

华图教育 (830858) 2015 年年报点评

# 业务多元化布局初见成效， 经营效率提升驱动盈利大幅增长

2016 年 4 月 15 日

## 投资要点

- ❖ **业绩增长约 100%，符合市场和我们的预期。**公司 2015 年收入和归母净利润分别为 13.59 亿元和 2.13 亿元，同比分别增长 17%和 100%，符合市场预期。2015 年公司对核心管理人员、骨干教师和优秀员工定向发行股票共计 738 万股，定增价 24.39 元/股，按照定增后的股本 1.30 亿股计算的 EPS 为 1.63 元。
- ❖ **收入方面：剥离图书发行业务，面授业务多元化布局初见成效。**2015 年华图教育的面授、网络培训、咨询服务和其它业务收入分别为 13.1 亿元、3909 万元、146 万元和 424 万元，收入占比分别为 96.7%、2.9%、0.1%和 0.3%。公司的业务逐步实现多元化布局，在原有公职人员招录考试培训业务保持稳定增长的基础上，事业单位、教师、金融项目和医疗卫生招录考试培训业务均实现了快速增长。我们估计公职人员、事业单位、教师培训 2015 年收入约 10 亿元、1.3 亿元和 1.2 亿元。此外，由于图书策划和发行业务属于重资产业务，出版、印刷和流通成本较高，2014 年虽然收入实现 1.3 亿元但开始亏损，所以公司 2015 年起将图书业务剥离，以提高整体盈利能力。
- ❖ **盈利方面：毛利率小幅提升和费用率微幅下降驱动公司盈利实现快速增长。**2015 年公司毛利率 60.5%，较 2014 年 56.1%提升了 4.4pct。公司 2015 年管理费用和销售费用分别为 2.66 亿元和 2.53 亿元，分别同比增长 10.1%和 11.6%；管理费用率和销售费用率分别为 19.55%和 18.60%，较 2014 年的 20.88%和 19.61%分别下降约 1.33pct 和 1.01pct。由于公司收入快速增长、毛利率小幅提升和费用率微幅下降，公司经营效率大幅提升，2015 年营业利润和净利润分别为 2.56 亿元和 2.12 亿元，同比分别增长 100%和 102%；营业利润率和净利润率分别为 18.84%和 15.61%，较 2014 年 11.07%和 9.1%分别提升 7.77pct 和 6.51pct。
- ❖ **2016 年收入和利润有望同比实现快速增长。**华图教育制定了 2016 年经营目标：收入 16.69 亿元和税后净利润 2.83 亿元，同比增长 23%和 33%。公司作为人才招录和资格认证培训行业龙头公司，目前已拥有遍布全国的 200 余家分公司（15 年新 32 家）和近 400 家直营分支机构，并拥有专兼职教师及员工约 7000 人。我们预计公职人员、事业单位和教师业务未来潜在的市场空间分别约 90、100 和 40 亿元。公司制定“一横一纵，一下一上，科技加资本”的发展战略，有望在海量职业教育培训市场中实现收入快速增长。华图教育的面授业务有望受益于行业参培率提升带来的行业增长和市场份额向龙头公司集中的趋势，我们预计公司 2016 年公职人员、事业单位、教师、其它（医疗卫生、证券从业、建筑等）面授收入有望分别实现约 12、2、2、1 亿元。
- ❖ **线上平台和线下培训实现深度融合。**华图教育目前已经打造了华图网校（录播课程）、华图在线（直播课程）、在线答疑（增值服务）、砖题库（课后练习）、砖图书（产品导入）等在线教育平台。通过 3 年在线教育体系的搭建，公司 2015 年 13.6 亿元的收入中，线下报名和线下学习收入约 6 亿元、纯线上收入约 1 亿元、线上报名且线上和线下同时学习的收入约 6 亿元。此外，公司的移动端产品“华图在线”APP 已经实现约 300 万的下载量和 20 万的日活跃用户。
- ❖ **风险因素。**知识产权保护风险；人才流失风险；市场竞争程度加剧风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们维持华图教育 2016-17 年的净利润预测，但是由于股本变化，我们微调华图教育 2016-17 年 EPS 预测至 2.23/2.91 元（原为 2.49/3.08 元），新增 2018 年预测 3.47 元。我们维持公司 84.0 元目标价（对应 2016 年 38X 的 PE 和 110 亿元市值），维持“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1155.4	1358.9	1744.3	2190.7	2728
增长率 YoY(%)	17.4	17.6	28.4	25.6	24.7
净利润(百万元)	106.3	213.0	290.9	379.1	452.6
增长率 YoY(%)	-11.7	95.6	39.9	30.3	19.4
每股收益(元)	0.82	1.63	2.23	2.91	3.47
市盈率 PE(x)	61	30	22	17	14

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为电广传媒入股价



## 买入 (维持)

当前价：49.43 元

目标价：84.00 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

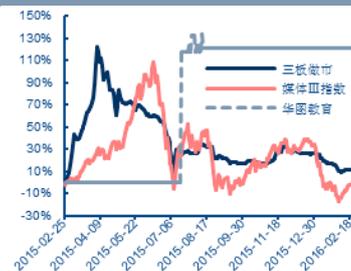
执业证书编号：S1010510120019

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

新三板做市指数	1250.77 点
总股本/流通股本	130.38/71.18 百万股
近 12 月最高/最低价	52.43 元/19.48 元
近 1 月绝对涨幅	0%
近 6 月绝对涨幅	0%
今年以来绝对涨幅	0%
12 个月日均成交额	2.83 百万元

## 相关研究

1. 华图教育 (830858) 新三板公司投资价值分析报告—培训主业基础夯实，线上线下深度融合(2015-12-8)
2. 华图教育 (830858) 新三板公司 2015 年中报点评—职业技能培训龙头业绩加速增长(2015-9-2)



表 1：华图教育收入、毛利率和费用率预测

项目	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(千元)							
面授培训	530,579	790,715	972,846	1,314,069	1,695,149	2,135,887	2,669,859
网络培训	30,564	45,876	44,720	39,090	42,217	46,439	52,476
其他	1,856	25,180	4,719	5,694	6,890	8,406	10,507
图书销售	69,804	122,615	133,142				
合计	632,803	984,385	1,155,426	1,358,853	1,744,256	2,190,733	2,732,843
收入增速(%)							
面授培训		49.03%	23.03%	35.07%	29.00%	26.00%	25.00%
网络培训		50.10%	-2.52%	-12.59%	8.00%	10.00%	13.00%
其他		1256.80%	-81.26%	20.68%	21.00%	22.00%	25.00%
图书销售		75.66%	8.59%	-100.00%			
合计		55.07%	17.38%	17.61%	28.36%	25.60%	24.75%
毛利率(%)							
面授培训	66.09%	65.17%	59.03%	60.56%	61.00%	62.00%	61.00%
网络培训	65.74%	64.10%	49.59%	55.85%	55.90%	56.00%	57.00%
其他	62.85%	92.99%	37.20%	77.17%	78.00%	79.00%	80.00%
图书销售	42.01%	37.62%	37.85%				
合计	63.21%	62.40%	56.14%	60.50%	60.94%	61.94%	61.00%
费用率							
营业税金及附加	4.08%	3.01%	2.95%	2.95%	2.95%	2.96%	2.95%
销售费用	24.43%	20.82%	19.61%	18.60%	19.30%	19.50%	19.20%
管理费用	24.14%	21.07%	20.88%	19.55%	19.60%	19.40%	19.60%
总费用率	52.64%	44.90%	43.44%	40.95%	41.85%	41.86%	41.75%

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

表 2：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				评级
				2014	2015	2016E	2017E	2014	2015	2016E	2017E	
亿童文教	430223.OC	33.6	33.60	0.87	0.95	1.23	1.64	39	35	27	20	买入
北教传媒	831299.OC	9.5	14.25	0.21	0.42	0.62	0.80	67	34	23	18	买入
华图教育	830858.OC	87.9	67.42	0.82	1.63	2.23	2.91	61	30	22	17	买入
全美在线	835079.OC	12.6	22.55	0.48	1.44	2.21	3.37	47	16	10	7	买入
颂大教育	430244.OC	10.4	22.67	0.36	0.70	1.16	1.86	63	32	20	12	买入
威科姆	831601.OC	14.7	7.90	0.01	0.37	0.57	0.77	1132	22	14	10	买入
中教股份	430176.OC	12.4	20.50	0.83	1.04	1.36	1.76	25	20	15	12	
新道科技	833694.OC	12.5	12.10	0.33	0.50	0.61	0.76	37	24	20	16	
平均								187	28	20	15	

资料来源：Wind、中信证券研究部预测 注：（1）股价取 2016 年 4 月 13 日收盘价；（2）除了新道科技、中教股份之外其它新三板教育公司的盈利预测均为中信证券研究部预测；（3）新道科技、中教股份的盈利预测选自 Wind 市场预测的平均值；（4）亿童文教等已公布年报公司 2015 年 EPS 为实际值；（5）华图教育的股价和市值选取电广传媒的入股价

表 3：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	33.6	33.60	313.24	345.50	86.70	99.15	38	33
		嘉达早教	430518.OC	6.7	9.80	314.56	311.37	35.23	33.91	19	20
学前教育		仙剑文化	831643.OC	3.5	9.00	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
		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	8.60	22.41	N/A	1.23	N/A	154	N/A
		凯米教育	835085.OC	N/A	N/A	2.09	3.41	0.22	0.62	N/A	N/A



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
K12 教育	教育信息化	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	10.3	15.00	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
	在线教育	中教股份	430176.OC	12.4	20.50	145.44	162.40	50.13	55.00	25	23
		威科姆	831601.OC	14.7	7.90	318.20	377.69	1.30	28.99	1079	48
		颂大教育	430244.OC	10.4	22.67	65.33	89.21	16.48	23.32	62	44
		金硕信息	430297.OC	1.6	3.70	46.35	60.40	5.52	8.83	28	18
		星立方	430375.OC	3.6	6.80	30.32	36.26	4.02	8.37	90	43
		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
		顺洽科技	833060.OC	1.2	9.68	16.78	19.01	1.91	3.69	61	31
		分豆教育	831850.OC	20.4	16.35	28.98	90.96	7.35	63.37	278	32
		绿网天下	831084.OC	5.9	17.15	26.03	35.66	4.91	4.26	119	138
		能龙教育	831529.OC	9.5	7.99	50.67	57.95	2.31	5.55	411	171
	教育出版	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
培训	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	14.80	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	
其他	昊福文化	430702.OC	1.2	4.01	39.87	40.69	1.71	1.57	71	78	
	中教产业	833110.OC	N/A	N/A	49.81	46.90	1.26	1.14	N/A	N/A	
职业教育(非学历)	资格考试培训	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
	企业管理培训	远大股份	430511.OC	2.1	4.36	60.02	62.40	5.39	9.99	39	21
		华图教育	830858.OC	64.4	49.43	1,155.43	1258.79	106.28	183.19	61	35
	职教信息化	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
		行动教育	831891.OC	9.1	29.00	215.41	231.50	23.53	27.99	38	32
	出版	起航股份	833380.OC	4.1	7.78	119.49	133.38	13.11	13.04	31	31
		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	
IT 培训	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	
职业教育(学历)	学校资产	网班教育	833587.OC	3.0	28.27	12.36	N/A	1.67	N/A	179	N/A
		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
	教育信息化	建筑科技	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
	其它	星科智能	430545.OC	6.2	17.15	100.86	104.06	11.17	7.66	55	81
		奥派股份	830794.OC	2.0	6.70	28.10	29.37	8.16	8.44	25	24
		联合永道	430664.OC	1.9	5.06	65.11	59.60	6.83	-3.48	27	N/A
教育咨询	爱迪科森	430086.OC	1.1	5.60	52.07	54.08	3.46	9.49	32	12	
	中诺思	833557.OC	2.4	10.50	54.62	N/A	3.13	N/A	77	N/A	
高等教育	教育信息化	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
	其它	聚智未来	834538.OC	N/A	N/A	1.76	N/A	-2.27	N/A	N/A	N/A
其它	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	12.5	12.10	181.69	N/A	33.50	N/A	38	N/A	
其它	金智教育	832624.OC	0.4	1.60	182.28	174.74	7.85	3.81	6	12	
其它	麦可思	833861.OC	N/A	N/A	53.33	N/A	14.25	N/A	N/A	N/A	



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
外语		奥尔斯	430248.OC	0.1	1.00	14.71	11.36	-2.86	-3.91	N/A	N/A
		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
		能动教育	835797.OC	N/A	N/A	42.67	N/A	3.10	N/A	N/A	N/A
其他		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	4.1	8.18	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						290

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 4 月 13 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 4：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			
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
全通教育	300359.SZ	181	71.33	0.46	0.51	1.10	1.75	155	140	65	41
银润投资	000526.SZ	51	52.99	0.02	0.05	0.53	0.69	2598	1132	99	77
拓维信息	002261.SZ	185	16.56	0.14	0.41	0.26	0.33	118	40	63	51
新南洋	600661.SH	75	28.81	0.25	0.30	0.42	0.64	115	96	68	45
立思辰	300010.SZ	152	19.89	0.36	0.19	0.32	0.43	55	104	62	47
秀强股份	300160.SZ	72	38.62	0.20	0.36	0.57	0.74	198	107	67	52
保龄宝	002286.SZ	59	16.10	0.06	0.12	0.27	0.36	268	132	60	45
中国高科	600730.SH	92	15.62	0.53	0.17	0.23	0.27	29	94	67	57
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	135	16.19	0.13	0.16	0.25	0.32	125	101	65	50
平均								372	202	68	51

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 4 月 11 日收盘价；（2）收入单位为百万元；（3）盈利预测均为 wind 一致预期

表 5：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	10.72	1,092.3	1,361.2	1,657.4	2,007.3	7	21	17	14
	威创股份	002308.SZ	135	16.19	105.2	134.3	210.5	275.2	125	101	65	50
	中南传媒	601098.SH	330	18.38	1,468.8	1,843.9	2,285.8	2,757.1	22	18	14	12
	凤凰传媒	601928.SH	285	11.19	1,205.4	1,413.7	1,652.6	1,896.8	24	20	17	15
	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	84	19.89	118.3	175.7	327.4	463.7	51	51	28	20
	新南洋	600661.SH	75	28.81	63.1	78.0	109.9	173.3	115	96	68	45
	二六三	002467.SZ	98	12.22	147.9	93.6	169.3	233.1	39	104	58	42
K12 教育	拓维信息	002261.SZ	185	16.56	56.3	229.7	292.1	364.8	118	40	63	51
	蓝盾股份	300297.SZ	156	16.02	35.3	114.0	373.2	537.2	89	136	42	30
	恒华科技	300365.SZ	56	31.94	60.6	83.5	121.5	163.0	34	67	46	34
	全通教育	300359.SZ	181	71.33	44.9	129.4	279.5	442.9	155	140	65	41
	丰东股份	002530.SZ	52	19.53	32.7	34.6	148.0	204.5	163	214	65	47
	银润投资	000526.SZ	51	52.99	2.0	4.5	205.0	264.5	2598	1132	99	77
	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	47	10.95	-36.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
职业教育	洪涛股份	002325.SZ	113	11.32	295.4	311.5	435.4	554.1	28	36	26	20
	中国高科	600730.SH	92	15.62	155.8	98.0	136.4	161.2	29	94	67	57
	世纪鼎利	300050.SZ	67	27.05	43.9	117.7	169.6	205.9	135	57	40	33
教育信息化	天喻信息	300205.SZ	61	14.26	58.6	46.5	120.5	189.6	105	132	51	32
	新开普	300248.SZ	83	27.55	37.8	53.1	82.9	125.3	106	157	100	66
	方直科技	300235.SZ	39	24.4	22.5	N/A	N/A	N/A	174	N/A	N/A	N/A
	文化长城	300089.SZ	43	28.5	8.4	13.3	58.8	75.4	475	321	76	59



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
综合	立思辰	300010.SZ	152	19.89	100.4	145.6	244.1	325.7	55	104	62	47
	中文在线	300364.SZ	118	97.98	46.2	52.8	71.6	94.0	192	223	164	125
	秀强股份	300160.SZ	72	38.62	36.5	67.5	107.1	138.6	198	107	67	52
	华平股份	300074.SZ	53	10.02	31.0	6.5	19.0	41.0	107	815	278	129
	汇冠股份	300282.SZ	68	29.5	11.2	-113.0	155.0	201.0	246	-60	44	34
	凯美特气	002549.SZ	52	9.22	31.5	5.3	78.8	117.7	115	981	66	44
	大地传媒	000719.SZ	114	14.52	641.7	N/A	N/A	N/A	17	N/A	N/A	N/A
艺术教育	保龄宝	002286.SZ	59	16.1	22.8	45.0	115.4	161.9	268	132	60	45
	海伦钢琴	300329.SZ	62	24.64	25.7	36.2	49.1	67.7	130	171	126	91
	珠江钢琴	002678.SZ	114	11.97	141.1	158.1	182.8	234.0	80	72	63	49
学校资产	佳创视讯	300264.SZ	62	26.8	18.9	N/A	N/A	N/A	335	N/A	267	153
	中泰桥梁	002659.SZ	58	18.6	12.9	9.0	42.2	96.4	465	816	199	87
	国脉科技	002093.SZ	96	11.08	54.6	54.8	108.8	157.1	176	175	88	61
	武汉凡谷	002194.SZ	65	11.7	136.6	83.4	166.8	N/A	47	78	39	N/A
	绵世股份	000609.SZ	32	10.72	120.4	N/A	N/A	N/A	27	N/A	N/A	N/A
	陕西金叶	000812.SZ	40	8.91	71.6	N/A	N/A	N/A	56	N/A	N/A	N/A
博通股份	600455.SH	25	40.22	6.0	N/A	N/A	N/A	419	N/A	N/A	N/A	
整体平均			116						199	207	79	53
重点平均									372	202	68	51

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 4 月 13 日收盘价；（2）收入单位为百万元；（3）重点教育公司见表 3

表 6：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	TTM	2013	2014	TTM	
新东方	EDU.N	349.9	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	21.9	2,214.9	2,159.4	2,163.8	103.4	-63.8	-94.5	1.0	1.0	1.0	21	N/A	N/A
好未来	XRS.N	249.9	2,003.6	2,770.2	3,028.1	386.8	428.9	464.7	12.5	9.0	8.3	65	58	54
达内科技	TEDU.O	37.9	592.3	869.4	954.3	-193.4	153.8	117.4	6.4	4.4	4.0	N/A	25	32
正保远程教育	DL.N	32.4	455.7	620.4	688.7	86.8	149.4	155.7	7.1	5.2	4.7	37	22	21
网龙	0777.HK	89.5	890.2	969.0	1030.2	6147.5	176.9	14.7	10.1	9.2	8.7	1	51	N/A
海亮教育	HLGO	16.2	451.3	480.0	487.7	127.0	146.2	139.8	3.6	3.4	3.3	13	11	12
ATA	ATAI.O	7.5	398.9	363.8	379.2	28.1	24.3	25.5	1.9	2.1	2.0	27	31	29
海外平均		100.7							5.9	4.8	4.5	27	32	29

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 4 月 13 日收盘价；（2）单位均已换算为人民币；（3）市值单位为亿元

表 7：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				
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
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	
	继教网	10.5	100%	10.50		68.0	85.0	106.3			15	12	10	
威创股份 (002308.SZ)	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		
	诚长信息	0.29	40%	0.72		7.6	8.3				10	9		
洪涛股份 (002325.SZ)	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	
	金英杰教育	0.39	20%	1.95		15	19.5	25.4	33.0			13	10	8
世纪鼎利	智翔信息	2.98	85%	3.50		25	40	60			14	9	6	
		1.11	100%	1.11	51.7	58.1	70.4	76.3			2	2	2	1

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					
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
(300050.SZ)															
新开普 (300248.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			
立思辰 (300010.SZ)	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			
	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		
中国高科 (600730.SH)	虹思科技	0.15	51%	0.29											
	过来人	0.45	N/A	N/A											
凯美特气 (002549.SZ)	习习网络	3.5	100%	3.50		40.0	60.0	90.0			9	6	4		
	松特高新	2	100%	2.00		40.0	60.0	90.0			5	3	2		
长城集团 (300089.SZ)	水晶球教育	10	100%	10.00		75.0	97.5	126.8			13	10	8		
保龄宝 (002286.SZ)	新通国际	N/A	N/A	N/A											
	新通出入境	N/A	N/A	N/A											
恒立实业 (000622.SZ)	京翰英才	16.59	100%	16.59		57.6	85.2	125.0	161.9		29	19	13	10	
丰东股份 (002530.SZ)	魔方格	N/A	N/A	N/A											
勤上光电 (002638.SZ)	龙文教育	20	100%	20		141.0	141.0	141.0	141.0		14	14	14	14	
平均		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

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,155	1,359	1,744	2,191	2,733
营业成本	507	537	681	834	1,066
毛利率	56.1%	60.5%	60.9%	61.9%	61.0%
营业税金及附加	34	38	38	51	65
营业费用	227	253	337	427	525
营业费用率	19.6%	18.6%	19.3%	19.5%	19.2%
管理费用	241	266	342	425	536
管理费用率	20.9%	19.6%	19.6%	19.4%	19.6%
财务费用	3	7	0	0	0
财务费用率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	-15	-2	1	1	1
营业利润	128	256	347	454	543
营业利润率	11.1%	18.8%	19.9%	20.7%	19.9%
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	129	257	349	456	545
所得税	24	45	59	77	92
所得税率	18.4%	17.4%	16.8%	16.9%	16.9%
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	106	213	291	379	453
净利率	9.2%	15.7%	16.7%	17.3%	16.6%
每股收益(元)(摊薄)	0.82	1.63	2.23	2.91	3.47

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	129	257	349	456	545
所得税支出	-24	-45	-59	-77	-92
折旧和摊销	32	77	14	20	25
营运资金变动	-35	229	122	-8	-13
其他	10	10	-1	-1	-1
经营现金流	112	528	426	389	464
资本支出	-98	-63	-15	-5	-16
投资收益	4	3	1	1	1
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	30	-354	-18	-20	-15
投资现金流	-63	-414	-32	-24	-30
发行股票	0	0	180	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	-149	-149	-100	-100
其他	-106	16	49	0	0
融资现金流	-105	-133	80	-100	-100
现金净增加额	-57	-20	474	265	334

资料来源：中信数量化投资分析系统

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	224	104	565	817	1,135
存货	0	0	97	108	126
应收账款/票据	0	0	14	24	37
其他流动资产	178	426	291	332	376
流动资产	402	530	967	1,281	1,675
固定资产	24	29	28	21	8
长期股权投资	28	35	118	130	143
无形资产	6	8	8	8	8
其他长期资产	104	175	113	113	118
非流动资产	161	247	266	272	278
资产总计	563	777	1,234	1,553	1,952
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款/票据	0	0	22	30	42
其他流动负债	222	381	457	503	553
流动负债	222	381	480	533	596
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
非流动性负债	1	1	1	1	1
负债合计	222	382	481	534	596
股本	62	123	130	130	130
资本公积和盈余公积	34	40	212	212	212
未分配利润	246	234	412	678	1,014
股东权益合计	-1	-1	-1	-1	-1
少数股东权益	341	396	753	1,019	1,356
负债股东权益总计	563	777	1,234	1,553	1,952

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	17.4	17.6	28.4	25.6	24.7
营业利润	-14.3	100.0	35.8	30.7	19.5
净利润	-11.7	95.6	39.9	30.3	19.4
利润率 (%)					
毛利率	56.1	60.5	60.9	61.9	61.0
EBITMargin	11.1	18.8	19.9	20.7	19.9
EBITDAMargin	13.7	20.6	19.9	21.0	20.2
净利率	9.1	15.2	16.7	17.3	16.6
回报率 (%)					
净资产收益率	36.8	57.8	48.3	41.3	36.8
总资产收益率	20.2	30.9	28.9	27.2	25.8
其他 (%)					
资产负债率	39.5	49.1	39.0	34.4	30.6
所得税率	18.4	17.4	16.8	16.9	16.9
股利支付率	0.0	69.8	36.0	27.3	22.9

”

## 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：**(i) 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。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业亿童文教（430223）、北教传媒（831299）、威科姆（831601），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**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](mailto: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。