

2015 年 01 月 28 日

全通教育 (300359.SZ)

全通教育——构建互联教育万亿生态圈，全通引领中国 k12 平台起飞

■ **继教网——教育部唯一发文教师培训网站，国内最大 K12 教师在线培训平台。**继教网是主营专注于 K12 基础教育教师的继续教育培训及学历提升技术服务，旗下“全国中小学教师继续教育网 (www.teacher.com.cn)”是全国最大的 K12 教师继续教育在线培训平台，教育部首批推荐和唯一发文支持的“国培计划”网络培训平台，目前“国培计划”市场占有率接近 50%。继教网业务已覆盖全国 31 个省，成立 1200 个教师学习和资源中心，培训超过 330 万名教师（占全国教师的 21%），首席专家组囊括全国各学科课标组专家，独立开发完成 13 大类近 5000 门在线培训课程。

■ **西安习悦——“家校即时通、知了、校园云”三大移动互联工具，锁定 K12 到高校校园入口。**西安习悦是服务于 K12 教育、高等教育及中等职业教育的教育平台及应用提供商，是西安地区最大的自主互联网教育公司，中国电信掌上大学产品运营中心；汇集来自腾讯、阿里巴巴、华为、大众点评、学大教育等众多公司的年青人才（均龄 28 岁），通过“家校即时通、知了、校园云”锁定学生群体入口。其中，家校即时通一年时间老师用户 23944 人、家长 289099 人；客户端装机量 24 万，日活 42711 人，日活率 17.79%，7 日留存 69.43%；校园云作为中国电信全国掌上大学产品 s 运营中心，面向高校客户端，已接入 32 省，1961 所高校，覆盖 76 万学生。

■ **“平台应用+服务拓展+内容增值”发力 K12 在线教育市场，“全课网”运营效果超预期。**公司聚焦并专注于中国 K12 基础教育领域的互联网应用和信息服务运营，形成“平台应用+服务拓展+内容增值”的市场运营能力，14 年 8 月上线“全课网” (www.qk100.com)，业内率先发布面向校园和课堂互联网应用的创新模式，以“硬件免费送，软件免费用，服务随时到”的业务策略推动教育信息化普及和发展。截至目前，全课网共有 683 所学校，13472 位教师，100.7 万名学生，325 万名家长正在使用；服务中小学幼儿园遍布 14 个省份，近 48,000 所学校，超过 3000 万用户，500 多名线下服务团队进驻 51 个地级市开展地面到校服务，为实现公司服务全国一亿多用户，入驻 300 个地市的战略目标和愿景奠定了良好的基础。

■ **并购深度协同效应，打造全通教育互联生态圈。**本次收购基于公司聚焦战略和产品矩阵模型，从教师应用入口和互联网应用工具整合及运营提升两个方面与交易对手产生协同效应和优势互补，有利于增强公司的综合竞争力。“全课网”作为用户汇聚和增值业务承载平台，是公司战略目标达成的主线。为了能快速实现“全课网”的全国推广和提高用户粘性，公司本次收购继教网和西安习悦，前者是全国教师继续教育最大互联网入口，将为全课网成熟应用在教师端推广带来巨大便利；后者作为运营业内最活跃的家校互动社区的创业团队，在家校圈开发和运营的经验与优势将能使全课网用户粘性提升一个台阶。最终实现从教师、家长两端增强核心业务和“全课网”跨越式发展的战略目标。

■ **风险提示：**定增未通过证监会审核，在线教育市场下滑，并购整合不如预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	156.6	172.3	344.5	792.4	1,584.7
净利润	43.7	42.0	50.4	149.6	318.9
每股收益(元)	0.45	0.43	0.52	1.39	2.97
每股净资产(元)	1.90	2.21	3.91	12.68	15.35

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	196.0	204.0	169.9	63.3	29.7
市净率(倍)	46.4	39.9	22.6	7.0	5.7
净利润率	27.9%	24.4%	14.6%	18.9%	20.1%
净资产收益率	23.7%	19.6%	13.3%	11.0%	19.3%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	48.0%	45.0%	51.1%	81.4%	24.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

公司深度分析

证券研究报告

通信

投资评级

买入-A
维持评级
6 个月目标价
150.00 元
股价 (2015-01-27)
88.15 元
交易数据
总市值 (百万元) 8,568.18

流通市值 (百万元) 2,155.27

总股本 (百万股) 97.20

流通股本 (百万股) 24.45

12 个月价格区间 36.11/98.86 元

股价表现


资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.89	26.80	
绝对收益	15.64	77.72	

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

相关报告

教育信息服务领先企业 2014-04-01

教育信息服务领先企业 竞争优势明显 2014-01-08

章节目录

1. 发行股票和现金支付购买继教网和西安习悦	3
2. 继教网——教育部推荐的全国最大 K12 基础教育教师在线培训平台	4
2.1. 股权结构较分散，旗下 4 家子公司	4
2.2. 专注基础教育教师继续教育在线培训，覆盖 31 个省培训全国 21% 教师	4
2.2.1. 中标后开发在线培训课程，各级财政部门付费	4
2.2.2. 教师学历提升项目的平台技术服务	5
2.3. 教师在线继续教育投入趋势上升，公司三大优势显著	5
2.4. 轻资产运营盈利能力优秀，未来营收净利增长可期	6
3. 西安习悦——开发运营家校互动、校园互动 APP，把握校园入口	7
3.1. 股权结构集中，旗下 2 家子公司	7
3.2. 三大移动互联工具，锁定 K12 到高校的校园入口	8
3.2.1. “家校即时通”打造家校信息沟通全平台，注册用户超过 34 万	8
3.2.2. “知了”突破基础运营商限制，建设免费互动社交平台	9
3.2.3. “校园云”与“校园号”建设校园手机端平台，拓展全国高校市场	9
3.3. 产品优势显著，团队研发能力优秀	10
3.4. 成长性较强，盈利能力优秀	10
4. 深度业务协同效应，打造智慧教育生态圈	10
4.1. 并购战略方向清晰，大股东/高管参与定增彰显强劲信心	10
4.2. 教师培训平台有助于提升教学内容质量，打通学校流量入口	11
4.3. 提高家校互动应用开发和运营能力，延伸产品线+提升研发实力	11
4.4. 增厚公司业绩，促进未来收入增长	12
5. 盈利预测与估值	12

配图目录

图 1: 本次收购前后继教网和西安习悦股权结构	3
图 2: 继教网主营业务模式四个阶段	5
图 3: 继教网在线培训平台主要流程	5
图 4: 继教网年培训人数	6
图 5: 承接国培计划项目数	6
图 6: 资产负债情况	7
图 7: 营收及归母净利情况	7
图 8: 毛利、净利水平	7
图 9: 收入及扣非净利情况	7
图 10: 西安习悦 K12 和高校市场主要产品	8
图 11: “家校即时通”提供信息、社交、在线教育等全方位服务	9
图 12: “知了”主要服务界面	9
图 13: 校园云主要提供学习、社交、生活三类学生日常所需功能	10
图 14: 全通教育教育服务业务概览	11
图 15: 并购继教网实现深度战略协同	11
图 16: 收购西安习悦升级家校互动模块	12

1. 发行股票和现金支付购买继教网和西安习悦

全通教育公布定增预案，拟发行股票合计不超过 1032.34 万股（占发行前股本 10.62%），发行价格不低于 82.87 元/股，其中 691.44 万股用于股份支付购买资产，340.90 万股募集配套资金。资金用途方面，公司拟以发行股份及支付现金方式购买朱敏、陈江武、张雪涛、顺业恒通等合计持有的北京继教网技术有限公司（简称“继教网”）100%股权，以及张威、薛兆泽合计持有的西安习悦信息技术有限公司（简称“西安习悦”）100%股权；同时向恒瑞天华、民生稳赢 3 号、喻进、莫剑斌等 4 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 28,250 万元，募集现金不超过本次交易总金额的 25%。

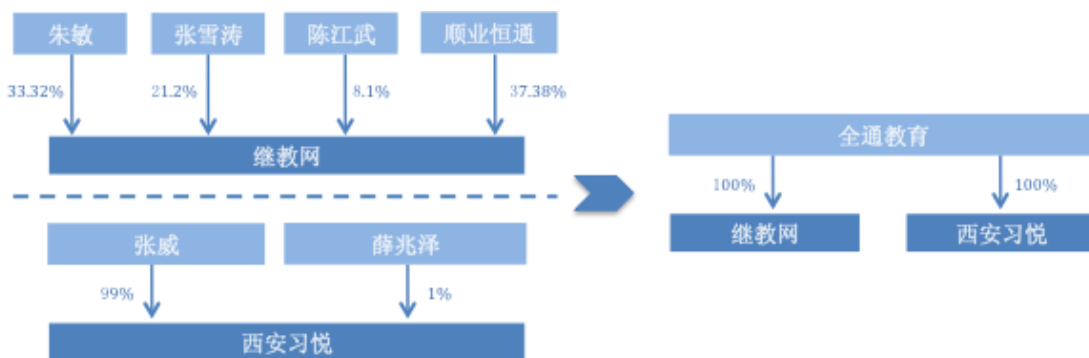
表 1：本次发行基本信息

	内容
发行情况	1032.34 万股，发行价格不低于 82.27 元/股
资金用途	691.44 万股用于股份支付购买资产，340.90 万股募集配套资金不超过 2.83 亿元
标的资产	继教网 100%股权（作价 10.5 亿元），西安习悦 100%股权（作价 0.8 亿元）

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司拟以发行股份和支付现金方式购买继教网 100%股权和西安习悦 100%股权。其中，根据 14 年 9 月 30 日评估结果，继教网的交易对价为 10.5 亿元，公司拟发行 633.52 万股作价 5.25 亿元，并支付现金 5.25 亿元；西安习悦的交易价格为 0.8 亿元，公司拟发行 57.92 万股作价 4800 万元，并支付现金 3200 万元。

图 1：本次收购前后继教网和西安习悦股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

本次交易的标的资产预估值溢价较高，其中继教网预估值为 11.10 亿元，增值率为 943%；西安习悦预估值为 8006 万元，增值率为 1854%。一方面，标的公司行业属性为“轻资产、高收益”，继教网从事 K12 教师互联网继续教育培训业务，西安习悦专注于家校教育信息服务业务；另一方面，教育改革的大背景下，互联网教育和家校信息服务发展迅猛，成长空间可观，且与公司现有业务形成良好的协同效应和互补效应。

表 2：标的资产情况

标的资产	权益账面值 (万元)	预估值 (万元)	增值率
继教网 100%股权	10,647.19	111,032.93	942.84%
西安习悦 100%股权	409.67	8,005.81	1,854.21%

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

此外，公司设置了利润补偿条款，继教网全体股东承诺 2015-17 年经审计归母扣非后净利润分别不低于 6,800 万元、8,500 万元和 10,625 万元；西安习悦股东张威承诺经审计归母

扣非后净利润分别不低于 580 万元、760 万元和 1,050 万元。如实际利润低于承诺利润，则由原股东进行补偿。总体而言，本次交易定价基本合理，且公司设置了利润补偿对赌条款，一定程度上降低了高估值风险。

目前全通教育实际控制人为陈炽昌、林小雅夫妇，其合计直接或间接持有公司 4,657.10 万股股份（占 47.91%）。本次配套融资中民生稳赢 3 号由实际控制人/董事长陈炽昌、副董事长万坚军全额认购，合计 3050 万。增发完成后，实际控制人合计直接或间接持有上市公司 4,691.49 万股（占 43.63%），本次交易不会导致公司控制权变化。本次发行方案已经由公司董事会通过，尚需获得公司股东大会、证监会核准。标的资产尚未完成评估，后续公司将在交易报告书中披露。

2. 继教网——教育部推荐的全国最大 K12 基础教育教师在线培训平台

继教网是一家为 K12 基础教育教师职业教育提供系统平台建设、课程内容开发和培训体系构建等服务的教育服务企业。公司专注于 K12 基础教育教师的继续教育培训及学历提升技术服务，旗下经营管理的全国中小学教师继续教育网（www.teacher.com.cn）是经教育部师范教育司批准，最初由东北师范大学主办，牵头联合全国十八个省级师范院校、省级教育学院共同成立的面向全国中小学教师、校长开展继续教育的大型专业网站，是教育部首批推荐的“国培计划”网络培训平台，也是国内最大的 K12 基础教育教师在线培训平台。

表 3：北京继教网技术有限公司介绍

北京继教网技术有限公司	
成立时间	2002 年，教育部师范司批准成立，袁贵仁部长点击开通
主营业务	用互联网等信息技术手段，面向全国中小学幼儿园教师及校长(园长)开展学历及非学历培训。
市场地位	1. 全国教师网联核心网站，教育部唯一发文的教师培训网站； 2. 国内最大的 K12 基础教育教师在线培训平台，业务遍及 31 个省
财务状况	2012 年度净利润：4,333.05 万元；2013 年度净利润：5,677.64 万元

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.1. 股权结构较分散，旗下 4 家子公司

继教网 2002 年成立，现注册资本 1000 万元，朱敏、张雪涛、陈江武和顺业恒通分别持有 33.32%、21.20%、8.10%、37.38% 股份。公司旗下拥有 4 家子公司和 1 家参股公司，其中子公司分别为北京继教网科技发展有限公司（公司持股 75%，东北师范大学持股 25%）、新继教网（北京）信息技术有限公司（持股 70%）、深圳市尚宁海问国际教育咨询有限公司（持股 100%）和福州好教师远程教育服务有限公司（持股 51%）。

2.2. 专注基础教育教师继续教育在线培训，覆盖 31 个省培训全国 21% 教师

继教网以 K12 基础教育教师继续教育在线培训业务为主（占总收入 98%）。经过十余年发展，继教网深耕国家级和地方级教师继续教育培训业务，覆盖国培、省培、地市、区县和校本研修，并与各地教育主管部门合作开发具有地方特色的课程资源。目前已在全国 31 个省市自治区设立分公司和办事处，建立超过 1200 个教师学习和资源中心，覆盖 30 多万所中小学校，培训超过 300 万名教师，占全国教师总人数（包括高校）的 21%。此外，公司还提供全国中小学教师提供学历提升技术服务。

2.2.1. 中标后开发在线培训课程，各级财政部门付费

继教网主营业务模式为：在中标各级教育主管部门组织的教师培训项目后开发及制作培训课程，各学员通过继教网培训平台完成各项培训，并由各级财政部门向继教网支付培训费用，且继教网负责进行客户维护，积极改进和完善。目前主要教师培训项目分为“国培计划”和地方教师继续培训项目两类，由不同层级财政进行采购和付款。从区域上看，

继教网业务主要集中在河北、山西、河南、四川及江西等省份，上述省份约占主营业务收入的 50%左右。

图 2：继教网主营业务模式四个阶段



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

继教网拥有全国最大的中小学教师在线培训平台，其培训平台包括学习研修和培训管理两大系统。继教网开发制作课程中主要工作包括提供：视频制作、视频剪辑、在线教学、专家答疑、学科简报、热线服务、研修活动和社区互动。

图 3：继教网在线培训平台主要流程



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2.2. 教师学历提升项目的平台技术服务

继教网和东北师范大学、全国高等教育自学考试指导委员会等单位合作，为全国中小学教师提供学历提升技术服务。其中，继教网主要负责提供研究生课程进修班和中小学教师高等教育自学考试两项业务的组织及平台支持服务。而具体的教学、考试及学历证书的授予则由东北师范大学等单位负责。

2.3. 教师在线继续教育投入趋势上升，公司三大优势显著

经济增长的背景下，国家对教育的重视程度不断提高，2012 年国家教育经费投入达到 2.77 万亿元，近 4 年复合增速高达 17.56%。尽管如此，目前教育支出占 GDP 比例仍低于 4%，较发达国家存在较大差异，未来有显著提升空间。教师继续教育培训是教育发展的重要

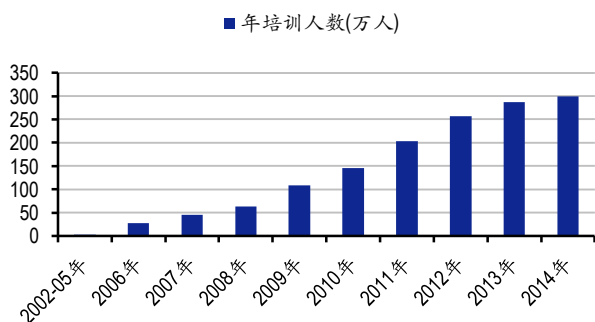
因素，2011 年教育部明确发文要将集中培训与远程培训充分相结合，因而未来在线类教师继续教育培训支出仍将保持快速增长趋势。在如此大背景下，公司基于资源优势、区域优势和经验优势，未来发展空间较大、前景可期。

提供高质量、全学科在线培训课程。继教网提供全国最大的、高质量、全学科、全学段课程资源库，公司首席专家组囊括全国各学科课标组专家，连续 3 年承担教育部示范性课程。截至目前已独立开发完成 13 大类近 5000 门在线培训课程；此外，联合教育部基础教育课程发展中心、高教社、人教社、高等院校及各省教师培训机构等共同开发完成具有地方特色的课程资源 250 多门。

构建四级一体继续教育培训体系，深入 31 个省份 1200 余学习中心。继教网以教师继续教育远程培训为切入，逐步构建起全国公共服务平台、省级区域教师网联、市县区域教师学习与资源中心、中小学校四级上下一体的 K12 基础教育教师继续教育培训体系。截至目前，继教网已在全国 31 个省市自治区设立分公司和办事处，并深入县级单位建立超过 1200 个教师学习和资源中心，覆盖 30 多万所中小学校。

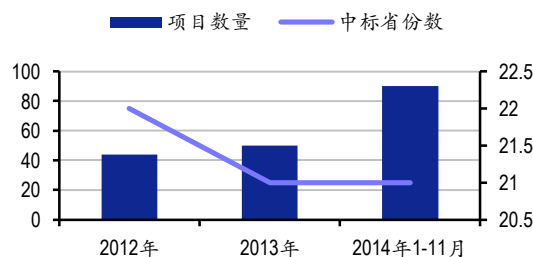
培训超过 1441 万人次，“国培计划”重点平台。继教网 2012 年、2013 年和 2014 年 1-11 月培训人数分别为 216 万、227 万和 201 万，培训人数占全国教师总数（含高校）的 21%。2009 年至 2014 年 11 月，继教网及下属公司已承担各类教师继续培训项目达 1440 个。近年来，国家各级教育主管部门对教师继续教育工作的重视，不断加大教育培训投入，以教育部、财政部组织的“国培计划”为例，2010 年国家财政投入金额为 5.5 亿元，2014 年已达 21.5 亿元，市场规模增长了近 4 倍。继教网是“国培计划”的首批推荐平台和重点承接机构，5 年来继教网共承担国培计划项目达 265 个，其在 2012 年度、2013 年度“国培计划”市场份额分别为 38%、45%。

图 4：继教网年培训人数



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 5：承接国培计划项目数

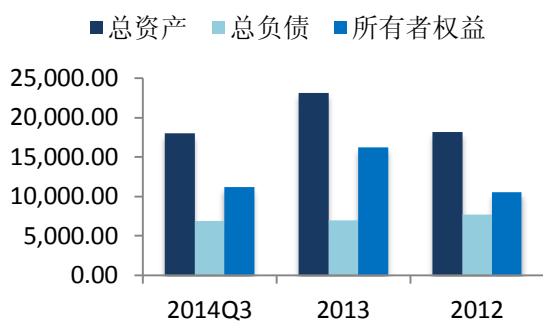


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.4. 轻资产运营盈利能力优秀，未来营收净利增长可期

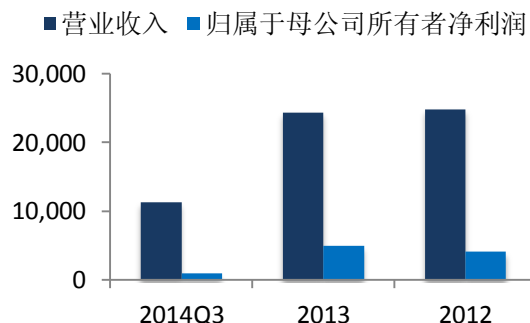
截至 2014 年 9 月 30 日，继教网总资产为 17,943 万元，总负债 6,808 万元（全部为经营性负债），所有者权益 11,135 万元。由于行业性质具有季节性，主营收入集中在四季度确认。2014 年 1-9 月、2013 年、2012 年公司营业收入分别为 11,363 万元、24,338 万元和 24,804 万元；同期归母净利润分别为 998.88 万元、4,988.80 万元和 4,163.60 万元。公司盈利能力强，毛利率水平保持较高，2013 年为 45.73%，净利率为 23.33%。

图 6：资产负债情况



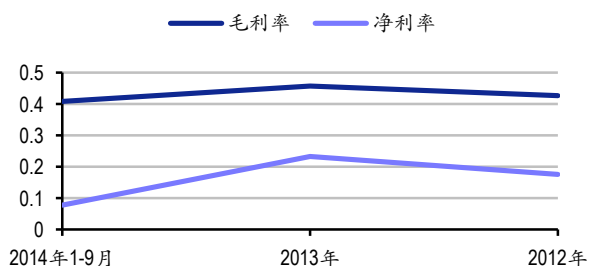
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 7：营收及归母净利情况



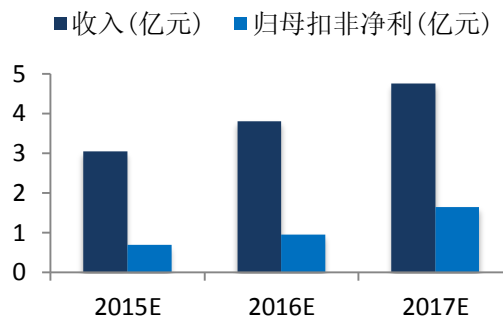
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 8：毛利、净利率水平



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 9：收入及扣非净利情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

作为国内最大的 K12 基础教育教师在线培训平台，未来继教网将结合原有资源和渠道，同时借助全通教育已有的近万所学校资源，实现业务下沉至全国各区县培训和校本研修的目标，以实现业务的快速增长。根据继教网业绩承诺，2015 年至 2017 年经审计的归母扣非净利润分别不低于 6,800 万元、8,500 万元和 10,625 万元，年复合增长率达 25%。

3. 西安习悦——开发运营家校互动、校园互动 APP，把握校园入口

西安习悦是一家专业从事教育信息服务的互联网公司，主营业务为开发教育信息互联网产品，构建信息化平台，锁定 K12 到高校师生的校园入口，提供及时、便捷、高效的教育信息服务。同时，西安习悦为中国电信掌上大学产品运营中心。

表 4：西安习悦信息技术有限公司介绍

西安习悦信息技术有限公司	
成立时间	2013年3月
主营业务	服务于K12教育、高等教育及中等职业教育的教育平台及应用提供商，是西安地区最大的自主互联网教育公司
团队组成	公司汇集了来自腾讯、阿里巴巴、华为、大众点评、学大教育等众多公司的青年人才，平均年龄仅28岁，是一支充满战斗力的创业团队
财务状况	2013年度营收500万元，2014年度营收1300万元

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3.1. 股权结构集中，旗下 2 家子公司

西安习悦成立于 2013 年，现注册资本 300 万元，张威和薛兆泽分别持有 99%和 1%的股

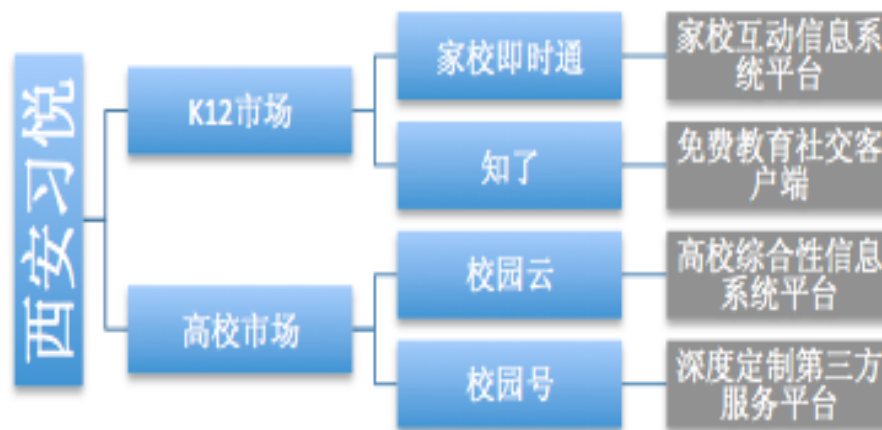
份。截至 2014 年 9 月末，西安习悦拥有两家子公司，分别为西安皆知信息科技有限公司（持股 100%）和北京蝉鸣信息科技有限公司（持股 51%）。

3.2. 三大移动互联工具，锁定 K12 到高校的校园入口

西安习悦主要对外提供教育信息服务和校园信息系统开发服务。教育信息服务方面，K12 领域，西安习悦提供的家校信息平台产品包括“家校即时通”及“知了”，目前，“家校即时通”已覆盖西安市 950 所学校（幼儿园 121 所，中小学 829 所）、拥有注册会员数达 34 万人。在高校市场，公司开发高校综合性信息系统平台“校园云”，“校园云”目前已上线并覆盖全国 4,415 所高校、职业技术学校等。

在此三大工具基础上，公司业务还包括为高校微信、易信公众号深度定制的第三方服务平台——“校园号”，截至目前，已有 2,907 个高校公众号入驻，涵盖 2,372 所高校。此外，公司还提供校园信息系统开发服务，目前具体产品以智慧报到、定制化校园信息平台为主，该类项目主营根据开发完成进度进行收费。主要市场开拓方式为主动接洽学校以及接受陕西集成的业务委托。

图 10：西安习悦 K12 和高校市场主要产品



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3.2.1. “家校即时通”打造家校信息沟通全平台，注册用户超过 34 万

K12 领域，公司开发“家校即时通”及“知了”为学校、教师、学生和家長之间提供便捷、高效的信息服务，推动家庭教育和学校教育的良性配合。“家校即时通”系与中国电信合作推广的家校互动信息系统平台，提供信息、社交和在线教育等各种功能，涵盖 PC 端、iOS 端、Android 端、普通手机端等。目前，“家校即时通”已覆盖西安 950 所学校，拥有注册教师用户 2.22 万、家长用户 34 万，日活率为 17%-20%。已签约及已确定签约意向的开放平台教育服务机构达 581 家，包括亲子娱乐、出国游学、名师在线、教育咨询、艺术辅导等各个方面。西安习悦正与中国电信陕西分公司探讨合作，计划将“家校即时通”平台向除西安市以外的其他陕西九地市（宝鸡、咸阳、延安、榆林、渭南、铜川、安康、汉中和商洛）推广。

图 11：“家校即时通”提供信息、社交、在线教育等全方位服务



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

3.2.2. “知了”突破基础运营商限制，建设免费互动社交平台

“知了”是“家校即时通”基础上发布的基于班圈社区应用的免费家校互动社交应用 App，目前在武汉、珠海和富阳进行试点，15 年 Q2 全国推广。与“家校即时通”相比，“知了”突破了按基础电信运营商分类进行收费的限制，而是采用后向收费的运营模式，对用户免费，其平台开发性较强，连接在线和线下教育资源丰富，并具备在线支付功能，并支持智能硬件设备。

图 12：“知了”主要服务界面



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

3.2.3. “校园云”与“校园号”建设校园手机端平台，拓展全国高校市场

在高校市场，西安习悦提供的产品包括“校园云”和“校园号”，其中“校园云”是在高校现有的管理系统基础上，对校内的信息发布、教学管理和生活服务等信息系统进行整合而建立的手机端信息系统平台，主要提供学习、社交、生活三方面功能。在推广运营方面，于 2013 年 3 月与中国电信西安分公司合作在西安市各高校进行推广；13 年 6 月与陕西集成合作在全国进行推广；14 年 5 月“校园云”拓展校园社交和生活服务；14 年 6 月“校园云”上线找家教功能，接入 30 多万经认证的西安市中小学生家长，截至目前，校园云已接入 32 个省份，1961 所高校，注册超过 76 万学生。“校园号”为高校微信、易信公众号深度定制的第三方服务平台，截至目前，已有 2,907 个高校公众号入驻，涵盖 2,372 所高校。

图 13：校园云主要提供学习、社交、生活三类学生日常所需功能



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

3.3. 产品优势显著，团队研发能力优秀

首先，西安习悦开发运营的应用产品在市场中有良好的口碑，积累了大量使用用户和优秀的活跃度。例如，家校互动应用“家校即时通”是当前家校沟通互动细分市场内最优秀的产品之一。应用“校园云”已接入 32 省、1961 所高校（已录入学校信息、学生信息、课程信息等重点信息），目前有 76 万学生订购用户，未来用户基数增长潜力显著。其次，西安习悦具有较强的互联网产品研发能力，构建了完善的研发团队。目前，研发团队人数达 35 人，本科及以上学历占比 100%，管理团队分别来自腾讯、阿里巴巴、360、人人网、新浪、华为等互联网企业。在客户端、服务器、系统平台架构、产品迭代开发等方面形成多项核心技术。

3.4. 成长性较强，盈利能力优秀

截至 2014 年 9 月 30 日，西安习悦总资产为 599 万元，总负债 189 万元，所有者权益 409 万元。公司信息服务业务收入来源于与中国电信合作推广的收入分成模式。2014 年 1-9 月、2013 年公司营业收入分别为 774 万元和 469 万元；同期归母净利润分别为 40 万元和 -20 万元。公司盈利能力强，毛利率水平保持较高，2013 年为 53.5%，2014 年 1-9 月为 65.73%，同期净利润率为 5.11%。根据西安习悦业绩承诺，2015 年至 2017 年经审计的归母扣非净利润分别不低于 580 万元、760 万元和 1,050 万元。

4. 深度业务协同效应，打造智慧教育生态圈

4.1. 并购战略方向清晰，大股东/高管参与定增彰显强劲信心

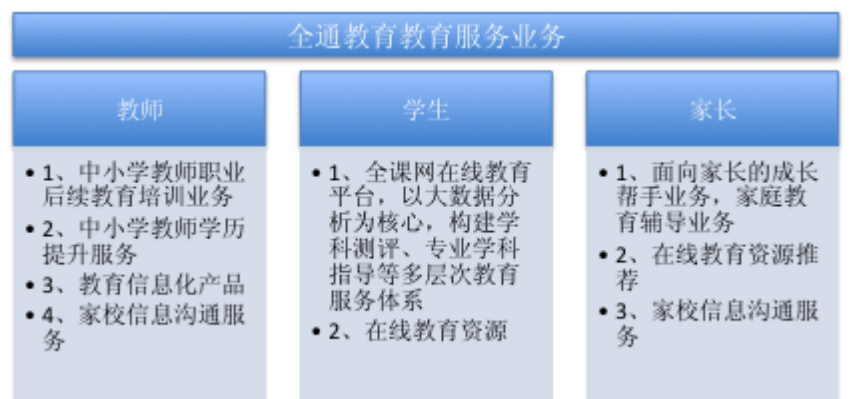
全通教育专注于 K12 基础教育领域互联网应用和在线教育信息服务，围绕“校园和班级教育应用场景”和“家庭学习和教育应用场景”打造公司产品矩阵，致力于形成 K12 教育“平台应用+服务拓展+内容增值”的全业务运营能力。

目前公司主要平台全课通于 14 年 8 月上线，通过阅卷系统、作业平台、大型竞赛活动等方式对学生学习能力进行数据收集及分析，并提供语、数、英三科个性化学习内容及服务。目前全课通“阅卷系统”与多个城市教育局展开合作，已覆盖中山全市 11 所中小学 1.1 万学生、东莞 20 所学校 1.5 万学生、广州 1 所学校 3498 名学生、肇庆 2 所学校 6556 名学生；韶关部分学校进行试点，春节后将在全市铺开；与清远教育局展开学业评估系统和微课系统合作；在广东以外地区，与江西教育厅合作，并选择萍乡市作为试点后推广至全省；同时，与长沙、昆明、石家庄等城市的合作处于合同落地阶段。总体而言，通过阅卷系统覆盖中小学教师、学生及家长客户，能够实现 100% 覆盖，保证每月用户活跃度为 100%，导流效果优秀，推广进度良好。

本次并购一方面将帮助公司进入 K12 教师继续教育服务市场，以教师为切入点，充分发挥现有的教师用户资源，打通各项业务和应用的学校入口，促进公司核心平台“全课网”未来流量的快速增长，从而实现跨越式发展。另一方面，通过提高公司在家校互动应用的开发运营能力，未来将有效提升公司存量用户的活跃度和粘性。此外，公司实际控制

人、副董事长以民生稳赢 3 号出资 3050 万元参与本次定增，彰显大股东和管理层对公司长期发展的强劲信心。

图 14：全通教育教育服务业务概览



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

4.2. 教师培训平台有助于提升教学内容质量，打通学校流量入口

继教网是教育部首批推荐的“国培计划”网络培训平台，是国内最大的 K12 基础教育教师在线培训平台。在线培训体系实现 K12 全阶段、全学科的全覆盖，深入全国 31 个省市建立 1200 个学习中心。未来公司将现有产品与资源和继教网充分结合，发挥深度战略协同性。首先，继教网与全国各学科课标组专家、全国优秀教师深度合作教学内容，从而积累了全学科丰富的优质课程资源，未来与全通现有业务有效结合为学生提供更加优质的在线教育内容，并确立和提高全通在线教育服务内容的权威性和公信力；其次，收购继教网有利于拓展渠道。继教网重点合作国家教育部和省级教育厅，与全通当前渠道主要包括市教育局和各地学校形成优势互补，未来公司将从参与继教网培训的教师资源重点切入，培养教师对公司产品的使用习惯，打通核心业务学校入口，提升基于教师应用场景（如教案、作业、评测和阅卷等）的普及和使用频率，进而吸引学生用户和家长用户对全通产品的使用；第三，通过继教网吸引优秀的教师进入全课网，发布优质教育资源，为学生提供答疑服务，或建立一对一深度家庭教育的指导服务，强化 O2O 运营模式，丰富公司业务类型；此外，此次并购将使公司业务延伸至教师继续教育培训市场，实现内容从教师培训到学生学习的完整闭环覆盖。以上四个方面将有利于全通在线教育生态圈的形成和进一步完善，同时，借助公司强大的到校服务渠道和 O2O 运营服务模式，将有助于继教网核心业务未来三年的持续增长，战略协同效应显著。

图 15：并购继教网实现深度战略协同



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

4.3. 提高家校互动应用开发和运营能力，延伸产品线+提升研发实力

西安习悦专业从事教育信息服务，研发实力较强，核心产品“家校即时通”和“校园云”已深入覆盖西安市 950 所中小学和全国 1961 所高校。本次收购将加快全通家校互动应用开发和运营能力，升级家校互动模块，同时深入西北区域市场获取优质用户资源，并与电信运营商合作业务范围进入中国电信领域及全国高等院校市场。其次，西安习悦拥有研发团队达 35 人，优秀研发团队的加盟亦将有效提升公司在客户端、服务器、系统平台架构、产品迭代开发等方面研发实力。

图 16：收购西安习悦升级家校互动模块



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

4.4. 增厚公司业绩，促进未来收入增长

本次收购标的继教网和西安习悦承诺 15-17 年归母扣非后净利润合计不低于 7380 万元、9260 万元和 11,675 万元，分别增厚公司 EPS（定增摊薄后）0.69 元、0.86 元和 1.09 元。且设置利润补偿措施，对公司未来盈利增长形成有效保证，有助于提升公司价值。

表 5：承诺利润状况

标的公司	承诺利润			合计
	2015 年	2016 年	2017 年	
继教网	6,800	8,500	10,625	25,925
西安习悦	580	760	1,050	2,390
合计	7,380	9,260	11,675	28,315

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值

考虑本次交易的影响，预计 2014-16 年净利润为 0.5 亿元、1.5 亿元和 3.2 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.47 元、1.40 元和 2.98 元，当前股价对应 15-17 年 PE 分别为 190x、63x 和 30x。本次并购完成后，公司将通过标的资产获取学校入口和直接学生资源，对于公司原有业务的发展亦将产生积极的促进作用。我们看好教育改革背景下在线教育产业的发展和建设，公司作为“平台应用+服务拓展+内容增值”全业务运营的优质企业，未来将继续借力自身内延增长和资本市场获取优质的内容及渠道资源，为公司的中长期盈利提供有力的推动和支持，给予“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 28 日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	156.6	172.3	344.5	792.4	1,584.7	成长性					
减:营业成本	72.4	85.1	189.5	408.1	808.2	营业收入增长率	9.9%	10.0%	100.0%	130.0%	100.0%
营业税费	7.5	5.9	15.6	33.6	64.4	营业利润增长率	13.0%	5.1%	17.2%	211.4%	116.4%
销售费用	10.1	10.7	36.2	62.6	118.9	净利润增长率	17.6%	-3.9%	20.1%	196.7%	113.2%
管理费用	21.4	23.2	48.2	108.6	206.0	EBITDA 增长率	14.1%	5.4%	14.4%	220.6%	113.2%
财务费用	-0.9	-1.1	-1.7	2.9	5.4	EBIT 增长率	12.4%	4.6%	16.4%	226.5%	115.9%
资产减值损失	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	12.2%	4.0%	16.4%	226.5%	115.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.9%	2.4%	105.2%	632.4%	21.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	25.9%	16.2%	76.8%	259.1%	21.0%
营业利润	46.0	48.3	56.6	176.4	381.7	利润率					
加:营业外净收支	6.5	2.4	4.3	4.4	3.7	毛利率	53.8%	50.6%	45.0%	48.5%	49.0%
利润总额	52.5	50.7	60.9	180.8	385.5	营业利润率	29.3%	28.0%	16.4%	22.3%	24.1%
减:所得税	8.8	8.8	10.5	31.2	66.5	净利润率	27.9%	24.4%	14.6%	18.9%	20.1%
净利润	43.7	42.0	50.4	149.6	318.9	EBITDA/营业收入	30.7%	29.4%	16.8%	23.4%	25.0%
						EBIT/营业收入	28.8%	27.4%	15.9%	22.6%	24.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	13	11	7	6	5
货币资金	96.7	124.6	197.4	238.7	126.8	流动营业资本周转天数	42	52	75	77	80
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	267	325	270	195	138
应收帐款	37.6	45.0	123.4	255.2	502.0	应收帐款周转天数	73	86	88	86	86
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	4	3	5	4	4
预付帐款	2.1	2.2	14.9	13.4	42.9	总资产周转天数	422	460	338	463	393
存货	0.7	1.9	7.2	9.5	22.8	投资资本周转天数	190	184	142	345	335
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	23.7%	19.6%	13.3%	11.0%	19.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.6%	17.6%	12.3%	9.2%	17.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	48.0%	45.0%	51.1%	81.4%	24.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5.2	5.4	8.4	18.3	21.3	销售费用率	6.4%	6.2%	10.5%	7.9%	7.5%
在建工程	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	管理费用率	13.7%	13.5%	14.0%	13.7%	13.0%
无形资产	57.8	57.3	56.4	75.1	93.4	财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.5%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	1.3	1.3	-	1,020.1	1,020.1	三费/营业收入	19.5%	19.0%	24.0%	22.0%	20.8%
资产总额	202.0	238.6	408.5	1,631.2	1,830.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	37.2	资产负债率	8.5%	10.0%	7.0%	16.4%	9.8%
应付帐款	3.2	6.0	15.0	32.9	57.6	负债权益比	9.3%	11.1%	7.6%	19.6%	10.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	7.94	7.80	12.15	9.23	5.65
其他流动负债	14.1	16.3	13.3	23.1	28.1	速动比率	7.90	7.71	11.90	9.06	5.46
长期借款	-	-	-	210.8	55.5	利息保障倍数	-52.85	-42.18	-31.83	61.16	72.34
其他非流动负债	-	1.6	0.5	0.7	0.9	分红指标					
负债总额	17.3	23.9	28.7	267.5	179.4	DPS(元)	-	0.08	0.05	0.14	0.30
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	19.3%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	60.0	60.0	97.2	107.5	107.5	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	124.8	154.8	282.6	1,256.2	1,543.3						
股东权益	184.8	214.8	379.8	1,363.7	1,650.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	43.7	42.0	50.4	149.6	318.9	EPS(元)	0.45	0.43	0.52	1.39	2.97
加:折旧和摊销	5.0	4.7	3.0	6.3	8.7	BVPS(元)	1.90	2.21	3.91	12.68	15.35
资产减值准备	0.2	0.2	-	-	-	PE(X)	196.0	204.0	169.9	63.3	29.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	46.4	39.9	22.6	7.0	5.7
财务费用	-	-	-1.7	2.9	5.4	P/FCF	243.7	214.5	-198.9	-12.0	-118.4
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	54.7	49.7	24.9	12.0	6.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	144.5	50.9	23.9
营运资金的变动	-5.9	-0.9	-90.3	-104.6	-259.7	CAGR(%)	50.7%	96.6%	10.7%	50.7%	96.6%
经营活动产生现金流量	40.5	44.6	-38.6	54.2	73.3	PEG	3.9	2.1	15.9	1.2	0.3
投资活动产生现金流量	-2.2	-4.6	-5.0	-1,055.0	-30.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-5.6	-12.0	116.3	1,042.2	-155.2	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034