成绩、学校通知、家校沟通等一系列功能，有效增加家长的使用粘

性；3) 云直播以公司去年成立的高能 100 云教学平台和长郡网校为基础，通过集合优质名师资源，打造精英小班以及 1 对 1 教学等模式，未来有望成为公司校内应用的有效变现渠道。

图表 3：公司在线教育四大产品线

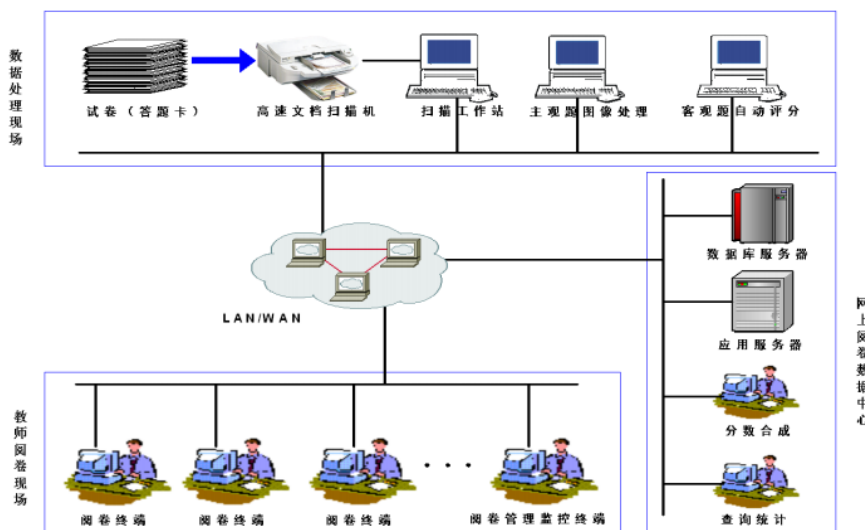


来源：齐鲁证券研究所

- **云阅卷：**产品主要由公司收购的子公司海云天来提供，产品试用流程包含题卡制作、题卡扫描、评卷、数据合成等环节，主要应用于中小学期末、期中、月考、日常测验等考试测评当中。云阅卷一方面能够通过题卡扫描等方式有效优化阅卷过程，减轻老师的组卷负担，提升老师的阅卷效率，另一方面能够对考生信息、考题得分情况、考生知识点掌握情况等考试数据的有效汇总、存储和分析、诊断。

海云天作为专业网上阅卷解决方案提供商，在中、高考领域耕耘多年、具备成熟的网上考试解决方案提供能力，在国内中、高考网上阅卷领域位居行业第一。在高考领域，海云天为全国 17 个省、自治区、直辖市提供高考网上评卷服务，按服务考点计算，高考评卷服务的市场占有率超过 50%；中考方面，海云天为 73 个地级市提供网上评卷服务，占全国 333 个地级市行政区总数量（截止 2015 年 3 月数据）的 21.92%，居行业第一。

图表 4：海云天的网上阅卷技术解决方案



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 云作业：公司致力于通过打造类似“一起做业网”的模式，提供面向教师和学生的在线作业产品，该产品有望在今年第二学期前推出：1) 对于教师，云作业可以为教师提供丰富的习题资源，通过优质内容资源的嫁接，实现自动出题和组卷，减少老师工作负担。同时，通过对学生答题数据的搜集和统计分析，了解学生对知识点的掌握情况，安排教学的进度和难度，实现“个性化的教”。2) 对于学生，云作业能够为学生提供在线作业的平台，并通过搜集学生在答题过程产生的数据，进行个性化的诊断，对学生的薄弱知识点进行针对性出题，实现“个性化的学”。
 - 目前公司自主开发的一款答疑类产品“作业通”已经上线，作业通采用图像识别技术，用户通过拍照搜题，题库随后采用智能算法自动匹配，为提供中小學生提供作业问答服务。作业通的内容提供主要采取和菁优网合作的方式，菁优网专注于服务全国的中小学学生、教师及家长，目前拥有超过 400 万道中小学题目以及题目解答，题库覆盖小初高全科。

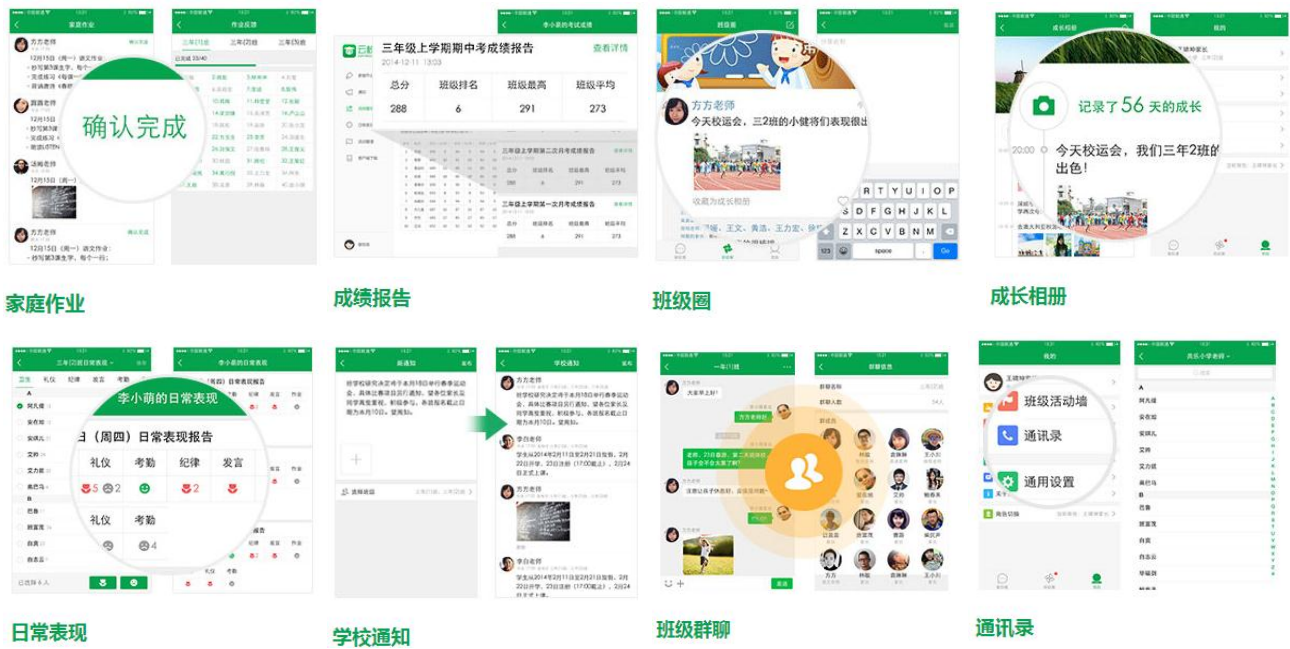
图表 5：公司的“作业通”产品



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 云校园：目前该产品主要致力于打造老师和家长的交流圈，具备以下非常强大的家校沟通功能：1) 查看学生的作业完成情况；2) 查看学生的考试成绩报告；3) 对学生的日常表现即时了解；4) 学校通知即时发布；5) 家长和老师，家长与家长之间的互动沟通。云校园实现老师电脑 PC 端与手机 APP 端协同操作，让办公更方便高效，同时，家长手机 APP 随时随地及时掌握孩子动态。最终，云校园平台将面向第三方开放，在内容、应用、智能设备及增值服务上合同协作。

图表 6: 云校园具备非常强大的家校沟通功能



来源: 公司官网, 齐鲁证券研究所

- 云直播:** 公司的云直播平台主要以在线直播云课堂高能 100 和长郡网校为基础, 致力打造在线学习的完整解决方案。目前高能 100 主要以在线互动直播小班课程为主, 师资主要来自于北大清华等名校, 预计后续公司将陆续引入 1 对 1 教学等其他课堂形式, 同时引入各个省当地的名校名师资源。公司通过打造 K12 在线学习平台, 并有望成为面向单校产品的有效变现渠道。

图表 7: 公司成立的直播课堂高能 100



来源: 公司官网, 齐鲁证券研究所

线下渠道资源与优质产品打造构筑公司竞争优势

- 目前公司以四大产品线为基础打造的“校内+校外”K12 生态圈已经初步成型，我们预计在今年下学期开学前后新产品将面向学校全面推广。我们认为，公司在线下渠道和产品打造两方面具备非常显著的竞争优势。首先，公司在传统校讯通业务积累的线下渠道资源是实现产品到校，进行大面积和快速推广的有力支撑；其次，公司通过引入外部互联网人才以及并购后进行产品研发团队内部整合得方式已经形成了较强的产品开发能力，能够实现产品的快速迭代，有效解决老师、学生、家长在基础教育阶段所存在的痛点。
- 首先，从产品和应用向学校切入的角度来看，由于基础教育阶段相比其他年龄阶段的教学行为而言体系相对封闭，且客户（家长或学校）与用户（学生或老师）的不统一，学生使用，家长付费，学校决策，涉及到老师、学生、家长三方，一般学校拥有较大的决策权。而在校内的决策上又涉及校长、学校行政管理人员、班主任、科任老师等多方主体（一般来说校长的决策权占 60%以上）。因此，一般纯线上教育机构，虽然具备产品提供的先发优势，然而在面向学校进行大面积推广时，由于缺乏渠道资源，不可避免将面临非常大的阻力，这也为具备线下渠道资源的企业向校内切入提供了天然的竞争优势。
- 公司拥有非常强大的线下直销渠道，有望在产品上线后有实现大面积和快速推广。公司作为国内最大的校讯通 SP，拥有 O2O 线下运营团队 1300 人，服务了近 25000 所中小学校，业务已涵盖了湖南、广东、安徽、云南、吉林、辽宁、山东、福建、广西等 15 个省份。且由于公司校讯通业务所对接的学校领导（一般为校长）以及决策流程非常类似，线下运营团队对于学校的业务需求以及学生和家长的痛点有比较清晰的把握，原有的渠道资源具备极强的可复制性。

图表 8：公司的线下渠道覆盖范围



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

- 在产品切入学校之后，要通过对学生个人数据的挖掘进而面向 C 端变现，其核心逻辑在于产品本身需要具备极强的粘性，才能能够激发老师和学生对产品的使用意愿并培养长期使用习惯，只有高频的应用才能获得足够丰富的、有价值的个人数据。因此我们认为，对于产品的打造、

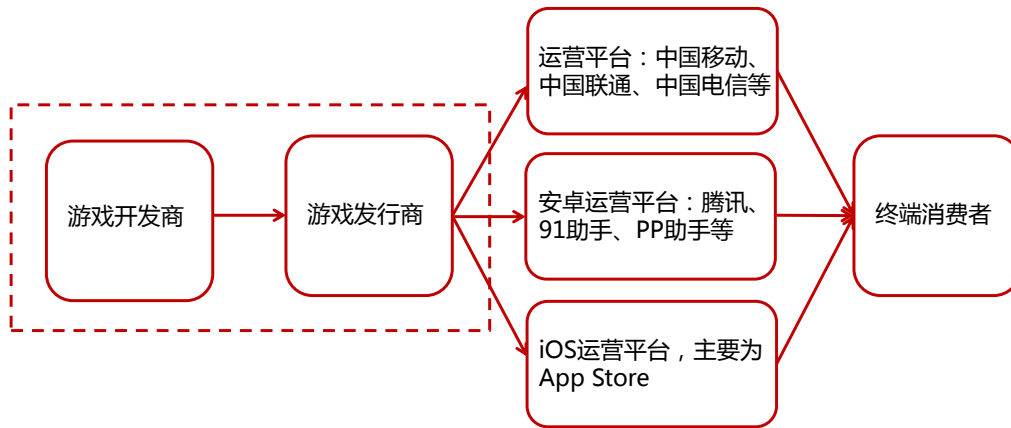
内容的嫁接以及持续迭代的能力是公司后续商业模式能否成功兑现的关键。

- 近年公司通过理顺机制，并且大力引入外部互联网人才的方式，已经形成了一批极具互联网思维的产品研发团队，且公司在校讯通业务领域积累了丰富运营经验，管理团队对教育行业也有着比较深刻的理解。因此从14年至今，公司相继开发出了高能100云直播平台，作业通，云校园，云阅卷等K12在线教育产品，并且菁优网等内容提供商合作的同时，也积极对接长郡中校等优质名校资源。此外，公司具备极强的并购整合能力，14年至今吸引了包括火熔信息、海云天、长征信息等一系列优秀公司加入，一方面可以对并购公司的产品研发团队进行整合，另一方面公司后续有望继续通过并购等方式向课堂教学等薄弱环节延伸，完善K12在线教育生态圈。

手游：自主研发+代理发行，业务增长相对确定

- 在手游领域，公司是国内领先的游戏发行和代理商，目前已代理发行运营《植物大战僵尸》、《植物大战僵尸2》、《宝石迷阵》、《部落探险(tiny tribe)》、《愤怒的小鸟》、《捣蛋猪》等多款全球知名的游戏产品，积累了丰富的游戏代理发行经验和口碑，目前正在持续加强与国际一线游戏开发商的合作和对海外精品游戏的引入。
 - 公司具备丰富的国际顶尖手游代理发行经验：2013年1月开始在国内独家代理发行《植物大战僵尸》系列游戏，其中《植物大战僵尸（无尽版）》累计注册用户数超2亿人，累计充值金额超1.2亿元；《植物大战僵尸2》累计注册用户数超2.5亿人，累计充值金额超1.5亿元。2014年1月开始在国内独家代理发行《愤怒的小鸟》，目前累计注册用户数已超500万人，累计充值金额超1,000万元。
- 目前，公司在手游业务领域已经形成了“代理发行运营+内容提供”的产业上下游协同发展模式。公司本身作为国内知名的游戏发行商，具备较强的发行代理能力，同时在2014年成功收购3D手游开发商火熔信息，强化了公司手游研发能力。由于火熔信息之前开发的游戏一直交由行业其他游戏发行商代理，合并之后，其游戏可交由上市公司进行代理发行和运营，充分利用上市公司在游戏发行和推广方面的经验优势和资源优势，提高标的公司及上市公司整体在手机游戏产业链上的利润占比，并强化上市公司的手机游戏业务链。

图表 9：公司手游业务已经形成游戏开发+代理发行的布局



来源：公司管网，齐鲁证券研究所

- **高质量的 3D 手游研发能力是火熔信息的核心竞争力。**火熔信息创始人及技术骨干有多年 PC 网游研发的经验，于 2013 年成功自主开发出国内第一款 3D 卡牌策略类移动网络游戏《啪啪三国》，在手机端实现了主城多人交互、千人战场等多项功能。游戏在 2014 年 4 月月活跃用户数超过 150 万人，月流水超过 4900 万元。在 APP STORE 等各个游戏平台排名靠前。此外，公司与北京飞流九天、掌中地带、昆仑在线等优秀游戏代理商、运营平台建立了紧密良好的合作关系。目前，公司自主研发的包括龙门镖局、龙战争、蜀山传奇等游戏在下半年将在国内逐步全渠道上线。总体来看，目前公司手游业务盈利模式和增长相对确定，能够为公司战略业务的发展提供重要支撑。

图表 10：火熔信息独立开发的 3D 手游“啪啪三国”



来源：公司管网，齐鲁证券研究所

图表 11：啪啪三国用户数统计

	总用户数	付费用户数	活跃用户数	平均登陆次数	用户留存率
2013.09	67,475	3,760			
2013.10	123,316	3,476	71,852		23.73%
2013.11	513,223	26,124	412,461	17.90	18.29%
2013.12	1,229,466	34,109	846,418	19.54	25.36%
2014.01	1,660,625	29,763	631,747	21.94	17.65%
2014.02	2,209,618	35,931	767,078	17.22	18.00%
2014.03	3,943,974	104,760	2,053,571	16.54	14.45%
2014.04	4,860,348	99,646	1,524,139	24.84	15.41%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 12：啪啪三国用户付费统计

	充值金额（元）	收入确认金额（元）	ARPPU值（元）	ARPU值（元）
2013.09	1,374,528	323,047.44	365.57	20.37
2013.10	1,488,788	298,992.21	428.30	12.07
2013.11	6,637,904	1,250,509.91	254.09	12.93
2013.12	14,851,305	2,908,924.33	435.41	12.08
2014.01	13,346,280	2,720,006.72	448.42	8.04
2014.02	14,403,808	3,106,993.06	400.87	6.52
2014.03	45,523,616	10,633,967.39	434.55	11.54
2014.04	49,085,845	12,005,331.29	492.60	10.10

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

- 收入预测假设：基于未来公司在在线教育和手游领域的良好发展趋势以及 14 年及 15 年对并购标的火熔信息、海云天、长征教育等公司陆续纳入合并范围，公司收入将实现快速增长。我们预计公司 15、16、17 年收入增速分别为 57.2%、34.8%、15.7%。
- 毛利率及费用预测假设：基于公司业务特点及结构，结合未来发展趋势，我们预计公司 15、16、17 年毛利率分别为 55.7%、55.5%、55.4%；销售费用率分别为 8%、8.5%、8.5%，管理费用率分别为 22%、21%、20%。
- 盈利预测：基于上述假设估算，我们预计公司 15、16、17 年实现归属母公司净利润分别为 1.99、3.10、3.83 亿元，分别同比增长 254%、56%、24%，2015-2017 年 EPS 分别为 0.45、0.70、0.87 元/股。

图表 13: 收购公司业绩备考

(万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
火溶信息	7725	9694	12025	14851	14851			
海云天	5389	7166	9010	11290	14000	15959	16081	
长征教育	4353	5618	6776	8118	9183	10012	10013	
龙星信息	632	670	850	1173	1130	1082	979	865
诚长信息	756	816	1025	1060	1058	1048	1031	1033

来源: Wind、公司公告、齐鲁证券研究所

- **投资建议:** 基于公司在未来公司在手游领域的良好发展趋势, 以及公司从 14 年开始通过自主研发以及并购整合抢先布局在线教育生态圈, 借助公司在校讯通领域耕耘多年所积累的成熟线下 O2O 运营渠道, 有望实现在线教育业务的快速突破, 从而打开全新成长空间。总体来看, 我们认为公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值, 首次给予公司“买入”评级, 目标价 50 元, 对应 71X2016PE。

图表 14: 对标教育类上市公司估值

2015/8/12		股价	净资产	股本	市值	EPS		PE	
公司名称	公司代码	元	亿元	亿股	亿元	15E	16E	15E	16E
新南洋	600661.SH	31.89	9.31	2.59	79.51	0.357	0.563	89.23	56.63
全通教育	300359.SZ	96.00	3.71	2.14	169.79	0.504	0.971	190.63	98.87
立思辰	300010.SZ	25.88	13.73	6.85	177.17	0.238	0.346	108.60	74.73

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

风险提示

- **在线教育行业竞争加剧的风险。** 随着资本不断涌入在线教育行业, 以及以 BAT 为代表的互联网平台公司, 一起作业网为代表的在线教育工具提供商, 以及传统出版社, 课外教辅机构, 教育信息化提供商均分别从不同角度向行业各个环节切入。随着行业竞争的逐渐加剧, 公司的业务推进存在不达预期的风险。
- **并购整合无法发挥协同效应的风险。** 公司于 14 年至今分别完成了对火溶信息以及海云天等公司的并购, 并购完成后需要对标的公司在公司治理、业务、人力资源等方面进行业务整合。然而本次交易完成后能否通过整合既保证上市公司对标的公司的控制力又保持标的公司原有竞争优势并充分发挥本次交易的协同效应, 具有不确定性。整合结果可能未能充分发挥本次交易的协同效应, 从而对公司和股东造成损失。
- **原董事长辞职对公司发展产生负面影响的风险。** 2015 年 5 月份, 公司公告称公司原董事长与总经理应相关部门要求协助调查, 6 月份, 公司原董事长和总经理辞去相关职务, 虽然公司目前经营管理以及重组进程均一切正常, 且高管继续仍能继续履行相关职责。但这一事件仍存在一定不确定性, 对公司未来发展可能产生潜在负面影响。

图表 15: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	433	559	658	1,034	1,393	1,613	货币资金	459	392	723	883	1,167	1,554
增长率	16.45%	29.3%	17.6%	57.2%	34.8%	15.7%	应收款项	138	210	205	326	439	508
营业成本	-212	-297	-384	-495	-625	-717	存货	77	71	59	92	116	134
% 销售收入	49.0%	53.0%	58.4%	47.8%	44.9%	44.4%	其他流动资产	18	103	43	44	48	50
毛利	221	263	274	539	768	896	流动资产	693	776	1,029	1,344	1,771	2,246
% 销售收入	51.0%	47.0%	41.6%	52.2%	55.1%	55.6%	% 总资产	71.3%	74.5%	72.0%	77.5%	82.1%	85.6%
营业税金及附加	-13	-12	-7	-10	-11	-13	长期投资	24	35	79	79	79	79
% 销售收入	3.0%	2.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	固定资产	112	103	94	87	80	72
营业费用	-59	-52	-53	-83	-118	-137	% 总资产	11.6%	9.9%	6.6%	5.0%	3.7%	2.8%
% 销售收入	13.6%	9.2%	8.1%	8.0%	8.5%	8.5%	无形资产	138	124	130	127	129	129
管理费用	-128	-153	-151	-227	-293	-323	非流动资产	278	266	400	390	385	378
% 销售收入	29.5%	27.3%	22.9%	22.0%	21.0%	20.0%	% 总资产	28.7%	25.5%	28.0%	22.5%	17.9%	14.4%
息税前利润 (EBIT)	21	46	63	219	346	424	资产总计	971	1,042	1,429	1,734	2,156	2,624
% 销售收入	4.8%	8.2%	9.5%	21.2%	24.8%	26.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	9	10	11	13	15	20	应付账款	67	106	151	217	286	328
% 销售收入	-2.1%	-1.7%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	-1.3%	其他流动负债	37	31	45	58	76	88
资产减值损失	-1	-17	-7	0	0	0	流动负债	103	137	195	276	362	416
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	0	0	0	其他长期负债	1	1	63	63	63	63
% 税前利润	2.4%	—	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	104	138	258	339	425	479
营业利润	30	39	68	231	361	444	普通股股东权益	816	850	1,147	1,346	1,656	2,039
营业利润率	7.0%	6.9%	10.3%	22.4%	25.9%	27.5%	少数股东权益	51	54	25	50	75	106
营业外收支	16	17	20	26	27	31	负债股东权益合计	971	1,043	1,430	1,734	2,156	2,624
税前利润	47	56	88	257	389	475	比率分析						
利润率	10.8%	10.0%	13.3%	24.9%	27.9%	29.5%	每股指标	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-7	-5	-11	-33	-53	-62	每股收益 (元)	0.128	0.140	0.135	0.450	0.700	0.865
所得税率	15.5%	9.8%	12.6%	12.7%	13.7%	13.0%	每股净资产 (元)	2.879	3.000	2.744	3.040	3.740	4.605
净利润	39	50	77	224	335	414	每股经营现金净流 (元)	0.203	0.196	0.260	0.323	0.615	0.830
少数股东损益	3	11	20	25	26	31	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	36	40	56	199	310	383	回报率						
净利率	8.4%	7.1%	8.6%	19.3%	22.2%	23.7%	净资产收益率	4.45%	4.65%	4.91%	14.80%	18.72%	18.79%
				254%	56%	24%	总资产收益率	3.74%	3.80%	3.94%	11.48%	14.37%	14.60%
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	4.62%	8.72%	14.81%	44.02%	61.71%	72.08%
净利润	39	50	77	224	335	414	增长率						
少数股东损益	0	0	0	25	26	31	营业总收入增长率	16.45%	29.27%	17.58%	57.15%	34.79%	15.74%
非现金支出	24	43	31	19	19	20	EBIT增长率	-69.76%	120.52%	35.68%	249.30%	58.20%	22.39%
非经营收益	-7	-9	-13	-26	-27	-31	净利润增长率	-45.19%	9.04%	42.27%	253.75%	55.59%	23.59%
营运资金变动	1	-29	14	-74	-55	-35	总资产增长率	3.93%	7.38%	37.12%	17.11%	25.19%	22.32%
经营活动现金净流	58	56	109	168	298	398	资产管理能力						
资本开支	79	7	7	-17	-13	-19	应收账款周转天数	91.7	99.5	99.7	100.0	100.0	100.0
投资	-58	-10	-76	0	0	0	存货周转天数	135.4	91.2	61.7	68.0	68.0	68.0
其他	139	-182	165	0	0	0	应付账款周转天数	30.0	32.3	35.1	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	2	-199	82	17	13	19	固定资产周转天数	72.8	70.2	54.5	32.0	21.9	17.3
股权筹资	1	0	332	0	0	0	偿债能力						
债权筹资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-53.01%	-43.33%	-61.69%	-63.24%	-67.45%	-72.46%
其他	-8	-14	-108	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-2.3	-4.7	-6.0	-17.3	-22.4	-20.7
筹资活动现金净流	-7	-14	224	0	0	0	资产负债率	10.74%	13.23%	18.07%	19.53%	19.71%	18.27%
现金净流量	53	-158	415	185	310	417							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。