

买入 维持
立思辰 (300010)
2014 年 11 月 6 日
并购敏特昭阳，从教务走向教学

 计算机行业首席分析师：陈美凤
 SAC 执业证书编号：S0850511020002
 chenmf@htsec.com
 021-23219409

 计算机行业分析师：蒋科
 SAC 执业证书编号：S0850511070002
 jiangk@htsec.com
 021-23219474

 联系人：王秀钢
 wxg8866@htsec.com
 010-58067934

8 月 4 日收盘价：22.77 元（公司公告筹划重大事项，8 月 5 日起停牌）6 个月目标价：29.00 元
事件：

立思辰公布资产并购公告：拟以发行股份和支付现金的方式购买敏特昭阳公司 100% 股权和从兴科技公司 30% 股权，同时向董事长等自然人发行股份募集配套资金。

点评：

本次交易的主要内容：（1）拟向特定对象林亚琳等 6 名自然人购买其合计持有的敏特昭阳 100% 的股权，总对价为 3.63 亿。其中交易对价的 33% 以现金支付，总计 11979 万元；交易对价的 67% 以发行股份的方式支付，总计 24321 万元，总计发行股份数为约 1054.23 万股；（2）拟向特定对象桂峰以发行股份的方式购买其持有的从兴科技 30% 的股权，总计 5400 万元，总计发行股份数为约 234.07 万股；（3）拟向池燕明、凌燕娜、张敏、杨涛、陈昊非公开发行股份募集配套资金 10425 万元，总计发行股份约 451.89 万股；（4）股票的发行价格均为 23.07 元/股，合计拟发行股票 1740.18 万股，约为现有总股本的 6%。

并购标的估值合理，收购增厚业绩。敏特昭阳原股东承诺该公司 2014 年扣非净利润不低于 3000 万。本次交易对应约 2014 年市盈率为 12 倍。从兴科技 30% 股权持有者承诺该公司 2014 年扣非净利润不低于 1800 万，本次交易对应 2014 年市盈率为 10 倍。两笔交易的估值水平远低于 A 股计算机行业的平均市盈率，与近期其他计算机公司的并购案例相比处于合理水平。预计两笔交易将合计增加 2014 年扣非净利润 3540 万以上（备考），相当于 2013 年归母净利润约 57% 以上。

表 1 敏特昭阳和从兴科技承诺扣非净利润（单位：万元）

	2014	2014-2015	2014-2016	2017
敏特昭阳	3000	6600	10920	4752
从兴科技	1800	3750	5850	n/a

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从教务到教学——敏特昭阳与公司教育解决方案业务有较好协同。立思辰公司现有教育解决方案业务以教务管理为主。敏特昭阳主要从事 K12 领域互联网教育产品的开发推广，专注于学科领域的智能化、个性化、自主化的网络交互学习。其核心运营模式为：针对全国各区域校园网络基础设施现状，先后推出校园（局域）网、城域网、公共网（互联网）不同版本的产品，利用互联网技术来实现“课堂交互学习+课后自主在线学习”的混合教学模式。公司的盈利模式为初期由市（区、县）教育系统及学校统一采购配发给师生进行学习使用，B2B 是主要收入来源；后期将逐渐尝试向教育系统

提供优质学习产品或资源,通过学习大数据的分析诊断为每位学生推荐个性化的在线学习产品,从而逐步实现盈利模式向 2C 转变。目前敏特昭阳拥有两大王牌产品,"敏特英语个性化网络学习系统"和"敏特数学互动反馈系统",已经应用到 1000 家以上学校和百万级学生。可见,敏特昭阳业务以教学见长,与立思辰自身教育业务有望形成较强的协同效应。

资本运作执行力强,长期角度维持“买入”评级。我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.35 元、0.47 元和 0.60 元。考虑本次并购,我们预测公司 2014-2016 年备考 EPS 分别为 0.44 元、0.58 元和 0.73 元。考虑到 A 股互联网教育公司享有的估值溢价和公司较强的资本运作执行力带来的持续并购预期,我们从长期角度维持“买入”的投资评级。我们给予公司 6 个月目标价为 29.00 元,对应约 2015 年 50 倍备考 EPS。

主要不确定性。资本运作的确定性;教育信息化市场竞争加剧。

表 2 立思辰利润预测表(单位:万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	61779	81657	105093	126598
YoY(%)	18.2	32.2	28.7	20.5
减: 营业成本	36554	46757	58594	70313
毛利	25225	34900	46499	56285
毛利率(%)	40.83	42.74	44.25	44.46
主营业务税金及附加	374	698	930	1126
销售费用	8876	11598	15658	17839
营业费用/收入(%)	14.4	14.2	14.9	14.1
管理费用	6915	9029	12008	14606
管理费用/收入(%)	11.2	11.1	11.4	11.5
财务费用	415	415	415	415
资产减值损失	1311	1311	1311	1311
加: 公允价值变动收益				
投资收益	25	0	0	0
营业利润	7359	11848	16177	20990
营业外收入	1403	1204	1464	1702
减: 营业外支出	100	2	3	4
利润总额	8663	13050	17638	22687
减: 所得税	1370	2132	2911	3777
减: 少数股东损益	1046	740	1000	1287
归母净利润	6247	10178	13726	17623
EPS(元)	0.21	0.35	0.47	0.60
敏特昭阳净利润		3000	3600	4320
从兴科技 30% 股权净利润		540	585	630
备考合并净利润		13718	17911	22573
备考 EPS(元)		0.44	0.58	0.73

资料来源:公司 2013 年年报,公司并购公告,海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤: 计算机行业

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,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司:东软集团、用友软件、航天信息、远光软件、启明星辰、科大讯飞、立思辰、海隆软件、汉得信息、宝信软件、聚龙股份、恒生电子、捷顺科技、信雅达

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综合指的涨跌幅为基准;	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	
	股票投资评级	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综合指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
	行业投资评级	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。