

湘财证券研究所

TMT 行业研究小组

刘飞烨 分析师

执业编号: S0500511010006

联系人(研究支持):

姜国平

Tel: 021-68634510-8013

E-Mail: jgp3327@xcsc.com

发行数据:

发行前总股本(万股) 3300

本次拟发行量(万股) 1100

发行方式 网下发行+网上申购

保荐机构: 平安证券

财务指标 (2010.12.31):

营业收入(百万) 81.4

净利润(百万) 35.4

摊薄EPS(元) 0.80

投资要点:

- ❑ **中小学同步教育软件提供商:** 公司主要为广大中小学教师与学生提供同步教育软件及网络在线服务,公司的主要产品是金太阳教育软件。2010年金太阳教育软件收入占公司总营业收入的81.9%。
- ❑ **行业地位国内领先:** 公司是业内开发版本最多、覆盖区域最广的同步教育软件提供商之一。
- ❑ **版权资源优势突出:** 公司与人民教育出版社、外语教学与研究出版社、语文出版社等20多家全国主流出版社建立了长期稳定的合作关系。
- ❑ **教育系统征订进入门槛较高,公司有先发优势:** 与教材配套进入教育系统征订目录的教育软件必须经过严格的资质审查,具有较高的进入门槛。公司2010年教育系统征订销售覆盖了8个省和直辖市,语文社版中小学语文教参配套产品已覆盖到全国范围。
- ❑ **教育系统征订与直销分销产品定位不同,销量相互促进:** 公司进入教育系统征订的学生教材配套产品定位于基本功能,定价较低。公司的教参配套和直销和分销的产品定位稍高,价格也高。公司进入教育系统征订的产品对其他产品的销售起到良好的促进作用,尤其是教参配套产品的销售。
- ❑ **目前规模较小,成长空间巨大:** 公司目前规模较小,2010年营业收入8140万元。简单估算教育系统征订同步教育软件市场空间35-60亿元,直接销售和渠道销售的市场空间320-430亿元。
- ❑ **未来发展看学科扩展与区域扩展:** 公司未来非英语学科的扩展和销售区域的扩展将是发展的主要动力。
- ❑ **盈利能力较强:** 公司08-10年的净利润率分别为32.68%、39.74%、43.49%。
- ❑ **募投项目:** 本次募集资金主要投向教育软件升级及新版本开发、中小学多学科(不含英语)同步教育软件项目、营销服务中心建设项目以及研发中心建设项目,建设期为2-3年。
- ❑ **估值:** 预计公司2011年EPS为1.11元,给予2011年EPS23-29倍估值,公司合理价值区间在25.53-32.19元之间。

一、中小学同步教育软件提供商

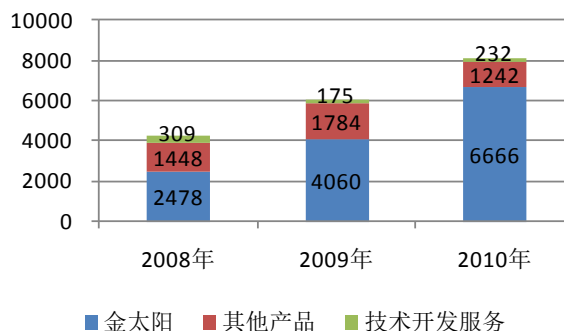
公司主要为广大中小学教师与学生提供同步教育软件及网络在线服务，公司的主要产品是金太阳教育软件。2010 年金太阳教育软件收入占公司总营业收入的 81.9%。

表格 1：公司主营业务介绍

业务类别	业务介绍	主要产品
金太阳教育软件	1、学生教材配套软件 2、教师参考书配套软件	与人教版、外研版等多个版本同步的多套软件
技术开发服务	为客户开发产品或软件平台	主要为凤凰互动课堂软件制作收入和远程教育通讯管理平台开发收入
其他产品	主要是子公司连邦信息销售的邮件系统及通用软件	代理美国 Mirapoint 产品

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图表 1：近三年公司收入结构（万元）



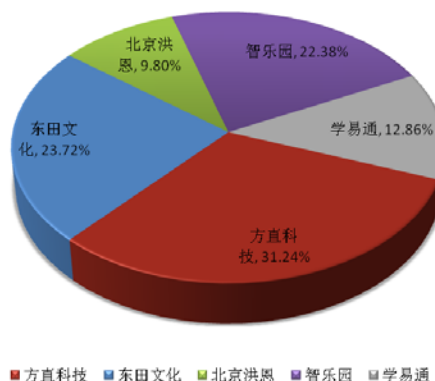
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

二、行业地位国内领先

公司是业内开发版本最多、覆盖区域最广的同步教育软件提供商之一。据行业专家统计公司 2009 年在重点一线城市新华书店等零售终端销售占比最高。目前全国性的同步教育软件企业主要有方直科技、东田文化、北京洪恩、智乐园、学易通。

图表 2：重点一线城市 2009 年新华书店等零售终端抽样统计数据

图示 重点一线城市2009年度新华书店等零售终端抽样统计数据



注：数据原始来源中国教育新闻网（《教育信息化带动现代教育的全面发展》，作者：郭良杲）

资料来源：招股说明书

公司教材版本覆盖较全，目前全国经审定的新课程标准小学英语教材共计 34 套，初中英语教材 8 套、高中英语教材 7 套。截至 2010 年末，发行人已开发小学英语 14 个版本、初中英语 4 个版本、高中英语 1 个版本。

公司产品销售范围较广，目前覆盖全国 22 个省、4 个直辖市，3 个自治区，覆盖到 109 个城市。全国合作的新华书店有 76 个。

三、版权资源优势突出

同步教育软件需要和教材配套，软件提供商需要获得教材或出版社著作权的使用权，使其产品或服务与指定教材保持一致。公司与人民教育出版社、外语教学与研究出版社、语文出版社等 20 多家全国主流出版社建立了长期稳定的合作关系。公司与人民教育出版社、中国教育协会外语专业委员会等主流出版社合作期限均在 10 年以上。

四、教育系统征订进入门槛较高，公司有先发优势

与教材配套进入教育系统征订目录的教育软件必须经过严格的资质审查，具有较高的进入门槛。目前，业内通过教育系统征订渠道进行销售的企业较少，公司的主要竞争对手中仅东田文化具有教育系统征订销售模式。公司 2010 年教育系统征订销售覆盖了 8 个省和直辖市，语文社版中小学语文教参配套产品已覆盖到全国范围。公司教育系统征订销售收入占营业收入比例逐年提高，08-10 年分别为 14.58%，31.95%，32.9%。

表格 2：公司教育系统征订销售范围及收入

年度	教育系统征订销售覆盖区域	教育系统征订销售收入
2008 年	广东\江苏\上海	617.57 万
2009 年	广东\江苏\上海\河北\山西\浙江	1922.77 万
2010 年	广东\江苏\上海\河北\山西\浙江\湖南\山东 此外，语文社版中小学语文教参配套产品已覆盖到全国范围	2678.13 万

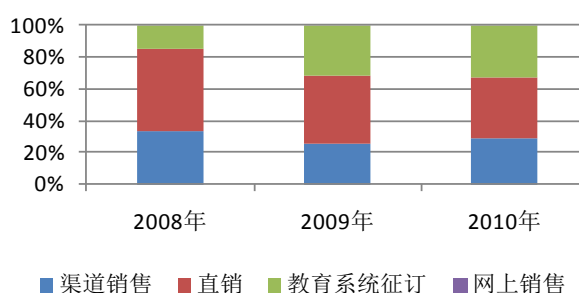
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

五、教育系统征订与直销分销产品定位不同，销量相互促进

公司进入教育系统征订的学生教材配套产品定位于基本功能，受限于国家有关规定定价较低，每张光盘不超过 5 元，公司的教参配套光盘不受此限制。公司直销和分销的产品定位稍高，价格 60-80 元。公司进入教育系统征订的产品对其他产品的销售起到良好的促进作用，尤其是教参配套产品的销售。

2010 年学生教材配套销售占教育系统征订销售的比例为 44.44%，占方直金太阳同步教育软件销售的比例为 17.85%。

图表 3：主营收入渠道分析



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

六、目前规模较小，成长空间巨大

公司目前规模较小，2010 年营业收入 8140 万元。同步教育软件市场巨大，2009 年国内中小学教师 0.1 亿人，学生 1.8 亿人，以教参配套 30 元一套，教材配套 5-10 元一套，覆盖语文、数学、英语三门主课，简单

估算教育系统征订同步教育软件市场空间 35-60 亿元。直销和渠道销售的产品价格要贵，60-80 元，简单估计直接销售和渠道销售的市场空间 320-430 亿。

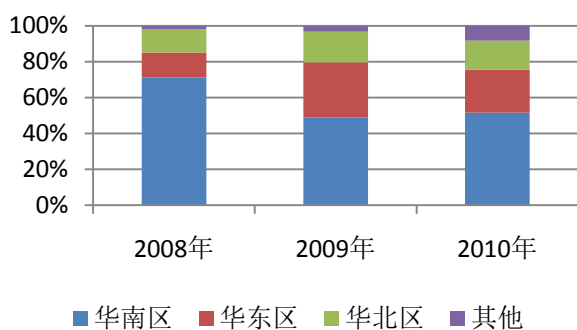
七、未来发展看学科扩展与区域扩展

公司目前的主要收入来自英语教育软件收入，10 年占教育软件收入比例的 88.6%。在区域上主要收入来自华南地区，2010 年华南地区占收入 52%。公司未来学科的扩展和销售区域的扩展将是发展的主要动力。

公司近年来拓展非英语学科的教育软件，2008-2010 年英语占教育软件的比例从 94.2% 下降到 88.6%。

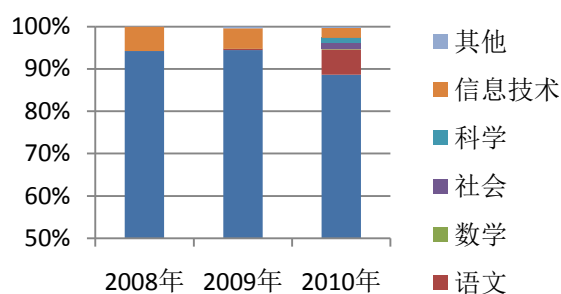
公司拓展销售区域，华南地区的收入占比从 2008 年的 71.2% 下降到 51.7%。

图表 4：分地区销售收入



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

图表 5：分学科销售收入



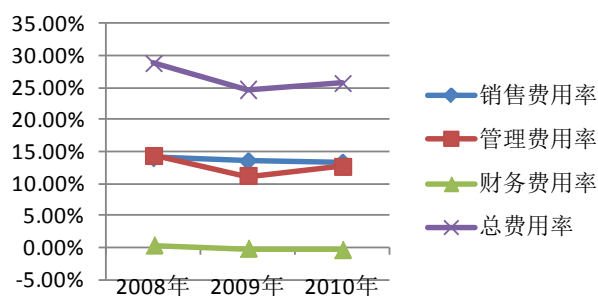
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

八、费用控制稳定，盈利能力较强

公司由于长时间的积累，已经具备了规模优势，利润率较高。公司 08-10 年的净利润率分别为 32.68%、39.74%、43.49%。

公司近三年的费用率比较稳定。

图表 6：近三年费用率



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

九、募投项目

本次募集资金主要投向教育软件升级及新版本开发、中小学多学科（不含英语）同步教育软件项目、营销服务中心建设项目以及研发中心建设项目，建设期为 2-3 年。

十、风险提示

公司面临的主要风险是盗版风险以及公司学科和销售扩展不力的风险。

十一、估值

预计公司 2011-2013 摊薄 EPS 为 1.11, 1.56, 2.05，给予 2011 年 EPS23-29 倍估值，公司合理价值区间在 25.53-32.19 元之间。

图表 7：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	90	395	449	525	营业收入	81	119	158	215
现金	77	369	421	480	营业成本	26	36	50	68
应收账款	6	12	11	21	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	2	6	6	10	营业费用	11	16	21	29
预付账款	0	1	1	1	管理费用	10	20	21	28
存货	5	7	10	13	财务费用	-0	-3	-4	-3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	6	66	85	102	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1	21	39	57	营业利润	34	49	69	92
无形资产	4	4	4	4	营业外收入	5	5	7	8
其他非流动资产	1	41	41	41	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	97	461	534	627	利润总额	39	54	76	100
流动负债	15	11	14	18	所得税	4	5	7	9
短期借款	5	0	0	0	净利润	35	49	69	90
应付账款	6	7	10	13	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4	4	4	4	归属母公司净利润	35	49	69	90
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	34	47	67	92
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	1.11	1.56	2.05
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	15	11	14	18	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	33	44	44	44	成长能力				
资本公积	2	311	311	311	营业收入	35.1%	46.2%	32.8%	36.1%
留存收益	46	95	164	254	营业利润	51.9%	43.1%	41.9%	32.7%
归属母公司股东权益	82	451	519	610	归属于母公司净利润	47.9%	38.5%	40.3%	31.3%
负债和股东权益	97	461	534	627	获利能力				
					毛利率 (%)	68.3%	69.7%	68.4%	68.6%
现金流量表					净利率 (%)	43.5%	41.2%	43.5%	42.0%
单位: 百万元					ROE (%)	43.4%	10.9%	13.2%	14.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	311.3%	50.9%	60.4%	62.1%
经营活动现金流	41	35	69	75	偿债能力				
净利润	35	49	69	90	资产负债率 (%)	15.5%	2.3%	2.7%	2.8%
折旧摊销	0	1	2	3	净负债比率 (%)	32.70%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-0	-3	-4	-3	流动比率	6.04	36.83	31.44	29.89
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.71	36.15	30.75	29.13
营运资金变动	0	-12	2	-15	营运能力				
其他经营现金流	6	0	-0	0	总资产周转率	1.04	0.43	0.32	0.37
投资活动现金流	-2	-61	-20	-20	应收账款周转率	15	13	14	14
资本支出	2	20	20	20	应付账款周转率	5.80	5.72	5.91	5.77
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-41	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.80	1.11	1.56	2.05
筹资活动现金流	0	318	4	3	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.93	0.79	1.56	1.71
短期借款	5	-5	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.86	10.24	11.81	13.86
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	11	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	309	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5	3	4	3	EV/EBITDA	-2	-2	-1	-1
现金净增加额	39	292	53	58					

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。