

龙门教育(838830.OC)教育行业

评级：买入首次评级

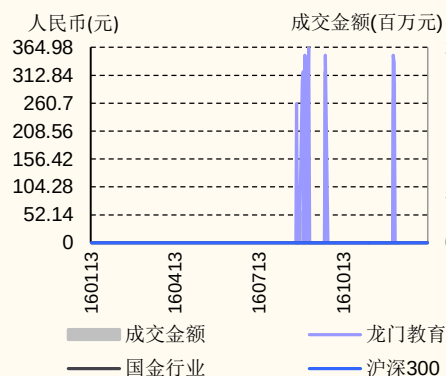
公司深度研究

市场价格(人民币): 18.10 元
目标价格(人民币): 20.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 365.00/260.00
沪深 300 指数 3317.62



中高考教育培训标杆

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.032	0.377	0.458	0.653	0.846
每股净资产(元)	1.72	11.08	22.95	39.03	60.96
每股经营性现金流(元)	1.57	11.92	13.78	21.35	26.04
市销率(倍)	N/A	N/A	39.55	27.74	21.40
行业优化市销率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	1094.26%	21.29%	42.59%	29.60%
净资产收益率(%)	47.52%	88.31%	51.72%	43.36%	35.98%
总股本(百万股)	129.65	129.65	129.65	129.65	129.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国的教育培训行业尚处于成长阶段**, 行业市场规模保持高速增长态势, 2014 年整个教育培训市场规模达到 1.2 万亿元左右, 2015 年约 12200 亿元。中国在线教育市场规模增长迅猛, K-12 教育迎来巨大发展空间, 从 2010 年开始, 我国在线教育市场规模和用户规模便高速增长, 2010 年为 491.1 亿元, 2015 年在线教育市场突破千亿元大关, 达 1171 亿元, 据前瞻网预测, 到 2021 年在线教育市场规模可达 2830 亿元。
- **公司教师 and 教学管理经验丰富, 首创龙门五加模式, 打造 VIP 全封闭学习中心, 壁垒高筑。**在课外辅导行业中, **教师 and 教学管理人才是企业得以经营的核心要素之一**。龙门教育的教师团队适应企业文化、能成熟运用企业教学方法、组织高效课堂教学的。**首创龙门五加模式, 打造 VIP 全封闭学习中心。**龙门教育凭借教、管、学三位一体的五加教学模式以及优秀的教学成绩和办学经验, 面向全国开办 VIP 全封闭学习中心, 首创分层次滚动教学+动态教铺, 实现班课教学个性化、高效化, 是公司未来核心增长点。
- **行业内知名度和良好口碑, 打造公司品牌优势。**公司以严格的教学管理和优异的中高考净增分受到家长、学生的认可, 在国内教育培训行业拥有较高知名度和良好口碑, 曾获改革开放三十年十大品牌高考复读机构、新华网年度社会影响力教育集团、中国网品牌影响力教育集团、家长好评课外辅导机构、新浪行业领先教育集团、腾讯年度公信力的教育集团、“回响中国”实力教育品牌等多项荣誉, 形成品牌优势, 是公司未来成长的坚实后盾。
- **扩展教学服务与旗下品牌, 迈向全国性 K-12 教育机构。**K-12 行业市场空间广阔, 市场高度分散, 众多企业依靠扩张培训领域及地区覆盖提高企业竞争力。龙门教育目前已覆盖 16 座城市, 拥有龙门尚学、龙门补习学校、3A 高效学习中心、跃龙门育才科技、拼课网等旗下品牌。公司正着力发展直营城市、服务创业教师, 打造 VIP 全封闭学习中心, 2016 年 9 月已实现营业收入增长 66.69%, 净利润增长 57.75%, 未来有望实现快速增长。
- **依托“线上拼课网, 线下拼课堂”, 进军 K-12 教育 O2O 运营行列。**受互联网发展影响, 线上教育实现飞速发展, 公司通过战略合作成立拼课网以“线上拼课网, 线下拼课堂”线上与线下相融合的 O2O 模式为核心, 实现教育闭环, 拼课网是采用“互联网+教师合伙人”的教育创业平台, 将分散的名师工作室向品牌化、规模化互联化发展, 具有成长潜力。

张景鹏

联系人
(8621)60935876
zhangjingpeng@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjzq.com.cn

盈利预测、估值及投资建议：

投资建议

结合以上分析，我们认为公司凭借“线上拼课网，线下拼课堂”的 O2O 模式、首创龙门五加模式、强大的研发团队与行业内品牌优势，在未来 K12 在线教育市场规模将持续扩大的趋势下，依托相关政策红利，未来发展可期。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.3 亿、3.8 亿、4.9 亿，增长率分别为 53.1%、64.8%、29%，净利润分别为 6000 万、8500 万、1.1 亿。EPS 分别为 0.458、0.653、0.846 元。考虑新三板流动性，目标价 20-22 元，给予买入评级。

风险

- **新市场及 VIP 校区开拓不达预期：**公司在新地区品牌影响力和招生不达预期，导致 VIP 新校区开展不利的风险。
- **政策风险：**教育行业是国家监管较为严格的行业，外部政策环境的变化、国家课程改革的推进将对公司经营过程产生持续影响。
- **经营场所风险：**公司下属北京龙门尚学教育有限、武汉龙门教育有限经营场所全部为租赁，在经营中如果出现房屋出租方违约、停止房屋对外出租或不再续租，则公司需在同一区域内另找合适的经营场所。
- **人员流动风险：**在教师频繁流动的情况下，容易导致学生学习阶段不连贯，甚至造成学习阶段性脱节，因此教师的频繁流动会对公司的稳定和发展造成一定的影响。

内容目录

1. 公司基本概况	6
1.1 公司简介	6
1.2 中高考教育培训+教学软件销售构成公司主营	7
1.3 公司商业模式多样化，盈利可期	8
2. K-12 课外辅导市场前景广阔，竞争分散格局下有望突破重围	9
2.1 中国的教育培训行业尚处于成长阶段	9
2.2 百花齐放，地方性辅导机构优势明显，市场高度分散	10
2.3 K-12 市场群雄逐鹿，公司扩展教学服务与旗下品牌，迈向全国性 K-12 教育机构	11
2.4 对比地区性龙头企业——高思教育，公司未来发展前景可期	14
3 依托“线上拼课网，线下拼课堂”，进军 K-12 教育 O2O 运营行列	15
3.1 中国在线教育市场规模增长迅猛，K-12 教育迎来巨大发展空间	15
3.2 政府助攻教育信息化，“互联网+”打造教育蓝海市场	17
3.3 公司“线上拼课网、线下拼课堂”，打造国内领先创新型教育平台	19
4 个性化五加教学模式+实力研发团队，助力公司“龙腾万里”	20
4.1 公司教师和教学管理经验丰富，首创龙门五加模式，打造 VIP 全封闭学习中心，壁垒高筑	20
4.2 依托强大研发团队，开发动态教学产品，全方位指导用户学习	20
5 搭建众创空间，新型教育合作开创新时代	21
5.1 互联网+教师合伙人，开创教育新视野	21
5.2 行业内知名度和良好口碑，打造公司品牌优势	22
5.3 公司未来发展战略明确，规模效应值得期待	23
6 财务分析与估值分析	24
6.1 公司营业收入稳定增长，盈利能力略有下滑	24
6.2 公司营运能力稳定	25
6.3 盈利预测、估值、投资建议及风险提示	26

图表目录

图表 1：公司前十大股东持股情况	6
图表 2：公司管理团队	6
图表 3：公司融资状况	7
图表 4：面授培训教育闭环	8
图表 5：跃龙门中高考知识点挖掘机器学习步骤	8
图表 6：2015 年主营业务分产品构成 单位：元	8
图表 7：2015 年主营业务分地区构成	8
图表 8：公司商业模式	9
图表 9：2009-2015 年我国教育培训行业市场规模情况	9

图表 10: 2016-2020 年我国教育培训行业市场规模预测情况 (单位: 亿元)	10
图表 11: 2014 年基础教育阶段学生情况 (单位: 万人)	10
图表 12: 中国学校对学生的遴选机制	10
图表 13: 主要地区品牌的竞争格局	11
图表 14: 2014 年基础教育阶段学生情况	11
图表 15: 行业梯队	11
图表 16: K12 行业各企业覆盖城市及教学点数量	12
图表 17: 教育机构业务与品牌对比	12
图表 18: 公司发展历程	13
图表 19: 公司服务区域	14
图表 20: 公司营业收入 (万元)	14
图表 21: 龙门教育和高思教育对比	15
图表 22: 国内在线教育市场规模 (单位: 亿元)	15
图表 23: K12 在线教育市场规模 (单位: 亿元)	16
图表 24: 龙门 3A 高效学习	16
图表 25: 中国在线教育市场投资结构	17
图表 26: 2015 年教育产业分子行业看投融资金额	17
图表 27: 教育信息化相关国家政策	17
图表 28: 教育信息化十年规划框架结构	18
图表 29: 我国教育信息化投入	18
图表 30: 线上拼课网	19
图表 31: 拼课堂上课设备	19
图表 32: 拼课宝	19
图表 33: 线上拼课网平台流程	19
图表 34: 线下拼课堂教学现场	19
图表 35: 龙门五加模式	20
图表 36: 龙门教学产品	21
图表 37: 教育共享平台	21
图表 38: 五维众创空间	22
图表 39: 2015 届升学率	22
图表 40: 2014 届升学率	22
图表 41: 公司荣誉	23
图表 42: Education Award	23
图表 43: 2014-2016 收入与净利润情况 (百万元)	24
图表 44: 2014-2016 毛利率与净利率情况 (%)	24
图表 45: 2015 公司各业务营收及占比情况	24
图表 46: 2014-2015 分产品营业收入及占比情况 (万)	24
图表 47: 2014-2016 年公司周转率	25
图表 48: 2014-2016 年公司各项费用 (万元)	25

图表 49：2014-2016 年公司营业成本及存货（万元）	25
--------------------------------------	----

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

龙门教育为以升学和能力为导向，集教育培训、产品研发、教学研究于一体的 K12 综合教育机构，公司面向中、高考的学生，以全日制的面授培训结合校外学习中心，配套智能教学软件，采用 O2O 的商业模式为学生提供全方位培训服务，现已快速发展成为全国规模最大的 K12 教育 O2O 课程运营商之一。

图表 1：公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
1	马良铭	2250000	40.18%
2	明旻	1500000	26.79%
3	董兵	500000	8.93%
4	丁文波	209000	3.73%
5	方锐铭	200000	3.57%
6	上海德睦投资中心	200000	3.57%
7	马良彩	195000	3.48%
8	上海翊占信息科技中心	135000	2.41%
9	汇君资产管理(北 京)股份有限公司	105000	1.87%
10	徐颖	100000	1.79%
11	汇君资产管理(北 京)股份有限公司汇君资产新三板成长 1 号基金	100000	1.79%
合计		5494000	98.11%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的实际控制人为马良铭和明旻，马良铭和明旻是一致行动人，两人合计持有公司股份 375 万股，占比 66.97%。

图表 2：公司管理团队

姓名	性别	职业	教育背景	工作经历
马良铭	男	董事长	陕西省外国语师范专科学校	新加坡国籍，曾任陕西省山阳县石佛中学教师；香港王氏仁森机构任总裁助理；西安龙门补习学校董事长；创办 Singina Holdings Pte Ltd 任董事；现任公司董事长。
明旻	女	董事	陕西省外国语师范专科学校	新加坡国籍，曾任陕西省汉中市新铺中学、石佛中学教师；福建石狮市侨兴电器公司文员；西安方正补习学校办公室主任；西安龙门补习学校董事；创办 Singina Holdings Pte Ltd、Golden Touch Capital Pte.Ltd、Touchstone Education Holding Co.Pte.Ltd 任董事，Touchstone International Institute Pte.Ltd 任董事兼总裁；现任公司董事。
董兵	男	董事	本科，陕西财经学院	曾任中国工商银行山阳支行信贷员、信贷部主任、经营部主任、营业部主任；西安龙门补习学校董事；西安博德商务信息咨询法定代表人和执行董事；陕西龙门教育科技有限公司执行董事兼总经理、法定代表人，现任公司董事。
马良彩	女	董事	本科，陕西财经学院	曾任陕西省礼泉县财政局助理会计师、会计师；西安龙门补习培训中心会计、审计总监；现任公司董事、龙门培训出纳。
黄森磊	男	董事，总经理	硕士，清华大学	曾任中科院计算所人力资源部门经理；宝隆洋行区域经理；联合利华区域经理；北大附中联想远程教育任总经理；安博教育副总裁；北京安博京翰教育科技任总裁；上海翊占信息科技中心任投资顾问；现任公司董事、总经理。
颜振发	男	董事	硕士，哈佛大学	新加坡国籍，曾任 Temasek Holdings (Private) Limited 初级学院教师、部门主任；新加坡蒙克山中学副校长；新加坡德明中学校长；新加坡教育部校群督导、副司长；新加坡莱佛士教育集团总监；新加坡全国教师总会高级培训专家；现任 Touchstone International Institute Pte.Ltd 董事长、院长；现任公司董事。

程晓明	男	董事	博士，中国 社会科学院	曾任华夏证券投资银行部高级经理；联合证券投资银行部、中经信投资银行部、华安证券投资银行北京部、东海证券三板部总经理；西部证券投资银行部副总经理；太平洋证券股份有限公司副总裁；北京市星三板文化传媒董事长；北京企巢控股法定代表人；现任北京星三板执行董事长兼经理，陕西龙门教育独立董事。
王旭	女	财务总监	硕士，中国 传媒大学	曾任沈阳广播电视大学教师；中通诚资产评估高级项目经理；中航旅业管理有限公司财务经理；北京安博在线业务单元财务总监；北京京翰英才教育任副总裁；陕西龙门教育科技有限公司财务总监；现任陕西龙门教育科技有限公司财务负责人。
常青	女	董事会秘书	硕士，美国 南加州大学	律师，曾任新加坡德尊律师事务所（Drew & Napier LLC）公司法部门律师助理；新加坡万尚国际控股公司（Wanshang International Holdings Pet. Ltd.）高级法务；陕西龙门教育科技有限公司法务总监、证券事务代表；现任陕西龙门教育科技有限公司法务总监、证券事务代表兼董事会秘书。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司拥有强大的管理团队，其中 50% 以上有任教或担任校长经验，更有来自清华大学、哈佛大学的管理者，是公司良好运营、实现创新教育的坚实保障。

图表 3：公司融资状况

时间	融资方式	发行数量 (股)	募集资金 (元)	募集资金用途
2016/03/19	发行股票	600,000 股	60,000,000	补充公司流动资金，主要用于公司 K12 教育培训中心和中、高考补习 VIP 培训班的设立、拼课网业务和网上直播教育的开发和教学辅助软件的研发以及之后相应的市场营销推广。
2016/08/24	发行股票	574,000 股	76,875,820	用于 K12 教育培训中心和中、高考 VIP 培训班的设立，拼课网业务、O2O 远程直播互动教学的推动及线上教育直播平台开发建设、教学软件产品的研发。

资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 中高考教育培训+教学软件销售构成公司主营

龙门教育的主营业务是中高考教育培训服务及教学软件销售业务，公司以全日制的面授培训，配合教学软件的辅佐，通过科学的管理模式为学生提供服务。

- 面授培训服务主要分为课程规划、报名招生、教学管理、课后重点查漏补缺及服务评价五个主要阶段，各阶段相辅相成构建教育闭环，高效提升学生成绩。
- 根据学生的学习反馈、教师在教学中的总结以及龙门教育整体的教学体系思路，公司研发用以支持课程的《跃龙门中高考知识点挖掘机》辅助软件产品，结合龙门教学研究院对当年中高考命题方向预测、挖掘重点知识点。

图表 4：面授培训教育闭环



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

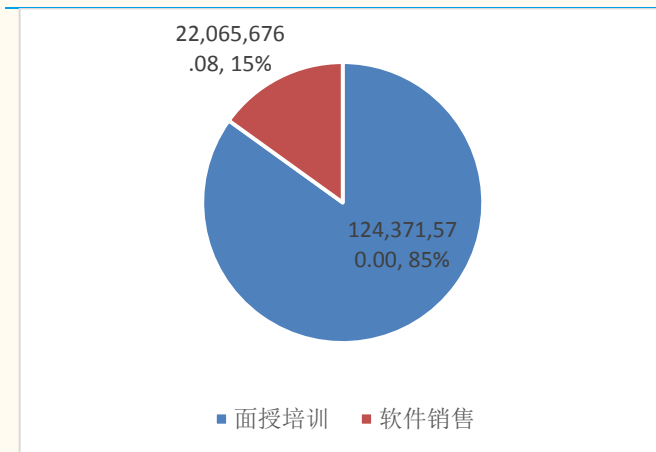
图表 5：跃龙门中高考知识点挖掘机器学习步骤



来源：公司官网，国金证券研究所

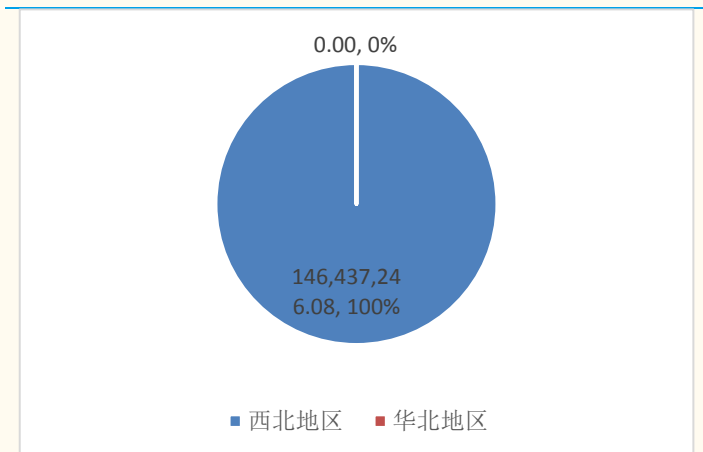
公司系从事中高考教育培训服务及教学软件销售业务，主营业务突出，2015 年度及 2014 年度主营业务收入占当期营业收入的比重分别为 97.22%、96.21%，其他业务收入系向食堂承包个体经营者收取的承包费、让渡资产使用权收取的资金占用费。

图表 6：2015 年主营业务分产品构成 单位：元



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

图表 7：2015 年主营业务分地区构成



来源：公司官网，国金证券研究所

1.3 公司商业模式多样化，盈利可期

龙门教育立足于满足中高考学生获得个体提高的需求，面向中考、高考的学生，以主要课程的面授培训，以及支持课程的相关辅助软件产品为基础，向学生提供全方位的培训服务。公司通过面授培训和软件产品教辅相结合对学生进行教学培训的模式，有效提高了学生的知识学习能力，从而不断扩大公司的品牌知名度，使得龙门教育获得学生的认可，形成属于自身的盈利模式。

公司的营业收入中大部分是学生的学费收入，随着市场发展，龙门教育每个班型收费标准每学年均有不同程度的提高，其中中考学生 2014 年度人均收费标准约为 8,248.32 元，2015 年度人均收费标准约为 13,316.08 元，单个中考学生收费标准提高约为 5,067.76 元，增幅 61.44%；单个高考学生 2014 年度人均收费标准约为 10,280.03 元，2015 年度人均收费标准约为 20,777.42 元，单个高考学生收费标准提高约为 10,497.39 元，增幅 102.11%。单个学生收费标准的提高一方面是公司的收费标准每学年均有不同程度的提高，另一方面是由于 2015 年更多的学生选择收费较高的实验班、精品实验班以接受更好的服务。

图表 8：公司商业模式

商业模式	模式解析
面授培训模式	目前，龙门教育已在陕西建立了 5 个校区进行面授培训，统一师资管理，通过提供初高中学生面授培训的形式，为学生提供良好的教学计划，并辅以相应的教学课程。公司通过自身品牌影响力和车体广告进行对外宣传，吸引有意参加培训的学生加入龙门教育，学生在报名并参加学科测验入学后，学校根据能力水平将学员分为普通班、精品班、实验班、精品实验班，通过“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+现代化管理”的“5+”教育模式对学生进行科学的管理，并以电教化软件作为知识点辅助教学手段对学习中存在的重点、难点进行查漏补缺，从而及时为学生答疑解惑，提高其学习能力。
软件产品教辅模式	为了实现教育闭环，即个性化学前测验、师生配对、学习轨迹和知识点分析、课后作业安排、反馈整理和课程再安排的学习过程，跃龙门有限根据学生的学习反馈、教师在教学中的总结以及龙门教育整体的教学体系思路进行专项研发，形成用以支持课程的《跃龙门中高考知识点挖掘机》这一辅助软件产品，供学生在完成面授培训以及课后查漏补缺的同步学习之后，对所学知识点进行快速、准确的梳理，定位学习中的问题，并对所学内容进行测验考评。教师通过《跃龙门中高考知识点挖掘机》学生的测验反馈，针对学生的薄弱知识点设计课程，再统一进行有针对性的讲解，实现反馈整理和课程再安排，形成教育闭环。
合作办学模式	公司与当地单位开展合作办学，由当地单位提供校区（包含教学楼、住宿楼、食堂等配套设施），公司提供品牌、师资、教学等全方位的服务，并派驻核心管理团队，全面负责招生、运营、日常教学管理、人事招聘等工作。在合作中学校与当地单位在每次招生前就双方的收费部分进行协商，本着“共担风险、享受收益”的原则进行合作。在完成对学生的教学培训任务过程中公司也根据学生的需求不断完善自身的教学管理体系，提升教学质量。

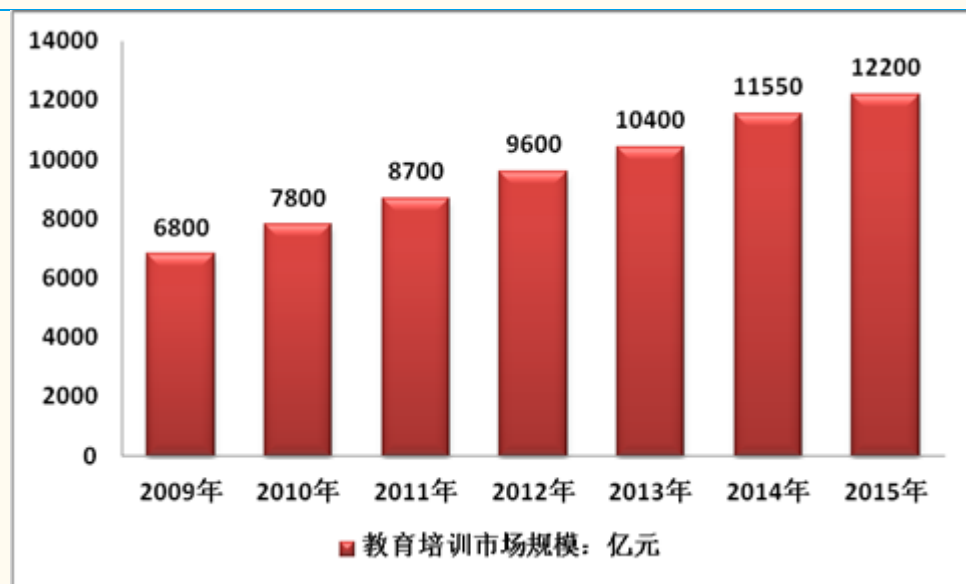
来源：公司公开转让书，国金证券研究所

2.K-12 课外辅导市场前景广阔，竞争分散格局下有望突破重围

2.1 中国的教育培训行业尚处于成长阶段

根据智研咨询发布的研究报告显示，从目前的发展状况看，中国的教育培训行业尚处于成长阶段，虽然培训机构数量已超过十万家，但资金规模超过 10 亿元的屈指可数，行业竞争激烈。同时，行业市场规模保持高速增长态势，2014 年整个教育培训市场规模达到 1.2 万亿元左右，2015 年约 12200 亿元。

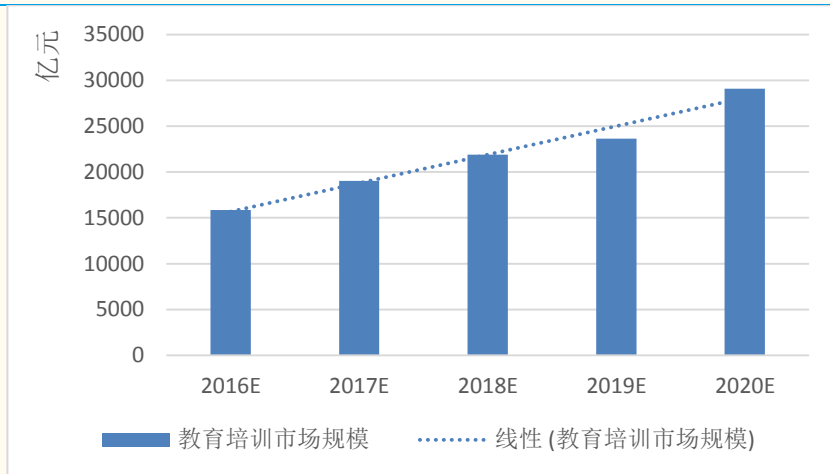
图表 9：2009-2015 年我国教育培训行业市场规模情况



来源：中国产业网，国金证券研究所

根据德勤会计师事务所《中国民办教育行业发展思考 2012》报告公布的数据，德勤预计包含各类培训机构在内的中国民办教育市场，**将继续保持 15.00% 的复合增长率**。目前中国各类型教育辅导企业已达上万家，随着多家课外辅导机构上市和不断获得投资的热潮下，中小学课外辅导市场已成为中国民办教育增速最快的市场之一。

图表 10：2016-2020 年我国教育培训行业市场规模预测情况（单位：亿元）



来源：中国产业网，国金证券研究所

基础教育阶段学生数量众多

根据教育部 2015 教育统计数据，截止 2014 年末普通高中在校生 4,170.65 万人；普通初中在校生 4,384.63 万人；普通小学在校生 9,451.07 万人。基础教育市场的最终用户超过 1.80 亿人。

图表 11：2014 年基础教育阶段学生情况（单位：万人）

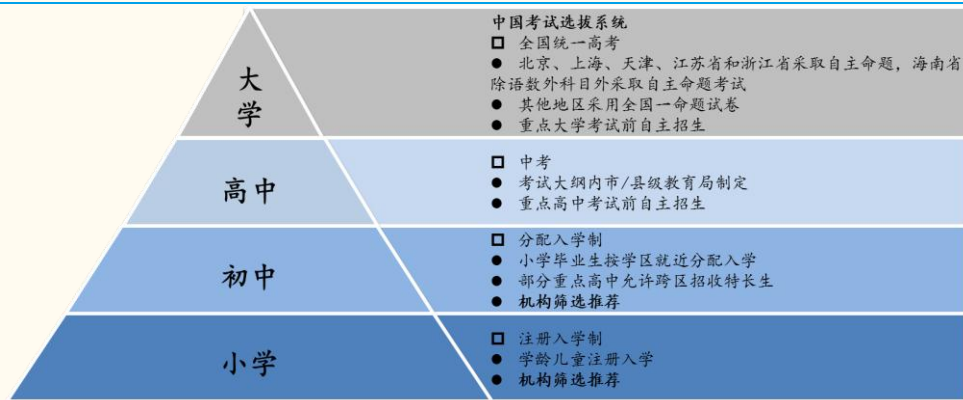
2014 年基础教育阶段学生情况（单位：万人）			
教育阶段	毕业生数	招生数	在校生数
高中	1,059.71	1,416.36	4,170.65
初中	1,413.51	1,447.82	4,384.63
小学	1,476.63	1,658.42	9,451.07

来源：公司公开转让书，国金证券研究所

2.2 百花齐放，地方性辅导机构优势明显，市场高度分散

巨大的 K-12 学生基数提供广阔市场空间，据教育部统计，2015 年初高中入学总数为 8600 万名。受地区不同教育质量和高考制度影响，各地区处于隔离状态，外来者难以进入当地市场，竞争最激烈的为北京和上海辅导机构。

图表 12：中国学校对学生的遴选机制



来源：根据中为咨询资料整理，国金证券研究所

教育培训行业先天分散，中国教育领军企业新东方与好未来，其 K12 业务在北京地区市场份额约为 7%，而在全国市场，其份额不足 2%，地方主要品牌只在当地具有竞争优势，因此整个市场呈现高度分散特点。

图表 13： 主要地区品牌的竞争格局



来源：中为咨询， 国金证券研究所

2.3 K-12 市场群雄逐鹿，公司扩展教学服务与旗下品牌，迈向全国性 K-12 教育机构

根据教育部 2015 教育统计数据，截止 2014 年末普通高中在校生 4170.65 万人；普通初中在校生 4384.63 万人；普通小学在校生 9451.07 万人，基础教育市场的最终用户超过 1.80 亿人。

图表 14： 2014 年基础教育阶段学生情况

2014 年基础教育阶段学生情况（单位：万人）			
教育阶段	毕业生数	招生数	在校生数
高中	1059.71	1416.36	4170.65
初中	1413.51	1447.82	4384.63
小学	1476.63	1658.42	9451.07

来源：公司公开转让说明书， 国金证券研究所

受 K-12 行业市场利好激励，企业间竞争激烈，根据教学覆盖人次而言，新东方、龙文和学大位列三甲，而学大教育的地理覆盖范围最广，龙文的教学点密度最高。根据企业地域覆盖，大致可以把它分为四个梯队。

图表 15： 行业梯队

梯队	特点	代表公司
第一梯队	全国性领军企业	新东方（EDU）
		好未来（TAL）
第二梯队	全国性大型企业	学大教育
		京翰教育
		精锐教育
		龙文教育
		安博教育
第三梯队	地域性龙头企业	高思教育（北京）
		巨人教育（北京）

第四梯队	小型企业及个体户	昂立教育（上海）
		卓越教育（广州）
		邦德教育（深圳）
		龙门教育（陕西）
		佳一教育（江苏）

来源：国金证券研究所

图表 16：K12 行业各企业覆盖城市及教学点数量

教育机构	覆盖城市	教学点数量
新东方	55	748
龙文教育	34	567
学大教育	85	467
好未来	25	363
精锐教育	21	127
京翰教育	40	126
巨人教育	15	100+
昂立教育	6	104
安博教育	20	
邦德教育	6	30+
卓越教育	8	26
佳一教育	8	22
高思教育	1	26
龙门教育	16	53

来源：互联网，国金证券研究所

面对广阔的 K-12 市场，各教育机构纷纷推出新业务体系、特色班课以及旗下子品牌以提升市场竞争力。

图表 17：教育机构业务与品牌对比

教育机构	业务体系	特色班课开展	子品牌
新东方	外语培训、中小学基础教育、学前教育、在线教育、出国咨询、图书出版	1 对 1	优能中学教育、泡泡少儿教育、前途出国咨询、迅程在线教育、大帆文化出版、满天星亲子教育、同文高考复读等
好未来	中小学教育、青少年英语、中小学个性化辅导、中小学远程教育、学科思维教育、外教、英文全学科教育、在线直播	1 对 1	学而思培优、学而思网校、爱智康、励步英语、摩比、乐外教、家长帮、考研帮、高考帮和海边
学大教育	小学辅导、初中辅导、高中辅导、艺术特长生辅导、体育特长生辅导、乐学班辅导等特色辅导课程	1 对 1、精品班、小组课（1 对 n, n≤5）	学大智能学习第一平台、学大教育个性化游学、学大题库、学大综合素质测评
精锐教育	小学同步课程、初中同步课程、高中同步课程、艺考等特色课程、升学考冲刺课程	1 对 1、1 对 3	精锐 1 对 1、至慧学堂、精锐·佳学慧、精锐·学汇趣等
京翰教育	小学辅导、初中辅导、高中辅导、艺考、出国留学、高考复读	1 对 1、2-6 人班、10 人以上班	京翰一对一
巨人教育	小学课程、初中课程、高中课程、竞赛辅导、游学	1 对 1	小巨人幼教、欧文思留学培训、聚优 1 对 1

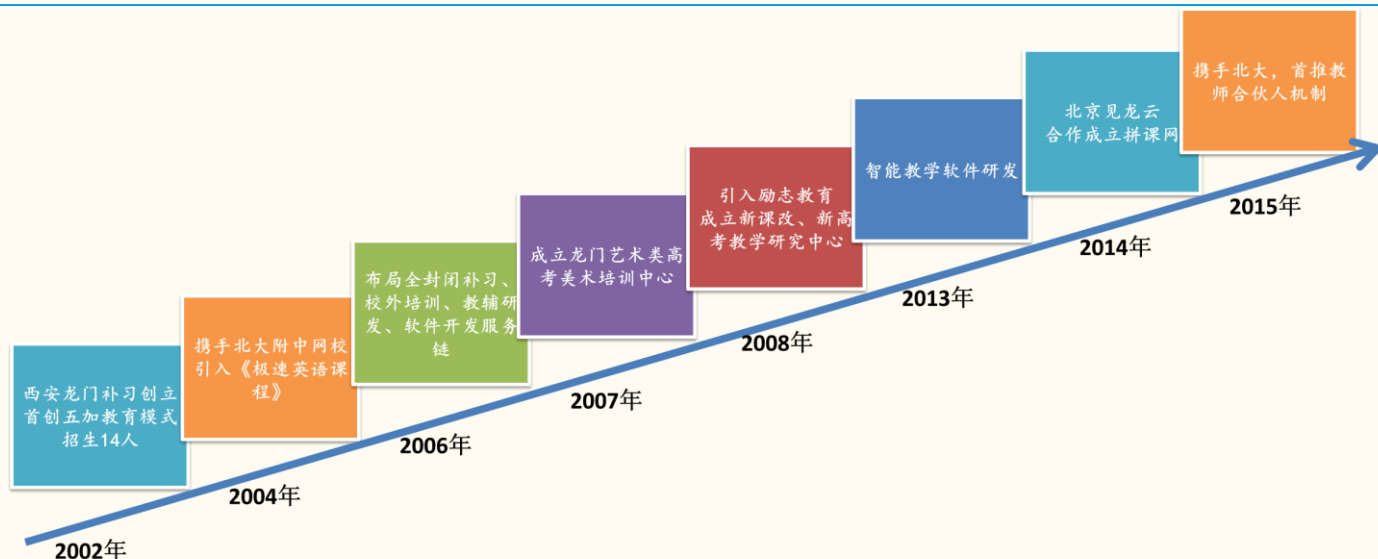
安博教育	基础教育、职业教育、企业培训、学历教育、在线教育、国际教育	1 对 1	安博国际教育中心、安博爆破学堂、中程在线、北京亚威科技、安博志远、京翰 1 对 1、人众人拓展培训等
昂立教育	幼儿园、少儿教育、中学生教育、英语教育、日语教育、高教自考、职业教育、网络教育、出国留学、中学生网课等	1 对 1、1 对 3	昂立少儿、昂立国际教育、世纪昂立幼儿园、智立方中学生 VIP 学习中心、昂立 STEM、昂立嗨课堂
邦德教育	小学教育、初中教育、高中教育、艺术、国际考试课程、STEM 教育	1 对 1、小班授课	邦德课堂、厚德书院、梅塔学园、邦德家长通、邦德一对一
卓越教育	基础教育、素能类教育、全日制教育、幼升小教育、中、高考复读	1 对 1	卓越巧问、学习前线等
佳一教育	幼升小、小学、小升初、初中、中考、全科晚辅导	1 对 1、小班授课	佳一数学
高思教育	幼升小、小升初、中高考、竞赛、作文、网课、直播课	1 对 1、小班培训、尖子班、VIP 中心	爱尖子、爱学习、爱思创、高思 1 对 1、91 好课、爱提分等
龙门教育	初高中基础教育校外培训、VIP 全封闭学习中心、艺考培训、在线教育、智能教学软件开发	1 对 1, 精品班、实验班、精品实验班、普通班、VIP 全封闭学校	龙门尚学、龙门补习学校、3A 高效学习中心、跃龙门教育科技、拼课网等

来源：互联网，国金证券研究所

说明：一些信息由于未披露，可能存在遗漏

纵观行业整体发展，教育机构扩张方式集中于拓展培训领域以及扩大地区覆盖，龙门教育要从区域性教育培训机构转型成全国性教育培训机构，必将采用相同措施，从公司的发展历程中可以看到，龙门不断扩展教学服务范围，发展新品牌，开展 1 对 1 教育服务以提升公司业务覆盖面及行业竞争力。

图表 18：公司发展历程



来源：国金证券研究所

龙门教育依托独特的教育模式，凭借雄厚的师资力量及科学的课程设置，在陕西教育培训行业位居前列，但龙门教育师资力量受限于陕西，因此公司着力区域扩张，并发展“拼课网”的线上教育平台，将高度分散的教师整合到一起，向品牌化、规模化、互联网化方向发展。（后面详细介绍）

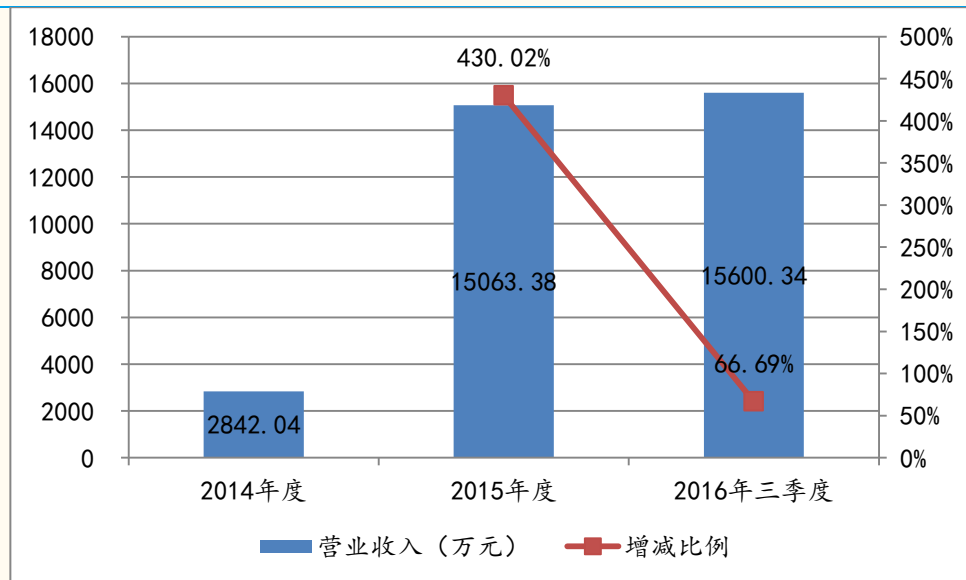
目前公司已覆盖 16 座城市，但与全国性领军企业相比，仍有较大发展空间，

图表 19: 公司服务区域



随着业务的不断扩张，公司 2016 年度发展势头强劲，截止至 2016 年 9 月 30 日，公司总资产 31,090.27 万元，较期初 7,641.50 万元，增加 23448.77 万元，增长 306.86%；公司实现营业收入 15,600.34 万元，较上年同期增加 6,241.49 万元，增长 66.69%；归属于挂牌公司股东的净利润 4,344.60 万元，较上年同期增加 1,590.53 万元中，增长 57.75%。

图表 20: 公司营业收入 (万元)



2.4 对比地区性龙头企业——高思教育，公司未来发展前景可期

受地区教育不同影响，K-12 教育市场除新东方、好未来等全国性机构外，更多的是地区性龙头企业，如高思教育（北京）、卓越教育（广州）、邦德教育（深圳）等。

图表 21：龙门教育和高思教育对比

	龙门教育	高思教育
2015 年营业收入（亿元）	1.51	2.72
覆盖城市	16	1
教学点数量	53	26
课程覆盖	中、高考面授教育培训、艺考培训、在线教育	幼升小、小升初、中高考、竞赛、作文、网课、直播课
旗下子品牌	龙门尚学、龙门补习学校、3A 高效学习中心、跃龙门育才科技、拼课网	爱尖子、爱学习、爱思创
班课	1 对 1，精品班、实验班、精品实验班、普通班、VIP 全封闭学校	1 对 1，尖子班、小班授课、VIP 中心
师资力量	名师合伙人	顶级权威专家 北大、清华等名校师资

来源：国金证券研究所

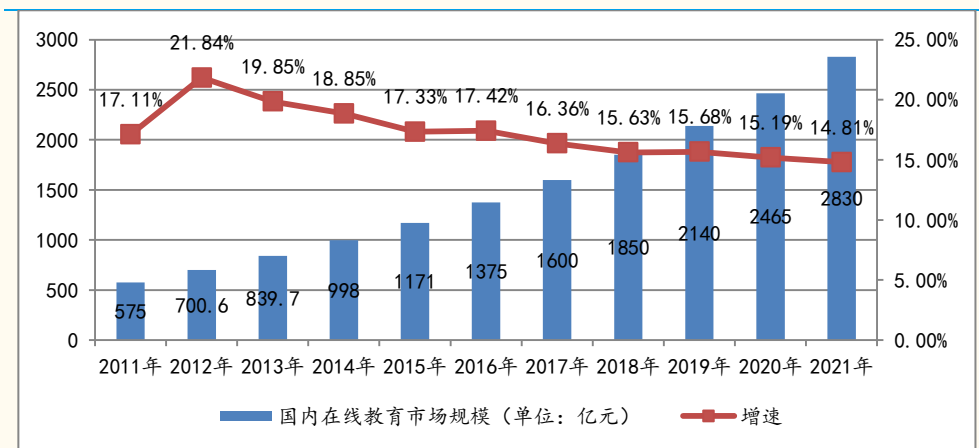
与北京地区的龙头企业——高思教育相比，公司拥有更大的城市覆盖面及教学点数量，有向全国性教育机构发展的趋势。公司旗下龙门尚学、拼课网等品牌为公司打造良好声誉。受地理位置影响，高思教育得以吸引众多北京地区名校学历教师，龙门教育与其相比仍有较大发展空间。为打破地域对师资力量的限制，公司开创教师合伙人以搭建名师联盟，实现名师名课教育资源共享。

3 依托“线上拼课网，线下拼课堂”，进军 K-12 教育 O2O 运营行列

3.1 中国在线教育市场规模增长迅猛，K-12 教育迎来巨大发展空间

我国线上培训产品处于探索以及启动期、发展空间大。从 2010 年开始，我国在线教育市场规模和用户规模便高速增长，2010 年为 491.1 亿元，2015 年在线教育市场突破千亿元大关，达 1171 亿元，据前瞻网预测，到 2021 年在线教育市场规模可达 2830 亿元。

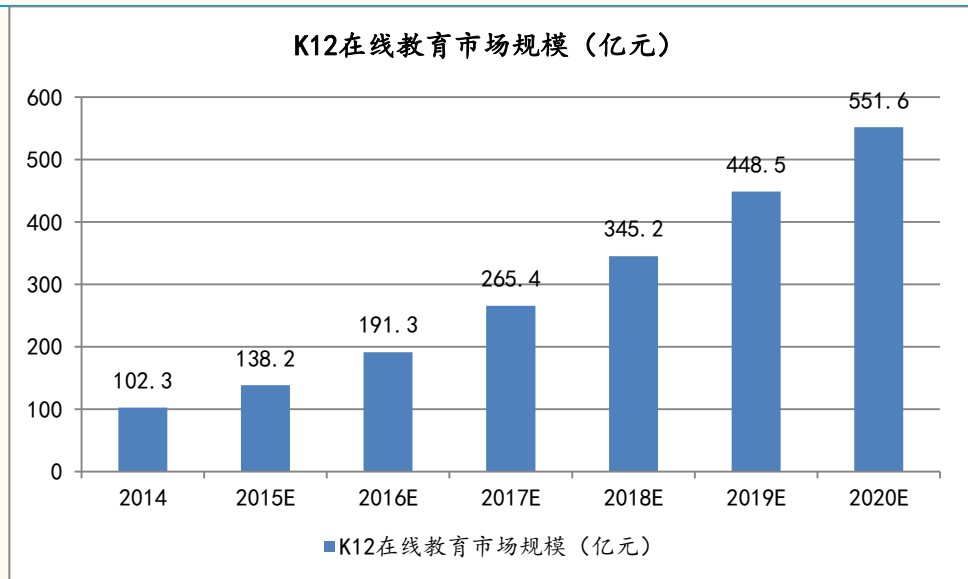
图表 22：国内在线教育市场规模（单位：亿元）



来源：根据前瞻网数据整理，国金证券研究所

在线教育市场的蓬勃发展为各细分行业带来极大利好，K12 教育作为中国教育行业的大头迅速发展，预计到 2020 年，我国 K12 在线教育市场规模有望超过 550 亿元，可见，K12 在线教育市场增长潜力巨大。

图表 23: K12 在线教育市场规模 (单位: 亿元)



来源: 根据前瞻网数据整理, 国金证券研究所

作为全国规模最大的 k12 教育 O2O 课程运营商之一, 龙门教育成立专注提供 K12 校外培训课程的教育平台——龙门尚学, 业务涉及校外同步学科辅导、一对一个性化教学、艺考培训, 结合龙门 3A 高效学习系统, 创办高品质校外辅导中心, 而国内 K12 在线教育市场规模的不断增加, 打造公司未来**第二个增长点**。

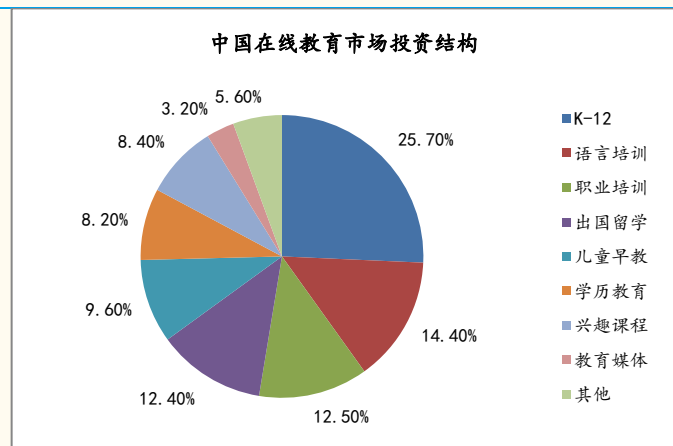
图表 24: 龙门 3A 高效学习



来源: 公司官网, 国金证券研究所

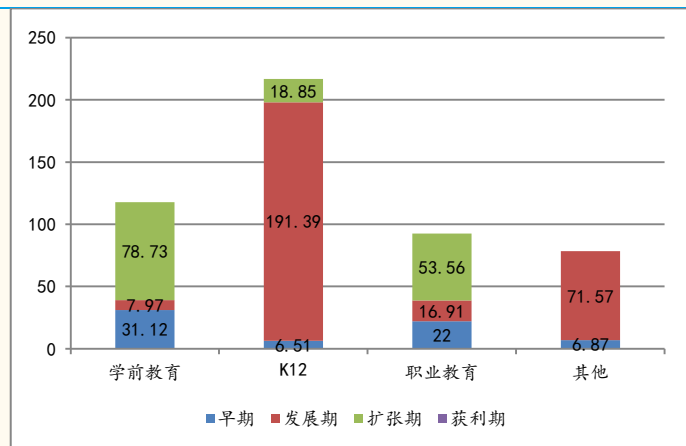
从分业的融资角度来看, 2015 年 K12 领域获得融资额最多, 平均单个案例获得融资额最高。2016 年龙门教育通过定向增发直接融资 76875820.00 元, 股票发行数量 574000 股, 每股 133.93 元/股。

图表 25：中国在线教育市场投资结构



来源：根据前瞻网数据整理，国金证券研究所

图表 26：2015 年教育产业分子行业看投融资金额



来源：根据中国产业信息网数据整理，国金证券研究所

3.2 政府助攻教育信息化，“互联网+”打造教育蓝海市场

关于教育改革的支持政策一直在推进，2012 年以来教育信息化领域的政策集中出台，主管部门对于教育信息化建设方向的政策和指引明确了未来方向，国家政策与互联网+的强助力，必将带来在线教育未来的蓝海市场。

图表 27：教育信息化相关国家政策

时间	政策和部署	内容
2016 年 6 月	《2016 年教育信息化工作要点》	全面完善“三通两平台”建设与应用重点推动“网络学习空间人人通”，深化普及“一师一优课、一课一名师”活动，加大教育信息化培训和典型示范推广力度，为“十三五”教育信息化工作谋好篇、开好局。
2016 年 2 月	《教育信息化“十三五”规划》	加快推动信息技术与教育教学融合创新发展大力推进“三通两平台”建设与应用，完善偏远农村中小学信息化基础设施建设深入开展“一师一优课、一课一名师”活动，完善国家教育资源公共服务体系，充分利用市场机制建设在线开放课程等优质数字教育资源推动教育信息管理系统整合与应用，落实信息安全等级保护制度，提升信息安全保障能力。
2015 年 9 月	《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见》	抓住教育信息化发展历史机遇，提升教育信息化应用水平，扩大优质教育资源覆盖面，加快数字教育资源服务供给模式，拓展教育信息化应用广度与深度。
2015 年 3 月	《2015 年教育信息化工作要点》	完成学校信息化条件建设“十二五”目标，实现各级各类学校互联网全覆盖，扩大实施教师信息技术应用能力提升工程，完善教育资源云服务的政策机制，网络学习空间应用覆盖面大幅提升。
2014 年 11 月	《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》	提出到 2015 年，全国基本实现各级各类学校互联网全覆盖；到 2020 年，全面完成教育规划纲要和教育信息化十年发展规划提出的教育信息化目标任务。
2013 年 7 月	《关于进一步加强教育管理信息化工作的通知》	明确建设目标：建设覆盖全国教育的学生、教师、经费、资产等管理信息系统，建成国家教育管理公共服务平台；加强两级建设，推动五级应用；加大推进力度，保证经费投入。
2012 年 11 月	教育部正式公布第一批教育信息化试点单位名单	56 个地区教育部门或政府部门成为区域信息化试点单位，360 余所中小学、170 余所职业院校成为信息化试点单位，70 余所高校成为本科院校信息化试点单位，30 家单位成为专项试点信息化试点单位，32 家单位成为国家数字教育资源公共服务平台规模化应用专项试点
2012 年 4 月	《教育部等九部门关于加快推进教育信息化当前几项重点工作的通知》	实现教学点数字教育资源全覆盖；推进农村中小学宽带接入与网络条件下的教学环境建设；推动优质数字教育资源的普遍应用；推进网络学习空间建设；建设教育资源公共服务平台；建设教育管理公共服务平台；加大教师应用信息技术能力的培训力度
2012 年 4 月	刘延东委员关于全国教育信息化工作电视电话会议	确定基于“三通两平台”模式的教育信息化发展导向，即实现“宽带网络校校通”、“教学资源班班通”、“网络学习空间人人通”；加强数字教育资源公共服务平台、教育管理信息系统平台的建设
2012 年 3 月	《教育信息化十年发展规划（2011-2020）	建立政府引导、多方参与、共建共享的开放合作机制

年)》

来源:，国金证券研究所

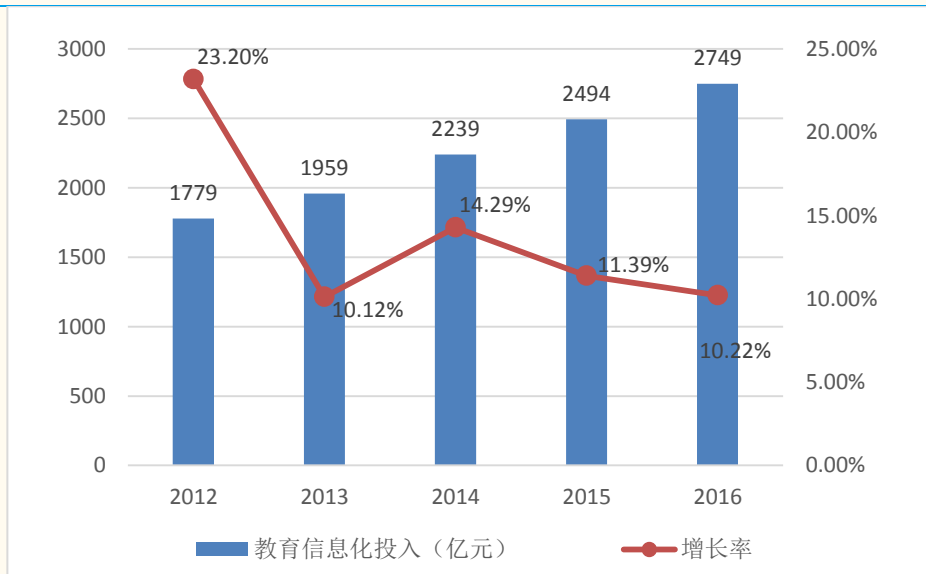
图表 28: 教育信息化十年规划框架结构



来源: 中国教育和科研计算机网， 国金证券研究所

根据 E-learning Research Institute 的预测，2016 年中国在教育信息化上的投入已经超过 2700 亿元，未来，教育信息化这一部分投入有望在政策的支持下持续增长。

图表 29: 我国教育信息化投入



来源: E-learning Research Institute, 国金证券研究所

3.3 公司“线上拼课网、线下拼课堂”，打造国内领先创新型教育平台

当前国内的传统教育方式仍有待创新，而在线教育也未实现完整的教育闭环，只有线上与线下相融合的 O2O 模式才是实现优质教育闭环的最佳路径，也是未来的发展方向。

顺应教育行业发展趋势，龙门教育和鹏博士电信传媒集团进行战略合作，共同发起成立拼课网，以“线上拼课网，线下拼课堂”的 O2O 运营模式为核心，以新型教育合作关系为基准，通过便捷的预约课程系统提供自主选课服务。

图表 30：线上拼课网



来源: 根据前瞻网数据整理, 国金证券研究所

拼课网是采用“互联网+教师合伙人”的教育创业平台，旨在将高度分散的名师工作室向品牌化、规模化、互联网化方向发展。

拼课堂以 Cisco 高清摄像头为核心，搭配 PC、微投影、实物投影、TV-BOX、音响等，配套拼课宝，可实现一对一、一对多的远程实时授课。

图表 31：拼课堂上课设备



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 32：拼课宝



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 33：线上拼课网平台流程



图表 34：线下拼课堂教学现场



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

4 个性化五加教学模式+实力研发团队，助力公司“龙腾万里”

4.1 公司教师和教学管理经验丰富，首创龙门五加模式，打造 VIP 全封闭学习中心，壁垒高筑

在课外辅导行业中，**教师和管理人才是企业得以经营的核心要素之一**。在中国二三线城市，拥有合法教师资格证书、一定教学水平和敬业精神的师资队伍普遍缺乏。而龙门教育的教师团队适应企业文化、能成熟运用企业教学方法、组织高效课堂教学的。

龙门教育创造了适应中高考教学的“5+”教学模式即“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+现代化管理”。“5+”教学模式是教学管理、分层教学和人才培养模式的系统方法，针对中高考学生和复读生建立了独特的教学方法和人才培养体系。

龙门教育凭借教、管、学三位一体的五加教学模式以及优秀的教学成绩和办学经验，将面向全国开办 VIP 全封闭学习中心，教育服务涉及全封闭中高考补习学校、全封闭精品辅导班。公司首创分层次滚动教学+动态教辅，实现班课教学个性化、高效化。首批 VIP 校区目标城市定为武汉、西安、长沙和北京，**VIP 校区将成为公司第三个未来增长点**。

图表 35：龙门五加模式



来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 依托强大研发团队，开发动态教学产品，全方位指导用户学习

公司开设龙门研究院，集教学研究、产品研发、教师实训、技术创新为一体的机构群，包含教学研究院、互联网创新研究院，针对中高考应试培训首创“3A 高效学习法”，“中高考急速复习训练体系”，“四维辅导法”，分层次滚动教学模式，创新开发动态教辅。

龙门教育互联网创新研究院依托跃龙门育才科技公司，开发了一系列智能教学软件与学校管理系统。

图表 36: 龙门教学产品



来源：国金证券研究所

其中《跃龙门中高考知识点挖掘机》是龙门教育第一款学习 APP，通过 HTML5、Javascript、CSS3 等技术对中、高考知识点进行编辑补充，也是公司主营业务的重要组成部分。

5 搭建众创空间，新型教育合作开创新时代

5.1 互联网+教师合伙人，开创教育新视野

龙门教育以新型的教育合作关系为基准，支持及鼓励教师响应“大众创业，万众创新”的教育新时代，协助教师创业，实现中国教育培训领域“从 0 到 1，从 1 到+∞”的重大突破。

公司开放龙门云课堂、在线教育平台、技术产品研发能力、教研体系，与工作室、创业教师共享场地和师资产能。

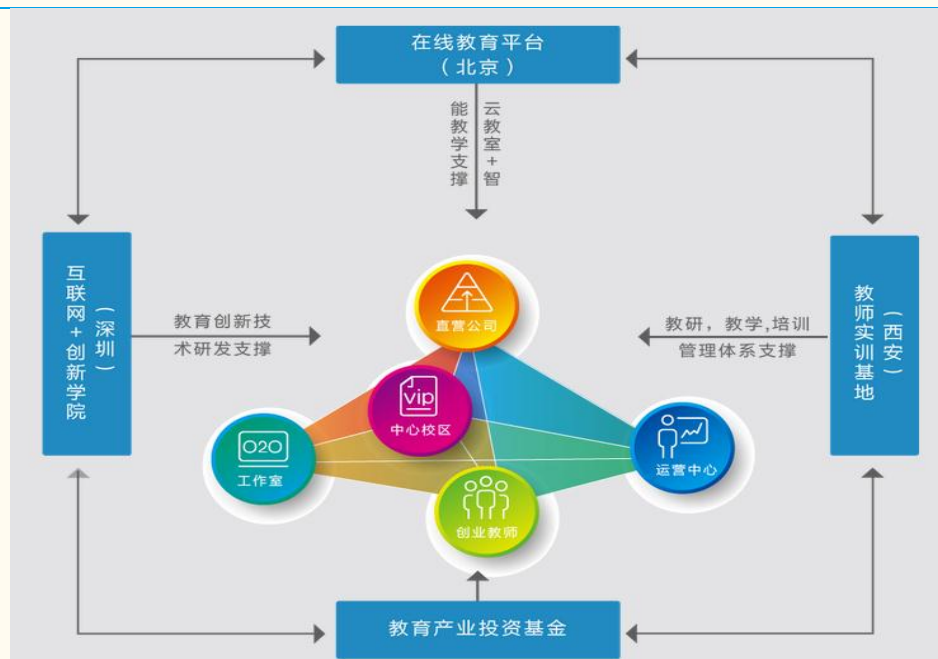
图表 37: 教育共享平台



来源：公司官网，国金证券研究所

顺应共享经济+教育的发展，龙门教育在全国搭建五维众创空间，通过建立直营公司、VIP 中心校区、O2O 工作室，实现跨区域教育共创共享，互联互通，加速教育行业创新和创业人才的聚集和孵化格局。

图表 38：五维众创空间



来源：公司官网，国金证券研究所

公司着手打造教育众创空间，即以合伙人为机制的教育创业平台，该平台的推出将为公司带来更广泛、更强大的师资力量，依托该平台，公司有望实现更快速发展。

5.2 行业内知名度和良好口碑，打造公司品牌优势

龙门教育以严格的教育教学管理和学生优异的中高考成绩受到家长、学生的认可，在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑，在 2007 年-2016 年期间获得多项荣誉，形成公司的品牌优势，是公司未来发展的坚实后盾。

图表 39：2015 届升学率

	2015 届中考
上线率	90.60%
重点上线率	86.00%
	2015 届高考
本科上线率	96.00%
重点班二本上线率	93.60%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：2014 届升学率

	2014 届中考
上线率	91.20%
重点上线率	83.00%
	2014 届高考
本科上线率	85.00%
重点班二本上线率	93.20%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：公司荣誉



来源：公司官网，国金证券研究所

龙门教育低调但不代表沉默，坚持用成绩说话，屡刷新中高考补习净增分之最，一路收获，获得了学员的肯定和行业的认可。

图表 42：Education Award



来源：公司官网，国金证券研究所

5.3 公司未来发展战略明确，规模效应值得期待

(1) 总体发展战略

公司未来的业务重心是研发和推广“拼课网”线上教育平台。拼课网以“耕者有其田，商者有其股，教者有其业”为企业箴言，以“线上拼课网、线下拼课堂”的 O2O 运营模式为核心，以新型的教育合作关系为基准，通过“教师合伙人”制度帮助高度分散的名师工作室向品牌化、规模化、互联网化方向发展，支持及鼓励教师响应“大众创业，万众创新”的教育新时代，让教师真正成为教育培训行业创业的核心动力和创新的核心动力。

(2) 规模发展战略

2016-2018 年，是龙门教育的高速发展阶段，公司的目标是：直营城市达到 40 个，VIP 中心校 20 个，运营中心 500 个，O2O 工作室 5,000 个，创业教师 50,000 以上。建立了线上线下结合的服务体系后，发展网上注册用户预计到达 1,000 万以上，产品付费用户达到 100 万以上，高净值服务级用户达

到 10 万以上, VIP 级别用户达到 5 万以上。

公司未来将打造在线教育产品、线下培训服务课程以及 VIP 个性化解方案的三大产品体系, 形成“一网(拼课网)一堂(拼课堂)”的商业模式, 预期实现交易金额超过 10 亿、营业收入超过 5 亿。

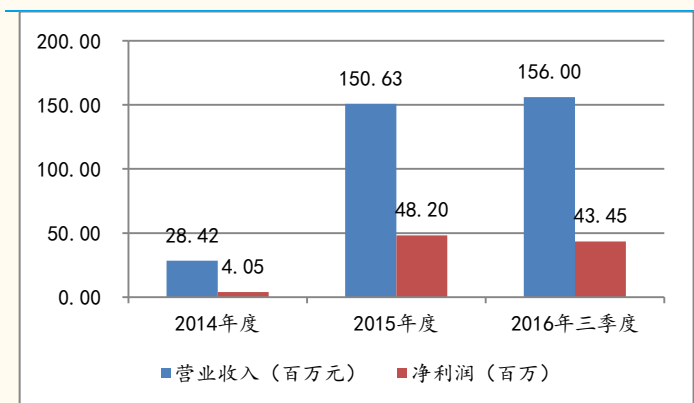
6 财务分析与估值分析

6.1 公司营业收入稳定增长, 盈利能力略有下滑

2016 年三季度, 公司实现营业收入 1.56 亿元, 较去年同期增长了 66.69%; 归属于挂牌公司股东的净利润为 0.43 亿元, 较去年同期增长了 57.75%。

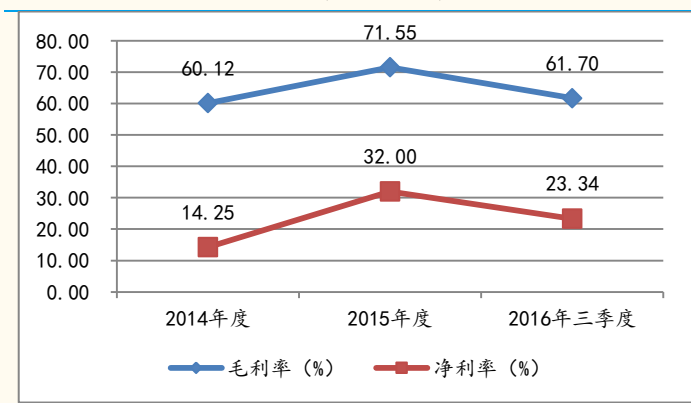
2015 年度实现营业收入 1.51 亿元, 较去年同期增长了 430.02%, 毛利率为 71.96%, 较上一年增长 18.10%, 增幅的主要原因系龙门教育中高考辅导知名度、升学率的不断提高使得公司校区规模不断扩大, 且提高了单个学生的收费标准; 另一方面为 2015 年新增的跃龙门高考知识点挖掘机软件销售业务。

图表 43: 2014-2016 收入与净利润情况 (百万元)



来源: 公司年报, 公开转让说明书, 国金证券研究所

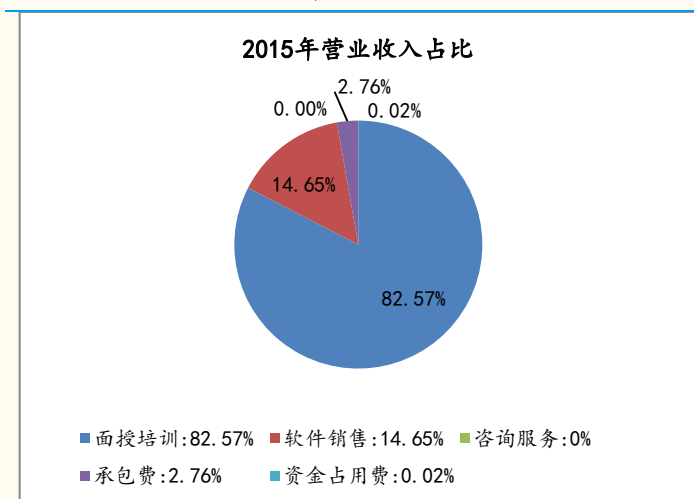
图表 44: 2014-2016 毛利率与净利率情况 (%)



来源: 公司年报, 公开转让说明书, 国金证券研究所

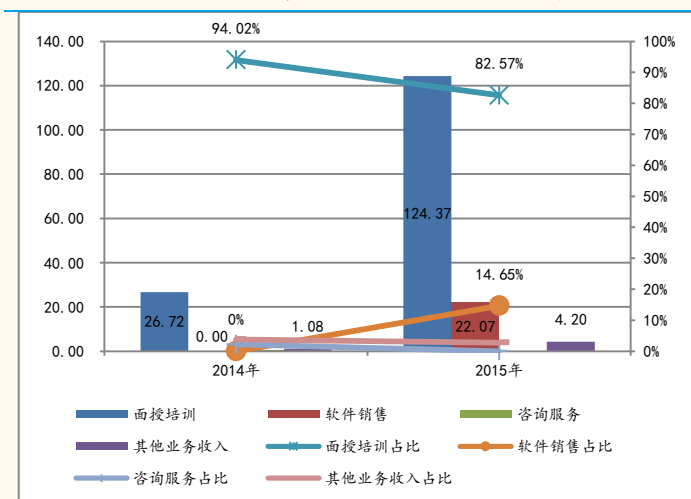
2015 年实现净利润 0.48 亿元, 较上一年增长 1089.94%; 净利率为 32.00%, 较去年同期增长 124.55%, 主要原因系公司营业收入较 2014 年度增幅 430.02%, 业务规模扩大而固定成本分摊率降低所致; 另外公司期间费用管控加强, 费用增长幅度低于营业收入增长幅度所致。

图表 45: 2015 公司各业务营收及占比情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 46: 2014-2015 分产品营业收入及占比情况 (万)



来源: WIND, 国金证券研究所

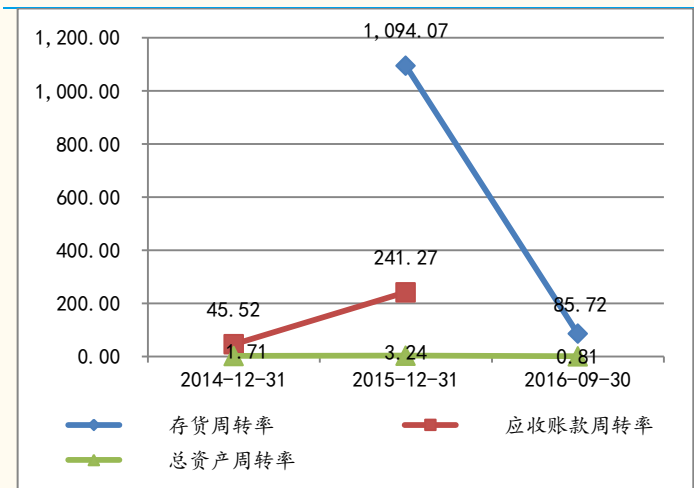
公司主营业务主要为面授培训和软件销售, 面授培训为公司主要收入来源, 2015 年该收入占 82.57%, 较 2014 年有所下降, 这是由于公司在 2015 年开展了软件销售业务。

6.2 公司营运能力稳定

公司存货周转率在 2015 年达到 1094.07，2016 年三季度降到 85.72，主要是由于公司教学用具、宿舍用品增加导致的营业成本增加。

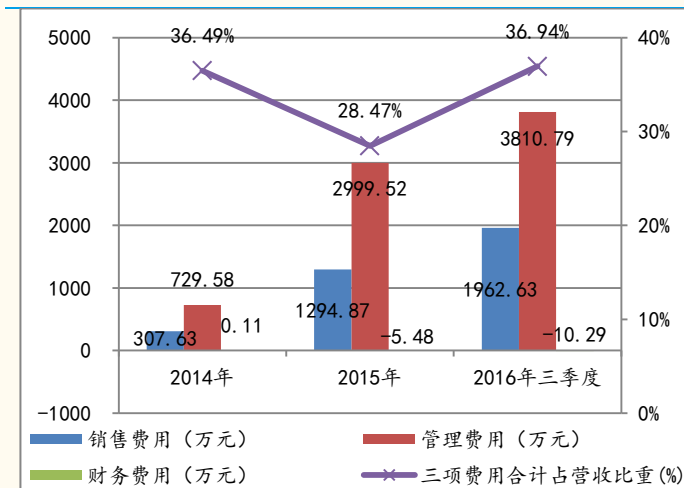
2016 年三季度，公司销售费用、管理费用、财务费用三项期间费用占营业收入的比例为 36.94%，较去年同期的 28.47%略有上升，2014-2016 年期间，公司各项期间费用逐年上升，主要是随着公司规模不断扩大，市场宣传推广力度加大，相应的人工成本、研发成本、中介费用等增加。

图表 47：2014-2016 年公司周转率



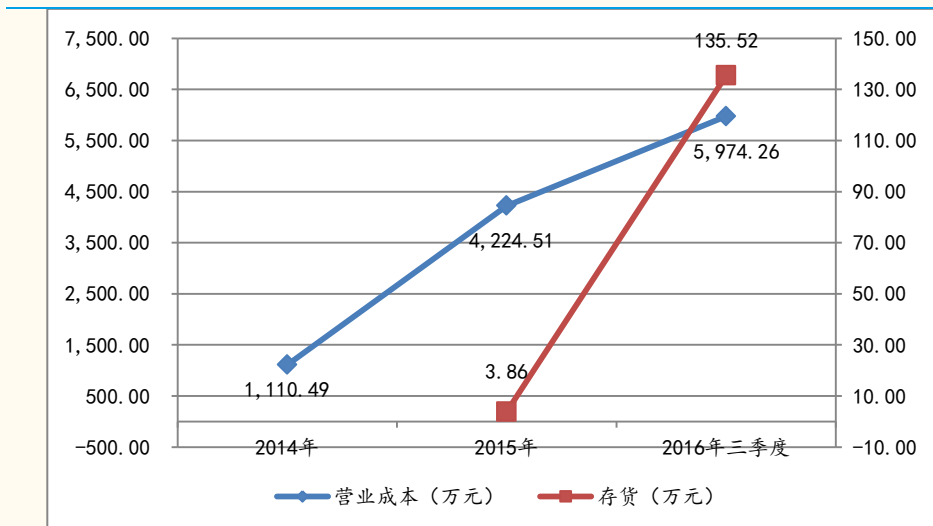
来源：WIND，国金证券研究所

图表 48：2014-2016 年公司各项费用（万元）



来源：公司公开转让说明书，公司报告，国金证券研究所

图表 49：2014-2016 年公司营业成本及存货（万元）



来源：公司官网，国金证券研究所

6.3 盈利预测、估值、投资建议及风险提示

盈利预测、估值及投资建议：

投资建议

结合以上分析，我们认为公司凭借“线上拼课网，线下拼课堂”的 O2O 模式、首创龙门五加模式、强大的研发团队与行业内品牌优势，在未来 K12 在线教育市场规模将持续扩大的趋势下，依托相关政策红利，未来发展可期。

估值

我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.3 亿、3.8 亿、4.9 亿，增长率分别为 53.1%、64.8%、29%，净利润分别为 6000 万、8500 万、1.1 亿。EPS 分别为 0.458、0.653、0.846 元。考虑新三板流动性，目标价 20-22 元，给予买入评级。

风险

- **新市场及 VIP 校区开拓不达预期：**公司在新地区品牌影响力和招生不达预期，导致 VIP 新校区开展不利的风险。
- **政策风险：**教育行业是国家监管较为严格的行业，外部政策环境的变化、国家课程改革的推进将对公司经营过程产生持续影响。
- **经营场所风险：**公司下属北京龙们尚学教育有限、武汉龙门教育有限经营场所全部为租赁，在经营中如果出现房屋出租方违约、停止房屋对外出租或不再续租，则公司需在同一区域内另找合适的经营场所。
- **人员流动风险：**在教师频繁流动的情况下，容易导致学生学习阶段不连贯，甚至造成学习阶段性脱节，因此教师的频繁流动会对公司的稳定和发展造成一定的影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	0	28	151	231	380	490
增长率		#DIV/0!	430.0%	53.1%	64.8%	29.0%
主营业务成本	0	-11	-42	-64	-106	-133
%销售收入	0	39.1%	28.0%	27.9%	27.8%	27.1%
毛利	0	17	108	166	274	357
%销售收入	0	60.9%	72.0%	72.1%	72.2%	72.9%
营业税金及附加	0	-1	-5	-9	-15	-20
%销售收入	0	3.6%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	0	-3	-13	-35	-65	-88
%销售收入	0	10.8%	8.6%	15.0%	17.0%	18.0%
管理费用	0	-7	-30	-56	-101	-129
%销售收入	0	25.7%	19.9%	24.3%	26.5%	26.3%
息税前利润 (EBIT)	0	6	60	66	94	121
%销售收入	0	20.9%	40.0%	28.8%	24.7%	24.6%
财务费用	0	0	0	2	3	5
%销售收入	0	0.0%	0.0%	-0.7%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	0	6	60	68	97	126
营业利润率	0	20.6%	40.0%	29.5%	25.5%	25.7%
营业外收支	0	0	1	1	1	1
税前利润	0	6	61	69	98	127
利润率	0	20.6%	40.7%	29.9%	25.8%	25.9%
所得税	0	-2	-13	-9	-13	-16
所得税率	0	30.1%	21.5%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	0	4	48	60	85	110
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1
归属于母公司的净利润	0	4	49	59	85	110
净利率	0	14.4%	32.5%	25.7%	22.3%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	0	4	48	60	85	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	1	4	6	9	11
非经营收益	0	0	0	-2	-1	-1
营运资金变动	0	3	7	4	14	10
经营活动现金净流	0	8	60	69	107	130
资本开支	0	-3	-19	-11	-14	-15
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	-8	5	0	0	0
投资活动现金净流	0	-11	-14	-12	-14	-15
股权募资	0	0	0	0	-4	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	0	2	-2	0	0	0
筹资活动现金净流	0	2	-2	0	-4	1
现金净流量	0	-1	43	57	89	116

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	0	1	45	102	190	306
应收款项	0	9	4	8	12	16
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	1	4	5	5
流动资产	0	10	50	113	207	328
%总资产	0	61.3%	65.8%	77.9%	84.4%	88.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	0	6	17	18	16	13
%总资产	0	35.9%	22.1%	12.4%	6.6%	3.4%
无形资产	0	0	9	11	20	29
非流动资产	0	6	26	32	38	44
%总资产	0	38.7%	34.2%	22.1%	15.6%	11.7%
资产总计	0	17	76	145	246	371
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	0	5	1	5	9	11
其他流动负债	0	3	21	25	41	53
流动负债	0	8	22	30	50	64
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	0	8	22	30	50	65
普通股股东权益	0	9	55	115	195	305
少数股东权益	0	0	-1	0	1	1
负债股东权益合计	0	17	76	145	246	371

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0	0.032	0.377	0.458	0.653	0.846
每股净资产	0	1.724	11.079	22.947	39.026	60.956
每股经营现金净流	0	1.567	11.918	13.785	21.345	26.035
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0	47.52%	88.31%	51.72%	43.36%	35.98%
总资产收益率	0	24.66%	64.02%	40.95%	34.42%	29.52%
投入资本收益率	0	48.10%	86.66%	50.41%	41.78%	34.20%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	N/A	430.02%	53.12%	64.75%	28.97%
EBIT 增长率	N/A	0	917.31%	10.16%	41.45%	28.41%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	21.29%	42.59%	29.60%
总资产增长率	N/A	0	360.02%	89.61%	69.63%	51.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0	4.0	0.8	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	0	0	0.2	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	0	31.4	11.2	12.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	0	76.6	40.9	26.8	14.6	8.6
偿债能力						
净负债/股东权益	0	-15.13%	-81.63%	-88.65%	-97.16%	-99.76%
EBIT 利息保障倍数	0	5,390.4	-1,101.1	-43.9	-31.1	-23.6
资产负债率	0	48.10%	28.45%	20.86%	20.36%	17.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD