



上市公司新股研究报告

证券研究报告
文化传媒—教育

谨慎申购

方直科技 (300235)

2011 年 6 月 20 日

领先的同步教育软件企业

IPO 发行价: 19.60 元 6 个月目标价: 19.68 元

互联网传媒行业首席分析师: 王茹远
SAC 执业证书编号: S0850210040002

wangry@htsec.com
010-58067935

联系人: 白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646

1. 公司主营中小学同步教育软件业务

方直科技前身成立于 1993 年, 从 1998 年开始至今, 主要为中小学教师与学生提供同步教育软件及网络在线服务。公司主导产品包括为学生提供的教材配套软件、为教师提供的教师用书配套软件以及网络在线服务。

2. 中小学教育服务市场前景广阔, 同步教育软件占比仍较小

根据教育部统计, 我国共有中小学专任教师 1064 万人, 中小学生 1.79 亿人。随着居民生活水平的提高和父母对子女教育的重视, 对教育的投资持续加大, 中小学教育服务市场前景广阔。其中, 传统教辅产品市场稳定, 课外辅导培训近年来在一二线城市发展迅速, 创新类工具 (如点读笔、电子学习机) 在密集的广告推动下, 也满足了部分多样化的教育需求。相对而言, 公司主营业务所在的同步教育软件市场规模较小, 根据中国教育新闻网数据显示, 2009 年全国中小学同步教育服务市场容量 537 亿元, 而公司 2009 年以 4000 万收入占同步教育软件市场 30% 左右的份额, 按此推算, 同步教育软件市场规模在 1.3 亿左右, 占中小学教育服务市场的 0.2%。

我们看好整个中小学教育市场, 但对同步教育软件行业持谨慎态度。从用户收入定位上看, 对于一二线城市教育支出较高的家庭而言, 除去教辅印刷品的刚性需求外, 更多的投入可能会流向课外辅导培训、互联网远程教育、创新类学习工具等, 对于广大农村地区, 仍会主要依赖传统教辅材料; 而以光盘为主要载体的同步教育软件则可能面临定位上的尴尬, 新华书店的音像部门营收每年都在递减。同时, 从产品使用上看, 大部分家长会有意识的控制孩子接触电脑、电视的时间, 而孩子在家长的控制下, 几乎不可能自愿用仅有的上网、看电视时间从事学习。今年 6 月初在美国上市的淘米 (TAOM) 定位于儿童网络娱乐社区, 其最初的想法却是做儿童教育网络社区 “果果乐园”, 但很快就发现难度太大而转型。

3. 公司主营业务情况

公司主营业务为方直金太阳教育软件, 此外还有 15% 左右为邮件系统业务, 我们认为邮件业务与公司主营业务耦合性不强, 且上游合作伙伴主要 Mirapoint 公司对业务的定位和规划都难以预期, 邮件系统业务存在一定不确定性。

表 1 公司业务收入

项目	2010		2009		2008	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
方直金太阳 线上收入	20.78	0.2	11.96	0.20	4.08	0.09
教育软件 线下收入	6,645.49	81.64	4,047.87	67.25	2,473.91	58.43
其他产品 (邮件系统)	1,241.56	15.25	1,783.82	29.64	1,447.62	34.19
技术开发服务	232.08	2.85	175.17	2.91	308.84	7.29
合 计	8,139.91	100	6,018.83	100	4,234.44	100

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

公司主要销售模式主要包括渠道销售、直销模式、教育系统征订销售三种，其中渠道销售主要是指通过新华书店销售，邮件业务收入主要计入了直销收入，而教育系统征订则属于发改委、版署定价，国家统一采购，捆绑销售。在线销售目前较小，可忽略不计。

表 2 公司主营业务收入渠道

项目	2010		2009		2008	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
渠道销售收入	2,313.97	28.43	1,556.36	25.86	1,400.48	33.07
直销收入	3,127.03	38.42	2,527.72	42.00	2,212.32	52.25
教育系统征订收入	2,678.13	32.90	1,922.77	31.94	617.57	14.58
网上销售收入	20.78	0.25	11.98	0.20	4.08	0.10
合 计	8,139.91	100.00	6,018.83	100	4,234.44	100

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 公司竞争优势和未来看点

2000 年以前，洪恩的《开天辟地背单词》、《洪恩 GOGO 学英语》曾出现在几乎所有盗版光盘贩卖点，同步教育软件行业就是在盗版的巨大冲击和计算机的迅速普及中成长起来。目前行业的主要竞争者包括北京洪恩、方直科技、东田文化、智乐园等，但洪恩定位于教育产品开发商和教育解决方案提供商，幼教占很大一部分，东田文化主营为以教师授课录像为内容的 DVD/VCD，与公司产品直接竞争亦有限。我们认为公司的竞争力主要体现在以下几个方面：

1) 公司从业时间长，积累了大量的上游出版社资源，公司与人教社、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。

2) 销售能力较强，公司 172 名员工中有 90 名从事销售业务。通过渠道销售、直销模式、教育系统征订销售结合的多种销售模式，全方位开拓市场。截至 2010 年底，该公司已覆盖 109 个城市，在北上广深等一线城市已完成深度布局，同时已与全国 76 家新华书店建立业务合作关系。

3) 公司成功进入教育系统征订目录，虽毛利率较低，但销量巨大且稳定、无营销成本，对提升公司品牌影响力也有帮助。

我们认为，公司未来主要看点在于目前主营业务规模较小（2010 年为 6600 万），而通过多年的运作积累了大量的教育行业经验，面对巨大的教育同步服务市场，未来如果能从单一的软件开发销售向综合教育产品及教育解决方案提供商转型，则可能得到更大发展空间。

5. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行 1100 万社会公众股，拟募集资金 1 亿元，用以中小学英语同步教育软件升级及新版本开发项目、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和研发中心建设项目四个主要项目，实际募集资金约 1.9 亿元。

表 3 募投项目分析

项目名称	总投资（万元）
中小学英语同步教育软件升级及新版本开发项目	3,528
中小学多学科（不含英语）同步教育软件项目	2,724
营销服务中心建设项目	2,700
研发中心建设项目	1,200
其他与主营业务相关的营运资金项目	
合计	10,152

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6. 建议谨慎申购

我们预测 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 0.84 元、0.87 元和 0.92 元。公司发行价为 19.6 元，对应约 2011 年 PE 约 23 倍。我们建议投资者谨慎申购该股。

风险提示：行业发展定位；销售区域、科目扩展；邮件业务与公司主业耦合性低。

表 4 方直科技利润表预测（万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4247	6025	8140	8905	9410	10070
YOY(%)	-	42%	35%	9%	6%	7%
减：营业成本	1776	2490	2576	3028	3294	3525
毛利	2471	3535	5564	5877	6117	6546
毛利率	58%	59%	68%	66%	65%	65%
营业税金及附加	16	20	39	45	47	50
销售费用	597	818	1086	1291	1317	1410
管理费用	609	672	1034	1247	1270	1359
财务费用	16	-7	-27	-235	-220	-205
资产减值损失	12	26	13	20	20	20
加：公允价值变动收益	-103	110	0	0	0	0
投资收益	64	134	0	0	0	0
营业利润	1183	2251	3419	3510	3682	3911
加：营业外收入	226	353	489	600	630	662
减：营业外支出	7	1	0	1	52	55
利润总额	1401	2604	3908	4109	4260	4518
减：所得税费用	16	209	368	411	426	452
净利润	1385	2394	3540	3698	3834	4066
每股收益 EPS(元)	0.31	0.54	0.80	0.84	0.87	0.92

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

注：EPS 均按发行后总股本进行摊薄。

信息披露

分析师声明

王茹远：互联网与传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：生意宝（002095.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、焦点科技（002315.SZ）、神州泰岳（300002.SZ）、同花顺（300033.SZ）、东方财富（300059.SZ）、顺网科技（300113.SZ）、腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴（01688.HK）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。