



2016-08-29

公司点评报告

增持/首次

全通教育 (300359)

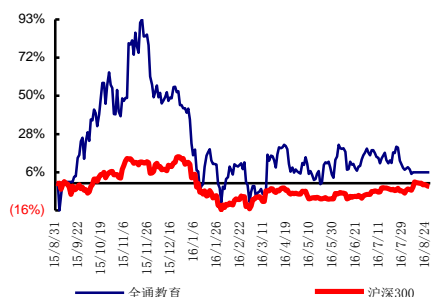
教育的目的是让人们摆脱现实的奴役,而非适应现实

昨收盘: 26.85

传媒-教育

全通教育 (300359) — 市场应以开放的心态重新定义教育信息化

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	634/259
总市值/流通(百万元)	17,028/6,965
12 个月最高/最低(元)	122.20/25.13

相关研究报告:

证券分析师: 王文静

电话: 010-88321797

E-MAIL: wangwj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511090001

事件: 公司实现营业总收入 40,661.69 万元, 比上年同期增长 190.02%; 实现营业利润 4,905.42 万元, 比上年同期增长 17.01%; 实现利润总额 5,490.44 万元, 比上年同期增长 32.06%; 实现归属于公司普通股股东的净利润 3,590.88 万元, 比上年同期增长 6.73%。

■ 市场应以开放心态评估教育科技产业

教育的任何变革不论是从线上开始还是线下起来, 如果在 K12 公立校中没有发生任何变化, 依然沉浸在过去数十年的教与学模式中, 那么教育产业都不能算有过真正意义上的变革。目前, 互联网教育只是触及 K12 教育的一些边角地带, 作为体制外学习的补充。我们相信只有教育科技真正深入到体制内学校, 不仅提升校内的教学效率、教学模式, 更重要的是提供给孩子新的学习方式, 才真正改变教育的大环境, 才有可能实现个性化学习、泛在学习以及终身学习。

而在这个过程中, 教育科技类公司 (包括教育信息化公司) 必是这中间艰难的推动者, 甚至要度过 3-5 年黑暗期、迷茫期, 及市场对他们品牌认知的混乱期。相对于线下培训类公司、在线教育内容的提供商, 这些公司易被市场误解, 而公司本身也易陷入科技与教育的摇摆中而失去方向。新东方、好未来并没有超越现有的教育, 他们的存在恰是适应了现在教育的框架。我相信教育科技类公司必有一两家会冲出来, 真正用产品与服务帮助 K12 学校超越现有的教育模式, 我们不应小觑这个行业的力量和现有的公司集群。

■ 公司点评: 进行产品与品牌的升级, 积极扭转市场刻板印象

1) 营收快速增长, 成本控制是重点

从半年报中, 我们可以发现公司营业收入增长 1.9 倍, 而营业成本则大幅增长至近 4 倍左右, 导致净利润增速较低。从分产品来看, 校讯通升级业务 (更名为和教育) 的毛利率维持不变, 成本增长符合预期, 而 EdSaaS 业务的毛利率水平下降至 32%, 其营业成本大幅增长 6 倍, 公司在全课云 2.0 版本的大量投入人力物力, 经 500 个工程师打磨产品, 以获得更好的用户体验, 这是公司成本增长的主要诱因。公司开发的全课云 2.0 作为标品, 其后续的边际成本将会逐步降低。从推广成本来看, 公司 EdSaaS 的推广将会加载在原有校讯通的渠道基础上, 全通原来做校讯通时的 1400 多名渠道服务人员将通过校园 CIO 培训体系逐步被培养成校园 CIO, 目前已完成 324 人的初级 CIO 培训认证。总体 EdSaaS 推广成本未来可控。

2) 产品结构的升级，软件及服务收入占比提升

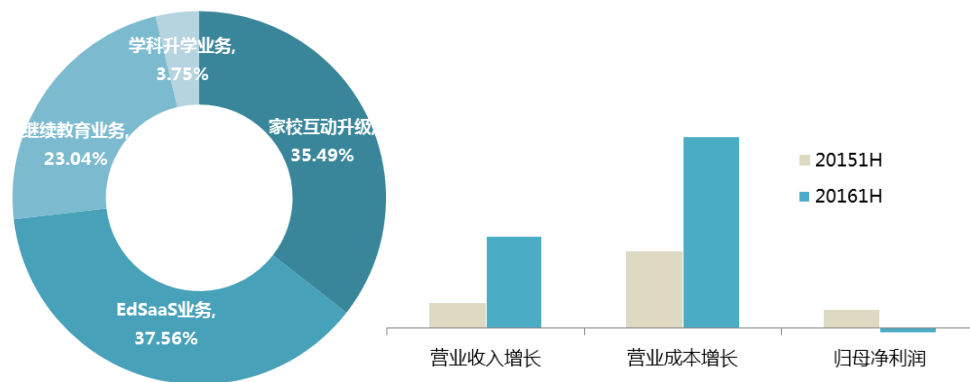
全通业务主要包括家校互动升级、EdSaaS、学科升学和继续教育四大块。家校互动升级业务同比增 56%，EdSaaS 收入同比增长 226.68%。其中，EdSaaS 业务收入占比 37.56%，毛利率下降至 32.21%，但净利率为 23.15%，超过行业平均水平。EdSaaS 中硬件收入占比 71.48%，软件及服务收入占比已提升至 28.52%。

教育信息化类公司为市场所担忧一个关键因素是项目制运营模式，易“重渠道，轻产品”。这种模式会导致两个问题：其一，产品在学校里自上而下的推进，但老师使用频度过低，这里有可能是老师使用习惯没有养成，还有重要原因就是产品并不好用。其二，教育信息化虽然具有天然 B2B2C 的模式，但也因为产品（即内容）的品质问题，而无法真正导出 C 端用户，使得这个天然的链条最终断裂，公司的可持续性增长得不到保证。

对于这个行业普遍存在的问题，公司必须通过调整产品结构来适应不同阶段、不同区域的教育信息化发展情况，从而获得更持续的增长。全通在教育信息化基础设施建设不足的省市，仍以“三通两平台”建设为主，以打单模式输出硬件产品。而在教育信息化建设相对成熟的地区如北上广，教育信息化则更重应用，全通则仍以 EdSaaS 的标品销售为主，为 K12 学校提供按年收费的软件及服务。后期在三四线城市，随着信息化逐步建设完善，公司也会不断推进标品（全课云）进入这些 K12 市场，从而降低其边际成本。

全通近期发布全课云 2.0 版本、升级渠道提倡校园 CIO 概念，我们认为公司旨在通过这些举措推动标品（应用及服务）产品的占比，从而逐步从项目制的模式升级至真正教育软件服务公司。在进行内部产品升级同时，公司近期公告拟并购教育信息服务业务标的（交易金额在 28-40 亿之间），通过外延式并购，调整产品结构，从而改善其盈利结构，探寻升级的路径。

图表 1：公司产品结构（营收占比）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2) 品牌升级，厘清公司发展脉络

市场对全通的印象过去停留在“校讯通”，SP 服务商等。公司去年发布了全课云 1.0 版本，今年再次推出全课云 2.0 版本，涵盖七大模块，三个版本——基础版、进阶版、定制版。公司同时提出校园“CIO”概念，全通做校讯通时的 1400 多名渠道服务人员将通过校园 CIO 培训体系将逐步被培养成校园 CIO，让学校重新去理解全通到校的客户经理的定位，从之前的校讯通的代理商、服务商升级到专业教育信息化的服务人员。这个过程里公司进行大量品牌活动投入的，全通 2016 年上半年大型的举办活动支出 522 万元，公司预计全年品牌宣传支出 2700 万元。

我们前面也提到目前市场及客户对教育信息化公司产品及品牌认知度十分混乱，一方面原因是产品同质性太高，没有特点；其次是教育信息化更多是上面压下来的而非学校现有的应用需求推动的，所以更需要好的解决方案及品牌去开启智慧校园、智慧课堂的潜在需求。

因此，公司这一系列的品牌升级投入非常重要，对内进一步厘清公司发展脉络，对外则逐渐扭转外界对全通品牌过去的认知。全通希望通过“全课云+和教育（校讯通）”巩固并强化智慧校园入口及服务优势。

■ 投资策略：给予首次“增持”评级

全通未来面临的问题是如何把客户资产变成数据资产，同时打通 B2B2C 链条，这也是所有教育信息化公司面临的一个重要难题，也是努力的方向。国内几乎所有的教育信息化公司都想得很明白，争夺 K12 校园入口，加码扩张，抢占市场份额，说到底还是希望拥有未来 K12 领域内的更多数据资产，希望将 C 端用户导出来，成为一个庞大的资产池。

这个逻辑上是成立的，但是这需要时间和环境。需要时间来打磨产品，升级渠道，现在的市场上很多产品不够好，体验不够动人。另外一点更为重要的是客户的消费习惯还没有建立起来，体制内老师们的互联网化程度还较低以及使用习惯需要引导和培养，所以我们看到很多基于客户需求的智慧校园或智慧课堂的产品依然无法打动老师，是因为老师需求本身就十分模糊。总体看，一个产品能否最终变现，一个公司是否实现高成长，除了好的产品，还需要与之匹配的行业的“势能”。目前教育信息化产业正在起步阶段，正在积累行业“势能”，政府投资可能会很快，所以硬件的钱好赚，但是其软件应用与服务必须贴合教育“慢”行业的属性。教育信息化公司业绩释放，不是靠并购来的，一定是产品被用起来，沉淀下来数据资产最终发酵带来的爆发式增长。

所以，这个产业短期看估值，奢望业绩快速增长，意义并不大。若以新东方、好未来的估值标准做评判，更没有可比性，两类公司处于完全不同的跑道。

从个股角度来看，全通本次产品升级和品牌升级，我认为做对了一件事情，其产品理念里有一个很重要因素“让老师用起来”以及通过校园 CIO 团队来推动老师用，这个会增强客户黏性，只有用起来才能让数据沉淀下来，才能通过良性的反馈与调整不断让产品渗透进老师教学过程中。

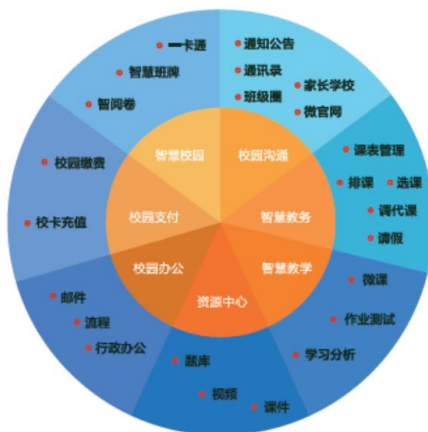
我们给予全通教育中期“增持”评级，2016 年-2017 年 wind 一致预期 EPS 在 0.39 及 0.66 元。

■ 投资风险

- 1) 市场系统性风险
- 2) 公司 EdSaaS 业务增长低于预期，成本继续大幅增长，吞噬利润
- 3) 公司继教业务收入增长低于预期

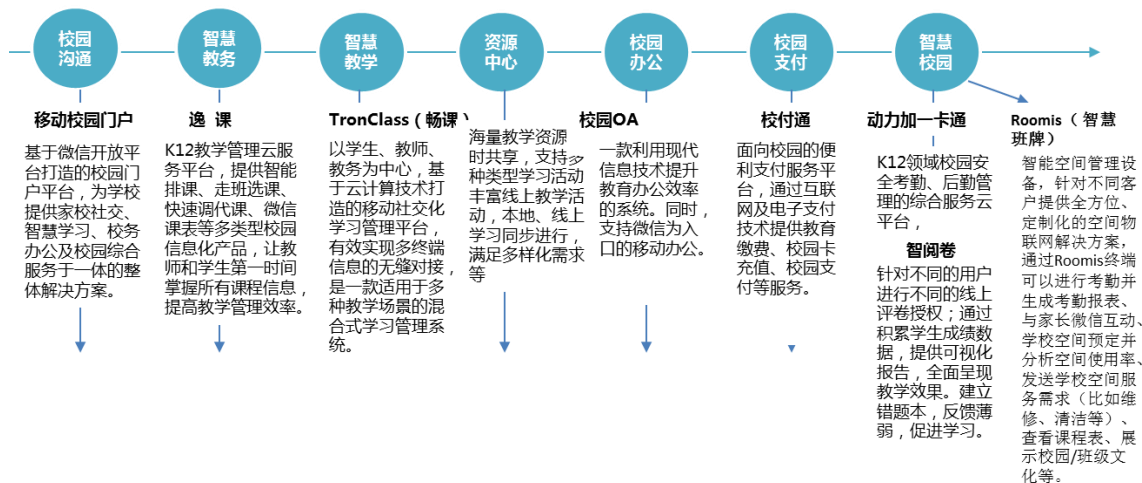
后附表：全课云 2.0 版本

图表：全课云产品结构图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：全课云子产品功能



资料来源：WIND，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。