

2019 年 05 月 08 日

新三板教育行业 TOP10：去伪存真，锁定优势

■聚焦新三板：60%公司净利下滑，板块业绩出现明显下滑，头部公司以及负净利润公司占比逐步提升。截止2019年4月30日，166家新三板教育公司中共计159家公司披露2018年年报，我们对于159家公司进行分析，发现：

- 新三板教育板块收入增速放缓、仅为8.41%，且净利润下降47.94%。由于头部公司摘牌、受教育政策变化影响或是资金流动性受限；
- 60%公司出现净利润下滑，经营性现金流较为稳定；新三板教育公司净利润中位数以及平均数逐步下降，2018年平均净利润仅为428.72万元；
- 头部公司以及负净利润公司占比逐步提升，2018年净利润在4000万以上公司占比达到5.66%，净利润为负公司为63家（占比39.62%）。新三板教育公司分布呈现出“两头变大+中段缩小”的形态，头部优质公司逐步做大做强、小型企业处境艰难。

■对标A股：计提大额商誉减值影响净利，纯正教育业务内生增长明显。我们选取30家A股教育上市公司进行分析（剔除出版板块），A股教育公司（原始报表）受计提大额商誉减值影响，利润大幅下降（-138.22%）。由于A股大多非纯正教育公司，我们单独提取教育业务核算，2018年纯正教育业务收入为338.4亿元（+58.46%）；教育业务毛利151.24亿元（+74.27%），内生增长明显，主要源自于部分公司新增教育业务，如中公教育（营收+62.37亿元）、科斯伍德（并购龙门教育新增5亿元）；以及各公司教育业务内生增速。

■细分行业：两大市场表现略有差异，A股明显优于新三板。A股市场除职业教育板块外，其他板块纯正教育营收增速有所放缓，职业教育（+182.16%，中公教育带动明显）>素质教育（+100.22）>早幼教（+33.92%）>教育信息化（+29.82%）>k12（+16.89%）；新三板市场中除k12板块外，各大细分板块净利润均出现不同程度的下跌。

■估值对比：新三板教育估值16X，A股约为新三板教育估值的2倍。新三板教育板块估值整体下行，2018年下降至16X，为历年来新低。而A股2018年估值为30X，两大市场估值差逐步扩大，A股教育市场估值约为新三板市场估值的2倍。

■定靶top：去伪存真，锁定优势。2018年整体业绩中，新三板头部教育企业仍然增长明显，我们结合行业景气度、盈利性&成长性、未来可持续性、现金流周转能力等多因素出发，从159家教育公司中选出10家优质企业。具体包括：

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

从问询函看行业技术路径—

—科创板申报企业首轮问询2019-05-05

点评

第一物业：绿色科技物业龙头，业绩稳定可持续增长2019-05-05

赛普健身：健身教练培训龙头

头企业，经营成果保持高增2019-05-05

广州塔：打造地标品牌IP，

首创高塔预约分时段观光模式2019-05-05

新三板日报（新三板年报季

即将收官，齐鲁银行利润超2019-04-30 20亿）



- 幼教：亿童文教（玩教具龙头）、荣信教育（高端童书）；
- K12：龙门教育（区域性教培机构）、世纪明德（国内研学龙头）；
- 职业教育：行动教育、新道科技；
- 教育信息化：鸥玛软件、金智教育、睿易教育、麦可思

■风险提示：教育产业渗透率提升低于预期；国家政策不达预期；行业竞争加剧

内容目录

1. 聚焦 2018：教育格局发生变化，A 股教育市场开始崛起	5
1.1. 整体预览：60%公司净利下滑，业绩出现明显下滑	5
1.1.1. 行业增速：60%公司净利下滑，板块整体增速下降 47.94%	5
1.1.2. 分布情况：“两头变大+中段缩小”，头部公司以及负净利润公司占比提升	6
1.2. 对标 A 股：计提大额商誉减值影响净利，纯正教育业务内生增长明显	7
1.2.1. 原始报表：并购“后遗症”显现，2018 年多家计提减值损失	7
1.2.2. 纯正教育：内生增长明显，A 股教育格局出现新变化	8
1.3. 细分赛道：两大市场表现略有差异，A 股明显优于新三板	8
1.4. 估值对比：新三板估值 16X，A 股约为新三板市场估值的 2 倍	9
2. 定靶 top：去伪存真，锁定优势	11
2.1. 亿童文教：精耕细作学前领域，保持稳健发展态势	12
2.2. 荣信教育：原创实力进一步强化，全球架构布局稳步推进	13
2.3. 龙门教育：“能力”与“素养”并重，构建双维度教育服务体系	14
2.4. 世纪明德：全国七大区布局完成，进军艺术、体育游学领域	15
2.5. 新道科技：深耕经管类教育信息化产品，加快互联网业务布局	16
2.6. 行动教育：司聚焦主业，持续进行课程研发	17
2.7. 鸥玛软件：国家重要考试评测服务提供商，业绩稳步增长	18
2.8. 金智教育：专注高校信息化，“互联网+高校”服务生态圈构建中	19
2.9. 睿易市场：合作学校的认可及示范作用明显，净利润增长 369.5%	20
2.10. 麦可思：高校管理数据与咨询行业领军者，行业地位突出	21

图表目录

图 1：新三板教育板块营收及增速（整体法）	5
图 2：新三板教育板块净利润及增速（整体法）	5
图 3：2018 年新三板教育公司净利润增速分布情况	6
图 4：2018 年新三板教育公司经营性现金流情况（亿元）	6
图 5：新三板教育公司净利润分布情况	6
图 6：A 股教育板块营收及增速（整体法）	7
图 7：A 股教育板块净利润及增速（整体法）	7
图 8：A 股教育业务营收及增速（仅包括教育业务）	8
图 9：A 股教育业务毛利及增速（仅包括教育业务）	8
图 10：A 股教育图谱	8
图 11：新三板教育细分行业营收增速	9
图 12：A 股教育细分行业营收增速（仅包括纯正教育业务）	9
图 13：新三板教育细分行业净利润增速	9
图 14：A 股教育细分行业毛利率（仅包括纯正教育业务）	9
图 15：新三板教育板块市盈率(2015、2016、2017、2018 可比口径下)	10
图 16：新三板教育板块市盈率(2016、2017、2018 可比口径下)	10
图 17：A 股教育板块市盈率(2015、2016、2017、2018 可比口径下)	10
图 18：10 家 top 教育公司增速情况	11
表 1：新三板教育公司净利润中位数及平均数（万元）	7
表 2：部分公司计提商誉减值	7

表 3：教育行业 10 家优质公司	11
表 4：亿童文教具体财务数据.....	12
表 5：荣信教育具体财务数据.....	13
表 6：龙门教育具体财务数据.....	14
表 7：世纪明德具体财务数据.....	15
表 8：新道科技具体财务数据.....	16
表 9：行动教育具体财务数据.....	17
表 10：鸥玛软件具体财务数据.....	18
表 11：睿易教育具体财务数据.....	19
表 12：睿易教育具体财务数据.....	20
表 13：麦可思具体财务数据.....	21

1. 聚焦 2018：教育格局发生变化，A 股教育市场开始崛起

2018 年年报披露完毕，我们将聚焦 A 股和新三板教育市场，对两大市场的业绩、增速、细分行业、估值等各方面进行比较。其中我们将从行业整体、估值透视以及细分行业三大方面剖析整个教育板块。其中结论如下：

- 2018 年新三板教育板块 60% 公司净利下滑，板块整体增速下降 47.94%；
- 对标 A 股，受计提大额商誉减值影响，利润大幅下降；然而我们将教育业务单独拆分，2018 年 A 股教育板块内各公司教育业务收入内生增长明显 (+58.46%)。
- 细分行业中，A 股市场除职业教育板块外，其他教育板块增速有所放缓，职业教育 (+182.16%，中公教育带动明显) > 素质教育 > 早教 > 教育信息化 > K12；新三板市场中除 K12 板块外，各大细分板块净利润均出现不同程度的下跌。
- 新三板教育板块估值整体下行，2018 年下降至 16X，A 股 2018 年估值为 30X，两大市场估值差逐步扩大，A 股教育市场估值约为新三板市场估值的 2 倍。

1.1. 整体预览：60% 公司净利下滑，业绩出现明显下滑

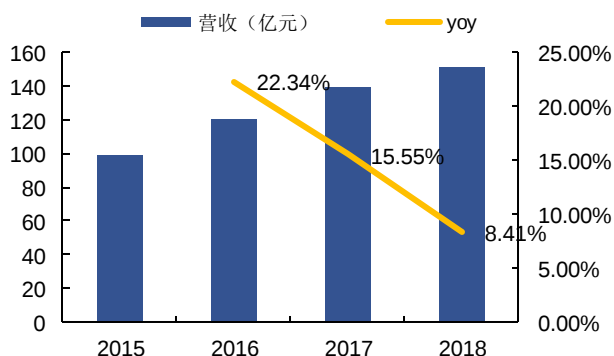
1.1.1. 行业增速：60% 公司净利下滑，板块整体增速下降 47.94%

截止 2019 年 4 月 30 日，166 家新三板教育公司中共计 159 家公司披露 2018 年年报，我们对于 159 家公司进行分析，发现：

新三板收入增速放缓、仅为 8.41%，且净利润下降 47.94%。截止 2019 年 4 月 30 日，共计 159 家新三板教育公司披露 2018 年年报。新三板教育板块整体业绩下降明显，其中新三板教育板块 2018 年营收合计为 151.69 亿元，增速放缓至 8.41%；净利润合计 6.82 亿元，下降 47.94%。

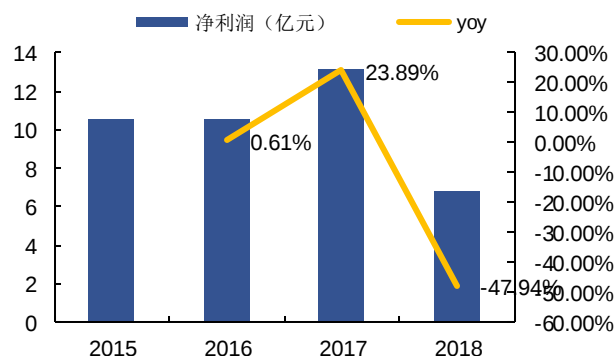
教育板块整体业绩下滑明显，主要由于头部公司摘牌导致业绩下滑明显；除此之外，部分公司由于受到 2018 年教育政策变化影响或是资金流动性受限，导致公司整体运行出现问题，其中代表性企业包括蓝色未来（战略性停止对学前教育业务的所有资源投入，与幼儿园相关的多项投入计提了资产减值损失，非经常性损益大幅变动）、中教股份（2018 年度银行缩减对公司流动贷款的规模，公司流动资金短缺，导致项目的承接能力降低、市场投入下降，营业收入大幅减少，公司亏损）。

图 1：新三板教育板块营收及增速（整体法）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：新三板教育板块净利润及增速（整体法）

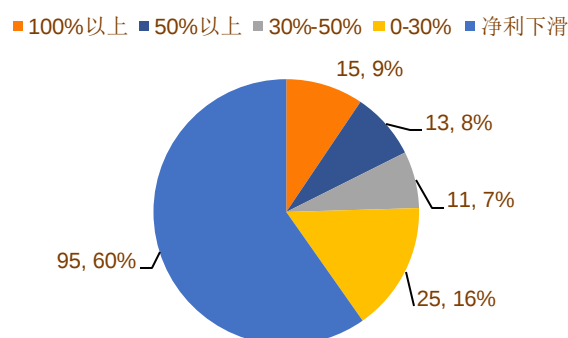


资料来源：wind，安信证券研究中心

60% 公司出现净利润下滑，经营性现金流较为稳定。新三板 159 家教育公司仅有 64 家实现净利润增长（占比为 40%），其中 2018 年归母净利润增速高于 50% 的有 28 家，30%~50% 的有 11 家，0%~30% 的有 25 家，增速为负的有 95 家，占比达到 60%。除此之外，从经营

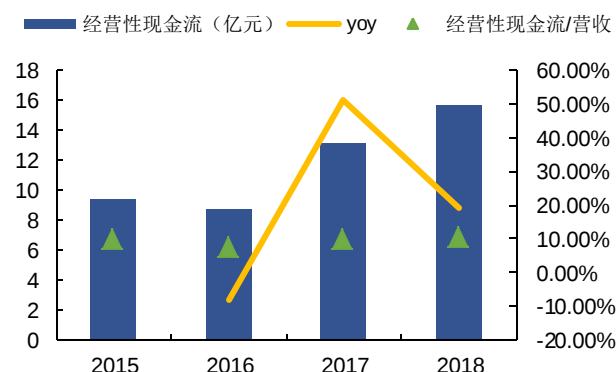
性现金流净额看，新三板教育公司较为稳健，整体法下 2018 年增速为 19.03%，经营性现金净额/营收保持在 10%左右，2018 年略有提升。

图 3：2018 年新三板教育公司净利润增速分布情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2018 年新三板教育公司经营性现金流情况 (亿元)

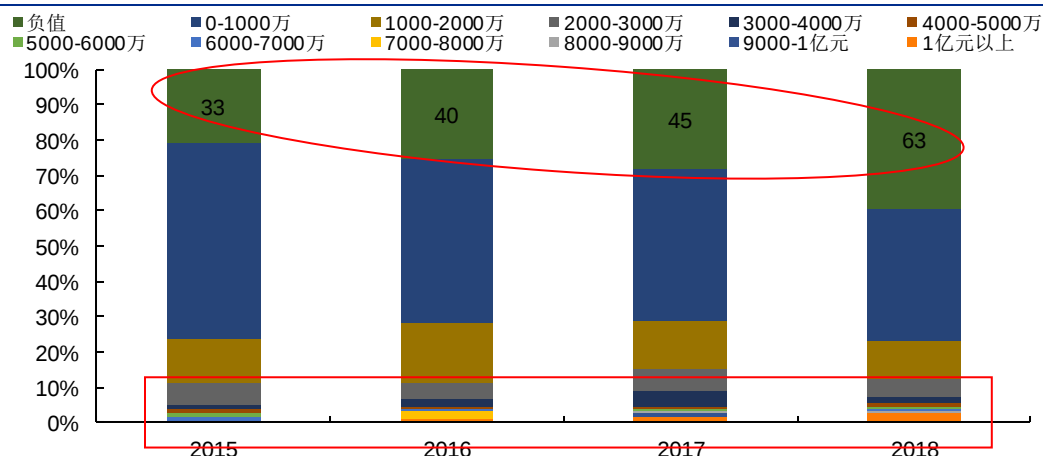


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.1.2. 分布情况：“两头变大+中段缩小”，头部公司以及负净利润公司占比提升

头部公司以及负净利润公司占比逐步提升，2018 年净利润在 4000 万元以上公司占比达到 5.66%，净利润为负公司为 63 家 (占比 39.62%)。通过对比梳理 2015、2016、2017 和 2018 四大报告期新三板教育公司净利润分布情况，其中我们发现 159 家新三板教育公司中，2015、2016、2017 和 2018 净利润在 4000 万元以上的分别是 6 (占比 3.77%)、7 (占比 4.40%)、7 (占比 4.40%) 和 9 (占比 5.66%)。而净利润为负值的公司占比逐年提升，2018 年为 63 家，占比上升至 39.62%，新三板教育公司分布呈现出“两头变大+中段缩小”的形态，即头部优质公司逐步做大做强、小型企业处境艰难。

图 5：新三板教育公司净利润分布情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

新三板教育公司净利润中位数以及平均数逐步下降，2018 年平均净利润仅为 428.72 万元。我们对比分析 2015、2016、2017 和 2018 四大报告期新三板教育公司净利润中位数以及平均数，2015-2018 年呈现明显的下降态势，2018 年中位数为 104.02 万元。

表 1：新三板教育公司净利润中位数及平均数（万元）

	2015	2016	2017	2018
净利润中位数（万元）	312.44	352.98	266.89	104.02
yoy		12.98%	-24.39%	-61.03%
净利润平均数（万元）	660.69	664.75	823.54	428.72
yoy		0.61%	23.89%	-47.94%

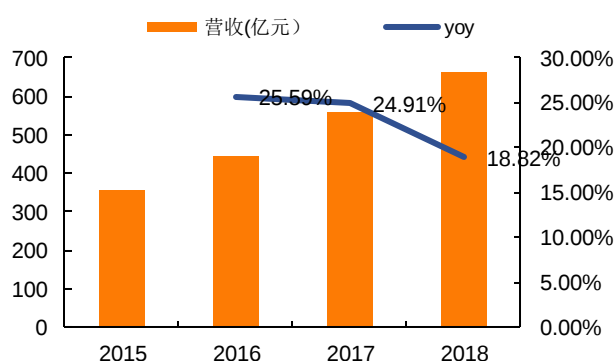
资料来源：wind, 安信证券研究中心

1.2. 对标 A 股：计提大额商誉减值影响净利，纯正教育业务内生增长明显

1.2.1. 原始报表：并购“后遗症”显现，2018 年多家计提减值损失

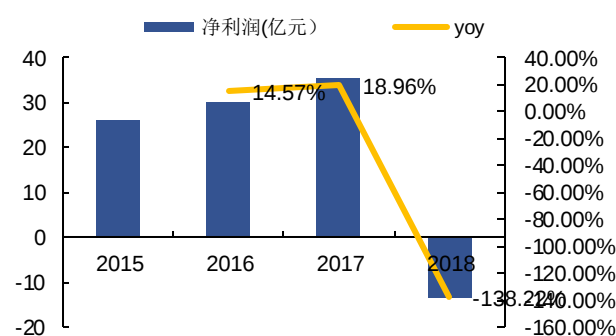
截止 2019 年 4 月 30 日，我们选取 30 家 A 股教育上市公司进行分析（剔除出版板块），其中 30 家公司 2018 年度共实现营业收入 662.91 亿元，同比增长 18.82%，增速出现放缓；实现归母净利润-1.38 亿元，同比减少 138.22%，利润大幅下降主要系勤上股份、立思辰、全通教育、拓维信息等公司计提大额商誉减值。

图 6：A 股教育板块营收及增速（整体法）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：A 股教育板块净利润及增速（整体法）



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 2：部分公司计提商誉减值

代码	公司	内容
300160.SZ	秀强股份	受教育产业新政的影响，报告期公司对收购的全资子公司杭州全人教育集团有限公司、江苏童梦幼儿教育信息咨询有限公司形成的商誉进行了初步的减值测试，预计 2018 年将计提 29,000 万元左右的商誉减值准备，减少归属于上市公司股东的净利润 29,000 万元左右。
002638.SZ	勤上股份	公司 2016 年完成对广州龙文收购形成了 19.98 亿元的商誉。因广州龙文 2018 年度实现的净利润未达到盈利预测值，经公司财务部门初步测算，收购广州龙文形成的商誉存在减值的迹象，根据《企业会计准则第 8 号—资产减值》关于商誉减值处理的相关要求，本着审慎的原则，公司拟对收购广州龙文产生的商誉计提减值准备，确认约 12 亿元的资产减值损失。
300010.SZ	立思辰	对业绩下滑子公司计提商誉减值准备，初步测算减值计提金额约为 104,000.00 万元，最终金额将由公司聘请的审计机构和评估机构进行审计和评估后确认。
002696.SZ	百洋股份	预计公司的全资子公司北京火星时代科技有限公司（以下简称“火星时代”）当年承诺业绩无法完成，根据《业绩承诺与补偿、激励协议》，预计新余火星时代投资管理合伙企业（有限合伙）、王琦需就未达到当期累积承诺净利润的部分向公司补偿 1 亿元。同时根据中国证监会《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》的相关要求，经初步测算，预计将对公司收购火星时代 100%股权形成的商誉计提约 2—2.5 亿元的减值准备，导致公司 2018 年度业绩预期同比下降；
300359.SZ	全通教育	对并购的子公司的进行了初步商誉减值测试，初步预计商誉减值金额在 6.5 亿元左右；

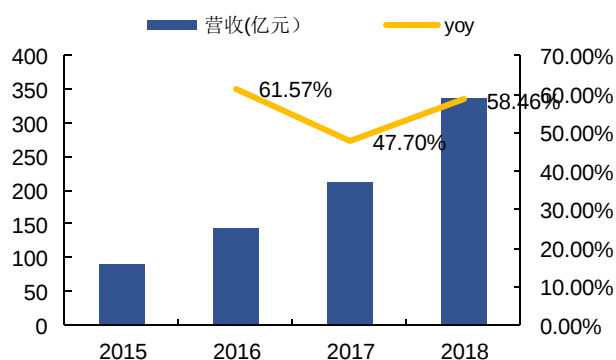
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2.2. 纯正教育：内生增长明显，A 股教育格局出现新变化

教育业务内生增长明显，A 股教育格局出现新变化。由于 A 股教育公司目前大多为非纯正教育业务，我们将教育业务单独提取出来进行计算。其中 2018 年 A 股教育板块内各公司教育业务收入为 338.4 亿元，同比增长 58.46%；教育业务毛利 151.24 亿元，同比增长 74.27%。

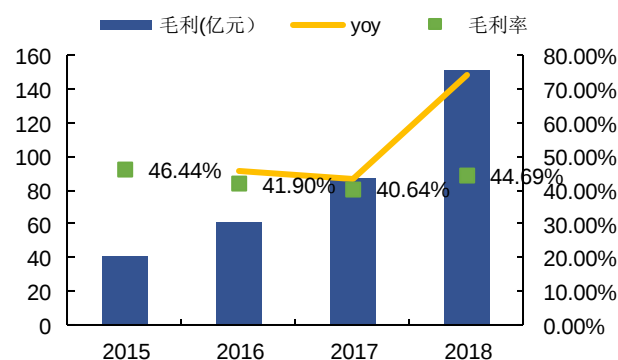
纯正的教育业务板块营收增速和毛利增速增长明显，主要原因包括两方面。一方面在于部分公司新增教育业务，如中公教育（营收+62.37 亿元）、科斯伍德（并购龙门教育新增 5 亿元）；另一方面在于各公司教育业务内生增速明显，均保持不同程度的增长。2018 年教育业务毛利率 44.69%。

图 8：A 股教育业务营收及增速（仅包括教育业务）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：A 股教育业务毛利及增速（仅包括教育业务）

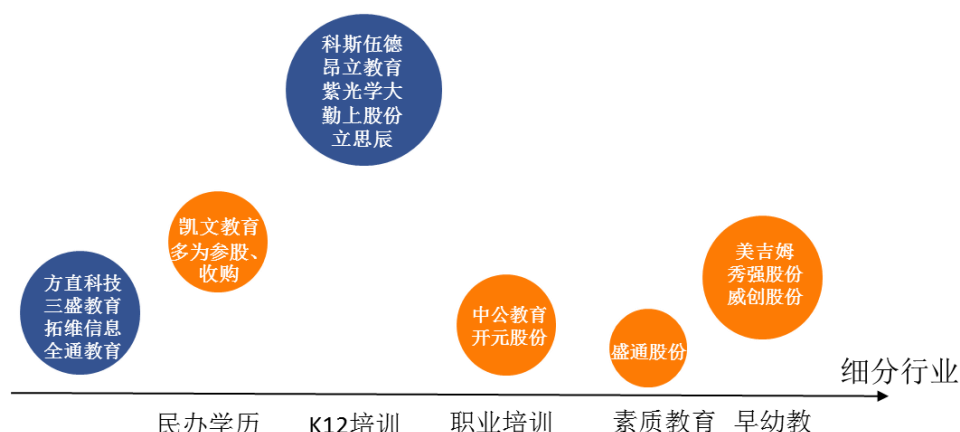


资料来源：wind，安信证券研究中心

A 股目前纯正教育标的逐步增多，幼教板块威创股份、秀强股份、美吉姆；K12 教培板块中科斯伍德并购龙门教育、立思辰对于中文未来的 K12 语文收购，凯文教育剥离原有传统业务聚焦教育，成为民办学历教育板块纯正标的，以及职业教育公司中公教育正式登陆 A 股。未来预计纯正教育标的将逐步增多，并购重组以及传统业务剥离仍然是主要方式。

图 10：A 股教育图谱

A 股目前集中在教育信息化&K12，纯正标的逐步增多



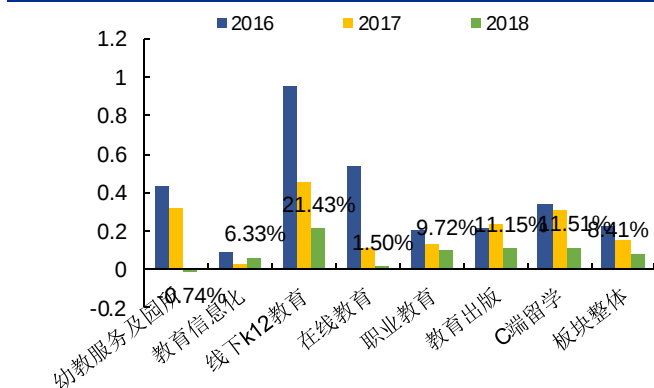
资料来源：安信证券研究中心整理制图

1.3. 细分赛道：两大市场表现略有差异，A 股明显优于新三板

纵观新三板&A 股教育板块收入增速，呈现出明显的差异。A 股纯正教育业务市场收入增速明显快于新三板教育板块；且各大细分市场均出现不同程度的快速增长。具体而言：

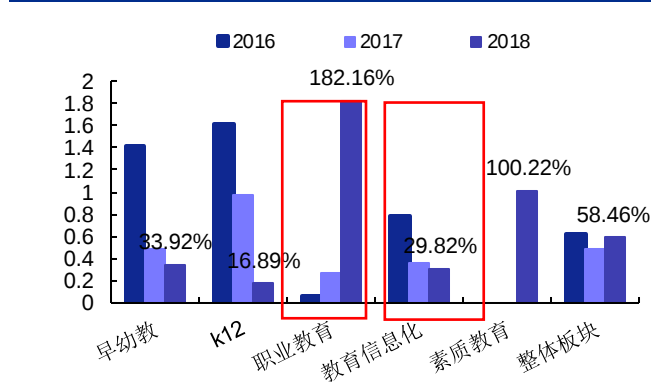
- A 股市场：除职业教育板块外，其他教育板块增速有所放缓，主要受政策影响。其中营收增速上职业教育（+182.16%，中公教育带动明显）> 素质教育 > 早幼教 > 教育信息化 > k12。
- 新三板市场：k12 > 留学 > 职业教育 > 教育信息化 > 幼教（-0.74%，受蓝色未来影响明显）

图 11：新三板教育细分行业营收增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

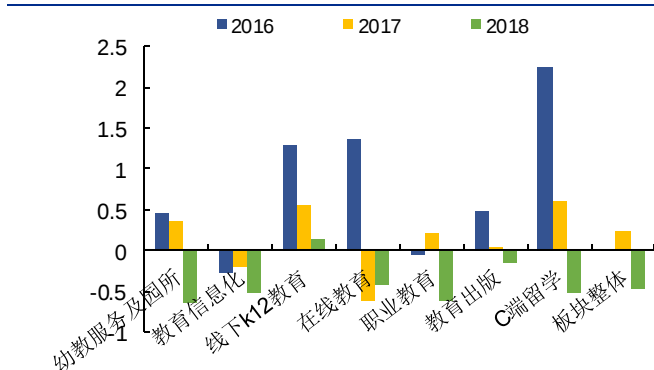
图 12：A 股教育细分行业营收增速（仅包括纯正教育业务）



资料来源：wind，安信证券研究中心

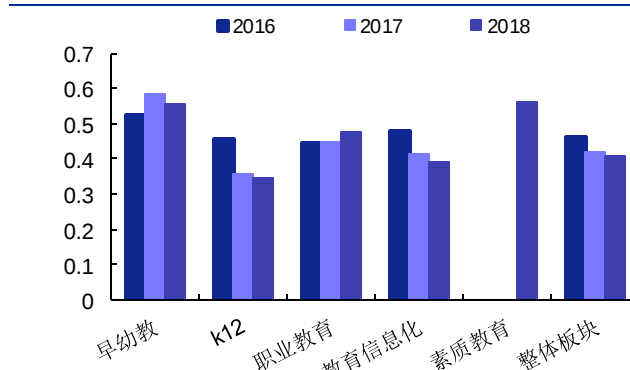
盈利能力中 A 股纯正教育业务我们关注毛利率指标，整体保持稳定态势。新三板市场中除 k12 板块外，各大细分板块净利润均出现不同程度的下跌，与政策变化以及公司业务运营出现问题有关。

图 13：新三板教育细分行业净利润增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：A 股教育细分行业毛利率（仅包括纯正教育业务）

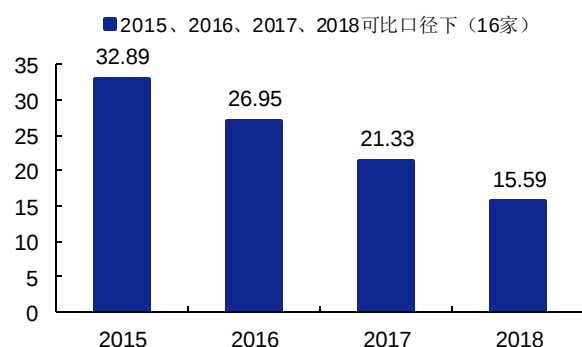


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.4. 估值对比：新三板估值 16X，A 股约为新三板市场估值的 2 倍

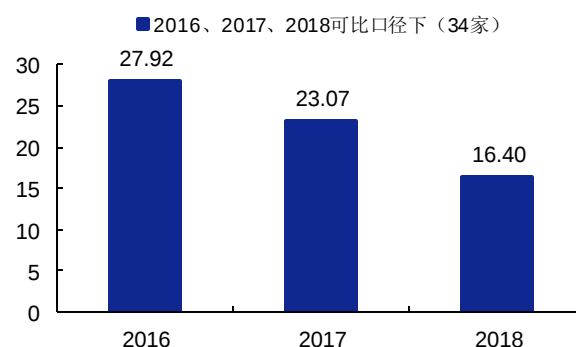
估值端可比口径下，A 股教育市场估值约为新三板市场估值的 2 倍。其中新三板教育板块估值介于 16X-30X 之间，2018 年下降至 16X，为历年来新低；而 A 股估值在 30-35X 左右，2018 年估值为 30X，两大市场估值差逐步扩大，A 股教育市场估值约为新三板市场估值的 2 倍。

图 15：新三板教育板块市盈率(2015、2016、2017、2018 可比口径下)



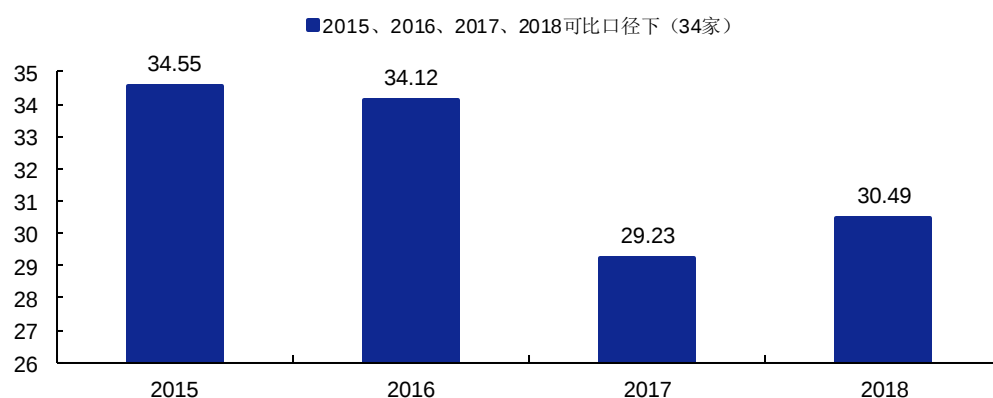
资料来源：wind，安信证券研究中心 注：剔除净利润、市值为负

图 16：新三板教育板块市盈率(2016、2017、2018 可比口径下)



资料来源：wind，安信证券研究中心 注：剔除净利润、市值为负

图 17：A 股教育板块市盈率(2015、2016、2017、2018 可比口径下)



资料来源：wind，安信证券研究中心

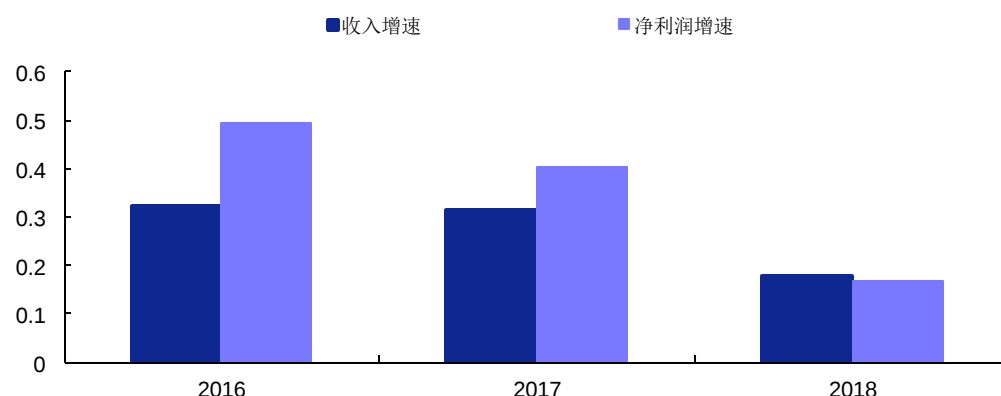
2. 定靶 top：去伪存真，锁定优势

2018 年整体业绩中，头部企业仍然增长明显，我们结合行业景气度、盈利性&成长性、未来可持续性、现金流周转能力等多因素出发，从 159 家教育公司中选出 10 家优质企业。具体包括：

- **幼教**：亿童文教（玩教具龙头）、荣信教育（高端童书）；
- **K12**：龙门教育（区域性教培机构）、世纪明德（国内研学龙头）；
- **职业教育**：行动教育、新道科技；
- **教育信息化**：鸥玛软件、金智教育、睿易教育、麦可思

其中这 10 家企业在 16、17、18 期间的营收增速分别为 31.76%、30.46%、17.94%，归母净利润增速分别为 49.24%、40.31%、16.93%。对比教育行业整体，该 10 家企业的营收与净利润增速表现突出。

图 18：10 家 top 教育公司增速情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 3：教育行业 10 家优质公司

证券代码	证券名称	行业分类	转让方式	层级	2018 营收 (万元)	同比 (%)	2018 归母净 利润 (万元)	同比增长 (%)	市值 (亿 元)	PE (ttm)
职业教育	831891.OC	行动教育	竞价转让	基础层	43,767.69	26.13	11,318.93	13.73	11.89	10.51
	833694.OC	新道科技	做市转让	创新层	28,971.78	17.10	8,934.69	7.45	8.39	8.10
早幼教	430223.OC	亿童文教	做市转让	基础层	64,008.75	5.77	13,297.31	5.19	17.67	13.29
	833632.OC	荣信教育	竞价转让	基础层	35,015.68	6.56	4,084.30	22.89	6.51	15.93
教育信息化	839737.OC	鸥玛软件	竞价转让	创新层	16,997.55	16.04	6,296.21	33.40	12.28	19.35
	832624.OC	金智教育	竞价转让	基础层	41,323.09	35.68	6,029.08	74.74	6.75	11.20
	835705.OC	睿易教育	竞价转让	基础层	14,914.94	40.27	5,256.96	369.50	13.00	24.73
	833861.OC	麦可思	竞价转让	基础层	11,350.18	15.28	4,262.37	34.01	4.93	11.56
K12	838830.OC	龙门教育	竞价转让	创新层	50,012.96	25.74	13,181.95	25.26	18.16	12.91
	839264.OC	世纪明德	做市转让	创新层	59,845.85	15.27	1,614.79	-72.92	10.21	63.23

资料来源：wind，安信证券研究中心 注：估值数据截止 20190430

2.1. 亿童文教：精耕细作学前领域，保持稳健发展态势

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 6.4 亿元，同比去年 5.77%，净利润为 1.33 亿元，同比去年 5.19%。公司拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税）。

玩教具行业龙头，持续引领学前教育装备市场：公司定位为中国幼教行业的整体服务机构，是一家致力于传播先教育理念，专业从事学前教育科学保教课程及产品研发、推广和服务的文化创意型高新技术企业，为全国幼儿园提供学前教育科学保教课程、教育图书、教育装备、师资培训、在线教育等产品和服务。

创新研发持续推进，构建完备的科学保教课程体系：产品研发方面，为帮助园所落实科学保教，公司全面推出亿童综合课程、亿童分领域课程、亿童家园共育课程、亿童室内游戏课程、亿童户外游戏课程、亿童户外运动课程，将幼儿园保教目标及内容与一日生活中的各类活动有机结合，构建一整套完备的科学保教课程体系。报告期内，公司推出全新的亿童主题学习包，通过每月主题活动，渗透五大领域，为幼儿园提供更全面的课程方案及图书材料；推出面向 3-6 岁幼儿及父母的家园共育课程，线上线下互动，获得幼儿园客户、家长客户的高度好评。其中 2018 年公司加大亿童幼师网校投入以及在线业务开发，2018 年研发费用为 3806.11 万元，同比增加 42.99%。（公司年报）

“线上+线下”多层次培训体系，以师资培训带动销售：公司产品以经销为主，建立了覆盖全国、深入区县的渠道网络，并在全国设有 26 个培训中心，通过“线上+线下”多层次培训体系，为全国幼儿园提供“一站式”整体解决方案。通过科学保教大会、园长研讨会、骨干教师培训班等线下形式，全面提升幼儿教师专业发展水平；并全新升级亿童幼师网校，向园长和教师提供全面的在线培训服务，涵盖亿童职业园长课程、亿童课程一对一、亿童课程一对多、亿童课程集锦、亿童公开课。报告期内，公司实施线下培训 60170 场，累计培训园长、教师、家长 163.79 万人次，亿童幼师网校实施线上直播课程 1318 场，累计培训园长、教师 29.88 万人次。（公司年报）

表 4：亿童文教具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	313.24	407.27	528.55	605.16	640.09
收入同比(%)	23.69	30.02	29.78	14.50	5.77
归母净利润（百万）	68.06	69.78	120.31	126.41	132.97
归母净利润同比(%)	52.82	2.54	72.41	5.07	5.19
毛利率(%)	68.07	66.06	66.66	65.01	65.61
ROE(%)	34.20	16.33	21.97	20.09	19.79
每股收益（元）	0.48	0.49	0.80	0.84	0.89
P/E	48.52	35.31	34.82	33.58	13.29
P/B	11.54	15.95	7.52	7.73	2.63
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：行业竞争加剧、知识产权受到侵犯、新媒体竞争风险

2.2. 荣信教育：原创实力进一步强化，全球架构布局稳步推进

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 3.5 亿元，同比去年增长 6.56%；实现净利润 4084.3 万元，同比去年增长 22.89%。拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税）。

中高端精品童书品牌，细分市场排名领先：公司主要从事中高端幼教益智产品（儿童互动类图书产品）的策划、设计、制作与发行及全球版权引进与输出业务。截止 2018 年底，公司旗下“乐乐趣”品牌童书在零售市场少儿出版社中码洋占有率排名全国第五，科普、低幼两个细分市场排名在全国少儿出版社中稳居第一（数据来源：开卷数据）。

整合渠道管理，销售规模持续增长：2018 年公司加强渠道市场推广运营管理，进行跨界、跨平台整合营销活动，针对新书及渠道现有重点品采用社群首发、引爆流量、全渠道铺货的营销推广模式。线上以新媒体、新传播形式及客户平台跟踪热点进行推广；线下渠道以故事姐姐体验式活动及跨界跨品牌营销推广等方式，在实现全国一、二、三线城市主要零售书店品牌全覆盖的情况下，新开发客户 148 家。公司业务增长稳健，市场占有率稳步提升，当期销售收入同比增长 6.56%，趣味翻翻书、神奇立体书销量均保持增长。

强化原创实力，少儿图书品类增多：2018 年公司原创图书出版占比达到 40% 以上，尤其是富有中国传统文化特色的书籍颇受市场追捧。其中“乐乐趣”原创甲骨文图画书《小汉字大故事》备受市场关注。与“中国国防科工局探月与航天中心”以及中国航天基金会共同策划出版“乐乐趣”原创科普立体书《嫦娥探月立体书》入选“2018 年度中国 30 本好书”、2018 年“中华优秀科普图书榜”少儿原创榜单；公司英国原创编辑团队出版的《神奇植物立体书》反响较好。2018 年公司与知名品牌客户倾力合作，独家定制出版各品类少儿图书，开展关于定制类图书的各类项活动体验，使儿童阅读方式更加丰富。

布局全球架构，进一步夯实竞争优势：2018 年，公司完成非公开发行股票发行，累计融资超过 1.1 亿人民币，为公司版权储备及原创书品的打造提供有力资金支持。除此之外，公司蓄力开拓海外市场，除组建英国本土原创编辑团队外，在香港设立全资子公司荣信教育股份(香港)有限公司，在美国设立全资子公司 Ronshin International，参与国际化竞争；10 月入股 Cottage Door Press，进一步开拓国际市场，形成海外竞争优势，打造“乐乐趣”品牌国际影响力，以增强自身原创能力，提升公司核心竞争力。

表 5：荣信教育具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	127.16	150.55	204.95	328.60	350.16
收入同比(%)	9.99	18.39	36.13	60.34	6.56
归母净利润（百万）	13.66	14.11	12.39	33.24	40.84
归母净利润同比(%)	5.46	3.28	-12.19	168.32	22.89
毛利率(%)	33.05	33.10	37.93	35.72	35.97
ROE(%)	13.35	12.12	8.84	15.93	13.19
每股收益（元）	0.36	0.28	0.25	0.60	0.68
P/E	0.00	0.00	31.73	22.96	15.93
P/B	0.00	0.00	0.00	2.45	2.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：存货减值风险、著作权被侵害风险、图书选题不能满足市场需求的风险

2.3. 龙门教育：“能力”与“素养”并重，构建双维度教育服务体系

公司发布 2018 年年报，营业总收入 5 亿元，同比去年 25.74%，归母净利润为 1.32 亿元，同比去年 25.26%；2019 年一季报正式披露，营业总收入 1.28 亿元，同比去年 9.72%，净利润为 3606.54 万元，同比去年 32.51%。

K12 教育培训知名品牌，提供多元服务。公司处于 K12 教育培训行业，长期聚焦中高考复读、毕业班冲刺培训细分赛道，是以中高考升学为导向，集教育培训、产品研发、教学研究于一体的综合教育服务机构。公司主营业务是面向复读生、初中高中学段应届学员提供全封闭补习培训、K12 课外培训（B2C 业务）以及教学软件及课程销售（B2B2 业务），旗下拥有子品牌龙门补习学校、龙门尚学、跃龙门育才科技。

三大业务齐发力，助力公司业绩快速发展。公司业绩快速发展主要来自于三大业务的齐发力，其中。其中全封闭中高考补习招生规模继续扩大，精品、实验班型比例持续提升；教育科技产品板块各产品销售份额同比增加；K12 品牌能力持续体现，学员报名人数增加。

内容研发优势——建立教学内容壁垒。报告期内，跃龙门育才科技成功获得“跃龙门阅读宝系统 V1.0”、“龙门校务云 ERP 管理系统 V2.0”、“语文小题精作软件 V1.0”、“英语词汇 PK 软件 V1.0”、“在线商城系统 V1.0”五项软件著作权，累计获得十八项软件著作权，获批“国家高新技术企业”及“深圳高新技术企业”资质。

业务遍及全国，K12 课外培训业务快速发展。公司的行业特征决定其经营场所分部较广，公司于 2016 年开始由区域布局全国，在全国各地拥有较多网点，截止 2018 年底，公司拥有全封闭中高考补习培训校区 5 个，2018 年春季招生 10,972 人，秋季招生 11,210 人。截止 2018 年 12 月 31 日，K12 课外培训业务在全国 12 个城市开展，校区数量 56 个（含单词赢销售办公室和学生服务咨询中心），在读学生人数 7,139 人。

完成业绩对赌，公司业务稳健推进。根据龙门教育股东与苏州科斯伍德油墨股份有限公司(以下简称“科斯伍德”)签订的《支付现金购买资产暨利润补偿协议》，科斯伍德已取得龙门教育 49.76% 股权，并同时获得龙门教育 52.39% 的股份表决权，成为龙门教育第一大股东。根据协议规定，利润补偿承诺为龙门教育 2017 年、2018 年、2019 年实现的净利润（指扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东净利润）分别不低于人民币 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元。目前公司顺利完成 2017 年、2018 年度承诺业绩。

表 6：龙门教育具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	28.42	150.63	240.96	397.76	500.13
收入同比(%)	0.00	430.02	59.97	64.93	25.74
归母净利润（百万）	4.05	48.92	70.29	105.23	131.82
归母净利润同比(%)	0.00	1,107.71	43.69	50.56	25.26
毛利率(%)	60.93	71.96	60.27	55.08	52.18
ROE(%)	46.99	88.31	27.01	33.26	37.84
每股收益（元）	0.81	9.78	0.54	0.81	1.02
P/E	0.00	0.00	24.90	18.48	12.91
P/B	0.00	0.00	7.56	11.15	4.73
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：政策监管风险、运营风险

2.4. 世纪明德：全国七大区布局完成，进军艺术、体育游学领域

公司发布 2018 年年报，实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 15.27%；实现归母净利润 1614.79 万元。公司拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。

净利润出现下滑主要系股权激励影响，目前全国七大区域市场、产品布局完成：公司 2018 年归母净利润下降 72.92%、扣非归母净利润为 4551.05 万元（-15.21%），主要原因是管理费用为 9112.48 万元（+177.62%），对应管理费用率为 15.23%（+8.91pct）。原因是 1) 公司在一季度发生股权激励费用 4275.99 万元；2) 分子公司增加，导致总体房租费用增加；3) 湖南、陕西、江苏子公司已购房产房屋折旧增加；4) 业务量增加需要增加专职服务人员以及新设的各地分子公司招收新员工导致人员薪酬增加；5) 引进专业管理人才，管理薪酬增加。公司继续全国性的市场及产品布局，在贵州、广东、江苏、河南、四川、甘肃、宁夏、重庆设立全资子公司，2018 年公司新增控股子公司 1 户，新增控股孙子公司 13 户。目前在东北、华北、西北、中部、华东、华南、西南七大区域的市场及产品布局基本完成。

进军艺术游学、体育游学领域，助力资源实现对接：报告期内公司在艺术、教育领域实现重大突破，其中 1) 公司与刘洋、宁波雅艺共同成立了北京明德华艺教育科技有限公司，并追加投资持有明德华艺 45% 的股份；2) 收购隆腾悦动（游道篮球）15% 的股权。其中世纪明德与两家公司强强联合，将推动双方在品牌、渠道、服务管理、课程研发、安全管理等方面的深度对接，进军艺术游学、体育游学领域。未来公司在研学旅行上下游供应链、客户渠道等方面达到全面协同。其中明德华艺 2018 年净利润为 389.58 万元。

研发持续赋能，2018 年研发费用增加 121.88%：2018 年公司新增对最小单元课程资源库，集控中心大屏调度系统、财务总线数据中心建设、财务票据内控管理系统、内部接待资源库等信息管理系统，研发费用为 1503.69 万元（+121.88%）。其中世纪明德运营管理信息系统（ERP）第二期正式上线，明德 ERP 已经做到与明德主营业务的高度贴合。公司产品研发主要为更新产品库、研发新产品，公司现有“研学旅行在中国”系列课程，以此提升服务质量。

预收款项为 8006.15 万元（+27.72%）增速较为可观：公司预收账款主要是预收活动费，其中 2018 年预收账款为 8006.15 万元，同比+27.72%。研学云数据互动系统-明德在线 APP 作为世纪明德专用的游学服务线上工具，累计用户逾 40 万。客户通过明德在线 APP 支付的营费超过 3 亿元，比上年同期增长 400%。

表 7：世纪明德具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	153.53	235.15	368.05	519.18	598.46
收入同比(%)	0.00	53.16	56.52	41.06	15.27
归母净利润（百万）	12.17	31.96	40.08	59.63	16.15
归母净利润同比(%)	0.00	162.61	25.39	48.79	-72.92
毛利率(%)	27.39	34.05	25.63	26.39	25.13
ROE(%)	79.06	80.91	34.89	42.36	9.32
每股收益（元）	5.48	14.40	6.36	1.00	0.27
P/E	0.00	0.00	35.03	23.62	63.23
P/B	0.00	0.00	37.04	13.42	5.89
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：安全因素、政策推进力度不及预期、监管风险、市场竞争加剧风险

2.5. 新道科技：深耕经管类教育信息化产品，加快互联网业务布局

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 2.9 亿元，同比去年增长 17.1%，净利润为 8934.69 万元，同比去年增长 7.45%。公司以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 3.80 元(含税)。

用友集团的成员企业，深耕经管类教育信息化产品：公司通过自主研发经管类专业实践教学产品和创新创业类教育产品，为客户提供经管类专业建设、实践教学体系升级、实践技能比赛和创新创业教育等人才培养方案及相关服务。公司每年举办会计技能大赛和“新道杯”沙盘大赛。其中“新道杯”沙盘大赛截至目前已举办 14 届，超过 2000 所院校参加比赛，近 5 万支参赛队伍，超过 20 万学生参赛。

加快互联网业务布局，商业模式多元化：报告期内，公司在原有商业模式的基础上持续加快互联网服务业务布局，继续尝试开展客户服务模式创新，从“软件销售”向“院校购买企业优质服务”的服务收费模式转型，实现云服务收入 878.09 万元，收入占比显著提升。同时，公司以创新的研发技术，包括且不限于云计算、云存储、云打印、智能机器人、大数据、移动终端互联、增强现实、虚拟现实、裸眼 3D、远程开发、国际化应用等多种技术领域和完善的产品体系，支撑公司的商业模式。

客户粘性较强，平台优势显著：背靠大股东用友集团，公司成立八年来，全国合作院校超过 3500 所，培训实践教学师资超过 3 万人次，培养学生近 110 万人。且公司开发出了适用于多专业领域的虚拟商业社会环境 (VBSE) 系列实践教学产品，并研发 ARE 虚拟仿真教学平台。高校可以根据教学内容的需求，结合 AR/VR 技术，延伸 VBSE 教学实验室的专业领域，叠加更多商科专业的实践教学产品。目前已经与全国多所院校的优秀教师队伍合作，就人才培养、竞赛组织、课题设计、实习指导等方面保持深度合作，并以此加强与高校的合作黏性，公司业务毛利率保持在 90% 左右。

用 IT 技术打磨实践教学产品，奠定核心教育技术基础：公司从单一产品、单一产品系列不断创新迭代出多产品、多产品系列及配套服务并存的产品与服务体系；构建了用以指导产品体系的创新进步路线的产品图谱，构造了公有云、私有云、混合云等多系统架构并存的实践教学产品核心技术架构。应用增强现实教育 (ARE) 技术、应用大数据技术，呈现教学效果，2018 年研发投入为 6376.72 万元 (研发费用率为 22.01%)。

表 8：新道科技具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (百万)	181.69	228.68	278.88	247.41	289.72
收入同比 (%)	24.14	25.87	21.95	-11.28	17.10
归母净利润 (百万)	33.50	50.89	70.57	83.15	89.35
归母净利润同比 (%)	50.24	51.91	38.66	17.83	7.45
毛利率 (%)	84.94	89.62	90.97	89.23	88.73
ROE (%)	27.60	24.76	16.92	18.62	18.76
每股收益 (元)	0.50	0.50	0.44	0.38	0.41
P/E	0.00	25.10	22.35	9.37	8.10
P/B	0.00	8.43	3.82	2.61	2.13
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：税收优惠、政府补助不能持续享受的风险；公司业绩季节性波动风险

2.6. 行动教育：司聚焦主业，持续进行课程研发

2018 年年报正式披露，营业总收入 4.38 亿元，同比去年 26.13%，归母净利润为 1.13 亿元，同比去年 13.73%。公司净利润的快速增长主要得益于销售收入的增加以及良好的成本费用控制。

公司是一家自主创新的管理教育公司，定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，主要致力于为中小民营企业客户提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台。公司的销售模式以自营销售为主，具体方式包括电话销售、关系销售、小规模课程试听销售、主题论坛销售以及电商销售等。培训或咨询服务模式为线下集中培训、线下现场咨询、线上视频教学、线上资讯平台服务等。

加大产品研发，推进现有产品迭代更新。公司定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，在 2018H1 报告期继续着力于转型升级的发展战略，根据市场经济发展和中小民营企业当下的需求。其中 1) 继续加大产品研发投入，对现有产品不断进行迭代更新，例如公司经典产品《赢利模式》已经升级到《赢利模式 8.0》版本，《倍增路径》已经升级到《倍增路径 6.0》版本。2) 公司不断优化产品结构，引进国际具有影响力的专家导师。公司主要收入构成稳定，2018 年度主营业务收入占营业收入 99.72%，主营业务收入主要包括管理培训、管理咨询和产品销售。随着公司品牌积淀，老客户的二次开发和新客户的推广，2018 年度管理培训和管理咨询收入稳步上升。

坚持自主创新，以内容为王。公司继续秉承以内容为王、坚持自主创新，不断研发和引进适应当下中小民营企业及企业家发展学习的课程培训产品，是公司可持续发展的核心基础。公司还组织了内部优秀导师及员工赴海外学习，选择优秀的课程和导师引入公司课程体系，为中小民营企业带来福音。2018 年 4 月，行动教育海外游学法国巴黎 HEC 商学院，碰撞中西实效典范；2018 年 9 月 9 日，行动教育第二届“9.9 企业家校长节”开幕。

表 9：行动教育具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	215.41	232.12	261.30	347.01	437.68
收入同比(%)	-10.40	7.76	12.57	32.80	26.13
归母净利润（百万）	23.53	22.61	65.60	99.07	113.19
归母净利润同比(%)	125.86	-3.90	190.09	51.03	13.73
毛利率(%)	72.30	71.55	70.37	72.52	73.53
ROE(%)	60.55	27.54	43.76	48.59	41.26
每股收益（元）	0.71	0.53	1.04	1.57	1.79
P/E	34.11	34.64	14.37	11.01	10.51
P/B	0.00	12.52	4.73	8.25	4.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

公司风险提示：行业特性风险；行业竞争加剧风险；关键人员流失风险

2.7. 鸥玛软件：国家重要考试评测服务提供商，业绩稳步增长

公司发布 2018 年年度报告及 2019 年一季报，2018 年实现营业收入 1.70 亿元，同比增长 16.04%，实现归母净利润 6296.21 万元，同比增长 33.40%；2019 年第一季度实现营业收入 1165.16 万元，同比增长 46.43%，归母净利润为-74.67 万元，同比增长 39.49%。

考试评测服务提供商，夯实在该领域的领先地位：公司始终致力于考试与测评领域软、硬件产品研发和技术服务，在大型应用软件产品研发、大规模数据处理、信息服务平台运维、在线学习与培训测评等信息化建设和服务方面积累了丰富的经验。在国家级信息平台建设及运维服务方面，“中央机关及其直属机构考试录用公务员报名系统”、“全国人事考试招录（聘）平台”等国家级平台已为山东、湖北、广东、广西、海南、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏等省（自治区）提供服务。2018 年 1 月，公司作为中标人之一与中国证券业协会签订了《证券业从业人员资格考试服务项目三方协议》。本次协议的签订巩固了公司在考试与测评领域的领先地位，促进了公司无纸化考试服务业务的稳定与发展。

技术服务收入快速增长，盈利能力稳步提升：2018 年公司获得营业收入 1.70 亿元，同比增长 16.04%，主要原因是技术服务业务的增加。其中技术服务主要是考试收入，是主要收入来源，2018 年实现收入 1.43 亿元，同比增长 10.53%，收入占比为 84.01%，主要原因为会计资格、教师资格考试等收入同比增长。软件开发与运维服务收入增长迅速，2018 年实现收入 1612 万元，同比增长 119.78%，收入占比由 5.01% 增长至 9.48%，主要原因为公司加大新市场拓展力度，新增国家级平台等研发项目；同时考试安全相关产品及高速智能扫描仪等硬件产品需求增加。公司目前已发展成为我国考试与测评领域知名的信息化建设整体方案提供商和应用服务商，2018 年毛利率 65.77% (+5.84pct)，净利率 37.04% (+3.19pct)，盈利能力稳步提升。（公司年报）

长期深耕考试评测软硬件开发，重视技术创新：公司长期为我国教育考试与评价、职业资格类资格考试与测评、行业协会准入类资格考试、企事业单位人员招聘与考核、社会调查、在线学习培训与测评等提供相应的信息化服务，持续在考试与测评领域自主知识产权软硬件产品研发及销售、大规模数据处理、国家级信息平台建设、大数据挖掘、在线学习与培训测评等信息化建设方面不断巩固和完善技术优势，不断开拓新业务领域。截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 134 人，占公司员工总数的 50.75%，研发支出总额为 2035.57 万元，占营业收入的 11.98%。公司已经获得授权的发明专利 12 项，软件著作权 111 项等自主知识产权共计 164 项。（公司年报）

表 10：鸥玛软件具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	66.65	70.17	109.09	150.52	169.98
收入同比(%)	0.00	5.28	55.46	37.97	16.04
归母净利润（百万）	19.56	21.02	28.68	50.95	62.96
归母净利润同比(%)	0.00	7.48	36.45	65.98	33.40
毛利率(%)	69.23	70.72	58.37	59.94	65.77
ROE(%)	30.36	26.52	32.06	32.36	15.31
每股收益（元）	1.59	1.70	1.16	1.38	0.92
P/E	0.00	0.00	0.00	16.48	19.35
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	2.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：安信证券研究中心

风险提示：国内政策及环境变化风险、服务系统及互联网数据安全运行风险

2.8. 金智教育：专注高校信息化，“互联网+高校”服务生态圈构建中

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 4.13 亿元，同比去年增长 35.68%；实现净利润为 6029.08 万元，同比去年增长 74.74%。拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

专注于高校信息化运营，定位互联网平台运营商：公司业务起步于 20 年前教育部的“金智工程”，并始终专注于高校信息化领域。从最初的校园网建设、信息系统集成及运维服务，到应用集成平台及管理信息系统开发服务，再到当前的提供互联网级智慧校园解决方案和软件产品、在线教育服务，以及面向高校领域的互联网平台运营。公司已为 1000 余所本科及高职院校提供信息化规划、实施及运营服务，在业内拥有较为显著的技术优势和品牌影响力。

基于平台化转型的产品和服务日趋成熟，产品及服务获得市场广泛认同和验证：公司旗下包括四大产品及服务，其中 1) 智慧校园服务及运营开放平台 Campusphere 已累计在 300 余所高校正式推广运行，“今日校园”、“安心守护”入驻高校；2) 智慧校园应用：人事、学工、OA、教务等各类碎片化应用继续围绕 C 端需求迭代升级；3) 运营交付应用服务：2018 年公司陆续上线了辅导猫、校园百事通、象牙宝、招小助等一系列 SAAS 化模式的应用服务，截止 2018 年末辅导猫已在 99 所高校上线运行；4) 专业人才培养服务：知途教育在不断迭代云计算、大数据专业课程的同时，逐步向人工智能、物联网、VR/AR 等专业拓展。公司平台化产品推广及服务运营成果显著，实现营业总收入 4.13 亿元，同比去年增长 35.68%。

加大平台化产品及服务的市场推广力度，平台化战略转型取得显著成效：公司加大市场推广和研发创新，2018 年度投入研发费用 7,145 万元截止 2018 年底，公司已获得发明专利 7 项、计算机软件著作权 107 项。公司校园服务及运营开放平台、基于 C 端需求的各类碎片化管理应用与服务，以及专业人才培养综合解决方案、各类课程资源与教学服务已获得市场广泛认可，市场竞争力突出。随着前述产品和服务的大规模推广，公司的营收规模和盈利能力有望继续保持快速增长。目标前述产品 2019 年度营收规模同比获得 30%以上的增长。

多名投资机构加持，公司前景备受认可：2018 年下半年，公司引进了绍兴海邦人才创业投资合伙企业（有限合伙）、上海恒毓投资中心（有限合伙）、北京居然之家投资管理中心（有限合伙）等多家知名投资机构，进一步优化了公司股权结构，有利于提高公司决策的科学性，有利于进一步规范公司经营管理工作，进而保障公司的快速可持续发展。

表 11：睿易教育具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	182.28	218.47	242.05	304.56	413.23
收入同比(%)	20.59	19.85	10.79	25.83	35.68
归母净利润（百万）	7.85	16.57	19.82	34.50	60.29
归母净利润同比(%)	41.38	111.14	19.60	74.08	74.74
毛利率(%)	59.07	59.59	57.42	61.38	54.99
ROE(%)	24.06	33.69	15.06	20.92	26.77
每股收益（元）	0.28	0.59	0.36	0.58	1.00
P/E	0.00	2.70	14.76	15.18	11.20
P/B	0.00	1.47	2.64	2.22	3.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：研发投入较大及技术更新升级风险、核心技术、运营人才缺失风险、新业务、商业模式拓展风险

2.9. 睿易市场：合作学校的认可及示范作用明显，净利润增长 369.5%

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 1.49 亿元，同比去年增长 40.27%；实现净利润 5256.96 万元，同比去年增长 369.5%。

教育信息化综合解决方案提供商，应用于中小学校的信息化教学：公司的主营业务为教育信息化产品的研发、销售及配套软硬件的技术支持，核心产品“睿易云教学系统”深度融合了互联网科技与实际教学，可大规模、常态化、全学科、全过程地应用于中小学校的信息化教学。公司客户主要为中小学校及学生个人，以高中学生为主。

研发投入持续注入，睿易云教学平台不断更新升级：公司持续在教育信息化方面探索和耕耘，目前公司已经成为《人民教育》和华东师大教育学部的战略合作伙伴，并与华东师大成立联合的云教学实验室和推动基础教育的云教学联盟，睿易云教学系统是核心产品（公司官网）。具体内容包括海量的题库系统、强大的题库编辑器、个性化学习系统。2018 年，公司通过加大研发投入并结合实际应用中的问题对产品不断更新升级，使其在教学、中的灵活性、易用性大大提高，2018 年研发费用本期比上年同期增加 73.74%，主要原因是加强了研发力量，增加研发人员导致。

合作学校的认可及示范作用明显，全国推广逐步深入：截至 2018 年，“睿易云教学系统”已应用于 200 余所学校，在用师生数量超 10 万人，实现了大规模、常态化、全学科、全过程地应用。公司合作学校既有北京大学附属中学、上海华东师大二附中、青岛二中、镇海中学、曲靖一中等全国性名校，也包括绵阳东辰国际学校、攀枝花七中、淄博五中、成都双流中学等区域性名校。合作学校的认可及示范作用带动了公司产品在当地及全国范围内的推广。由于公司销售规模增长以及部分地区提价所致，2018 年经营活动产生的现金流量净额本期比上期增加 243.16%。

教育信息化政策利好持续释放，行业景气度提升：2010 年，教育信息化上升为国家战略，成为国家信息化建设的重要组成部分。2012 年起，国家重点强调以“三通两平台”为抓手，全面推进教育信息化进程。2018 年 4 月，教育信息化进入 2.0 阶段，以“三全两高一”为目标，持续推动信息技术与教育深度融合，并提出构建一体化的“互联网+教育”大平台。财政经费投入持续增长（国家财政性教育经费连续 6 年占 GDP 比重超 4%）以及教育信息化 C 端增值服务需求驱动行业发展。

表 12：睿易教育具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	2.98	18.65	54.97	106.33	149.15
收入同比(%)	297.76	525.78	194.76	93.43	40.27
归母净利润（百万）	-1.15	3.44	9.54	11.20	52.57
归母净利润同比(%)	-18.02	399.97	177.17	17.37	369.50
毛利率(%)	57.91	46.48	65.31	65.65	78.44
ROE(%)	-15.59	9.61	21.04	19.80	48.18
每股收益（元）	-0.11	0.34	0.39	0.35	1.66
P/E	0.00	0.00	276.01	235.16	24.73
P/B	0.00	0.00	34.55	55.64	11.92
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：公司产品被复制、仿效的风险；政策推广不达预期风险

2.10. 麦可思：高校管理数据与咨询行业领军者，行业地位突出

公司发布 2018 年年报，实现营业总收入 1.14 亿元，同比去年增长 15.28%；实现净利润 4262.37 万元，同比去年增长 34.01%。

高校管理数据与咨询行业领军者，提供标准化和定制化服务：公司的主营业务是为国内各类高等院校提供数据跟踪评价智能平台和基于数据的解决方案，每年为 1000 多所高校提供年度数据跟踪与咨询服务。公司的产品和服务分为标准化和定制化两类，标准化产品和服务通常是采取标准化收费体系，主要通过工业化生产方式实现成本控制以保障其盈利空间；在标准化产品之上也有 20%左右的客户会提出个性化需求，个性化产品和服务采取单独收费。

行业地位斐然，业内提供高校数据服务权威机构：公司是中国科协、人社部、司法部、中国社科院、世界银行等机构的合作项目单位，是北京大学教育学院、北京师范大学教育学部高等教育研究所、清华大学教育研究院、中国人民大学教育学院和西南财经大学经济学院的产学研合作基地，也是《中国大学生就业报告》（即就业蓝皮书，由社科文献出版社每年出版）的唯一撰稿人，与上海市教育科学研究院合作撰写《中国高等职业教育质量年度报告》。（公司官网）

采用 2B 模式，用户粘性高、先发优势明显：目前本公司的主要客户群体为国内各类公立和民办高等院校、各省市的教育厅/局。由于我国国内公立高等院校、各省市的教育厅/局的费用主要来自于财政拨款，客户粘性较强。公司一直致力于为国内各类高等院校提供数据跟踪评价智能平台和基于数据的解决方案，已在市场中形成自身品牌，培养出核心竞争力，同时优质高教管理服务业是一个需要有高度专业性和经验的市场领域，有较高的行业壁垒，公司毛利率保持在 85%以上。其中 2018 年 6 月公司连续十年发布中国大学生就业报告（就业蓝皮书）。2018 年 6 月，公司与世界银行签约撒哈拉以南非洲高等教育机构的研究生毕业后跟踪评价。

表 13：麦可思具体财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万）	53.33	74.43	71.03	98.46	113.50
收入同比(%)	13.76	39.57	18.93	34.03	15.28
归母净利润（百万）	14.25	24.04	15.42	31.81	42.62
归母净利润同比(%)	-4.92	68.71	40.53	75.37	34.01
毛利率(%)	85.22	86.66	85.75	89.30	87.39
ROE(%)	43.17	46.12	47.88	59.65	56.19
每股收益（元）	9.50	2.40	1.47	2.84	3.81
P/E	0.00	0.00	15.98	36.27	11.56
P/B	0.00	0.00	6.46	20.57	6.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

风险提示：潜在竞争者进入的风险、政策推广不达预期风险

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
北京联系人	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034