

## “全课云”携新理念发布、双入口布局深化流量获取能力

- **事件:** 公司于2015年8月28日在上海举办“全课云”1.0的新品发布会。“全课云”1.0产品定位于智慧教育平台,包括智慧教室、智慧学习、智慧社群、智慧校务、智慧安全、智慧云、智慧大数据和智慧家庭等八个模块。发布会当天,公司与北京金山云网络技术有限公司签署《战略合作协议》,双方将共同打造智慧云,为校园及教育主管部门提供教育公有云和校园私有云服务。
- **“全课云”基于CIO理念,找准智慧校园的痛点。**“全课云”1.0产品的核心理念是CIO,意为“全课云”是智慧校园的首席信息官。同时,CIO也是Confidence(信心)、Inspire(驱动力)和Operation(运营)三个英文单词的首字母缩写,意味着“全课云”让老师有信心,产品自身有驱动,服务有运营。“全课云”每个模块均针对智慧教育领域的相关痛点精心设计,最大程度节省老师的工作时间,提高学生的学习效率,并提供持续服务运营。
- **四层路径推广,“最后一公里”落地运营,全方位助力“全课云”规模化推广应用。**公司将通过四层路径推广全课云,分别为1)与多个地市教育主管部门开展业务合作、2)与基础运营商深度合作、3)O2O渠道锁定实名校园流量入口和4)为教师提供互联网应用工具及服务;同时,公司已有的1000多名智慧教育的信息化助手,直接深入校园,以面对面的方式服务老师,解决智慧教育产品“最后一公里”落地运营时的具体问题。公司双管齐下,全方位助力“全课云”规模化的推广和应用。
- **公司完成2B、2C双入口布局,进一步深化教师、学生和家長流量的获取能力。**从服务对象上看,“全课云”、“全课网”分别从2B(学校)和2C(学生、家長)全方位服务教师、学生和家長这三大教育主体。通过先服务B端学校教学、管理,再向C端用户延伸,全课云与全课网协同运作,双入口的布局增强了公司在教师、学生和家長流量的获取能力,深化了服务用户的深度。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.60元、1.27元和1.84元,对应动态PE分别为116倍、55倍和38倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新业务市场拓展或不达预期、并购推进或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	192.57	766.22	1642.83	2504.66
增长率	11.80%	297.88%	114.41%	52.46%
归属母公司净利润(百万元)	44.88	153.12	322.15	465.36
增长率	6.87%	241.20%	110.39%	44.45%
每股收益EPS(元)	0.18	0.60	1.27	1.84
净资产收益率ROE	12.09%	8.02%	14.25%	17.27%
PE	397	116	55	38
PB	47.97	8.76	7.57	6.39

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

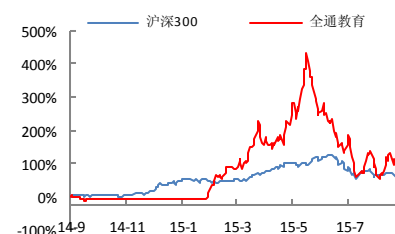
分析师: 田明华

执业证号: S1250515060001

电话: 021-68415819

邮箱: tmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	2.14
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	37.47-250
总市值(亿元)	150.14
总资产(亿元)	4.46
每股净资产(元)	1.86

### 相关研究

# 1 投资要点

## 1.1 “全课云”基于 CIO 理念，直击智慧校园的痛点

公司于 2015 年 8 月 28 日在上海举办智慧教育平台——“全课云”1.0 的新品发布会。“全课云”1.0 产品定位于智慧教育平台，包括智慧教室、智慧学习、智慧社群、智慧校务、智慧安全、智慧云、智慧大数据和智慧家庭等八个模块。“全课云”1.0 产品的核心理念是 CIO，意为“全课云”是智慧校园的首席信息官。同时，CIO 也是 Confidence（信心）、Inspire（驱动力）和 Operation（运营）三个英文单词的首字母缩写，意味着“全课云”让老师有信心，产品自身有驱动，服务有运营。“全课云”每个模块均针对智慧教育领域的相关痛点精心设计，最大程度节省老师的工作时间，提高学生的学习效率，并提供持续服务运营。

**表1：全课云主要特色说明**

特色	说明
智慧教室打造教室生态系统	全通智慧教室不是将电子白板、投影机和课程录播设备机械地拼凑，形成一个软硬件的堆砌，而是强调整合教学法、技术和空间三大要素，形成真正服务于教学场景的教室生态系统。比如一个互动教学的教室，既会有教师在讲台前进行班级授课的场景，也会有学生分组讨论的场景，还会有类似于主题班会的分享场景，全通智慧教室的项目顾问会首先深入了解教室空间的教学场景需求，然后再规划匹配相应的软硬件。
智慧学习更加便捷	在智慧学习板块中，“全课云”1.0 推出了 Tronclass 系统，这是翻转课堂学习的引擎，驱动翻转课堂在学校的落地实践。翻转课堂的第一个任务是录制老师的课前预习微课视频，“全课云”平台不需安装任何软硬件，直接登陆就可以录制微课，而且支持断点续录，录完后直接储存到云端，给老师带来极大便利。
智慧教务节省教师工作每一秒	随着高考改革的渐进式推进，走班制、选课制在中学的普及，管理一个 5000 名学生的中学，复杂度堪比一所综合性大学。智慧教务的众多功能将大大减轻老师的工作量，如智能排课支持教师之间的调课，课表自动生成；智慧迎新注重个性化迎新导航服务，在线办理注册、缴费、校车、住宿、校园卡等各类业务手续。新生可以一次性完成所有报道流程，实现“拎包入住”。
智慧安全不只关注校内安全	除了一般市面上智慧安全产品包括的校车考勤、门禁管理、视频监控等，“全课云”1.0 还提供了一款特别的产品——校付通。校付通满足所有教育垂直场景的支付需求，支持银联、支付宝和微信支付，方便开学缴费以及学校内部现金流的管理。学校还可在后台看到缴费的详细信息，点击按钮一键催缴。
智慧云让教育回归自然	智慧云是全通教育与北京金山云网络技术有限公司（以下简称“金山云”）联合打造的教育云服务，通过云端资源弹性扩展，可以节

特色	说明
	省学校 70% 的 IT 成本。在原有产品“智阅卷”的基础上，全通教育打通了公司所有的智慧教育产品的底层数据，重构了新的大数据系统，并命名为“蜂巢”。把技术比作蜜蜂，采集教育大数据花粉酿成蜂蜜，实现技术让教育回归自然。
开放性的技术架构	“全课云”1.0 采用了开放性的技术架构，完全兼容合作伙伴的解决方案，目前众多智慧教育的合作伙伴包括培生、智园、纬创、富士通、NEC、鸿合、戴尔、中电、中庆、惠普、国众电脑、奥威亚等。

数据来源：公司公告，西南证券

## 1.2 四层路径推广、“最后一公里”落地运营，助力“全课云”规模化推广

**四层路径推广、“最后一公里”落地运营，助力“全课云”规模化推广。**公司将通过四层路径推广全课云，分别为 1) 与多个地市教育主管部门开展业务合作、2) 与基础运营商深度合作、3) O2O 渠道锁定实名校园流量入口和 4) 为教师提供互联网应用工具及服务；同时，公司已有的 1000 多名智慧教育的信息化助手，直接深入校园，以面对面的方式服务老师，解决智慧教育产品“最后一公里”落地运营时的具体问题。公司双管齐下，全方位助力“全课云”规模化的推广和应用。

**联手金山网络打造智慧云，开拓教育云市场。**公司与北京金山云网络技术有限公司与全通教育签署《战略合作协议》，双方约定共同开拓教育云市场，双方将共同打造智慧云，为校园及教育主管部门提供教育公有云和校园私有云服务。计划在建立教育云服务、基于海量教育元数据的大数据分析服务、扶持教育生态圈中小企业等方面开展深入合作。

## 1.3 双入口布局完成，流量获取能力进一步深化，助力公司业绩高速增长

**公司完成 2B、2C 双入口布局，进一步深化教师、学生和家长流量的获取能力。**从服务对象上看，“全课云”、“全课网”分别从 2B（学校）和 2C（学生、家长）全方位服务教师、学生和家长这三大教育主体。通过先服务 B 端学校的教学、管理，再向 C 端用户延伸，全课云与全课网的协同运作，双入口的布局增强了公司在教师、学生和家长流量的获取能力，深化了服务用户的深度。

**教育互联网模式初具规模，公司战略如期推进，未来将进入业绩高增长期。**公司基于“入口级应用+大数据+增值变现”的模式，制定了“合入口+统数据+抓变现”的发展战略。截至目前，全课网已服务近 6400 所学校、9600 位老师、超过 500 万名学生、540 万家长，已提前完成了全年计划，下半年迎来开学季，预计拓展速度会进一步加快；下半年全课云亦将迎来规模化推广。双入口布局为数据积累奠定基础。公司通过产品裂变、孵化和收购等方式，持续丰富产品矩阵，提升 ARPU 值，增强变现能力。近日，公司收购

的广西慧谷完成工商登记变更，收购继教网、西安习悦进展顺利，预计9月份完成。公司战略如期推进，预计未来公司业绩将进入高增长期。

## 2 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.60 元、1.27 元和 1.84 元，对应动态 PE 分别为 116 倍、55 倍和 38 倍。我们看好公司在互联网教育领域的布局和经营模式，“合入口、统数据、抓变现”战略如期推进，外延+内生共同作用下，公司将进入业绩高增长期。首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设

1 今年第三季度顺利完成继教网、西安习悦等标的收购。

2 全课云如期开展推广，全课网保持上半年拓展力度。

**表2：分业务业绩预测**

	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>教育信息服务运营</b>				
收入(百万元)	138	552	1214	1821
成本(百万元)	76	259	571	874
毛利率(%)	45.2%	53%	53%	52%
<b>教育信息服务平台</b>				
收入(百万元)	51	202	404	647
成本(百万元)	23	93	194	323
毛利率(%)	55.0%	54%	52%	50%
<b>其他</b>				
收入(百万元)	4.1	12	24	37
成本(百万元)	2.1	70	14	21
毛利率(%)	48.8%	43%	43%	43%
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>193</b>	<b>766</b>	<b>1643</b>	<b>2505</b>
<b>营业成本(百万元)</b>	<b>100</b>	<b>359</b>	<b>779</b>	<b>1218</b>
<b>毛利率</b>	<b>47.9%</b>	<b>53.1%</b>	<b>52.6%</b>	<b>51.4%</b>
<b>归属净利润(百万元)</b>	<b>45</b>	<b>152</b>	<b>321</b>	<b>465</b>
<b>EPS</b>	<b>0.18</b>	<b>0.60</b>	<b>1.27</b>	<b>1.83</b>

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	192.57	766.22	1642.83	2504.66	净利润	44.88	163.12	335.15	481.36
营业成本	100.43	359.32	778.61	1218.47	折旧与摊销	3.83	8.50	9.50	10.50
营业税金及附加	5.96	24.52	52.63	79.77	财务费用	-2.50	-0.89	-0.80	0.15
销售费用	14.12	67.43	144.58	220.43	资产减值损失	0.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.12	127.44	273.23	416.57	经营营运资本变动	-18.09	-214.76	-193.41	-271.78
财务费用	-2.50	-0.89	-0.80	0.15	其他	-2.61	7.89	7.68	7.45
资产减值损失	0.65	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>26.16</b>	<b>-36.13</b>	<b>158.12</b>	<b>227.68</b>
投资收益	1.92	2.11	2.32	2.55	资本支出	-4.00	-1129.00	-112.00	-112.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-56.70	10.11	15.32	18.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-60.70</b>	<b>-1118.89</b>	<b>-96.68</b>	<b>-93.45</b>
<b>营业利润</b>	<b>46.70</b>	<b>190.50</b>	<b>396.88</b>	<b>571.83</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.95	5.38	5.41	5.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>53.65</b>	<b>195.88</b>	<b>402.29</b>	<b>577.48</b>	股权融资	119.64	1499.60	0.00	0.00
所得税	8.77	32.76	67.14	96.12	支付股利	-8.10	-8.66	-29.54	-62.14
净利润	44.88	163.12	335.15	481.36	其他	1.65	0.89	0.80	-0.15
少数股东损益	0.00	10.00	13.00	16.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>113.19</b>	<b>1491.83</b>	<b>-28.74</b>	<b>-62.29</b>
归属母公司股东净利润	44.88	153.12	322.15	465.36	<b>现金流量净额</b>	<b>78.65</b>	<b>336.81</b>	<b>32.70</b>	<b>71.94</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	203.25	540.05	572.76	644.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	65.84	340.28	626.12	991.34	销售收入增长率	11.80%	297.88%	114.41%	52.46%
存货	2.12	7.57	16.41	25.67	营业利润增长率	-3.34%	307.90%	108.33%	44.08%
其他流动资产	0.02	0.09	0.19	0.29	净利润增长率	6.87%	263.48%	105.46%	43.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.37%	312.42%	104.72%	43.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9.89	58.56	107.23	155.89	毛利率	47.85%	53.10%	52.61%	51.35%
无形资产和开发支出	57.25	1119.18	1163.12	1206.05	三费率	21.16%	25.32%	25.38%	25.44%
其他非流动资产	57.29	57.19	57.09	56.99	净利率	23.30%	21.29%	20.40%	19.22%
<b>资产总计</b>	<b>395.66</b>	<b>2122.93</b>	<b>2542.90</b>	<b>3080.94</b>	ROE	12.09%	8.02%	14.25%	17.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.34%	7.68%	13.18%	15.62%
应付和预收款项	21.57	83.42	179.34	276.45	ROIC	31.05%	19.20%	19.41%	22.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.94%	25.86%	24.69%	23.26%
其他负债	2.90	6.26	11.70	17.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>24.48</b>	<b>89.68</b>	<b>191.04</b>	<b>293.85</b>	总资产周转率	0.61	0.61	0.70	0.89
股本	97.20	253.60	253.60	253.60	固定资产周转率	30.66	118.17	318.99	656.29
资本公积	125.05	1468.25	1468.25	1468.25	应收账款周转率	3.69	3.98	3.60	3.29
留存收益	148.93	293.40	586.01	989.23	存货周转率	50.04	74.19	64.95	57.91
归属母公司股东权益	371.18	2015.25	2307.87	2711.09	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	93.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	18.00	44.00	76.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>371.18</b>	<b>2033.25</b>	<b>2351.87</b>	<b>2787.09</b>	资产负债率	6.19%	4.22%	7.51%	9.54%
负债和股东权益合计	395.66	2122.93	2542.90	3080.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.86	10.08	6.42	5.69
					速动比率	11.76	10.00	6.33	5.60
					股利支付率	18.05%	5.65%	9.17%	13.35%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	每股收益	0.18	0.60	1.27	1.84
EBITDA	48.04	198.12	405.59	582.47	每股净资产	1.46	8.02	9.27	10.99
PE	396.75	116.28	55.27	38.26	每股经营现金	0.10	-0.14	0.62	0.90
PB	47.97	8.76	7.57	6.39	每股股利	0.03	0.03	0.12	0.25
PS	92.46	23.24	10.84	7.11					
EV/EBITDA	136.66	86.86	42.35	29.36					
股息率	0.05%	0.05%	0.17%	0.35%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn