



快速发展的教育科技类龙头企业

股票价格：A\$0.40

睿泰科技有限公司（Retech Technology Co., Ltd.，澳交所代码：RTE），于中国发展起步，致力为各大公司提供在线培训与教育解决方案，在其服务的众多客户中有如奔驰、麦当劳、中国银行、平安和华为等知名企业。RTE 在线上培训提供商中处于首屈一指的地位，通过自身的前沿技术，向客户提供跨平台的综合在线服务解决方案。

估值范围：A\$1.19-1.49

ASX：RTE

领域：客户服务

2019 10.04

利用现有的 IP, 拓展新领域

RTE 近期已收购位于墨尔本的一所语言学校，将其现有的流媒体实时课程传输技术、在线教学经验运用于其在线英语学习（AI-English）业务。通过新建的合资企业，RTE 已经进军到中国以外的市场和区域。同时，RTE 也正在开发基于 SaaS（Software-as-a-Service, 软件即服务）的软件服务订阅平台，服务于其 ESG 业务即企业关于环境、社会、公司治理方面的合规性披露服务。在全球在线学习行业中，预计 5 年复合增长收益率（CAGR）为 11 个百分点，而诸如上述这些新的业务领域，均有望给 RTE 公司带来较大的收入增长和盈利空间。

协同发展，增加收益

RTE 为新客户提供现有在线学习与培训内容服务、推广新的软件服务和其 SaaS 平台、应用实时流媒体服务技术及相关知识产权促进在线英语教育及培训业务的成长，这些举措将推动 RTE 协同增效和盈利。

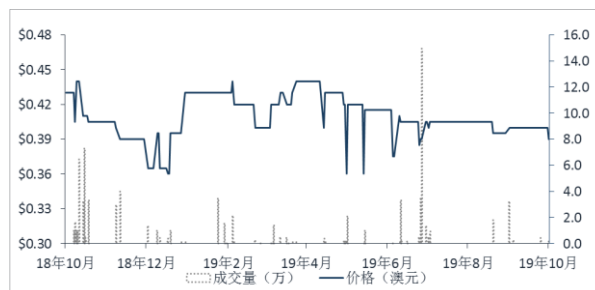
估值范围：A\$1.19-1.49 /每股

采用 DCF 和相对估值相结合的办法，对 RTE 的基本估值为每股 A\$1.19，在更乐观情况下的估值为 A\$1.49。基于未来的成长预期，我们从如下两方面拓展：一方面，利用现有技术，在新业务领域提高客户的粘性和复购率以获得持续稳定收益，另一方面，通过拓展职业院校业务与 ESG 业务、AI-English 培训与教育的迅速发展来增加业务收入和提升企业整体价值。

市值（澳元）	9317 万
# 发行在外股份	2.33 亿
# 完全稀释股份	2.49 亿
完全稀释市值（澳元）	9971 万
自由浮动率	50.2%
52 周最高价/最低价（澳元）	0.54 / 0.36
最近 12 个月日均成交量（万）	1.36
网址	www.retech-rte.com

来源：公司，Pitt Street 调研公司

股票价格（A\$）和平均每日成交量(k, r.h.s.)



来源：汤姆森，Pitt Street 调研公司

估值指标	
合理估值（澳元）	1.19-1.49
加权平均资金成本	11%
假定永续增长率	1% - 2%

来源：公司，Pitt Street 调研公司

[在此处](#) 订阅我们的调查结果

分析员：Marc Kennis

电话：+61 (0) 4 3483 8134

Marc.kennis@pittstreetresearch.com

年度（截至12月） 人民币	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测
收入（万）	10,420	13,050	16,962	22,318	29,626
税息折旧及摊销前利润（万）	4,613	6,185	7,215	9,574	12,737
净利润（万）	3,869	4,923	4,959	7,261	9,823
税息折旧及摊销前利润率（%）	44.3%	47.4%	42.5%	42.9%	43.0%
资产收益率	15.4%	17.5%	13.8%	16.8%	18.5%
每股收益（分）	19.23	21.34	21.39	31.17	42.18
每股股利（分）	0.00	0.00	2.41	3.12	4.22
市销率	5.1x	3.1x	2.1x	1.3x	0.8x
企业价值倍数	11.6x	6.6x	4.9x	3.1x	1.8x
市盈率	12.6x	9.8x	9.0x	6.1x	4.5x
股息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.6%	2.2%

来源：公司，Pitt Street 调研公司



目录

为什么投资 Retech.....	3
I 传统稳健的收入增长模式.....	3
II 高度可拓展商业模式驱动利润增长.....	3
III 利用高科技进军周边领域.....	3
IV 垂直领域和亚太地区的迅速扩张.....	3
V 高科技教育领域最便宜的商业模式.....	4
在线学习解决方案的行业领导者.....	4
多种交付平台，多类收益渠道.....	6
方案设计和授课结构.....	9
新的合作伙伴，进军新的市场.....	14
应用在线授课模式进行实时授课.....	16
全球在线授课行业快速增长.....	18
快速增长的中国在线教育空间.....	19
为什么亚洲对教育科技公司具有吸引力？.....	20
中国教育科技行业的主要竞争对手.....	22
RTE 高速发展的引擎.....	24
即便拥有强大的基础，却一直在被低估.....	27
结论.....	31
风险.....	32
附录.....	34
一般性建议，免责声明与披露事项.....	38



投资睿泰，把目光投向 Retech 的主要原因

I 现有收入的稳定成长和新模式的拓展

RTE 提供基于在线学习平台的综合技术服务应用解决平台和各类培训与学习课程和课件，客户广泛分布于高科技、金融、汽车及零售等各行业，收入持续稳定增长。其最新的发展策略，将打入职业教育市场拓展相关业务并带来快速增长。开拓 ESG 在线学习平台服务，将使 RTE 增加订阅类收入。这些新的盈利模式可以带来更加快速的收入增长。这一过渡有望获得重视稳定和持续收入源的投资者的认可。

II 高度可拓展商业模式驱动利润增长

RTE 的独特模式是应用先进技术，跨平台提供课件。我们认为这是一种高度可扩展的商业模型。核心功能强大和定制需求自如的解决方案和学习管理系统（LMS）对于客户是不可或缺的，正因如此，也让 RTE 常常能够拿到多期项目、找到粘性客户。通过提供在线学习的综合解决方案，该公司产生了相对较高的净利润率（过去两年的平均值为 36.3%）。鉴于其固定成本基础和稳固的业务模型、以及跨地区和跨领域的广泛分布，我们预计 2019E-24E 期间净利润率将进一步扩大约 650 个基点[1 个基点=0.01%]。

III 利用高科技进军周边领域

2019 年 6 月，RTE 收购了一家位于墨尔本的语言培训学校，该学校设有多个教学基地和在线直播室，标志着其进入了一个不同但相关的领域。RTE 的目标是利用其交付平台和工具，通过实时传输，实现跨国语言培训和教育（AI-English）。我们认为，凭借资产负债表中充裕的流动资产，RTE 可以进一步进行类似的收购，以进入相关的领域，从而扩大其高利润的收入基础。

IV 垂直领域和亚太地区的迅速扩张

➤ 中国国内的增长：

在过去的五年中，中国在线教育和在线职业教育市场，一直以 20% 的复合年增长率增长。RTE 一直在扩大其在现有行业领域（即金融，零售，科技和汽车）的份额。同时，RTE 寻求突破进入新的垂直领域，如 ESG 和语言培训。我们相信，此举有望进一步扩大该公司在中国的商业基础，提升其整体价值。

➤ 区域扩张：

继中国之后，RTE 正进一步扩大区域版图，并与日本领先的在线学习解决方案公司成立了合资企业。该公司旨在覆盖亚太的大部分地区，并提升公司的研发能力。凭借与大型跨国公司、政府机构以及知名合作伙伴合



作的经验，RTE 能够轻松实现区域扩张与业务增长的目标。据统计，全球企业在线学习行业，在未来的五年内将以每年 11% 的复合增长率保持增长，因此我们预计新的合资企业将为 RTE 带来巨大的增长机会，并将成为未来收入强劲增长的催化剂。同时日方的科研能力也能进一步增强公司的研发和技术力量。

V ASX 最价优的教育科技类企业之一

我们认为 RTE 的当前估值不能准确反映其增长潜力。在高增长的教育科技行业中，这是最具有投资价值的机会之一。纵观其商业模式、扩展领域、行业增速，其利润和稳定性预示着不容忽视的巨大成长空间和企业潜在价值。

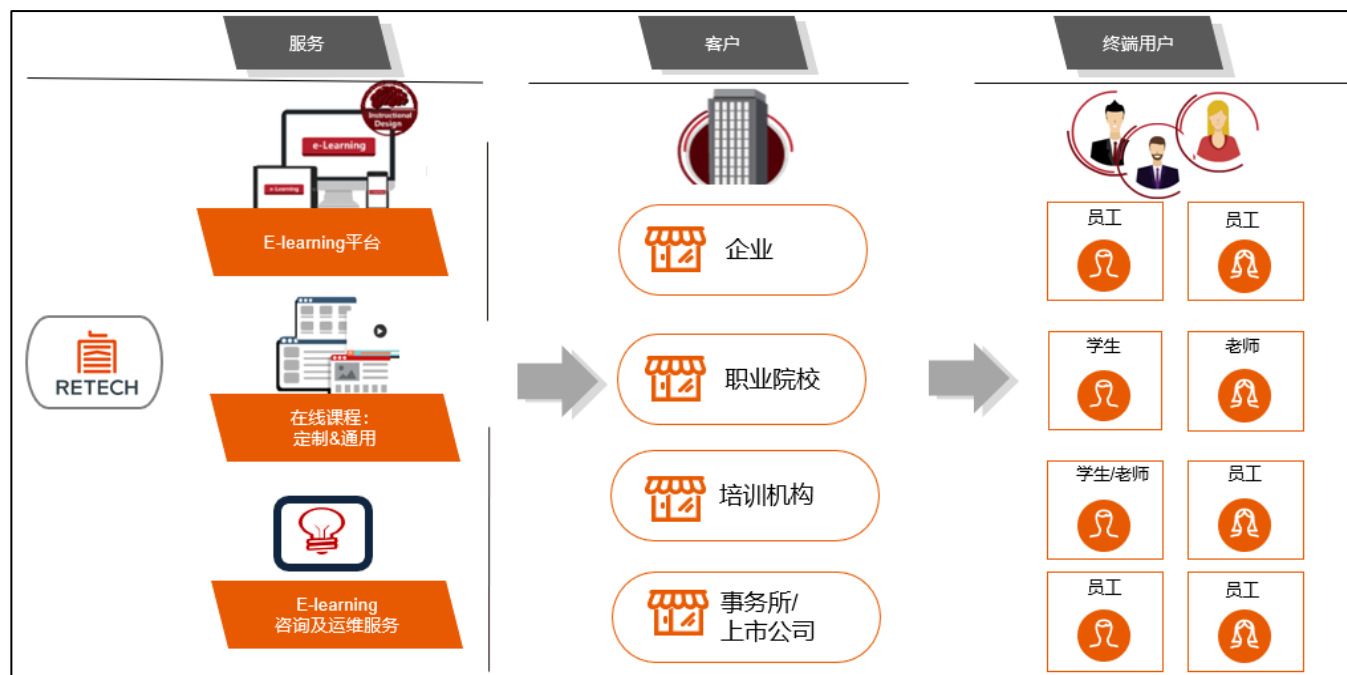
在线学习解决方案的行业领导者

睿泰科技有限公司（Reteck Technology Co., Ltd.，澳交所代码：RTE），于中国发展起步，致力于为各大公司提供在线教育及培训解决方案，如奔驰、麦当劳、中国银行和华为。RTE 在线上教育培训提供商中处于首屈一指的地位。其通过利用自身的前沿技术，向客户提供跨平台的综合在线培训解决方案，支持手机及各类社交媒体等。

公司通过结合定制课件和自研平台，提供综合的学习管理系统（如图 1）。RTE 传统的在线教育与培训平台解决方案包含平台产品及套件、通用课程及定制课程。



图 1： RTE 在线学习方案——商业模式



来源：公司

为了保证线上课程和项目的有效传授，RTE 会基于培训需求，定制线下培训流程，并使之数字化，从而利用其平台，将线上线下有机结合，也使用户能够通过安全、专用的门户访问达到不同平台的无缝链接。

与大多数竞争对手不同，RTE 不仅仅是内容合作者，而是全面的电子学习解决方案生态系统的提供商。它的独特专长在于使用教学设计开发更有效的学习课件、并集成在在线培训平台体系。该公司主要通过经验丰富的专业团队构建电子课件及内容，并利用其自身持有的 100 多个知识产权，并使用其专有的基础架构来交付不同的高端内容。纵观整个价值链，从内容到多平台交付工具，让 RTE 的足迹遍布全国，并与多个行业的多元化客户群建立了牢固的联系。RTE 凭借其在多样化的客户群中，长期享有的良好声誉，使他们在课程定制、定制化软件开发，和 IT 咨询服务中不断地收获老客户的持续订单。

该公司学习管理平台的主要亮点包括大规模的并发能力、多层级用户管理系统、多语言支持功能、审批权限管理功能及定制化套件等，以及开放的在线测试系统。其课件的独特性包括多平台兼容性、可用于组合不同课程的课件模块，以及丰富多样的课件形式可包含模拟场景式课件、3D 仿真课件及互动式、游戏化课件等。

中国在线学习解决方案行业呈指数型增长，
RTE 是其中首屈一指的服务商



公司运营的主要业务领域

企业

这是 RTE 主营业务收入来源的主要领域。公司面向汽车，金融，零售和高科技行业中的各类公司和政府组织，为其提供课件和平台。RTE 的在线学习业务围绕为企业设计和构建在线学习平台、开发在线课程而进行。

RTE 与其广泛且多元化的客户群保持着深厚的战略合作伙伴关系。与业内标杆公司的稳固关系，帮助其向同类公司扩展其业务，提升其行业渗透率。此外，RTE 也能够从同一组织的不同分支机构获得项目，集团性公司、跨国公司等均请 RTE 为其不同的分支机构、多个部门等设计针对性的学习解决方案。RTE 也有能力合理使用并维护长期的合作关系，在大型企业的供应商清单中 RTE 已经多年成为其核心在线学习平台系统供应商。有效的客户关系管理是 RTE 能够在 2016-18 年期间利润不断增加的主要原因之一，约 47% 的收入（16-18 年期间）来源于其长期合作客户。2016 年至 2018 年期间 RTE 已经累计拥有 190 个客户，其中有 44 个客户是长期合作的客户，占总客户的 23%。

职业院校

RTE 一直在帮助职业培训机构来推进其建设“在线教育与学习系统”。该公司在整合这些机构的离线课程方面发挥了重要作用，通过其平台提供在线互动课程，提升教学效果。引入 RTE 所积累的企业项目经验，职业院校的老师可以让学生通过在线学习平台学习未来工作场景所要求的综合技能和上岗前知识。通过具有在线学习互动系统，RTE 的 O2O 混合培训项目可以向中高职院校提供人才培养的新方法，提升教学效果，这也与中国的国家战略高度一致。从另一个角度来说，企业也更愿意接受经过此类培训的学生，提前具有了未来职位所需有的基本技能，缩短了入职培训的时间，更有效地节约了企业的培训成本。

语言培训

2018 年，RTE 通过收购一家位于墨尔本的私人中文培训机构，进入了语言学习与教育领域。该公司的新业务包括在中国提供 K12 在线英语教育服务以及相关在线学习课程。RTE 致力于使用它的专有技术提供高质量的实时在线语言课程，整合澳洲优质的教育资源，通过在线教育的方式导入中国市场，创造更高的商业价值。

环境、社会和公司管理（ESG）

通过其子公司（90%控股）博睿可持续发展有限公司（Prosage Sustainability Development Limited, “ProSage”），RTE 以新的平台模式，开发 ESG 合规性培训平台。ESG 平台包括与 ESG 概念及其报告有关的相关培训课件。我们相信，随着越来越多的公司要求符合 ESG 标准，从中长期来看，这种垂直业务将为 RTE 提供重要的增长机会。

多种交付平台，多类收益渠道

为了提供给不同客户综合的在线学习解决方案，RTE 采用多种方式整合提供在线培训类服务与运营。其综合解决方案可实现大规模并发，并

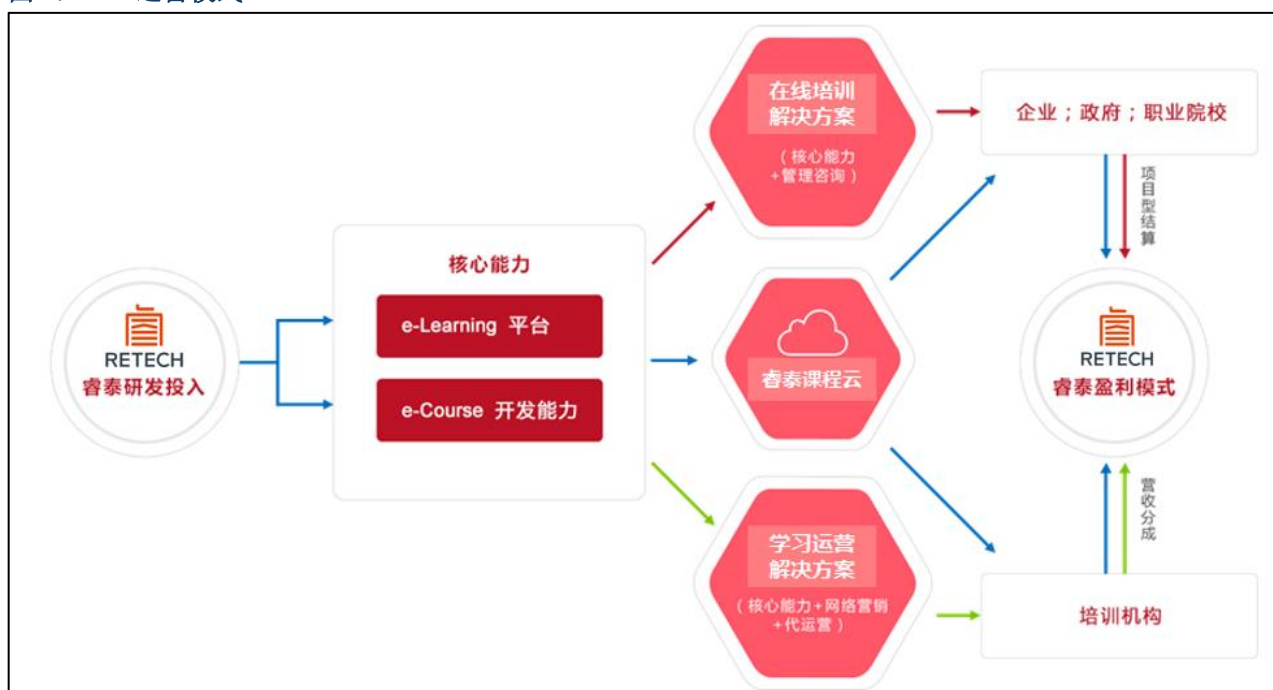
RTE 是在线培训与教育行业的综合解决方案供应商，是知识服务提供商和学习技术领导者



简化程序模块的管理，其中包含了可集成到客户企业 LMS 中的定制和通用课程，满足客户针对学习与管理的各类要求。

此多渠道交付流程（图 2）使多种收益流和收益能力得以实现。主要的收入模式包含收取软件许可费、在线学习平台开发及服务收入、咨询收入、学习管理系统维护服务收入、在线学习内容定制化收入等。

图 2： RTE 运营模式



来源：公司

在 RTE 服务过的各类客户中，每个解决方案先以平台搭建或课件提供为基础。后续，对于每个项目的拓展我们持续与客户保持密切的联系。各类因素的变化与客户需求的提高，比如项目范围的变化、持续的运营需求、RTE 通用课程的导入，这些都为 RTE 每个项目附加价值提供了上升空间。每个更新或者持续的投入工作都将给 RTE 带来利润的增加。

1) 在线平台学习解决方案

该在线学习平台是 RTE 学习模块交付的最主要渠道，其通过 PC 端、移动端、社交媒体（微信）应用程序和面对面授课工具的组合，提供了一个完整的混合式在线学习解决方案（图 3）。这些平台具有问答、社交化学习和交互式视频等功能，确保对于使用者的易用性和高效性，并能够同时推动学习进程、优化学习路径。

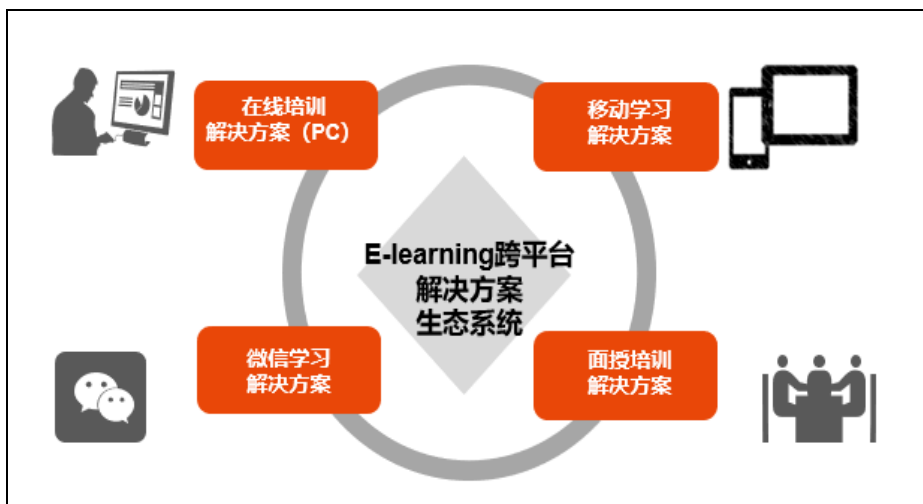
RTE 是在线培训呢与教育平台的引领者，并以客户为导向，融入更先进的功能，以促进用户的学习、带来企业的成长，例如大数据收集、学习路径与效能分析，及以人工智能（AI）为基础的自适应学习技术等。这些都满足客户及用户基于需求与应用的知识及技术的提升与进化，也保证了学习管理系统能够胜任和适应商业环境及企业需求的不断变化。

RTE 的传统商业平台运营模式表明，其收入流包括：在线学习平台开发收入、软件许可费收入、咨询收入、系统集成设计与服务收入以及



LMS 托管和维护收入，课件服务等。多种收入与业务流，支持了 RTE 的快速发展。

图 3：在线学习平台解决方案



来源：公司

2) 通用和定制课件

RTE 凭借多年沉淀的在线学习教学设计方法论来设计其各类课程，设计和开发出多种类型的在线课件，包含通用类型的课件及针对客户需求的定制课件。

● 定制课件

RTE 根据客户的不同需求，提供给客户不同的课程设计方案。RTE 在客户提供的现有内容的基础上，设计出的定制化在线学习内容满足客户对于传统课件内容的提炼及转化。各类型在线课件都被系统性归类，并以不同的方式呈现，包含如视频类课件、交互式课件、游戏化课件等（图 4），同时也从安全性、兼容性等角度进行加密与管理。

图 4：在线课件的多种定制选项



来源：公司

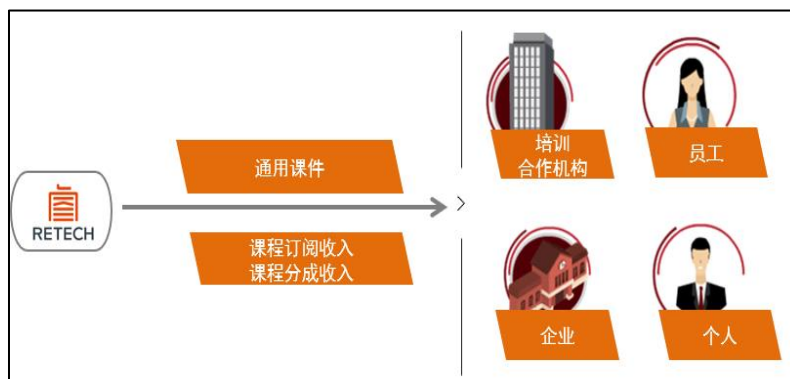


● 通用课件

该类型通用课件适用大多数行业与企业。这些通用课件主要由 RTE 使用其自身专有的 IP 开发，并且以各类课件形式如动画、视频、交互等呈现，受到企业人力资源部门的欢迎与认可。

RTE 旨在将这些课件直接分发给客户（图 5），与现有客户合作，并在其平台上推广这些课程。除了来自潜在课件分发合作关系的收入（扣除支付给原创内容供应商的费用），直接分发的合作渠道的收入主要来自该类课件的专利使用费共享分成收入。

图 5：收入共享与分成模式



来源：公司

3) 咨询和运营服务

RTE 为不同的客户提供多项咨询和运营服务。该业务范围包括通过 RTE 专家团队，在售前评估阶段与客户沟通，并基于他们的在线学习/LMS 需求，提供最佳解决方案。作为咨询项目，企业的在线培训学习平台的需求被挖掘出来，后续有利于带动平台或课件制作的需求，提高单个项目整体的利润空间。

咨询和运营服务是高附加值服务，RTE 可以通过此类业务，获得对特定行业内公司需求的深入理解，并取得客户长期的合作认可。因此，此过程既是 RTE 知识服务战略的重要组成部分，又为收入的增长带来驱动力。



在线学习解决方案的特点及优势

专有技术驱动的综合性平台

平台设计背后整合了目前系统规划的先进理念，例如，课程学习可以通过多种形式在任何时间进行、数据在关键学习节点采集及分析、报告钻取与智能匹配。RTE 采用多终端适配方法同步传授课件内容，包括 PC 端、手机（IOS 和 Android），电子书、微信和游戏等。

RTE 的在线学习平台经过精心设计，确保方案全面完整的同时，能兼顾技术先进性和可用性，对方案不断保持迭代更新。其中一些突出的功能包括与公司现有的 LMS 集成、多种用户权限配置功能和多语言功能、数据分析等。

图 6：RTE 平台方案的优势



来源：公司

通过使用多种传输渠道，RTE 可以通过满足不同类型学习者的各种学习需求，来吸引学员高度参与。此外，RTE 的在线学习平台解决方案通过提供培训管理、考试组织、分数统计、绩效评估和推广等方式，满足客户的各种企业培训需求，功能强大。

平台巨大的可扩展性潜力

我们认为，将上述众多学习和培训解决方案与其多渠道传输与发布功能相结合，将为 RTE 释放巨大的可扩展性潜力。例如，RTE 可以通过升级其现有 LMS 系统，寻求新老客户的不同需求，以扩展其业务增长，同时带动课件等内容需求的提升。同样，该公司可以通过提供扩展其当前系统以合并其他



在线培训管理解决方案的方式，与现有客户寻求其他业务合作。这些都是未来收入增长的潜在促进因素。

值得注意的是，RTE 的方案部署也为客户 LMS 结构集成过程提供更多灵活性。由于公司提供的服务基于独立功能的配置而不是整个系统的完全覆盖，因此客户可按需定制系统的功能点并配置实现，满足个性化的需求并支付对应的费用。此外，RTE 拥有强大的加密和反黑客技术，这对于企业客户，尤其是金融服务行业的客户来说是必不可少的要求。我们相信这些因素将支持 RTE 进一步渗透到企业的垂直市场，增强收入创造能力。

而且，为了适应用户对于内容需求的快速发展，RTE 将社交学习和游戏化元素纳入其平台解决方案。通过微信学习平台，RTE 提供在线微课，通过可随时随地获取的碎片化内容来支持学习。另外，因为课程容量较小，并以交互形式提供，因此能轻松地与客户已有应用程序整合，并不需要占用手机用户太多存储空间。结合新的用户学习环境习惯，RTE 的产品应时而生，走在其他应用的前端。

微信平台还支持学习者之间的互动，通过建立社区、融入游戏功能，激发学生们的兴趣。通过在线一对一知识竞赛和排名榜单等游戏化策略，激发学生自我投入到在线学习中。

使用智能协作进行教学内容设计

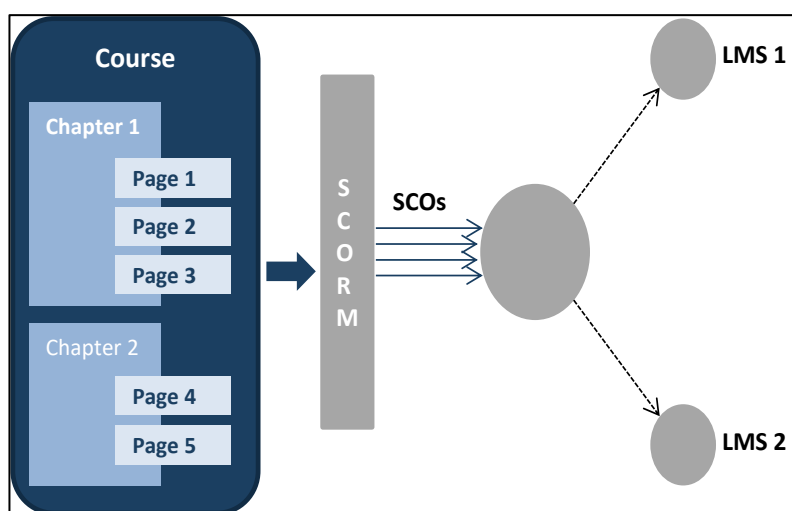
为客户设计定制学习内容时，RTE 使用绩效导向的在线学习概念为基础的教学设计。模块化的结构和设计方式，让学生有高度的参与感。相关功能中，包括主题相关性、自我学习管理、自我解决问题，以及自适应学习节奏推进等。通过交互教学、实践和反馈，着重于学员的兴趣提高和参与度提高，最终提高使用平台的学习效果，增加平台粘性。

所有课件均按照国际标准开发，例如 SCORM（共享内容对象参考模型）标准和 AICC（航空工业计算机辅助培训委员会）标准。RTE 的课件遵循符合国际标准的设计（图 7），因此可以轻松地集成到客户现有的培训平台和各类平台中。这也让 RTE 课件成为大多数企业首选之一。

电子课件的制作采用高端技术与多种形式，包括虚拟现实、3D、视频、动画和游戏化课件设计理念



图 7：SCORM：全球在线学习内容技术标准



资料来源：Atomi 系统，悉尼 Pitt Street 调研公司

多年来，RTE 累计拥有 110 多项知识产权，并与众多大学合作开发内容设计模型。

RTE 拥有一组经验丰富的专家团队，负责在线内容的教学设计。在专注于高效学习、吸收国内外市场上最新教学设计理念的推动下，RTE 建立了研究实验室。自 2012 年起，公司与五所国内顶尖大学联合建立了教学设计实验室，分别是：北京师范大学、首都师范大学、华东师范大学、华中师范大学和上海外国语大学。该团队一直致力于开发新方法，以基于研究论文和与这些实验室合作的新课件设计模型来准备更新的、用户导向的学习内容。RTE 团队通过实施新技术，如 3D、虚拟增强现实（AR）和虚拟现实（VR）等使自身提供的课件被客户认可，且处于行业前沿地位。

RTE 遵循的最佳实践之一是在线课程设计方法的标准化，为此，该公司建立了自己的“质量管理体系”（QMS）。每个项目都有一个项目经理（PM），由他们组织专家，进行管理、监督项目的执行和交付，管控项目的进度、控制项目的交付及成本。在项目计划和执行的所有阶段，专家都掌控在线学习解决方案的质量。通过该实践使得 RTE 即存在课件设计与交付方面的优势，又很好管理了各项目的利润。

分阶段交付，确保质量控制

RTE 的所有在线学习平台解决方案均具有完善的交付流程，该公司对所有项目都遵循整体规划，分阶段交付的方法。在每个阶段（图 8），RTE 都会与客户确认，以确保进度符合预期。这不仅可以确保在每个阶段都保证质量，还可以在必要时及时调整与控制。每个阶段，双方都会确认一定的设计更改，以控制风险、纠正偏差与错误。分阶段执行为 RTE 提供了机会，以寻求纳入增值功能的可能，这些增值功能可以进一步扩大项目收入范围，通过分阶段的搭建形成智能、集成的 LMS。

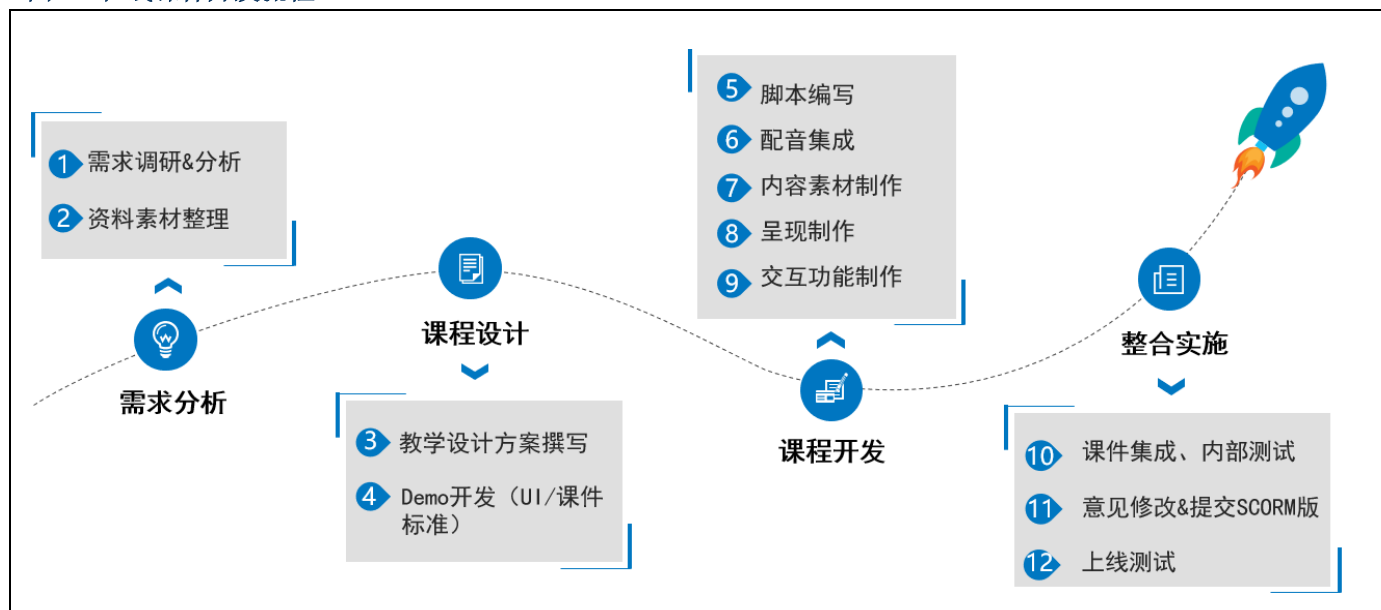
客户导向型研发有利于提供优质的解决方案

设计和开发阶段完成后，进入测试阶段，以确保解决方案在不同的终端环境下平稳运行。完成后，项目便进入验收阶段（图 8）。

在我们看来，RTE 明显的竞争优势主要表现在整个供应链的管理能力、从客户积累到开发过程标准化、外包商管理，以及交付跨年项目的能力等，都使 RTE 具体难以超越的项目管理与整体交付能力。



图 8：在线课件开发流程



资料来源：公司

市场营销渠道

RTE 利用多策略的组合将产品销售给不同行业的潜在客户：

探寻现有客户关系：RTE 多年来通过在线学习服务，巩固现有的客户关系，深入研究行业，并不断分层挖掘，进而产生新的客户关系。由于现有客户大多是各自行业标杆性企业（如梅赛德斯奔驰、丝芙兰、中国银行、平安集团等），因此在积极寻求和发展新客户关系的同时，利用品牌知名度的提升，提高产品在行业的认可度和知名度。

招投标。为了获得新的客户关系。RTE 还参与各类招投标，如，政府类、企业类对供应商进行的招投标需求。

线下直销。正如其解决方案传递模式一样，公司为了扩大客户群还部署了不同的线下市场推广策略。RTE 使用在线广告渠道产生的业务，如搜索引擎营销（微信和百度）以及传统的线下渠道，如行业展会（科技或在线学习）等，进行市场的宣传、品牌的推广并产生销售机会。

渠道合作。为了扩展新的领域和行业，RTE 与行业领先的公司或机构（如 Netlearning、瑞思）签订合作协议，利用它们的市场影响力和销售网络共同拓展业务源。



法规驱动 ESG 需求

ProSage 为上市公司保持 ESG 报告高度一致性提供了一站式解决方案。

拓展新领域

法规驱动的 ESG 合规课件

在全球监管机构的最新政策推动下，对 ESG 合规性信息披露的要求日益增长，各类事务所、咨询机构、上市公司，正在寻求智能化的解决方案，以确保其合规性和 ESG 报告的准确披露。值得注意的是，自 2016 年引入 ESG 报告要求以来，港交所（HKEX）一直在修改合规条例，以更好地与国际标准接轨。在 2019 年 5 月审查 ESG 报告指引的咨询文件中，港交所公布了几项修订，例如缩短公司公布 ESG 报告的时间段（目前为年度报告后三个月）。此外，为了加强社会信息披露，港交所将一些 KPI 指标从“建议”，升级为“遵守或解释”。

为了与这些快速发展需求保持一致，上市公司部署智能化 ESG 学习系统的需求十分迫切。这就是 RTE 最近推出的 SaaS 解决方案发挥作用的地方。RTE 旗下的控股子公司 ProSage 于 2018 年 11 月成立于香港，是与卓佳咨询有限公司的前管理团队合作成立的专门为企业提供 ESG 学习与培训服务的 SaaS 平台。通过 ProSage，公司提供了 KPI 导向的 ESG 战略咨询服务，以及用于 ESG 在线学习服务的 SaaS 平台（图 9）。此外，ProSage 还通过其在线学习平台，提供 ESG 在线课程和混合式培训。

ESG 平台的营销策略是与为上市公司提供投资者关系和相关咨询服务的企业签订收入分成协议。ProSage 提供其在线学习课件和平台，以获得上市公司向第三方 ESG 咨询顾问支付的部分费用。

我们相信，与毕马威（KPMG）和卓佳咨询（Tricor Consulting）等全球化第三方顾问合作将为 ProSage 提供巨大的市场机会。凭借着目前在香港与合作伙伴（包括香港出口信用保险公司和低碳亚洲有限公司等客户）的成功合作，ProSage 还可扩展到其他主要的亚太市场，例如新加坡和中国等。

图 9：ProSage 为 ESG 合规报告提供的主要服务



资料来源：公司



语言学习：跨越国界的直播课堂

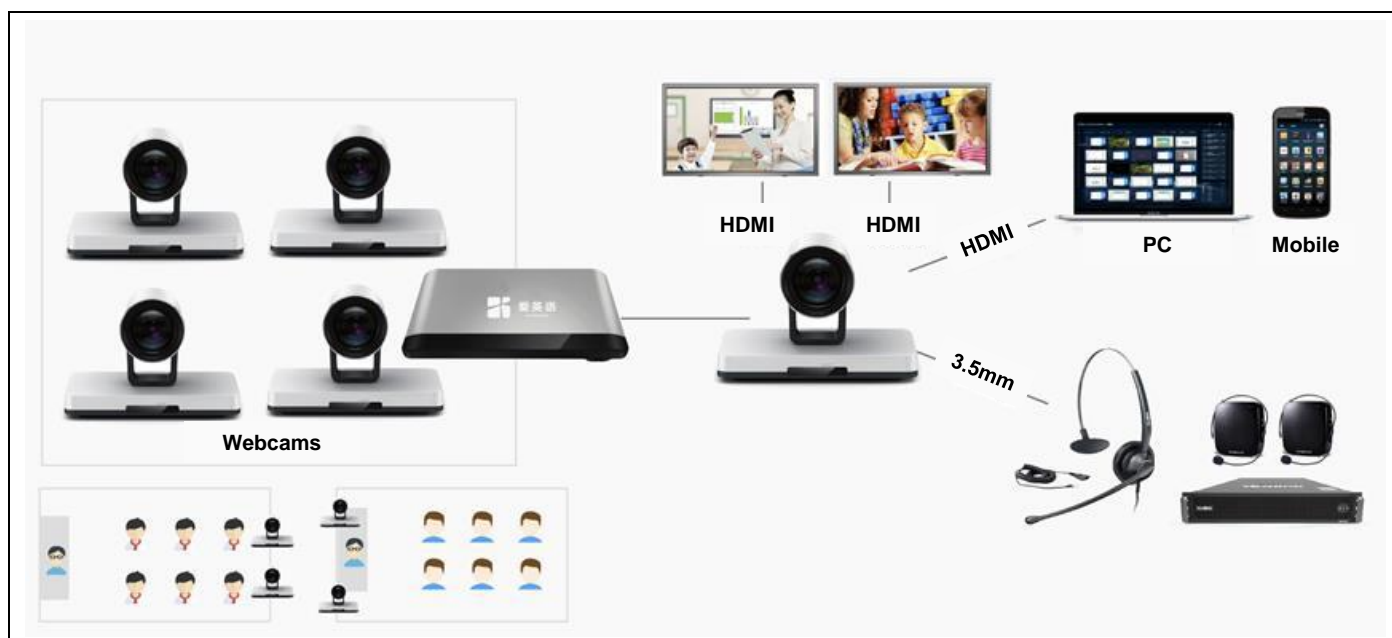
近期 RTE 扩展的另一个关键行业是语言在线学习市场。针对亚太地区学生目前的市场需求，RTE 今年早些时候推出了“AI 英语”和“AI 中文”子品牌。

在中国，随着越来越多的学生参加高考，对优质英语学习资源的需求逐年递增，高考将英语列为三门必修课程之一。尽管中国一、二线城市的學生可以从最优质的英语学习资源中受益，但三、四线城市的学生却并没有那么幸运。

为了挖掘这一高利润行业，RTE 设立了“AI 英语”，通过它与中小学、幼儿园和培训机构的合作，为这些学生提供英语直播教学。RTE 筹建了中国—澳大利亚的“双师”模式，在自己的直播室里，澳大利亚教师在中国语言教师的帮助下提供实时英语课程服务（图 10）。

在线语言培训与教育瞄准中国三、四线城市

图 10：人工智能英语直播课堂的指示性模型



资料来源：公司

值得注意的是，在 2019 年 7 月推出“AI 英语”品牌之前，RTE 已与多家教育机构签订了协议，并在推出当天正式签署。这些机构包括华东师范大学出版社、可瑞可智教育、Lingua 教育、天使星球教育和瑞思教育。其中瑞思教育是一家纳斯达克上市公司，并在中国 90 个城市拥有直营点与加盟店，有超过 20 万名学生。

我们认为，与 RTE 签署的这些合同表明了中国市场对这类沉浸式学习技术的需求。这些合作关系也有望通过市场渗透的方式，推动该行业未来的发展。

此外，RTE 计划通过其 AI 技术来提供专业的应用，如人工智能语音智能系统、社会学习系统、人工智能内容推广系统和语言能力评估系统。

我们认为，向这些新行业的扩张，也为 RTE 的收入提供了更多来源。步入 ESG 和英语语言培训行业，与 RTE 迄今为止的传统路线结合，这将降低 RTE 对于关键客户的依赖风险，增强其业务的稳固力，同时为业务注入新的增长引擎。



新伙伴，新市场

与日本 NetLearning 合作的第一步

**NetLearning 为 RTE 在亚太地区
的扩张打开了大门**

为了拓展海外市场，RTE 于 2017 年与 NetLearning 建立了战略合作伙伴关系。NetLearning 是一家位于东京的在线学习解决方案提供商，截至目前为大约 4900 名客户（包括公司和学校等），提供了 8900 门左右的课程。

这一合作关系促使合资企业的诞生——上海睿鸽网络科技有限公司（以下简称“Reunet”），RTE 持有其控股权（截至 2018 年 12 月 31 日为 60%）。通过 Reunet，RTE 以其在中国市场的技术领先地位为基础，借鉴日方的研发技术与方法，更好地向海外市场如日本和东南亚市场拓展，从而进一步扩大在亚太地区的版图。合作伙伴关系使 RTE 将 NetLearning 丰富的在线学习内容带给中国客户，该公司也能够依靠 NetLearning 的品牌价值和研发实力，进一步夯实技术基础，构建 SaaS 架构，形成技术共享机制。RTE 目前正利用睿鸽的研发技术，开发其 ESG 在线学习 SaaS 平台。我们认为，建成该平台有利于 RTE 拥有更大的市场渗透潜力并带动收入的成长。

目标市场拓展到整个亚洲

在我们看来，RTE 有足够的能力通过在线学习技术将市场进一步扩展到日本、韩国和香港等亚洲地区。

日本、韩国和香港的重大机遇

与中国一样，日本和韩国非常重视教育，越来越多的家长希望让孩子上课外辅导班。例如，日本辅导机构 Riso 教育有限公司为所有年龄段的学生提供私人辅导课程，学费平均每年 120-150 万日元。我们相信，RTE 将能够充分利用这一重大机遇，与 NetLearning 有更多的合作。

同样，随着在香港 2018 年 11 月成立 ProSage，RTE 迈进了亚太经合组织地区的另一个新市场。随着香港金融管理局（以下简称“HKMA”）对于港交所上市公司的 ESG 遵守情况的关注度越来越高，RTE 在该地区有相当大的发展潜力。



应用在线学习进行实时授课

收购 Aushen 集团的辅导学校业务

近日，RTE 以 40.8 万澳元的初始对价，及根据 Aushen 未来 3 年的表现的可变对价，收购了 Aushen 集团有限公司 51% 的股份，总对价上限为 81.6 万澳元，以此举进军澳大利亚市场。Aushen 辅导学校是一所私立辅导机构，涵盖澳大利亚维多利亚州的六个校区，提供语言（英语和汉语）和学科（数学和写作）课程以及奖学金课程的辅导。

通过先进的直播技术（延迟小于 40 毫秒），RTE 可以进一步拓展中国和澳大利亚巨大的跨境语言学习市场

通过本次收购，RTE 利用澳大利亚对有资质汉语教师不断增长的需求，在海外市场上发展其语言学习行业，以 Ai 中文品牌渗透。此外，我们相信，经验丰富的澳大利亚教师教授的在线英语课程，为中国大量的学生群体挖掘了在线英语授课的需求（Ai 英语），为 RTE 带来巨大的增长潜力。教育部最新数据显示，中国有 3 到 4 亿英语学习者。鉴于中国目前大部分趋向数字化转型的英语培训特点，RTE 的 Ai 英语拥有极其庞大的市场。

澳大利亚与中国之间时差只有两小时，而中国与美国之间时差却有 12 小时。配备澳大利亚教师也为 RTE 提供了时区优势，利于超越 VIPKid（仅雇佣北美教师）或 51Talk（雇佣菲律宾教师³）等同行。

利用先进的在线学习技术协管跨境直播教学

RTE 将其 O2O 业务模型部署到海外扩展市场，从而利用其先进的电子学习技术进入新市场。一个很好的例子就是上述对 Aushen 的收购，RTE 使用其 4K 实时流媒体平台传播技术，使用来自母语国家的合格教师分别向中国和澳大利亚的学生提供英语和普通话课程辅导培训与教学。

在中国的三、四线城市由于无法吸引到优质外国教师到本地区任教，这些地区的学员通常无法学习到纯正的英语。远程教育的另一大优势，就是能够满足这些三、四线城市对外籍英语教师的巨大需求。

目前，RTE 有大量开发新的直播工作室的渠道，预计将在 2019 年底上线。我们相信，如果该计划能够顺利执行，它将能够充分利用跨境语言学习领域机会，从中获得高速发展。

国际教师提供语言培训

RTE 巨大的优势，是其有能力聘请外籍教师以母语授课。通过其“AI 英语”和“AI 中文”品牌，该公司建立起“双师讲堂”，即，汉语教师在课堂辅导的同时，一名澳大利亚教师通过直播形式提供英语课程（图 11）。该模式解决了在线学习模式中存在的问题——学生留存率低。



图 11：双师直播课堂



资料来源：公司

大规模的外籍教师有利于最大限度地保证培训与教学质量，提高学生的参与度

此外，人工智能技术的应用，使教学更具互动性和吸引力。与外国教师的实时响应进一步保证了学生的最大关注度。

国际认证的教师团队和教学内容

RTE 的“AI 英语”平台雇佣了来自澳大利亚大学的教师和学生，包括联邦大学、墨尔本大学和莫纳什大学。此外，为了保证教学质量，聘用的教师须持有英语教学资格证书，如 TESOL（对母语为非英语人士的英语教学）和 TEFL（作为外语的英语教学）证书。

同样，由于与瑞思的合作关系，RTE 将其在线学习平台技术与认证的全球优质教育内容相结合。RISE 采用拥有 185 年历史的霍顿米夫林哈考特集团（以下简称“HMHG”）提供的经国际认可的教育资源。

此外，RTE 与牛津大学出版社合作，获得针对英语为非第一语言者的教学内容（以下简称“ELT”）。我们认为，将这些优质内容课程与 RTE 的 4K 直播以及在线技术相结合，为公司提供了巨大的发展潜力。



全球在线教育行业快速增长

当前形式的教育吸引了全球政府、社会团体和个人的高额资金。据 HoloniQ 分析，到 2030 年，全球教育支出预计将达到 10 万亿美元（图 12）。然而，持续增长的教育成本使这些投入显得微不足道。因此，人们一直在努力向大众提供经济实惠的教育，这就滋生了对电子学习的需求。

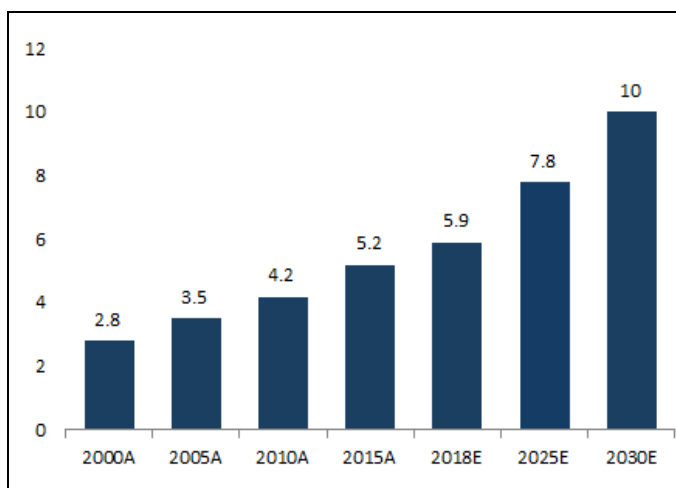
随着互联网的日益普及，全球在线教育市场有望在中期内大幅扩张。根据市场调研的数据，预计到 2026 年，全球在线教育市场的复合年增长率为 9.5%，达到 3980 亿美元（2017 年为 1760 亿美元）。

快速发展的主要原因是：

- 公司对于灵活的学习解决方案的需求，
- 职业教育越来越重要，以及
- 技术驱动交付平台的出现（图 13）。

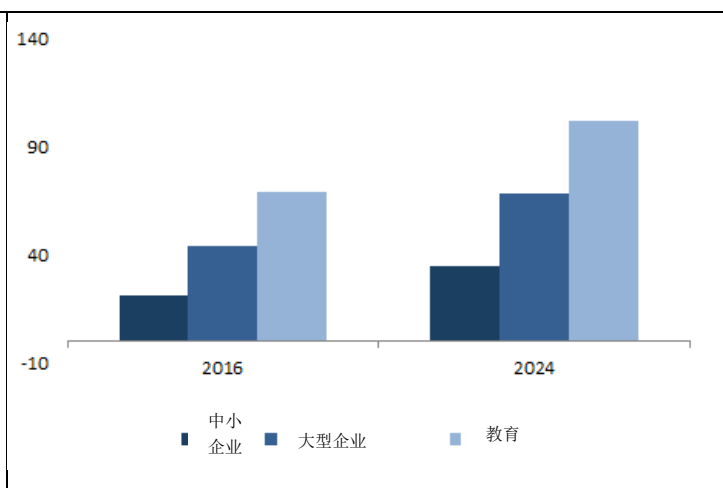
到 2026 年，在线教育市场的复合
年增长率为 9.5%

图 12：全球教育支出总额（万亿美元）



资料来源：HoloniQ，悉尼 Pitt Street 调研公司

图 13：全球在线教育市场规模



资料来源：IBIS 和悉尼 Pitt Street 调研公司

尽管目前流入教育领域的资金显著增加，但数字化仅占总投资的 3%。然而，随着科技公司巩固其产品和服务融合（即在线、移动、直播和高科技交付平台等），这有望得以改善。

据 HoloniQ，到 2025 年，教育支出总额（3420 亿美元）中约 4.4% 将用于数字化。智能移动设备的普及将为移动教育铺平道路，移动教育市场预计将以 31% 的 10 年复合年增长率增长，到 2020 年将达到 380 亿美元。所有这一切都预示着睿泰向中国本土以外的市场扩张的美好前景。

未来 10 年，“移动教育”市场的
复合年增长率将达到 31%

企业在线教育市场的迅猛增长

由于需要对劳动力进行再培训，以便随着工作岗位的不断升级和技术改造而缩小技能差距，预计企业在线教育市场在中短期内将大幅增长。Technavio 在最近一份关于企业在线教育的报告中估计，全球企业在线教育市场将在 2018-2022 年间以 11% 的复合年增长率增长，达到 300 亿美元的市场规模。



这种迅猛发展背后的关键驱动力是教育/培训的结构变化（图 14），在线教育带来了实质性优势：

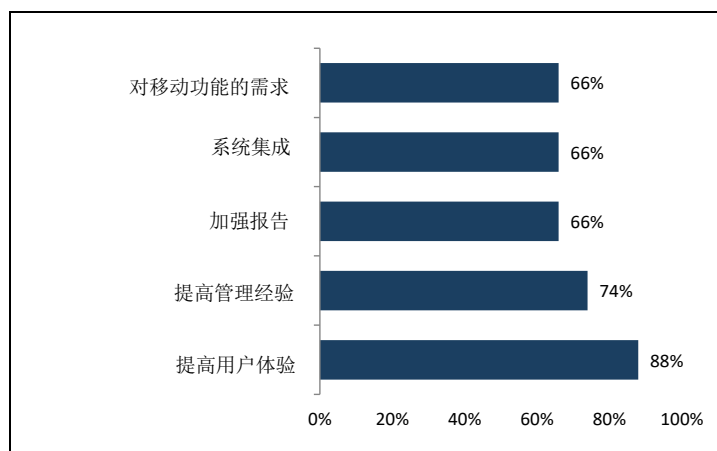
利于培训异地员工。随着全球化进程的推进，企业面临着大规模的地域扩张。然而，随着地理足迹的蔓延和员工数量的增加，培训和学习与发展（L&D）的分散变得极具挑战性。这就是在线教育解决方案发挥作用的地方——向公司所有连接着互联网的员工无缝传播课件。

可测性与适应性。通过数据分析，LMS 令雇主通过分析 KPI 来衡量培训计划的有效性。这些 LMS 还允许灵活地进行培训计划，有利于提高员工掌握内容的能力。

统计显示了人们向终身学习的转变。皮尤研究中心近期数据显示，73% 的成年人认为自己是终身学习者，而 63% 的在职成年人是专业学习者。这些统计数字表明，即使在获得与工作有关的必要资格之后，对学习内容的需求也在不断增加。我们认为，这些趋势为整个在线教育行业提供了巨大的发展潜力。

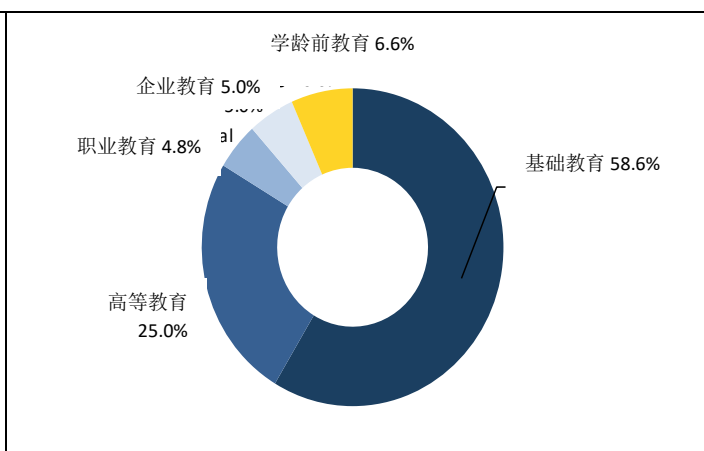
中小型企业推动增长。由于安排“通用”电子课件的低成本优势，随着越来越多的中小企业采用该系统，对在线教育解决方案的需求也越来越大。

图 14：LMS 变化的主要因素



资料来源：Docebo 和悉尼 Pitt Street 调研公司

图 15：按行业划分的全球教育支出



资料来源：IBIS 和悉尼 Pitt Street 调研公司

快速增长的中国在线教育空间

在人口优势、政府支持和语言升级需求的良好背景下，中国在线教育市场在过去十年中迅猛增长。根据艾瑞咨询集团统计的数据，2018 年，中国在线教育市场规模为 2520 亿元人民币（约合 526 亿澳元），预计中国在线教育市场将继续以 21.2% 的平均增速增长，到 2022 年达到 5430 亿元人民币（约合 1133 亿澳元）（图 16）。

以往，中国高等教育和职业教育在整个在线教育市场（图 17）中所占份额最大（2018 年约 78%）；然而，由于中国毕业生的技能与不断变化的就业市场需求之间的差距越来越大，预计职业教育行业将出现实质性增长。据艾瑞咨询集团预测，到 2022 年，中国职业教育占在线教育总量的份额将增长至 27.1%，2018 年已增长至 24.8%。



图 16：中国在线教育市场收入

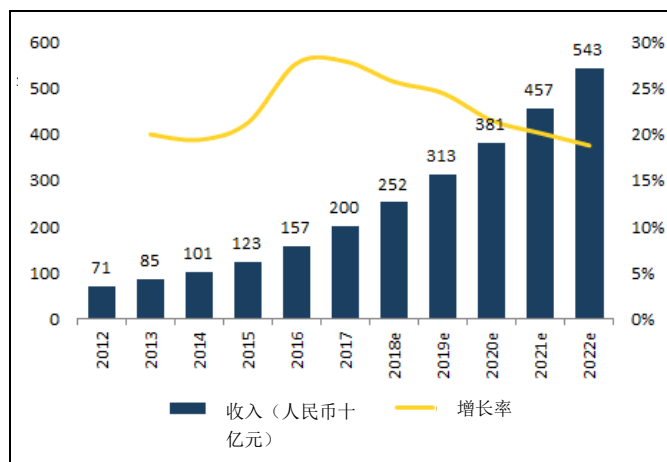
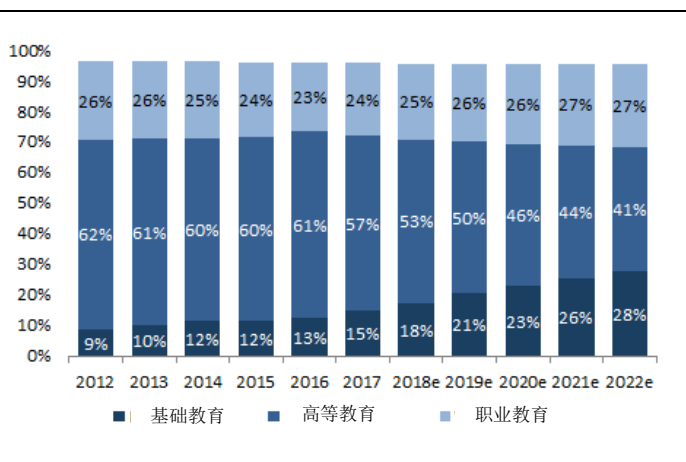


图 17：中国在线教育市场划分



资料来源：艾瑞咨询集团

为什么亚洲对教育科技公司具有吸引力？

亚太地区的在线教育行业已经广受关注。特别是 2019 年上半年，中国通过 167 宗交易，吸引了对其教育科技公司 13 亿美元的全球投资，远远高于同期美国筹资的 9.62 亿美元（图 18）。导致如此差异的主要原因如下：

-人口众多。亚太地区人口约占世界人口的 59%，鉴于中国和印度是两个人口最多的经济体，针对学习与培训的需求庞大。此外，根据联合国亚太经济社会委员会（亚太经社会）2017 年的分析，世界青年人口（15 至 24 岁）的 58%居住在亚太地区。我们认为，庞大的青年人口为包括睿泰在内的在线培训与教育市场提供了重大的发展机遇。此外，中国的独生子女政策改为了二胎政策，在学生人数不断增长的背景下，这会进一步促进公司的发展。

-互联网用户不断增长。根据风险投资者玛丽·米克最近报告的《2019 年互联网趋势》显示，目前全球一半以上的人都在上网。特别强调的是，53%的在线用户来自亚太地区。亚太地区的互联网用户渗透率预计将在该地区内呈上升趋势（图 19），这为在线教育的扩展提供了极大机会。

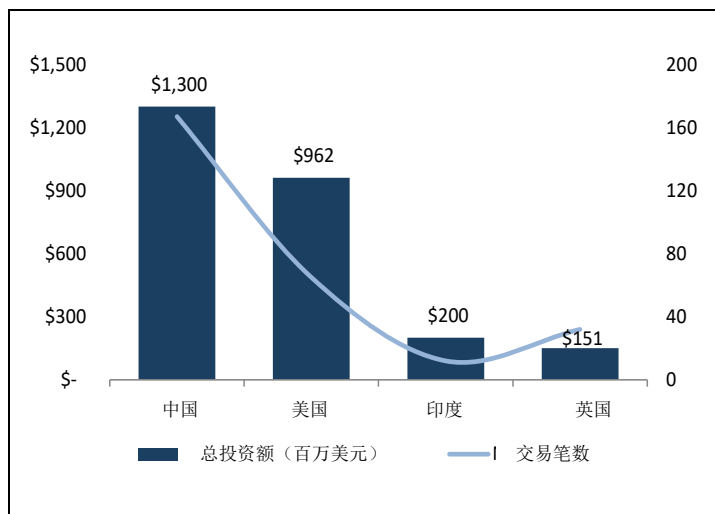
-文化影响。亚洲家长非常重视对孩子的教育，特别是对孩子们课余时间的教育。这主要是因为他们需要确保孩子的未来和竞争力，源于庞大的人口问题导致就业市场竞争激烈。因此，在线教育提供的便利性和低成本优势，推动着它在亚太地区的应用越来越广泛。

-政府支持。近年来，各国政府（如中国和澳大利亚）已采取行动，利用数字学习技术来实现市场渗透。其中包括澳大利亚政府的“数字教育改革”和中国政府的“2035 年教育现代化计划”。特别是 2035 年中国教育现代化计划中提出的目标，该目标强调了职业培训和终身学习，这有助于睿泰的中期增长。

互联网的日益普及、低成本和使用便利推动着亚太地区的在线教育需求不断扩张。

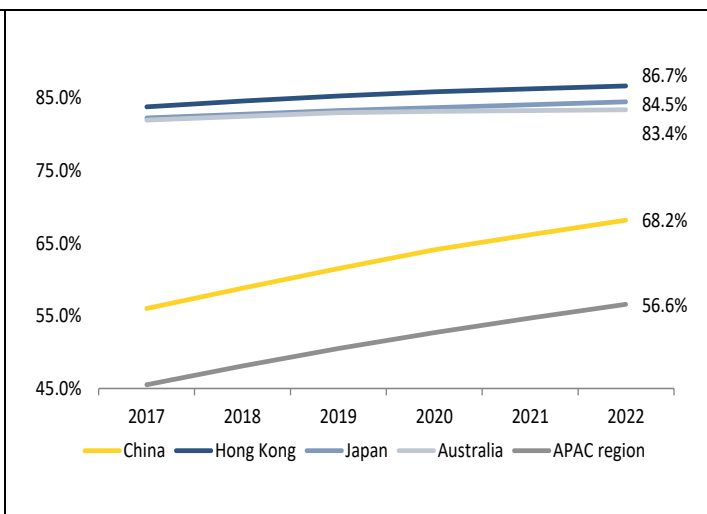


图 18:2019 年上半年全球教育科技投资趋势



资料来源: Crunchbase, EdSurge, EqualOcean 和 Pitt Street 调研公司

图 19: 亚太地区互联网用户渗透率增长



资料来源: eMarketer 和 Pitt Street 调研公司

亚洲对职业教育的高需求

熟练劳动力的短缺推动了教育投资

近年来，就业市场需求与大学毕业生技能不匹配已成为亚洲，尤其是中国的一个重要问题。根据麦肯锡的研究报告，预计到 2020 年，中国对高技能职工（受过大学或职业教育的人）的需求将超过 2400 万人，带来的新需求约 2500 亿美元。

政府并未忽视这一需求，中国国务院拨款 1000 亿元人民币（约合 209 亿澳元）用于扩大中国的职业技能培训体系可证明。2019 年 2 月，中国政府宣布了国家职业教育改革，旨在增加职业培训机会，通过向中高职院校提供支持，来增强未来职业技能人士的能力，进而带动就业。

我们认为，随着这些改革的进展，也将扩展睿泰的目标职业教育市场，从而为公司提供市场渗透的机会。值得注意的是，睿泰成功与上海市建设职业学院、上海商学院、上海交通大学、上海机械工业学校等多所政府职业学校建立了合作关系。睿泰也是上海商贸职业教育集团和虹口职业教育集团的合作成员单位。我们相信，这些合作关系会十分支持睿泰利用上述中国正在进行的改革，通过促进职业院校、工业企业和其他组织的发展，带动线上学习与培训的更多需求，增加收入并提高企业价值。

此外，睿泰的优势在于将企业培训与职业课程相结合，充分利用企业培训，从而为企业创造出一支更适合工作的员工队伍。我们相信这种能力也为公司提供了巨大的上升潜力。尤其睿泰已经设法在全国在线职业教育中心城市上海增加了 30 个客户，在中国其他地区也增加了 16 个客户。公司希望通过与云南交通学院合作，以进一步扩展客户组合。我们认为这证明市场接受了睿泰。



亚太地区在线语言教育市场达到 105 亿美元

随着世界因互联网变得越来越小，对支持国际商务关系的跨境通信的需求越来越大，对在线语言教育课程及培训的需求也不断上升。支持更高用户参与度和协作的平台和工具的需求也日益增长，在此背景下，出现了更多基于云的解决方案。随着科技的发展，语言培训直播课程也越来越受欢迎。根据《研究与市场》的最新报告，全球在线语言教育市场预计将在 2019-2025 年间以 13.1% 的复合年增长率扩张，达到 105 亿美元。

英语被视为是商业语言的重要组成部分，也是大学入学考试的必修课，它在亚太地区的学术和企业学习者中占有重要的地位。但是，由于缺少英语外教，尤其是整个中国的三、四线城市高质量的外教资源稀缺，剥夺了学生向英语外教学习英语的机会；在线英语语言培训的解决方式有效缩短了这一差距，使得在三、四线城市的学生也可以通过线上学习的方式接受高质量的外教课程。

语言教育市场为睿泰铺设了一条双向道路，利用其技术提供英语及汉语在线教育课程，为未来的快速增长奠定基础

根据 The Insight Partners 的最新报告，亚太地区在线英语教育市场预计在 2019-2027 年间以 17.2% 的复合年增长率增长，可达到 59 亿美元。我们认为进入这一垂直领域为睿泰带来了重大的发展机遇。

同样，由于缺少合格的教师，国际上的汉语教学也有明显的差距。根据 TES 的数据，要想在英国完成目前的汉语课程，可能需要 23000 名汉语母语教师，这一数字资源要求远远超过预计 2020 年底的 3000 名教师。

中国教育科技市场高度分散

中国的在线教育市场竞争激烈，有许多公立和私人参与者。截至 2019 年 2 月，中国共有 713 家教育科技初创公司，包括业内一些较大的运营商，如哒哒英语、VIPKID、一起作业和 iTutorGroup 等。与之相对地，中国教育科技上市公司的数量仍然很少。

我们认为，市场上上市公司和私营企业数量的差距为像睿泰这样的公司提供了重大机遇，其强劲的利润和资金实力，为实施收购提供了充足动力。通过这种战略扩张，睿泰可以利用初创公司建立的新技术吸引风险投资家的注意力。

中国教育科技的主要竞争对手

鉴于睿泰最近将重点转向进入语言教育的新垂直领域，以及职业院校在线学习平台领域的扩展与深入，我们认为有必要评估中国教育科技市场当前的竞争情况，以便对于睿泰公司的成长及价值有更准确的判断。以下上市公司的市值都在 15 亿美元以下，足以代表睿泰在教育科技领域面临的竞争：

-**新东方在线科技控股公司**（香港联交所：1797）。新东方在线是新东方的子公司，为中国学生提供 K-12 课后辅导的在线课程，以及高考预科和英语课程。

-**Sunlands 科技集团**（纽交所：STG）。STG 通过其在线平台来提供高等教育学位/文凭课程以及专业课。该公司还为学生提供咨询和专业服务，帮助他们对自己的高等教育路径做出明智的决定。

-**中国网络信息科技集团有限公司**（香港联交所：8055）。作为一家投资控股公司，中国网络信息科技集团有限公司为中国学生提供技能培训，以及行业认证方面的在线教育课程。同时，它也提供教育咨询服务。



-**3P Learning**（澳交所：3PL）。3PL 提供数学、拼写、语文、科学和电子安全等在线课程。目前，它通过 17000 所学校为全球约 500 万学生提供服务。

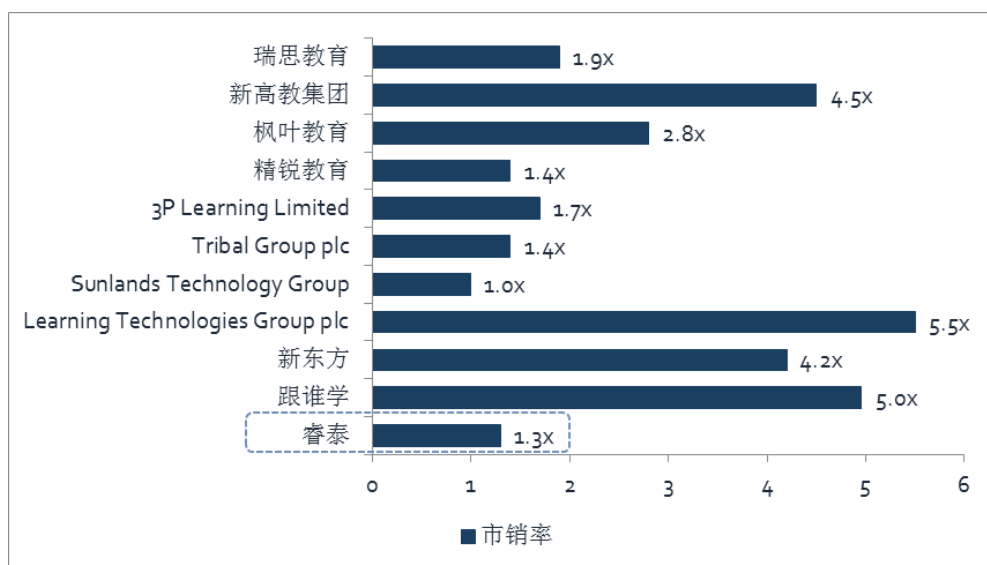
睿泰在企业在线培训与教育方面的良好记录使其在行业中处于显著位置

随着越来越多的中小型企业寻求技术解决方案以满足其在线培训要求，公司的垂直企业培训虽然只是整个在线教育市场的一小部分，但提供了很好的市场发展机会。尤其在中国，许多公司在新三板（全国中小企业股份转让系统 NEEQ）上市，包括新为股份、易知科技、通铭教育和上海功途等。

- 但是，我们相信，鉴于睿泰强劲的营业利润，以及围绕其技术的强大知识产权（睿泰拥有 110 多个知识产权），其有潜力达到大型国际公司的规模，比如 LTG 和 Skillsoft。
- **Learning Technologies Group**（伦敦证交所二板市场：LTG）。LTG 是一个大型为跨国企业提供在线教育和人力资源管理软件的解决方案提供商，在伦敦上市，市场价值 11 亿美元。LTG 提供了通用和定制的在线教育解决方案，并为组织治理、风险和合规培训提供咨询服务。
- **Skillsoft**。Skillsoft 向美国联邦政府以及金融服务、医疗保健和制造行业公司（包括约 65% 的财富 500 强公司）提供企业培训和人力资本管理软件的在线教育培训平台及内容。该公司还为其目标行业提供环境健康和安全管理培训课件。2014 年，Skillsoft 被 Charterhouse Capital Partners 以 20 亿美元的价格收购。

我们看来，这些公司描绘的强力增长轨迹显示了睿泰的上升潜力（图 20）。睿泰通过通用的和定制的在线教育解决方案在其现有领域（金融，汽车，零售和高科技行业）中有很大的进一步扩展的空间。

图 20：相对于成熟的同行，睿泰的价格被大大低估了（2020 年市销率）



来源 SP 资本 IQ, Pitt Street 调研公司



睿泰新的增长引擎

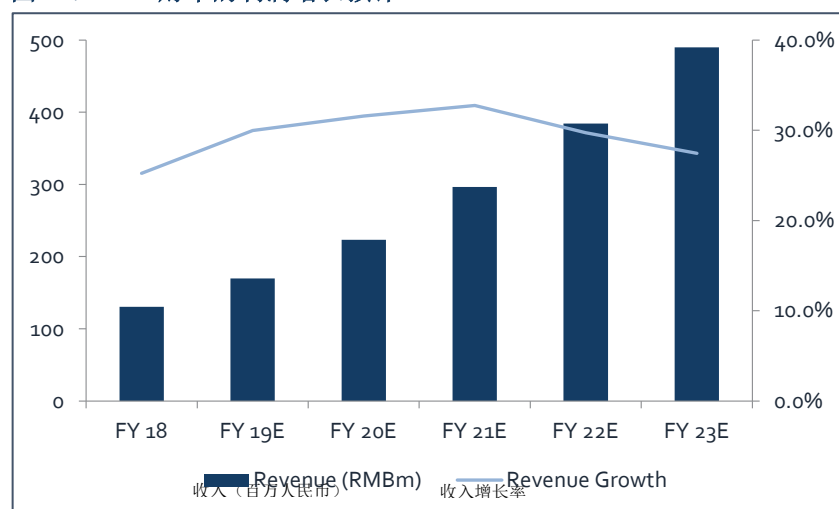
新行业推动下一轮增长

忠实客户的持续购买所带来的稳定收入比例持续增长

考虑到睿泰具有可拓展的商业模型和迅速的发展潜力，我们期望其业务能够同样扩张到不同的区域和行业。我们预计其总收入将在 2018-23 财年达到 30% 复合年增长率（图 21）。该增长会主要通过中国大陆企业在在线教育解决方案的强力需求所驱动，尤其是在金融、汽车、零售和高科技领域。同时也将由新的增长引擎支撑，包括职业院校的 LMS 解决方案、ESG 在线教育平台和爱英语语言培训与教学项目等。进入新领域会为睿泰的起航提供更强劲的动力。多年来睿泰积累了很多具有粘性的客户，不断地采购其服务，此类重复采购的经常性收入的贡献在稳定增长，2017 年重复采购占总收入的比例是 33%，2018 年约为 49%。考虑到目前开发的 ESG 平台也会基于 SaaS 模式推广，随着其稳定贡献的不断提高，客户复购收入的比例将进一步增长。

关于在线语言培训与教育业务，睿泰会和培训机构、幼儿园及学校合作，通过该类机构引入睿泰的在线 AI 英语课程，大范围地触达学生和客户，该类课程每年都在复购，从而通过稳定的生源带来稳定的业务收入增长。

图 21：2023 财年的利润增长预计



来源：Pitt Street 调研公司

在中国，当前的情景证明了国内对于职业学校教育的强力需求，并且为了改善其在线教育系统，政府已经出台了积极的政策，各学校也在积极寻求与企业间开展专业共建项目的需求。该情况下，再加上扩展爱英语业务的巨大潜力，RTE 新领域业务的推进（职业学校、ESG、语言教育）预计对中长期利润增长有着显著影响。

随着睿泰来自新领域的业务增长，我们预期其传统公司业务的收入贡献占比从 2018 年的 93% 降至 2021 年的 71%。2021 年，在新领域中，职业学校和 ESG 的收入贡献均有一定提高，分别占 10%；之后是在线语言教育领域的收入占比在 9%（图 22）。



图 22：睿泰各领域收入细分

收入细分 (%)	2017实际	2018实际	2019预计	2020预计	2021预计	2022预计	2023预计
企业客户	94.1%	93.3%	86.1%	78.5%	71.0%	65.7%	61.9%
职业院校	5.9%	6.7%	7.8%	8.8%	10.0%	11.5%	13.1%
ESG	0.0%	0.0%	3.5%	6.7%	10.1%	12.5%	13.7%
语言教育	0.0%	0.0%	2.6%	5.9%	8.9%	10.3%	11.3%

来源：Pitt Street 调研公司

我们预期未来业务模式的变化、持续收入的增长等会对睿泰是一个巨大的发展机会，把握住在如上几个领域的迅速发展，其效果在收入增长和业绩稳定性增长上都会呈现。

在中国，睿泰在在线教育领域价值链上占据着高端位置。其竞争者大部分只聚焦在在线教育平台的搭建，或者在线课程的开发上，睿泰则同时提供了这两种服务，通过定制的在线平台和各类课程满足大规模公司的各类需求，特别是以智能科技为引领的新的技术开发需求等。睿泰通过外包人力密集型工作，将精力集中聚焦于提供价值链高附加值端的工作，同时公司更加关注设计水平的提高以及项目综合管理水平的提高。

凭借其在核心业务上的竞争优势，高盈利模式的转变，以及在几个新的垂直领域的扩张，睿泰有望在中期以指数方式扩大其商业基础。

毛利率稳定保持约 63%

在不断发展的科技领域，研究和开发费用的增长司空见惯，睿泰对此也不可避免。现在正在开发的 ESG 合规性课件的 SaaS 平台项目，预计会有一定资金的投入。由于包括 ESG 和在线语言教育在内的新领域正处于投资阶段，我们认为，在 2018-23 财年，毛利率预计将保持在 63%左右，中期不会大幅上涨。

历史上，睿泰的商业运营维持了较高的息税折旧摊销前利润率，但由于并购了澳大利亚 Aushen 培训学校在语言教育领域的战略型项目，工资费用（新老师）和租金费用（教学直播间）预计在短中期会增长。因此，息税折旧摊销前利润率预计从 2018 年的 47.4%降至 2019 年的 42.5%。

但是面向未来，睿泰通过采用行业标准化策略，控制成本和费用，预计在盈利能力上维持稳定增长。通过给产品实行标杆管理，睿泰已经积累了众多的课件研发和制作经验。标准化的产品和通用的课件，可以应用于同一行业的各类客户，从而不断扩大后续每个项目的盈利能力。在传统业务领域的稳定增长，新领域的不断上升，以及审慎的成本管理策略，睿泰有望提高盈利能力和息税折旧摊销前利润率。因此，息税折旧摊销前利润率预期将会改善，到 2023 财政年度达到 43.9%(图 23)。

图 23：增长和利润率

增长率和利润率 (%)	2017实际	2018实际	2019预计	2020预计	2021预计	2022预计	2023预计
收入同比增长率		25.2%	30.0%	31.6%	32.7%	29.7%	27.4%
毛利率	62.7%	63.1%	63.4%	63.2%	63.0%	62.9%	62.8%
息税折旧摊销前利润率	44.3%	47.4%	42.5%	42.9%	43.0%	43.2%	43.9%
息税前利润率	43.6%	45.7%	40.2%	40.6%	40.7%	40.9%	41.7%
归属母公司利润率	37.1%	37.7%	29.2%	32.5%	33.2%	33.9%	34.9%

来源：Pitt Street 调研公司



睿泰正在寻找收购职业学校的空间，并抓住这一新的增长机遇

现金充足的资产负债表为并购等投资策略提供了基础

在过去的几年里，睿泰实现了约 23% 的净资产收益率（ROE，图 24）。此外，其资产负债表良好，资产负债率较低（截止到 2019 年 6 月 30 日为 20%）。在 2018-23 财年，平均经营性现金流（OCF）预计是息税前利润的 78%，基于公司一贯的业绩表现及在线培训平台项目的重复率提升和客户粘性所致。在 2022 财年公司预计产生 1.2 亿元人民币的经营现金流。

为了让股东更有信心，睿泰持续扩展业务线和行业领域，该战略也非常必要。为了达成此目的，提升技术能力至关重要。凭借强劲的资产负债表（截止到 2019 年 6 月 30 日，现金和现金等价物价值约 9899 万元人民币），我们预计睿泰会进行更多互补性收购。

在中国，公司考虑收购拥有面向职业院校的 LMS 系统公司。睿泰预期在 2019 下半年到 2020 上半年之间完成收购。同时在澳大利亚，睿泰正在寻找有着相似企业的目标公司，用于驱动协同效应和增加市场份额。为了填补在线出版和数字化运营之间的空白，睿泰也在寻求收购某些数字化转换软件来完善其现有工具。稳定的现金流足以为上述项目提供资金支持，以配合公司长期的战略发展方向。

预计 RTE 将利用其稳定的现金流扩大其在线语言培训业务。除了推广其 AI 英语品牌外，预计该公司还将投资于双师直播教学方法的研究。在 2019 年建立在线教学直播间，RTE 预计将在在线语言培训及教学这个垂直领域持续投资，以占领一定的市场地位。

图 24：现金和回报率

现金和回报率(%)	2017实际	2018实际	2019预计	2020预计	2021预计	2022预计	2023预计
总现金/总资产	18.6%	32.5%	34.2%	40.2%	45.5%	51.1%	56.1%
资产负债率	33.7%	26.1%	24.6%	22.6%	20.9%	19.1%	17.5%
净资产收益率	23.2%	23.7%	18.3%	21.7%	23.3%	24.3%	24.9%
资产收益率	15.4%	17.5%	13.8%	16.8%	18.5%	19.7%	20.6%
经营现金流/息税前利润	29.0%	94.5%	73.2%	74.8%	74.7%	75.5%	76.1%

来源：Pitt Street 调研公司

虽然基本面强劲，其价值却被低估

我们采用了加权平均估值法来计算睿泰的长期价值，在可比公司分析法和现金流折现法之间分配相同的权重，以对睿泰进行估值。

可比公司评估表明睿泰正被低估

鉴于睿泰的核心业务是为企业客户提供在线培训及教育解决方案，我们考虑一个包含了从事同类业务的全球教育科技公司和类似的中国教育公司的同业组合（图 25）。公司拓展的新领域，包括 ESG、在线语言培训与教育、职业培训等，预计会在中长期驱动利润增长。

由于睿泰约 90% 的收入来自其核心领域企业在线培训教育业务，它以如下的全球性在线教育企业为基准：跟谁学（纽交所：GSX）、新东方在线（香港联交所：1797）、Learning Technologies（伦敦证交所二板市场：LTG）、Sunlands Technology（纽交所：STG）、Tribal Group（伦敦证交所二板市场：TRB）和 3P Learning（澳交所：3PL）。我们也加入了相似的中国教育同行，如精锐教育（纽交所：ONE）、枫叶教育（香港联交所：1317）、中国新高教集团（香港联交所：2001）还

以一组国际同行为基准



有瑞思教育（纳斯达克：REDU）等。通过类比和参照上述企业的平均市销率，结合睿泰的具体情况进行估值。

图 25：可比公司评估

市销率	同业平均水平	折价率/溢价率	实际倍率	2020财年预计收入（人民币亿元）	评估股权价值（人民币亿元）
保守情况	2.94x	0.0%	2.94x	2.23	6.55
乐观情况	2.94x	15.0%	3.38x	2.23	7.54

来源：Pitt Street 调研公司

睿泰预计能够与更大、更成熟的对手比肩

随着睿泰逐渐转向订阅模式，将产生更多的复购性收入（重复性收入），我们预计收入模式的强劲增长将使睿泰能够更稳健、更迅速地扩张与增长。此外，睿泰作为科技和教育相结合模式的代表，更高的市盈率和估值是合理的。在强劲的盈利、不断扩大的利润和稳健的财务状况的支撑下，我们保守地作出了 15%溢价的估计。当同业平均 2020 年市销率为 2.94 倍时，睿泰预计估值达到 6.55 亿人民币，即每股 0.6 澳元的股价。（图 26）

图 26 可比公司分析法下评估的每股股价

股权价值计算	
市销率（倍）	2.94
2020年预计收入	2.23
评估股权价值	6.55
净债务（净现金）	(0.59)
少数权益	0.01
准备金	-
股权价值	7.1
2020年稀释股数量（亿）	2.5
评估股价（元）	2.85
汇率	0.21
评估股价（澳元）	0.60
目前股价（澳元）	0.40
增长（%）	48.8%

来源：Pitt Street 调研公司

现金流折现评估法表明了睿泰价值巨大的上涨空间

我们的现金流折现模型，对睿泰使用 10.97%的加权平均资本成本（WACC），（无风险利率为 0.9%，Beta 系数为 1.2，股票风险溢价为 8.5%）。我们将此折现率应用到未来十年（2020-2029 财年）的自由现金流预测上，并采用 1%的永续增长率（假定超过十年以后自由现金流将以 1%的增长率保持稳定增长），得出睿泰的每股价值为 1.79 澳元（图 27）。



由于企业在线培训与教育领域的长期稳定增长前景，通过战略性收购澳大利亚 Aushen 培训学校创造跨地区交叉销售机会，以及开拓在线直播英语培训与教育模式；同时结合最近进入的 ESG 和职业院校等快速发展的领域，预计在未来睿泰盈利能力将大幅提高。这将使中期内适用较低的折现率成为合理的预期，从而导致股价进一步上涨。

图 27： 现金流折现法下使用不同加权平均资金成本的分析

敏感性分析									
加权平均资金成本	10.97%								
永续增长率	1.00%	加权平均资金成本的变动							
评估股价（澳元）	1.79	10.2%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%	11.5%	11.7%	12.0%
永续增长率的变动	0.25%	1.89	1.83	1.78	1.73	1.68	1.63	1.59	1.54
	0.50%	1.92	1.86	1.80	1.75	1.70	1.65	1.60	1.56
	0.75%	1.94	1.88	1.83	1.77	1.72	1.67	1.62	1.58
	1.00%	1.97	1.91	1.85	1.79	1.74	1.69	1.64	1.60
	1.25%	2.01	1.94	1.88	1.82	1.76	1.71	1.66	1.62
	1.50%	2.04	1.97	1.91	1.85	1.79	1.74	1.68	1.64
	1.75%	2.07	2.00	1.94	1.87	1.82	1.76	1.71	1.66

来源：Pitt Street 调研公司

每股 1.19-1.49 澳元的公允价值

我们综合“可比公司分析法”和“现金流折现法”使用加权平均估值方法、各分配 50%的权重，对睿泰进行估值。得出保守每股 1.19 澳元的估值，乐观的评估价格为 1.49 澳元。无论如上哪种情况都显示当前的股票价格有大幅的增长空间。

图 28，加权平均估值：保守情况和乐观†

方法	权重 (%)	股价 (澳元)
现金流折现法	50.0%	1.79
可比公司分析法	50.0%	0.60
加权平均价		1.19
当前价格		0.40
上涨/下跌 (%)		198.6%

来源：Pitt Street 调研公司

方法	权重 (%)	股价 (澳元)
现金流折现法	50.0%	2.31
可比公司分析法	50.0%	0.68
加权平均价		1.49
当前价格		0.40
上涨/下跌 (%)		273.4%

结论

睿泰独特的价值定位使其在竞争中脱颖而出

单独看来，企业在线教育、职业培训、ESG 和在线语言培训与教育这四大领域均有一定的竞争对手。但是，睿泰因其能够服务于所有四个领域的的能力在竞争中脱颖而出。睿泰的同行只专注于提供单一的在线培训与教育技术平台或者在线课程，不具有全线的整体解决方案的提供能力。

此外，睿泰还提供了各类客制化、研发与技术支持等服务，这对于拥有庞大用户群的大型企业来说很理想，同时也提供基于在线平台的综合运营与咨询方案及各类在线课程与课件的研发与制作。我们相信，睿泰向新领域、新地区扩张的战略，为其抵御传统业务市场的变化提供了相当大的风险对冲能力。



尽管公司可能会根据行业的状况改变其在学习与发展等传统业务上的投入，保持其稳定增长；但睿泰新拓展的各类业务领域，如在线英语培训领域，父母会为了子女更好的未来继续投资孩子的教育，该业务会迎来快速增长；职业培训与教育领域，也是中国的国家战略之一，大额的预算与投入保证了该类业务巨大的增长空间。这些都会让睿泰的估值和股价随着新运营策略的执行而推动上涨。

风险

在我们看来，投资睿泰有 4 个主要风险：

-执行风险：由于该公司最近投资了两个相关但未曾涉足的领域（ESG 和在线语言教育），管理层在管理这两个新领域时存在一定的挑战。

-业务线收入的集中性：在 2019 年上半年，大约 70% 的收入来自于与现有客户的合作，只有 30% 的收入来自于新客户。在我们看来，由于与现有客户的合同终止会严重影响收入，所以对现有客户的高依赖性是公司当前的问题。但是，我们相信睿泰的企业战略转变能够有效的解决这一问题。

-核心行业经济下滑：由于睿泰的大部分收入都来自于企业客户（2019 年上半年占 90%），因此该公司容易受到企业客户所在核心行业（金融、零售、汽车）经济下滑的影响。在动荡时期，企业会快速减少学习和研发等非核心业务的开支。

-股票交易量及流动性的缺乏：公司的股票被集中持有，即前十大股东持有该公司超过 80% 的股权。在其 2017 年首次公开发行后，大量在澳交所上市的中国公司被摘牌，进一步打击了其股票交易。但是，公司业务稳定，与优质的国际审计机构合作（致同），良好的业绩表现和更积极的投资者关系管理，基于以上优势和策略，该公司有信心解决上述问题。



SWOT 分析

优势与机遇	劣势与威胁
<ul style="list-style-type: none">- 睿泰的财务表现良好，在 2017 和 2018 财年的毛利率为 63%，净利润率为 37%。- 该公司持有充足现金（据 2019 年 6 月 30 日统计现金、现金等价物及其他货币资金合计为 2.11 亿人民币，折合 4300 万澳元），这可以为今后的发展计划提供资金支持。- 在过去的 10 年中，睿泰在在线培训与教育的核心业务方面已经与许多大客户建立了牢固的关系。它享有良好的客户粘性，这表现在 2016 到 2018 年约有 23% 的客户为长期重复合作客户上。- 睿泰与著名品牌（例如中国银行所在的金融业）的成功经验，使其能够缩短相同产业新客户的拓展时间，为进一步的市场渗透提供了完美的起点，并且其拥有的先进技术和通用在线课件等更加强化了睿泰的优势。- 睿泰进入到在线语言培训与教育和职业教育新领域的扩张，为其进入利润丰厚的中国教育技术市场提供了机会。- 睿泰与其他地区专家的合作模式为它在亚太地区的发展提供了巨大潜力。尤其是与国际公司的合作为其在其他国家的发展提供了充足的空间。	<ul style="list-style-type: none">- 与现有客户的重复合作对该公司的收入产生了积极影响，但是这也表明它对现有客户的一定依赖。这表现在 2016-2018 财年有 47% 的收入是来自于长期老客户的合作。- 由于睿泰投资了未曾涉足的新领域，管理层能否成功管理好这些领域是企业能否成功的关键之一。- 所有权集中是把双刃剑，公司需要解决股票缺乏流动性的问题来真正的发挥它的潜力。



附录 I: 管理团队

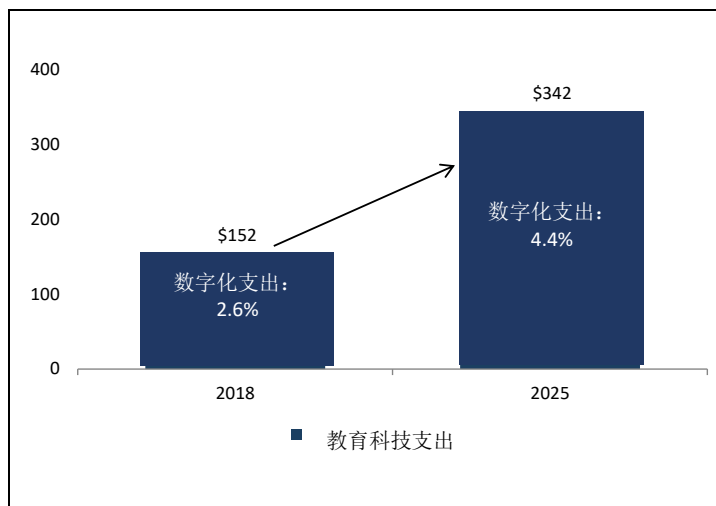
	姓名和职称	简介
	刘成 (Jack Liu) 首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> 刘成是睿泰创始管理团队的一员，拥有超过 10 年的销售、市场、商业和战略管理经验。 在 2000 年，他与现任非执行董事长艾顺刚共同创立了睿泰。 南京邮电大学工商管理专业硕士。
	林艳 (Grace Lin) 首席财务官	<ul style="list-style-type: none"> 林艳在企业财务管理与资本市场方面拥有丰富经验，曾任职于安永（中国）、凯捷咨询（中国）。 她持有美国注册管理会计师资质（CMA）并且是上海财经大学工商管理学硕士 MBA。
	王宫石 (William Wang) 副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 王宫石拥有超过 10 年的市场和销售经验。 在加入睿泰之前，他曾担任宇龙计算机通讯科技有限公司（中国无线集团的子公司）江苏省销售副总监。 南京邮电大学市场营销专业学士学位。
	冯俭生 (Roy Fung) ProSage (香港) 首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> Roy FUNG 拥有 20 多年在亚太地区商务咨询行业的工作经验，他曾担任 Tricor 咨询有限公司的总经理，StepStone 中国总裁，LEVEL4 Performance 咨询公司首席执行官，Wilson Learning 中国区经理，American Express International 人力资源开发总监以及恒生银行高级质量保证经理。 Roy FUNG 曾担任“黑暗中对话”基金会董事会主席，他曾是香港人力资源管理学会（IHRM）的执行理事会成员，目前他是香港人力资源管理学 IT 咨询组的联席主席。 香港中文大学学士学位。
	杨斌斌 (Binbin Yang) 爱英语总经理 (中国)	<ul style="list-style-type: none"> 他曾在日本理光集团，日本夏普公司和 Softcom 担任技术总监与其他技术管理职务。 他在智能设备、互联网产品，国际合作与国际学术交流等方面拥有超过 15 年的经验。 山西财经大学计算机科学与技术系学士学位，吉林大学工商管理硕士学位。

来源：公司，Pitt Street 调研公司



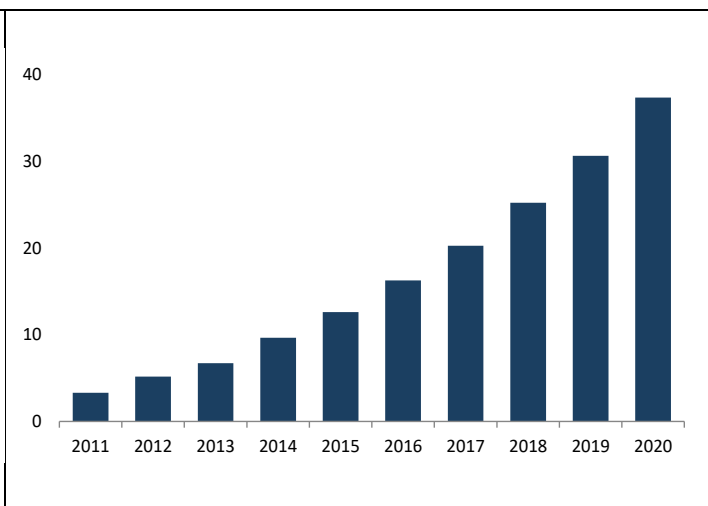
附录 II：全球在线教育市场统计

图 29：全球教育技术支出（单位：十亿美元）



来源：HolonIQ 与 Pitt Street 调研公司

图 30：全球移动教育市场规模（单位：十亿美元）



来源：Docebo 和 Pitt Street 调研公司

附录 III：财务总结（单位：澳元）

图 31：关键财务数据（单位：百万澳元）

年度（截至12月，万澳元）	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测
收入	2050	2692	3540	4658	6183
收入同比增长率		31.3%	31.5%	31.6%	32.7%
息税折旧摊销前利润	908	1276	1506	1998	2658
净利润	761	1016	1035	1515	2050
息税折旧摊销前利润率%	44.3%	47.4%	42.5%	42.9%	43.0%
资产收益率	15.4%	17.5%	13.8%	16.8%	18.5%
每股收益-分（不含偶然项目）	4.04	4.80	4.46	6.51	8.80
每股收益-分	3.78	4.40	4.46	6.51	8.80
每股股利-分	-	-	0.50	0.65	0.88
市销率	5.1x	3.1x	2.1x	1.3x	0.8x
企业价值倍数	11.6x	6.6x	4.9x	3.1x	1.8x
市盈率	12.6x	9.8x	9.0x	6.1x	4.5x
股息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.6%	2.2%

来源：Pitt Street 调研公司



图 32：财务总结（单位：万澳元）

利润表	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
收入	2,050	2,692	3,540	4,658	6,183	8,020	10,220
营业费用	(419)	(552)	(738)	(945)	(1,236)	(1,584)	(1,934)
调整的息税折旧摊销前利润	941	1,269	1,464	1,947	2,586	3,362	4,348
折旧和摊销	(13)	(47)	(81)	(107)	(142)	(184)	(225)
调整的息税前利润	928	1,222	1,383	1,840	2,444	3,177	4,123
净利息	22	40	(30)	(17)	8	49	89
税前利润（不含偶然项目）	950	1,262	1,353	1,823	2,451	3,226	4,212
所得税费用	(157)	(160)	(338)	(337)	(441)	(565)	(716)
偶然项目+少数权益	(94)	(126)	(20)	(30)	(40)	(53)	(70)
税后净利润	761	1,016	1,035	1,515	2,050	2,715	3,566
现金流	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
税前利润	887	1,155	1,353	1,823	2,451	3,226	4,212
折旧和摊销	13	47	81	107	142	184	225
经营性应收项目的变动	(590)	97	(134)	(245)	(334)	(403)	(482)
经营性应付项目的变动	89	89	106	161	220	262	316
其他经营活动	(27)	(47)	(76)	(90)	(125)	(166)	(214)
经营活动产生的现金流量净额	259	1,161	1,042	1,414	1,879	2,474	3,247
资本性现金支出（处置取得的现金）	(74)	(25)	(372)	(186)	(247)	(241)	(307)
其他与投资活动有关的现金	(463)	7	0	11	15	21	29
投资活动产生的现金流量净额	(2,426)	9	(371)	(135)	(175)	(140)	(165)
分配股息、红利支付的现金	-	-	(117)	(152)	(205)	(272)	(357)
投资收到的现金（回购支付的现金）	2,505	-	-	-	-	-	-
借款收到的现金（偿还支付的现金）	640	-	-	-	-	-	-
其他与筹资活动有关的现金	(17)	(31)	(15)	(14)	(14)	(11)	(11)
现金及现金等价物的净增加额	894	1,021	483	1,059	1,434	2,011	2,673
现金的期末余额	985	2,054	2,561	3,620	5,054	7,065	9,738
净债务（净现金）	(422)	(1,412)	(1,912)	(2,971)	(4,405)	(6,416)	(9,089)
资产负债表	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
现金及现金等价物	985	2,054	2,561	3,620	5,054	7,065	9,738
总资产	5,289	6,327	7,481	9,016	11,097	13,816	17,351
总债务	563	641	649	649	649	649	649
总负责	1,781	1,653	1,837	2,039	2,314	2,643	3,039
所有者权益	3,508	4,674	5,644	6,978	8,783	11,173	14,312
比率	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
净债务/权益 (%)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
利息保障倍数	NM	NM	46.37	108.75	NM	NM	NM
净资产收益率	23.2%	23.7%	18.3%	21.7%	23.3%	24.3%	24.9%

来源：Pitt Street 调研公司



图 33：关键财务数据（单位：人民币万）

年度（截至12月）人民币	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测
收入（万）	10420	13050	16962	22318	29626
收入同比增长率		25.2%	30.0%	31.6%	32.7%
税息折旧及摊销前利润（万）	4613	6185	7215	9574	12737
净利润（万）	3869	4923	4959	7261	9823
税息折旧及摊销前利润率（%）	44.3%	47.4%	42.5%	42.9%	43.0%
资产收益率	15.4%	17.5%	13.8%	16.8%	18.5%
每股收益-分（不含偶然项目）	20.54	23.26	21.39	31.17	42.18
每股收益（分）	19.23	21.34	21.39	31.17	42.18
每股股利（分）	-	-	2.41	3.12	4.22
市销率	5.1x	3.1x	2.1x	1.3x	0.8x
企业价值倍数	11.6x	6.6x	4.9x	3.1x	1.8x
市盈率	12.6x	9.8x	9.0x	6.1x	4.5x
股息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.6%	2.2%

来源：Pitt Street 调研公司



图 34：财务总结（单位：万美元）

利润表	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
收入	10,420	13,050	16,962	22,318	29,626	38,428	48,972
营业费用	(2,128)	(2,675)	(3,536)	(4,526)	(5,924)	(7,591)	(9,266)
调整的息税折旧摊销前利润	4,782	6,150	7,016	9,329	12,390	16,108	20,832
折旧和摊销	(64)	(227)	(390)	(513)	(681)	(884)	(1,077)
调整的息税前利润	4,718	5,924	6,626	8,815	11,708	15,224	19,754
净利息	110	194	(143)	(81)	36	236	428
税前利润（不含偶然项目）	4,828	6,117	6,483	8,734	11,744	15,460	20,182
所得税费用	(795)	(774)	(1,621)	(1,616)	(2,114)	(2,705)	(3,431)
偶然项目+少数权益	(476)	(613)	(97)	(143)	(193)	(255)	(335)
税后净利润	3,869	4,923	4,959	7,261	9,823	13,010	17,087
现金流	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
税前利润	4,509	5,601	6,483	8,734	11,744	15,460	20,182
折旧和摊销	64	227	390	513	681	884	1,077
经营性应收项目的变动	(2,999)	472	(642)	(1,174)	(1,602)	(1,929)	(2,311)
经营性应付项目的变动	451	431	510	770	1,054	1,258	1,516
其他经营活动	(706)	(1,102)	(1,747)	(2,068)	(2,876)	(3,818)	(4,908)
经营活动产生的现金流量净额	1,319	5,629	4,995	6,776	9,002	11,854	15,557
资本性现金支出（处置取得的现金）	(375)	(123)	(1,781)	(893)	(1,185)	(1,153)	(1,469)
其他与投资活动有关的现金	(11,955)	167	4	245	347	484	677
投资活动产生的现金流量净额	(12,330)	44	(1,777)	(647)	(838)	(668)	(792)
分配股息、红利支付的现金	-	-	(561)	(726)	(982)	(1,301)	(1,709)
投资收到的现金（回购支付的现金）	12,732	-	-	-	-	-	-
借款收到的现金（偿还支付的现金）	3,254	-	-	-	-	-	-
其他与筹资活动有关的现金	(434)	(723)	(342)	(326)	(311)	(249)	(249)
现金及现金等价物的净增加额	4,541	4,950	2,315	5,076	6,871	9,636	12,808
现金的期末余额	5,006	9,956	12,270	17,347	24,217	33,853	46,660
净债务（净现金）	(2,147)	(6,847)	(9,161)	(14,237)	(21,108)	(30,744)	(43,551)
资产负债表	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
现金及现金等价物	5,006	9,956	12,270	17,347	24,217	33,853	46,660
总资产	26,882	30,670	35,847	43,203	53,171	66,199	83,140
总债务	2,859	3,109	3,109	3,109	3,109	3,109	3,109
总负责	9,053	8,011	8,804	9,768	11,088	12,663	14,562
所有者权益	17,829	22,659	27,042	33,435	42,083	53,536	68,579
比率	2017实际	2018实际	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测
净债务/权益(%)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
利息保障倍数	NM	NM	46.37	108.75	NM	NM	NM
净资产收益率	23.2%	23.7%	18.3%	21.7%	23.3%	24.3%	24.9%

来源：Pitt Street 调研公司



附录 IV：近年来的主要奖项和证书

2019 年：

- 2019 年质量体系认证（GB/T19001-2008/ISO9001：2008）；
- 2019 年信息安全管理体系统认证（ISO/IEC27001：2013）；
- 2019 年软件产品证书；

2018 年：

- 2018 年博奥奖 – “在线课件定制优质服务提供商”；
- 2018 年上海市软件企业核心竞争力评价规模型企业；
- 2018 年科技型中小企业；

2017 年：

- 2017 年软件产品证书；
- 2017 年博奥奖 – “优秀移动端学习（APP）服务提供商”

一般性建议，免责声明与披露事项

条款与细则

此文章包含的信息（内容）发表在 Pitt Street 调研公司（ACN 626365615），并经过澳大利亚 BR Securities Pty Ltd.（ABN 92 168 734 530，AFSL 456663）认证（编号：1265112）。除非另外说明，与本文内容相关的所有知识产权归 Pitt Street 调研公司所有。

免责声明

所有内容都节选自原文，不做任何（明确的或是暗示的）真实性担保。尽管我们尽量保证所选内容来源可靠，但是 Pitt Street 调研公司对于因任何原因引起的任何错误，过失与遗漏不负任何责任。所有的意见、预测以及建议都基于文章发布当日的判断与假设，文中所有的意见预测以及建议都可能会更改，恕不另行通知，Pitt Street 调研公司对于本文包含的任何建议、观点、意见不负任何责任。

Pitt Street 调研公司不对信息准确性、完整性、适用性提供担保，并且 Pitt Street 调研公司职员、代表、合伙人以及代理商不对任何由于引用文章内容造成的直接或间接的损失负责。

本文档中各个部分都不能作为招股说明书或者发行通函使用。本文档中的任何内容也不能作为招揽股票或证券购买的邀请函使用，并且本文档中的任何内容都不能作为与之相关的任何合同、协议、以及投资决定的依据。

一般性建议

本文内容仅提供参考，不作为个人建议（不要对文中内容进行臆测），并且也不能作为购买，销售，订购相关金融产品的邀请函使用，在文章撰写过程中，并未考虑任何人的投资目标，财务状况以及需求。

金融产品是复杂的，具有损失风险的，可能会升值和贬值，并且会受到一系列市场和经济因素的影响，因此，为了确保该产品适合您的情况，请您寻求专业建议来保证您获得专业的内容。

披露事项

Pitt Street 调研公司接受委托撰写此内容，Pitt Street 调研公司的代表或合伙人可能会不时与该公司存在利益关系，进行交易或者担任公司董事职务或为公司提供服务。Pitt Street 调研公司以及其合伙人，管理人员，董事与员工也可能会不时的持有该公司的证券，并且可能不根据本文提出的建议对证券进行买卖。

由于 Pitt Street 调研公司向该公司提供了研究服务以及其他财政服务，因此，Pitt Street 调研公司会向本中涉及公司收取费用。在撰写文档过程中，该公司给我们的分析人员提供了帮助，并且与分析人员进行了沟通。该公司提供了有关公司及相关行业的信息来帮助本文的撰写。分析师已经尽职尽责的、严格的审查了公司提供的信息，并且把他们作为文章撰写的依据。分析人员在编写此文章和提出建议时一直努力保持诚实和公正的原则。另外，Pitt Street 调研公司向该公司收取的服务费、报酬、员工薪酬等任何费用都不会直接或间接影响文章内容的质量。