

# 国家意志，策马飞舆

2016 年 5 月 18 日

## 投资要点

- ❖ **趋势一：教育资产证券化元年开启。**2010 年，《国家中长期教育改革和发展规划纲要 2010—2020》已提出要将民办教育进行营利性和非营利性的分类管理。2015 年 12 月 27 日，十二届全国人大常委会通过了关于修改《教育法》的决定，改变了“教育不以营利为目的”的原则性规定。但是，由于民办学校分类管理配套政策尚有待完善，《民办教育促进法》修正案暂缓表决。随着 2016 年 4 月深改组审议通过相关细则，我们将密切跟踪和关注《民促法》三审表决结果。我们认为未来非学历类民办学校上市不存在较大的障碍，学历类民办学校上市政策仍需保持跟踪。目前主板涉教育类上市公司和新三板教育行业挂牌公司分别接近 80 家和 100 家，已形成巨大的产业集群。
- ❖ **趋势二：教育行业即将迎来 DT 时代，“教育+互联网：融合而不是颠覆”。**由于教育的本质是服务，在“老师-场景-学生”的服务链条中，在线教育模式缺乏合适的学习场景，我们预计未来主流仍将是线下面授教学，互联网难以颠覆线下培训机构，线下培训机构通过深度布局在线教育业务之后将具备极强的竞争实力。教育产业和互联网深度融合之后，将有助于教育从封闭走向开放和教育产业资源的重新配置。所以我们认为，未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因的线下机构。在科技产业从 IT 时代走向 DT 时代的背景下，大数据有望重构未来的教育产业。我们认为 DT 时代的 2.0 阶段教育产业有望以“学生”为核心，将基于大数据，以“效果和效率”考量标准为学生提供个性化的服务，真正做到因材施教。
- ❖ **海量空间和快速增长（内生和外延）有望支撑教育行业的高估值。**截至 2016 年 5 月 4 日，教育行业 A 股重点公司 16 年 PE、新三板重点公司 16 年 PE、一级市场 16 年 PE 分别为 70X、22X 和 14X；且一级市场的估值水平仍在不断提升。我们认为市场空间和盈利增速是股票定价和股权估值的两大核心要素：（1）教育行业市场空间广阔，国内 2015 年教育行业市场规模约 6.8 万亿元；（2）巨大存量人群、二胎政策红利和家庭消费支出提升料将驱动教育类公司内生业务快速增长，根据统计样本，教育行业公司 2013~2015 收入和净利润增长率分别为 20%/17%/17%和 34%/11%/21%；新东方、好未来、达内科技保持了 42%~161%的内生性盈利复合增速；（3）教育作为典型的市场空间巨大且资产证券化率低的抗周期行业，分散的竞争格局也为主板公司跨界进入提供了广阔的外延并购土壤。
- ❖ **看好职业教育、教育信息化、K12、母婴、学前教育五大细分行业。**从 2013~15 年收入 CAGR 来看，增速较快的领域包括：K12 线上（129%）、教育信息化（48%）、K12 线下辅导（39%）、非学历职业教育（38%）、学前教育（30%）。（1）职业教育：人才招聘和资格认证考试培训行业已形成华图和中公的双龙头格局，在众多职业资格认证考试中，机考模式已渐成趋势。（2）教育信息化：国家意志驱动行业快速增长，我们预计 2015 年 B 端和 C 端市场合计约有 5000 亿元市场空间，我们认为技术和资本是 B 端业务发展的关键，平台、内容和渠道是 C 端业务拓展的核心。（3）K12 课外培训行业：我们预计 2014 年市场规模约 5000 亿元，从业公司一线城市业务竞争激烈，二三四线城市业务有望实现快速增长。（4）母婴和学前教育行业：料将率先受益于二胎红利，我们预计母婴和学前行业的市场空间分别约 2 万亿和 1 万亿元。
- ❖ **风险因素：**教育政策变化、知识产权保护不力、市场竞争加剧。
- ❖ **行业判断、估值分析和投资策略。**我们看好教育行业的发展前景，且新三板相关公司估值与一级市场相近，已经接近底部，具备较高的安全边际，结合各个行业的成长性和相关公司的竞争地位，我们建议重点关注五条主线：（1）职业教育：推荐华图教育和全美在线；（2）教育信息化：K12 领域推荐威科姆、颂大教育和中教股份，关注星立方；高校领域推荐新道科技和金智教育；（3）K12 教育：推荐北教传媒、佳一教育；（4）学前教育：推荐亿童文教，关注嘉达早教；（5）母婴：推荐妈妈网。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司简称	股价 (元)	EPS(元)				PE				评级
		2015	16E	17E	18E	2015	16E	17E	18E	
华图教育	67.42	1.63	2.23	2.91	3.47	41	30	23	19	买入
全美在线	22.55	1.44	2.21	3.37	4.78	16	10	7	5	买入
亿童文教	32.90	0.95	1.23	1.64	2.15	35	27	20	15	买入
威科姆	6.98	0.22	0.33	0.45	0.68	32	21	15	10	买入
颂大教育	20.69	0.70	1.16	1.86	2.46	30	18	11	8	买入
北教传媒	14.64	0.42	0.62	0.80	1.09	35	24	18	13	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价



## 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

刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

## 相关研究

1. 新三板教育行业 2016 年 3 月跟踪报告：K12 课外培训行业公司加速上市 ..... 2016-4-11
2. 全美在线 (835079) 新三板公司投资价值分析报告—志美行厉，策马飞舆 ..... 2016-3-25
3. 威科姆 (831601) 新三板公司投资价值分析报告—四位一体，云起龙骧 ..... 2016-3-10
4. 新三板教育行业 2016 年 2 月跟踪报告—教育资产证券化元年开启，教育信息化行业方兴未艾 ..... 2016-3-4
5. 新三板教育行业 2016 年 1 月跟踪报告—教育行业迎来 DT 时代，关注北教传媒的定增机会 ..... 2016-2-4
6. 颂大教育 (430244) 新三板公司投资价值分析报告—核 N 驱，驾雾腾云 ..... 2016-2-3
7. 中信证券 2016 资本市场年会教育论坛会议纪要—教育+互联网：融合而不是颠覆 ..... 2015-12-24
8. 北教传媒 (831299) 新三板公司投资价值分析报告—教辅出版与在线教育的深度融合 ..... 2015-12-23
9. 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
10. 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
11. 亿童文教 (430223) 新三板投资价值分析报告—内生增长路径清晰，外延扩张空间广阔 ..... 2015-11-07
12. 新三板教育行业跟踪报告—共享经济风起云涌，在线教育方兴未艾 ..... 2015-09-18
13. 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 ..... 2015-07-16

## 目录

<b>投资聚焦</b> .....	<b>1</b>
<b>趋势一：民办教育规模渐起，教育资产证券化元年开启</b> .....	<b>2</b>
民办教育渐成规模，与公办教育共同发展的格局显现.....	2
民办教育分类管理大势所趋，教育资产证券化元年开启.....	3
主板和新三板已经形成巨大的教育行业产业集群.....	5
<b>趋势二：教育与科技深度融合，教育产业进入 DT 时代</b> .....	<b>7</b>
互联网教育浪潮方兴未艾，教育资源重新配置且教育质量大幅提升.....	7
教育进入 DT 时代，大数据将使因材施教和精准提分成为可能.....	8
“教育+互联网”融合而不是颠覆，传统线下培训孕育生机.....	11
<b>海量空间和快速增长有望支撑教育行业高估值</b> .....	<b>12</b>
教育行业拥有海量市场空间，2015 年市场规模约 6.8 万亿元.....	12
内生增长：海量存量人群、全面二胎政策和家庭开支增加支撑行业快速增长.....	13
外延扩张：细分众多且格局分散为上市公司提供广阔并购土壤.....	16
B 端教育信息化、C 端 K12 和职业教育等细分领域有望保持快速增长.....	19
海量空间、内生增长和外延扩张有望支撑教育行业估值高位.....	20
流动性和增长模式是主板和新三板教育行业估值差异的主因.....	20
<b>职业教育行业：前景广阔，腾飞在即</b> .....	<b>22</b>
职业教育拥有海量市场空间，非学历职业教育拥有众多细分领域.....	22
华图和中公是人才招录和资格认证培训市场的两大龙头公司.....	23
职业资格和水平认证考试的机考浪潮风起云涌.....	24
<b>B 端教育信息化行业：国家意志，融合创新</b> .....	<b>26</b>
需求：政策红利和互联网浪潮驱动教育信息化领域拥有海量市场空间.....	26
供给：市场参与者众多，竞争格局高度分散.....	26
成长路径之一：城市扩张、学校拓展、产品延伸和内容收费助力 B 端业务全国跑马圈地.....	27
成长路径之二：B 端业务卡位“体制入口”料将为 C 端业务打开广阔的成长空间.....	28
技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心.....	29
<b>K12 课外培训行业：海量空间，举足轻重</b> .....	<b>29</b>
需求：义务教育阶段至关重要，千亿市场规模快速增长.....	29
供给：竞争格局高度分散，地域分布不均.....	30
四大成长维度：地域、学科、年级、授课模式.....	31
内生增长品质重于规模，外延扩张打开广阔空间.....	32
<b>母婴和幼教行业：方兴未艾，率先受益</b> .....	<b>33</b>
母婴行业：率先受益于二胎政策，移动端、社交+电商和 O2O 三大趋势渐起.....	33
学前教育行业：幼儿园教育市场快速增长，家庭教育市场海量空间.....	34
<b>风险因素</b> .....	<b>35</b>
<b>新三板教育行业评级分析和投资策略</b> .....	<b>35</b>
行业趋势判断：看好教育行业的发展前景.....	35

行业投资策略：推荐职业教育、教育信息化、K12、母婴、学前教育五大细分行业 .....	35
行业估值分析：三板较主板折价 62%，是一级市场的 2.0 倍，新三板估值已经接近底部具备较高安全边际，建议投资者积极关注.....	36
<b>重点公司分析</b> .....	<b>40</b>
华图教育（830858）：培训主业基础夯实，线上线下深度融合 .....	40
全美在线（835079）：志美行厉，策马飞舆 .....	41
亿童文教（430223）：内生增长路径清晰，外延扩张空间广阔 .....	42
北教传媒（831299）：北京教育出版龙头全力打造 O2O 教育生态圈 .....	43
威科姆（831601）：四位一体，云起龙骧 .....	44
颂大教育（430244）：一核 N 驱，驾雾腾云 .....	45
中教股份（430176）：实力雄厚的基础教育信息化教学装备制造商 .....	46
盛成网络（834093）：领先的母婴社交平台步入加速扩张时期 .....	47

## 插图目录

图 1: 2014 年年底各级教育体系中民办学校及在校生占比 .....	2
图 2: 中国民办教育登记类型 .....	5
图 3: 主板和新三板形成巨大教育产业集群 .....	5
图 4: 新三板挂牌公司 2015 年营业收入前十名 .....	5
图 5: 新三板挂牌公司 2015 年营业收入前十名 .....	5
图 6: 部分主板涉教育公司 2015 年收入统计 .....	6
图 7: 部分主板涉教育公司 2015 年净利润统计 .....	6
图 8: 金侨教育股权结构 .....	6
图 9: 中国互联网教育市场规模 .....	7
图 10: 中国互联网教育各细分市场 .....	7
图 11: 教育行业商业运作模式变革示意图 .....	8
图 12: 教育行业商业运作模式变革示意图 .....	9
图 13: 大数据将使精准提分成为可能 .....	9
图 14: 科技重构学习过程 .....	10
图 15: 互联网教育渠道多样化 .....	10
图 16: 不同学习行为的内容留存率 .....	10
图 17: 华图教育的互联网业务布局 .....	11
图 18: 中国教育市场总规模 .....	12
图 19: 2015 年和 2017 年教育培训行业各个细分领域市场空间比较 .....	12
图 20: 2015 年家庭教育支出构成 .....	12
图 21: “单独二孩”与“全面二孩”对增量人口的影响预测（乐观情景） .....	13
图 22: 2010-2014 年人均可支配收入 .....	14
图 23: 2014 年 K12 课外培训家庭投入情况 .....	14
图 24: 新东方历史收入和增速 .....	14
图 25: 新东方历史净利润和增速 .....	14
图 26: 好未来历史收入和增速 .....	15
图 27: 好未来历史净利润和增速 .....	15
图 28: 达内科技历史收入和增速 .....	15
图 29: 达内科技历史净利润和增速 .....	15
图 30: 应试教育体制 .....	16
图 31: 美国和中国高考和名校的录取率 .....	16
图 32: 好未来在 K12 领域的全学科布局 .....	16
图 33: 我国教育行业拥有众多细分领域 .....	17
图 34: 在线教育行业竞争格局分散拥有众多的垂直细分领域 .....	17
图 35: 教育行业各个细分领域营收同比增长率比较 .....	19
图 36: 教育行业各个细分领域净利润同比增长率比较 .....	19
图 37: 不同市场和板块教育行业估值比较 .....	20
图 38: 上市公司收购教育资产估值不断提升 .....	20
图 39: 幼教、教育信息化和 K12 课外辅导行业中，主板和新三板重点公司的估值差异 ..	20

图 40: A 股个人账户占比.....	21
图 41: A 股机构投资者构成.....	21
图 42: 威创股份的幼教生态布局.....	22
图 43: 职业教育的分类.....	23
图 44: 2015 年和 2017 年非学历职业教育和学历职业教育市场比较.....	23
图 45: 2015 年和 2017 年教育培训市场空间各个细分领域的市场空间.....	23
图 46: 国家公务员招录人数.....	24
图 47: 国家公务员审核通过人数.....	24
图 48: 在线考试规模占比.....	25
图 49: 中国财政性教育支出及占 GDP 比重.....	26
图 50: 中国教育信息化投入估算.....	26
图 51: 针对 B 端（学校）的教育信息化行业的主要参与公司.....	27
图 52: K12 教育信息化行业主要上市/挂牌公司的收入情况.....	27
图 53: 教育信息化公司 B 端业务的四大成长维度“城市扩张、学校拓展、产品延伸和升级、内容收费”.....	28
图 54: 颂大教育目前在 B 端积极布局，未来料将在 C 端获得更高的成长空间.....	28
图 55: 技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心.....	29
图 56: K12 课外培训市场空间预测.....	30
图 57: 主要 K12 课外培训机构气泡分析.....	30
图 58: 学而思培优多学科布局.....	31
图 59: 规模增长路径图（C→A→B 为可行增长路径，C→D→B 为不可行增长路径）.....	32
图 60: 母婴网站三大商业模式.....	33
图 61: 母婴平台的“社交+电商”模式.....	34
图 62: 学前教育的资金来源.....	34
图 63: 2010~2017 年中国幼儿园教育市场空间.....	35
图 64: 2014 年中国幼儿园市场空间.....	35

## 表格目录

表 1: 2014 年年底民办教育和公办教育在各级教育体系中的发展情况.....	2
表 2: 《教育法律修改一揽子修订草案（征求意见稿）》中民办学校分类管理的相关条款修改 细则 .....	3
表 3: 《民办教育法促进法》修订的前后版本.....	4
表 4: 2009-2020 年我国教育事业发展主要目标 .....	13
表 5: 部分主板教育行业上市公司并购基金总结 .....	18
表 6: A 股上市公司并购一级市场教育公司的估值分析.....	18
表 7: 当前人才招录及资格认证类考试市场空间测算.....	24
表 8: 乐观假设条件下人才招录及资格认证类考试未来空间预期.....	24
表 9: 2015 年全美在线考试测评服务业务收费情况估算表 .....	25
表 10: K12 教育领域公司分类 .....	31
表 11: 主要 K12 培训机构主要授课形式 .....	32
表 12: 新三板教育公司精选股票池 .....	36
表 13: 新三板教育公司估值表 .....	37
表 14: A 股教育行业公司估值分析 .....	38
表 15: 美股和港股中国教育行业公司估值分析 .....	39
表 16: 华图教育财务数据和估值分析 .....	40
表 17: 全美在线财务数据和估值分析 .....	41
表 18: 亿童文教财务数据和估值分析 .....	42
表 19: 北教传媒财务数据和估值分析 .....	43
表 20: 威科姆财务数据和估值分析 .....	44
表 21: 颂大教育财务数据和估值分析 .....	45
表 22: 中教股份财务数据和估值分析 .....	46
表 23: 盛成网络财务数据和估值分析 .....	47

## 投资聚焦

**教育行业的定价研究、深度覆盖和持续跟踪。**由于教育行业良好的发展前景和新三板市场教育板块巨大的产业集群（已挂牌接近 100 家公司），2015 年年初至今，我们对教育行业进行了深度覆盖，对三板、主板和美股的教育公司进行了数十次的深度调研；2015 年四季度以来，我们工作重心转向对新三板教育行业重点公司的定价研究（投价报告）和持续跟踪（重大事项点评和年报点评）、教育信息化领域和 K12 课外辅导领域的行业研究。（1）在行业研究报告方面，在《新三板市场教育行业深度研究报告—沂水春风，方兴未艾》和《新三板市场教育行业 2016 年投资策略—借力东风、方兴日盛》的基础上，我们连续外发了 10 余篇教育行业跟踪报告；（2）在公司研究方面，我们在 20 余篇公司报告覆盖 10 余家公司的基础上，重点撰写了华图教育、亿童文教、全美在线、威科姆、北教传媒、颂大教育 6 家公司的投资价值分析报告和相应的跟踪报告；（3）在会议组织方面，我们在 2015 年举办 4 期教育行业思享会、9 月“共享经济”主题论坛的教育专场、12 月年度策略会教育专场的基础上，我们于 2016 年主办和协办了 3 月“孩童消费”产业研讨会教育专场、4 月“人工智能”产业研讨会教育专场。（4）在客户服务方面，2015 年下半年至今，我们进行了 10 余场的教育行业路演，在路演过程中，我们发现客户主要关心的问题如下：

- 1、政策：《民办教育促进法》二审暂缓表决后对教育行业的资产证券化有何影响？
- 2、科技：在线教育发展趋势和对传统课外辅导培训行业的影响？
- 3、估值：主板、三板和一级市场教育板块高估值的原因和能否持续？

本篇《2016 年下半年投资策略》主要试图解答以上三个市场最关心的问题，我们认为：

**1、教育资产证券化元年开启。**2010 年，《国家中长期教育改革和发展规划纲要 2010—2020》中提出，要将民办教育进行营利性和非营利性的分类管理。2015 年 12 月 27 日，十二届全国人大常委会通过了关于修改《教育法》的决定，改变了“教育不以营利为目的”的原则性规定。但是，由于民办学校分类管理配套政策尚有待完善，《民办教育促进法修正案（草案）》暂缓表决。后续，我们将密切跟踪和关注《民促法》三审表决结果。我们认为，未来非学历类民办学校上市不存在明显障碍，学历类民办学校上市政策仍需保持跟踪。

**2、教育+互联网：融合而不是颠覆。**由于中国教育体制以应试为纲（考证和考文凭），而且教育的本质是服务，在“老师-场景-学生”的服务链条中，线下面授教学的经验效果将优于在线教育，我们预计未来依旧是线下面授教学为主流，互联网难以颠覆线下培训机构，线下机构通过深度布局在线教育业务之后将具备极强的竞争实力。教育产业和互联网深度融合之后，将有助于教育从封闭走向开放和教育产业资源的重新配置。综上所述，我们认为未来最大的教育公司必然是拥有在线教育基因的线下培训机构。

**3、海量空间和快速增长（内生和外延）有望支撑教育行业的高估值。**我们认为，市场空间和盈利增速是股票定价和股权估值的两大核心要素：（1）教育行业市场空间广阔，国内 2015 年市场规模约 6.8 万亿元；（2）二胎政策红利和家庭消费支出提升驱动教育类公司内生业务快速增长，三大龙头公司保持了 42%~161%的内生性年均净利润复合增速；（3）分散的竞争格局为主板教育公司提供了广阔的外延并购土壤。

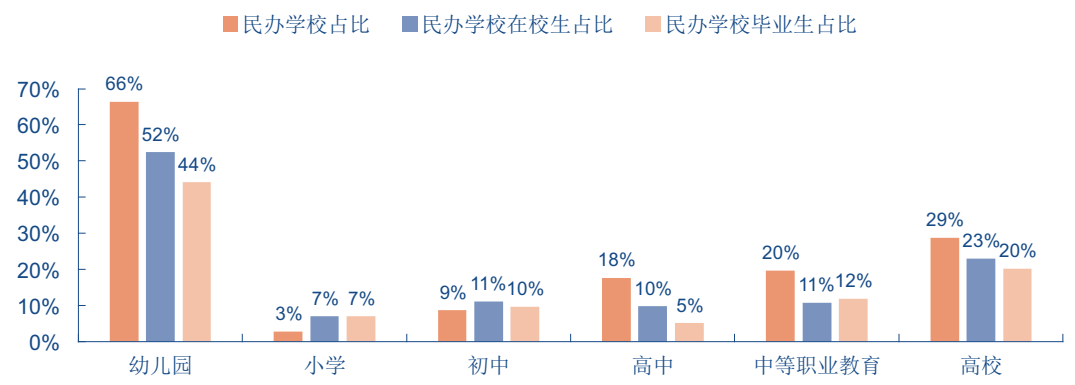
此外，我们通过新三板和主板公司 2013~2015 年的财务数据分析，并结合产业链调研情况，针对职业教育、教育信息化、K12 课外辅导、母婴和学前教育等细分领域进行深度分析，并给出我们相应的投资策略。

## 趋势一：民办教育规模渐起，教育资产证券化元年开启

### 民办教育渐成规模，与公办教育共同发展的格局显现

我国的民办教育已渐成规模。改革开放以来历经 30 多年的发展，民办教育的出现为正在发展的中国社会提供了丰富的教育支持，也在教育的改革和探索中扮演了很多先驱者的角色，具有公立教育不可替代的重要价值。2002 年 12 月，《中华人民共和国民办教育促进法》颁布实施后，我国民办教育走上依法发展的道路，民办教育与公办教育共同发展的新格局逐步显现。截至 2014 年底，全国各类民办学校共 17.52 万所，在校生 9652 万人，毕业生 7216 万人；其中民办培训机构 2 万所，注册和结业生人数分别达 5350 万人和 6005 万人。在各级教育中，民办学校数占比、民办学校在校生人数占比和民办学校毕业生人数占比分别为：学前教育 66%、52%和 44%，小学 3%、7%和 7%，初中 9%、11%和 10%，高中 18%、10%和 5%，中等职业教育 20%、11%和 12%，高等教育 29%、23%和 20%。

图 1：2014 年年底各级教育体系中民办学校及在校生占比（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 1：2014 年年底民办教育和公办教育在各级教育体系中的发展情况

学校数(所)	幼儿园	小学	初中	高中	中等职业教育	高校
民办	139,282	5,681	4,744	2,442	2,343	728
公办	70,599	195,696	49,249	11,357	9,535	1,801
总数	209,881	201,377	53,993	13,799	11,878	2,529
民办占比	66%	3%	9%	18%	20%	29%

在校生数(人)	幼儿园	小学	初中	高中	中等职业教育	高校
民办	21,253,781	6,741,425	4,870,018	2,386,542	1,895,744	5,871,547
公办	19,253,364	87,769,226	38,976,279	21,767,145	15,657,079	19,605,452
总数	40,507,145	94,510,651	43,846,297	24,153,687	17,552,823	25,476,999
民办占比	52%	7%	11%	10%	11%	23%

毕业生数(人)	幼儿园	小学	初中	高中	中等职业教育	高校
民办	6,737,691	1,045,563	1,421,784	744,437	739,472	1,419,645
公办	8,533,880	13,720,717	13,157,902	13,604,771	5,489,991	5,579,283
总数	15,271,571	14,766,280	14,579,686	14,349,208	6,229,463	6,998,928
民办占比	44%	7%	10%	5%	12%	20%

资料来源：Wind，中信证券研究部整理



## 民办教育分类管理大势所趋，教育资产证券化元年开启

民办教育虽然已成规模，但是仍然面临众多困难和问题，需要法律和政策予以支持。虽然民办教育与公办教育共同发展的格局已经显现，但是由于之前《教育法》规定“办学不得以营利为目的”，《民办教育促进法》规定“民办学校可以要求取得合理回报”。实践中，民办学校绝大多数登记为民办非企业，取得合理回报在执行中存在一些问题。因此民办学校的跨越式发展需要对《教育法》、《民办教育促进法》、《高等教育法》等相关法律加以修订完善，我们认为核心问题有三：（1）民办学校营利性和非营利性分类管理、取得合理回报的问题；（2）民办学校的法人属性问题；（3）落实民办学校的办学自主权问题。

民办教育分类管理的相关法律政策正在逐步推进。2010 年，《国家中长期教育改革和发展规划纲要 2010—2020》明确提出“积极探索营利性和非营利性民办学校分类管理”。2013 年 9 月，民办教育的修法问题获得重大突破，国务院法制办公布《教育法律修改一揽子修订草案（征求意见稿）》，建议一揽子对《教育法》、《高等教育法》、《教师法》和《民办教育促进法》四部法律相关条款进行修订和公开征求意见，“完善民办学校管理制度，探索分类管理”成为主要修改方向。2015 年 1 月，国务院常务会议讨论通过《教育法律修改一揽子修正案（草案）》，并于 2015 年 8 月首次列入全国人大常委会会议议程，正式进入立法程序。

表 2：《教育法律修改一揽子修订草案（征求意见稿）》中民办学校分类管理的相关条款修改细则

序号	民办学校相关的法律条款修改细则
1	将教育法第二十五条第三款“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”修改为：“以财政性经费、捐赠资金举办或者参与举办的学校或者其他教育机构不得设立为营利性组织。”
2	删除高等教育法第二十四条关于设立高等学校“不得以营利为目的”内容。
3	在民办教育促进法第五条中增加规定，民办学校与公办学校具有同等法律地位，并按照其法人属性享受相应优惠政策。
4	在民办教育促进法第十八条中增加规定，民办学校可以自主选择，登记为非营利性或者营利性法人。
5	删除民办教育促进法第五十一条“民办学校在扣除办学成本、预留发展基金以及按照国家有关规定提取其他的必需的费用后，出资人可以从办学结余中取得合理回报。取得合理回报的具体办法由国务院规定”的规定。
6	删除民办教育促进法第六十六条“在工商行政管理部门登记注册的经营性的民办培训机构的管理办法，由国务院另行规定”的规定。

资料来源：新华网、中信证券研究部整理

《教育法》和《高教法》修改方案获得通过，《民促法》二审稿暂不进行表决，“办学不得以营利为目的”的原则性规定得到修改。2015 年 12 月 27 日，十二届全国人大常委会第十八次会议表决通过了关于修改《教育法》和《高等教育法》的决定，对《民办教育促进法修正案（草案）》因分类管理存在分歧，暂不进行表决，将在后续深入进行研究、讨论后再次提起审议。本次教育法的修订将“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”，改为“以财政性经费、捐赠资产举办或参与举办的学校及其他教育机构不得设立为营利性组织”，这意味着非政府资金举办的民办学校可以登记为营利性机构。

配套政策尚未完善致使《民促法》暂不进行表决。《民办教育促进法修正案（草案）》规定：（1）非营利性学校的举办者不得取得办学收益，不得分配办学结余财产，学校的办学结余全部用于办学；（2）营利性民办学校的举办者，可以取得办学收益，学校的收益可以依照《中华人民共和国公司法》等法律法规的规定进行分配。但是在实践中，**营利性学校和非营利性学校的选择对民办教育举办者而言将是一个两难选择。（1）选择非营利，办学收益再难取得。**在财产性权益方面，举办者的全部财产权益无法获得分配，所获得的补偿或来自于学校之前的办学结余，或来自于地方政府的一次性补贴，或来自于相关债权。在非财产性权益方面，学校重大事项决定权、人事任免权是否能够给予保护尚无定论。（2）**选择营利，意味着土地、税收等优惠政策再难享受。**存量民办学校需要补缴高额的土地出让金，以按教科用地 8 万元/亩的价格购买 100 亩左右土地使用权为例，选择营利性办学以后，按照商业用地 80 万元/亩的价格，需要补缴 7200 万元。此外，一般情况下，大部分民办学校的盈利水平约 15~30%，如果选择营利性办学将增加 30%以上成本，如果对营利性办学没有优惠与扶持政策的话，那么现有的民办学校在财务上或将难以支撑。

表 3: 《民办教育法促进法》修订的前后版本

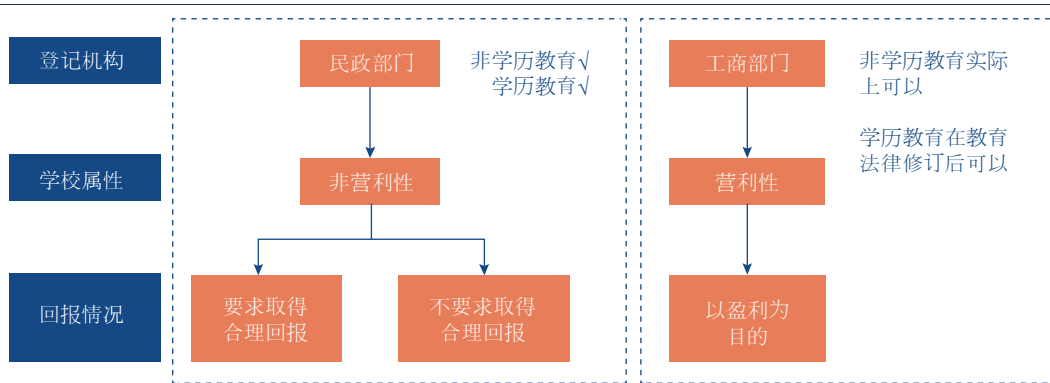
	修改前	修改后
办学性质	第十八条 民办学校取得办学许可证,并依照有关的法律、行政法规进行登记,登记机关应当按照有关规定即时予以办理。	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。营利性民办学校的举办者可以取得办学收益,学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定分配。民办学校依法取得办学许可证后,进行法人登记,登记机关应当依法予以办理。”
学校收费	第三十七条 民办学校对接受学历教育的受教育者收取费用的项目和标准由学校制定,报有关部门批准并公示;对其他受教育者收取费用的项目和标准由学校制定,报有关部门备案并公示。民办学校收取的费用应当主要用于教育教学活动和改善办学条件。	民办学校收取费用的项目和标准根据办学成本、市场需求等因素确定,并向社会公示。非营利性民办学校收费办法,由省、自治区、直辖市人民政府制定;营利性民办学校的收费标准,实行市场调节,由学校自主决定。
扶持政策	第四十五条 县级以上各级人民政府可以采取经费资助,出租、转让闲置的国有资产等措施对民办学校予以扶持。	县级以上各级人民政府可以采取购买服务、助学贷款、奖助学金和出租、转让闲置的国有资产等措施对民办学校予以扶持;对非营利性民办学校还可以采取政府补贴、基金奖励、捐资激励等扶持措施。”
教育用地	第五十条 新建、扩建民办学校,人民政府应当按照公益事业用地及建设的有关规定给予优惠。教育用地不得用于其他用途。	新建、扩建非营利性民办学校,人民政府应当按照公益事业用地及建设的有关规定以土地划拨等方式给予优惠。教育用地不得用于其他用途
偿债安排	第五十九条 对民办学校的财产按照下列顺序清偿:(一)应退受教育者学费、杂费和其他费用;(二)应发教职工的工资及应缴纳的社会保险费用;(三)偿还其他债务。民办学校清偿上述债务后的剩余财产,按照有关法律、行政法规的规定处理。	非营利性民办学校清偿上述债务后的剩余财产继续用于教育事业。营利性民办学校清偿上述债务后的剩余财产,依照公司法的有关规定分配。
处罚措施	第六十四条 社会组织和个人擅自举办民办学校的,由县级以上人民政府的有关行政部门责令限期改正,符合本法及有关法律规定的民办学校条件的,可以补办审批手续;逾期仍达不到办学条件的,责令停止办学,造成经济损失的,依法承担赔偿责任。	违反国家有关规定擅自举办民办学校的,由所在地县级以上地方人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门会同同级公安、民政、工商行政管理等有关部门责令停止办学、退还所收费用,并对举办者处违法所得一倍以上五倍以下罚款;构成违反治安管理行为的,由公安机关依法给予治安管理处罚;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

资料来源:教育部网站,中信证券研究部整理

深改组审议通过了民办学校分类管理的相关细则,密切跟踪《民促法》的二审结果。2016年1月8日,《民办教育促进法修正案(草案)》二次审议稿在中国人大网公布,向社会公开征求意见。2016年4月18日,习近平主席主持召开中央全面深化改革领导小组第二十三次会议,会议审议通过了《关于加强民办学校党的建设工作的意见(试行)》、《民办学校分类登记实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》。会议强调:“要建立营利性和非营利性民办学校分类登记、分类管理制度,提高教育质量”。2016年4月22日,十二届全国人大常委会公布了2016年立法工作计划,将于2016年6月继续审议民办教育促进法修正案。

民办教育的分类管理将为大势所趋:非学历类民办教育机构上市料不存在较大的障碍,学历类民办教育上市仍需保持跟踪。目前我国学历类民办学校的管制较严格,而非学历的培训机构类民办学校的管制相对宽松。我们认为:(1)非学历类民办教育上市不存在较大的障碍,包括课外辅导培训机构、提供信息化产品和服务的在线教育公司等均选择在工商局进行登记注册,不影响股东取得合法收益;(2)学历类民办学校上市仍需保持跟踪,幼儿教育、中小学教育(义务教育阶段)、高等教育、职业教育领域的相关学历制学校上市难度较大,其中湖南金桥教育投资管理股份有限公司(835497.OC)成功挂牌新三板或将预示学历职业教育领域的机构上市存在着可能。

图 2：中国民办教育登记类型

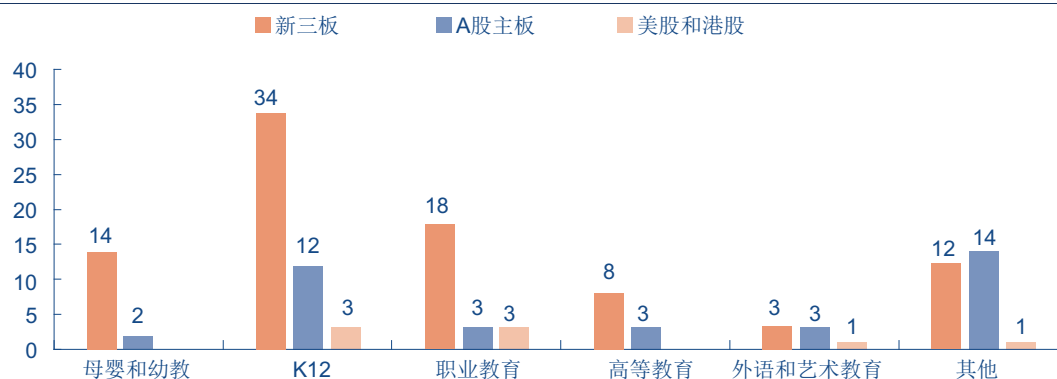


资料来源：中信证券研究部社会服务团队研究报告《教育行业专题研究之政策篇：大国重教，政策先行》

### 主板和新三板已经形成巨大的教育行业产业集群

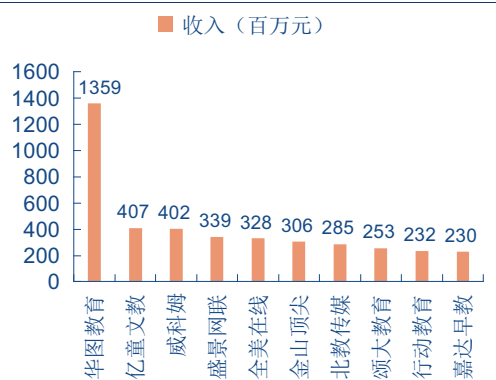
教育资产证券化元年开启，主板和新三板形成巨大教育产业集群。A 股上市公司密集收购教育资产，2015 年以来教育资产并购案例已超过 35 起，教育已成为传统企业转型的优选路径之一。目前主板市场涉教育上市公司已超过 80 家，包括学前教育、K12 教育、职业教育、教育信息化、艺术教育、学校资产等多个领域。同时，受益于教育资产证券化浪潮开启、海外优质教育企业的回归、上交所战略新兴板暂缓推出等因素，新三板市场已形成了更为庞大的教育产业集群。目前新三板市场共有教育类挂牌公司接近 100 家，全面覆盖教育产业链各个环节，包括华图教育、亿童文教、全美在线、威科姆等细分行业龙头均选择三板挂牌。

图 3：主板和三板形成巨大教育产业集群



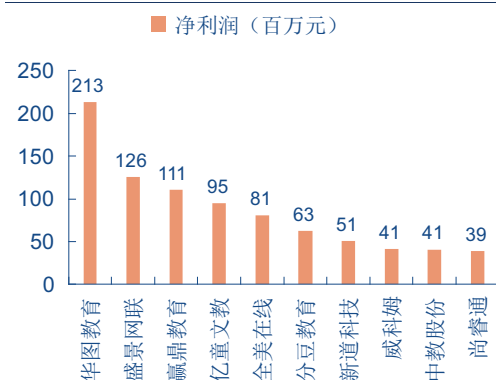
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 4：新三板挂牌公司 2015 年营业收入前十名



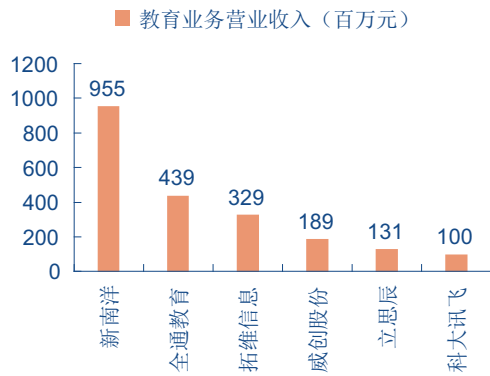
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 5：新三板挂牌公司 2015 年营业收入前十名



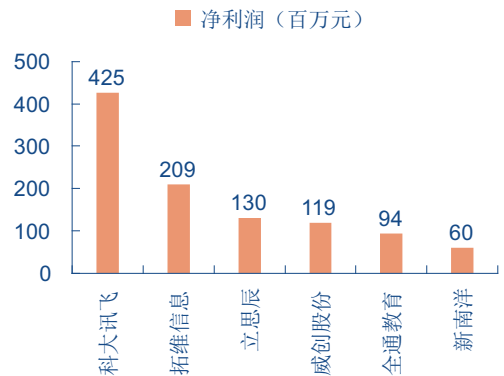
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：部分主板涉教育公司 2015 年收入统计



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

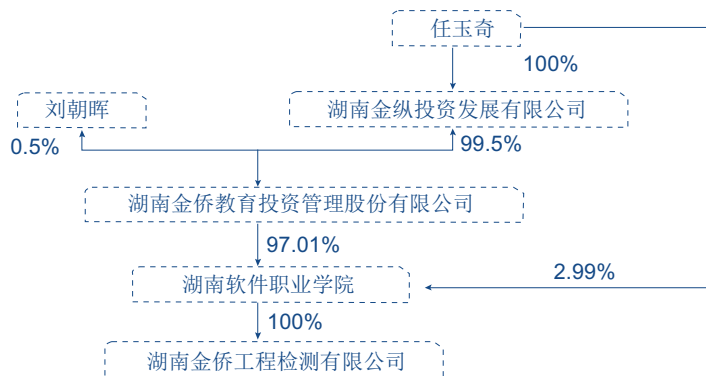
图 7：部分主板涉教育公司 2015 年净利润统计



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

控股“湖南软件职业学院”的金侨教育(835497.OC)挂牌新三板。湖南金侨教育投资管理股份有限公司成立于 2012 年，并于 2015 年 8 月 14 日变更为股份公司，通过控股子公司“湖南软件职业学院”提供学历教育服务、托管服务和少量的商业物业租赁服务，其中学历教育服务是主要的营收来源。学院拥有一支名师学者带头的教师团队，通过校企合作投入大量资金建立实训基地，专业集群化课程设置形成学院品牌，同时建立法人治理结构，实行董事会领导下的院长负责制。公司 2014 年和 2015 年收入分别为 7591 和 8721 万元，净利润为 928 万元和 3138 万元。2016 年 1 月 20 日，公司在新三板挂牌。

图 8：金侨教育股权结构



资料来源：金侨教育公开转让说明书，中信证券研究部

## 趋势二：教育与科技深度融合，教育产业进入 DT 时代

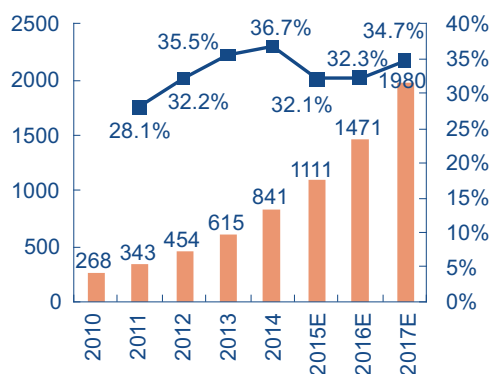
### 互联网教育浪潮方兴未艾，教育资源重新配置且教育质量大幅提升

互联网教育浪潮方兴未艾，政策红利快速释放。2015 年李克强总理在政府工作报告中提出“互联网+”行动计划，并提及“教育公平是最具起点意义的公平”。在互联网与传统产业融合的浪潮下，“互联网+教育”也开始受到国家高度重视。国家提出了“优先发展教育，建设人力资源强国”的战略部署，2010 年出台《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》；2012 年推出《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》为教育信息化建设提供了指导意见和发展方向；2012 年，刘延东副总理在全国教育信息化工作电视电话会议中提出到 2015 年全国基本实现校校拥有网络教学和学习环境。

**教育+互联网：保证教育公平，提升教学质量。（1）让教育资源重新配置和整合，以保证教育公平。**优质教育资源集中于一二线城市，三四线城市孩子很难享受到高质量前沿的教育体验，在线教育可以放大优质资源的效用，有效地解决了当前我国教育体制下师生资源不匹配、供需不匹配、时间和地域限制等问题。**（2）帮助教育从封闭走向开放，大幅提升教学质量。**在线教育能够针对不同的学习需求提供个性化的教育服务，实现真正意义上的因材施教。在优质教育资源被不断丰富的背景下，互联网教育产品形式也逐渐多种多样，家教 O2O、题库和实时答疑类产品，集合了优质的资源，有效解决信息不对称与信息孤岛问题；大数据与人工智能技术对个人答题学习情况形成跟踪与评估，并提供相应的练习与测试建议；一对一答疑、在线互动教学等服务有效解决学生及家长痛点，在线教育有望全面提升教学质量

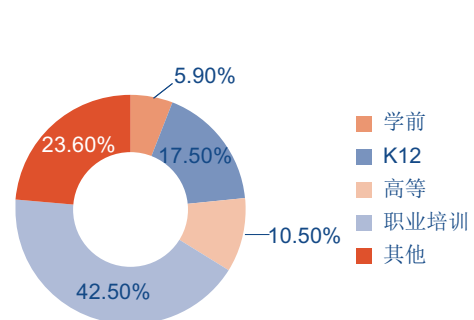
在线教育产业料将步入快速增长通道，职业教育、K12 教育和高等教育占比较大。在线教育未来最重要的趋势之一，我们认为未来最大的教育公司必然是拥有在线教育基因的公司。过去二十多年，我国在线教育产业先后经历了远程教育平台出现、传统培训学校布局线上、互联网公司涉足三个阶段。根据易观智库的数据，2015 年中国互联网教育市场规模达到约 1100 亿元，预计 2017 年中国互联网教育市场规模将达到 1980 亿元，3 年间 CAGR 为 33.1%。在在线教育领域的各个细分市场中，据中国教育行业白皮书（搜狐教育）预测，2015 年职业教育、K12、高等教育和学前教育四个细分领域的在线教育市场份额分别约 42.5%、17.5%、10.5%和 5.9%，市场规模分别约 472、194、117 和 66 亿元。

图 9：中国互联网教育市场规模（单位：亿元）



资料来源：易观智库，中信证券研究部整理

图 10：中国互联网教育各细分市场份

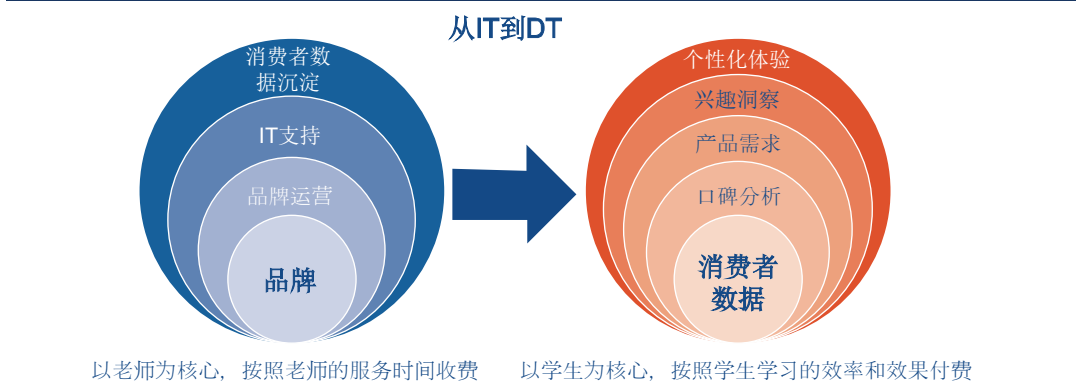


资料来源：中国教育行业白皮书（搜狐教育），中信证券研究部整理

## 教育进入 DT 时代，大数据将使因材施教和精准提分成为可能

教育行业即将迎来 DT 时代。科技产业正在从 IT (Information Technology) 时代走向 DT (Data Technology) 时代，在大数据的影响下，教育产业将迎来深度变革。我们认为 1.0 阶段的教育产业，以“教师”为核心，无论线下培训机构或者在线教育公司均以“时间”收费，本质是“服务”产业。在 DT 时代的 2.0 阶段的教育产业，以“学生”为核心，并将基于大数据，以“效果和效率”考量标准为学生提供个性化的服务，真正做到因材施教。

图 11：教育行业商业运作模式变革示意图



资料来源：新浪教育，中信证券研究部整理分析

在应试教育时代，各种题海战术和考海战术使众多中小學生疲于应考。部分学校出于提高应试成绩的考虑，往往布置大量的作业、采用大量高压模拟考试来提高应试水平，以至出现同一个班级里每个学生所面对的作业、考试均一模一样，未能考虑学生的思维方式、知识结构和接受能力的差异，从而造成部分学生“已掌握的知识点频繁练习，未掌握的知识点依旧如故”的困惑。

随着大数据和人工智能技术的发展，传统的应试教育、题海战术将可能转变为更加科学、更加智能的教学方式。对于学生个体而言，考试记录、错题分析、知识点分析、答题方式、答题速度都会被完整的记录于考试信息化的过程中；对于班级或学校整体而言，出勤率、课堂反馈、综合成绩、绩点分布等也会被教育测评信息系统给予记录，所有这些关于学生个体和学校总体的有关教育的相关数据被忠实记录并加以整理就构成了教育数据，如果对教育数据资源采用大数据技术加以处理成为数据产品，就形成了教育行业的大数据业务。

在教学管理中，数据挖掘已成为提高教学管理质量与水平的有力工具。教育数据挖掘是综合运用数学统计、机器学习和数据挖掘的技术和方法，对教育大数据进行处理和分析，通过数据建模，寻找学习者学习结果与学习内容、学习资源和教学行为等变量的相关关系，并以此来预测学习者未来的学习趋势以及完善教学过程，从而提高教学成果。

图 12：教育行业商业运作模式变革示意图

一级模块	二级模块	三级模块	四级（考点）	五级（知识点）	认知目标	认知类型	能力目标	中考考频
数与代数	数与式	有理数	有理数	正数和负数	掌握、应用	概念、公式	数感、符号意识	109
				有理数	掌握、应用	概念、公式	数感、符号意识	17
				有理数比较大小	掌握、应用	单一方法	数感、符号意识	203
			数轴					52
				数轴	掌握、应用	概念、公式	数感、几何直观	52
				相反数				562
				相反数	掌握、应用	概念、公式	数感、符号意识	562
				绝对值				179
				绝对值	掌握、应用	概念、公式	数感、符号意识	4/6
				非负性-绝对值	知道、了解	单一方法	数感、符号意识	4

认知目标				能力目标			
等级	考点类型	中考考频	考点数量	编号	学科能力项	中考考频	知识点数量
A	知道、了解	1702	22	1	数感	47453	206
B	理解、模仿	8401	21	2	符号意识	45323	175
C	掌握、应用	48783	49	3	空间观念	7748	49
D	灵活应用	41114	22	4	几何直观	44178	141
	总计	100000	114	5	数据分析观念	12402	32
				6	运算能力	62833	166
				7	推理能力	57869	135
				8	模型思想	28011	49
				9	应用意识	待分析	
				10	创新意识	待分析	

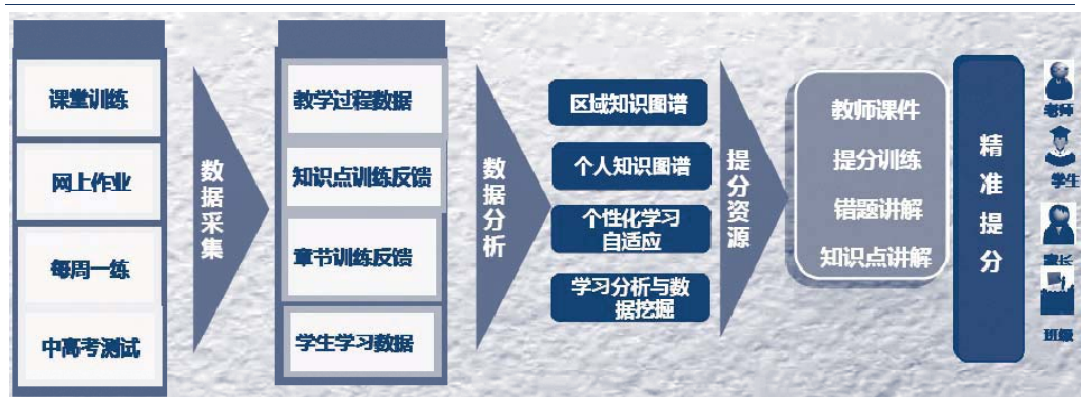
  

认知类型			
等级	知识点类型	中考考频	知识点数量
1	事实	55	4
2	概念、公式	30813	218
3	单一方法	39577	152
4	复合方法	29555	48
	总计	100000	422

资料来源：威科姆公开路演 PPT，中信证券研究部

“数据采集”和“数据分析”之后，配合“提分资源”将有望实现因材施教和“精准提分”。精准提分资源以班级和个人认知图谱为核心，智能地为班级和学生提供个性化的整合精准提分训练，并以提分训练为主线，搭配习题讲解和知识点概念讲解，形成有效的提分内容，包括教师课件、提分训练和名师微课；其目的在于在知识掌握方面帮助学生扎实地打好基础，在考试方面快速地帮助学生提升考试成绩。

图 13：大数据将使精准提分成为可能



资料来源：威科姆公开路演 PPT，中信证券研究部

此外，智能人机交互模式，人工智能和游戏化设计正在重构学习的过程和体验，从根本上改变发展用户线上的方式。科技正在与教育深层次融合，国内互联网教育产品模式大体有工具类（家教平台等）、内容类（题库等）、服务类（网校培训、作业答疑等），美国教育科技产品大概可分为与前沿科技结合的产品、学习管理系统类产品、云端学习系统以及游戏化学习四类产品。比较国内外在线教育产品，我们可以发现，科技正在重构学习体验，比如通

过硬件和软件的结合来增强可视化程度，嵌入自我创作元素让学习寓教于乐，通过记录学生学习过程形成学习特征曲线以推进个性化学习，以及通过在线学习增进游戏化元素等方式全方位构建用户良好的学习体验。大数据技术、人工智能技术以及增强现实技术将有效促进在线教育社区化、个性化、趣味化的发展趋势。

**(1) 大数据+教育：**专业的云计算技术将一个学生在学习过程中产生的大数据可视化，建立科学的分析模型，导出分析结果，学习动态轨迹清晰实时地被记录，形成最大程度规模化的用户个性化教育方案，驱动在线教育个性化发展趋势。

**(2) 人工智能+教育：**人工智能算法建立各种学习模型，测算出学生当前学习状态与可能存在的问题，模拟老师做出科学诊断有助于解决人工教学高成本低效率问题，重新定义老师职责，让教育回归本质。

**(3) 增强现实+教育：**增强现实与 3D 动画交互技术结合实现影像合成，通过生动的模型，有趣全面的结构概念和细节，降低学生理解复杂抽象问题难度，使学习更直观、更有趣。

图 14：科技重构学习过程

**重构学习过程：新的人机交互模式，人工智能，和游戏化设计正在重构学习的过程和体验，从根本上改变发展用户的方式**

**人机交互重构学习体验**

- 交互模式创新：包括多点触摸，增强现实、智能语音、图像识别，眼动、体感等
- 通过有趣的交互方式构建良好的用户体验，获取用户：
  - 美国：Duolingo, Chaotic Moon, Layar等
  - 中国：英语流利说，科大讯飞，学霸君等

**人工智能支持个性化学习**

- 人工智能：数据挖掘支持个性化学习
  - Knewton
- 智能题库应用：通过知识地图+推荐引擎的方式进行个性化学习内容，如：
  - Benchprep
  - 猿题库/考满分/LTG等

**游戏化机制增强用户粘性**

- 游戏化：改善学习体验
- 游戏化应用：
  - Toca Boca/ Fingerprint:优秀的游戏制作颠覆上一代儿童产品
  - 魔方格：PK竞技场(游戏化)方式提高留存

资料来源：好未来网站，中信证券研究部整理

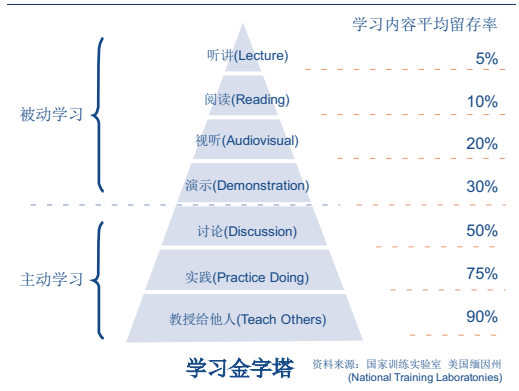
**教育与互联网深度融合正悄然改变在线教育用户的行为，线上结合线下的学习方式成为主流。**传统学习以线下课堂面授为主导，优点是学生与教师面对面沟通更为直接便捷，缺点是被动听讲的教学方式造成学习内容的低消化率，在线教育的出现使得学习形式更加丰富：MOOC 在线课堂、直播录播学习、游戏化学习、线上互动答疑、题库练习、拍照搜题答疑、家教 O2O。在线教育能够满足学生追求个性化与碎片化学习体验的需求，跨越时空限制，实现资源全球共享，但缺点是需要依赖于学生的主动学习。线上与线下的多渠道混合学习方式有效结合两者优点，从线上浅层次学习回归到线下的深度学习。另一个重要趋势是在线教育将向移动端渠道快速下沉，移动化将成为在线教育的必然选择，这一用户行为的变化将促使移动端教育产品的快速崛起。

图 15：互联网教育渠道多样化



资料来源：新浪教育，中信证券研究部

图 16：不同学习行为的内容留存率



资料来源：新浪教育，中信证券研究部



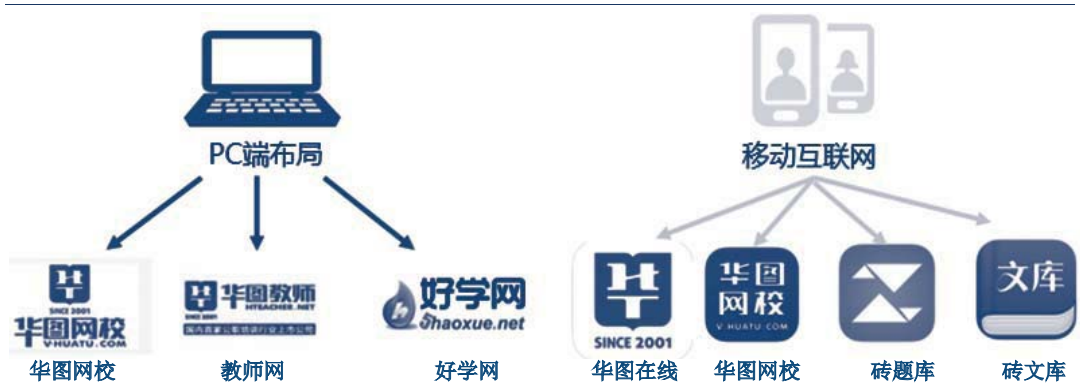
## “教育+互联网”融合而不是颠覆，传统线下培训孕育生机

在线教育受制于教学场景的搭建，传统的线下培训难以被在线教育所颠覆。在教育产业向互联网转型的过程中，各路资本重金投入在线教育产业，但是从实际情况看，目前在线教育尚未对传统线下培训机构构成实质性的颠覆。在线教育的发展，需要解决三大痛点：（1）如何让老师在单位时间内赚更多的钱；（2）如何让学生匹配最有效的老师；（3）如何搭建学习场景，在线教育虽然连接了学生和老师，但是中间没有场景。目前大部分在线教育公司解决的都是老师的收入问题，但是很难得到学生和家长的认可；同时很多中小學生，受自制力和教学质量等因素影响，仍然需要和老师面对面的沟通学习。我们认为，纯粹的在线教育公司在发展壮大过程中需要面对很大的挑战，因为教学是一个互动的过程，教育机构除了要向学员提供教育产品之外，为了达到教学效果还需要对学员的学习情况进行跟踪了解，为学员答疑解惑，但是这个过程单单凭借线上渠道难以顺利完成。

**教育+互联网：融合，而不是颠覆。我们认为未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因的线下机构。**O2O 模式中，线上获取流量的优势在于快速扩张和去中间化后的低价格，线下获取流量的优势在于实体入口提供的服务与口碑效应。从教育本质来看，在线教育是一个打包出售知识信息的平台，而当前绝大部分在线教育产品互动性非常欠缺，学生有问题还是需要回归到线下老师答疑，成绩的提高还需依赖线下的作业练习。当前的大部分在线教育模式难以替代实体教育，尤其是对于被动接受教育和积极性不高的中小學生。实体教育所体现出的优势还在于特有的互动性、学习氛围、强制化学习状态以及社交需求。在 K12 领域，众多家长将孩子送到好的私立学校以及接受昂贵的课外辅导；在公务员领域，国考和省考一年仅有一次，巨大的机会成本和高难度的考试要求，大部分选学生更倾向于线下接受辅导。因此，互联网很难从根本上颠覆教育行业，更多的是和传统教育行业进行深度融合。

**“教育+互联网”将孕育生机，华图教育成功实现传统面授与互联网的深度融合。**人才招录和资格认证培训行业的巨头公司华图教育深度布局在线教育业务，在垂直领域实现了传统面授业务和互联网业务的重度融合，公司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。华图教育 2015 年 13.6 亿元的收入中，纯线上收入约 1 亿元（线上报名，线上学习），纯线下收入约 7.5 亿元（线下报名，线下学习），混合收入约 5~6 亿元（线上报名，线上和线下同时学习）。

图 17：华图教育的互联网业务布局



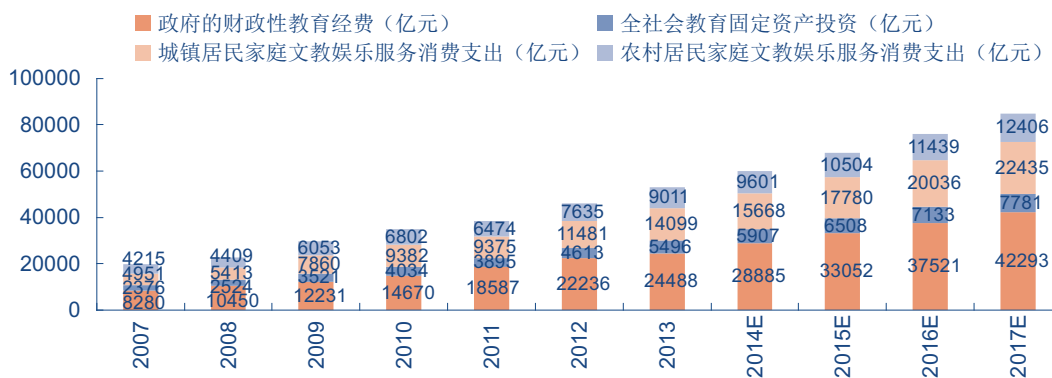
资料来源：华图教育官网，中信证券研究部整理

## 海量空间和快速增长有望支撑教育行业高估值

### 教育行业拥有海量市场空间，2015 年市场规模约 6.8 万亿元

教育市场的资金来源主要有三：政府的财政性教育经费、社会的教育固定资产投资、家庭的教育支出（分为城镇和农村家庭），三者对教育市场规模的贡献分别约为 50%、10%和 40%。（1）政府的财政性教育经费占 GDP 的比重逐年上升。2014 年政府的财政性教育经费占 GDP 的比重为 4.5%，随着政府政策的逐步落实，预计今后该占比仍会上升。（2）社会在教育固定资产投资上总体呈现上升的趋势，但教育固定资产投资在全部固定资产投资中占比仍然较低，后续提升空间巨大。（3）城乡居民的教育消费中城市家庭的教育消费明显高于农村家庭。

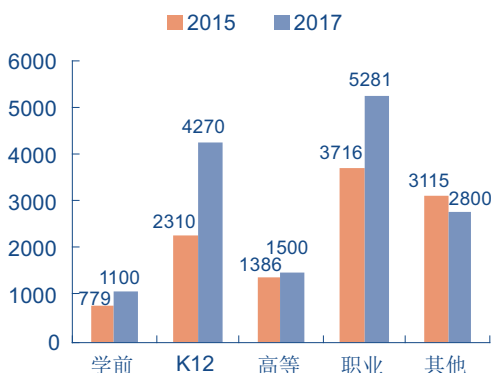
图 18：中国教育市场总规模（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育，中国统计年鉴，中信证券研究部整理和预估

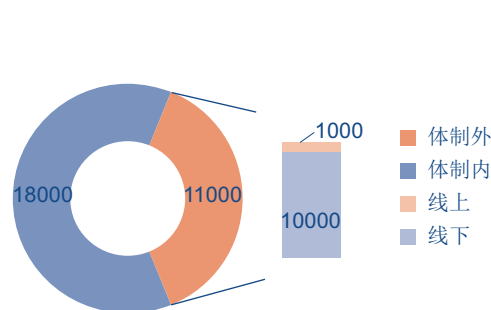
中国教育市场的总规模高达 6.8 万亿元。根据腾讯教育和中国统计年鉴等机构的数据，（1）2015 年中国教育市场总规模约为 6.8 万亿元，其中政府的财政性教育经费约 3.3 万亿元，社会的教育固定资产投资约 6500 亿元，城镇和农村的家庭教育支出分别约 1.8 和 1.1 万亿元。我们预计到 2017 年，中国教育市场总规模将超过 9 万亿元，3 年 CAGR 为 14.5%。（2）在 2015 年家庭教育支出的 2.9 万亿元中，学杂费等体制内的支出约 1.8 万亿元，体制外支出约 1.1 万亿元（在线教育支出约 1000 亿元，线下培训支出约 1 万亿元）。（3）2015 年教育培训整体支出约 1.32 万亿元，其中家庭支出约 1.1 万亿元，其它政府部门和企事业单位支出约 1200 亿元。（4）2015 年教育培训行业的 1.32 万亿市场空间中，职业教育、K12、高等教育、学前的市场空间分别约 3700、2300、1400 和 780 亿元。

图 19：2015 年和 2017 年教育培训行业各个细分领域市场空间比较（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育、中国统计年鉴等，中信证券研究部整理和预测

图 20：2015 年家庭教育支出构成（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育、中国统计年鉴等，中信证券研究部整理和估算

## 内生增长：海量存量人群、全面二胎政策和家庭开支增加支撑行业快速增长

**增长驱动力之一：各个学习阶段巨大的存量人口。**中国目前约 13.6 亿人口，排名世界第一。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要》，我国在 2020 年，义务教育、高中教育、中等职业教育、高等职业教育、高等教育在校生目标要达到 1.65 亿人、4700 万人、2350 万人、1480 万人、3300 万人。截至 2014 年年底，我国幼儿园、小学、初中、高中、中等职业教育和高等教育在校生人数分别为 4051、9451、4385、2415、1755 和 2548 万人

表 4：2009-2020 年我国教育事业主要目标

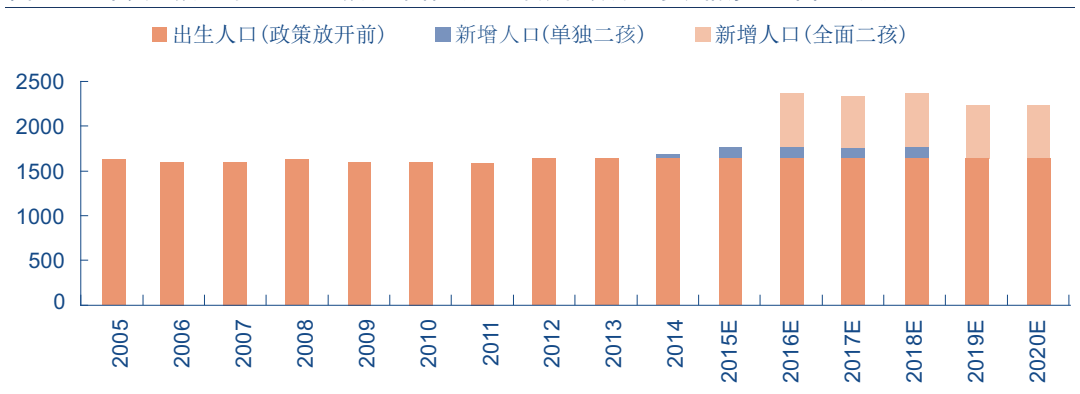
指标	2009 年	2015 年	2020 年	
K12 教育	义务教育在校生（万人）	15772	16100	16500
	巩固率（%）	90.8	93.0	95.0
	高中在校生（万人）	4624	4500	4700
	毛入学率（%）	79.2	87.0	90.0
职业教育	中等职业教育在校生（万人）	2179	2250	2350
	高等职业教育在校生（万人）	1280	1390	1480
高等教育**	在校总规模（万人）	2979	3350	3550
	在校生（万人）	2826	3080	3300
	其中：研究生（万人）	140	170	200
	毛入学率（%）	24.2	36.0	40.0
继续教育	从业人员继续教育（万人次）	16600	29000	35000

资料来源：《国家中长期教育改革和发展规划纲要》，中信证券研究部整理

注：\*含中等职业教育学生数；\*\*含高等职业教育学生数

**增长驱动力之二：全面二胎实施将对增量人口影响显著。**“十三五”规划中指出为“促进人口均衡发展，完善人口发展战略，将全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，以应对人口老龄化趋势。”目前，我国每年出生人口约 1700 万人。参考中信证券研究部专题研究团队的观点：在充分考虑前期“单独二胎”政策的实际效果、结合现有可获得的数据，预计“全面二胎”政策每年将带来新增出生人口 160~600 万，相当于 1700 万的 9~35%，增幅明显。乐观情景下，如果叠加“单独二胎”政策的影响，增幅可达 40%左右；5 年集中释放期内总计新增人口约 3000 万。“全面二胎”叠加此前的“单独二胎”政策，我们预计能够增加总人口约 2.5%，而人口总量的增加也将进一步扩大教育产业的市场规模。

图 21：“单独二孩”与“全面二孩”对增量人口的影响预测（乐观情景）（单位：万人）

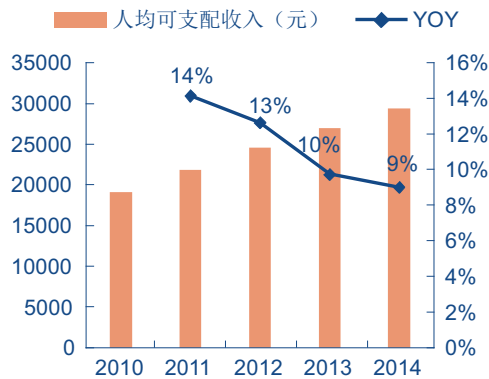


资料来源：Wind，中信证券研究部专题研究团队预测

**增长驱动力之三：家庭教育支出增加。**家长对教育的重视程度和家庭可支配收入是影响家庭在教育领域支出的主要影响因素。（1）我国九年义务教育开展已有 30 余年，最早享受九年义务教育的一代人成为 K12 阶段家长的主力军，家长的教育水平普遍提高，对教育的重视程度逐渐加强。（2）近年来，随着人均可支配收入不断上升，家庭在教育领域支出意愿更加强烈。根据腾讯教育发布的《2014 年教育市场分析报告》显示，以 K12 教育为例，K12

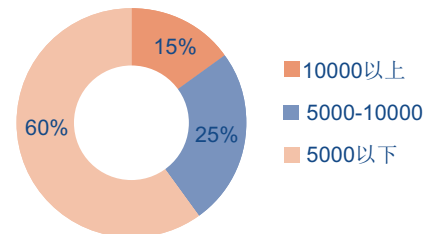
阶段 40%家庭每年投入 K12 课外培训的费用高于 5000 元，其中 15%家庭投入万元以上。据此估计，2014 年每个中小学生年均课外培训费用平均约 3000 元。

图 22：2010-2014 年人均可支配收入



资料来源：国家统计局，中信证券研究部整理

图 23：2014 年 K12 课外培训家庭投入情况



资料来源：腾讯教育《2014 年教育市场分析报告》，中信证券研究部

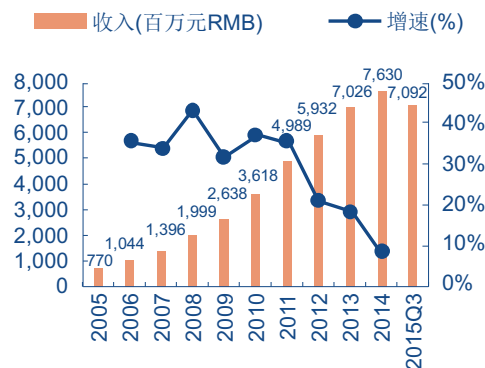
**教育行业龙头公司历史报表显示优质公司持续保持快速的内生性增长。**我们选取 97 家新三板教育公司和 10 家主板上市公司的教育业务作为样本库，2013~2015 年合计收入增速分别为 20%、17%和 17%。此外我们选取了新东方（外语培训和中小学基础教育课外培训龙头）、好未来（中小学基础教育课外培训龙头）、达内科技（IT 培训龙头）三家龙头公司的财务报表进行分析，三家公司历史收入复合增速分别约 29%、68%和 66%；历史净利润复合增速分别约 42%、67%和 161%。

1、新东方：收入从 2005 财年的人民币 7.7 亿元增长至 2014 财年的 76.3 亿元（当年 6 月 1 日至次年 5 月 31 日），9 年 CARG 为 29%；净利润从 2005 财年的 4900 万元增长至 2014 财年的 11.81 亿元，9 年 CARG 为 42%。

2、好未来：收入从 2007 财年的人民币 6300RMB 增长至 2015 财年的 40.58 亿元（当年 3 月 1 日至次年 2 月 28/29 日），8 年 CARG 为 68%；净利润从 2007 财年的 1100 万元增长至 2015 财年 6.73 亿元，8 年 CARG 为 67%。

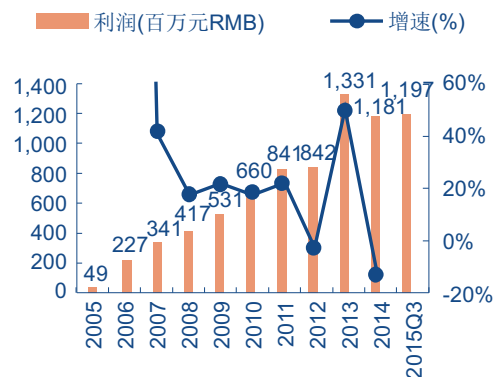
3、达内科技：收入从 2011 财年的人民币 1.62 亿元增长至 2015 财年 12.29 亿元（当年 1 月 1 日至当年 12 月 31 日），4 年 CARG 为 66%；净利润从 2011 财年的 400 万元增长至 2015 财年 1.86 亿元，4 年 CARG 为 161%。

图 24：新东方历史收入和增速



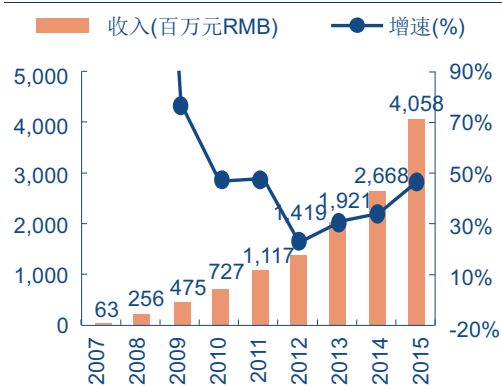
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：收入数据使用历史汇率进行换算

图 25：新东方历史净利润和增速



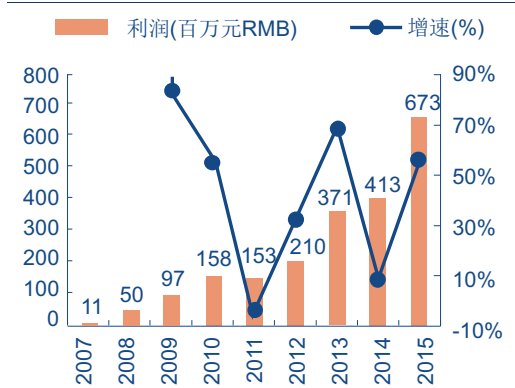
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：净利润数据使用历史汇率进行换算

图 26：好未来历史收入和增速



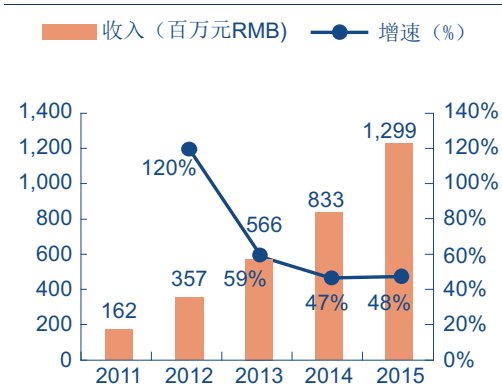
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：收入数据使用历史汇率进行换算

图 27：好未来历史净利润和增速



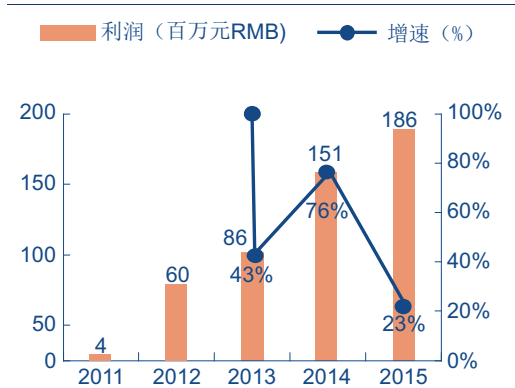
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：净利润数据使用历史汇率进行换算

图 28：达内科技历史收入和增速



资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：收入数据使用历史汇率进行换算

图 29：达内科技历史净利润和增速

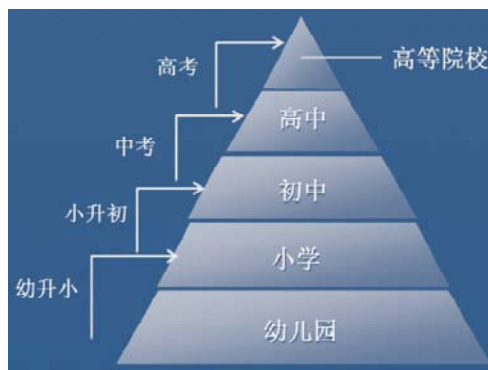


资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：净利润数据使用历史汇率进行换算

我们认为，应试为纲下的不可逆性、高试错成本和非标准化服务下的定价权、高口碑和高品质带来的高留存率为龙头教育公司增长构筑坚实壁垒。

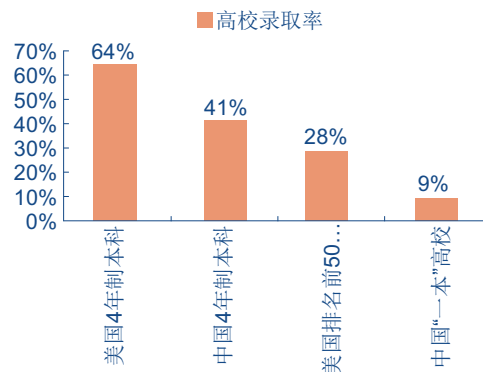
教育产业特点之一：应试教育体制下，学生成长具有不可逆性，因此试错成本极高。中国的教育体制以应试教育为纲，需要应对高考、考研、中考、小升初、职称考试、出国留学的外语考试等等，由于中国家庭大部分均为独生子女，中高考经常能够影响一个人乃至全家人的命运，所以教育的试错成本极高。因此，不少情况下，国人接受教育或培训，往往就是为了考试通过或者成绩提升。搜狐教育近期做的网络调查显示，家长在帮助孩子选择培训机构时，72.8%的家长选择了“注重教学效果”。

图 30：应试教育体制



资料来源：中信证券研究部整理

图 31：美国和中国高考和名校的录取率



资料来源：好未来年报 PPT，中信证券研究部整理

**教育产业特点之二：高口碑和高品质带来的高留存率和较低的获客成本。**以 K12 教育培训为例，如果培训机构具备较好的口碑，学生和家长对机构产生强烈的认同感，那么低年级到高年级不断续班、不同课程间的内部转化（比如，英语辅导向数学培优转换）将成为可能，因此优秀培训机构将有希望获得持续的用户增长。

**教育产业特点之三：由于极高的试错成本和非标准化的教育服务，所以教育类公司具有极高的定价权。**K12 教育服务的使用群体是学生，但是消费用户却是家长。由于应试教育体制下，家长的时间成本和试错成本极高，所以他们愿意用更多的金钱来交换更优质、更高效的学习方法和考试技巧，如果这些学习方法在成绩上得到良好的印证，家长们就认为物超所值；否则即便这个课程很便宜，但是没有收到任何效果，家长也会觉得耽误时间和浪费精力。此外，由于我国教育资源极度不平衡，中高考等选拔性考试和择校、分班需求下，课外辅导基本属于刚性需求，不同学生需求不一，教育服务和产品呈现非标准化特征，且学生成长的不可逆性带来的试错成本极高，所以家长对于教育培训服务和产品的价格并不是非常敏感。

图 32：好未来在 K12 领域的全学科布局

	Primary School						Middle School			High School			
	K	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Mathematics	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
English	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Chinese	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Physics								●	●	●	●	●	●
Chemistry									●	●	●	●	●
Biology										●	●	●	●

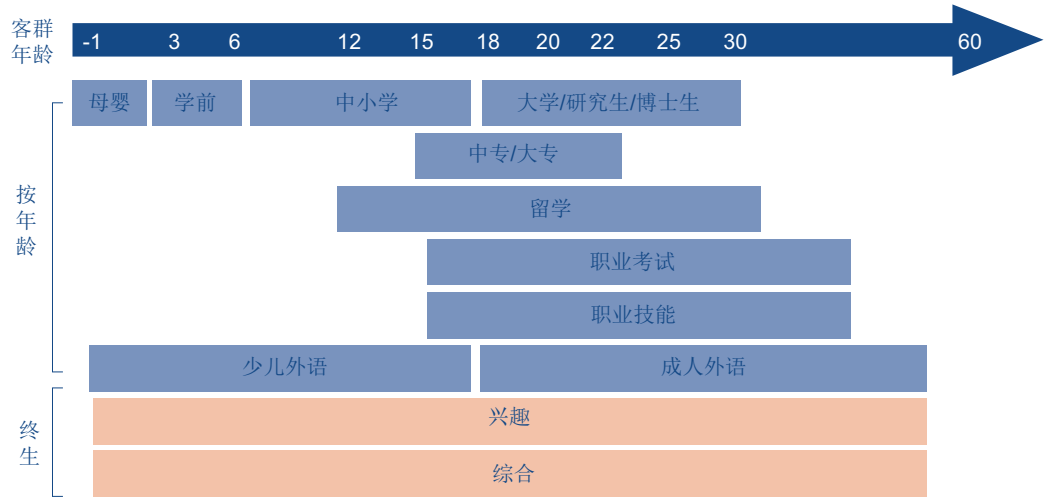
资料来源：好未来年报 PPT，中信证券研究部

### 外延扩张：细分众多且格局分散为上市公司提供广阔并购土壤

教育行业拥有众多细分行业且竞争格局分散。我们认为，教育行业至少拥有 12 个细分领域，（1）按照年龄段来划分，包括母婴、学前、中小学、中专/大专、大学/研究生、留学、职业考试和职业技能 10 个领域；（2）按照终生学习来划分，包括兴趣、综合两个大类。教育众多细分子行业的竞争格局均高度分散，以课外辅导市场为例，由于不同省市选拔性考试的命题、教材、师资差异显著，标准化扩张难度极高，但进入门槛却相对较低，且预付模式下现金流良好，所以培训机构极其分散。2014 年中国 K12 课外辅导市场规模约 5000 亿元，

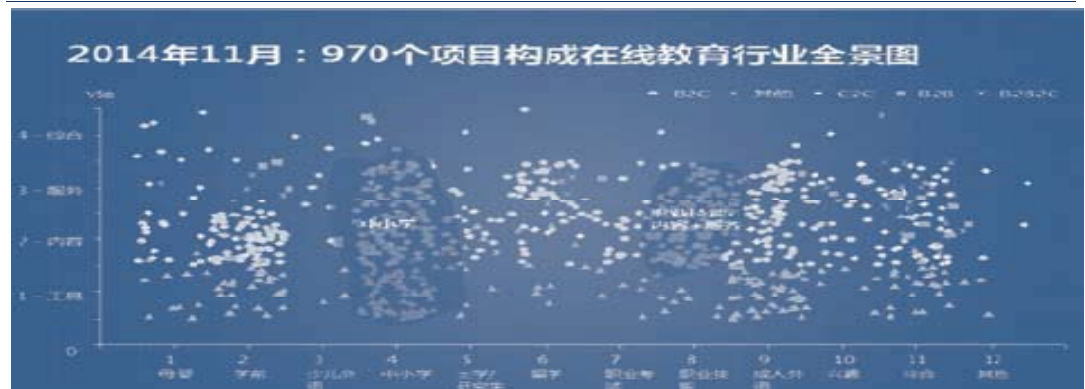
而新东方(K12 业务)、好未来和学大教育三大课外辅导巨头 2014 年财年收入分别约 27.79、26.68 和 21.16 亿元，加总约 76 亿元，前三大巨头的市场份额占比仅约 1.5%。

图 33：我国教育行业拥有众多细分领域



资料来源：虎嗅网，中信证券研究部整理

图 34：在线教育行业竞争格局分散拥有众多的垂直细分领域



资料来源：多知网，好未来公开路演 PPT，中信证券研究部

教育行业海量的市场空间和分散的竞争格局，为主板上市公司提供了广阔的外延并购空间。众多主板上市公司均成立教育产业基金进行教育产业的布局，旨在打造全产业链或者细分领域的“教育生态和平台型公司”。目前已有超过 35 家上市公司通过产业并购进入教育行业。以全通教育(300359.SZ)为例，2015 年，全通教育通过收购湖北音信(4608 万元收购 55%股权)、广西慧谷(3124 万元收购 51%股权)、杭州思讯(5327 万元收购 71.75%股权)、河北皇典(5362 万元收购 51%股权)、上海闻曦等渠道型公司，卡位校园入口，进一步提高公司市场份额；通过收购继教网技术(10.5 亿元收购 100%股权)，卡位教师入口，充分发挥现有的教师资源，结合教师在教育活动中的重要作用，促进公司其他业务群的发展；通过收购西安习悦(8000 万元收购 100%股权)，提升公司在互联网、信息技术方面的研发实力和互联网社区运营能力。

表 5：部分主板教育行业上市公司并购基金总结

上市公司	基金名称	基金规模
全通教育	全通盛世教育产业并购基金（有限合伙）	10 亿元
新南洋	上海交大赛领创业教育股权投资基金	10 亿元
凤凰传媒	南京岚裕凤凰投资基金管理中心	5 亿元
皖新传媒	皖新金智科教创业投资合伙企业	5 亿元
秀强股份	新余道生天成教育产业基金(有限合伙)	5 亿元
立思辰	北京立思辰国富投资管理有限公司	6 亿元
	清科立思辰互联网教育基金	8 亿元
威创股份	威创聚能投金色木棉（深圳）股权投资基金	5360 万元
文化长城	新余智趣资产管理合伙企业（有限合伙）（筹）	1 亿元
学大教育		2 亿元
玉龙股份	无锡市朴文股权投资基金中心（有限合伙）	20 亿元
珠江钢琴	珠海市广证珠江壹号文化教育投资企业（有限合伙）	5000 万元
中文在线	中文在线文化与教育产业股权投资基金管理有限公司（暂拟）	5 亿元
中国高科	上海观臻股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1 亿元
阳光城	阳光幼教投资管理有限公司	1 亿元

资料来源：相关上市公司公告，中信证券研究部整理

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 (倍)				
					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	
	金色摇篮	8.57	100%	8.57		53.0	66.3	82.6			16	13	10	
拓维信息 (002261.SZ)	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	6
世纪鼎利 (300050.SZ)	学尔森	2.98	85%	3.50		25	40	60			14	9	6	
	智翔信息	1.11	100%	1.11	51.7	58.1	70.4	76.3		2	2	2	1	
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		
	叁陆零教育		100%				20.0							
	敏特昭阳	3.45	95%	3.63	30.0	36.0	43.2	47.5		12	10	8	8	
立思辰 (300010.SZ)	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	
文化长城 (300089.SZ)	水晶球教育	10	100%	10.00		75.0	97.5	126.8			13	10	8	
	联讯教育	5.76	80%	7.20		25.0	60.0	78.0	100.0		29	12	9	7
保龄宝	新通国际	12.315	100%	12.32			85.0	106.1	131.9			14	12	9



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 (倍)					
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
(002286.SZ)	新通出入境	3.665	60%	6.11			41.0	52.0	65.0			15	12	9	
	杭州夏恩	0.675	45%	1.50			12.0	15.0	18.0			13	10	8	
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	
勤上光电 (002638.SZ)	龙文教育	20	100%	20.00		141.0	141.0	141.0	141.0		14	14	14	14	
盛通股份 (002599.SZ)	乐博教育	4.3	100%	4.30			24.6	32.3	40.7			17	13	11	
平均		4.78									11	14	11	9	10

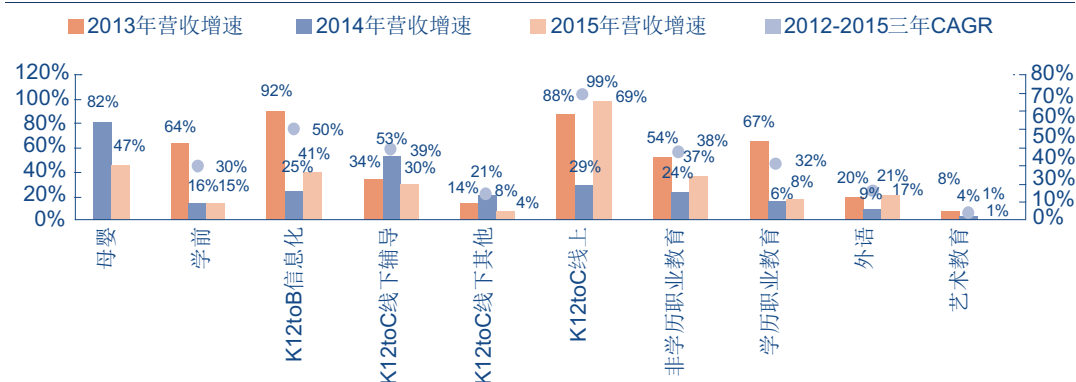
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

注: 花费金额和收购价格单位为亿元

## B 端教育信息化、C 端 K12 和职业教育等细分领域有望保持快速增长

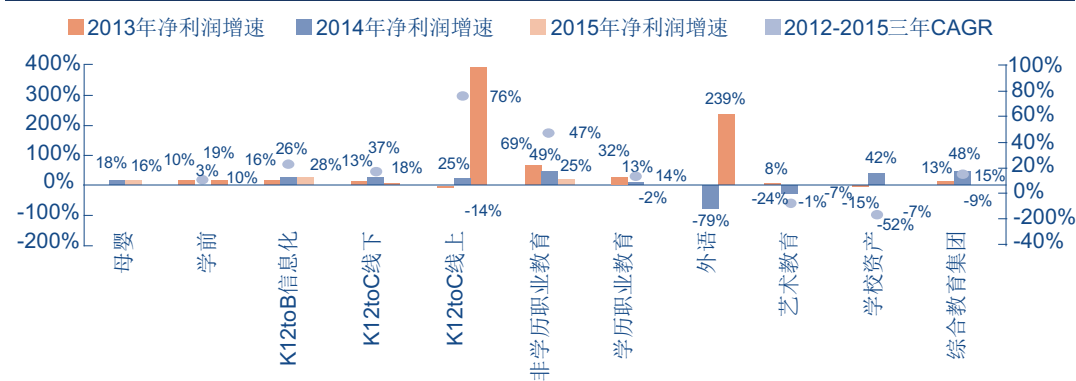
教育行业整体实现稳定增长。我们选取母婴、学前、K12toB 信息化、K12toC 线下、K12toC 线上、职业考试培训、企业管理培训、职业技能培训、职教信息化 9 个细分领域教育上市/挂牌企业 2013 年、2014 年、2015 营业收入和净利润作为样本数据, 相应的同比增长率和 3 年复合增速作为样本, 我们发现教育行业上市/挂牌公司整体收入和盈利稳健增长, 2013/2014/2015 营收增长率分别为 20%/17%/17%, 2013/2014/2015 净利润增长率分别为 34%/11%/21%。从 2013~2015 年三年收入复合增长率 (CAGR) 来看, 增速较快的领域包括: K12toC 线上 (129%)、教育信息化 (48%)、K12toC 线下辅导 (39%)、非学历职业教育 (38%)、学历职业教育 (32%)、学前教育 (30%)。

图 35: 教育行业各个细分领域营收同比增长率比较



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 36: 教育行业各个细分领域净利润同比增长率比较



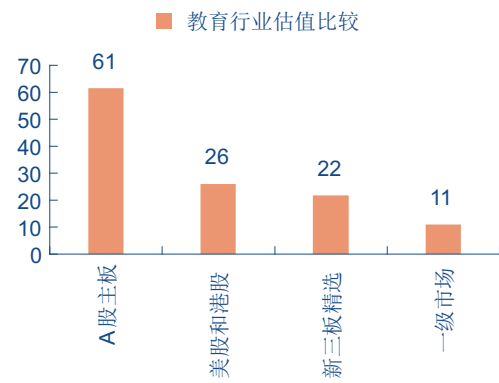
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

## 海量空间、内生增长和外延扩张有望支撑教育行业估值高位

教育行业资产在主板拥有较高的估值且一级市场估值持续提升。一方面，截至 2016 年 5 月 9 日，教育行业 A 股重点公司 2016 年 PE、新三板重点公司 2016 年 PE、一级市场 2016 年 PE(按照 16 年主板上市公司收购案例的 2016 年对赌业绩测算)分别为 61X、22X 和 11X；另一方面，2014~2016 年，主板上市公司收购一级市场教育标的资产 2015 年对赌业绩的平均 PE 从 9X、14X 提升至 21X（参见图 38），且根据我们调研情况，目前一级市场教育标的资产与主板公司谈判的估值对价约为 2016 年 18~22X。

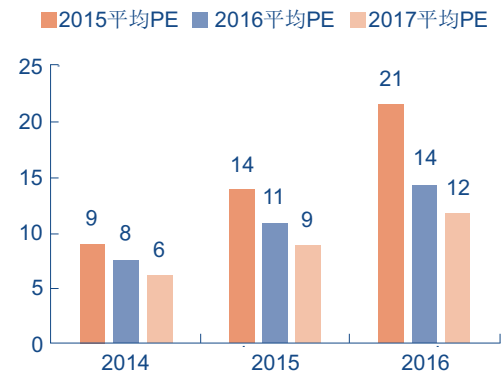
海量空间和快速增长（内生和外延）有望支撑教育行业估值高位。我们认为市场空间和盈利增速是股票定价和股权估值的两大核心要素：（1）教育行业市场空间广阔，国内 2015 年市场规模约 6.8 万亿元；（2）二胎政策红利和家庭消费支出提升驱动教育类公司内生业务快速增长，三大龙头公司保持了 42%~161%的内生性年均净利润复合增速；（3）分散的竞争格局为主板教育公司提供了广阔的外延并购土壤。

图 37：不同市场和板块教育行业估值比较



资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：股价为 2016 年 5 月 9 日

图 38：上市公司收购教育资产估值不断提升

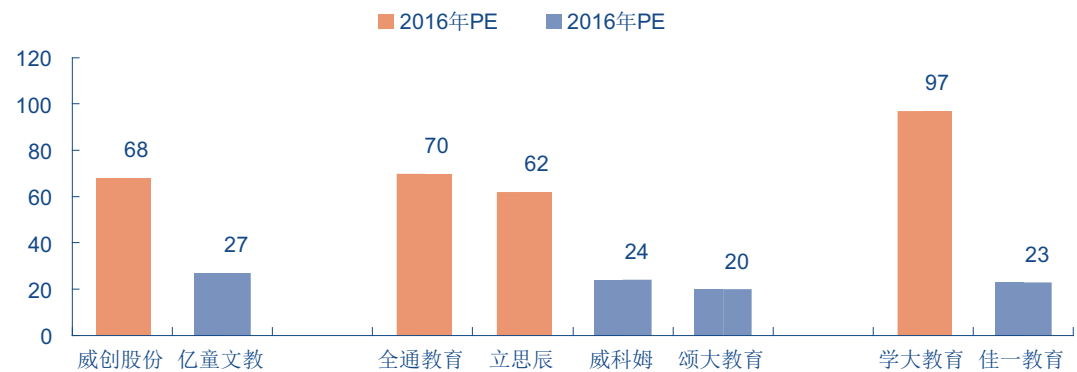


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 流动性和增长模式是主板和新三板教育行业估值差异的主因

新三板教育板块重点公司 2016 年 PE 为 22X，较主板重点公司 2016 年 61X 折价约 64%。我们认为主要原因有二：（1）市场流动性的供给和需求；（2）公司的增长模式和战略布局：由于主板具备较高的市场流动性，所以与大多数新三板挂牌公司专注于内生增长不同，主板上市公司增长模式大部分以“内生+外延”为主。

图 39：幼教、教育信息化和 K12 课外辅导行业中，主板和新三板重点公司的估值差异

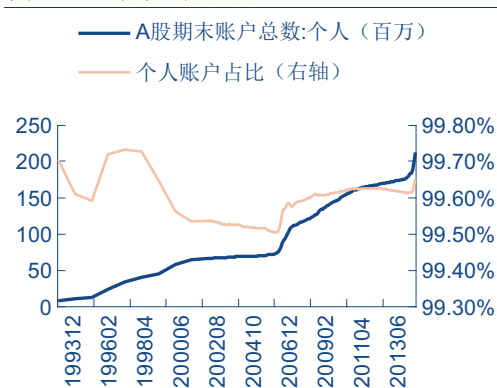


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 5 月 9 日，深色为新三板公司

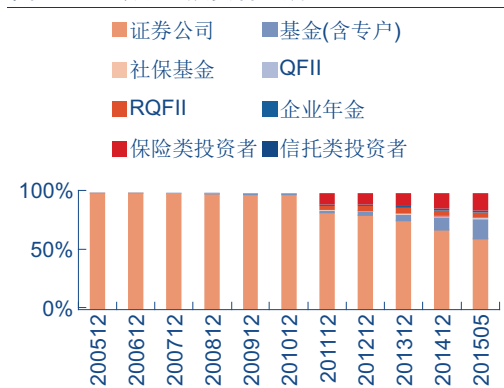
**原因之一：流动性供给和需求是主板市场估值高于新三板市场的关键因素。**我们认为，流动性是决定资本市场估值的关键要素之一。(1) 在流动性供给方面，我们认为主板作为一个由 2.12 亿个人投资者所形成的超高股权分散度的市场，是中国相较于其他市场、主板相较于新三板而言具有更高流动性溢价的重要因素；新三板目前主要是机构投资者市场，个人投资者门槛 500 万元，截至 2015 年年底，新三板投资者账户数为 22.13 万户，其中机构投资者 2.27 万户，个人投资者 19.86 万户。与主板市场目前的日均成交额约 5000 亿元相比，新三板市场目前日均成交金额仅约 6~8 亿元。(2) 在流动性需求方面，发行制度是造成主板和新三板市场公司数量差异巨大的重要因素，由于主板市场目前实行审批制，且注册制和战略新兴板暂缓推出，所以主板上市公司的数量受到行政审批的限制，而目前新三板挂牌实行注册制，所以仅 3 年时间，新三板挂牌公司数量便远超主板。2016 年 5 月 5 日，主板上市公司 2845 家，新三板挂牌公司 7032 家，待挂牌和申报中公司数量分别为 437 家和 1954 家。

图 40：A 股个人账户占比 (%)



资料来源：Wind, 中信证券研究部整理，截止时间：2016 年 5 月 5 日

图 41：A 股机构投资者构成 (%)



资料来源：Wind, 中信证券研究部整理，截止时间：2016 年 5 月 5 日

**原因之二：增长模式和战略布局差异。**以幼教行业两大龙头公司为例，主板的威创股份通过外延收购打造幼教行业生态体系，新三板的亿童文教通过内生增长深度布局幼儿园市场并努力开拓家庭市场。(1) 威创股份 (002308.SZ) 在战略性转型进入幼教行业后，旨在打造喜达屋式的多品牌幼教管控集团，同时逐步完善公司在幼教行业的生态体系布局。2015 年威创股份已经形成了线上以家园共育平台贝聊(基金增资 25%股权)和自媒体育儿平台“程博士育儿”等为主的线上流量平台，以及线下以幼儿园品牌运营主体红缨教育(5.20 亿元现金收购 100%股权)和金色摇篮(8.57 亿元现金收购 100%股权)为主的线下运营平台。公司利用线上品牌的互联网扩散效应聚集用户形成的流量平台进行导流，而线下品牌运营主体则通过实际园所运营实现公司利润，从而构成线上线下一体化的幼教生态体系。2015 年幼儿园业务并表收入 1.89 亿元，2016 年 5 月 5 日市值约 136 亿元。(2) 亿童文教(430223.OC) 作为国内领先的幼儿教育整体方案提供商，一方面，亿童文教“以培训促进销售”的独特商业模式，通过全国 400 多家经销商，向全国约 4 万所幼儿园提供幼儿教育整体解决方案；另一方面，亿童研发推出了古立古豆系列家庭教育产品，并携手美国知名的儿童教育产品公司 Highlights 全面开拓国内家庭幼教市场。公司 2015 年收入 4.07 亿元和净利润 9498 万元，2016 年 5 月 5 日市值约 34 亿元。

图 42：威创股份的幼教生态布局



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

新三板教育行业估值与一级市场接近，已经接近估值底部。如前所述，新三板教育行业重点公司平均估值约 22X；目前已公告的案例中，主板上市公司收购一级市场教育标的资产 2016 年对赌业绩的平均 PE 约 14X，且根据我们调研情况，目前一级市场教育标的资产与主板公司谈判的估值对价对应 2016 年约 18~22X。新三板挂牌公司在挂牌过程中，需要进行 2-3 个月的股份改制、1 个月尽职调查并制作备案材料、1 个月券商内核和补充调查、2 个月股转中心备案审查、中国证券登记公司北京分公司的股份登记和公司挂牌办理、且挂牌后还需要进行持续的信息披露。从信息披露、财务规范度、市场流动性等角度来看，新三板公司应该较一级市场有一定的估值溢价。目前，我们覆盖的重点教育公司的平均估值水平已与一级市场较为接近，我们认为，新三板教育行业的估值已经接近底部。

## 职业教育行业：前景广阔，腾飞在即

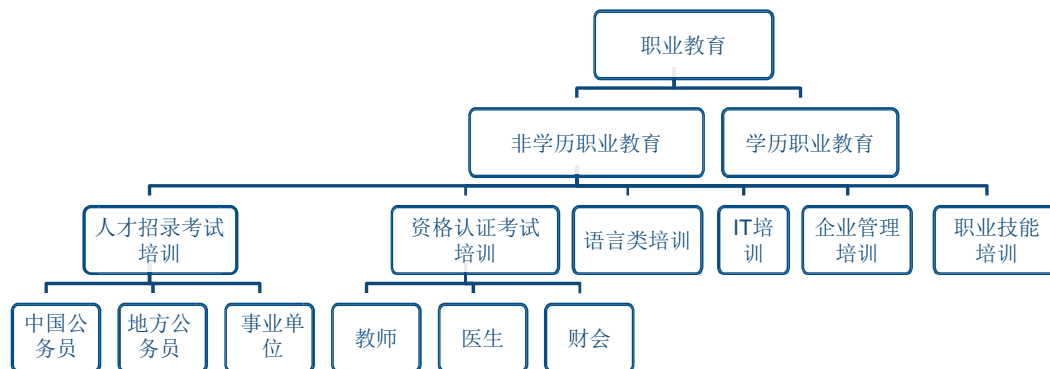
### 职业教育拥有海量市场空间，非学历职业教育拥有众多细分领域

职业教育包括非学历职业教育与学历职业教育两个大类，人才招聘培训和资格认证考试培训是非学历职业教育的两大细分领域。职业教育是指让受教育者获得某种职业或生产劳动所需要的文化知识、基本理论、专门技能和职业道德的教育，按照教育目的可划分为学历职业教育和非学历职业教育：(1) 学历职业教育指各类职业高中、中专、技校等职业学校教育，根据统计局数据，目前我国中、高等职业教育在校生分别为 2250 和 1390 万人，教育规模全球第一；(2) 非学历职业教育包括人才招聘培训、资格认证考试培训、语言类培训、IT 培训、企业管理培训等；其中公务员考试是人才招聘培训市场的重要细分领域。

职业教育行业拥有海量的市场空间。根据搜狐教育、腾讯教育等机构的数据，2015 年职业教育市场规模约为 5676 亿元，其中学历和非学历的市场规模分别约 3700 和 2000 亿元，我们预计到 2017 年，职业教育总市场规模或将达到约 7500 亿元，其中，职业学历教育市场规模将达 2225 亿元（中等职教 1000 亿元，高等职教 1225 亿元），职业非学历教育市场规模将达 5281 亿元。

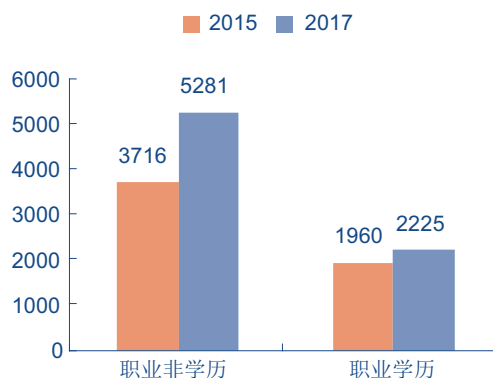
职业教育拥有众多的细分子行业，各个细分行业的竞争格局极度分散。职业教育约 5700 亿元的市场空间中，华图教育作为职教领域的龙头公司，业务以公务员、事业单位和教师考试培训为主，预计 2015 年收入约 13.5 亿元，市占率不足 1%。职业教育各个细分领域的竞争格局也极度分散：(1) 在人才招聘和资格认证考试培训领域，华图教育和中公教育是两大龙头公司；(2) 在企业管理培训领域，2015 年的市场空间约 1800 亿元，行业内知名的公司包括盛景网联、行动教育和和君商学，三家挂牌公司的合计市占率不足该细分领域的 1%。

图 43：职业教育的分类



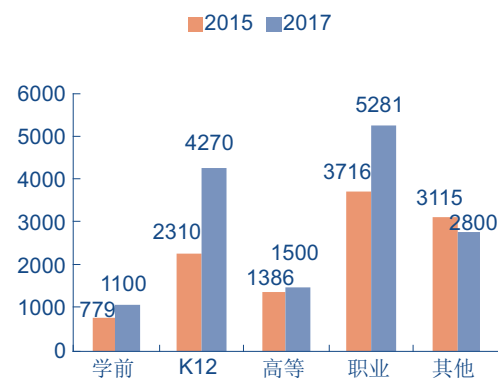
资料来源：中信证券研究部整理

图 44：2015 年和 2017 年非学历职业教育和学历职业教育市场比较（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育、搜狐教育等，中信证券研究部整理和测算

图 45：2015 年和 2017 年教育培训市场空间各个细分领域的市场空间（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育、搜狐教育等，中信证券研究部整理和测算

## 华图和中公是人才招聘和资格认证培训市场的两大龙头公司

人才招聘培训和资格认证培训行业市场空间约 150 亿元：公务员市场稳步增长，教师和医疗市场有望快速增长。由于复杂的就业形势，许多高校毕业生和其他高学历人才就业或寻求工作岗位调整时将更多地把目光放在工作条件相对优越的国家行政和事业编制内的岗位、教师岗位和医生岗位，参加各类人才招聘考试，继而为人才招聘培训提供充足的生源。根据产业链研究信息，我们认为人才招聘培训和资格认证培训行业的市场空间约 150 亿元：

(1) 公务员和事业单位：2016 年国考报名 200 万人，而省考年均报名人数也约 400 万人，以公考 5% 笔试参培率和 30% 面试参培率，笔试人均 2000 元培训费用和面试人均 4000 元培训费用测算，当前我国公务员市场规模约 15 亿元。(2) 教师、医疗与金融每年报考人数分别为 500 万、200 万与 300 万，按照当前各自笔试与面试阶段的参培率以及相应的培训费用测算得出每年市场规模分别为 18.5 亿、13.8 亿与 7.6 亿元。

表 7：当前人才招录及资格认证类考试市场空间测算

考试类别/项目	当前人员 (万人)	报名人数 (万人)	审核通过人数 (万人)	招录人数 (万人)	笔试参培率	笔试人均培训费用	报名面试人数	面试参培率	面试人均培训费用	当前市场规模
国考公务员	300	200	140	2.8	5%	2000 元	14 万人	30%	4000	3.1 亿元
省考公务员	410	700	560	11	5%	2000 元	52 万人	30%	4000	11.8 亿元
事业单位	3300	800	600	50	7%	1500 元	200 万人	30%	3000	24.3 亿元
教师	1800	500	400	40	8%	2500 元	150 万人	20%	3500	18.5 亿元
医疗	300	200	180	12	10%	3500 元	60 万人	25%	5000	13.8 亿元
金融	800	300	250	20	8%	1800 元	100 万人	10%	4000	7.6 亿元
其它										~70
合计	6910	2700		136						~150 亿元

资料来源：新浪教育，中信证券研究部整理和测算

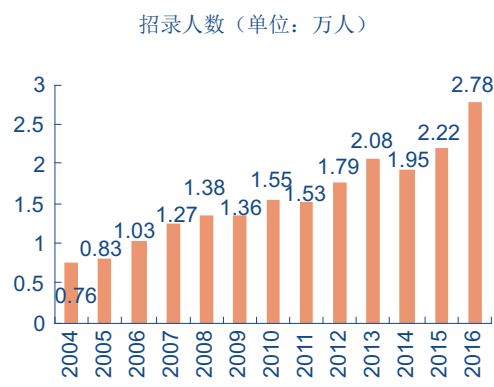
表 8：乐观假设条件下人才招录及资格认证类考试未来空间预期

考试类别/项目	当前人员	报名人数	审核通过人数	招录人数	笔试参培率	笔试人均培训费用	报名面试人数	面试参培率	面试人均培训费用	预期市场规模
国考公务员	300	200	140 万人	3 万人	10%	2500 元	15 万人	40%	5000	6.5 亿元
省考公务员	410	700	560 万人	12 万人	10%	2500 元	60 万人	40%	5000	26 亿元
事业单位	3300	800	600 万人	50 万人	10%	2000 元	200 万人	35%	3500	36.5 亿元
教师	1800	500	400 万人	40 万人	12%	2500 元	150 万人	25%	3500	28 亿元
医疗	300	200	180 万人	12 万人	15%	3500 元	60 万人	30%	5000	18.5 亿元
金融	800	300	250 万人	20 万人	9%	2000 元	100 万人	15%	4000	10.5 亿元
其它										~74
合计	6910	2700		137 万人						~200 亿元

资料来源：新浪教育，中信证券研究部整理和测算

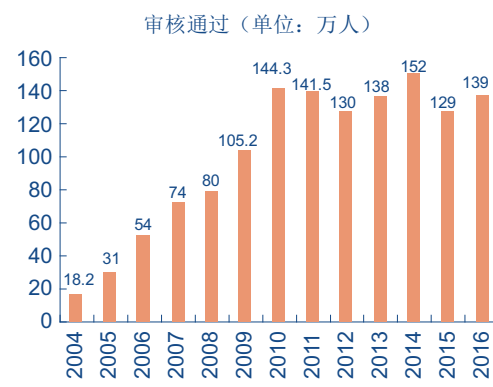
**公务员招录考试：2016 年国考招录人数同比增加 25%。**随着招考职位的增加，近年来公务员报考审核通过人数维持在 140-150 万附近，2014 和 2015 年审核通过人数为 152 万人和 141 万人；2016 年国考报名近 200 万人，审核通过人数预计与 2015 年持平。2016 年国考共招录 27817 人，招录人数同比增加 25%；其中，中央和省级共招 2435 人，约占 8.7%；市、县共招录 25382 人，约占 91%，为本次招录主体。因招录人数上升明显，2016 年国考竞争比创 5 年最低，约为 47:1，公务员报考逐步回归理性。

图 46：国家公务员招录人数



资料来源：国家公务员网、中信证券研究部整理

图 47：国家公务员审核通过人数



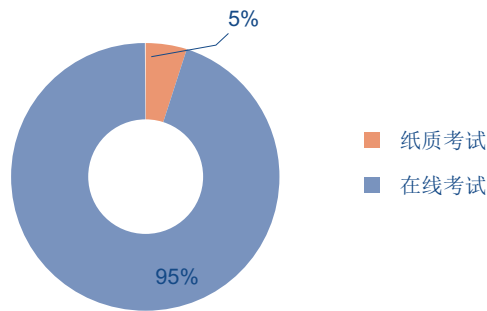
资料来源：国家公务员网、中信证券研究部整理

## 职业资格和水平认证考试的机考浪潮风起云涌

“纸考+网上评卷”仍是主流，“机考+在线测评”市场空间亟待开拓。由于人口基数和历史渊源等因素的影响，中国考试市场规模已成世界之最。中国每年有超过 1.37 亿科次考试，预计考试数量将继续保持平稳增长。两大因素成为考量的增长驱动力：（1）考试作为刚性需求，尤其是学历教育领域的考试，其数量历年保持稳定状态；（2）新兴行业壮大和专业分工细化，催生出相关资格认证和职业能力考试，驱动考试市场增长。我们认为，考试服

务市场可以分为“纸考+网上评卷”和“机考+在线测评”两大市场。在考试市场结构中，“纸考+网上评卷”仍是主流，占整个考试市场规模的 95%，主要运用于学历教育领域。“机考+在线测评”仅占 5%，主要运用于非学历教育中的职业教育和语言教育领域，拥有广阔的市场空间。未来，“纸考+网上评卷”的智能化趋势和“机考+在线测评”或将会成为在线考试市场快速增长的驱动力。

图 48：在线考试规模占比（单位：%）



资料来源：ATA 公开路演 PPT，中信证券研究部整理

**纸笔考试智能化和“机考+在线测评”已成趋势，职业资格认证考试的机考趋势初见端倪。** 计算机网络及信息技术的发展，使得在线考试系统应运而生。“机考+在线测评”相较于传统的“纸考+网上评卷”而言，突破时空局限，具有相对优势。在国外，在线考试已相对成熟。国际化考试 TOEFL、GRE、GMAT、BEC 商务英语等已实现考试在线化。在国内，就目前考试市场的主办方而言，不论是政府机构、各行业协会，抑或是各大企业，都逐渐将目光聚焦于在线考试。注册会计师考试、银行业从业资格考试、期货业从业资格考试、基金从业资格考试、全国税务师职业资格考试、证券业从业资格考试等职业认证和许多企业招聘都实现了考试在线化。甚至学历教育领域也开始运用在线考试。清华、北语自主招生考试在 2015 年全面实现智能化机考，成为学历教育考试智能化的先行者。

**“机考+在线测评”行业存在自然垄断现象，ATA 市占率高度领先。** 该行业成本主要集中于技术研发和考点布局，企业市场份额扩张会产生规模效应，存在自然垄断现象。作为在线考试市场的开拓者和领跑者，ATA 是注册会计师考试、银行业从业资格考试、期货业从业资格考试、基金从业资格考试、全国税务师职业资格考试、证券业从业资格考试的机考服务提供商。在第三方机考服务市场中，按考量计算，ATA 拥有极高的市场占有率，市场占有率第一，处于绝对的领先地位。全美在线承接 ATA 体系现有的考试测评业务，其业务覆盖考试测评运营全流程，客户包括政府部门、专业行业协会、国有大型机构等。

表 9：2015 年全美在线考试测评服务业务收费情况估算表

考试名称	考试人数	报名费用	ATA 考务收费	分成比例 (%)	收入贡献 (万元)
注册会计师考试	约 80 万人次	78 元/人次	42 元/人次	54%	3360
银行业从业资格考试	约 150 万人次	80 元/人次	42 元/人次	53%	6300
期货业从业资格考试	约 20 万人次	65 元/人次	42 元/人次	65%	840
基金从业资格考试	约 120 万人次	65 元/人次	42 元/人次	65%	5040
全国税务师职业资格考试	约 80 万人次	98 元/人次	48 元/人次	49%	3840
证券业从业资格考试	约 180 万人次	61 元/人次	42 元/人次	69%	7560

资料来源：各大协会官网，政府相关招标网站公告，中信证券研究部整理

注：各考试的报名费用存在地区差异，表中所列为 2015 年平均数

## B 端教育信息化行业：国家意志，融合创新

### 需求：政策红利和互联网浪潮驱动教育信息化领域拥有海量市场空间

习近平总书记高度重视教育信息化的建设。2015 年 5 月 23 日，习近平总书记在《致国际教育信息化大会的贺信》中提出：“中国坚持不懈推进教育信息化，努力以信息化为手段扩大优质教育资源覆盖面。我们将通过教育信息化，逐步缩小区域、城乡数字差距，大力促进教育公平，让亿万孩子同在蓝天下共享优质教育、通过知识改变命运。”

教育信息化已上升为国家战略，从 2010 年至今，国家已制定和发布了多项促进教育信息化发展的重要政策。从 2012 年至今，每年的 2~3 月，教育部均制定当年的《教育信息化工作要点》，供各教育厅（教委）、部内各司局和各直属单位使用和执行。

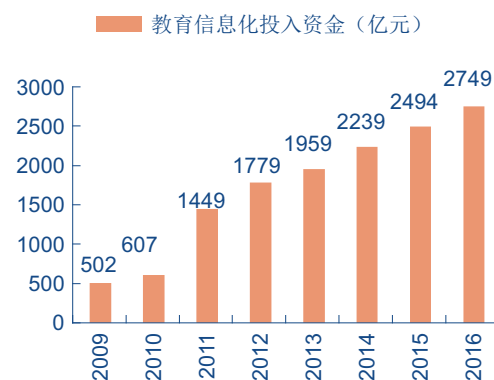
**B 端教育信息化财政预算逐年提升。**近 10 年以来，我国财政性教育经费支出占 GDP 的比重不断提高，从 2005 年的 2.82% 增长到 2014 年的 4.15%。教育部 2011 年发布的《教育信息化十年发展规划》（征求意见稿）提出，各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费；2012 年正式发布的《教育信息化十年发展规划》则提出要在教育投入中加大对教育信息化的倾斜，保障教育信息化发展需求。根据我们对市场的抽样调研，目前各级政府在 B 端教育信息化方面纷纷加大投入，按照 8% 的投入比例简单估算，2015 年国家财政性教育信息化投入规模约 2500 亿元，其中 K12 领域的信息化投入预计占比将超过 50%，约 1200 亿元。

图 49：中国财政性教育支出及占 GDP 比重



资料来源：中国统计年鉴，中信证券研究部整理

图 50：中国教育信息化投入估算



资料来源：中信证券研究部整理估算

**教育信息化公司的 2B2C 模式有望为 C 端市场打开广阔的成长空间。**根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要》的目标和规划，2020 年我国中小学、中等职业教育、高等教育的在校生目标分别为 2.12 亿人、3830 万人、3300 万人，我们按照未来每位在校生在体制内的年均内容、服务和终端的支出资金 1000 元、100 元和 100 元的保守数字来计算，教育信息化的 2B2C 模式下，潜在的 C 端市场空间预计约 2200 亿元。

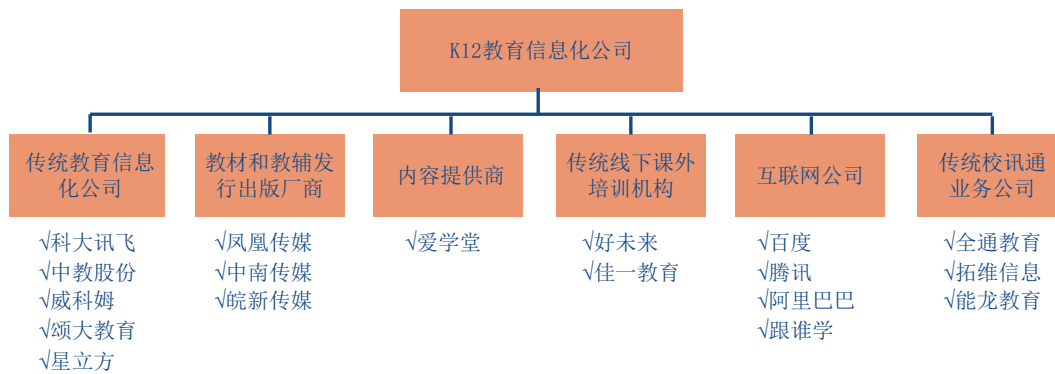
### 供给：市场参与者众多，竞争格局高度分散

**K12 教育信息化行业拥有众多的市场参与者。**地方壁垒、资源垄断、教育标准的差异使得 K12 教育信息化市场整体呈现高度分散的特点。根据产业调研情况，目前从事 K12 教育信息化业务的公司约有数百家的量级。目前针对教育信息化行业的主要参与公司包括（1）传统的教育信息化公司：科大讯飞、中教股份、威科姆、颂大教育、星立方等；（2）教材和教辅发行出版厂商：凤凰传媒和皖新传媒等；（3）内容提供商：包括北教传媒、爱学堂等；（4）部分传统的线下课外辅导培训机构：好未来（入股学科网）、佳一教育（通过课外辅导



领域所积累的数学教学内容提供资源服务)等；(5)互联网公司：腾讯(微信智慧校园)、阿里巴巴、百度等；(6)传统的校讯通业务公司：全通教育、拓维信息、能龙教育等。

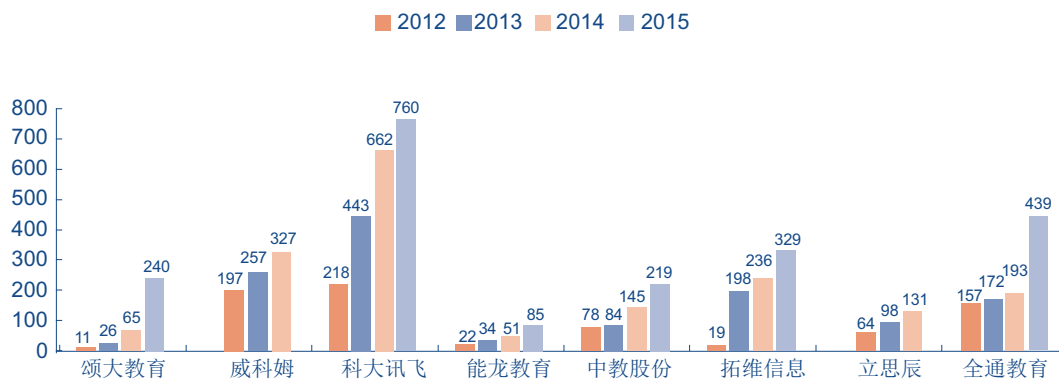
图 51：针对 B 端（学校）的教育信息化行业的主要参与公司



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

**K12 教育信息化市场的竞争格局高度分散。**目前 K12 教育信息化产业的上市/挂牌公司主要包括科大讯飞、拓维信息(收购海云天科技)、立思辰(收购康邦科技和敏特昭阳)、全通教育、中教股份、威科姆、颂大教育、能龙教育，8 家公司 2015 年营收共计约 29 亿元，在 B 端和 C 端合计约 3300 亿元的 K12 教育信息化市场中占比不足 1%。

图 52：K12 教育信息化行业主要上市/挂牌公司的收入情况（单位：百万元）



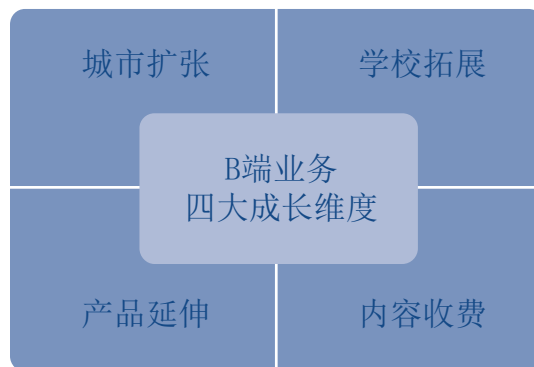
资料来源：Wind，相关公司公告，中信证券研究部整理 注：(1) 科大讯飞的数据取自两部分，包括行业应用产品/系统中的教育应用产品、学院教育教学；(2) 威科姆的数据取自教育信息化系统销售和终端销售、教育与服务；(3) 拓维信息的数据取自教育培训业务；(4) 立思辰数据取自教育产品及管理解决方案、康邦科技和敏特昭阳的相关财务数据

## 成长路径之一：城市扩张、学校拓展、产品延伸和内容收费助力 B 端业务全国跑马圈地

不同城市的教育信息化建设需求不一，我们判断教育信息化行业仍处于“供给创造需求”阶段，未来教育信息化需求会由统采统配模式转向单体学校的个性化整体解决方案需求，优质的全产品线 and 全服务线的教育信息化提供商较为稀缺。智慧校园的四个发展历程包括建设、应用、融合、创新四个阶段。目前部分一二线城市中小学的教育信息化项目需要大量的云服务体系、特定的资源体系、班班通/人人通/平安通等服务；而众多三四线城市的中小学教育信息化项目仍处于云平台 and 终端的“建设”期，部分中小学信息化建设程度较低且对“如何布局教育信息化以提高教学质量”研究较少。因此，众多三四线城市的 K12 教育信息化建设仍处于“供给创造需求”的阶段，需要拥有全产品线的教育信息化解决方案提供商提供一揽子服务。所以，科大讯飞、威科姆、颂大教育等能够满足全国范围内不同学校信息化建设的全产品线布局的教育信息化解决方案提供商较为稀缺，具备较强的全国性布局实力。

城市扩张、学校拓展、产品延伸和升级、内容收费四大 B 端业务的成长维度助力全产品线和服务线的教育信息化公司在全国跑马圈地。K12 教育信息化的 B 端市场拥有约 1200 亿元的市场规模，不同从业公司凭借深厚的技术储备、教育行业理解和积淀、资本市场的融资优势在全国范围内不断扩张。我们认为相关公司的成长维度可以概括为：（1）不同城市的不断扩张、（2）同一城市内不同学校的不断拓展、（3）同一城市/学校的不同产品线不断延伸和同一城市/学校的相同产品线的升级改造、（4）班班通等业务的内容收费。

图 53：教育信息化公司 B 端业务的四大成长维度“城市扩张、学校拓展、产品延伸和升级、内容收费”

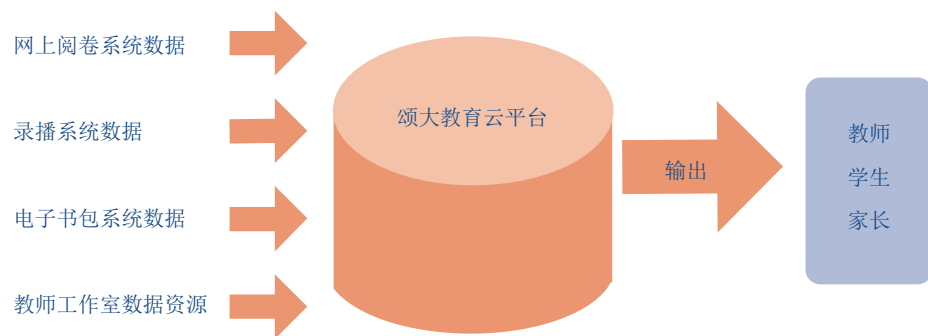


资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

### 成长路径之二：B 端业务卡位“体制入口”料将为 C 端业务打开广阔的成长空间

教育信息化从业公司目前均积极卡位 B 端市场，希望通过 2B2C 的模式，在未来的 C 端市场中获得更广阔的成长空间。以威科姆为例，公司的“云+端+资源+应用服务”四位一体的产品以区域教育顶层规划设计为核心，既能将终端产品与云平台进行融合，打通课前、课中、课后的全过程，把信息化落地到每一个班级和每一名师生，对学生学习情况进行大数据分析；又能实现城乡、校际、校内的同步，满足教育系统互联互通的需求。我们认为针对中小学 C 端用户（教师、学生和家長）的服务市场拥有海量的市场空间，按照目前 1.8 亿名学生和 3.6 亿名家長的市场空间来计算，如果每名學生/家長月付费 8 元，潜在的 C 端服务市场空间高达 540 亿元。

图 54：颂大教育目前在 B 端积极布局，未来料将在 C 端获得更高的成长空间



资料来源：颂大教育路演 PPT，中信证券研究部

## 技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心

技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心。K12 教育信息化公司的成长路径为 2B 模式的 B 端业务和 2B2C 模式的 C 端业务，我们认为技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心。

(1) 技术：教育信息化行业仍处于“供给创造需求”阶段，未来教育信息化需求会由统采统配模式转向单体学校的个性化整体解决方案需求，优质的全产品线 and 全服务线的教育信息化提供商较为稀缺。

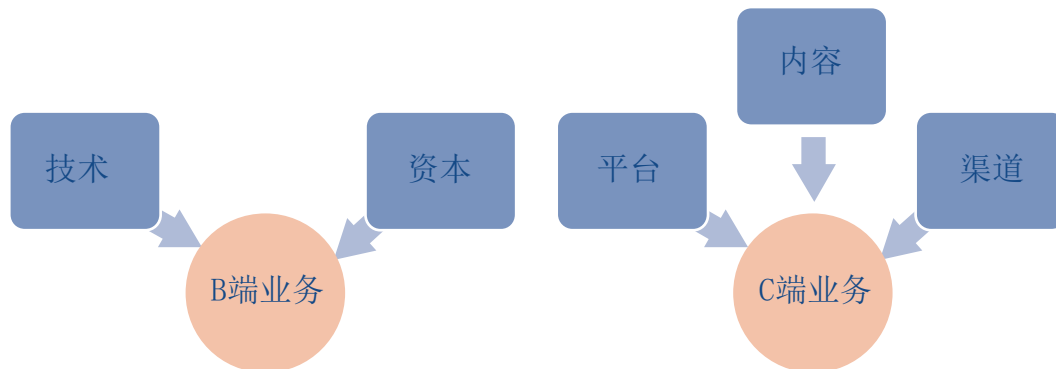
(2) 资本：虽然教育信息化投入属于刚性的政府财政支出项目，但是目前部分省市的财政收入压力较大，所以教育信息化业务的拓展需要从业公司具备较强的资金实力。

(3) 平台：在国家“三通两平台”建设的大背景下，教育平台能够实现教育资源的汇聚、共享、建设与应用，省级、市级和校级云平台的搭建将是 C 端内容业务能否收费的关键。

(4) 内容（资源）：由于中国地域广阔，不同地区的中小学教材均有所不同。因此，资源（内容）将是教师在课前、课中和课后是否深度使用班班通授课系统和人人通网络空间的关键，也将是学生在课前预习和课后学习使用人人通网络空间的核心。

(5) 渠道：C 端业务的推广需要强大的地推团队，由于学校不能强制要求家长和学生使用付费的产品和服务，所以各个省市的地推团队将需要进校来进行相应的产品推广。

图 55：技术和资本是 B 端业务的关键，平台、内容和渠道是 C 端的核心



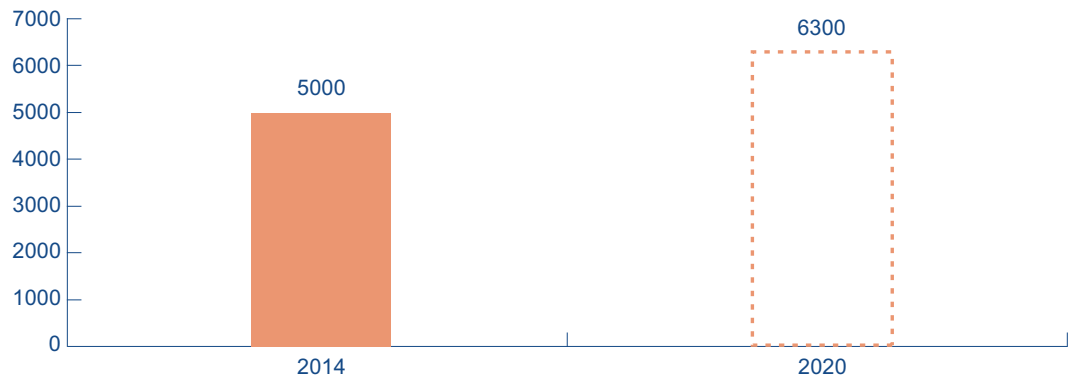
资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

## K12 课外培训行业：海量空间，举足轻重

### 需求：义务教育阶段至关重要，千亿市场规模快速增长

**K12 课外培训市场拥有海量空间。**由于需求方基数巨大且付费方购买意愿增强，K12 课外培训市场在过去几年中持续增长，目前已拥有海量空间。2014 年每个中小学生学习一年培训费用平均约为 3000 元，在校中小学生总计 1.63 亿人，据此估算，2014 年 K12 课外辅导市场规模约为 5000 亿元。到 2020 年，在校中小学生总数预计将达到 2.12 亿人，假设每个中小学生学习一年培训费用约 3000 元，那么预计 K12 课外辅导市场规模将达到 6300 亿元。

图 56：K12 课外培训市场空间预测（亿元）

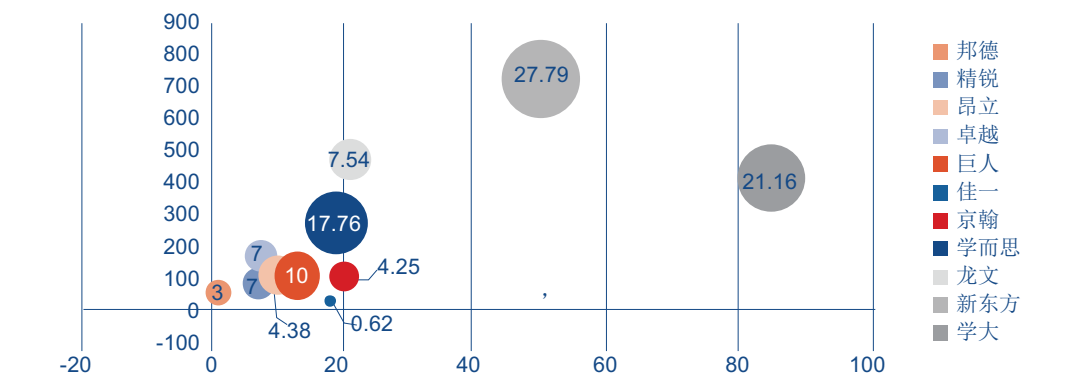


资料来源：中信证券研究部测算

### 供给：竞争格局高度分散，地域分布不均

**K12 课外培训市场的竞争格局高度分散，行业巨头占比仅为 2%。**由于不同省市选拔性考试的命题、教材、师资差异显著，标准化扩张难度极高，但进入门槛却相对较低，且预付模式下现金流良好，所以培训机构极其分散。新东方（K12 业务）、好未来、学大三大巨头在 2014 财年收入分别约 27.79、26.68 和 21.16 亿元，加总约 76 亿元，前三大巨头的市场份额占比仅约 1.5%。以前十大培训公司为样本，2014 财年的收入分别为巨人 10 亿元、龙文 7.54 亿元、精锐 7 亿元、卓越 7 亿元、昂立 4.38 亿元、京翰 4.25 亿元、邦德 3 亿元，前十大公司营收加总约 120 亿元，市场占比仅为 2%。

图 57：主要 K12 课外培训机构气泡分析（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

注：横轴为各公司 2014 年网点数量，纵轴为各公司 2014 年覆盖城市数量，气泡大小为各公司 2014 年 K12 领域收入规模，标注为各公司 2014 年 K12 领域营业收入

**K12 教育机构分层明显，个体规模百万以下的机构占据行业半壁江山。**根据营收规模和分布情况，全国 K12 教育机构具体分类：**(1) 巨无霸**，营业收入超过 5 亿元，全国性品牌，引领中国 K12 课外辅导领域发展方向，比如新东方、好未来、学大教育；**(2) 诸侯国**，营业收入在 1-5 亿元，省会级城市龙头企业，80% 以上业务来自某一核心城市，比如昂立教育、邦德教育；**(3) 地头虎**，营业收入在亿元以下千万以上，省会级以下二三级城市，业务以某一区域为主，比如新思维、佳一教育、优优数学；**(4) 大地主**，营业收入在百万级机构，成长于一二线城市，或省会以下三四线城市领头羊，或者在某一学科、某个区域或某项业务有一定竞争力，比如武大广博、闻达英语、同济数学；**(5) 蚂蚁雄兵**，营业收入在百万以下小机构，数量庞大，规模很小，没有特色化产品，但是遍布各个阶层城市，总量占据 K12 课外辅导领域半壁江山。

表 10: K12 教育领域公司分类

分类	营业收入	分布	典型案例
巨无霸	5 亿元以上	一线城市龙头企业，有全国布局	新东方、好未来、学大教育
诸侯国	1-5 亿元	省会级城市龙头企业	昂立教育、邦德教育
地头虎	亿元以下千万元以上	省会级以下二三线城市	新思维、佳一教育、优优数学
大地主	千万以下百万元以上	成长于省会级及一二线城市/三四线城市领头羊	武大广博、闻达英语、同济数学
蚂蚁雄兵	不足百万元	全国各地，各个阶层城市	

资料来源：芥末堆，中信证券研究部整理

## 四大成长维度：地域、学科、年级、授课模式

**K12 课外培训企业四大成长维度：地域、学科、年级延伸、授课模式。**K12 课外培训市场主要可以从地域、学科、年级、授课模式四大维度分为众多细分领域，通常教育机构以某一细分领域为起点，打造核心优势课程，比如新东方强于英语教学、好未来强于小学奥数、学大教育专注于一对一教学、昂立专注于沪上教育等。

**地域：提高教学点地面覆盖，整合客户资源。**地域维度的扩张是指在不同城市或在同一城市的不同区域设置新的教学点，教学点对 K12 课外培训机构抢夺生源、提高品牌知名度有重要意义。目前，知名 K12 教育机构都通过建立新的教学点实现多城市、多区域的教学覆盖。以新东方优能中学为例，新东方优能中学课程是新东方旗下针对 K12 初高中领域课程，以英语培训为主。近年来，新东方优能中学通过地域扩张全面布局 48 城市，学习中心数量达到 500 余所，培养学生百万人次。

**学科：增设不同学科体系课程，实现客户多品类消费。**K12 教育领域涵盖学科广泛，单就高中教育来说，包括语、数、外、理、化、生、史、地、政 9 大学科，就数学来说，包括课内和奥数两个体系，学科领域扩张指教育机构增加不同学科体系的课程。学科领域的扩张可以满足学生同时学习多种课程的需求，并能够大幅降低广告成本。以学而思培优为例，学而思培优是国内 K12 领域高端课程品牌，下设三大子品牌：学而思理科、东学堂语文、乐加乐英语，三大子品牌在学科领域各有侧重，实现 K12 领域多学科发展。

图 58：学而思培优多学科布局



资料来源：中信证券研究部整理

**年级延伸：全年课程覆盖，促进客户连续消费。**K12 教育领域涵盖 12 个年级，此外还包括幼小衔接、小升初、中考、初升高、高考等阶段，年级领域扩张指教育机构增加不同年级的课程。年级维度的扩张对实现单一客户源的连续消费、降低广告成本有重要意义。以佳一数学为例，佳一数学是国内中小学数学教育的领军品牌之一，目前课程涵盖小学、初中两个板块，具体包括幼小衔接、小学一到六年级、小升初、初中一到三年级、中考多个阶段。2015 年佳一数学战略投资上海创宏教育，将业务领域扩张到高中阶段，实现对 K12 全年级数学领域业务布局。

**授课模式：三大线下授课模式需求稳定，互联网崛起促进线上授课发展。**传统 K12 课外培训机构授课模式分为三类：**(1) 大班授课。**大班的学生人数在 40 人以上，由于该种模式存在教学效果欠佳等种种问题，仅新东方目前还有部分大班业务。**(2) 小班教学。**小班教学的人数规模通常在 10~40 人之间。目前，小班教学是主流模式，新东方、学而思、巨人、龙文、卓越、邦德、佳一等以小班教学为主。**(3) 一对 N 授课。**一对 N 授课注重精品化、个性化教学。班级学生人数通常控制在 5 人以下。一对 N 模式的教学效果最佳，随着高收入人群的增加，一对 N 模式也在逐渐发展，学大、京翰、精锐、昂立等以这种模式为主。**此外，互联网崛起，传统培训机构纷纷探索线上教育发展机会，线上授课成为更多 K12 课外培训机构的业务爆发点。**

表 11：主要 K12 培训机构主要授课形式

机构名称	线下授课形式	线上授课
新东方	大班、小班、一对一、一对多	新东方在线
学而思	小班、一对一、一对多	学而思网校
学大	一对一、一对多、小班	—
巨人	小班	巨人网校
精锐	一对一、一对三	—
龙文	小班	—
卓越	小班、一对一	—
昂立	一对一、一对三	—
京翰	一对一	—
邦德	小班	—
佳一	小班	佳一云数学

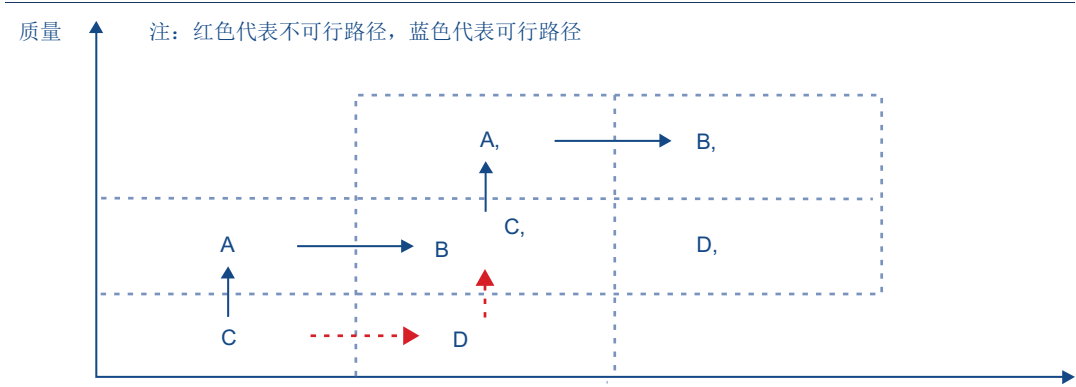
资料来源：中信证券研究部整理

### 内生增长品质重于规模，外延扩张打开广阔空间

**培训行业以人为本，品质控制与规模扩张为两大难题。**教育培训行业是知识密集型产业，高素质、高学历讲师是核心资源。根据教育部 2014 年数据，普通高中教师研究生以上学历占比 6.4%，本科学历占比 90.9%，初中教师研究生以上学历占比 1.6%，本科学历占比 76.3%。教师授课的个性化发展程度较高，行业标准难以统一，品质控制难度较大。单一城市的成功案例可复制程度较低，优秀从业人员再创业几率大，规模化增长之路障碍重重。

**内生增长的可行增长路径品质为先。**K12 课外培训机构在实现规模扩张之前必须经过长期品质积淀，设立新的教学中心仍需要一段时间的教师成长和口碑建立。因此 K12 课外培训机构内生增长较为缓慢，在短期内难以实现大规模增长。

图 59：规模增长路径图（C→A→B 为可行增长路径，C→D→B 为不可行增长路径）



资料来源：36 氪，中信证券研究部整理

**外延扩张快速打开市场空间。**K12 课外培训行业主要采用资金预付模式，因此培训机构现金流良好，但是资金投入内生增长往往相对回收期较长，不能实现资金的有效运用。外部并购可以发挥资本的巨大潜力，撬动行业内现有资源，实现行业内优质资源的迅速对接、渠道的快速整合，打开广阔市场空间。

## 母婴和幼教行业：方兴未艾，率先受益

### 母婴行业：率先受益于二胎政策，移动端、社交+电商和 O2O 三大趋势渐起

母婴产品和母婴服务市场拥有 2 万亿元市场空间，料将率先受益于新生儿数量的大幅增长。最新的全国人口普查统计数据显示，我国现有超过 7000 万 0-3 岁婴幼儿人口，占总人口比例约 5.5%。母婴市场是指以 0-3 岁的婴幼儿与儿童为需求主体，包括从怀孕、生产、养育、教育四个阶段所有需求的产品及服务。其中，围绕“衣、食、住、行、娱”的婴童服装、婴童食品、婴童日用品、婴童玩具和孕妇用品构成了母婴市场的产品主要部分；围绕“教”的母亲教育是母婴服务市场的主体。根据艾瑞咨询报告，2015 年中国母婴产品和母婴服务的市场规模分别约 1.92 万亿元和 800 亿元。

母婴网站是母婴服务市场的重要组成部分，三大商业模式逐步显现：**(1) 媒体社区及生活服务类：**以媒体和社区业务形态为基础，提供孕婴童知识资讯问答、互动交流平台，在此基础上，发展电商业务、早教业务、移动端 APP 等；**(2) 母婴电商类：**分为综合平台母婴业务和垂直母婴电商，其中垂直母婴电商又可分为平台型和自营型，商城型和特卖型；**(3) 独立移动应用类：**主要包含社区类、工具类移动应用产品，目的是为发展社区和电商引流。

图 60：母婴网站三大商业模式

	媒体社区及生活服务类	母婴电商类	独立移动应用类
代表企业	宝宝树 babytree 妈妈网 mama.cn PCbaby 丫丫网 摇篮网 育儿网 www.c123.com	贝贝 beibei.com 蜜芽 mia.com redbaby 红孩子 妈妈网 麦乐购 GOU.com	春雨育儿医生 研究生：备孕软件
产品形态	Web +App +早教产品 +其它	Web +App +实物商品	App
盈利模式	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 广告收入</li> <li>● 产品收入</li> <li>● 线下活动收入</li> <li>● 电商收入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 电商产品收入</li> <li>● 平台交易佣金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 广告收入</li> <li>● 电商收入</li> </ul>

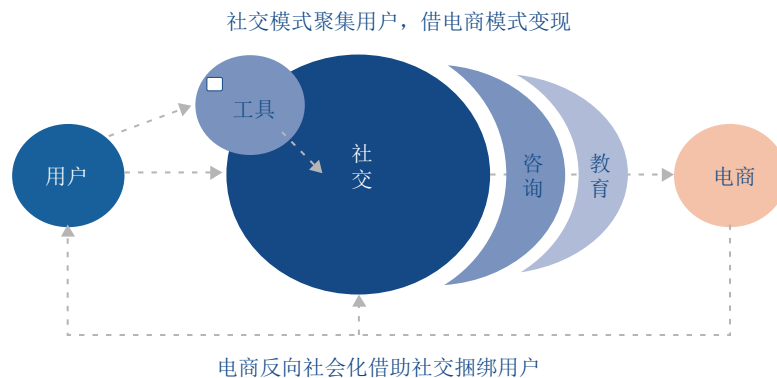
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

**垂直式母婴社交平台行业集中度高，妈妈网和宝宝树双巨头格局初现。**根据 CCID 统计，目前我国垂直式孕婴童媒体、社区平台市场集中度较高。2015 年上半年，中国各母婴网站中，妈妈网和宝宝树领先较多。目前母婴网站市场竞争格局已经分裂为两大阵营，宝宝树和妈妈网同属第一阵营，所占市场规模和份额较高，CR2 为 55%，而育儿网、丫丫网、摇篮网、辣妈帮等分列第二阵营，CR5 为 80%。其它众多小型站点份额较小，整体行业集中度相对较高。

**知识、社交、电商是母婴平台的三大机会点，移动端、社交+电商、O2O 三大趋势渐起。**对比顾客需求和母婴行业痛点，我们发现机会就孕育在两者的结合处。知识是基础、社交是

粘性、电商是变现渠道。我们预计，母婴市场未来将呈现三大发展趋势：（1）移动端成为未来母婴市场新入口；（2）“社交+电商”成为主流发展模式；（3）借力 O2O 场景化活动实现商业价值变现。

图 61：母婴平台的“社交+电商”模式

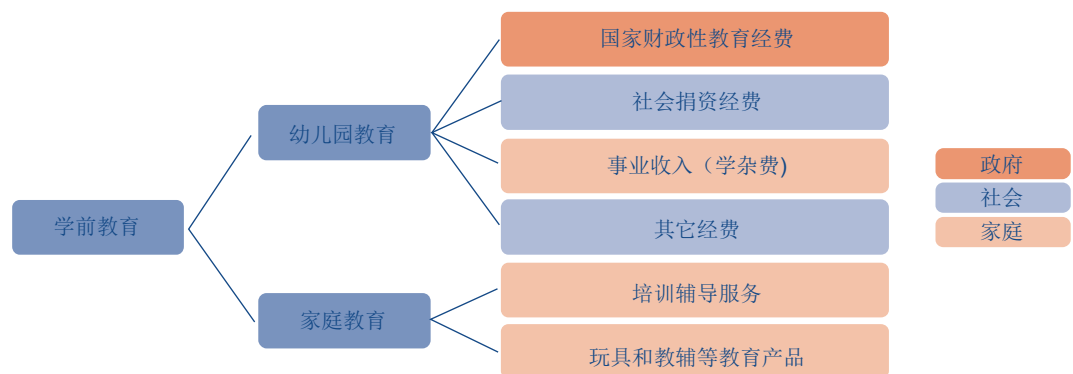


资料来源：易观智库，中信证券研究部

### 学前教育行业：幼儿园教育市场快速增长，家庭教育市场海量空间

**学前教育拥有海量市场空间。**我国学前教育的资金投入方可以分为政府、社会和家庭三类。（1）幼儿园教育的经费投入包括：国家财政性教育经费、社会捐资经费、事业收入（学杂费）和其它经费；（2）家庭教育的开支可以分为培训辅导服务和玩具等教育产品两类。根据我们下文的测算，**预计未来学前教育市场规模有望超过 9000 亿元，其中幼儿园教育和家庭教育分别约 4800 亿元和 4400 亿元。**

图 62：学前教育的资金来源

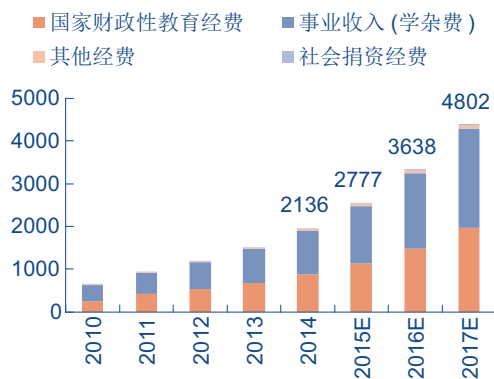


资料来源：中信证券研究部整理

**幼儿园教育市场规模保持快速增长。**幼儿园教育的经费来源包括国家财政性教育经费、社会捐资经费、事业收入（学杂费）和其它经费。我们根据 Wind 数据测算，2014 年幼儿园教育市场规模约 2136 亿元，其中国家财政性教育经费、事业收入（学杂费）、其它经费和社会捐资经费分别约 872、1033、40 和 11 亿元；我们预计 2017 年幼儿园教育的市场规模有望达到约 4800 亿元，2014~2017 年 CAGR 约 29%。

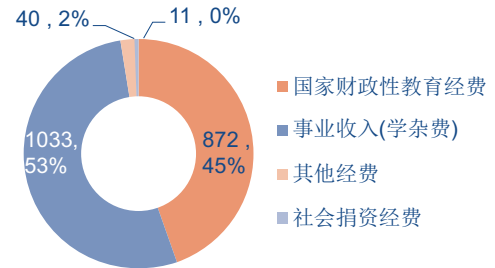


图 63：2010~2017 年中国幼儿园教育市场空间（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理和预测

图 64：2014 年中国幼儿园市场空间（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理测算

**家庭学前教育市场拥有海量空间。**家庭学前教育市场主要包括培训辅导服务和玩具等教育产品。我们预计中国 0-6 岁家庭学前教育市场整体规模约 4400 亿元，且随着二胎政策放开后我国 0~6 岁儿童数量的增加，家庭学前教育投入有望实现快速提升。（1）0-3 岁阶段家庭学前教育：全国 0-3 岁婴幼儿人数超过 7000 万人，按每个家庭年均消费 3000 元计算，全国市场整体规模约 2100 亿元。（2）3-6 岁阶段家庭学前教育：我国 3-6 岁幼儿人数约 4600 万人，按每个家庭年均消费 5000 元计算，全国市场整体规模约 2300 亿元。

## 风险因素

**行业风险：**（1）政府教育政策的变化对行业发展带来负面影响。（2）教育经费不足的风险。（3）市场竞争加剧的风险。

**公司风险：**（1）知识产权受到侵害的风险。（2）核心技术及人员流失的风险。（3）名校违约风险。（4）代理商选择及管理不当风险。

## 新三板教育行业评级分析和投资策略

### 行业趋势判断：看好教育行业的发展前景

**看好教育行业发展前景。**中国教育产业 2015 年市场规模约 6.8 万亿元，拥有海量的市场空间，其中政府经费、社会投资、城镇和农村家庭支出分别约 3.3、0.65、1.8 和 1.1 万亿元，我们预计 2017 年市场规模将达到 9 万亿元，3 年 CAGR 为 14.5%。教育行业拥有众多细分行业且竞争格局高度分散，所以教育行业龙头上市公司的发展战略均以“内生专注主业+外延兼并收购”为主。教育产业具备三大特点：（1）应试为纲，成长的不可逆性和极高的试错成本；（2）高口碑和高留存率；（3）非标准化和定价权。政策红利、上市破冰、资本助力、全面二胎有望助力教育产业稳健增长。

### 行业投资策略：推荐职业教育、教育信息化、K12、母婴、学前教育五大细分行业

**投资建议。**我们看好教育行业的发展前景，结合各个行业的成长性和相关公司的竞争地位，建议关注职业教育、教育信息化、K12 课外培训、学前教育和母婴五大细分行业：

(1) 职业教育：推荐华图教育和全美在线；

(2) 教育信息化：K12 教育信息化行业中，推荐威科姆、颂大教育和中教股份，建议关注星立方；高校教育信息化行业中推荐新道科技和金智教育；

(3) K12 教育：推荐北教传媒、佳一教育；

(4) 学前教育：推荐亿童文教，建议关注嘉达早教；

(5) 母婴：推荐妈妈网。

表 12：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
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	
亿童文教	430223.OC	33.0	33.01	0.95	1.23	1.64	2.15	35	27	20	15	买入
北教传媒	831299.OC	10.0	15.00	0.42	0.62	0.80	1.09	36	24	19	14	买入
华图教育	830858.OC	87.9	67.42	1.63	2.23	2.91	3.47	41	30	23	19	买入
全美在线	835079.OC	12.6	22.55	1.44	2.21	3.37	4.78	16	10	7	5	买入
颂大教育	430244.OC	9.9	21.50	0.70	1.16	1.86	2.46	31	19	12	9	买入
威科姆	831601.OC	13.0	7.00	0.22	0.33	0.45	0.68	32	21	16	10	买入
中教股份	430176.OC	11.5	19.00	0.68	0.86	1.07	1.38	28	22	18	14	
平均								31	22	16	12	

资料来源：Wind、中信证券研究部 注：(1) 股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价；(2) 亿童文教、华图教育、北教传媒、全美在线、颂大教育和威科姆的盈利预测为中信证券研究部预测；(3) 中教股份、新道科技的盈利预测采用 Wind 市场一致预期；(4) 华图教育估值使用电广传媒入股的市值和股价；(5) 全美在线股价使用定增价

## 行业估值分析：三板较主板折价 62%，是一级市场的 2.0 倍，新三板估值已经接近底部具备较高安全边际，建议投资者积极关注

**样本概述。**A 股重点关注教育行业公司定义为“教育业务收入大于 50%或者明确把教育行业作为主业的上市公司”，包括全通教育、银润投资、拓维信息、新南洋、立思辰、秀强股份、保龄宝、中国高科、科大讯飞、威创股份。

**估值比较。**截至 2016 年 5 月 13 日，新三板教育行业公司 2015PE 为 41X；A 股重点关注教育行业公司的 2015/2016/2017 年 PE 为 86/58/45；美股和港股 PE (TTM) 为 26X。A 股上市公司收购或参股教育行业标的资产的 2014/2015/2016/2017 年平均 PE 为 11/13/10/9X（按照对赌业绩测算，以 2014 年至今的所有案例作为统计样本）。

**估值分析：新三板估值已经接近底部具备较高安全边际。**截至 2016 年 4 月 6 日，教育行业 A 股重点公司 2016 年 PE、新三板重点公司 2016 年 PE、海外(美股和港股)PE(TTM)、一级市场 2016 年 PE（根据 2016 年已披露案例中，主板收购标的资产 2016 年对赌业绩测算）分别为 58X、22X、26X 和 11X。三板估值水平较 A 股折价 62%，与海外市场估值基本一致，是一级市场的 2.0 倍。且根据我们的调研情况，目前一级市场教育标的资产与主板公司谈判的估值对价对应 2016 年约 18~22X；从信息披露、财务规范度、市场流动性等角度来看，新三板较一级市场应该有一定溢价，所以我们认为新三板教育行业重点公司的估值已经接近底部，具备较高的安全边际。

表 13：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	2015	2014	2015	2014	2015	
学前教育	母婴教育	盛成网络	834093.OC	9.0	36.41	102.96	151.19	10.61	12.33	85	73	
		亿童文教	430223.OC	33.0	33.01	313.24	407.27	86.70	94.98	38	35	
		嘉达早教	430518.OC	6.3	9.22	314.56	229.55	35.23	33.76	18	19	
	学前教育	仙剑文化	831643.OC	3.3	8.50	36.77	40.49	4.38	2.92	75	112	
		书网教育	831217.OC	N/A	N/A	13.75	15.12	1.68	-2.06	N/A	N/A	
		爱乐祺	831797.OC	1.0	3.75	12.31	25.03	0.31	7.38	320	13	
		朗朗教育	834729.OC	3.3	10.60	22.41	80.36	1.23	6.89	266	47	
		凯米教育	835085.OC	0.7	12.00	2.09	1.65	0.22	-1.50	N/A	N/A	
		领航传媒	833242.OC	6.1	10.00	131.55	105.76	7.89	2.46	N/A	N/A	
		艾的教育	835614.OC	N/A	N/A	3.27	21.31	-1.84	0.46	N/A	N/A	
		朗铭科技	430107.OC	47.9	70.00	13.02	16.29	0.11	-24.29	N/A	N/A	
		彩珀科教	836515.OC	N/A	N/A	102.38	157.67	4.54	10.37	N/A	N/A	
		芝兰玉树	835785.OC	14.6	28.00	9.09	25.03	-16.07	-14.04	N/A	N/A	
教育信息化	中教股份	430176.OC	11.5	19.00	145.44	155.40	50.13	40.79	23	28		
	威科姆	831601.OC	13.0	7.00	318.20	401.51	1.30	40.90	1003	32		
	颂大教育	430244.OC	9.9	21.50	65.33	253.45	16.48	31.93	60	31		
	金硕信息	430297.OC	1.5	3.60	46.35	47.09	5.52	6.15	28	25		
	星立方	430375.OC	3.5	6.50	30.32	52.72	4.02	18.15	86	19		
	开维教育	834593.OC	1.7	7.60	7.67	28.76	3.19	11.16	N/A	15		
	朗悦科技	831322.OC	2.9	30.90	20.09	37.42	0.42	5.35	706	55		
	三好教育	834912.OC	N/A	N/A	66.08	53.68	4.46	5.01	N/A	N/A		
	黄金屋	836306.OC	N/A	N/A	129.49	138.37	24.32	26.36	N/A	N/A		
	尚睿通	835971.OC	N/A	N/A	92.29	199.10	12.64	38.98	N/A	N/A		
	锐达科技	836453.OC	N/A	N/A	89.49	66.16	2.56	2.89	N/A	N/A		
	顺治科技	833060.OC	0.2	1.30	16.78	22.06	1.91	2.14	8	7		
	K12 教育	在线教育	分豆教育	831850.OC	20.1	16.08	28.98	106.54	7.35	62.85	273	32
			绿网天下	831084.OC	4.4	12.90	26.03	108.95	4.91	-7.94	90	N/A
			能龙教育	831529.OC	8.2	6.90	50.67	71.99	2.31	5.56	355	147
考拉超课			836601.OC	N/A	N/A	12.60	18.44	-14.49	-19.40	N/A	N/A	
智乐园			836632.OC	N/A	N/A	6.54	8.19	0.64	0.72	N/A	N/A	
华腾教育			834845.OC	6.7	26.80	31.72	49.90	5.34	11.61	126	58	
博冠科技			833108.OC	N/A	N/A	7.19	6.83	0.59	-0.72	N/A	N/A	
赢鼎教育			833173.OC	8.2	40.00	17.05	141.08	0.30	110.52	2745	7	
壹灵壹			835932.OC	N/A	N/A	17.94	27.25	-2.31	-13.93	N/A	N/A	
菁优教育			835922.OC	5.7	57.00	9.17	6.64	-1.57	-15.74	N/A	N/A	
必由学			831341.OC	0.1	1.00	5.84	19.72	-0.57	10.31	N/A	1	
教育出版			北教传媒	831299.OC	10.0	15.00	263.09	284.79	14.26	28.24	70	35
	安之文化	831632.OC	N/A	N/A	20.62	27.74	2.13	5.59	N/A	N/A		
	昊福文化	430702.OC	1.1	3.64	39.87	55.04	1.71	10.14	65	11		
	中教产业	833110.OC	N/A	N/A	49.81	59.37	1.26	2.11	N/A	N/A		
培训	易贝乐	T16002.OC	N/A	N/A	27.27	0.00	-15.86	0.00	N/A	N/A		
	倍乐股份	836427.OC	N/A	N/A	119.43	150.96	-29.89	-38.98	N/A	N/A		
	佳一教育	833142.OC	6.6	12.85	45.70	62.29	10.17	16.93	65	39		
其他	海伊教育	834782.OC	N/A	N/A	5.52	5.19	0.89	-2.61	N/A	N/A		
	ST 乐教	836667.OC	N/A	N/A	10.04	9.57	0.57	-13.29	N/A	N/A		
	福生佳信	831480.OC	1.0	7.15	33.55	34.70	6.29	3.19	16	31		
职业教育 (非学历)	资格考试培 训	远大股份	430511.OC	1.8	3.85	60.02	62.71	5.39	12.52	34	15	
		华图教育	830858.OC	31.8	24.39	1,155.43	1,358.85	106.28	212.98	30	15	
	企业管理培 训	环球优路	835981.OC	N/A	N/A	20.60	31.22	1.37	3.42	N/A	N/A	
		朗顿教育	831505.OC	4.0	19.60	45.92	0.00	21.48	0.00	19	N/A	
		盛景网联	833010.OC	51.4	28.36	223.44	339.14	73.70	125.81	70	41	
		行动教育	831891.OC	6.5	20.00	215.41	232.12	23.53	22.61	28	29	
		起航股份	833380.OC	3.7	6.20	119.49	100.19	13.11	-4.50	28	N/A	
和君商学	831930.OC	45.0	30.00	30.56	534.08	6.38	-11.95	705	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	2015	2014	2015	2014	2015	
职业教育	职教信息化	博商管理	836000.OC	N/A	N/A	54.78	71.82	1.34	-8.25	N/A	N/A	
		行动者	833312.OC	N/A	N/A	4.34	7.86	0.15	0.56	N/A	N/A	
		全美在线	835079.OC	12.6	22.55	152.44	328.33	26.77	80.64	47	16	
		星科智能	430545.OC	6.2	17.00	100.86	102.22	11.17	3.30	56	189	
		华博教育	831308.OC	2.8	14.99	15.46	18.83	5.93	6.90	48	41	
		鑫日科	836672.OC	N/A	N/A	12.30	19.48	-2.28	7.78	N/A	N/A	
		神码在线	834748.OC	3.6	30.00	46.07	57.77	3.40	7.07	106	51	
		网班教育	833587.OC	3.0	28.27	12.36	20.64	1.67	5.30	179	57	
		新为股份	832142.OC	1.3	15.00	17.23	14.20	1.17	-2.20	107	N/A	
		出版	圣才教育	831611.OC	0.3	1.07	9.44	10.70	0.65	-5.33	N/A	N/A
职业教育	教育信息化	IT 培训	建策科技	830868.OC	N/A	N/A	11.22	24.54	0.36	5.06	N/A	N/A
		景格科技	430638.OC	4.0	24.50	106.88	125.26	21.22	23.97	N/A	17	
		星科智能	430545.OC	6.2	17.00	100.86	102.22	11.17	3.30	56	189	
		奥派股份	830794.OC	2.5	8.25	28.10	36.08	8.16	12.55	31	20	
		联合永道	430664.OC	1.5	4.15	65.11	52.29	6.83	-6.55	23	N/A	
		爱迪科森	430086.OC	1.6	8.00	52.07	60.25	3.46	11.73	46	14	
		中诺思	833557.OC	2.4	10.50	54.62	86.72	3.13	10.24	77	24	
		培训	中锐教育	836622.OC	N/A	N/A	105.22	103.29	11.99	13.97	N/A	N/A
		学校资产	金侨教育	835497.OC	N/A	N/A	75.91	87.21	9.28	31.38	N/A	N/A
		教育咨询	学府信息	831525.OC	0.1	2.00	7.11	5.41	0.60	-0.06	N/A	N/A
聚智未来	834538.OC		N/A	N/A	1.76	2.92	-2.27	-11.47	N/A	N/A		
斯福泰克	430052.OC		0.2	1.00	7.29	23.99	-4.66	7.23	N/A	2		
高等教育	教育信息化	新道科技	833694.OC	13.0	8.41	181.69	228.68	33.50	50.89	39	26	
		金智教育	832624.OC	1.5	5.36	182.28	218.47	7.85	16.57	19	9	
		麦可思	833861.OC	0.5	5.00	53.33	74.43	14.25	24.04	N/A	2	
外语	奥尔思	430248.OC	0.1	1.00	14.71	7.52	-2.86	-5.26	N/A	N/A		
	清睿教育	834987.OC	N/A	N/A	20.94	28.88	5.34	3.95	N/A	N/A		
	飞博教育	T20292.OC	N/A	N/A	0.52	0.00	-5.50	0.00	N/A	N/A		
其他	能动教育	835797.OC	N/A	N/A	42.67	48.34	3.10	6.04	N/A	N/A		
	蓝贝股份	832730.OC	0.6	1.36	156.13	197.42	4.42	12.98	13	4		
	万里智能	430729.OC	0.6	3.00	8.66	12.05	-2.56	-2.14	N/A	N/A		
	金山顶尖	430064.OC	1.5	2.90	212.04	306.16	-14.64	2.38	N/A	61		
	培诺教育	834290.OC	11.4	52.60	21.09	25.74	6.25	6.53	N/A	174		
	森霖木	836218.OC	N/A	N/A	9.71	14.00	1.20	1.48	N/A	N/A		
	教师网	T20060.OC	N/A	N/A	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A	N/A		
	国学时代	430053.OC	0.8	5.85	8.49	10.62	0.92	1.45	87	55		
	神尔科技	835019.OC	0.7	1.70	29.66	94.88	4.39	26.61	N/A	3		
	佳奇科技	834061.OC	6.9	8.75	122.50	171.93	3.02	19.45	229	36		
厚学网	836425.OC	N/A	N/A	7.28	7.34	-0.28	-5.22	N/A	N/A			
五岳鑫	430022.OC	2.2	4.37	51.96	46.07	16.27	12.09	13	18			
正保育才	T20323.OC	N/A	N/A	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A	N/A			
总体平均				7.5						187	41	

资料来源: Wind、中信证券研究部整理

注: 股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价;

表 14: A 股教育行业公司估值分析

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	2015	2016E	2014	2015	2016E	2017E	
学前教育	森马服饰	002563.SZ	292	10.84	1,092.3	1,349.2	1,681.0	2,050.1	7	21	17	14
	威创股份	002308.SZ	118	14.1	105.2	119.5	201.1	264.0	108	88	59	45
K12 教育	中南传媒	601098.SH	317	17.63	1,468.8	1,695.1	2,035.8	2,390.6	22	17	16	13
	凤凰传媒	601928.SH	274	10.77	1,205.4	1,124.1	1,240.1	1,364.8	23	19	22	20
	科大讯飞	002230.SZ	360	27.83	379.4	425.3	550.0	746.6	59	73	65	48
	天舟文化	300148.SZ	74	17.62	118.3	176.2	327.4	463.5	45	45	25	18
	新南洋	600661.SH	67	25.77	63.1	60.1	99.0	132.9	103	86	70	52
	二六三	002467.SZ	99	12.44	147.9	58.9	154.9	189.5	40	106	64	52

	拓维信息	002261.SZ	141	12.68	56.3	209.5	293.3	364.7	91	31	48	39
	蓝盾股份	300297.SZ	132	13.5	35.3	119.5	393.1	568.7	75	101	35	24
	恒华科技	300365.SZ	59	33.64	60.6	80.7	122.1	164.8	35	71	48	36
	全通教育	300359.SZ	164	64.7	44.9	93.6	264.5	453.6	141	127	62	36
	银润投资	000526.SZ	41	42.17	2.0	(13.6)	154.5	198.0	2067	901	79	61
	*ST 恒立	000622.SZ	41	9.63	-36.6	(46.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
职业教育	洪涛股份	002325.SZ	101	10.05	295.4	357.5	437.6	535.6	25	33	23	19
	中国高科	600730.SH	72	12.19	155.8	69.6	251.5	172.7	23	85	28	41
	世纪鼎利	300050.SZ	63	25.35	43.9	114.4	153.2	196.3	127	54	41	32
教育信息化	天喻信息	300205.SZ	54	12.5	58.6	7.0	101.9	171.2	92	116	53	31
	新开普	300248.SZ	71	23.5	37.8	60.4	86.6	124.1	90	134	83	58
	方直科技	300235.SZ	33	20.71	22.5	22.2	N/A	N/A	148	N/A	N/A	N/A
	文化长城	300089.SZ	36	23.95	8.4	12.4	59.2	76.0	399	270	64	50
综合	立思辰	300010.SZ	134	17.48	100.4	130.1	251.9	331.1	48	92	53	40
	中文在线	300364.SZ	98	82.05	46.2	31.3	72.5	102.5	161	187	136	96
	秀强股份	300160.SZ	73	12.23	36.5	60.5	109.3	146.9	63	34	67	50
	华平股份	300074.SZ	46	8.8	31.0	33.5	20.0	39.0	94	715	232	119
	汇冠股份	300282.SZ	81	35.25	11.2	(111.5)	151.5	203.0	294	N/A	53	40
	凯美特气	002549.SZ	56	9.88	31.5	(45.5)	41.8	61.2	124	1051	134	91
	大地传媒	000719.SZ	107	13.65	641.7	703.2	N/A	N/A	16	N/A	N/A	N/A
	保龄宝	002286.SZ	50	13.41	22.8	40.9	120.0	166.2	224	110	50	38
	海伦钢琴	300329.SZ	52	20.89	25.7	31.0	41.4	51.3	110	135	127	102
	珠江钢琴	002678.SZ	112	11.75	141.1	146.0	172.6	207.7	78	71	65	54
艺术教育	佳创视讯	300264.SZ	48	21.02	18.9	7.2	N/A	N/A	263	N/A	224	129
	中泰桥梁	002659.SZ	50	15.97	12.9	2.9	18.8	55.0	399	779	305	104
	国脉科技	002093.SZ	85	9.87	54.6	42.0	123.3	183.0	156	156	69	47
	武汉凡谷	002194.SZ	59	10.65	136.6	75.0	130.1	N/A	43	71	45	N/A
	绵世股份	000609.SZ	32	10.72	120.4	22.8	N/A	N/A	27	N/A	N/A	N/A
	陕西金叶	000812.SZ	38	8.59	71.6	19.8	N/A	N/A	54	N/A	N/A	N/A
	博通股份	600455.SH	31	49.14	6.0	3.2	N/A	N/A	512	N/A	N/A	N/A
整体平均			112						172	193	77	52

资料来源: Wind、中信证券研究部整理

注: (1) 股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价; (2) 收入单位为百万元; (3) 收盘价单位为元; (4)

EPS 预测均为 Wind 一致预期。

表 15: 美股和港股中国教育行业公司估值分析

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收入(百万元)				净利润(百万元)				PE		
			2012	2013	2014	TTM	2012	2013	2014	TTM	2013	2014	TTM
新东方	EDU.N	405.0	6263.0	7,430.9	8,134.9	9,867.2	889.3	1407.4	1259.2	1436.7	29	32	28
学大教育	XUE.N	20.4	1913.0	2,264.0	2207.3	2266.6	13.0	105.7	-65.2	-62.6	19	N/A	N/A
好未来	XRS.N	274.5	1473.9	2,048.1	2831.7	4044.6	217.9	395.4	438.5	671.4	70	63	41
达内科技	TEDU.O	36.4	370.6	605.5	888.7	1234.5	62.6	91.3	161.2	187.3	40	23	20
正保远程教育	DL.N	31.5	339.9	465.9	634.2	724.9	52.2	88.7	152.7	157.2	36	21	20
网龙	0777.HK	94.3	1123.3	897.9	982.1	1299.6	39.6	6272.0	178.4	(144.3)	2	55	N/A
海亮教育	HLG.O	13.2	441.7	467.2	520.0	602.2	124.6	129.8	149.4	99.8	10	9	13
ATA 公司	ATAI.O	8.1	370.6	388.9	353.6	416.9	23.5	27.4	23.5	26.8	30	35	30
海外平均		110.4									29	34	26

资料来源: Wind、中信证券研究部整理

注: (1) 股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价; (2) 收入单位为百万元; (3) 单位均已换算为人民币; (4) 市值单位为亿元

## 重点公司分析

### 华图教育（830858）：培训主业基础夯实，线上线下深度融合

**国内人才招聘培训市场的巨头公司。**华图教育是公职培训领域的巨头企业，目前已拥有遍布全国的近 400 家直营分支机构，并拥有专兼职教师及员工约 7000 人。公司立足于人才招聘和资格认证培训市场，提供三类产品和服务：（1）面授培训服务：人才招聘类培训服务（国家和地方机关公务员、事业单位等）、资格认证类面授培训服务（教师资格、会计从业资格、注册会计师等）等；（2）在线教育；（3）咨询服务。公司于近期推出了员工持股计划以绑定核心高管和重要员工。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%。

**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%。公司作为人才招聘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 年新增 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、估值分析与投资评级。**我们维持华图教育 2016-18 年 EPS 预测为 2.23、2.91 和 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。

表 16：华图教育财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1155.4	1358.9	1744.3	2190.7	2732.8
增长率 YoY(%)	17.4	17.6	28.4	25.6	24.7
净利润(百万元)	106.3	213	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)	82	41	30	23	19

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

## 全美在线（835079）：志美行厉，策马飞舆

**ATA 是中国领先的智能考试服务提供商。**ATA（NASDAQ: ATAI）重组业务架构，布局中国资本市场，将集团核心资产注入子公司“全美在线”并将其挂牌新三板。全美在线在深耕 G/B 端考试测评领域的同时，依托于 G/B 端业务沉淀的海量数据，深度布局 C 端学习/培训和就业业务。公司的主营业务：（1）G 端考试测评服务。主要为注册会计师协会、银行业协会、期货业协会等机构举办的职业资格考试提供机考服务；（2）B 端人力资源选聘服务。为四大行等大中型企业的招聘部门提供高效和优化的人才选聘综合解决方案；（3）B/C 端学习/培训和就业服务。全美在线 2015 年收入和归母净利润分别为 3.28 亿元和 8064 万元，同比分别增长 115%和 201%，按目前 5588 万股股本计算的 EPS 为 1.44 元。

**G 端的协会考试测评服务业务保持稳步增长。**公司 2015 年 G 端业务收入约 2.3 亿元，其中中国证券业协会、中国注册会计师协会、中国银行业协会、中国证券投资基金业协会分别贡献收入 8767 万元、7704 万元、2834 万元和 2199 万元，总收入占比分别约 27%、24%、9%和 7%，合计占比约 66%。2015 年 6 月公司与中国证券投资基金业协会签署基金从业人员资格考试服务委托协议书，期限 3 年。2015 年 7 月，ATA 正式中标全国专利代理人资格考试计算机化考试项目。2015 年 11 月，公司与中国注册税务师协会签署 2015~2017 年中国税务师职业资格考试服务委托协议书。我们判断在注会、银行、期货、基金、税务、专利代理人 and 证券等考试业务的驱动下，公司的 G 端业务在 2016~18 年有望保持约 10%的复合增速。

**B 端企业人力资源选聘服务业务有望保持快速增长。**公司继续重点开拓企业的人才招聘和选拔需求，2015 年 B 端业务收入约 8000 万元，其中中国银行在 2015 年为公司贡献 475 万元收入。2015 年 8 月，公司中标招商银行 2016 校园招聘全行统一考试服务项目，这是公司继为五大国有商业银行，以及中国邮政储蓄银行、浦发银行等股份制商业银行提供考试服务以来，再次中标重要银行客户。随着精准招聘趋势渐起，ATA 战略投资 Brilient 并与腾跃社区战略合作，深度布局精准招聘领域。我们预计全美在线的 B 端业务在 2016~18 年有望保持约 30%的复合增速。

**C 端学习/培训业务爆发在即。**全美在线开启“测评+就业+学习”的商业模式，目标打造成为平台生态型的教育公司。（1）学历职业教育领域，公司有望携手相关的高等院校，共同布局行业从业人员的本科学历业务；（2）非学历职业教育领域，公司主攻职业资格认证后续教育市场，已与新东方合资成立职尚教育并推出“直上网”。我们预计公司 2016 年 C 端学习/培训业务收入约 4000~8000 万元，若公司在 2018 年实现 C 端业务约亿元的收入目标，将实现 C 端业务和考试服务业务（G 端和 B 端）的并驾齐驱。

**风险因素。**行业爆发缓慢的市场风险、在线培训行业的管理风险。

**盈利预测、估值分析与投资评级。**我们维持全美在线 2016-18 年 EPS 预测为 2.21、3.37 和 4.78 元。公司拟以 22.55 元/股的价格定增不超过 1676 万股，以增发后 7264 万股股本计算的 2016-18 年 EPS 预测为 1.70、2.59 和 3.68 元，我们维持其 51 元的目标价（对应 37 亿元定增后市值和 2016 年 29XPE），维持“买入”评级。

表 17：全美在线财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	152.4	328.3	520.8	727.2	1009.0
增长率 YoY%	82.4	115.4	58.6	39.6	38.8
净利润（百万元）	26.8	80.6	123.4	188.5	267.3
增长率 YoY%	455.5	200.7	53.3	52.7	43.8
每股收益 EPS（基本）（元）	0.48	1.44	2.21	3.37	4.78
市盈率 PE(x)	47	16	10	7	5

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价取其定增价 22.55 元

## 亿童文教（430223）：内生增长路径清晰，外延扩张空间广阔

**亿童文教是国内领先的幼儿教育整体方案提供商。**亿童文教是全国性幼儿教育综合服务机构，致力于提供科学、全面、系统的幼儿教育整体解决方案。公司产品主要由图书、玩教具、培训三大类组成，涵盖生活、运动、游戏、学习及师资培训五大领域（“生运游学+培训”）。目前公司已面向幼儿园客户推出 300 余种学习材料及近百种区域活动材料产品。公司 2015 年收入和归母净利润分别为 4.07 亿元和 9498 万元，同比分别增长 30%和 40%（2014 年财务科目重新审计调整），EPS 为 0.95 元。

**内生性增长之一：幼儿园教育业务步入快速增长通道。**公司采用“以培训促进销售”的独特商业模式，通过全国 400 多家经销商，向全国约 4 万所幼儿园提供幼儿教育整体解决方案。在幼儿园数量方面，目前全国 19 万所幼儿园中，公司覆盖的幼儿园数量已达到约 20%。在单园收入方面，三因素有望驱动其快速增长：（1）学习材料在业界享有高知名度，2014 年收入 2.4 亿元，未来 3 年有望保持约 20%复合增长；（2）“去小学化”政策驱动运动和游戏产品爆发，2014 年收入 6985 万元，未来 3 年复合增速有望超过 45%；（3）推出互联网教育平台“亿童网校”，为幼儿园教师提供“线上+线下”的一体化培训服务。

**内生性增长之二：家庭幼教市场打开广阔成长空间。**2015 年公司研发推出了古立古豆系列家庭教育产品，并携手美国知名的儿童教育产品公司 Highlights 全面开拓国内家庭幼教市场。（1）公司于 2015 年 10 月成立古立古豆营销部，并建立了以官网、微信、微博、天猫店、京东店为主的线上营销推广平台，以及地面推广的线下营销网络，以“古立古豆”卡通人物为 IP 载体，向幼儿家庭提供教育动画、教育图书、教育玩具、教育软件和在线教育等系列产品。目前“古立古豆”学习盒终端零售价 165 元/月。（2）公司与 Highlights 签署版权合作协议，引进 Hive Five 和 Hidden Pictures 两种杂志，定价 15 元/月。目前公司的家庭教育业务主要依托于原有的幼儿园渠道，家庭业务渠道尚有待开拓，我们预计公司的家庭业务 2016 年有望贡献约 2000 万元的收入。

**外延式扩张：携手硅谷天堂，开启新三板“PE+挂牌公司”模式。**公司与硅谷天堂签署《财务顾问协议》，聘请硅谷天堂担任收购和兼并等资本业务的财务顾问。此外，公司还与硅谷天堂共同设立文化科技公司，专注于婴儿和幼儿的家庭教育产品的研发、推广和销售。

**风险因素。**政策风险、教育经费不足风险、新业务拓展不达预期的风险。

**盈利预测、估值分析与投资评级。**我们维持亿童文教 2016-18 年 EPS 预测为 1.23、1.64 和 2.15 元，我们维持公司 42.0 元目标价，维持“买入”评级。

表 18：亿童文教财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	313.2	407.3	534	718.1	988.9
增长率 YoY%	23.7	30	31.1	34.5	37.7
净利润（百万元）	86.7	95	122.6	163.8	215.5
增长率 YoY%	94.7	5.3	34.2	33.6	31.6
每股收益 EPS（基本）（元）	0.87	0.95	1.23	1.64	2.15
市盈率 PE(x)	38	35	27	20	16

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价



## 北教传媒（831299）：北京教育出版龙头全力打造 O2O 教育生态圈

**K12 教辅出版领域混合所有制改革的标杆公司。**北教传媒于 2010 年成立，是国企（北京出版集团公司）和民营出版机构（九州英才）在新闻出版领域开展混合所有制经营的积极探索。公司两大业务：（1）中小学教辅、课外阅读和政策类图书的出版和发行。主要依托于零售渠道（省代-市代校边店）和新华渠道进行销售，公司目前拥有 1 万家校边店和约 1.5 万名教师资源。公司图书动销量始终名列全国教辅图书市场前三名，销售码洋始终位列前四。（2）在线教育业务：参股“跨学网”深度布局智慧校园、实时答疑、一对一辅导、智能终端。公司 2015 年收入、净利润、归母净利润分别为 2.85 亿元、3550 万元、2824 万元，同比分别增长 8%、96%和 98%，EPS 为 0.42 元。

**2015 年收入小幅增长，2016 年收入有望快速提升。**2015 年公司图书主营业务收入 2.76 亿元，稿件审读等其它业务收入 881 万元，同比均增长约 8%。（1）教辅类图书实现收入 1.41 亿元，同比下降约 3%，主要因其调整经营策略，削减了部分低利润率图书的生产及销售；（2）课外阅读类图书实现收入 1.35 亿元，同比增长约 23%，主要因为课外阅读类图书属于畅销书，退货率较低。公司公告 2016 年总体经营目标：计划策划新品图书 1500 种（含新修订品种），实现造货码洋 15 亿元，发货码洋 13.5 亿元，营业收入 3.8 亿元。

**毛利率的小幅提升、销售费用的大幅下降和营业外收入的提升，共同驱动公司 2015 年净利润大幅增长。**净利润快速增长包括：（1）公司 2015 年管理费用 4828 万元，同比增长 5.8%；销售费用为 2630 万元，同比下降 29%，主要由于公司不断调整经营策略，精选出销量高、利润率高、市场反响持续向好的重点产品进行大力推广，逐步削减低利润率图书。（2）2015 年营业外收入 720 万元，同比增长 262%，主要因为德胜科技园区的房租和贷款补贴、北京市文创项目贴息款于 2015 年度到账。我们预计 2016 年公司的毛利率和净利率将分别保持在约 40%和 10%水平。

**2016 年收入目标增长 33%，主要由于传统图书的业务稳步增长和 K12 在线教育业务的快速突破。**（1）传统图书业务：公司在合理删减低利润率品种图书，提高公司图书利润率的同时，将加大新型教辅的研发力度，进一步加强对“+互联网”概念教辅《课堂直播》的宣传推广力度。我们预计《课堂直播》2016 年有望销售约 2000 万册，较 2015 年 700 万册销量大幅提升。（2）K12 在线教育业务：公司已通过投资跨学网布局在线教育 PC 端和移动端；2016 年公司将尽快完成油菜花的股权收购工作，全面展开对电视端 K12 在线教育市场的布局。跨学网目前深度布局四大业务：腾讯智慧校园、老师来帮忙 APP（在线答疑）、一对一辅导和跨学派平板电脑（卡位在线教育硬件入口）。跨学派平板电脑的终端零售价 2988 元/台，2016 年借助于北教传媒的零售和新华渠道开始销售，我们预计其 2016 年有望销售约 5 万台。我们预计腾讯智慧校园业务的深度布局和跨学派的销售大增，有望共同驱动跨学网在 2016 年迎来收入的快速增长和盈利的向上拐点。

**风险因素。**政策风险、产品替代风险、存货贬值风险。

**盈利预测、估值及投资评级。**我们维持北教传媒 2016-18 年 EPS 预测为 0.62、0.80 和 1.09 元。我们维持公司 21 元目标价，维持“买入”评级。

表 19：北教传媒财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	263.1	284.8	379.8	519.3	650.3
增长率 YoY%	19.1	8.2	33.4	36.7	25.2
净利润（百万元）	14.3	28.2	41.7	53.3	72.7
增长率 YoY%	186.4	93.2	51.2	28.1	36.2
每股收益 EPS（基本）（元）	0.21	0.42	0.62	0.80	1.09
市盈率 PE(x)	70	35	24	18	13

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

## 威科姆 (831601): 四位一体, 云起龙骧

**国内领先的 K12 教育信息化解决方案提供商。**威科姆作为我国中小学领域的智慧教育综合解决方案提供商和教育信息服务运营商,以“体制内”为核心的 K12 教育信息化业务的收入占比约 80%。依托于“云+端+教育资源+教学应用服务”四位一体的解决方案,公司的教育信息化业务可以细分为:(1)系统:云平台、班班通系统、录播教室系统、平安通系统等;(2)终端:多媒体教学机、触摸电视一体机、授课客户端、手机客户端“优教信使”等;(3)服务:B 端收费的“班班通”、C 端收费的“人人通”和“平安通”。威科姆已在全国部署了 27 个省级云平台,成功应用于全国 9000 所中小学校、15 万个班级和 1000 余万师生。公司 2015 年的收入和净利润分别为 4.02 亿元和 4090 万元。

**政策红利催生千亿教育信息化市场。**根据教育部数据,2015 年国家财政性教育信息化投入规模约 2500 亿元。在我国财政性教育经费支出和各级政府教育信息化的经费投入逐年提升的背景下,教育信息化行业拥有海量市场空间。一方面,在 B 端市场(学校)中,目前我国众多城市的中小学教育信息化建设仍处于初级阶段,不同城市的信息化建设需求不一,导致全产品线的服务提供商稀缺;另一方面,C 端市场(学生、家长、老师)拥有海量的业务成长空间,其中资源(内容)和渠道(地推)将是从业公司 C 端业务爆发的关键。

**城市扩张、学校拓展、产品延伸和升级改造四大维度驱动威科姆 B 端业务加速发展。**(1)城市扩张和学校拓展。2014 年公司河南区域的收入占比从 2013 年的 42%降至 37%。2015~2016 年,公司将业务拓展至全国,在江苏、福建、黑龙江等地签订众多合同。(2)产品延伸。依托于 34 个学科、300 个教材版本、50 万条同步教育资源的内容体系,公司将能提供从云平台、班班通系统到班班通/人人通/平安通服务等的全产品线解决方案。(3)升级改造。2015 年郑州升级改造订单为公司带来了 2099 万元收入,我们预计未来公司系统和终端的升级订单将会持续出现。

**B 端业务跑马圈地将为威科姆的 C 端业务打开广阔的成长空间。**威科姆基于全国领先的覆盖 27 省的教育资源云公共服务平台已深度卡位 B 端的“体制入口”。威科姆 2015 年服务业务的收入约 3100 万元,未来服务业务成长空间巨大。(1)B 端班班通:我们预计威科姆在 2016~2017 年将能覆盖约 40 万个班级,按照 300 元/年/班的费用计算,未来潜在服务收入规模 1.2 亿元/年。(2)基于“优教同步学习卡”的 C 端平安通:将能实现互动答题、平安考勤、校园电话等功能,学习卡的月租费为 3.5 元/月/人,基于目前已覆盖的 1 万所学校,未来潜在收入空间约 3.2 亿元/年。(3)基于学生/家长付费的 C 端人人通:综合考虑覆盖人群、收费情况(8 元/月/人)和订购率,未来潜在业务空间约 6 亿元/年。

**风险因素。**市场竞争加剧的风险、管理风险和核心技术人才短缺风险。

**盈利预测、估值分析及投资评级。**考虑到公司近期每 10 股转增 7 股,我们维持威科姆的收入和净利润预测,2016-2018 年除权后的 EPS 预测为 0.33、0.45 和 0.68 元(股本变动前为 0.57、0.77 和 1.15 元)。相应将其目标价调整为 10.8 元(对应 20.0 亿元的目标市值和 2016-2018 年 PE 为 32X/24X/16X),维持“买入”评级。

表 20: 威科姆财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	318.2	401.5	542.9	735.9	1006.8
增长率 YoY%	3.8	26.2	35.2	35.5	36.8
净利润(百万元)	1.3	40.9	62.3	84.5	126
增长率 YoY%	-91.6	3387.7	37.3	35.7	49.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.01	0.22	0.33	0.45	0.68
市盈率 PE(x)	708	32	21	15	10

资料来源: Wind、中信证券研究部预测

注: 股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

## 颂大教育（430244）：一核 N 驱，驾雾腾云

**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 个县区、1.2 万所学校和 2,000 余万师生，所覆盖区域占全国 15% 以上。公司 2015 年收入和归母净利润分别为 2.54 亿元和 3193 万元，同比分别增长 288% 和 94%，最新股本摊薄后的 EPS 为 0.695 元。

**PPP 和融资租赁等创新销售模式助力颂大教育全国范围跑马圈地。**2015 年公司股权融资 2.11 亿元，并取得 4800 万元的银行贷款，资金实力大幅提升为公司依靠 PPP 和融资租赁模式在全国范围内扩张奠定了深厚的基础。（1）融资租赁模式：2015 年 11 月至今，颂大教育联合不同的融资租赁公司与云南省文山市、宜良县、曲靖市富源县、腾冲市分别签订了 8999 万元、7961 万元、6000 万元和 5000 万元的教育信息化合同，云南省 4 笔融资租赁合同的合计金额为 2.8 亿元。其中，三井住友融资租赁（中国）有限公司在 2015 年为公司贡献 1.48 亿元的收入。（2）PPP 模式：2015 年 3 月，公司中标湖南省岳阳市教育信息化项目，合同金额 1854 万元。

**云南省和湖北省是公司的两大优势省份，城市扩张和产品延伸两大维度驱动公司步入加速发展通道。**（1）城市扩张。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。（2）产品延伸。2015 年，公司已在四川、山东、青海、湖北武汉、广西柳州、延津等省市实现了新产品线的延伸和新订单的签订。2015 年，湖北省岳阳市、恩施市、恩施市咸丰县、黄石市阳新县分别给公司贡献 1585、1092、797 和 607 万元的收入。综上所述，云南省和湖北省在 2015 年各为公司至少贡献约 1.48 亿元和 4081 万元收入，占比分别达 58% 和 16%。随着公司全国性扩张的不断加速，我们预计其它省份的收入规模也有望实现快速提升。

**外延扩张进军幼教产业。**2015 年 8 月，颂大教育设立全资子公司“颂大投资”，注册资本 1 亿元。2016 年 2 月，颂大投资设立全资子公司“颂大童心”。颂大童心作为公司幼儿园业务的管理与运营平台，引入了原北京红缨教育集团王文兵、李久余、宋荣珍等具备丰富幼儿园管理经验的专家作为管理团队。目前颂大投资和颂大童心已经收购 9 所幼儿园，其中海南 2 家、湖北 4 家、湖南 2 家、河南 1 家，目前在园人数近 1500 人。未来颂大教育料将继续加大对幼教行业的整合和收购，实现公司业务由 K12 领域向幼教市场的拓展，进一步完善公司在教育领域的全产业链布局。

**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。**我们维持颂大教育 2016-18 年 EPS 预测分别为 1.16、1.86 和 2.46 元。我们维持 34 元的目标价（对应 16 亿元目标市值和 2016 年 30XPE），维持“买入”评级。

表 21：颂大教育财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	65.3	253.4	650.0	960.4	1,421.3
增长率 YoY%	155.6	287.9	156.5	47.7	48.0
净利润（百万元）	16.5	31.9	53.2	85.5	113.0
增长率 YoY%	179.7	68.7	91.4	60.7	32.2
每股收益 EPS（基本）（元）	0.36	0.70	1.16	1.86	2.46
市盈率 PE(x)	57	30	18	11	8

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

## 中教股份（430176）：实力雄厚的基础教育信息化教学装备制造商

**实力雄厚的基础教育信息化教学装备制造商。**公司的主营业务为基础教育领域提供现代教育技术产品及服务，主攻中小学地理装备制造，主要产品为数字星球系统、数字化地理教室系统等。近年来，公司为丰富产品线不断努力，相继推出了“思维创新实验室”、“多元学习中心”、“网络协同办公系统”等新产品，已逐步发展为软件与硬件设备整体解决方案提供商。公司 2015 年营业收入 1.55 亿元，同比增长 6.85%，净利润 4079 万元，同比降低 18.63%。

**与一线名校合作，获教育部门支持。**现代教育技术产品需要得到一线教师、学生的认可，并获得主管部门批准，才可进入学校采购范围，该行业市场培育期相对较长。而公司在政府和学校资源方面已获得先发优势：（1）公司数字化星球系统被列入“十一五”教育部重点课题研究，同时还被列入教育部颁发《初中理科教学仪器配备标准》、《高中理科教学仪器配备标准》、《中学地理专用教室装备规范》和国家扶持青少年学生校外活动场所设备采购目录等。2015 年 6 月，公司与教育部基础教育装备实验室建设与实验教学研究中心签署战略合作协议。（2）同时，公司与人大附中、北京四中、西城外国语学校、十一学校等多所学校进行合作，举办各种形式的示范课，着力提升品牌形象和影响力。

**直销+代理模式，突破行业局限，实现跨区域营销。**教育信息化业内大多数公司具有地域化特点，业务局限在公司所在地及周边地区。但中教股份目前已在 20 多个省市建立了自己的办事处，除青海、西藏外，合作办事处和代理渠道已覆盖全国。产品得到各地学校和相关教育主管部门认可，具备极强的市场响应速度和有效的营销网络。

**产品线不断丰富，产品技术含量不断提升，公司进入快速增长通道。**（1）公司在拳头产品地理装备制造的基础上，开展了数学学科和其他科学学科装备制造、网络教研平台等产品的研发。2014 年，公司加大了多元学习中心、数字化创新实验室等其他产品的市场推广。盈利增长方面已摆脱对单一产品线的依赖。（2）2014 年 1 月，公司以 350 万元现金收购深圳市蓝宝石球显科技有限公司 70% 股权。收购完成后，实现了公司核心产品“数字星球系统核心部件”的本土化生产，降低了生产成本，为数字星球系统整体国产化进程打下良好的基础。2015 年 6 月，公司与以色列 S.E.S 公司签署独家代理协议，将对以色列的优秀产品进行本地化，以适应国内幼儿园、中小学和校外科技教育的需要。目前，公司财务状况良好，收入增长幅度远大于成本增长幅度，公司整体发展呈上升趋势。

**风险因素。**市场竞争风险，技术竞争及替代风险，收入集中体现在第四季度的季度性风险，应收账款坏账风险等。

**估值分析。**中教股份的股价 19.00 元和市值 11.5 亿元对应 2015 年 PE 为 28X。

表 22：中教股份财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	78.35	83.68	145.44	155.4
增长率 YoY%	217	6.8	73.8	6.85
净利润（百万元）	21.18	19.52	50.12	40.79
增长率 YoY%	1,752.40	-7.8	156.8	-18.63
每股收益 EPS（基本）（元）	0.35	0.32	0.83	0.68
市盈率 PE(x)	54	59	23	28

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

## 盛成网络（834093）：领先的母婴社交平台步入加速扩张时期

**母婴社交平台领域的领跑者。**公司是立足于服务妈妈群体的专业互联网服务提供商，目前公司运营的主要平台产品包括：（1）PC 端：妈妈网、32 个城市妈妈网垂直母婴网络社区；（2）移动端：妈妈圈、怀孕管家两款母婴社交应用 APP；（3）母婴用品特卖平台：小树熊。公司已经拥有了资讯、社交、工具、电商等四大商业板块，形成了完整的母婴生态圈布局。目前，公司主营业务包括网络广告业务及电子商务业务。2011 年公司获得腾讯 5000 万元战略注资，成为腾讯的战略合作伙伴。公司 2014 年收入和净利润分别为 1.03 亿元和 1061 万元，分别同比增长 81.7%和 18%。

**全面二孩政策颁布，母婴行业望打开两万亿市场空间。**目前，我国每年新出生人口在 1700 万左右。预计“全面二孩”政策每年将带来新增出生人口 160~600 万，相当于 1700 万的 9~35%，增幅明显。乐观情况下，5 年集中释放期内总计新增人口约 3000 万。国家统计局、中国互联网络信息中心调查显示，在母婴市场中仅有 2.5%的消费者在购买母婴产品时关注价格是否优惠，85.9%的家庭倾向于购买品牌孕婴产品，58.6%的消费者倾向购买昂贵的进口奶粉。艾瑞咨询调查显示，2013 年中国母婴产品市场规模为 1.43 万亿元。在全面放开二孩政策和新生代父母消费意识与消费能力升级共同作用下，预计 2015 年母婴行业市场规模将突破 2 万亿元。

**妈妈网打造一站式服务平台，流量优势明显。**妈妈网从知识咨询、消费引导和互动交流等层面为妈妈提供备孕、怀孕及育儿亲子方面的一站式信息服务平台，不断地以优质内容增强用户黏性，公司产品 PC 端和移动端用户数总计达到 5800 万。（1）妈妈网领跑 PC 端：根据 CCID 综合统计分析，截至 2015 年上半年，妈妈网日均 PV（访问量）、IP（独立 IP 数量）分别为 4986 万和 831 万，均位居国内母婴网站首位。（2）移动端一骑绝尘：根据 CCID 综合统计分析，妈妈圈和怀孕管家两款 APP 合计下载量达到 9300 万，DAU（日均活跃用户数）达到 530 万，IOS 月用户留存率达 73%，均处于国内同类 APP 首位。

**深度挖掘用户需求，打开广阔成长空间。**（1）精准营销助力广告收入持续增长：妈妈网以社交和资讯为核心，深度构建用户之间的关联度，以用户所处的不同怀孕阶段、不同需求和不同地区聚集用户，形成高度特征化的用户群体，针对性发布广告，实现精准营销。2015 年实现广告收入 1.32 亿元，同比增长 34%。（2）开通特卖平台，打开新的增长空间：2014 年 9 月公司母婴特卖电商平台“小树熊”上线，电商业务为公司带来新的盈利增长点和发展空间。“小树熊”平台上商品 SKU 已超过 5000 多个。2015 年电商业务实现收入 1921 万元，同比增长 341%。（3）布局 O2O，提升用户参与感：妈妈网在主网站妈妈网的基础上，深入经营 32 个分站，构建同龄、同城、同圈群组，向各地用户提供特色本地化服务。2015 年，妈妈网在全国个城市共举办超过 8500 场、80 多种线下活动。

**风险因素。**品牌形象受损的风险；核心人员流失的风险。

**估值比较。**盛成网络（妈妈网）目前暂无股价、市值和估值等数据。

表 23：盛成网络财务数据和估值分析

项目/年度	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	56.65	102.96	151.19
增长率 YOY%	N/A	81.7	46.8
净利润（百万元）	8.98	10.61	12.33
增长率 YOY%	N/A	18.1	16.3
每股收益（全面摊薄）（元）	0.36	0.43	0.50

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

附表 1：威科姆财务数据：

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	318	402	543	736	1,007	货币资金	85	245	562	618	707
营业成本	204	257	336	445	599	存货	135	118	155	187	228
毛利率	35.9%	36.0%	38.2%	39.5%	40.5%	应收账款/票据	134	177	231	317	439
营业税金及附加	4	3	3	6	9	其他流动资产	12	10	14	17	21
营业费用	37	42	55	75	103	流动资产	366	551	961	1,139	1,395
营业费用率	11.6%	10.5%	10.1%	10.2%	10.2%	固定资产	187	118	263	259	254
管理费用	59	57	75	104	143	长期股权投资	6	5	6	6	7
管理费用率	18.6%	14.2%	13.8%	14.2%	14.2%	无形资产	25	25	25	25	25
财务费用	17	10	11	17	19	其他长期资产	109	153	9	13	14
财务费用率	5.4%	2.6%	2.0%	2.3%	1.9%	非流动资产	327	301	303	304	300
其他经营损益	-3	4	1	1	1	资产总计	693	852	1,264	1,442	1,694
营业利润	-6	36	64	89	136	短期借款	200	70	171	198	233
营业利润率	-2.0%	8.9%	11.8%	12.1%	13.5%	应付账款/票据	125	66	92	134	198
营业外收入	9	11	5	5	5	其他流动负债	23	223	268	294	324
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	348	359	531	626	755
利润总额	2	46	69	94	141	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	1	5	7	10	15	其他长期负债	9	8	9	9	10
所得税率	43.6%	10.6%	10.1%	10.3%	10.3%	非流动性负债	9	8	9	9	10
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	357	367	540	636	765
归属于母公司股东的净利润	1	41	62	84	126	股本	90	98	186	186	186
净利率	0.4%	10.2%	11.5%	11.5%	12.5%	资本公积和盈余公积	77	177	269	269	269
每股收益(元)(摊薄)	0.01	0.22	0.33	0.45	0.68	少数股东权益	169	210	270	352	475
						股东权益合计	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	336	485	725	807	930

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	2	46	69	94	141
所得税支出	-1	-5	-7	-10	-15
折旧和摊销	22	26	16	17	19
营运资金变动	-1	-25	-22	-52	-74
其他	20	11	-1	-1	-1
经营现金流	42	53	55	49	70
资本支出	-15	-12	-12	-12	-12
投资收益	0	0	1	1	1
资产变卖	1	0	0	0	0
其他	-3	0	-6	-6	-3
投资现金流	-16	-13	-17	-17	-14
发行股票	0	292	180	0	0
负债变化	0	-130	101	26	35
股息支出	-14	-12	0	0	0
其他	-3	-4	0	0	0
融资现金流	-17	146	282	27	35
现金及现金等价物净增加额	9	186	320	59	92

主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	3.8	26.2	35.2	35.5	36.8
营业利润	N.A.	N.A.	80.6	38.8	51.9
净利润	-91.6	3,387.7	37.3	35.7	49.2
利润率 (%)					
毛利率	35.9	36.0	38.2	39.5	40.5
EBITMargin	-2.0	8.9	11.8	12.1	13.5
EBITDAMargin	11.5	16.5	16.1	16.3	16.8
净利率	0.4	11.3	11.5	11.5	12.5
回报率 (%)					
净资产收益率	0.4	10.0	9.8	10.7	14.1
总资产收益率	0.2	5.9	5.9	6.2	8.0
其他 (%)					
资产负债率	51.5	43.1	42.7	44.1	45.1
所得税率	43.6	10.6	10.1	10.3	10.3
股利支付率	2756.2	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；
	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威科姆（831601）、北教传媒（831299）、亿童文教（430223）、嘉达早教（430518），按照企业公告的信息，上述企业的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/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](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。