

华图教育（830858）新三板公司 2015 年中报点评

职业技能培训龙头业绩加速增长

2015 年 9 月 2 日

- ❖ **2015 年中报收入稳步增长，净利润大幅增长来自于成本管控。**公司 2015 年上半年收入 6.92 亿元，同比增长 17.6%；归母净利润 1.53 亿元，同比增长 101%，EPS 为 2.49 元。收入稳步增长的原因有二：（1）高端产品获得市场认可，上半年招生量和招生占比稳步增长；（2）事业单位、教师、金融、医疗卫生等考试培训业务的爆发式增长。营业成本控制有效是净利润实现爆发式增长的主因，其中 2015 年上半年营业总成本增长为 4.34%，远低于收入增长 17.55%；母公司营业成本增长 27.21%，低于其收入增长的 34.85%。主营业务成本中，上课场地及房屋费用占收入的 17.67%，同比下降 2.81%；教师成本及薪酬占收入的 26.08%，同比下降 2.87%。
- ❖ **华图教育是中国顶尖的职业技能教育培训企业。**华图教育根据教育培训行业发展趋势和自身优势将自身定位为中国领先的职业技能教育培训企业。公司目前已拥有遍布全国的近 200 家分公司、20 家全资及控股子公司和近千人的培训师团队。公司立足培训和咨询两大主业，提供三类产品和服务：（1）面授培训服务：人才招录类面授培训服务（中央、国家和地方机关公务员招录等）、资格认证类面授培训服务（教师资格证、会计从业资格、注册会计师等）和其他培训服务；（2）网络培训服务：通过华图网校和教师网提供与面授业务相近的服务；（3）咨询服务。华图教育是公务员考试培训行业的龙头公司，2013 年在公务员考试的面授培训、网络培训和图书发行三大细分行业的市占率分别为 66%、70%和 47%。
- ❖ **“一横一纵，一下一上，科技加资本”三大战略打造新华图。**公司于近期终止借壳 ST 新都（000033.SZ），拟继续挂牌新三板并启动做市交易。公司制定了“一横一纵，一下一上，科技加资本”三大发展战略。（1）“一横”战略指在公务员招录考试基础上，着重发展教师和医疗卫生招录考试、证券和银行从业资格证考试、研究生入学考试和司法考试培训等领域；（2）“一纵”战略指涉足幼儿教育培训和 K12 教育培训等领域，从纵向打通人生全程教育培训业务；（3）“一下”是指华图教育继续巩固公司地面教学网络，加强传统教育培训业务；（4）“一上”是指华图教育积极开展在线教育业务，实现线下线上相呼应，从整体上提升教育培训的效果。
- ❖ **2015 年业绩有望实现快速增长。**基于公司的发展战略，公司制定了 2015 年的经营目标为营业收入 14 亿元和税后利润 1.8 亿元，较 2014 年的 11.55 亿元和 1.06 亿元，分别同比增长 21%和 70%。（1）在公务员培训业务方面，公司 2015 年有望实现约 6 亿元收入，其中纯线上和 O2O（线上学习和线下培训结合）分别约 0.8~1 亿元和 5 亿元。（2）教师和医疗卫生招录考试业务在 2015 年有望实现 2 亿元和数千万元营收。（3）在线教育方面，公司新开发了“华图在线”APP 作为其移动学习平台，并进行了大力推广，目前已有 20 万学员注册。同时，公司进一步推广“砖题库”，目前注册人数达到 200 万人以上，移动端注册人数占 70%以上。
- ❖ **风险因素。**公务员报考人数趋势下降的风险，市场竞争加剧的风险。
- ❖ **估值分析。**新三板教育行业可比公司平均市值 11 亿元，2013/2014 年 PE 为 208/117 倍。由于外延式扩张的布局，华图教育正处于停牌阶段。公司目前的市值 61 亿元，对应 2015 年净利润目标 1.8 亿元的 PE 为 34X。

项目/年度	2012	2013	2014	2015H1
营业收入（百万元）	632.8	984.4	1,155.4	692.3
增长率 YOY%	N/A	55.6	17.4	17.6
净利润（百万元）	49.7	120.4	106.3	153.1
增长率 YOY%	N/A	142.3	-11.7	101.0
每股收益（元）	0.81	1.96	1.73	2.49
PE（倍）	123	51	57	N/A

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：股价为 2015 年 8 月 31 日收盘价



当前价：99.00 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2003-02-12
新三板挂牌日期	2014-07-24
新三板做市日期	N/A
总股本/流通股本	61.5/33.48 百万股
近 12 月最高/最低价	105 元/39.02 元
近 1 月绝对涨幅	-4.81%
近 6 月绝对涨幅	120.74%
今年以来绝对涨幅	120.74%
1 个月日均成交额	18.53 百万元
12 个月日均成交额	39.36 百万元
做市以来绝对涨幅	N/A
做市以来日均成交额	N/A
做市商家数	N/A
做市商	N/A

相关研究

1. 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

表 1：华图教育财务数据情况

项目/年度	2012	2013	2014	2015H1
营业收入（百万元）	632.8	984.4	1,155.4	692.3
增长率 YOY%	N/A	55.6	17.4	17.6
净利润（百万元）	49.7	120.4	106.3	153.1
增长率 YOY%	N/A	142.3	-11.7	101.0
每股收益（全面摊薄）（元）	0.8	1.96	1.73	2.49
毛利率（%）	63.4	62.4	56.1	64.5
净资产收益率 ROE%	31.8	51.0	31.1	36.6
PE（倍）	123	51	57	N/A

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2015 年 8 月 31 日收盘价

表 2：新三板教育类公司估值比较

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入（百万元） 2013	2014	净利润（百万元） 2013	2014	PS 2013	2014	PE 2013	2014
学前教育	亿童文教	430223.OC	35.6	37.45	253.24	313.24	44.53	86.70	14.0	11.4	80	41
	嘉达早教	430518.OC	5.5	8.05	299.49	314.56	37.04	35.23	1.8	1.8	15	16
	仙剑文化	831643.OC	1.9	6.00	31.65	36.77	4.36	4.38	6.0	5.1	43	43
	书网教育	831217.OC	N/A	N/A	12.08	13.75	2.44	1.68	N/A	N/A	N/A	N/A
	爱乐祺	831797.OC	N/A	N/A	8.58	12.31	1.16	0.31	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		14.3						7.3	6.1	46.1	33.3
K12 教育	中教股份	430176.OC	12.1	20.00	83.68	145.44	19.52	50.13	14.4	8.3	62	24
	颂大教育	430244.OC	9.7	25.80	25.56	65.33	5.89	16.48	37.8	14.8	164	59
	北教传媒	831299.OC	N/A	N/A	220.90	263.09	4.98	14.26	N/A	N/A	N/A	N/A
	分豆教育	831850.OC	24.3	48.50	5.68	28.98	1.22	7.35	426.8	83.7	1980	330
	金硕信息	430297.OC	1.6	4.10	62.12	46.35	7.31	5.52	2.6	3.5	22	29
	星立方	430375.OC	3.4	7.17	15.72	30.32	1.00	4.02	21.5	11.1	340	84
	能龙教育	831529.OC	N/A	N/A	34.13	50.67	1.24	2.31	N/A	N/A	N/A	N/A
	安之文化	831632.OC	N/A	N/A	16.19	20.62	2.92	2.13	N/A	N/A	N/A	N/A
	吴福文化	430702.OC	1.2	4.63	30.23	39.87	0.73	1.71	3.9	3.0	162	69
	威科姆	831601.OC	14.1	15.78	306.60	318.20	15.42	1.30	4.6	4.4	92	1087
	必由学	831341.OC	N/A	N/A	2.85	5.84	-0.61	-0.57	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		9.5						73.1	18.4	403.1	240.3
职业教育	华图教育	830858.OC	60.9	99.00	984.38	1155.43	120.43	106.28	6.2	5.3	51	57
	行动教育	831891.OC	8.3	26.65	240.41	215.41	10.42	23.53	3.5	3.9	80	35
	朗顿教育	831505.OC	N/A	N/A	31.72	45.92	14.91	21.48	N/A	N/A	N/A	N/A
	星科智能	430545.OC	6.7	18.70	84.03	100.86	10.24	11.17	8.0	6.7	66	60
	奥派股份	830794.OC	2.2	10.01	20.25	28.10	3.08	8.16	10.7	7.7	71	27
	联合永道	430664.OC	2.7	7.39	42.46	65.11	2.02	6.83	6.5	4.2	136	40
	和君商学	831930.OC	N/A	N/A	11.51	30.56	1.98	6.38	N/A	N/A	N/A	N/A
	华博教育	831308.OC	3.1	38.94	10.74	15.46	0.63	5.93	29.0	20.2	494	53
	爱迪科森	430086.OC	6.4	32.19	45.44	52.07	5.90	3.46	14.2	12.4	109	186
	圣才教育	831611.OC	N/A	N/A	9.35	9.44	0.02	0.65	N/A	N/A	N/A	N/A
	建策科技	830868.OC	N/A	N/A	6.15	11.22	0.56	0.36	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		12.9	N/A					11.1	8.6	143.6	65.5
其他	学府信息	831525.OC	N/A	N/A	6.47	7.11	4.40	0.60	N/A	N/A	N/A	N/A
	斯福泰克	430052.OC	0.2	2.00	20.44	7.29	-0.81	-4.66	1.2	3.3	(30)	(5)
	金山顶尖	430064.OC	1.8	3.60	370.12	212.04	14.02	-14.64	0.5	0.8	13	(12)
	平均		1.0						0.8	2.1	-8.4	-8.7
平均			10.6						32.3	11.1	207.8	117.0

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：（1）股价为 2015 年 8 月 31 日收盘价；（2）收入单位为百万元。

表 3：A 股教育行业公司估值比较

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)			PS		PE	
					2014	2015E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2014	2015E
K12 教育	凤凰传媒	601928.SH	337	13.26	9,618.2	1,205.4	1,437.6	1,704.7	3.5	28	23	20	
	中南传媒	601098.SH	332	18.49	9,038.8	1,468.8	1,844.4	2,292.6	3.7	23	18	14	
	新南洋	600661.SH	58	22.49	1,165.6	63.1	92.6	145.9	5.0	92	63	40	
	全通教育	300359.SZ	135	63.19	192.6	44.9	116.1	231.5	70.2	301	116	58	
	科大讯飞	002230.SZ	355	27.63	1,775.2	379.4	552.7	803.8	20.0	94	64	44	
	拓维信息	002261.SZ	113	25.5	657.9	56.3	272.4	329.3	17.2	201	41	34	
职业教育	洪涛股份	002325.SZ	249	24.88	3,392.6	295.4	351.9	418.9	7.3	84	71	59	
	世纪鼎利	300050.SZ	46	18.32	447.1	43.9	130.0	175.0	10.2	104	35	26	
	国脉科技	002093.SZ	103	11.9	460.3	54.6	78.0	145.0	22.4	188	132	71	
学前教育	森马服饰	002563.SZ	283	21.15	8,147.1	1,092.3	1,415.9	1,729.9	3.5	26	20	16	
	威创股份	002308.SZ	259	30.97	803.0	105.2	139.6	148.8	32.2	246	185	174	
教育信息化	方直科技	300235.SZ	32	20.12	82.8	22.5	0.0	N/A	38.5	141	N/A	N/A	
	新开普	300248.SZ	52	18.18	315.4	37.8	49.0	71.4	16.5	137	106	73	
	天喻信息	300205.SZ	58	13.39	1,354.7	58.6	90.2	151.9	4.3	98	64	38	
综合	立思辰	300010.SZ	177	25.88	847.0	100.4	156.3	228.7	20.9	177	113	77	
A 股平均			168						18	123	71	51	

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2015 年 8 月 31 日收盘价；（2）收入单位为百万元

表 4：美股和港股中国教育行业公司估值比较

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PS		PE	
			2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
新东方	EDU.N	206.1	7,258.7	7,946.3	1374.8	1216.7	2.8	2.6	15	17
学大教育	XUE.N	20.3	2,211.9	2156.2	102.9	(63.9)	0.9	0.9	20	N/A
好未来	XRS.N	156.3	2,000.6	2765.9	386.3	428.0	7.8	5.6	40	37
达内科技	TEDU.O	29.8	591.7	868.1	89.5	157.4	5.0	3.4	33	19
正保远程教育	DL.N	24.0	454.8	619.5	86.5	149.2	5.3	3.9	28	16
网龙	0777.HK	75.7	889.2	967.9	6140.8	176.7	8.5	7.8	1	43
海外平均		85.4					5.1	4.1	23	17

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2015 年 8 月 31 日收盘价；（2）收入单位为百万元；（3）单位为人民币元，汇率为最新汇率（4）新东方 2013 年报告期为 2013-6-1 至 2014-5-31；好未来 2013 年报告期为 2013-3-1 至 2014-2-28；正保远程教育 2013 年报告期为 2012-10-1 至 2013-9-30；2014 年以此类推。

表 5：A 股上市公司并购一级市场教育公司的估值分析

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例 (%)	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)					PE				
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
全通教育 (300359.SZ)	广西慧谷	0.31	51%	0.61		8.75	11.38				7	5.38		
	湖北音信	0.46	55%	0.84		6.38	8.94				13	9.36		
	杭州思讯	0.53	72%	0.74		6.66					11.1			
	河北皇典	0.54	51%	1.05		4.90	6.12	7.04			21.5	17.18	14.94	
	继教网	10.5	100%	10.50		68	85	106.25			15.4	12.35	9.88	
	西安习悦	0.8	100%	0.80		5.8	7.6	10.5			13.8	10.53	7.62	
威创股份 (002308.SZ)	红缨教育	5.20	100%	5.20		33	43	53			16	12	9.81	
	伴你成长	0.7	50%	1.40		3	10	13	16.9		46.67	14.00	10.77	8.28
拓维信息 (002261.SZ)	海云天	10.6	100%	10.60		53.9	71.7	90.1	112.9		19.67	14.78	11.76	
	长征教育	7.24	100%	7.24		44	57.2	68.64			16.45	12.7	10.5	
	龙星信息	0.57	49%	1.16		12.14	13.36				9.5	8.67		
	诚长信息	0.29	40%	0.72		7.59	8.35				9.53	8.66		
	贵州前途	0.15	45%	0.34										
	天天向上	0.20	51%	0.40										
	火溶信息	8.1	90%	9.00	60	78	97.5			15.00	11.54	9.23		
洪涛股份 (002325.SZ)	跨考教育	2.48	70%	3.54		24.5	32.2	42			14.45	10.99	8.43	
世纪鼎利 (300050.SZ)	智翔信息	6.25	100%	6.25	51.7	58.08	70.43	76.33		12.09	10.76	8.87	8.19	

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例 (%)	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)					PE				
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
新开普 (300248.SZ)	兰途科技	0.09	35%	0.25										
	乐智科技	0.04	20%	0.20										
	树维信息	1.99	100%	1.99		10	16.00				19.90	12.44		
	迪科远望	3.2	100%	3.20		20	27				16.00	11.85		
	校园司令	0.03	25%	0.12										
立思辰 (300010.SZ)	敏特昭阳	3.45	95%	3.63	30	33	46.2	47.52		12.10	11.00	7.86	7.64	
	从兴科技	0.54	30%	1.80	18	19.5	21			10.00	9.23	8.57		
	乐易考	0.2	51%	0.39										
	汇金科技	4	100%	4.00	36.05	43.98	53.66	56.34		11.10	9.09	7.45	7.10	
	虹思科技	0.15	51%	0.29										
中国高科	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	60	90			8.75	5.83	3.89	
	松特高新	2	100%	2.00		40	60	90			5.00	3.33	2.22	
平均		2.57								12.06	14.35	10.07	8.75	8.28

资料来源：Wind，中信证券研究部

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
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

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

法律主体声明

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

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

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

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

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

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

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。