

拓维信息 (002261.SZ)

幼教产品推广进入加速通道, K12 校内校外

齐头并进

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价 (元):

17

分析师

联系人

李振亚

方闻千

S0740514120001

021-20315198

021-20315201

lizy@r.qlzq.com.cn

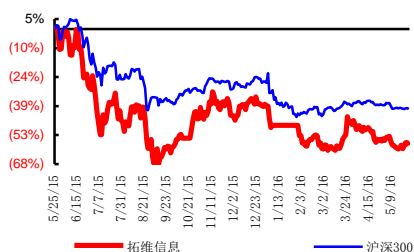
fangwq@r.qlzq.com.cn

2016 年 05 月 25 日

基本状况

总股本(百万股)	1114
流通股本(百万股)	643
市价(元)	13.24
市值(百万元)	14749
流通市值(百万元)	8467

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	657.85	768.67	973.91	1,155.2	1,393.9
营业收入增速	17.58%	16.85%	26.70%	18.62%	20.66%
净利润增长率	42.27%	272.03	26.72%	24.00%	26.43%
摊薄每股收益 (元)	0.13	0.38	0.24	0.30	0.37
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)	124.63	103.50	55.26	44.56	35.25
PEG	2.95	0.38	2.07	1.86	1.33
每股净资产 (元)	2.74	6.48	3.48	3.77	4.15
每股现金流量	0.26	0.15	0.30	0.31	0.39
净资产收益率	4.91%	5.80%	6.85%	7.82%	9.00%
市净率	6.12	6.00	3.78	3.49	3.17
总股本 (百万股)	417.91	557.28	1,114.5	1,114.5	1,114.5

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 幼教: 2.0 产品致力打造家园共育生态, 市场推广进入加速通道, 幼教业务有望快速放量**
- 产品形态:** 产品端长征教育推出的针对 0-6 的云宝贝, 目前已经由原先的 1.0 版本迭代到了 2.0 版本, 1.0 版本主要完成了园所与家庭的互联互通, 2.0 版本将长征教育原有的线下内容完全线上化, 主打家园共育。公司拥有宝贝故事、爸爸去哪儿等一系列线上精品内容, 为公司构建云宝贝平台提供优质资源储备。在园所端, 老师可以使用云宝贝幼儿园版在线排课备课, 对接平台的幼儿园信息化管理系统, 与课堂多媒体教学完全绑定在一起。同时云宝贝为幼儿园提供园所管理的一体化信息系统, 解决园所管理和教研等问题。在家庭端, 家长能够实现与园所端的互动交流, 及时了解小孩在幼儿园内的表现, 并且同步学习课堂教学相关的拓展育儿内容。同时在平台上, 家长能够看到《父母大学堂》等公司的线上内容资源, 包括教育小孩的小贴士以及专家讲解的录播视频等, 打造家庭端亲子教育、亲子互动平台。
- 市场推广:** 目前长征教育传统的多媒体课程教学包业务覆盖园所达到万家以上, 其中付费园所超过 7000 家, 已经实现面向近 10 万个多媒体教室为超过 150 万位幼儿服务。在销售上, 公司之前比较依赖经销渠道, 未来公司将进一步通过“自建销售团队+经销渠道建设”并重的方式来拓展市场, 让自身的销售团队更接近园所管理者和教师。同时公司过去主要通过免费赠送多媒体教学设备进行教学内容的推广, 之后也将采取更加精简即以盒子的方式进行多媒体教学, 从而加速公司产品的托扎按。今年公司的幼教销售团队新增了近 200 人, 在销售端将快速发力, 预计今年将进一步拓展 5000-10000 新增园所, 未来 3 年圈到 5 万所幼儿园。

- **布局实体：**在线上业务的拓展之外，公司目前正计划布局线下的实体园所，主要采取收购、参股等方式，面向一二线城市的中高端园所，通过线下标杆园所的示范效应，对公司的原有的内容产品和新开发的线上产品进行宣传和推广。目前公司已经聘请了业内专家进入公司儿童成长研究院，计划未来 3-5 年内布局 500 家直营园所，通过示范效应推广线上幼教业务。
- **竞争优势：**从目前行业的情况来看，14 年全国民办和公办幼儿园数量达到 20 万所，每年新增园所 1-2 万，其中，民办园所占比达到 70%。从幼儿园的构成来看，少量的以直营或者加盟连锁品牌形式存在，绝大部分园所是单园，对于园所的管理，信息化建设，家园共育等均存在较大的需求。目前有许多创业公司包括幼儿云、贝聊、互动宝宝、智慧树均从家园互通工具切入，积攒用户量后再将产品迭代出家园共育产品的功能，通过平台进一步提供早教服务包括第三方电商、家庭教育包、个性化家庭教育，对家长的儿童发展指导等方式来变现。而公司的云宝贝平台相比互联网公司的优势在于一方面，具备多年线下内容资源的沉淀，相比家园互通的互联网工具，云宝贝占据了幼儿园课堂的核心环节，使用粘性较强，另一方，拥有较完善的线下渠道建设，包括数百人的销售团队以及分布全国各地的经销商伙伴，在产品推广上具备较明显的优势。
- **K12：“线上+线下”，“校内+校外”齐头并进，线下教培业务快速发展，线上进校产品重点培育**
- **线下教培：**目前在本省内已经形成作文、数学培训的知名品牌，省内已开设了 18 个教学点。自 12 年前后成立起，公司线下教培业务的经过在内容、产品、师资等各方面的打磨，近年实现营收规模快速增长，15 年线下辅导培训业务收入近 5000 万元，基本实现了盈亏平衡，预计 16 年收入有望突破亿元规模。后续公司计划通过收购、引进等方式来整合当地具备较强竞争实力的教培机构实现跨区域发展。同时公司目前已经和长沙当地的小学开展合作办学，后续也计划向民办初中、高中领域涉足。
- **云课平台：**即以前的“高能 100”在线直播平台，目前的主打模式还是小学、初中课程的在线直播，云课平台没有经过大规模的推广，目前实现注册用户 3-4 万，付费用户 7-8 千，去年实现收入 400 万元左右。直播课堂的内容，一方面是来自于公司自身的研发团队（之前的高能 100 团队），另一方面，可以通过收购外省成熟的内容和团队来丰富。后面云课平台可能的发展路径是线上和线下教培相结合。同时，公司的长郡网校主要采取跟区域名校（长郡中学）进行合作，获取名校内容资源获取的教学资源置入公司自己的名校资源平台，以录播方式进行教学和辅导，通过付费购买教学资源包的方式来实现变现。
- **进校产品：“校内+校外”齐头并进，校内方面，**一方面是云校园平台，为学校打造提供学校特色管理、家校互联、校园空间、教学与学习中心为一体的基础开发云平台；另一方面在应用层，公司将“软件+内容+硬件”相融合，结合海云天等公司的产品、技术方面的优势，开发出分别针对教育的“学、练、测、评”四个主要环节的产品，重点打造云课堂、云测练、云阅卷和云评价四大核心应用。在推广上，公司借助自身的上千人的进校团队以及中移动的渠道资源，目前已经进入上千所学校。目前也正在尝试将公司过往在教育服务业务积累的资源向校外第三方教育机构进行精准导流，并为其提供教研、教学、管理、交易的服务，同时推进第三方教育机构的优质内容也将入驻公司教育平台，在提升平台粘性的同时，探索后续可变现的商业模式。目前公司计划深度拓展 3-5 个省份，并将进校产品作为公司未来的重点培育业务。
- **手游：积极拓展海外市场，坚持“精品化”+“全球化”策略**
- 在游戏研发方面，火溶没有完成去年的业绩对赌（但实现了对赌业绩的 80% 的以上），主要是新研发游戏上线时间较预期晚，导致收入延后，以及新游戏上线的反响比预期有较大的落差所致。目前火溶自研的啪啪三国上线两年以来，目前仍能维持千万左右的月流水，同时新游戏同时龙门镖局和龙战争也在去年底陆续上线。今年还将继续深耕日本游戏市场，把国内游戏把日本本土化，同时在日本储备 IP 做未来游戏的开发，增加游戏的数量，不断研发新游戏，并重点开拓阿拉伯等海外游戏市场。在游戏发行方面，去年，公司游戏引入了丹麦知名游戏公司 SYBO 的“刀锋酷跑”，植物大战僵尸、愤怒的小鸟、捣蛋猪等系列游戏不断进行产品迭代，今年，公司游戏将继续加强海外精品游戏的引入和发行。

- **盈利预测与投资建议：**我们维持对公司的盈利预测，预计公司 16、17、18 年实现归属母公司净利润分别为 2.65、3.29、4.16 亿元，分别同比增长 27%、24%、26%，2016-2018 年 EPS 分别为 0.24、0.30、0.37 元/股。基于公司通过自主研发以及并购整合在教育产业的抢先布局，未来有望实现在幼教及 K12 教育业务的快速突破，打造 0-18 岁在线教育生态圈，从而打开全新成长空间，同时，公司在手游领域发展趋势良好，对公司教育业务形成稳定支撑。我们坚定看好公司发展潜力及投资价值，维持“买入”评级，目标价 17 元，对应 70X2016PE。
- **风险提示：**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。

图表 1: 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	559	658	769	974	1,155	1,394	货币资金	392	723	625	940	1,139	1,377
增长率	29.27%	17.6%	16.8%	26.7%	18.6%	20.7%	应收款项	210	205	512	445	528	637
营业成本	-297	-384	-323	-393	-458	-527	存货	71	59	121	108	126	145
%销售收入	53.0%	58.4%	42.1%	40.3%	39.7%	37.8%	其他流动资产	103	43	234	239	245	250
毛利	263	274	445	581	697	867	流动资产	776	1,029	1,492	1,732	2,038	2,409
%销售收入	47.0%	41.6%	57.9%	59.7%	60.3%	62.2%	%总资产	74.4%	75.2%	34.5%	38.1%	41.3%	44.7%
营业税金及附加	-12	-7	-6	-8	-9	-11	长期投资	35	79	118	118	118	118
%销售收入	2.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	103	94	208	202	193	182
营业费用	-52	-53	-80	-78	-92	-112	%总资产	9.8%	6.9%	4.8%	4.4%	3.9%	3.4%
%销售收入	9.2%	8.1%	10.4%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	124	130	2,336	2,436	2,527	2,621
管理费用	-153	-151	-223	-224	-254	-307	非流动资产	266	340	2,831	2,812	2,895	2,977
%销售收入	27.3%	22.9%	29.1%	23.0%	22.0%	22.0%	%总资产	25.5%	24.8%	65.5%	61.9%	58.7%	55.3%
息税前利润 (EBIT)	46	63	136	271	341	437	资产总计	1,043	1,369	4,323	4,545	4,933	5,387
%销售收入	8.2%	9.5%	17.6%	27.9%	29.5%	31.4%	短期借款	0	0	67	27	27	27
财务费用	10	11	5	6	8	8	应付款项	106	210	450	454	530	625
%销售收入	-1.7%	-1.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	31	45	146	109	129	154
资产减值损失	-17	-7	-5	0	0	0	流动负债	137	255	663	590	685	805
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	39	72	105	138
投资收益	0	1	77	0	0	0	其他长期负债	1	0	46	46	46	46
%税前利润	-	1.7%	32.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	138	255	748	708	836	989
营业利润	39	68	212	277	350	446	普通股股东权益	850	1,147	3,612	3,877	4,207	4,623
营业利润率	6.9%	10.3%	27.6%	28.5%	30.3%	32.0%	少数股东权益	54	25	8	14	22	31
营业外收支	17	20	21	26	27	31	负债股东权益合计	1,043	1,369	4,323	4,545	4,933	5,387
税前利润	56	88	233	303	377	477	比率分析						
利润率	10.0%	13.3%	30.3%	31.1%	32.6%	34.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5	-11	-19	-31	-40	-51	每股指标						
所得税率	9.8%	12.6%	8.1%	10.3%	10.7%	10.8%	每股收益 (元)	0.140	0.135	0.376	0.238	0.295	0.373
净利润	50	77	214	271	337	426	每股净资产 (元)	3.000	2.744	6.481	3.479	3.774	4.147
少数股东损益	11	20	5	6	8	10	每股经营现金净流 (元)	0.196	0.260	0.154	0.298	0.312	0.390
归属于母公司的净利润	40	56	209	265	329	416	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	7.1%	8.6%	27.2%	27.3%	28.5%	29.9%	回报率						
				27%	24%	26%	净资产收益率	4.65%	4.91%	5.80%	6.85%	7.82%	9.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.80%	3.95%	4.80%	5.77%	6.50%	7.37%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	8.72%	14.81%	4.16%	8.27%	9.79%	11.70%
净利润	50	77	214	271	337	426	增长率						
少数股东损益	0	0	0	6	8	10	营业总收入增长率	29.27%	17.58%	16.85%	26.70%	18.62%	20.66%
非现金支出	43	31	47	39	41	42	EBIT增长率	120.52%	35.68%	116.54%	100.09%	25.77%	28.13%
非经营收益	-9	-13	-90	-21	-19	-20	净利润增长率	9.04%	42.27%	272.03%	26.72%	24.00%	26.43%
营运资金变动	-29	14	-86	43	-11	-14	总资产增长率	7.38%	36.81%	206.19%	5.12%	8.54%	9.20%
经营活动现金净流	56	109	86	339	355	444	资产管理能力						
资本开支	7	7	4	-5	96	93	应收账款周转天数	99.5	99.7	131.5	130.0	130.0	130.0
投资	-10	-76	-461	0	0	0	存货周转天数	91.2	61.7	101.5	100.0	100.0	100.0
其他	-182	165	7	0	0	0	应付账款周转天数	32.3	35.1	54.6	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-199	82	-458	5	-96	-93	固定资产周转天数	70.2	54.5	71.7	76.8	62.4	49.2
股权募资	0	332	452	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	-2	-17	-44	-92	净负债/股东权益	-43.33%	-61.69%	-14.34%	-21.63%	-23.84%	-26.06%
其他	-14	-108	-68	-5	-8	-12	EBIT利息保障倍数	-4.7	-6.0	-25.3	-46.1	-40.2	-52.0
筹资活动现金净流	-14	224	382	-22	-52	-104	资产负债率	13.23%	17.89%	17.12%	15.39%	16.51%	17.53%
现金净流量	-158	415	10	322	207	247							

来源: 中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。