

方直科技 300235.SZ

模式具有扩张潜力的教育服务商

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 主营同步教育软件及服务，行业领先：

公司主营业务为中小学同步教育软件产品的研发、生产和销售，2010 年主营业务收入 8140 万元，同比增长 35.1%；净利润 3540 万元，同比增长 47.2%。收入主要来源于方直金太阳教育软件，2010 年该业务收入占比达 81.9%。

公司较早进入中小学同步教育软件行业，通过长期积累，目前在行业中处于领先，已有 109 个城市的 300 万中小学师生使用公司的同步教育软件。

同步教育软件行业相比于电子学习机具有价格低、交互性高、更新频率快的优势；相比课外辅导培训具有成本低、可重复性高的优势，同时又比印刷同步教辅更具教学互动性。随着教育信息化工程的普及以及家庭教育支出的提高，同步教育软件作为新兴的教学方式具有一定发展潜力。

◆ 长期积累形成的上下游资源优势便于复制和扩张：

公司与一线教师、出版社、新华书店等单位多年的合作，拥有稳定丰富的上游版权资源和下游渠道资源包括人民教育出版社在内的多家出版商与公司常年独家合作。产品销售方面，公司进入了壁垒很高的教育系统征订，2010 年通过教育系统征订实现金太阳软件销售 2678 万元，占该项业务总收入的 40.17%。零售终端销售上，公司占 31.24% 的市场份额，处于行业领先地位。

公司目前专注于英语科目软件，根据“一纲多本”的要求迅速开发多种版本软件。这种研发、生产、销售模式较为成功，便于公司业务实现在不同学科、不同地域的复制。

◆ 募投项目助公司进行产品拓展和区域扩张

公司目前专注于英语科目软件，已有 14 个版本，仍有 30 个版本待开发。募投资金将投于英语科目软件升级及其他科目软件开发。长期积累形成的模式有助于公司迅速复制开发其他学科产品，并向一线城市以外更广的区域扩展，占有更大市场份额，扩大未来盈利能力。

◆ 估值和投资建议：

我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 1.05 元、1.37 元和 1.72 元。未来三年复合增速 28.7%，给予 22-25 倍 PE，合理价值区间为 23.1-26.2 元。

业绩预测和估值指标

年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60	81	109	142	177
净利润(百万元)	24	35	46	60	76
每股收益	0.54	0.80	1.05	1.37	1.72
每股净资产	1.21	1.86	8.65	9.71	11.01
ROIC	29.07%	41.08%	37.56%	37.85%	39.14%
ROE	44.98%	43.37%	12.13%	14.10%	15.58%

上市合理价 23.1-26.2 元

询价开始日期 6 月 13 日

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930510120024)

联系人：

孙金霞

021-22169042

sunjx@ebsecn.com

张良卫

021-22169049

zhangliangwei@ebsecn.com

发行数据

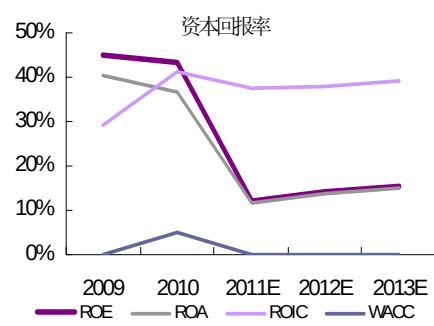
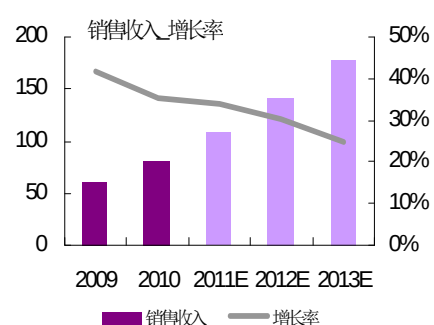
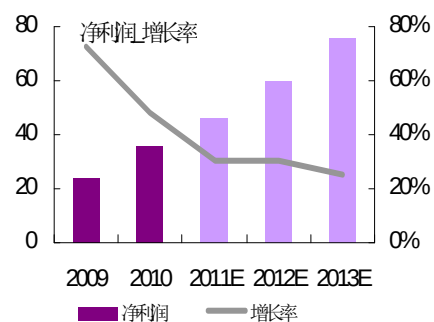
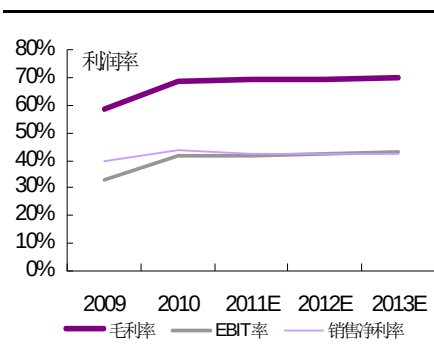
发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	11
发行后总股本(百万股)	33
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-06-20
主承销商	平安证券有限责任公司
主要股东	黄元忠
第一大股东持有比例(%)	30.20%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
中小学英语同步教育软件升级及新版本开发	35.28
中小学多学科(不含英语)同步教育软件	27.24
营销服务中心建设	27.00
研发中心建设	12.00
总金额	101.52

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60	81	109	142	177
营业成本	25	26	34	43	53
折旧和摊销	1	1	0	1	1
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	8	11	15	19	24
管理费用	7	10	14	18	22
财务费用	0	0	-1	-2	-2
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	23	34	46	62	78
利润总额	26	39	51	66	83
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	23.94	35.40	46.18	60.21	75.51

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	59	97	392	440	501
流动资产	54	90	382	426	486
货币资金	38	77	358	397	451
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	6	10	12	15
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	2	6	7	8
存货	5	5	7	9	11
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1	1	2	4	5
无形资产	1	4	4	4	4
总负债	6	15	11	13	17
无息负债	6	10	11	13	17
有息负债	0	5	0	0	0
股东权益	53	82	381	427	485
股本	33	33	44	44	44
公积金	4	7	254	260	266
未分配利润	16	41	83	123	174
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	27	41	37	55	72
净利润	24	35	46	60	76
折旧摊销	1	1	0	1	1
净营运资金增加	14	11	31	30	30
其他	-12	-7	-41	-35	-34
投资活动产生现金流	4	-2	-4	-5	-2
净资本支出	4	2	4	5	2
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-5	-8	-10	-4
融资活动现金流	-2	0	249	-12	-16
股本变化	25	0	11	0	0
债务净变化	0	5	-5	0	0
无息负债变化	-5	4	1	2	4
净现金流	29	39	281	38	54

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	41.87%	35.09%	34.04%	30.23%	24.83%
净利润增长率	72.83%	47.85%	30.43%	30.40%	25.41%
EBITDA 增长率	63.40%	69.52%	30.85%	32.17%	25.89%
EBIT 增长率	61.66%	69.57%	34.15%	32.30%	25.98%
盈利能力 (%)					
毛利率	58.67%	68.35%	69.12%	69.50%	69.96%
EBITDA 率	34.40%	43.17%	42.14%	42.77%	43.13%
EBIT 率	33.20%	41.68%	41.71%	42.37%	42.76%
税前净利润率	43.21%	48.01%	46.72%	46.77%	46.99%
税后净利润率 (归属母公司)	39.74%	43.49%	42.32%	42.37%	42.57%
ROA	40.25%	36.64%	11.79%	13.69%	15.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	44.98%	43.37%	12.13%	14.10%	15.58%
经营性 ROIC	29.07%	41.08%	37.56%	37.85%	39.14%
偿债能力					
流动比率	8.60	6.04	35.63	33.24	28.88
速动比率	774.11%	571.08%	3500.14%	3256.08%	2824.18%
归属母公司权益/有息债务	-	16.66	-	-	-
有形资产/有息债务	-	18.74	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.54	0.80	1.05	1.37	1.72
每股红利	0.00	0.00	0.31	0.41	0.51
每股经营现金流	0.61	0.93	0.84	1.26	1.64
每股自由现金流(FCFF)	0.03	0.42	0.14	0.46	0.85
每股净资产	1.21	1.86	8.65	9.71	11.01
每股销售收入	1.37	1.85	2.48	3.23	4.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名并带领团队获得首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

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，本证券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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。