

# 全国跑马圈地，腾冲再签大单

2016年3月23日

**事项：**

- ❖ 颂大教育（430244）于2016年3月22日发布公告：“2016年3月16日，公司与“三井住友融资租赁（中国）有限公司”及“腾冲市教育局”三方共同签署了“买卖合同”，合同总金额为5000万元RMB。”

**评论：**

- ❖ **腾冲大单彰显颂大教育强大的全国性布局实力。**颂大教育目前主要依靠直销、代理、PPP和融资租赁四种模式进行K12教育信息化业务的全国性扩张。本次腾冲市5000万元的大单是颂大教育全产品线的技术积淀、三板挂牌的资金优势和对教育行业深刻理解的重要体现。2015年11月17-18日，颂大教育联合三井住友融资租赁（中国）有限公司与云南省文山市、云南省宜良县分别签订了8999万元和7961万元教育信息化合同。云南省三笔合计2.2亿元的订单约占公司2015年2.4亿元预期收入的92%，云南省的频繁拿单一方面说明了颂大教育在行业内具备较强的竞争力，另一方面说明了融资租赁模式是教育信息化公司全国性布局的重要模式，有望大幅缩短相关公司的回款周期，并能有效地缓解其资金压力。
- ❖ **颂大教育是国内领先的教育信息化平台建设和运营服务商。**颂大教育作为K12教育信息化领域的教育云平台建设运营和服务提供商，以“一核N驱”构建完整的教育信息化生态系统，“一核”即颂大教育云平台，“N驱”即云电子书包、云网阅、云录播、云课堂、云教培、云家教、云穿戴设备等教育信息化的产品和服务。目前颂大教育的产品和服务已经应用于超过全国13个省（自治区）、50个地市、400个县、1.2万所学校和2,000余万师生，所覆盖区域占全国15%以上。我们预计颂大教育2015年收入和利润有望达到2.4亿元和3099万元，同比分别增长268%和88%。
- ❖ **城市扩张和产品延伸两大维度驱动颂大教育步入加速发展通道。**（1）城市扩张。颂大教育已经构建了以华中地区为中心、各地子公司为依托的全国性营销网络体系，教育信息化业务目前已经服务超过50个城市和400个区县。2015年，颂大教育先后成立了河南、武汉和厦门子公司，并开始积极布局新疆和云南业务。截至2015年年中，公司已签订的各类订单达5150万元。（2）产品延伸。颂大教育目前通过课内云平台和智慧校园等B端业务在全国跑马圈地的同时，未来电子书包和可穿戴设备等C端业务有望打开广阔成长空间。2015年，公司已在四川、山东、武汉、柳州、延津等省市实现了新产品线的延伸和新订单的签订。
- ❖ **风险因素。**同业竞争风险、产品研发风险和核心人才缺失风险。
- ❖ **盈利预测、估值与投资评级。**教育行业A股16年PE、新三板重点公司2016年PE、一级市场2016年对赌PE分别为70X、25X和10X。我们维持颂大教育2015~2017年净利润为3099、5322和8547万元的预测，对应EPS预测为0.67、1.16和1.86元。我们维持其34元的目标价（对应16亿元目标市值和2016年29XPE），维持“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	25.6	65.3	240.3	650.0	960.4
增长率 YoY %	137.6	155.6	267.7	170.6	47.7
净利润（百万元）	5.9	16.5	31.0	53.2	85.5
增长率 YoY%	79.7	179.7	88.1	71.7	60.6
每股收益（元）	0.13	0.36	0.67	1.16	1.86
市盈率 PE	158	56	30	17	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2016年3月22日收盘价


**买入（维持）**

当前价：21.20元

目标价：34.00元

中信证券研究部

**胡雅丽**

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

**联系人：刘凯**

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

**相对指数表现**


资料来源：中信数量化投资分析系统

**主要数据**

三板做市指数	1238.93 点
总股本/流通股本	45.93/21.3 百万股
近12个月最高/最低价	40元/8元
近1月绝对涨幅	3.92%
近6月绝对涨幅	12.11%
今年以来绝对涨幅	163.35%
12个月日均成交额	1.03 百万元

**相关研究**

1. 颂大教育（430244）新三板公司投资价值分析报告——一核N驱，驾雾腾云(2016-02-02)
2. 新三板市场教育行业2016年投资策略——借力东风，方兴日盛(2015-11-27)
3. 新三板教育行业第1期思享会会议纪要——教育信息化市场前景广阔，威科姆与颂大教育深度布局(2015-10-9)
4. 新三板市场教育行业深度研究报告之一——沂水春风，方兴未艾(2015-7-16)

表 1：新三板教育公司精选股票池

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				PE (倍)				评级
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
亿童文教	430223.OC	33.5	33.50	0.91	0.96	1.17	1.39	37	35	29	24	买入
北教传媒	831299.OC	9.9	14.86	0.21	0.40	0.59	0.71	69	37	25	21	买入
华图教育	830858.OC	87.9	67.42	0.86	1.66	2.49	3.08	78	41	27	22	买入
硕大教育	430244.OC	9.7	21.20	0.36	0.67	1.16	1.86	59	31	18	11	买入
威科姆	831601.OC	14.1	12.90	0.01	0.37	0.57	0.77	1087	35	23	16	买入
新道科技	833694.OC	12.6	12.20	0.33	0.44	0.57	0.76	38	28	21	16	
平均								229	35	25	19	
硕大教育	430244.OC	9.2	19.95	0.36	0.67	1.16	1.86	56	30	17	11	买入

资料来源：Wind、中信证券研究部预测注：股价取 2016 年 3 月 22 日收盘价。

表 2：新三板教育公司估值表

行业	细分行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PE		
						2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	
母婴教育		盛成网络	834093.OC	9.0	36.41	102.96	N/A	10.61	N/A	85	N/A	
		亿童文教	430223.OC	33.5	33.50	313.24	345.50	86.70	99.15	39	34	
		嘉达早教	430518.OC	6.9	10.00	314.56	311.37	35.23	33.91	20	20	
		仙剑文化	831643.OC	3.5	9.05	36.77	42.39	4.38	4.65	79	75	
		书网教育	831217.OC	N/A	N/A	13.75	14.00	1.68	3.13	N/A	N/A	
学前教育		爱乐祺	831797.OC	1.0	3.75	12.31	17.77	0.31	2.79	320	35	
		朗朗教育	834729.OC	1.9	8.47	22.41	N/A	1.23	N/A	152	N/A	
		凯米教育	835085.OC	N/A	N/A	2.09	3.41	0.22	0.62	N/A	N/A	
		领航传媒	833242.OC	N/A	N/A	131.55	113.32	7.89	7.47	N/A	N/A	
		艾的教育	835614.OC	N/A	N/A	3.27	11.09	-1.84	-3.29	N/A	N/A	
		朗铭科技	430107.OC	12.3	18.01	13.02	9.97	0.11	0.09	N/A	N/A	
		芝兰玉树	835785.OC	7.3	28.00	9.09	15.10	-16.07	-22.30	N/A	N/A	
		中教股份	430176.OC	13.1	21.80	145.44	162.40	50.13	55.00	26	24	
K12 教育		威科姆	831601.OC	14.1	12.90	318.20	377.69	1.30	28.99	1087	49	
		硕大教育	430244.OC	9.7	21.20	65.33	89.21	16.48	23.32	59	42	
		金硕信息	430297.OC	1.7	3.90	46.35	60.40	5.52	8.83	30	19	
		星立方	430375.OC	3.7	7.00	30.32	36.26	4.02	8.37	92	44	
		华清飞扬	834195.OC	21.0	66.00	168.44	330.35	34.09	87.62	62	24	
		朗悦科技	831322.OC	1.0	10.00	20.09	N/A	0.42	N/A	228	N/A	
		三好教育	834912.OC	N/A	N/A	66.08	N/A	4.46	N/A	N/A	N/A	
		顺治科技	833060.OC	1.2	9.68	16.78	19.01	1.91	3.69	61	31	
		分豆教育	831850.OC	20.4	16.31	28.98	90.96	7.35	63.37	277	32	
		绿网天下	831084.OC	5.9	17.20	26.03	35.66	4.91	4.26	120	138	
		能龙教育	831529.OC	9.5	8.00	50.67	57.95	2.31	5.55	412	171	
		博冠科技	833108.OC	N/A	N/A	7.19	5.49	0.59	-0.80	N/A	N/A	
		赢鼎教育	833173.OC	20.5	358.88	17.05	60.78	0.30	33.74	6841	61	
		壹灵壹	835932.OC	N/A	N/A	17.94	28.25	-2.31	-7.53	N/A	N/A	
		菁优教育	835922.OC	N/A	N/A	9.17	14.31	-1.57	-8.35	N/A	N/A	
教育出版		必由学	831341.OC	N/A	N/A	5.84	12.16	-0.57	3.56	N/A	N/A	
		北教传媒	831299.OC	9.9	14.86	263.09	278.15	14.26	17.72	69	56	
		安之文化	831632.OC	N/A	N/A	20.62	23.00	2.13	2.54	N/A	N/A	
		昊福文化	430702.OC	1.2	3.96	39.87	40.69	1.71	1.57	70	77	
		中教产业	833110.OC	N/A	N/A	49.81	46.90	1.26	1.14	N/A	N/A	
		佳一教育	833142.OC	6.1	32.00	45.70	55.76	10.17	13.71	60	44	
		海伊教育	834782.OC	N/A	N/A	5.52	N/A	0.89	N/A	N/A	N/A	
其他		远大股份	430511.OC	2.1	4.46	60.02	62.40	5.39	9.99	40	21	
		资格考试培训	华图教育	830858.OC	64.4	49.43	1,155.43	1258.79	106.28	183.19	61	35
		朗顿教育	831505.OC	4.0	19.60	45.92	43.04	21.48	22.95	19	17	
		盛景网联	833010.OC	51.4	28.36	223.44	258.85	73.70	96.03	70	54	
		企业管理培训	行动教育	831891.OC	9.1	29.00	215.41	231.50	23.53	27.99	38	32
起航股份	833380.OC	4.2	7.90	119.49	133.38	13.11	13.04	32	32			



行业	细分行业	公司简称	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PE	
						2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
职业教育(学历)	职教信息化	和君商学	831930.OC	45.0	30.00	30.56	51.33	6.38	17.44	705	258
		行动者	833312.OC	N/A	N/A	4.34	4.65	0.15	-1.00	N/A	N/A
		全美在线	835079.OC	12.6	22.55	152.44	N/A	26.77	N/A	47	N/A
		华博教育	831308.OC	2.8	14.99	15.46	17.32	5.93	6.24	48	45
		神码在线	834748.OC	3.6	30.00	46.07	N/A	3.40	N/A	106	N/A
		网班教育	833587.OC	3.0	28.27	12.36	N/A	1.67	N/A	179	N/A
	出版	新为股份	832142.OC	1.3	15.00	17.23	16.88	1.17	0.07	107	N/A
		圣才教育	831611.OC	N/A	N/A	9.44	10.18	0.65	-0.38	N/A	N/A
	IT培训	建策科技	830868.OC	N/A	N/A	11.22	16.27	0.36	1.95	N/A	N/A
		景格科技	430638.OC	1.1	8.00	106.88	113.86	21.22	22.15	N/A	N/A
教育咨询	教育信息化	星科智能	430545.OC	6.1	16.97	100.86	104.06	11.17	7.66	55	80
		奥派股份	830794.OC	2.1	6.84	28.10	29.37	8.16	8.44	25	24
		联合永道	430664.OC	1.9	5.22	65.11	59.60	6.83	-3.48	28	N/A
	学校资产	爱迪科森	430086.OC	1.7	8.50	52.07	54.08	3.46	9.49	49	18
		中诺思	833557.OC	2.4	10.50	54.62	N/A	3.13	N/A	77	N/A
教育咨询	金侨教育	835497.OC	N/A	N/A	75.91	N/A	9.28	N/A	N/A	N/A	
	学府信息	831525.OC	N/A	N/A	7.11	4.63	0.60	-0.38	N/A	N/A	
	聚智未来	834538.OC	N/A	N/A	1.76	N/A	-2.27	N/A	N/A	N/A	
高等教育	教育信息化	斯福泰克	430052.OC	0.1	0.85	7.29	5.08	-4.66	-3.88	N/A	N/A
		新道科技	833694.OC	12.6	12.20	181.69	N/A	33.50	N/A	38	N/A
	金智教育	832624.OC	0.4	1.60	182.28	174.74	7.85	3.81	6	12	
	麦可思	833861.OC	N/A	N/A	53.33	N/A	14.25	N/A	N/A	N/A	
	奥尔思	430248.OC	0.1	1.00	14.71	11.36	-2.86	-3.91	N/A	N/A	
外语	清睿教育	834987.OC	N/A	N/A	20.94	N/A	5.34	N/A	N/A	N/A	
	飞博教育	T20292.OC	N/A	N/A	0.52	N/A	-5.50	N/A	N/A	N/A	
其他	能动教育	835797.OC	N/A	N/A	42.67	N/A	3.10	N/A	N/A	N/A	
	蓝贝股份	832730.OC	0.6	1.36	156.13	176.87	4.42	8.00	13	7	
	万里智能	430729.OC	0.2	1.00	8.66	13.49	-2.56	-1.66	N/A	N/A	
	金山顶尖	430064.OC	1.5	3.00	212.04	216.06	-14.64	-15.70	N/A	N/A	
	培诺教育	834290.OC	11.4	52.60	21.09	N/A	6.25	N/A	N/A	N/A	
	教师网	T20060.OC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
	正保育才	T20323.OC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
总体平均			9.4						291	52	

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为2016年3月22日收盘价；（2）TTM的收入和净利润使用2014年下半年和2015年上半年数据加总；（3）市值单位为亿元

表3：A股教育行业重点公司估值表

公司简称	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
全通教育	300359.SZ	188	74.00	0.46	0.51	1.10	1.75	161	145	67	42
银润投资	000526.SZ	50	51.59	0.02	0.05	0.53	0.69	2529	1102	97	75
拓维信息	002261.SZ	167	29.93	0.14	0.41	0.52	0.65	214	73	57	46
新南洋	600661.SH	82	31.51	0.25	0.30	0.42	0.64	126	105	74	49
立思辰	300010.SZ	161	21.06	0.36	0.19	0.29	0.39	58	110	73	55
秀强股份	300160.SZ	75	40.18	0.20	0.36	0.58	0.74	206	111	70	55
保龄宝	002286.SZ	64	17.45	0.06	0.12	0.27	0.36	291	143	65	49
中国高科	600730.SH	84	14.34	0.53	0.17	0.23	0.27	27	86	62	52
科大讯飞	002230.SZ	361	27.93	0.47	0.38	0.44	0.60	59	73	64	47
威创股份	002308.SZ	144	17.20	0.13	0.16	0.25	0.32	132	107	70	53
平均								380	206	70	52

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为2016年3月22日收盘价；（2）收入单位为百万元；（3）EPS为Wind一致预期

表 4：A 股教育行业公司估值表

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)				PE			
					2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
学前教育	森马服饰	002563.SZ	289	10.74	1,092.3	1,360.7	1,640.9	1,976.0	7	21	18	15
	威创股份	002308.SZ	144	17.2	105.2	134.3	210.5	275.2	132	107	70	53
	中南传媒	601098.SH	338	18.81	1,468.8	1,843.9	2,285.8	2,757.1	23	18	15	12
	凤凰传媒	601928.SH	303	11.9	1,205.4	1,413.7	1,652.6	1,896.8	25	21	18	16
	科大讯飞	002230.SZ	361	27.93	379.4	494.4	565.5	773.4	59	73	64	47
	天舟文化	300148.SZ	91	21.59	118.3	175.7	327.2	460.8	55	55	30	22
	新南洋	600661.SH	82	31.51	63.1	78.0	109.9	173.3	126	105	74	49
K12 教育	二六三	002467.SZ	103	12.89	147.9	93.6	173.6	228.2	42	110	59	45
	拓维信息	002261.SZ	167	29.93	56.3	229.7	292.1	364.8	214	73	57	46
	蓝盾股份	300297.SZ	160	16.5	35.3	114.0	409.5	558.5	92	141	40	30
	恒华科技	300365.SZ	50	28.28	60.6	83.5	121.5	163.0	30	60	41	31
	全通教育	300359.SZ	188	74	44.9	129.4	279.5	442.9	161	145	67	42
	丰东股份	002530.SZ	55	20.6	32.7	34.6	148.0	204.5	172	226	68	49
	银润投资	000526.SZ	50	51.59	2.0	4.5	205.0	264.5	2529	1102	97	75
	ST 宏盛	600817.SH	25	15.38	-16.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	恒立实业	000622.SZ	49	11.47	-36.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	洪涛股份	002325.SZ	116	11.61	295.4	311.5	433.5	542.1	28	37	27	21
职业教育	中国高科	600730.SH	84	14.34	155.8	98.0	136.4	161.2	27	86	62	52
	世纪鼎利	300050.SZ	70	27.91	43.9	117.7	169.6	205.9	140	59	41	34
	天喻信息	300205.SZ	65	15.09	58.6	46.5	116.7	186.9	111	140	56	35
教育信息化	新开普	300248.SZ	86	28.53	37.8	53.1	82.9	125.3	110	162	104	69
	方直科技	300235.SZ	44	27.61	22.5	N/A	N/A	N/A	197	N/A	N/A	N/A
	文化长城	300089.SZ	41	27.6	8.4	13.3	55.6	71.5	460	311	76	59
	立思辰	300010.SZ	161	21.06	100.4	145.6	221.6	295.2	58	110	73	55
综合	中文在线	300364.SZ	122	101.65	46.2	52.8	71.6	94.0	199	231	170	130
	秀强股份	300160.SZ	75	40.18	36.5	67.5	107.9	137.6	206	111	70	55
	华平股份	300074.SZ	56	10.52	31.0	6.5	19.0	41.0	112	855	292	135
	汇冠股份	300282.SZ	72	31.42	11.2	-113.0	155.0	201.0	262	-64	46	36
	凯美特气	002549.SZ	52	9.1	31.5	3.8	78.7	116.5	114	1379	66	44
	大地传媒	000719.SZ	119	15.15	641.7	N/A	N/A	N/A	17	N/A	N/A	N/A
	保龄宝	002286.SZ	64	17.45	22.8	45.0	115.4	161.9	291	143	65	49
艺术教育	海伦钢琴	300329.SZ	67	26.71	25.7	37.4	53.2	74.5	141	179	126	90
	珠江钢琴	002678.SZ	118	12.38	141.1	158.1	182.8	234.0	83	75	65	51
	佳创视讯	300264.SZ	52	22.75	18.9	N/A	N/A	N/A	284	N/A	168	88
学校资产	中泰桥梁	002659.SZ	59	18.84	12.9	9.0	42.8	98.1	471	826	194	84
	国脉科技	002093.SZ	94	10.84	54.6	54.8	108.8	157.1	172	171	86	60
	武汉凡谷	002194.SZ	66	11.89	136.6	83.4	166.8	N/A	48	79	40	N/A
	绵世股份	000609.SZ	33	10.98	120.4	N/A	N/A	N/A	27	N/A	N/A	N/A
	陕西金叶	000812.SZ	41	9.26	71.6	N/A	N/A	N/A	58	N/A	N/A	N/A
	博通股份	600455.SH	26	41.87	6.0	N/A	N/A	N/A	436	N/A	N/A	N/A
整体平均			119						203	223	77	52
重点平均									380	206	70	52

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 3 月 22 日收盘价；（2）收入单位为百万元；（3）重点教育公司见表 3；（4）PE 为 Wind 一致预期

表 5：美股和港股中国教育行业公司估值表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收入(百万元)			净利润(百万元)			PS			PE		
			2013	2014	TTM	2013	2014	TTM	2013	2014	TTM	2013	2014	TTM
新东方	EDU.N	349.8	7,269.6	7,958.3	7,957.7	1376.8	1212.8	1219.2	4.8	4.4	4.4	25	29	29
学大教育	XUE.N	21.8	2,214.9	2159.4	2163.8	103.4	-63.8	-94.5	1.0	1.0	1.0	21	N/A	N/A
好未来	XRS.N	266.2	2,003.6	2770.2	3028.1	386.8	428.9	464.7	13.3	9.6	8.8	69	62	57
达内科技	TEDU.O	39.0	592.3	869.4	954.3	-193.4	153.8	117.4	6.6	4.5	4.1	N/A	25	33
正保远程教育	DL.N	33.0	455.7	620.4	688.7	86.8	149.4	155.7	7.2	5.3	4.8	38	22	21
网龙	0777.HK	92.7	890.2	969.0	1030.2	6147.5	176.9	14.7	10.4	9.6	9.0	2	52	N/A

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收入(百万元)			净利润(百万元)			PS			PE		
			2013	2014	TTM	2013	2014	TTM	2013	2014	TTM	2013	2014	TTM
海亮教育	HLG.O	16.2	451.3	480.0	487.7	127.0	146.2	139.8	3.6	3.4	3.3	13	11	12
ATA		7.5	398.9	363.8	379.2	28.1	24.3	25.5	1.9	2.1	2.0	27	31	30
海外平均		103.3							6.1	5.0	4.7	28	33	30

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为2016年3月22日收盘价；（2）单位均已换算为人民币；（3）市值单位为亿元

表6：A股上市公司并购一级市场教育公司的估值分析

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)						PE					
					14	15 E	16 E	17 E	18 E	2014	15 E	16 E	17 E	18 E		
全通教育 (300359.SZ)	广西慧谷	0.31	51%	0.61		8.8	11.4					7	5			
	湖北音信	0.46	55%	0.84		11.6	16.3					7	5			
	杭州思讯	0.53	72%	0.74		9.3						8				
	河北皇典	0.54	51%	1.05		9.6	12.0	13.8				11	9	8		
威创股份 (002308.SZ)	继教网	10.5	100%	10.50		68.0	85.0	106.3				15	12	10		
	西安习悦	0.8	100%	0.80		5.8	7.6	10.5				14	11	8		
	红缨教育	5.20	100%	5.20		33.0	43.0	53.0				16	12	10		
拓维信息 (002261.SZ)	金色摇篮	8.57	100%	8.57			53.0	66.3	82.6				16	13	10	
	海云天	10.6	100%	10.60		53.9	71.7	90.1	112.9			20	15	12		
	长征教育	7.24	100%	7.24		44.0	57.2	68.6				16	13	11		
	龙星信息	0.57	49%	1.16		12.1	13.4					10	9			
洪涛股份 (002325.SZ)	诚长信息	0.29	40%	0.72		7.6	8.3					10	9			
	火溶信息	8.1	90%	9.00	60.0	78.0	97.5			15	12	9				
	跨考教育	2.35	70%	3.36		35.0	46.0	60.0				10	7	6		
世纪鼎利 (300050.SZ)	金英杰教育	0.39	20%	1.95		15	19.5	25.4	33.0			13	10	8	6	
	学尔森	2.98	85%	3.50		25	40	60				14	9	6		
新开普 (300248.SZ)	智翔信息	1.11	100%	1.11	51.7	58.1	70.4	76.3		2	2	2	1			
立思辰 (300010.SZ)	树维信息	1.99	100%	1.99		10.0	16.0					20	12			
	迪科远望	3.2	100%	3.20		20.0	27.0					16	12			
	敏特昭阳	3.45	95%	3.63	30.0	36.0	43.2	47.5		12	10	8	8			
	从兴科技	0.54	30%	1.80	18.0	19.5	21.0			10	9	9				
中国高科 (600730.SH)	乐易考	0.2	51%	0.39												
	汇金科技	5.33	100%	5.33	36.1	44.0	53.7	56.3		15	12	10	9			
	江南信安	4.04	100%	4.04		20.0	24.0	31.2	40.6			20	17	13		
	康邦科技	17.6	100%	17.60		80.0	104.0	135.2	175.8			22	17	13		
凯美特气 (002549.SZ)	虹思科技	0.15	51%	0.29												
保龄宝 (002286.SZ)	过来人	0.45	N/A	N/A												
	新通国际	N/A	N/A	N/A												
恒立实业 (000622.SZ)	新通出境	N/A	N/A	N/A												
	京翰英才	16.59	100%	16.59		57.6	85.2	125.0	161.9			29	19	13	10	
勤上光电 (002638.SZ)	丰东股份 (002530.SZ)	魔方格	N/A	N/A	N/A											
平均	龙文教育	20	100%	20		141.0	141.0	141.0	141.0			14	14	14	14	
		4.67										11	13	10	9	10

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）花费金额和收购价格单位为亿元



利润表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26	65	240	650	960
营业成本	8	26	127	374	539
毛利率	70.2%	59.9%	47.3%	42.5%	43.9%
营业税金及附加	0	1	1	2	5
营业费用	5	8	36	99	147
营业费用率	17.7%	12.6%	15.1%	15.2%	15.3%
管理费用	7	11	42	115	171
管理费用率	29.0%	16.2%	17.6%	17.7%	17.8%
财务费用	0.2	0.6	0.6	1.3	2.3
财务费用率	0.8%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%
其他经营损益	1	1	1	1	1
营业利润	5	18	33	58	95
营业利润率	18.4%	27.2%	13.7%	9.0%	9.9%
营业外收入	2	1	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	7	19	36	61	98
所得税	1	3	5	8	13
所得税率	10.4%	13.9%	13.8%	13.1%	13.1%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	6	16	31.0	53.2	85.5
净利率	23.0%	25.2%	12.9%	8.2%	8.9%
每股收益(元)(摊薄)	0.13	0.36	0.67	1.16	1.86

现金流量表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	7	19	36	61	98
所得税支出	-1	-3	-5	-8	-13
折旧和摊销	0	1	1	3	4
营运资金变动	-14	-12	-12	-67	-59
其他	1	2	-1	-1	-1
经营现金流	-6	7	20	-12	29
资本支出	-1	-11	-3	-3	-3
投资收益	0	0	1	1	1
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	-2	-2	-3
投资现金流	-1	-11	-4	-4	-5
发行股票	0	25	11	0	0
负债变化	8	0	5	17	16
股息支出	0	0	0	0	0
其他	1	-2	0	0	0
融资现金流	9	23	16	17	16
现金及现金等价物净增加额	1	19	32	0	40

资产负债表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	9	30	62	61	101
存货	0	0	1	4	5
应收账款/票据	19	42	86	232	342
其他流动资产	5	9	34	93	137
流动资产	33	81	183	389	585
固定资产	1	3	5	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	3	3	3	3
其他长期资产	0	6	8	10	12
非流动资产	2	12	16	19	21
资产总计	34	94	199	408	606
短期借款	8	7	12	29	45
应付账款/票据	1	15	69	205	295
其他流动负债	5	8	12	16	23
流动负债	14	31	93	250	363
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	14	31	93	250	363
股本	11	35	46	46	46
资本公积和盈余公积	9	26	58	110	195
少数股东权益	0	2	2	2	2
股东权益合计	20	63	106	158	243
负债股东权益总计	34	94	199	408	606

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率(%)					
营业收入	137.6	155.6	267.7	170.6	47.7
营业利润	60.4	279.1	85.3	76.8	63.7
净利润	79.7	179.7	88.1	71.7	60.6
利润率(%)					
毛利率	70.2	59.9	47.3	42.5	43.9
EBITMargin	18.4	27.2	13.7	9.0	9.9
EBITDAMargin	24.0	31.5	14.4	9.2	10.4
净利率	23.0	24.7	12.9	8.2	8.9
回报率(%)					
净资产收益率	33.7	39.6	37.5	39.5	42.4
总资产收益率	23.5	25.3	21.2	17.5	16.9
其他(%)					
资产负债率	40.5	32.9	46.9	61.3	59.9
所得税率	10.4	13.9	13.8	13.1	13.1
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：中信量化投资分析系统

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与CLSA Singapore的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance\_hk@clsa.com。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。