

新三板教育行业 2016 年年报点评：业绩分化加剧，聚焦质优成长股

2017 年 5 月 2 日

	赵巧敏 (分析师)	黄莞 (研究助理)
电话:	020-88836110	020-88832319
执业编号:	A1310514080001	
邮箱:	zhaoqm@gzgzhs.com.cn	huanguan@gzgzhs.com.cn

投资摘要

2016 年年报点评：新三板教育行业正从超高速增长逐步回落至较快速增长新常态，业绩分化加剧，强者恒强，建议投资者结合当前确定性较高的 Pre-IPO 投资策略，聚焦质优成长股。

成长性持续跑赢新三板整体市场。264 家新三板教育企业中 249 家企业按时披露 2016 年年报，总计实现营收 248.96 亿元，平均营收 9998.41 万元，同比增长 35.18%，增速领先新三板整体市场 18.28 个百分点；归母净利润总额 21.65 亿元，平均归母净利润 869.38 万元，同比增长 21.68%，增速高出新三板整体市场 10.23 个百分点。

净利增速显著回落，业绩分化加剧。2016 年新三板教育行业总体收入保持较高的成长性，与 2015 年平均营业收入同比增长率 35.48% 基本一致。但平均归母净利润增速从 2015 年同期的 79.56% 显著回落至 21.68%，总体而言新三板教育行业从超高速增长逐步回落至较快速增长新常态。从内部结构来看，业绩分化加剧。一方面，亏损的企业数量从 2015 年的 44 家上升至 2016 年 69 家，占比从 17.67% 大幅提升至 27.71%，亏损面有所扩大；另一方面，净利润超过 1000 万的企业数量从 2015 年的 59 家上升至 2016 年 78 家，特别是净利润超过 5000 万的质优企业数量一年内从 7 家飙升至 13 家，几乎翻了一番。

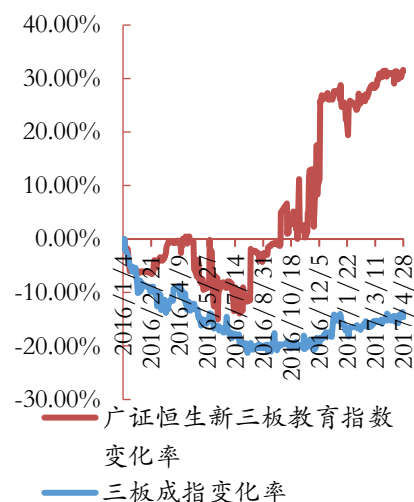
强者恒强，质优企业成长性依旧强劲。我们进一步分析发现，净利润超过 1000 万的 78 家教育企业 2016 年平均归母净利润同比增长率（整体法）64.88%，高于新三板教育板块平均水平 43.2 个百分点，其中净利润超过 5000 万的 13 家教育企业 2016 年平均归母净利润同比增长率（整体法）更是高达 93.07%，高出新三板教育板块平均水平 71.39 个百分点，可谓规模和成长兼具。

K12 教育和职业教育领域优质标的云集。从领域分布来看，这 78 家净利润超过 1000 万教育企业主要分布在 K12 教育和职业教育领域，分别占比 42.31% 和 47.44%，合计占比近九成；而学前教育领域仅有 8 家，占比仅一成。

广证恒生按照总市值、营收规模及同比增长率、归母净利润及同比增长率、净资产收益率 (ROE) 六大指标对 249 家教育企业进行综合分析排名，一共筛选出 9 家上榜次数达到 3 次及以上的超级明星企业，分别是和君商学 (831930.OC)、传智播客 (839976.OC)、世纪明德 (839264.OC)、华图教育 (830858.OC)、全美在线 (835079.OC)、亿童文教 (430223.OC)、新东方网 (839896.OC)、颂大教育 (430244.OC)、文都教育 (838380.OC)。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧风险

新三板教育行业指数收益率走势



相关报告：

- (1) **【Pre-IPO 极客优选】** 谁是下一家“江苏中旗”？（附 24 家潜力教育股）-20170109
- (2) 新三板教育行业 2017 年投资策略：新版民促法通过，K12 课外培训和职业培训率先受益-20161209
- (3) 广证恒生新三板教育板块 2016 年中报点评：业绩分化加剧，关注业绩增长确定性的优质个股-20160905
- (4) 新三板教育行业业绩亮丽，年报明星榜新鲜出炉-20160503



目录

1.业绩分化加剧，强者恒强，聚焦质优成长股	4
1.1 新三板教育行业优于新三板整体市场	4
1.2 优质标的云集，建议重点关注 K12 教育和职业教育领域	6
2.你不应错过的教育明星榜：TOP15	8
2.1 总市值 15 强	8
2.2 营收规模及同比增长率 15 强	9
2.3 归母净利润及同比增长率 15 强	10
2.4 净资产收益率 15 强	12
3.重磅：超级教育明星榜	13
3.1 和君商学（831930.OC）：纵横捭阖，从商学培训走向教育龙头.....	14
3.2 传智播客（839976.OC）：国内领先的 IT 培训巨头.....	14
3.3 世纪明德（839264.OC）：国内体验式游学服务领域领军者.....	14
3.4 华图教育（830858.OC）：多元化战略有序推进，职教王者高歌猛进.....	15
3.5 全美在线（835079.OC）：在线考试测评龙头初长成.....	16
3.6 亿童文教（430223.OC）：国内领军的幼教整体方案提供商.....	16
3.7 新东方网（839896.OC）：背靠新东方，老牌在线教育王者.....	16
3.8 颂大教育（430244.OC）：乘教育信息化东风，3 年 9 倍成长笑傲群雄.....	17
3.9 文都教育（838380.OC）：始于考研，剑指全国性综合教育培训机构.....	17
4. 风险提示	18

图表目录

图表 1 教育板块企业规模相对较小.....	4
图表 2 新三板教育行业成长性高于新三板整体.....	4
图表 3 2015 年和 2016 年新三板教育公司的归母净利润分布情况.....	5
图表 4 优质教育企业归母净利润增长率更高，兼具规模和成长性.....	6
图表 7 归母净利润大于 1000 万教育企业主要集中在 K12 和职业教育领域.....	7
图表 8 新三板教育行业企业总市值（最新）TOP15.....	8
图表 9 新三板教育行业企业 2016 年营收 TOP15.....	9
图表 10 新三板教育企业 2016 年营收同比增长率 TOP15.....	10
图表 11 新三板教育企业 2016 年归母净利润 TOP15.....	11
图表 12 新三板教育企业 2016 年归母净利润同比增长率 TOP15.....	12
图表 13 2016 年教育企业净资产收益率 TOP15.....	13
图表 14 上榜次数达到 3 次及以上的超级教育明星一览表.....	13

目前新三板各公司 2016 年年报已基本披露完毕。根据广证恒生新三板教育指数的分类标准，为大家筛选出新三板教育行业挂牌企业总计 264 家，其中 249 家教育企业已披露 2016 年年报。我们通过多角度对比分析以探究 2016 教育板块概况及最新变化。同时按照总市值、营收规模及同比增长率、归母净利润及同比增长率、净资产收益率等指标排名选出 15 强明星企业，并对上榜超过 3 次的超级明星企业进行剖析，一探这些教育明星的风采。

1. 业绩分化加剧，强者恒强，聚焦质优成长股

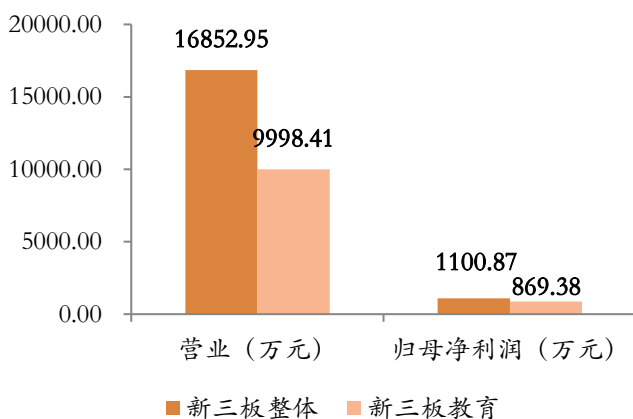
1.1 新三板教育行业优于新三板整体市场

截止 2017 年 4 月 29 日，新三板挂牌企业 11113 家，其中披露年报有 10554 家。根据广证恒生新三板教育指数的标准即“当公司教育相关业务营业收入占总营业收入的 50% 以上，该公司直接归类为教育行业公司；当教育相关业务营业收入占总营业收入比例在 30% 至 50% 之间，且教育相关业务为公司最大比例业务时，该公司归类为教育行业公司”，广证恒生新三板教育团队总计选出 264 家主营业务为教育相关业务的新三板企业，披露年报有 249 家。

目前已披露 2016 年年报的 249 家新三板教育企业，总计实现营收 248.96 亿元，平均营业收入 9998.41 万元，同比增长 35.18%；归母净利润总额达 21.65 亿元，平均归母净利润为 869.38 万元，同比增长 21.68%，保持较高的成长性。

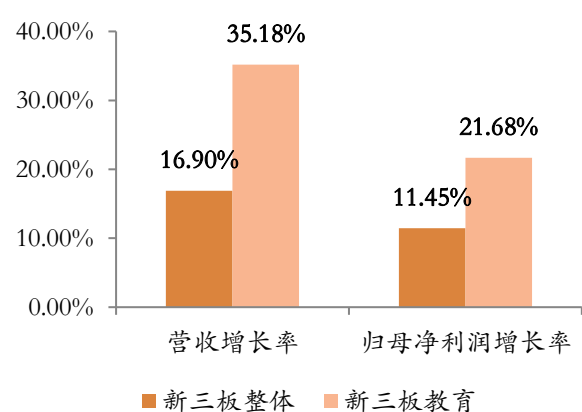
与新三板整体市场相比，新三板教育板块的营收规模和归母净利润水平尚有一定差距，但成长性持续跑赢新三板整体平均水平。根据 2016 年年报数据，新三板教育板块平均营收较新三板整体低 40.67%，平均归母净利润较新三板整体低 21.03%，总体而言教育板块企业规模相对较小，但新三板教育板块在成长性方面表现更佳。从营收与归母净利润的同比增长率来看，2016 年年报数据显示新三板教育行业营收同比增长率 35.18%，领先整体市场 18.28 个百分点，其归母净利润同比增长率 21.68%，高出整体市场 10.23 个百分点。总体而言，新三板教育企业仍以成长期的中小微企业为主。

图表 1 教育板块企业规模相对较小



数据来源：WIND、广证恒生

图表 2 新三板教育行业成长性高于新三板整体

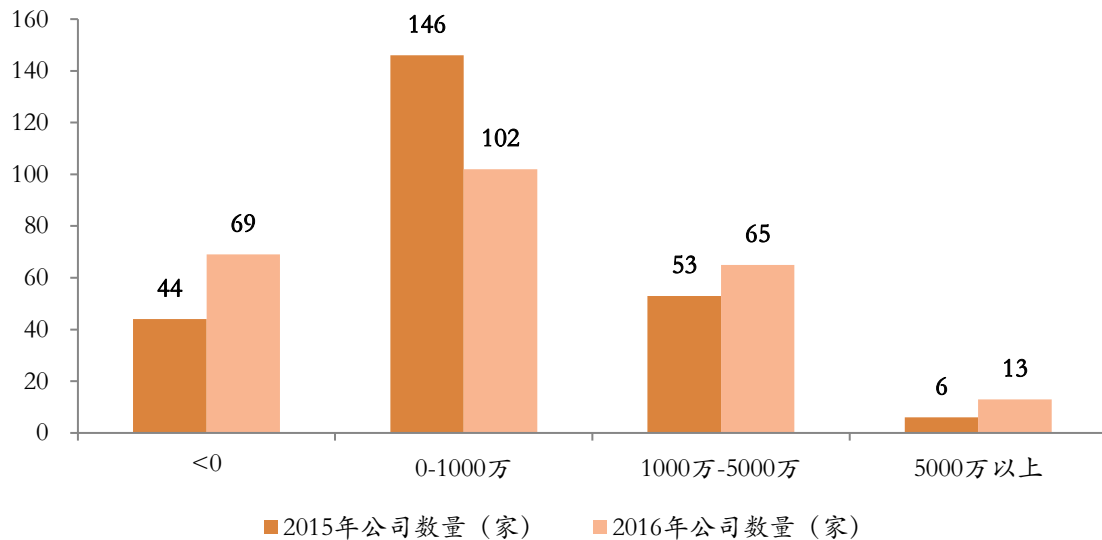


数据来源：WIND、广证恒生

净利增速显著回落，业绩分化加剧。与 2015 年同期数据相比，2016 年新三板教育行业总体收入保持较高的成长性，与 2015 年平均营业收入同比增长率 35.48% 基本一致；但平均归母净利润增速从 2015 年同期的 79.56% 显著回落至 21.68%，总体而言新三板教育行业从超高速增长逐步回落至较快速增长新常态。

通过对比这 249 家教育企业 2015 年和 2016 年的业绩情况，我们发现“中间高，两端低”的业绩分布格局正变得更加“扁平”。占比最高的中间部分“净利润 1000 万以内”的企业数量从 2015 年的 146 家大幅下降至 2016 年 102 家，占比从 58.63% 降至 40.96%；与之相对应，亏损的企业数量从 2015 年的 44 家上升至 2016 年 69 家，占比从 17.67% 大幅提升至 27.71%。同时，“净利润超过 1000 万”的企业数量从 2015 年的 59 家上升至 2016 年 78 家，特别是“净利润超过 5000 万”的优质企业数量一年内翻了一番，从 6 家增加至 13 家。

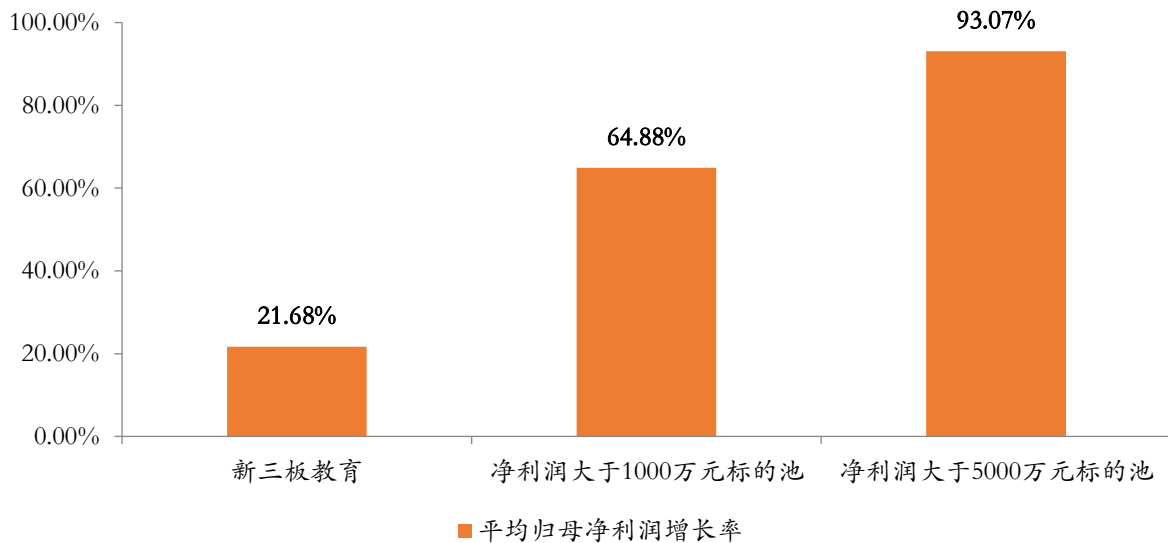
图表 3 2015 年和 2016 年新三板教育公司的归母净利润分布情况



数据来源：WIND、广证恒生

强者恒强，优质企业成长性依旧强劲。我们进一步分析发现，净利润超过 1000 万的 78 家教育企业 2016 年平均归母净利润同比增长 64.88%（整体法），高于新三板教育板块平均水平 43.2 个百分点，其中净利润超过 5000 万的 13 家教育企业 2016 年平均归母净利润同比增长率（整体法）更是高达 93.07%，高出新三板教育板块平均水平 71.39 个百分点。**强者恒强，行业集中度进一步提高，优质教育企业兼具规模和成长性，“鱼”和“熊掌”兼得。**这也验证了我们在 2016 年 9 月 5 日发布的《广证恒生新三板教育板块 2016 年中报点评》提出的观点：新三板教育板块业绩分化加剧，建议投资者持续关注业绩增长确定性高的优质个股。

图表 4 优质教育企业归母净利润增长率更高，兼具规模和成长性



数据来源：WIND、广证恒生

1.2 优质标的云集，建议重点关注 K12 教育和职业教育领域

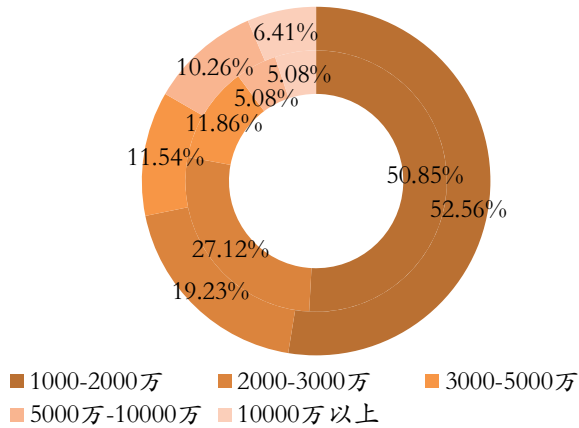
我们重点聚焦这 78 家 2016 年归母净利润大于 1000 万元的新三板教育企业，做更全面的剖析，以挖掘潜在投资机会。

从利润分布来看，跟 2015 年的情况类似，约五成的样本数据归母净利润集中在 1000-2000 万元区间内。这符合我们的判断：一般的教育企业发展到年盈利 2000 万乃至 3000 万左右将遇到一定的增长瓶颈。从图表 6 的数据来看也验证我们的判断，在 3000-5000 万元利润区间的 9 家教育企业 2016 年平均归母净利润增长率仅为 12.24%。

因此精选归母净利润超过 3000 万，且保持持续增长动力的教育企业则显得尤为有价值。这也符合当前 Pre-IPO 投资策略：成功投资拟 IPO 的优质企业并通过 A 股二级市场退出。从已有 10 多家成功从新三板转战 A 股的企业经验来看，新三板 Pre-IPO 投资策略平均收益超 4 倍（详见 2017 年 1 月 9 日发布的《【Pre-IPO 极客优选】谁是下一家“江苏中旗”？（附 24 家潜力教育股）》）。综合考虑时间成本和收益水平，Pre-IPO 策略是当前一种收益颇丰的投资策略。由于创业板是绝大多数新三板企业拟 IPO 目标上市地，按照近两年创业板企业上市的实际财务数据，以及实际操作中投行、律所、会所对拟报创业板企业的筛选要求：一般申报创业板的企业归母净利润基本在 3000 万以上，且未来几年业绩能保持稳定增长。

2016 年一个可喜的变化是归母净利润超过 5000 万的头部教育企业逐步增加，一年内从 6 家增长至 13 家，占比提升至 16.67%。如前文所述，这 13 家头部企业 2016 年平均归母净利润同比增长率（整体法）更是高达 93.07%，规模和成长兼具。

图表 5 2016 年归母净利润大于 5000 万公司增多



数据来源：WIND、广证恒生

说明：从内到外依次为 2015 年、2016 年数据

图表 6 各利润区间的增长率分布情况

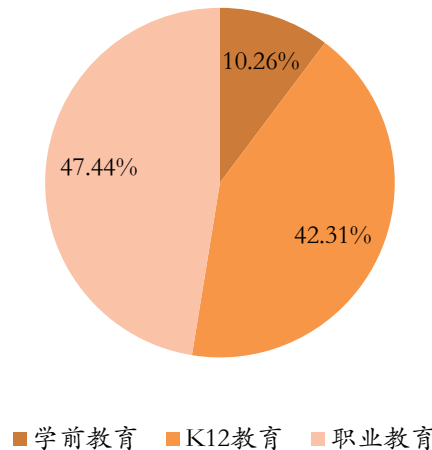
2016 年 利润区间	企业数量 (家)	净利润同比 增长率 (整体法)
1000-2000 万	41	60.28%
2000-3000 万	15	48.78%
3000-5000 万	9	12.24%
5000-10000 万	8	155.55%
10000 万以上	5	66.46%
合计	78	64.88%

数据来源：WIND、广证恒生

说明：5000-10000 万利润区间的增长率达到 155.55%，主要因为和君商学 2016 年对汇冠股份合并报表后利润大增 855.12%，剔除和君商学离群值后该阶段归母净利润净增长率为 101%

从领域分布来看，这 78 家教育企业主要分布在 K12 教育和职业教育领域，分别占比 42.31% 和 47.44%，合计占比近九成；而学前教育领域仅有 8 家，占比仅一成。

图表 7 归母净利润大于 1000 万教育企业主要集中在 K12 和职业教育领域



数据来源：WIND、广证恒生

我们长期看好市场前景广阔的学前教育领域，但总体而言当前阶段还偏早期。上述 8 家学前教育企业中 6 家的归母净利润介于 1000-2000 万之间，仅有佳奇科技(归母净利润 3067.88 万元，+57.62%) 和亿童文教(归母净利润 1.2 亿元，+72.41%) 超过 3000 万。

当前阶段建议重点关注 K12 教育和职业教育领域的投资机会，相关细分领域包括但不限于 K12 课外培训、教育信息化、职业培训、游学等。相关领域优质标的众多，兼顾规模和成

长性，具备长短期驱动因素，特别是新版民促法的通过，教育类资产上市障碍基本被清除，预计教育资产证券化速度料将加快。我们在2016年12月9日发布的《新三板教育行业2017年投资策略》中提出：新版民促法通过，通过对比各类教育资产，我们认为民办培训机构将率先受益，特别是K12课外培训机构和职业培训机构。这两类标的在2016年财报季均有非常抢眼的表现，代表性企业包括K12课外培训领域龙门教育（归母净利润7029.35万元，+43.69%）、高思教育（归母净利润5309.09万元，+128.3%）；职业培训领域华图教育（归母净利润3.56亿元，+67.38%）、全美在线（归母净利润1.14亿元，+41.44%）、传智播客（归母净利润1.01亿元，+271.94%）、行动教育（归母净利润6559.73万元，+190.09%）、新东方网（归母净利润5660.63万元，+266.69%）等。

2. 你不错过的教育明星榜：TOP15

根据已经披露2016年年报的249家新三板教育企业数据，广证恒生按照总市值、营收规模及同比增长率、归母净利润及同比增长率、净资产收益率（ROE）指标进行排名，选出各个指标的15强明星企业。

2.1 总市值15强

249家新三板教育企业中总市值超过10亿的企业有16家，其中排名第一的是华图教育，总市值达134.50亿元。总市值TOP15的榜单包括华图教育、和君商学、亿童文教、北森云、睿易教育、清睿教育、聚智未来、龙门教育、新道科技、世纪明德、颂大教育、培诺教育、华腾教育、威科姆和森途教育。

图表 8 新三板教育行业企业总市值（最新）TOP15

排名	公司代码	公司简称	总市值 (亿元, 最新)	区间换手率(% 20160101至今)	区间成交额(万元, 20160101至今)	交易方式
1	830858.OC	华图教育	134.50	39.42	187761.17	协议转让
2	831930.OC	和君商学	45.00	1.34	2094.00	协议转让
3	430223.OC	亿童文教	41.90	52.04	89764.03	做市转让
4	836393.OC	北森云	27.36	0.22	294.28	做市转让
5	835705.OC	睿易教育	26.33	21.42	7988.57	协议转让
6	834987.OC	清睿教育	21.02	14.18	8252.27	协议转让
7	834538.OC	聚智未来	18.08	149.64	3228.52	协议转让
8	838830.OC	龙门教育	17.50	42.08	11048.25	协议转让
9	833694.OC	新道科技	15.77	47.99	17841.76	做市转让
10	839264.OC	世纪明德	14.04	18.50	969.36	做市转让
11	430244.OC	颂大教育	12.59	83.49	55524.84	做市转让
12	834290.OC	培诺教育	11.46	14.41	2124.02	协议转让
13	834845.OC	华腾教育	10.75	59.35	11566.48	做市转让



14	831601.OC	威科姆	10.71	15.75	12370.45	做市转让
15	837329.OC	森途教育	10.44	9.09	400.00	协议转让

数据来源：Wind、广证恒生

说明：进入“市值”指标的企业要求满足以下两个条件之一：（1）采用做市交易；（2）采用协议交易，但是交易相对比较活跃，活跃的鉴定标准是2016年1月1日至今的区间换手率超过5%或者累计成交额超过1000万

2.2 营收规模及同比增长率 15 强

249 家教育企业平均营业收入 9998.41 万元，同比增长 35.18%，依旧保持较快增速。其中营收规模超过 1 亿元的有 66 家企业，2 家突破 10 亿元大关，分别是以 19.22 亿成为教育板块营收冠军的华图教育和对上市公司汇冠股份合并报表后导致业绩大增的和君商学。营收规模 TOP15 的榜单包括华图教育、和君商学、中信出版、传智播客、亿童文教、全美在线、新东方网、高思教育、文都教育、世纪天鸿、世纪明德、瑞普科技、威科姆、颂大教育和北教传媒，其 2016 年营收规模均超 3 亿元。

图表 9 新三板教育行业企业 2016 年营收 TOP15

排名	公司代码	公司简称	营业收入(万元)	营收同比增长率(%)	交易方式
1	830858.OC	华图教育	192188.37	41.43	协议转让
2	831930.OC	和君商学	179969.29	236.97	协议转让
3	834291.OC	中信出版	97708.35	28.92	协议转让
4	839976.OC	传智播客	53727.46	172.71	协议转让
5	430223.OC	亿童文教	52854.50	29.78	做市转让
6	835079.OC	全美在线	47163.74	43.65	协议转让
7	839896.OC	新东方网	41069.49	29.22	协议转让
8	870155.OC	高思教育	39281.39	44.60	协议转让
9	838380.OC	文都教育	39051.42	234.36	协议转让
10	833456.OC	世纪天鸿	37963.87	-1.36	协议转让
11	839264.OC	世纪明德	36805.07	56.52	做市转让
12	839399.OC	瑞普科技	36309.61	31.51	协议转让
13	831601.OC	威科姆	35409.33	-11.81	做市转让
14	430244.OC	颂大教育	35222.31	38.97	做市转让
15	831299.OC	北教传媒	33078.65	16.15	做市转让

数据来源：Wind、广证恒生

在营收同比增长率方面，195 家企业营收同比增长，其中 33 家企业增速超过 100%，仅有 54 家的企业同比下降，占比略超两成。为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，我们



剔除 2016 年营业收入小于 1000 万元的企业。营收同比增长率 TOP15 榜单包括粤嵌科技、环球艺盟、赛诚智慧、和君商学、文都教育、童学文化、睿易教育、敦善文化、厚大股份、天学网、森途教育、传智播客、良华科教、鑫度武术和百锐基业。较高的营收增速主要有 3 方面原因：（1）主营业务高速增长；（2）投资并购合并报表；（3）前值基数较低。

图表 10 新三板教育企业 2016 年营收同比增长率 TOP15

排名	公司代码	公司简称	营收同比增长率 (%)	营业收入 (万元)	交易方式
1	839909.OC	粤嵌科技	557.84	2905.23	协议转让
2	870639.OC	环球艺盟	533.27	7162.03	协议转让
3	870758.OC	赛诚智慧	253.23	1292.79	协议转让
4	831930.OC	和君商学	236.97	179969.29	协议转让
5	838380.OC	文都教育	234.36	39051.42	协议转让
6	870388.OC	童学文化	229.63	2546.95	协议转让
7	835705.OC	睿易教育	194.76	5496.96	协议转让
8	838726.OC	敦善文化	192.44	9805.60	协议转让
9	837955.OC	厚大股份	177.18	18651.03	协议转让
10	837243.OC	天学网	174.70	12340.79	协议转让
11	837329.OC	森途教育	173.35	7626.78	协议转让
12	839976.OC	传智播客	172.71	53727.46	协议转让
13	839149.OC	良华科教	167.34	5851.16	协议转让
14	870431.OC	鑫度武术	161.86	1241.99	协议转让
15	837352.OC	百锐基业	160.22	4099.88	协议转让

数据来源：Wind，广证恒生

说明：为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，在统计营收收入同比增长率时剔除了 2016 年营业收入小于 1000 万元的企业

2.3 归母净利润及同比增长率 15 强

249 家企业平均归母净利润为 869.38 万元，同比增长 21.68%。其中盈利企业 180 家，占比 72.29%，亏损企业 69 家，占比从 2015 年的 17.67% 提升至 27.71%，亏损面有所扩大。大部分的企业集中在净利润 2000 万元以内，其中华图教育以 3.56 亿的归母净利润再次勇夺第一，成为新三板最赚钱的教育公司。归母净利润 TOP15 榜单包括华图教育、中信出版、亿童文教、全美在线、传智播客、和君商学、北教传媒、新道科技、龙门教育、行动教育、新东方网、颂大教育、高思教育、尚睿通和世纪明德。



图表 11 新三板教育企业 2016 年归母净利润 TOP15

排名	公司代码	公司简称	归母净利润 (万元)	归母净利润 同比增长率 (%)	交易方式
1	830858.OC	华图教育	35649.50	67.38	协议转让
2	834291.OC	中信出版	12639.41	25.09	协议转让
3	430223.OC	亿童文教	12031.21	72.41	做市转让
4	835079.OC	全美在线	11405.87	41.44	协议转让
5	839976.OC	传智播客	10112.80	271.94	协议转让
6	831930.OC	和君商学	9020.20	855.12	协议转让
7	831299.OC	北教传媒	7515.50	166.15	做市转让
8	833694.OC	新道科技	7056.97	38.66	做市转让
9	838830.OC	龙门教育	7029.35	43.69	协议转让
10	831891.OC	行动教育	6559.73	190.09	协议转让
11	839896.OC	新东方网	5660.63	266.69	协议转让
12	430244.OC	颂大教育	5346.95	67.44	做市转让
13	870155.OC	高思教育	5309.09	128.30	协议转让
14	835971.OC	尚睿通	4918.58	18.51	协议转让
15	839264.OC	世纪明德	4007.54	25.39	做市转让

数据来源：Wind，广证恒生

在归母净利润同比增长率方面，140 家企业同比增长，占比仅为 56.22%，即近一半的新三板教育企业净利同比下滑，2015 年同期同比下滑的数据仅约三成，可见教育板块业绩分化逐渐加剧。优质企业依旧保持较高速增长，其中 60 家企业增速超过 100%。为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，我们剔除 2016 年归母净利润小于 500 万元的企业。归母净利润同比增长率 TOP15 榜单包括梓耕教育、良华科教、怀教网络、和君商学、易第优、云工社、文都教育、敦善文化、爱立方、金百汇、厚大股份、清睿教育、传智播客、新东方网和东西方。较高的净利增速主要有 4 方面原因：（1）主营业务高速增长带动利润大增；（2）规模效应导致净利增速快于营收增速；（3）投资并购合并报表；（4）前值基数较低。



图表 12 新三板教育企业 2016 年归母净利润同比增长率 TOP15

排名	公司代码	公司简称	归母净利润 同比增长率 (%)	归母净利润 (万元)	交易方式
1	871145.OC	梓耕教育	4308.82	1860.31	协议转让
2	839149.OC	良华科教	917.07	982.04	协议转让
3	838304.OC	怀教网络	891.83	1462.56	协议转让
4	831930.OC	和君商学	855.12	9020.20	协议转让
5	839467.OC	易第优	760.93	1169.59	协议转让
6	838044.OC	云工社	661.48	554.81	协议转让
7	838380.OC	文都教育	636.71	1142.93	协议转让
8	838726.OC	敦善文化	551.54	928.06	协议转让
9	836859.OC	爱立方	426.61	1110.90	做市转让
10	839295.OC	金百汇	376.76	754.50	协议转让
11	837955.OC	厚大股份	343.67	2373.44	协议转让
12	834987.OC	清睿教育	310.06	1620.17	协议转让
13	839976.OC	传智播客	271.94	10112.80	协议转让
14	839896.OC	新东方网	266.69	5660.63	协议转让
15	837491.OC	东西方	242.78	1096.95	协议转让

数据来源：Wind、广证恒生

说明：为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，在统计归母净利润同比增长率时剔除了 2016 年归母净利润小于 500 万元的企业

2.4 净资产收益率 15 强

从盈利能力来看，2016 年教育企业中净资产收益率（加权）超过 30% 的有 44 家，其中传智播客以 109.80% 的净资产收益率位居榜首。TOP15 榜单包括传智播客、粤嵌科技、博导股份、全美在线、英谷教育、光环国际、麦可思、梓耕教育、博智教育、天学网、行动教育、世纪明德、赛诚智慧、老鹰教育、众巢医学。



图表 13 2016 年教育企业净资产收益率 TOP15

排名	公司代码	公司简称	净资产收益率 (%)	归母净资产 (万元)	交易方式
1	839976.OC	传智播客	109.80	13980.83	协议转让
2	839909.OC	粤嵌科技	85.10	743.14	协议转让
3	838970.OC	博导股份	77.13	3989.29	协议转让
4	835079.OC	全美在线	76.95	19603.86	协议转让
5	834266.OC	英谷教育	68.31	3569.66	协议转让
6	838504.OC	光环国际	65.95	2382.82	协议转让
7	833861.OC	麦可思	64.90	3221.08	协议转让
8	871145.OC	梓耕教育	58.87	5635.45	协议转让
9	836040.OC	博智教育	58.42	1246.35	协议转让
10	837243.OC	天学网	54.81	4730.45	协议转让
11	831891.OC	行动教育	54.75	14991.01	协议转让
12	839264.OC	世纪明德	54.40	11487.21	做市转让
13	870758.OC	赛诚智慧	51.95	1196.21	协议转让
14	838254.OC	老鹰教育	51.58	6429.22	协议转让
15	837797.OC	众巢医学	51.27	3251.99	协议转让

数据来源：Wind、广证恒生

3.重磅：超级教育明星榜

本次新三板教育行业明星企业大比拼主要有 6 个排名指标，分别是总市值、营收规模、营收规模同比增长率、归母净利润、归母净利润同比增长率、净资产收益率。我们统计出 6 个榜单中上榜次数达到 3 次及以上的榜中榜超级明星企业一共有 9 家。下面我们对这些超级明星进一步综合分析，一览他们的风采。

图表 14 上榜次数达到 3 次及以上的超级教育明星一览表

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收增 长率(%)	归母净利润 (万元)	归母净利润 增长率(%)	净资产 收益率(%)	市值 (亿元)
831930.OC	和君商学	18.00	236.97	9020.20	855.12	5.53	45.00
839976.OC	传智播客	5.37	172.71	10112.80	271.94	109.80	-
839264.OC	世纪明德	3.68	56.52	4007.54	25.39	54.40	14.04
830858.OC	华图教育	19.22	41.43	35649.50	67.38	38.60	134.50
835079.OC	全美在线	4.72	43.65	11405.87	41.44	76.95	-
430223.OC	亿童文教	5.29	29.78	12031.21	72.41	24.68	41.90
839896.OC	新东方网	4.11	29.22	5660.63	266.69	10.00	-

430244.OC	颂大教育	3.52	38.97	5346.95	67.44	16.35	12.59
838380.OC	文都教育	3.91	234.36	1142.93	636.71	5.85	-

数据来源：wind、广证恒生

3.1 和君商学 (831930.OC)：纵横捭阖，从商学培训走向教育龙头

【上榜次数】☆☆☆☆☆

和君商学成立于2006年，是专注于线下面授培训、线上网络培训相结合的O2O方式的管理培训和商学教育服务提供商。2016年公司实现营业收入18亿元，同比增长236.97%，归母净利润9020.20万元，同比增长855.12%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 商学、资本、咨询三大板块协同效应明显。**和君集团基本业务结构是“咨询+资本+商学”，已形成以咨询为体、以商学和资本为两翼的“一体两翼”格局。“咨询+资本+商学”两两互哺、彼此涵养、相生互动、良性循环的业务生态效应。**2) 内生外延并举，厚积薄发在即。**内生方面，和君商学院创立于2007年，截至2015年已办至第8届，学员快速增长，第8届报考人数达到3万人，录取并顺利毕业人数2000人，品牌影响力享誉商界。外延方面，公司拟在职业教育领域陆续通过投资并购方式进入经、管、财、税、法等大商科领域，加速布局线上，打造综合性大职教集团。同时，公司于2015年耗资13.93亿收购上市公司汇冠股份，获得上市公司资本平台，2016年汇冠股份合并报表后导致制造收入大增16.96亿元。

3.2 传智播客 (839976.OC)：国内领先的IT培训巨头

【上榜次数】☆☆☆☆☆

传智播客成立于2006年，是一家致力于IT人才培养的职业培训机构，开设有Java、Android、iOS、UI设计、PHP、C、C++、网络营销、前端与移动开发、云计算和Python等课程。2016年公司实现营收5.37亿元，同比增长172.71%，归母净利润1.01亿元，同比增长271.94%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 品牌口碑享誉业界。**公司累计为10万余名学员提供一流的IT培训服务，公开分享视频资料长达97200小时，累计下载达2000万次，发放免费光盘突破300万份，公开课听课人数突破13万，已影响近4000万IT爱好者，打造了较好的口碑及市场知名度。**2) 全国布局，营销渠道广泛。**公司目前在北京、广州、西安、武汉、哈尔滨、深圳、长沙、郑州等全国16个城市设立了分公司和教学中心，已与709所高校达成课程置换合作，覆盖学生超过13万人，就业实训基地321所，拥有较广阔的营销推广渠道。**3) 实力牵手CSIP和NITE。**公司已成为工信部软促中心(CSIP)的战略合作伙伴和资源提供方，成为国家信息技术紧缺人才培养工程(NITE)软件开发与应用方向的人才培养标准的制定者和独家资源提供方。目前传智播客出版的近30本教材被列入NITE的指定教材。此外，公司还与北京大学、CSDN、淘宝教育、优酷学堂、腾讯课堂等达成深度合作。

3.3 世纪明德 (839264.OC)：国内体验式游学服务领域领军者

【上榜次数】☆☆☆☆☆

世纪明德成立于2006年，是国内专业的体验式游学服务机构，面向3-18岁中小学生提

供研学旅行、夏冬令营等游学产品与服务，具体业务包括国内游学、国际游学、青青部落主题营、教师培训等。2016 年公司实现营收 3.68 亿元，同比增长 56.52%，归母净利润 4007.54 万元，同比增长 25.39%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 产品线丰富**。目前公司形成了以常规的京、沪、西、宁、厦、蒙等夏令营产品为主，“苏东坡文化营”、“长征之路”、“毛泽东之路”等定制化产品为辅的国内营产品体系和完善的四大洲国际游学体系，设置 200 多项游学课程。**2) 游学线路遍布全国，渠道优势明显**。世纪明德借助清华、北大的高校资源，以北京、上海、广州等一线城市为辐射地带，向西、宁、厦、蒙等地区外部扩张，拥有 200 多条游学线路，涵盖全国 90% 以上的地区，2016 年新增国内常规游学线路 14 条，国际游学线路 6 条。公司的 B 端客户资源充足，目前已与 3000 多所中小学校、教育培训机构、旅行机构等建立了合作关系。**3) 重磅推出“罗马同盟”，打造综合性游学集团**。鉴于公司处于国内 B2B 游学领域中的龙头地位，世纪明德重磅推出“罗马同盟”战略，吸引具有相同理念、产品或渠道互补的企业进行合作，实现协同效应，补充公司在 C 端国内营、C 端国外营和 B 端国内营的不足，力求打造综合性游学集团。

3.4 华图教育 (830858.OC)：多元化战略有序推进，职教王者高歌猛进

【上榜次数】☆☆☆

华图教育成立于 2003 年，集面授培训、图书策划与发行、网络教学于一体，是国内公职培训行业标准制定者和教育培训标杆企业。2016 年公司实现营收 19.22 亿元，同比增长 41.43%，归母净利润 3.56 亿元，同比增长 67.38%。其营收规模与归母净利润水平在新三板教育板块均排名第一。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 公务员培训第一品牌，多元化业务持续发力**。作为国内人才招录市场的巨头，公司已在全国设立 291 余家分公司，拥有约 500 家直营机构，全面覆盖全国主要一二线城市及部分重点县市，其中省会城市覆盖率 100%，地级城市覆盖率超 90%。2016 年面授业务同比增长 41.93%，达到 18.65 亿元，除了保持传统主业公务员培训领域领先优势外，近年来着重掘金教师、医疗、建筑师等新领域增速强劲，多点开花。**2) 线上线下深度融合，积极开展 O2O 在线教育业务**。公司打造了华图网校（录播课程，每年超过 3 万小时）、华图在线（直播课程，超过 10 万课时，目前日活用户 20 万，付费用户 8 万）、在线答疑（增值服务）、题库（课后练习，每年更新 15 万道试题）、教师网（教师招录及资格证考试）、社交互动等一系列产品，同时联手 IBM 打造“华图云服务平台”，以数据为中心驱动在线业务发展，实现在线业务和线下业务的深度融合。**3) 成功募资 8.79 亿元，内外并举料加速**。职业教育各细分领域用户共享性强，公司基于公职培训、教师培训等业务优势及全国渠道优势，继续拓展其他职业教育细分领域，打造综合性的大职教集团。其中 2016 年以 1.25 亿元投资国内知名的 PHP 培训机构兄弟连，成功将触角延伸到 IT 培训领域。

3.5 全美在线 (835079.OC)：在线考试测评龙头初长成

【上榜次数】☆☆☆

全美在线成立于 2006 年，是 ATA 的子公司，主要业务是提供考试测评服务。2016 年公司实现营收 4.72 亿元，同比增长 43.65%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 41.44%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 研发驱动创新，技术壁垒优势明显。**全美在线有一批资深的测评专家、运营专家团队，高度重视研发驱动创新，2016 年研发投入 3287.19 万元，同比增长 35%。公司构建了较强的技术壁垒，具备业内领先的动态模拟技术、DST 技术和 ATA-ML 技术等试题表现技术，解决学生考试界面、实体多样性和实体追踪等痛点。**2) 渠道覆盖范围广。**全美在线拥有遍布全国 3000 多家考站的考试运营渠道，公司还在北美洲和欧洲等地区设有考站，可为考试主办方和招聘企业提供最广泛的计算机机考及纸笔考试的测评服务。2016 年 10 月，注册会计师全国统一考试，90 余万考生参加了近 220 万科次考试，考试在全国近万个考场同时进行。全美在线再次刷新世界单个周末机考人数记录，彰显公司综合实力。**3) 大客户优势明显。**公司长期为注会、证券投资基金、中国银行业、期货等协会提供计算机化考试技术运营服务，2016 年贡献销售收入分别为 9111.19、8352.91、5592.37、1378.16 万元，包括 2016 年新增客户注册税务师协会，前五大客户收入合计占比 60.2%。

3.6 亿童文教 (430223.OC)：国内领军的幼教整体方案提供商

【上榜次数】☆☆☆

亿童文教成立于 2008 年，是我国第一家幼儿教育文化创意类国家级示范基地，专注于学前教育装备行业。2016 年实现营业收入 5.29 亿元，同比增长 29.78%；归母净利润 1.20 亿元，同比增长 72.41%，营收规模与净利润水平在新三板学前教育板块均处于绝对领先地位。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 深度布局幼儿园市场，渠道优势显著。**公司目前通过分布全国 500 多家经销商营销网络向近 5 万家幼儿园提供幼儿教育解决方案，幼儿园覆盖率超过 20%，市场占有率排名第一。同时，公司也通过收购核心经销商提高对渠道的把控能力。**2) 商业模式创新，产品综合优势明显。**针对幼儿园老师开展教学能力普遍不够，需要系统培训的刚性需求，公司通过遍布全国的 20 多个培训中心，300 多人的培训团队，采用“培训促进销售”模式，创新高效。产品优势上，公司高度重视研发创新，目前研发人员 200 多名，坚持一年一更新，三年一迭代，公司能够提供教育产品的“一站式”服务，产品种类高达 400 余种，具备强大的市场竞争力。**3) 进军家庭教育 C 端市场。**公司涉足幼儿家庭教育产品领域，进一步从 B 端延伸至 C 端，延伸产品链。公司携手国内外多家知名公司加大合作研发，推出“古力古豆学习盒”、简体中文版系列图书等家庭教育系列产品，力求在家庭教育市场分一杯羹，打造新的业绩增长点。

3.7 新东方网 (839896.OC)：背靠新东方，老牌在线教育王者

【上榜次数】☆☆☆

新东方网成立于 2005 年，是国内首批在线教育网站之一，其主营业务是基于 B2C 和 B2B 商业模式的面向学前儿童、中小學生、大学生以及职业人群提供专业在线教育服务。新东方

网拥有新东方在线（录播）、酷学网（直播）、酷学多纳（儿童）和东方优播多个品牌。2016年实现营业收入4.12亿元，同比增长29.22%；归母净利润5660.63万元，同比大增266.69%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 背靠新东方，十余年品牌积淀。**新东方网是新东方旗下专业的在线教育网站、国内最大的大学生在线教育平台、最大的英语在教育平台、国内知名的学前儿童互联网启蒙教育服务品牌。旗下品牌新东方在线和酷学网PC端累计注册用户逾1300万，移动端累计注册用户逾150万，多纳系列App实现逾3000余万次累计下载及近2700万累计注册用户。**2) 多点开花，业绩高速增长。**2016年旗下几大在线教育平台多点开花，付费学生人次同比增长37.86%，实现营业收入4.07亿元。其中新东方在线以录播为主、直播为辅，提供累计近3000门课程的一站式教学服务。酷学网是新东方网旗下的在线直播平台，提供四六级、出国、考研、应试辅导、职业技能等领域的在线直播课堂服务。**3) 延展K12在线教育，打造新的业绩增长点。**公司依托线下教学资源，打造东方优播K12在线教育平台，利用直播课拓展三四线城市业务，目前已经在廊坊、东营和大同三座城市进行试点，未来将进入张家口、朔州、临沂和临汾4座城市。2017年3月，公司领投翼鸥教育A+轮融资。翼鸥教育所开发的直播工具——EEOS，是一个基于多路视频和基础教学理论的在线教室系统为教育公司提供在线直播解决方案，有利于公司优化东方优播项目K12班课在线教学。

3.8 颂大教育 (430244.OC)：乘教育信息化东风，3年9倍成长笑傲群雄

【上榜次数】☆☆☆

颂大教育成立于2009年，是国内领先的教育信息化平台建设及运营服务商，主营业务包括基础教育信息化环境建设、教育软件系统开发与技术服务，教育云平台运营服务等。2016年公司实现营业收入3.52亿元，同比增长38.97%，归母净利润5346.95万元，同比增长67.44%。广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 力推PPP和融资租赁模式，实现3年9倍跨越式发展。**公司开创性地引用PPP和融资租赁模式，累计签约近3亿元的PPP订单，带动公司营收和净利润近三年分别增加了13.78倍和9.08倍，成长性显著。**2) 借力渠道优势，有望通过渠道下沉提升ARPU值。**通过前期的软硬件卡位和全国跑马圈地，公司业务已覆盖19个省（自治区），70余地市、10000余学校、2000余万师生用户。基于已形成的多层次数据采集通道，后续基于用户数据挖掘和运营服务将为公司打开新的业绩爆发点。2016年其软件开发及技术服务收入5159.75万元，同比增长128.26%便是明证；**3) 进军幼教市场，新业绩增长点厚积薄发。**2016年初全面进军学前教育，已实现36所幼儿园托管运营，覆盖6个省，10个地市，7000余名在园幼儿。16年幼教收入1485.63万元，17年拟拓展至50-60家托管园，18-19年有望全面爆发。同时，公司于2017年4月通过股票发行方案，拟募资4.4亿元用于基础教育大数据建设项目、幼儿园教育产品云端化建设项目和幼儿园旗舰园建设项目，发力幼教业务。

3.9 文都教育 (838380.OC)：始于考研，剑指全国性综合教育培训机构

【上榜次数】☆☆☆

文都教育专注于在校大学生、社会在职人员相关的教育培训服务，是国内实力雄厚、教学一流的综合性教育培训机构，涵盖考研、医考、公考、建考、教资、国际教育六大业务领

域，并在教育培训业务基础上展开相关的图书策划与发行业务。2016年实现营业收入3.91亿元，同比增长44.60%；归母净利润1142.93万元，同比增长636.71%。

广证恒生认为该公司有以下亮点：**1) 考研起家，“文都考研”闻名遐迩。**公司的考研培训市场份额在行业内处于领先地位，考研课程的辅导人数和图书使用人数分别占据全国报考人数的20%和25%左右，累计录制各类教学视频课程100多万课时，累计发行图书3000多万册，培训学员1000多万人次。**2) “直营+加盟”模式完成布局全国。**文都教育在全国12省市设有30家直营机构，在加拿大等国家设有海外直营机构，在全国30多个省有310余家加盟机构，遍布全国主要一、二线城市以及部分重点市县。并于2015年开始公司收购了大连、武汉、南京、西安、合肥、南昌、长沙、石家庄、呼和浩特、广州和郑州等11个地区的优质加盟商，直营网点从北京地区扩大至全国。**3) 横向纵向齐发力，综合性教育巨头起航。**基于成熟的考研培训业务及全国性渠道，公司多年来不断开拓公职、建筑师、医师、教师资格等职业教育类考试辅导培训业务，并延伸K12培训和国际教育等相关领域。2016年9月，公司拟以870万元收购比邻教育提升心理学考研课程体系，1360万元收购环宇飞扬进军国际教育；2017年3月拟募资3828万元用于K12课外培训、国际教育和智能学习系统项目；2017年4月拟投资9100万元设立7家子公司，加码上述三大领域。

4. 风险提示

- 1) 政策变化风险
- 2) 市场竞争加剧风险

特别感谢实习生何琳对本文的支持。

新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：从事证券研究逾十五年，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。2016中国金融风云榜“中国金融管理年度创新人物”，2016年金号角奖金牌研究员。

赵巧敏（新三板研究副总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全（新三板高端装备行业研究负责人）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会（新三板TMT行业研究负责人）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板教育行业研究员）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，对计算机、通信、互联网等相关领域有深刻理解和敏锐观察，2016年加入广证恒生，从事新三板TMT行业研究。

谭潇刚（新三板高端装备研究员）：中国科学技术大学无机化学博士，曾发表多篇SCI论文，研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域；具有知名券商研究所、投行经历，兼备理工、金融复合知识背景和跨一、二级市场研究视角。重点关注动力锂电池、新能源汽车及其相关产业链。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策等领域研究。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。