

传媒

2015年01月28日

全通教育 (300359)

——拟收购继教网等造智慧教育生态圈，上调盈利预测

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2015年01月27日

收盘价(元)	88.15
一年内最高/最低(元)	100.5/34.8
上证指数/深证成指	3353/11552
市净率	24.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2155

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	3.68
资产负债率%	3.79
总股本/流通A股(百万)	97/25
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《全通教育三季报点评——“用户转化+平台升级+支付打通”推动互联网教育转型》2014/10/24

《全通教育(300359)——全课网“V1.0”正式发布，在线教育产品及用户转化显著超预期》2014/08/29

证券分析师

贺华成 A0230514070003
hehc@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297646
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **拟收购继教网+西安习悦，打造智慧教育生态圈。**公司拟以发行股份及支付现金方式购买全国中小学教师继续教育网(“继教网”)和西安习悦信息技术有限公司(“西安习悦”)100%的股权，股份发行价格为82.87元/股。继教网交易对价暂定为10.5亿，其中现金和股份对价各5.25亿，发行股份6,335,222股。西安习悦交易价格暂定为8000万，其中现金对价3200万，股份对价4800万，发行股份579,220股。同时配套募集资金不超过2.8亿，发行股份不超过3,408,953股。本次定增参与方均为公司原股东和高管，重复展现对公司发展前景的坚定信心。
- **继教网为兼具行业壁垒、地域、用户和内容优势的K12教师在线培训平台。**继教网是经教育部师范教育司批准，由东北师范大学主办，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幼儿园教师、校长开展继续教育的网站。继教网提供教育部指定的远程非学历培训、高考自考、研究生进修班、教师资格考试等考培项目，同时免费开放以教研讨论为主的教师社区。继教网具有明显的核心竞争力：第一，行业壁垒。继教网是教育部唯一发文的教师培训网站。第二，覆盖地域广，积累教师用户多。继教网已覆盖31个省，拥有1200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，是国内最大的K12基础教育教师在线培训平台。14年1-11月国培和地培培训人次达201万人次。第三，内容优势。继教网提供13个门类近5000门在线培训课程，覆盖学前、小初高中全科，连续三年承担教育部示范性课题。
- **看好教师继续教育市场，同公司形成多维度深度协同。**教育部数据显示，截止2012年，中小学教师(含幼师)人数为2084万，继续教育和职业资格考试为刚需。正保远程、华图教育等行业内公司均在教师培训方向积极布局。同时，国家加大教师继续教育在远程培训方面的投入比例，2012年要求“国培计划”的经费至少25%投入远程培训。我们认为，继教网同公司可形成多维度深度协同。第一、绑定教师，实现引流。公司注重校园入口和教师应用场景，继教网海量的教师用户资源，将作为教师的重要流量入口。第二、渠道方面形成国家、省、市、学校4层覆盖，同时在31个省优势互补，具地域延展性。第三、丰富的信息技术与学科培训课程，可帮助老师提高教学信息化水平，培养用户习惯提高黏性。第四、可实现内容由教师到学生的全覆盖。

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	172	130	426	622	1269
同比增长率(%)	10.00	12.50	147.3	46.0	104.0
净利润(百万元)	42	31	106.9	173.6	376.6
同比增长率(%)	-3.94	16.18	154.5	62.4	116.9
每股收益(元/股)	0.70	0.32	1.06	1.73	3.74
毛利率(%)	50.6	51.1	52.0	53.5	54.5
ROE(%)	19.6	8.7	20.5	25.4	38.7
市盈率	126	-	83	51	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 西安习悦研发运营实力雄厚，助力公司深化移动互联战略。**西安习悦是在线教育平台及应用提供商，对接中小学、高校、职教学校。教育信息服务产品有：“校园云”，中国电信全国掌上大学产品运营中心，面向高校的客户端，集大学生学习、生活、社交为一体；已接入32省，覆盖1961所高校，76万学生。“校园号”，是微信、易信公共账号，提供课表、成绩查询和校园生活资讯；已有2907所高校公众号入驻，涵盖2372所高校。“家校即时通”，是一款汇集家长、教师、教育机构的手机APP、教育服务商家的开放平台；已覆盖西安950所学校，注册老师2.22万，家长34万；签约开放平台教育服务机构581家，客户端装机量24万，日活42711人，日活率17.79%，7日留存69.43%，优于行业，15年计划向陕西九个地市推广。“知了”，是基于班级圈的家校互动社交应用，15Q2将在全国范围内开放注册。校园信息系统方面，有智慧报到、定制化校园信息系统。我们认为西安习悦的研发实力雄厚，其研发团队35人，来自华为、阿里巴巴、腾讯、飞利浦、人人网等公司。此外，其团队移动互联网运营经验丰富，用户累计速度和活跃度均优于行业，可帮助公司盘活用户，加强交互。
- 提升资产质量，改善盈利能力。**继教网2013年和2014年1-9月实现收入分别为2.43亿和1.14亿，归母净利润为4988.8万和998.9万（由于考培季集中在四季度，故季节性明显），承诺15-17年归母净利润不低于6800万、8500万和10625万。继教网在教师继续教育的细分领域优势明显，13年毛利率45.73%，净利率23.33%，盈利能力极强。西安习悦2013年和2014年1-9月实现收入468.77万和773.87万，净利润分别为-19.50万和39.54万，承诺15-17年归母净利润不低于580万、760万和1050万。西安习悦盈利能力不断改善，可助力公司提升整体“平台服务”+“业务拓展”+“内容服务”的运营能力。
- 上调盈利预测，维持买入评级。**并购基金成立后，公司从线下渠道和线下产品两条线选取优质标的，加强平台运营，继续推进“T”型增长模式，打造智慧教育生态圈。本次收购标的价格合理，且具有显著正效应。考虑并购标的利润和增发后（假设14年年报并表），我们上调公司盈利预测至14-16年EPS 1.06、1.73、3.74元（原预测为0.49、0.89、2.76元），上调幅度为117%、94%、36%，对应PE为83、51、24倍，维持“买入”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	157	172	426	622	1,269
营业总成本	111	124	305	435	872
营业成本	72	85	204	289	577
营业税金及附加	7	6	15	21	44
销售费用	10	11	27	40	80
管理费用	21	23	57	84	169
财务费用	(1)	(1)	0	0	0
资产减值损失	0	0	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	21

营业利润	46	48	121	187	418
营业外收支	7	2	8	23	32
利润总额	53	51	129	210	451
所得税	9	9	22	36	74
净利润	44	42	107	174	376
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	44	42	107	174	376

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。