

全通教育 (300359.SZ)

收购继教网+西安习悦, 构建 K12 在线教育生态圈

事件:

公司拟以现金+股权合计 11.3 亿收购继教网、西安习悦 100% 股权; 继教网对价 10.5 亿以 5.25 亿现金+5.25 亿股份对价收购, 股权对价以 82.87 元/股发行 634 万股支付; 西安习悦对价 0.8 亿以 0.32 亿现金+0.48 亿股份对价收购, 股权对价以 82.87 元/股发行 58 万股支付。公司拟以 82.87 元/股向恒瑞天华、民生稳赢 3 号(公司董事长陈炽昌、副董事长万坚军全额认购)、喻进(公司市场总监)、莫剑斌(公司运维总监)等 4 名特定投资者发行 341 万股募集配套资金不超过 2.83 亿元, 用于支付此次交易部分现金对价。

点评:

1、收购继教网对价对应 15~17 年收购 PE 分别为 15.4 倍、12.4 倍和 9.9 倍。继教网承诺 15~17 年扣非净利润分别不低于 0.68 亿、0.85 亿和 1.06 亿。收购西安习悦对价对应 15~17 年收购 PE 分别为 13.8 倍、10.5 倍和 7.6 倍。西安习悦承诺 15~17 年扣非净利润分别不低于 580 万、760 万和 1,050 万。

2、继教网是国内最大的 K12 基础教育教师在线培训平台。旗下全国中小学教师继续教育网 www.teacher.com.cn) 为教育部首批推荐的“国培计划”网络培训平台, 年培训超 200 万人次, 业务遍及全国 31 个省, 建立 1,200 多个教师学习和资源中心; 独立开发完成 13 大类近 5,000 门在线培训课程, 涵盖学前教育、小学、初中和高中各个学科。

3、西安习悦团队具有不错的互联网基因, 旗下移动互联网产品“家校即时通”“知了”“校园云”“校园号”覆盖从 K12 到高校整个校园入口。面向 K12 基础教育的“家校即时通”覆盖西安 950 所学校、拥有 34 万注册会员; 同时西安习悦为中国电信掌上大学产品运营中心, 面向高校师生的“校园云”已覆盖 1,961 所全国高校, “校园号”处于推广期, 已有近 3 千所高校公众号入驻。

4、公司专注于 K12 基础教育领域的互联网应用和信息服务运营, 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”打造产品矩阵, 以应用工具体系服务校园和家庭, 以互联网平台汇聚海量用户, 形成 K12 基础教育“平台应用+服务拓展+内容增值”的全业务运营平台。“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, 收购继教网和西安习悦将从教师、家长 2 端切入, 加快全课网在全国推广并提升用户黏性; 收购继教网为公司提供优秀名师资源和教师入口, 为后续开展家庭层面业务提供支撑, 同时实现校园层面的深入服务和深入绑定; 收购西安习悦为公司引入优秀互联网基因, 其产品覆盖 K12 到高校整个校园入口, 同时使公司业务深入中西部地区。

5、维持“谨慎增持”评级。假设此次收购在 6 月开始并表, 按收购完成后股本 1.08 亿股计算, 公司 14~16 年 EPS 分别为 0.47 元、0.99 元和 1.79 元, 当前股价对应 14~16 年 PE 分别为 204 倍、98 倍和 54 倍。公司 15~17 年备考净利润为 1.44 亿、1.86 亿和 2.38 亿; 其中继教网 15~17 年净利润为 0.68 亿、0.85 亿和 1.06 亿, 西安习悦 15~17 年净利润为 580 万、760 万和 1,050 万; 按摊薄股本 1.08 亿股计算, 公司 15~17 年备考 EPS 分别为 1.34 元、1.73 元和 2.22 元, 当前股价对应 15~17 年备考 PE 分别为 72 倍、56 倍和 44 倍。我们看好公司基于校园和家庭教育核心应用场景打造产品矩阵, 围绕“平台应用+服务拓展+内容增值”全业务运营体系, 打造在线教育生态圈。

6、风险提示: 并购整合不达预期; 产品推广进度低于预期。

盈利预测 (假设标的资产 2015 年 6 月并表测算, 区别于上面备考业绩):

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	157	172	191	584	1,113
增长率(%)	10%	10%	11%	206%	91%
EBITDA(百万元)	47	50	59	124	227
净利润(百万元)	44	42	51	106	193
增长率(%)	18%	-4%	21%	108%	82%
EPS(元/股)	0.41	0.39	0.47	0.99	1.79
市盈率(P/E)	239	248	204	98	54

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格 97.0 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2015-01-29

相对市场表现



分析师: 赵宇杰 S0260512050002

0755-82792502

zhaoyj@gf.com.cn

分析师: 杨琳琳 S0260514050004

0755-23480370

yll@gf.com.cn

相关研究:

全通教育(300359)——全课网 2014-08-08

网助力公司转型 K12 在线教育服务提供商

联系人: 李涛

0755-82739761

gzltao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

正文:

1、收购继教网100%股权对价对应15~17年收购PE分别为15.4倍、12.4倍和9.9倍。继教网2012~2013年和2014年前3季度收入分别为2.48亿、2.43亿(-2%)和1.14亿,归属母公司净利润分别为0.42亿、0.50亿(+20%)和999万。继教网预计2014年收入和净利润分别为2.24亿(-8%)和0.47亿(-6%)。继教网承诺2015~2017年扣非净利润分别不低于0.68亿、0.85亿和1.06亿。

收购西安习悦100%股权对价对应15~17年收购PE分别为13.8倍、10.5倍和7.6倍。西安习悦2013年和2014年前3季度收入分别为469万和774万,归属母公司净利润分别为-20万和40万。西安习悦预计2014年收入和净利润分别为0.13亿(+180%)和340万,其中教育信息服务增幅达150.5%,校园信息系统开发由0快速增长至183万元。西安习悦承诺2015~2017年扣非净利润分别不低于580万、760万和1,050万。

继教网2014年前3季度净利润相对较低主要是继教网业务收入呈较为明显的季节性特征:以“国培计划”为例,各省教育厅在每年4~5月进行招投标,经过评审后于6~7月份定标、确定中标单位;8~9月继教网结合各省教育厅培训方案制定具体培训项目实施方案和课程计划;10月继教网启动具体培训工作,收入主要集中在4季度,2013年继教网4季度收入占全年比例达53%。**2014年培训项目调整导致部分项目延迟至2015年实施完毕:**继教网2014年底各省份正在实施的各培训项目中,共有105个培训项目(国培项目37个+地方教师培训项目68个)需在2015年尚实施完毕,将增加2015年收入和利润水平。

2、继教网成立于2004年8月,是国内最大的K12基础教育教师在线培训平台。继教网主营业务为K12基础教师继续教育培训和学历提升技术服务,其经营管理的全国中小学教师继续教育网www.teacher.com.cn)为教育部首批推荐的“国培计划”(国家教师继续教育培训以“国培计划”为主,具体包括“中小学教师示范性培训项目”、“中西部农村骨干教师培训项目”、“幼儿园教师国家级培训项目”、“中小学校长国家级培训项目”等内容)网络培训平台,建立了完善的在线培训体系,业务遍及全国31个省、自治区和直辖市。

继教网业务以K12基础教育教师继续教育培训为主,其占全部营业收入的98%左右。**K12基础教育教师继续教育培训:**由继教网独立开展业务,包括“国培计划”和各省、市、县教育主管部门组织的教师培训,继教网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,最后各级财政部门向继教网支付培训费用。**学历提升技术服务:**主要包括与东北师范大学合作的研究生课程进修和与全国高等教育自学考试指导委员会合作的中小学教师高等教育自学考试,由继教网与东北师范大学、全国高等教育自学考试指导委员会等单位合作,继教网提供组织及教学平台技术支持服务,形成技术服务收入。

丰富的优质课程资源:继教网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,多渠道、多形式进行课程开发,同时注重利用区县学习中心及中小学一线教师力量开发区县课程资源和校本资源,形成开放、高效、上下一体的课程资源建设体系。截至目前,继教网已独立开发完成13大类近5,000门在线培训课程,同时根据各省不同情况,继教网与各地教育主管部门进行合作,共同开发了具有地方特色的课程资源250多门,基本涵盖了学前教育、小学、初中和高中

个学科，适应了各类基础教育教师培训的需求。

完善的在线培训体系：继教网致力于创建先进的教师培训平台，整合优质资源，以教师继续教育远程培训为切入口，大力建设区域教师学习和资源中心，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，通过前后4次的在线平台技术升级，截至目前，继教网的培训平台能支撑超百万学员同时在线学习的培训平台。截至目前，继教网已在全国31个省（自治区、直辖市）设立了分公司和办事处，并深入县级单位建立了1,200多个教师学习和资源中心，支撑30多万所中小学校开展校本研修。

承担培训项目及培训学员多：2009年~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1,440个，培训学员承担的项目数量和培训学员在国内培训机构处于行业领先地位；其中“国培计划”自2010年启动以来，继教网共承担的项目达265个，且基本覆盖全国31个省、自治区或直辖市。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。

继教网业务覆盖全国31个省、自治区及直辖市，与各地教育主管部门建立了稳定的合作关系。目前我国K12基础教育教师继续培训经费主要来自于各级教育经费支出，培训机构基本由各级教育主管部门每年通过招投标确定，而不会签订长期的合作协议。继教网业务覆盖了全国31个省、自治区及直辖市，并与当地教育主管部门建立了稳定的合作关系。2014年1~11月，继教网共承担全国各省市K12教师继续教育培训项目406个，培训人次达201万人次。

自2010年教育部、财政部启动“国培计划”开始，标志着我国K12基础教育教师继续教育培训大规模展开；K12基础教育教师继续教育培训经费主要来源于各级政府教育经费支出，随着国家对教育的投入不断加大，教师培训业务进入快速发展期。
1、自2010年起“国培计划”投入年复合增长率达31.35%，2014年总投入达21.5亿元，但市场规模还不大。若根据“学校年度公用经费预算总额的5%安排教师培训经费的规定”等规定测算，我国教师培训整体市场规模约为300亿元，而2014年“国培计划”投入约为20多亿，约占总体市场规模的6.7%。
2、地方教师继续教育培训市场规模较大，但市场较为分散，单个项目规模不大，且需要培训机构有完善的服务体系和丰富的课程资源，对培训机构要求更严。继教网已在培训平台、线下服务渠道、课程资源等方面建立一定的市场竞争优势，计划主动进行市场下沉，凭借竞争优势重点开拓市、县级市场，与其他竞争对手进行差异化竞争，保障未来业务快速发展。

继教网主营业务为通过互联网在线平台对K12教师进行培训，营业成本大致可分为内部运营成本和项目运营成本2部分。
内部运营成本：包括人工工全通教育发行股份及支付现金购买资产、课件及培训平台费用；
项目运营成本：包括项目管理费、培训会议费、劳务费、差旅费、车辆使用费和通讯费等。各项成本构成中项目运营成本占比最大，约占营业成本50~60%。

3、西安习悦产品或服务集中在K12基础教育和高等教育2大细分领域，产品具体可分为校园信息系统开发和教育信息服务2大类，其中教育信息服务提供K12基础教育家校信息互动服务和高等院校校园信息服务；校园信息系统开发主要为普通高校数字化校园建设进行软件及信息系统的开发。目前西安习悦面向K12基础教育的“家校即时通”已覆盖西安市950所学校（含幼儿园）、拥有注册会员数达34万人；同时西安习悦为中国电信掌上大学产品运营中心，其面向高等院校师生的“校园云”已上线、覆

盖1,961所全国高校。

西安习悦2类产品中，校园信息系统开发属于软件系统开发业务，根据项目开发完成情况收费；教育信息服务收入包括2种模式：1、中国电信合作推广，信息平台用户订购服务后，双方根据业务合同进行收入分成；2、在信息服务平台引入市场教育服务机构，采用后向运营模式，整合线上线下资源，通过广告、佣金、应用分发等形成收入。

西安习悦与中国电信西安分公司等客户签订了长期合作协议。西安习悦与中国电信合作开展教育信息服务，西安习悦根据自身优势进行教育信息服务平台的开发和运维，中国电信则负责提供品牌支撑、部分基础设施投入、通信网络、收费结算等支持。

4、公司专注于K12基础教育领域的互联网应用和信息服务运营，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”打造产品矩阵，以应用工具体系服务校园和家庭，以互联网平台汇聚海量用户，形成K12基础教育“平台应用+服务拓展+内容增值”的全业务运营平台。

公司基于校园和家庭教育的核心应用场景向用户提供家校互动、学业评估（如阅卷、作业、竞赛）、校园支付、家长学校等应用服务，通过精准地推和互联网运营产生用户大数据汇聚到在线教育平台—全课网；面向教师群体的互联网继续教育平台及与基础运营商合作运营的“和教育”信息服务平台凭借各自优势与全课网形成协同与聚合效应。围绕学校应用场景，以多点应用工具系统深度服务校园，实现平台引流；以个性化内容服务家庭，打造全通教育服务生态圈。

“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，收购继教网和西安习悦将从教师、家长2端切入，加快全课网在全国推广并提升用户黏性；收购继教网为公司提供优秀名师资源和教师入口，为后续开展家庭层面业务提供支撑，同时实现校园层面的深入服务和深入绑定；收购西安习悦为公司引入优秀互联网基因，其产品覆盖K12到高校整个校园入口，同时使公司业务深入中西部地区。

公司于2014年8月上线互联网在线教育平台“全课网”（www.qk100.com），在行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，1.35万位教师，101万名学生，325万家长正在使用。公司各项业务稳健发展，服务中小幼儿园遍布14个省份，近4.8万所学校，超过3,000万用户，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1亿多用户，入驻300个地市的战略目标和愿景奠定了良好的基础。

收购继教网将加快面向K12教师服务平台建设，强化公司教师资源优势，打通各项业务和应用的学校入口，快速提升入校服务市场份额；同时继教网将借助公司覆盖的学校资源将业务下沉至全国各区县培训和校本研修。继教网之子公司为教育部首批推荐的远程培训机构，且为国内最大的K12基础教育教师在线培训平台。经过10多年的发展，继教网建立了完善的在线培训体系，业务遍及全国31个省、自治区和直辖市；积累了丰富的优势课程资源，涵盖学前教育、小学、初中和高中各个学科，具有较强的市场竞争优势。未来继教网将利用自身完善的服务渠道，借助全通教育已有的多达7,900所中小学校（含幼儿园）资源，在巩固国培、省培业务的基础上，将业务下沉至全国各区县培训和校本研修，使业务快速增长。

收购西安习悦将提高围绕校园和家庭的互联网社区运营能力，扩大公司业务领域，切

入陕西省及全国高等院校，获得优质用户资源。西安习悦教育信息服务业务已覆盖西安市950所中小学校，作为中国电信全国掌上大学产品运营中心，其面向高等院校师生的“校园云”已上线、覆盖全国1,961所高校。

5、维持“谨慎增持”评级。假设此次收购在6月开始并表，按收购完成后股本1.08亿股计算，公司14~16年EPS分别为0.47元、0.99元和1.79元，当前股价对应14~16年PE分别为204倍、98倍和54倍。公司15~17年备考净利润为1.44亿、1.86亿和2.38亿；其中继教网15~17年净利润为0.68亿、0.85亿和1.06亿，西安习悦15~17年净利润为580万、760万和1,050万；按摊薄股本1.08亿股计算，公司15~17年备考EPS分别为1.34元、1.73元和2.22元，当前股价对应15~17年备考PE分别为72倍、56倍和44倍。我们看好公司基于校园和家庭教育核心应用场景打造产品矩阵，围绕“平台应用+服务拓展+内容增值”全业务运营体系，打造在线教育生态圈。

6、风险提示：并购整合不达预期；产品推广进度低于预期。

表 1、继教网交易价格及支付方式（单位：百万元）

序号	标的资产	交易对方	持股比例	现金对价	股份对价	交易总价
1		朱敏	33.3%	175	175	350
2	继教网	张雪涛	21.2%	111	111	223
3		陈江武	8.1%	43	43	85
4		顺业恒通	37.4%	196	196	392
	合计		100%	525	525	1,050

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2、继教网发行股份购买资产情况（单位：百万元、元/股、百万股）

序号	交易对方	交易对方	现金对价	股份对价	发行价格	发行数量
1	朱敏	朱敏	175	175	83	2
2	张雪涛	张雪涛	111	111	83	1
3	陈江武	陈江武	43	43	83	1
4	顺业恒通	顺业恒通	196	196	83	2
	合计		100%	525	525	525

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3、西安习悦交易价格及支付方式（单位：百万元）

序号	标的资产	交易对方	持股比例	现金对价	股份对价	交易总价
1	西安习悦	张威	99.0%	31	48	79
2		薛兆泽	1.0%	1	-	1
	合计		100%	525	100%	32

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4、西安习悦发行股份购买资产情况（单位：百万元、百万股）

序号	配套融资认购方	发行数量	认购金额
1	恒瑞天华	2.2	180
2	民生稳赢 3 号	0.4	31
3	莫剑斌	0.5	40
4	喻进	0.4	32
	合计	3.4	283

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 5、本次交易对上市公司股权结构影响（单位：百万股）

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
陈炽昌	31	31.9%	31	28.8%
中山市优教投资管理有限公司	12	12.0%	12	10.9%
广东中小企业股权投资基金有限公司	5	5.5%	5	5.0%
北京中泽嘉盟投资中心（有限合伙）	5	5.1%	5	4.7%
林小雅	4	4.0%	4	3.6%
交易对方				
顺业恒通	-	-	2	2.2%
朱敏	-	-	2	2.0%
张雪涛	-	-	1	1.3%
陈江武	-	-	1	0.5%
张威	-	-	1	0.5%
配套融资认购方				
恒瑞天华	-	-	2	2.0%
民生稳赢 3 号	-	-	0	0.3%
喻进	-	-	0	0.4%
莫剑斌	-	-	0	0.5%
其他股东	40	41.4%	40	37.4%
合计	97	100%	108	100%

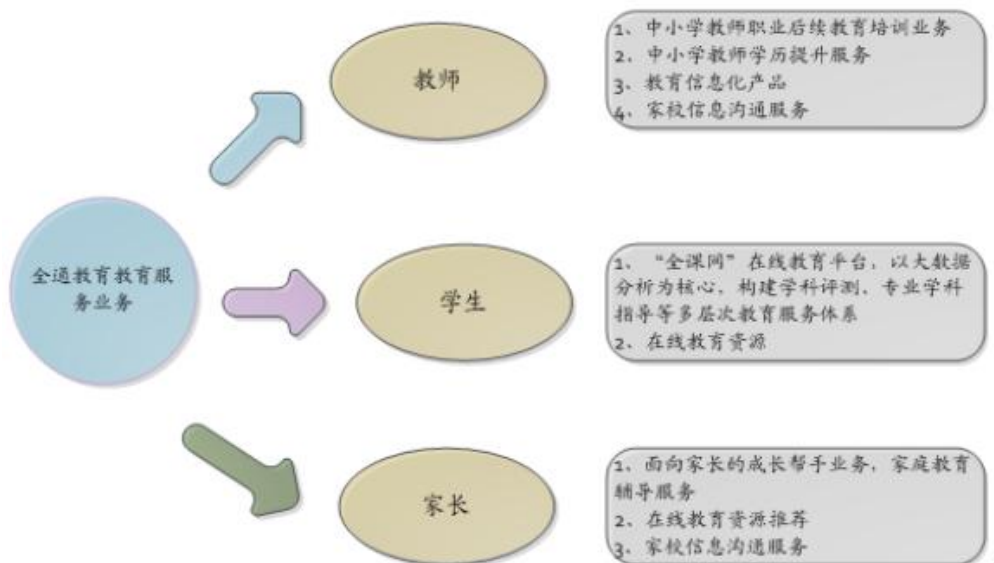
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 1、全通教育打造面向校园和家庭的智慧教育生态圈



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2、此次交易完成后公司业务体系



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3、全通教育产品矩阵图

应用 平台	家校沟通	学业评估 (阅卷、作业、竞赛)	家长学校	校园支付	人人通平板
全课网	家校即时通、知了等家校APP	学通数学 语智通 作文帮	成长帮（父母网络学院）	动力加一卡通/校付通	家庭入口
教师 继教网	推广渠道 内容来源	推广渠道 资源提供	推广渠道 资源提供	教师支付入口	家庭入口
和教育 校讯通升级	校讯通	全课通	成长帮手	智能校园卡	家庭入口

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

附 1、继教网具体介绍

继教网业务以K12基础教育教师继续教育培训为主，其占全部营业收入的98%左右。
K12基础教育教师继续教育培训：由继教网独立开展业务，继教网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，最后各级财政部门向继教网支付培训费用。
学历提升技术服务：由继教网与东北师范大学、全国高等教育自学考试指导委员会等单位合作，继教网提供组织及教学平台技术支持服务，形成技术服务收入。

1、K12基础教育教师继续教育培训：继教网科技业务包括“国培计划”和各省、市、县教育主管部门组织的教师培训。

K12基础教育教师继续教育培训根据组织的教育主管部门不同，可分为**国家级教师继续教育培训**和**地方级教师继续教育培训**。国家级教师继续教育培训以“国培计划”为主，地方级教师继续教育培训主要由省市县等各级教育主管部门自行组织本区域内的中小学教师进行继续教育培训。根据教育部国培计划专题网站（www.gpjh.cn）发布的2012年度、2013年度“国培计划”培训人次统计数据，继教网2012年度、2013年度“国培计划”培训人数占比分别为38%、45%。

国家级教师继续教育培训：以“国培计划”为主，具体包括“中小学教师示范性培训项目”、“中西部农村骨干教师培训项目”、“幼儿园教师国家级培训项目”、“中小学校长国家级培训项目”等内容。
地方级教师继续教育培训：由省、市、县等各级教育主管部门组织和领导，各教育主管部门根据地区教育情况的不同，每年制定培训计划，继教网会与各地教育主管部门合作开发具有地方特色的课程资源对学员进行培训。

从事**K12基础教育教师继续教育远程培训**业务具有较高的准入门槛，继教网具备申报“国培计划”远程培训项目的资质。截至目前，全国共33家远程培训机构具备申报“国培计划”远程培训项目资质。各省教育厅在“国培计划”招标过程中均要求投标单位具备教育部“国培计划”教师远程培训机构资质，省级地方培训也基本参照教育部“国培计划”

的要求在上述33家机构中选择。

继教网培训业务采用互联网、多媒体及多种交互手段为K12基础教育教师提供继续教育培训，属于在线职业教育领域；近年来国家和各级教育部门组织的教师继续教育培训逐步扩大在线培训的比例。继教网建设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2大系统，学习研修系统包括注册课程、学习交流、教学教务和考核评价；培训管理系统包括学习中心管理系统、学校管理系统、专家档案管理系统、培训者档案管理系统和学员档案管理系统，为教师、学校、教育主管部门建立了终身学习门户。经过10多年的发展，继教网从满足学员体验出发，不断总结经验，持续对培训平台进行技术升级改造，目前在线培训平台已能支撑超百万学员同时在线学习。

2、学历提升技术服务：为满足全国中小学教师对自身知识水平和学历提升的需求，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，面向全国中小学教师提供学历提升技术服务。在该项业务中，继教网提供组织及教学平台技术支持服务，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。继教网学历提升技术服务包括研究生课程进修班和中小学教师高等教育自学考试2项业务。

研究生课程进修班：继教网与东北师范大学合作，依托各自优势资源，以开展研究生课程进修班的方式，为广大中小学教师和教育管理干部提供专业提高和研修机会。在该项业务中，继教网负责提供组织及平台支持服务，由东北师范大学负责具体教学、考试等活动。

中小学教师高等教育自学考试：全国高等教育自学考试指导委员会与继教网共同实施“农村中小学教师远程教育项目”，由东北师范大学担任主考学校，继教网和县级教师培训机构进行助学管理。

附 2、西安习悦具体介绍

西安习悦产品或服务集中在K12基础教育和高等教育2大细分领域，产品具体可分为校园信息系统开发和教育信息服务2大类。教育信息服务提供K12基础教育家校信息互动服务和高等院校校园信息服务；校园信息系统开发主要为普通高校数字化校园建设进行软件及信息系统的开发。

1、教育信息服务：西安习悦教育信息服务业务包括面向K12基础教育和高等院校两大市场细分领域，其产品均为综合利用移动通信、互联网技术和云计算技术，构建的信息化系统平台。

在K12基础教育市场领域：西安习悦产品包括“家校即时通”及“知了”两大信息系统平台。“家校即时通”和“知了”为中小学校（幼儿园）、学生家长、教育服务机构及教育管理机构提供即时、便捷、高效的沟通互动服务，推动家庭教育和学校教育二者间的良性配合，满足家长对于关心子女健康成长、提升教育有效性的需要。“家校即时通”系西安习悦与中国电信合作推广的家校互动信息系统平台，“知了”为西安习悦在“家校即时通”基础上推出基于班圈社区应用的免费教育社交客户端。

家校即时通：西安习悦的“家校即时通”系统为传统校讯通等业务的升级换代产品，顺应移动互联网的发展趋势，涵盖PC端、iOS和Andriod手机APP应用客户端、普通手

机等各种电子终端。“家校即时通”围绕中小学生对家长、学校（教师）、教育行政机构和教育服务机构构建了便捷、及时、方便的信息平台，沟通方式涵盖短信、语音、图片、视频等各种形式。

截至目前，“家校即时通”已覆盖西安市950所学校，其中幼儿园121所、中小学校829所，注册家中用户达34万、注册教师用户2.22万、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，覆盖亲子娱乐、出国游学、名师在线、教育咨询、艺术辅导等各个方面。同时鉴于“家校即时通”在西安市良好的推广表现，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（包括：宝鸡、咸阳、延安、榆林、渭南、铜川、安康、汉中和商洛）推广。

知了：“知了”是在现有“家校即时通”的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。与“家校即时通”相比，“知了”突破了按基础运营商分类进行收费的限制，对所有使用用户免费，采用后向收费的互联网运营模式，通过整合线上线下资源和互联网口碑传播的方式汇聚用户。

截至目前，“知了”在湖北武汉市、广东珠海市和浙江富阳市进行试点，根据市场拓展规划，“知了”计划于2015年第二季度在全国范围内进行开放式注册推广。

在高等院校市场领域：西安习悦产品包括“校园云”和“校园号”。“校园云”定位于集高等院校学校教务、社团活动、教育资源推广、学生个人社交活动等为一体的综合性信息系统平台，目前“校园云”与中国电信西安分公司及陕西集成合作在全国高等院校推广运营；“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，由西安习悦在全国推广。

校园云：“校园云”是在普通高等学校现有的管理系统基础上，将手机客户端作为PC端在无线端的延伸和重要补充，采用对接、智能分析等技术，将校内的信息发布、教学管理和生活服务等信息系统进行整合，集成于手机客户端“校园云”APP，校园师生通过统一的账号登录即可随时随地享受各项校园信息服务。

“校园云”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；2013年6月与陕西集成合作在全国进行推广；2014年3月西安习悦成为中国电信掌上大学产品运营中心；2014年5月“校园云”拓展到校园社交、生活服务；2014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APP客户端已覆盖1,961所高校。

校园号：“校园号”属于高校微信、易信公众号深度定制的第三方服务平台，其目标用户为高校、大中专院校、中职院校的官方组织、学生团体、学生个人等在微信、易信平台所开设所有公众账号。通过校园号平台，公众账号能快速为校园类微信、易信公众账号接入今日课表、成绩查询等定制化功能，同时提供公交、快递等20多个基础功能，提高其平台服务能力，进而帮助公众账号快速聚拢用户，增强用户粘度。

“校园号”于2014年8月上线推广，截至目前，已有2,907个高校公众号入驻，涵盖2,372所高校。

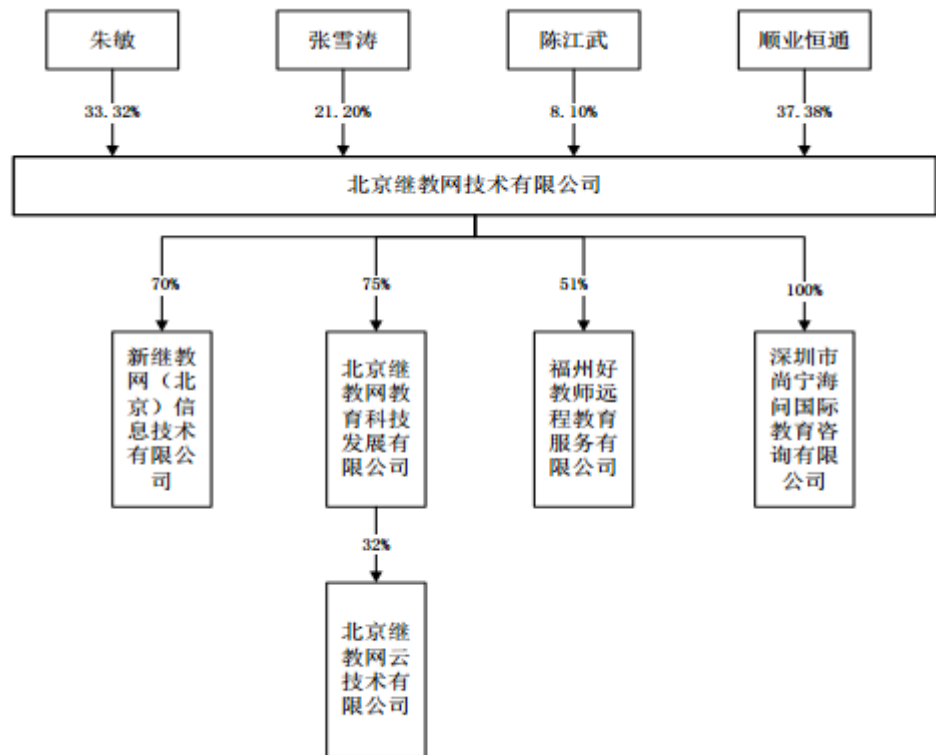
2、校园信息系统开发：基于对教育信息化需求的理解，西安习悦针对高等院校的专业差异、规模大小、管理思路、教学理念、网络状况等情况研发信息化解决方案，目前具体产品以智慧报到、定制化校园信息平台为主。

智慧报到：面向高校新生、学校迎新人员的信息服务体系。通过智慧报到，高校新生

在网上完成自助报到，学校迎新人员则能对迎新工作进行智能管理。智慧报到为报到新生和管理教师提供不同的登录平台，学生通过学生平台进行自主报到注册、办理相关手续；教师通过教师平台管理配置学生平台、统一管控报到进度。

定制化校园信息系统：西安习悦根据普通高校的实际需求，采用Web2.0技术，采用实名制的真实身份统一认证，整合教务管理、综合教学管理、实验室管理、公寓管理、学生工作管理、共青团工作管理、电子离校管理、就业管理、一卡通等管理类应用，同时提供微博、博客、即时通讯、网盘等功能，赋予社交元素。

图 4、继教网股权结构图



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 6、继教网利润表（单位：百万元）

利润表数据	12N	13N	2014 年前 3 季度
营业收入	248	243	114
营业成本	142	132	67
营业利润	52	68	12
利润总额	51	67	10
净利润	43	57	9
归属于母公司所有者净利润	42	50	10

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 7、继教网最近两年承担的“国培计划”项目（单位：个）

年度	项目数量	中标省份
2012 年	44	22
2013 年	50	21
2014 年 1~11 月	90	21

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 8、继教网最近两年的培训人次情况（单位：万人次）

类别	12N	13N	2014 年 1~11 月
国培项目	51	64	59
地培项目	164	163	143
合计	216	227	201

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5、K12 基础教育教师继续教育培训



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6、继教网培训平台架构及功能



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 7、继教网培训业务开展情况

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

社区互动



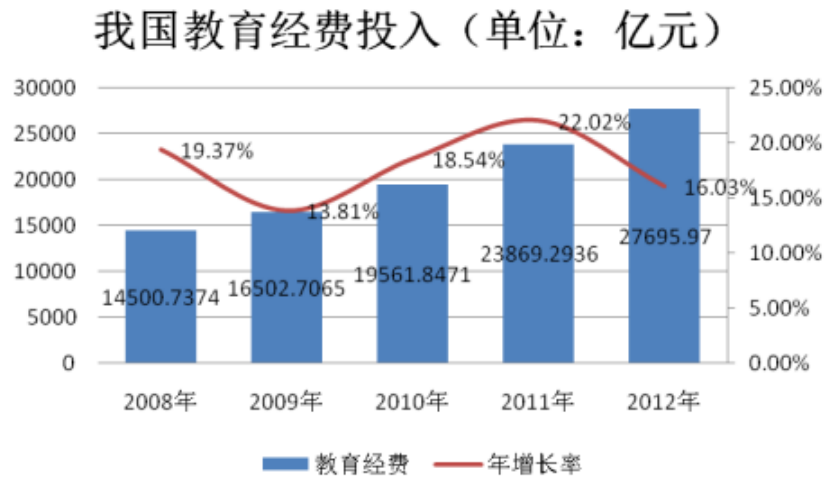
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 9、学历提升技术服务

序号	项目	培训内容	相关政策法规
1	研究生课程进修班	继教网与东北师范大学合作，依托各自优势资源，以开展研究生课程进修班的方式，为广大中小学教师和教育管理干部提供专业提高和研修机会。在该项业务中，继教网负责提供组织及平台支持服务，由东北师范大学负责具体教学、考试等活动	-
2	中小学教师高等教育自学考试	全国高等教育自学考试指导委员会与继教网共同实施“农村中小学教师远程教育项目”，由东北师范大学担任主考学校，继教网和县级教师培训机构进行助学管理	《关于印发<高等教育自学考试义务教育专业(专科、独立本科段)考试计划>的通知》(考委[2009]2号)

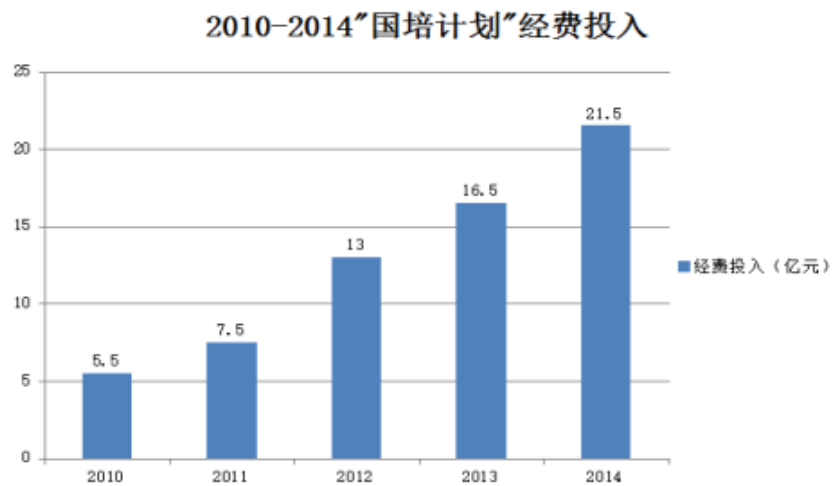
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8、我国教育经费投入



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 9、2010-2014 年“国培计划”经费投入



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 10、全国教师资格考试培训



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 10、继教网主要竞争对手情况

序号	机构(网站)名称	主营业务
1	中国教师研修网(主办单位:北京尚睿通网络科技有限公司)	中国教师研修网(网站域名: www.teacherclub.com.cn)是一家为全国中小幼教师和教育管理者的专业发展提供全方位学习服务的专业机构,是教育部认定的“中小学教师培训网站”、“教育干部远程网络培训基地”、“国培计划教师远程培训机构”。目前中国教师研修网开发了近 3000 门分层分岗的教师和管理者网络学习课程,逐步形成主题式、案例式、任务驱动式、团队常态研修等多种网络研修模式,并建立了集“教”、“学”、管理、社区等功能于一体的网络研修平台。
2	奥鹏远程教育中心(主办单位:北京奥鹏文化传媒有限公司)	奥鹏远程教育中心(现更名为“奥鹏在线”,网站域名: www.open.com.cn)是由教育部高等教育司 2001 年 12 月批准立项试点,2005 年 4 月正式批准运营的远程教育公共服务体系,也是教育部门批准成立的远程教育内容服务运营机构,主要为学员提供学历教育的学习平台技术服务。
3	中央电化教育馆培训中心(主办单位:中央电化教育馆)	中央电化教育馆培训中心(现更名为“全国中小学教师远程培训网”,网站域名: www.51elearning.org.cn)系由中央电化教育馆主办,具体承担国家中小学现代远程教育工程项目的人员培训,资源的整合、集成、发送,技术支持与服务等工作。中央电化教育馆系教育部直属事业单位。

资料来源:公司公告,广发证券发展研究中心

表 11、继教网主营业务收入区域分布情况（单位：百万元）

地区	12N	13N	2014 年前 3 季度
河北省	40	40	23
山西省	24	9	14
河南省	37	30	13
四川省	7	15	8
江西省	17	10	8
广东省	9	3	5
云南省	6	10	4
湖南省	3	4	4
贵州省	1	4	4
天津市	0	0	4
陕西省	5	19	3
海南省	6	8	3
福建省	8	9	3
湖北省	3	6	3
安徽省	0	8	3
浙江省	10	6	2
山东省	2	2	2
上海市	-	2	1
黑龙江省	5	5	1
甘肃省	1	6	1
青海省	1	3	1
广西省	30	9	1
宁夏省	2	3	1
北京市	5	5	1
辽宁省	1	1	1
吉林省	6	8	1
重庆市	3	7	1
江苏省	2	1	0
新疆维吾尔 自治区	0	2	0
内蒙古自治区	11	7	0
西藏省	0	0	-
合计	248	243	114

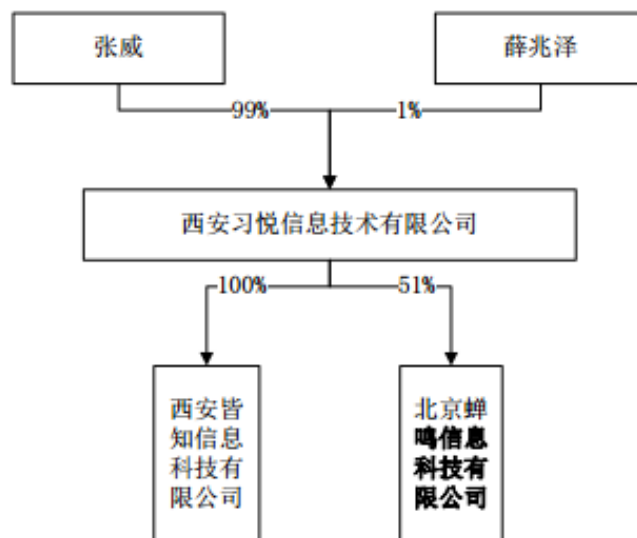
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 12、继教网前 5 大客户情况（单位：百万元）

期间	排名	客户名称	金额	占营业收入比重
12N	1	山西省教育厅	24	9.7%
	2	河北省中小学教师继续教育中心	24	9.6%
	3	广西壮族自治区教师培训中心	17	6.7%
	4	江西省教育厅师资处	10	4.2%
	5	浙江省教育厅	9	3.7%
		合计	84	34.0%
13N	1	河北省中小学教师继续教育中心	34	13.9%
	2	陕西省教育厅	10	3.9%
	3	山西省教育厅	9	3.9%
	4	四川省教育厅	8	3.2%
	5	广西壮族自治区教师培训中心	7	3.1%
		合计	68	27.9%
2014 年前 3 季度	1	山西省教育厅	14	12.1%
	2	河北省中小学教师继续教育中心	12	10.1%
	3	四川省教育厅	3	3.0%
	4	江西省教育厅师资处	3	2.9%
	5	云南省教育厅	3	2.9%
		合计	35	34.0%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 11、西安习悦股权结构图



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 13、西安习悦利润表（单位：万元）

利润表数据	13N	2014 年前 3 季度
营业收入	469	774
营业成本	218	265
营业利润	(22)	20
利润总额	(20)	40
净利润	(20)	40
归属于母公司所有者的净利润	(20)	40

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 14、西安习悦主要产品或服务及其用途

服务类型	服务内容	服务对象	具体产品
教育信息服务	家校互动信息服务业务和高等院校校园信息服务，提供软硬件调试、数据割接、运行监控、后续维护等服务，并结合业务推广运营的实际需求进行功能升级	通信运营商、学校、家长、教师、教育主管部门、教育市场服务机构	家校即时通、知了、校园云、校园号
校园信息系统开发	针对高等院校对数字化校园建设的实际需求，进行校园信息化系统的定制开发，满足普通高校对信息平台的功能的各项要求	普通高校、职业院校	智慧报到、定制化校园信息系统

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 15、西安习悦前 5 大客户情况（单位：百万元）

发布时间	排名	客户名称	金额	占营业收入比重
2013 年	1	中国电信西安分公司	5	100%
		合计	5	100%
2014 年前 3 季度	1	中国电信西安分公司	8	99.8%
	2	珠海市圣丰机动车辆检测设备有限公司	0	0.2%
		合计	8	100%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 12、校即时通提供消息、社交、在线教育等各种功能

①消息中心：各类信息流的汇集，提供即时通讯能力



- 教育主管机构、教育服务机构推送的各项消息
- 教师、学校发布的信息，提供小黑板功能，展示老师所发布的通知公告及作业信息
- 家长的消息
- 真实的班级群社交
- 基于不同兴趣的讨论组，在讨论组中进行交流沟通，更有针对性

②通讯录：打通与其他相关人关系的入口



- 老师：随时寻找教师答疑解惑
- 家长：与家长共同探讨问题
- 教育开放平台：寻找子女教育资源

③黑板：链接教师与家长，创造最快速的信息传递与统计



■ 通知/公告：以最直接的方式，传达老师的信息

■ 收到：告诉你的老师我收到了

④成长：将关系转化为内容或服务的快捷通道



■ 班级圈：“享”班内圈子信息

■ 找家教：“寻”同城家教老师

■ 在线专家：“问”孩子成长问题

⑤我：用户个人中心，用户行为转化为个人价值的平台



⑥教育开放平台：对接信息，教育细分领域的互联网入口



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 13、“校园云”提供校园学习、社交、生活三个方面功能

①我的大学：校园教务信息平台



- 校园官网：新闻资讯、学校介绍等
- 我的消息：平台个人信息入口，接受各类信息
- 今日课表：与教务系统对接，查询课程信息
- 我的成绩：查询教务系统中的个人成绩
- 图书馆：查询图书馆藏书信息
- 校园卡：对接校园一卡通系统，查询余额、消费明细等
- 找家教：收集、整理中小学家长家教需求信息
- 招聘信息：查看校园招聘信息
- 空教室：查询教学楼空闲教室
- 校园电话：校园常用电话、公共服务电话

②发现：校园社交平台



- 圈子：校园师生分享校园生活，共同成长
- 秘密：心底的秘密，陌生人倾听
- 活动：发布、参与活动，结交志同道合朋友
- 投票：发布、参与投票，共同选择、探讨

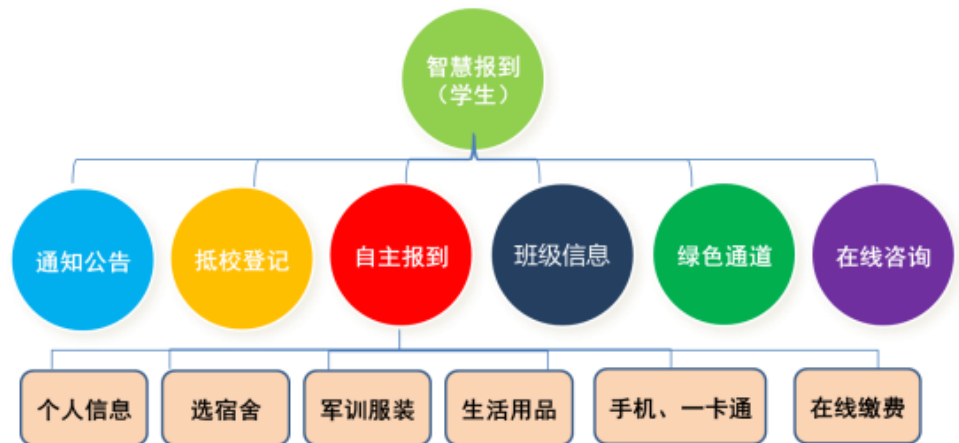
③生活：校园生活通



- 快递查询：快递订单信息查询
- 校园外卖：订购校园周边快餐外卖
- 翼讯卡：在线手机费用充值投票
- 跳蚤市场：发布、查看二手物品信息
- 特色生活服务：天翼阅读、小游戏，以及周边商家的优惠信息
- 活动广场：提供电信、学校的活动信息，包括飞 Young 礼包、投票、校园活动功能

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 14、智慧报到学生报到系统



A、智慧报到学生报到系统网页版情况如下：

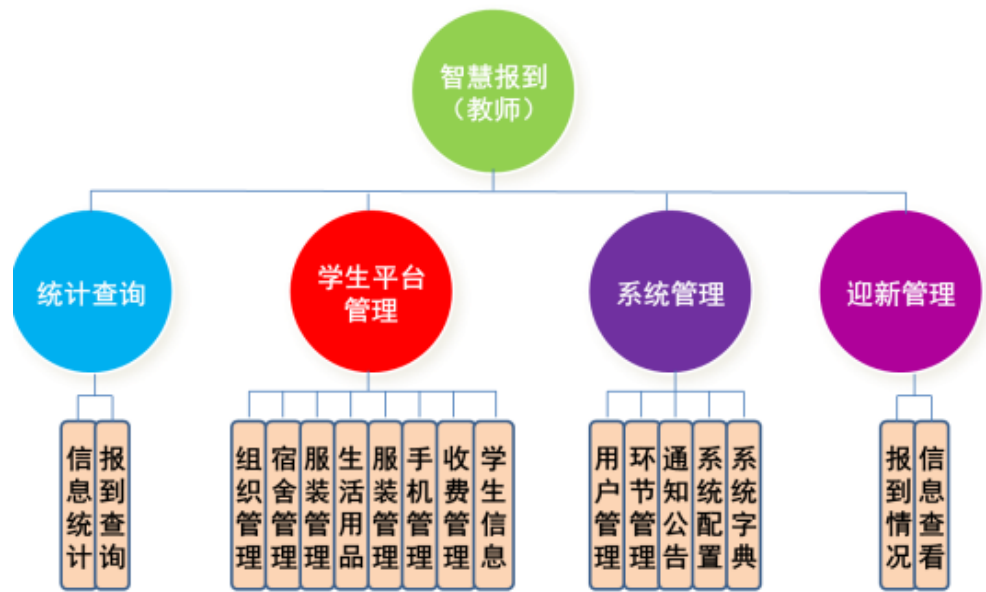


B、智慧报到学生报到系统手机客户端如下：



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 15、智慧报到学校管理系统



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

至12月31日	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	137	174	336	453	642
货币资金	97	125	287	303	389
应收及预付	40	47	49	149	252
存货	1	2	0	0	1
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	65	65	60	56	52
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	5	7	8	8
在建工程	1	1	1	1	1
无形资产	58	57	52	46	42
其他长期资产	1	1	1	1	1
资产总计	202	239	396	509	694
流动负债	17	22	19	32	51
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	4	9	5	19	37
其他流动负债	13	14	14	13	14
非流动负债	0	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	0	0	0
负债合计	17	24	19	32	51
股本	60	60	97	108	108
资本公积	43	43	125	125	125
留存收益	82	112	155	244	410
归属母公司股东权	185	215	377	477	642
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	202	239	396	509	694

至12月31日	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	157	172	191	584	1,113
营业成本	72	85	93	332	649
营业税金及附加	7	6	7	19	33
销售费用	10	11	14	38	67
管理费用	21	23	27	79	145
财务费用	(1)	(1)	(5)	(7)	(8)
资产减值损失	0	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	46	48	55	122	227
营业外收入	7	3	7	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	53	51	62	128	233
所得税	9	9	11	22	40
净利润	44	42	51	106	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	42	51	106	193
EBITDA	47	50	59	124	227
EPS (元)	0.41	0.39	0.47	0.99	1.79

	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	41	45	52	20	109
净利润	44	42	51	106	193
折旧摊销	5	5	9	9	9
营运资金变动	(11)	(5)	(0)	(92)	(86)
其它	3	3	(7)	(3)	(6)
投资活动现金流	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
资本支出	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	(6)	(12)	115	1	(19)
银行借款	(1)	6	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	37	10	0
其他	(5)	(18)	78	(9)	(19)
现金净增加额	33	28	163	16	85
期初现金余额	64	97	125	287	303
期末现金余额	97	125	287	303	389

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	10%	10%	11%	206%	91%
营业利润增长	13%	5%	13%	124%	86%
归属母公司净利润增长	18%	-4%	21%	108%	82%
获利能力(%)					
毛利率	54%	51%	51%	43%	42%
净利率	28%	24%	27%	18%	17%
ROE	24%	20%	14%	22%	30%
ROIC	20%	18%	11%	20%	28%
偿债能力					
资产负债率(%)	8.5%	10.0%	4.8%	6.2%	7.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.9	7.8	17.8	14.3	12.5
速动比率	7.9	7.7	17.8	14.3	12.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.5	1.1	1.6
应收账款周转率	5.2	4.3	4.4	6.6	6.2
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.39	0.47	0.99	1.79
每股经营现金流	0.38	0.41	0.49	0.19	1.01
每股净资产	1.72	2.00	3.51	4.44	5.97
估值比率					
P/E	239	248	204	98	54
P/B	56	49	28	22	16
EV/EBITDA					

广发传媒行业研究小组

- 赵宇杰：首席分析师，毕业于华中科技大学，曾任职于招商证券研发中心，2012年4月加入广发证券发展研究中心，2009~2014年连续6年获得新财富传播与文化行业最佳分析师（获得3次第2名、2次第3名、1次第4名），2010~2014年连续5年获得水晶球传播与文化行业最佳分析师，2013年东方财富·中国十佳分析师第1名。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 李涛：联系人，华中科技大学管理学硕士，2013年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。