

# 长方集团 (300301.SZ)

## 教育/电子行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

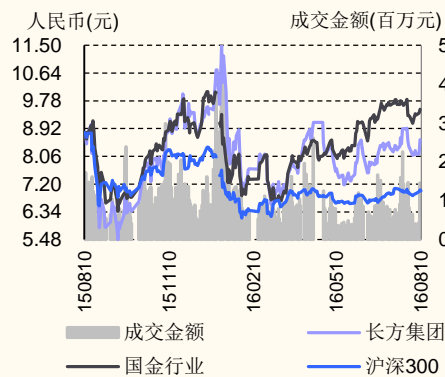
市场价格 (人民币): 8.85 元

目标价格 (人民币): 12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 268.04     |
| 总市值 (百万元)       | 5,992.36   |
| 年内股价最高最低 (元)    | 11.50/5.48 |
| 沪深 300 指数       | 3243.34    |



## 教育转型基础已备，剑指幼教或打造知名优质品牌

### 公司基本情况 (人民币)

| 项目           | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元)   | 0.186  | 0.146  | 0.164  | 0.204  | 0.240  |
| 每股净资产 (元)    | 2.90   | 2.04   | 2.90   | 3.10   | 3.34   |
| 每股经营性现金流 (元) | 0.12   | 0.21   | 0.37   | 0.47   | 0.57   |
| 市盈率 (倍)      | 71.34  | 73.51  | 53.08  | 42.58  | 36.14  |
| 行业优化市盈率 (倍)  | 58.01  | 119.31 | 120.39 | 120.39 | 120.39 |
| 净利润增长率 (%)   | 84.36% | 99.05% | 28.14% | 24.66% | 17.82% |
| 净资产收益率 (%)   | 6.42%  | 7.16%  | 5.64%  | 6.57%  | 7.18%  |
| 总股本 (百万股)    | 271.79 | 690.36 | 790.36 | 790.36 | 790.36 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **转型幼教方向基本确定，我们看好幼教行业整合和大发展。**
- **幼教行业现状：入园率仍有待提高，“小弱散”良莠不齐亟待整合。**①中国毛入园率已达到 75%，但相比发达国家（日本 13 年已达 91%），未来入园率仍有提升空间。②现有幼儿园大多也存在着规模小、管理混乱、师资薄弱等问题，市场集中度较低，CR5 不足 2.5%，亟待整合。③品牌直营幼儿园受制于资金限制，扩张较为缓慢，最大的直营幼教品牌体系内连锁园也仅百余家，品牌分布十分分散。而家长对于优质品牌幼儿园需求较大。
- **幼教市场规模：民办幼教市场 2016 年 3000 亿，2020 年将达 5000 亿。**幼教是民办化最高的教育领域之一，民办幼教占比超过 70%。根据我们的测算，目前民办幼教市场规模已超 3000 亿，随着入园率提高、二胎政策发酵、消费意愿提高，至 2020 年，市场规模将达 5000 亿。
- **幼教发展趋势：借力资本整合在路上，大型优质品牌或诞生。**资本进入，幼教市场或借助资本加速整合。家长对优质品牌幼儿园的需求强烈，直营品牌幼儿园或迎大发展。上市公司作为资本平台，具有资本优势和良好的管控体系及背书效应，在幼教行业的整合中具有得天独厚的优势。
- **主业稳健，提供安全边际。**主业 LED 光源制造业及旗下移动 LED 照明制造企业康铭盛发展稳定且具有纵向协同作用，提供业绩安全边际。

### 投资建议

- **教育业务运作主体落地，现金充裕外延并购基础已备。**长方集团已成立教育管理公司，并参与成立教育产业并购基金，剑指早教领域，转型方向较为明确，同时公司现金充裕，具有外延并购进军幼教领域的基础。
- **“照明+教育”二元业务模式值得期待。**“照明+教育”的双元业务发展模式，盈利能力和抗风险能力明显增强，给予买入评级。

### 估值

- 暂不考虑教育业务，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.16 元，0.20 元，0.24 元，对应 PE53x,43x,36x。未来教育转型推进，盈利能力或有效增强。

### 风险

- 教育转型进度仍有不确定性。

吴劲草

联系人  
(8621)60753909  
wujc@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1.传统 LED 主业稳健发展，收购康铭盛实现产业链整合 .....      | 4  |
| 1.1 专业 LED 制作厂商，主营业务增长稳定 .....          | 4  |
| 1.2 收购康铭盛整合产业链上下游，助力业绩持续增长 .....        | 5  |
| 2.教育转型基础已完备，剑指幼教方向渐明确 .....             | 6  |
| 2.1 成立教育子公司，教育业务运营主体落地 .....            | 6  |
| 2.2 设立教育投资并购基金，转型方向明确 .....             | 6  |
| 2.3 现金充裕，外延并购或存空间 .....                 | 7  |
| 3.幼教行业市场空间巨大，“小弱散”现状亟待整合 .....          | 8  |
| 3.1 幼教意义：学前教育对孩子意味着什么？ .....            | 8  |
| 3.2 幼教行业现状：入园率仍有待提高，“小弱散”良莠不齐集中度低 ..... | 9  |
| 3.3 幼教市场规模：民办幼教五千亿市场亟待整合 .....          | 11 |
| 3.4 幼教行业未来发展趋势：借力资本整合在路上，优质品牌需求强烈 ..... | 14 |
| 4.投资建议 .....                            | 16 |
| 5.风险提示 .....                            | 16 |

## 图表目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1：公司实际控制人为邓子长、邓子权、邓子贤和邓子华四人 .....             | 4  |
| 图表 2：长方 LED 系列产品 .....                           | 4  |
| 图表 3：贴片照明光源为长方的传统业务 .....                        | 4  |
| 图表 4：长方集团营收情况 .....                              | 5  |
| 图表 5：长方集团净利润情况 .....                             | 5  |
| 图表 6：长方收购康铭盛实现产业链上下游整合 .....                     | 5  |
| 图表 7：康铭盛营业收入情况 .....                             | 6  |
| 图表 8：康铭盛净利润情况 .....                              | 6  |
| 图表 9：长方参与设立教育基金，投向基本明确 .....                     | 7  |
| 图表 10：幼儿教育对人一生的智力发展都有重要影响 .....                  | 8  |
| 图表 11：幼儿教育促进儿童记忆、语言、动作、认知发育 .....                | 9  |
| 图表 12：中国幼儿园入园率仍有很大提升空间 .....                     | 9  |
| 图表 13：“加盟+直营”幼儿园连锁品牌集中度很低 .....                  | 10 |
| 图表 14：优质品牌幼儿园对孩子的教育是多方面的 .....                   | 11 |
| 图表 15：幼儿园资源总体不足，家长为报名幼儿园通宵排队 .....               | 11 |
| 图表 16：民办幼儿园占总幼儿园数比超过 70% .....                   | 12 |
| 图表 17：民办幼儿园在园人数超过总在园人数一半 .....                   | 12 |
| 图表 18：未来五年预计每年将会多出 200-300 万新生儿 .....            | 12 |
| 图表 19：多项政策支持学前教育发展 .....                         | 13 |
| 图表 20：目前民办幼教市场规模达 3000 亿，2020 年或将达到 5000 亿 ..... | 13 |
| 图表 21：民办幼教市场规模持续增长 .....                         | 14 |

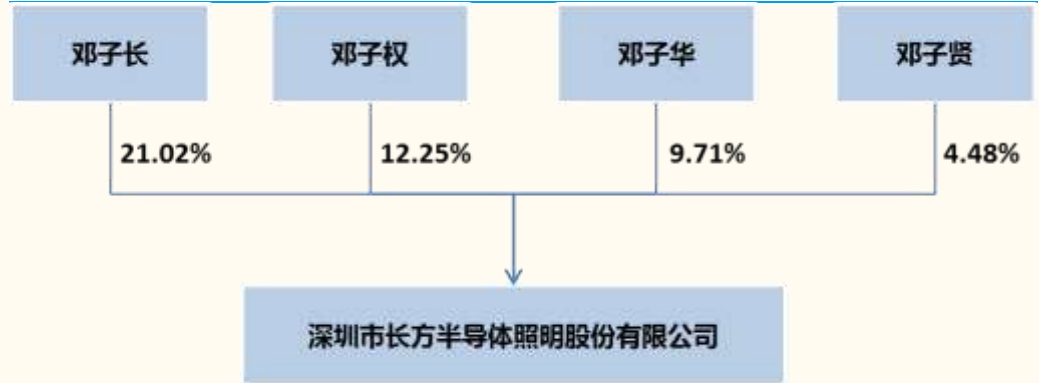
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 22: 幼教市场规模增长驱动力 .....           | 14 |
| 图表 23: 资本的进入大大推动了红缨教育的连锁幼儿园扩张..... | 15 |
| 图表 24: 幼儿园具有产业链上下游纵向延伸的空间 .....    | 16 |

## 1.传统 LED 主业稳健发展，收购康铭盛实现产业链整合

### 1.1 专业 LED 制作厂商，主营业务增长稳定

- 长方集团成立于 2005 年，于 2012 年 3 月 21 日在深圳交易所创业板上市。是一家集研发、设计、生产、销售为一体的专业 LED 光源及照明灯厂商。实际控制人为邓子长、邓子权、邓子贤和邓子华四人，是一家机制灵活的民营企业。

图表 1：公司实际控制人为邓子长、邓子权、邓子贤和邓子华四人



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主营业务为 LED 照明光源器件和 LED 照明产品的研发、设计、生产和销售。公司拥有 LED 光源（包括各种二极管产品）和 LED 成品照明灯（包括台灯、面板灯等产品）两大类产品。产品多次获得 GS, UL, CE、EMC、LVD、FCC、ROHS 等多项国际权威认证。LED 照明光源产品 4802、502 和大功率 1W 获得了深圳市自主创新产品认定，大功率 1W 照明光源通过了深圳市科学技术成果鉴定。公司拥有 13 项实用新型专利、20 项外观设计专利，荣获“深圳市高新技术企业”等荣誉称号。公司依托核心竞争力及研发实力，在稳固封装原有市场地位的同时，加大了对封装的研发投入，建立了光源封装研发实验室，引进行业高端研发人才，在垂直封装、高压封装等方面取得了新的突破，加大研发投入的力度。

图表 2：长方 LED 系列产品

#### 长方LED光源系列产品



#### 长方LED照明灯系列产品



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：贴片照明光源为长方传统业务



来源：公司官网，国金证券研究所

- LED 主业业绩持续增长。2013 年以来，公司 LED 主营业务保持营收利润双增长的趋势。2015 年公司收购了下游 LED 移动照明企业康铭盛，优化了产业结构，并完成产业链上下游整合，产生协同效应。LED 光源产品的营收略有下降，但销售费用的下降叠加毛利率的提升，使得 LED 光源业务

净利润上升。而康铭盛的 LED 移动产品业务营收持续增长，有效增厚公司业绩。我们认为，未来随着公司产业链上下游业务的进一步的磨合，LED 主业业绩有望保持稳定增长。

图表 4：长方集团营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：长方集团净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 收购康铭盛整合产业链上下游，助力业绩持续增长

- **收购 LED 移动照明产品商康铭盛 60% 股权。**2015 年 4 月，康铭盛股权正式过户，成为长方集团旗下公司。
- 深圳市康铭盛科技实业股份有限公司创建于 2004 年 3 月，在深圳拥有四个分部，拥有完整的现代化生产体系。随着品牌影响力和市场需求量的不断扩大，康铭盛在江西省高安市和上高县相继投资兴建了占地面积达 370 亩的两个工业园区。拥有自主知识产权达 100 多项。公司主要生产 LED 移动照明系列产品：手电筒、可充式护眼台灯、手提式探照灯、应急灯、马灯、头灯、可充式节能灯、灭蚊灯以及电蚊拍、多功能移动电源等。
- 长方集团母公司主要产品为上游 LED 照明光源器件，而康铭盛主要产品为下游 LED 移动照明产品。收购康铭盛可促进实现产业链的垂直整合，实现优势互补，充分发挥产业链优势，加强与康铭盛生产过程各环节的配合，有利于协作化生产。同时，可以减少产品流转的中间环节，节约交易成本，或将有效提高长方及康铭盛的 LED 产品的盈利能力。

图表 6：长方收购康铭盛实现产业链上下游整合



来源：国金证券研究所

- **产业链整合优化业务结构，康铭盛业绩增长迅速。**康铭盛营业收入持续增长，而净利润 2014-15 年增长迅速，我们认为主要原因是，康铭盛为长方照明的下游企业，收购完成后，产业链上下游整合协同效应显现，整个长

方集团的资源更合理的配置，生产结构得到优化，提高了康铭盛的净利率。康铭盛 2015、2016、2017 年的业绩承诺分别为 1.05 亿，1.28 亿，1.40 亿，而其 2015 年的利润达到 1.11 亿元，完成业绩承诺，我们认为，随着长方集团产业链整合的进一步优化，未来业绩有望稳定增长。

图表 7：康铭盛营业收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：康铭盛净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2. 教育转型基础已完备，剑指幼教方向渐明确

- 随着消费升级的大潮，教育行业的发展前景持续向好。长方集团在主营业务稳定发展的同时，寻求产业升级的计划，或将通过外延并购的方式切入教育领域。

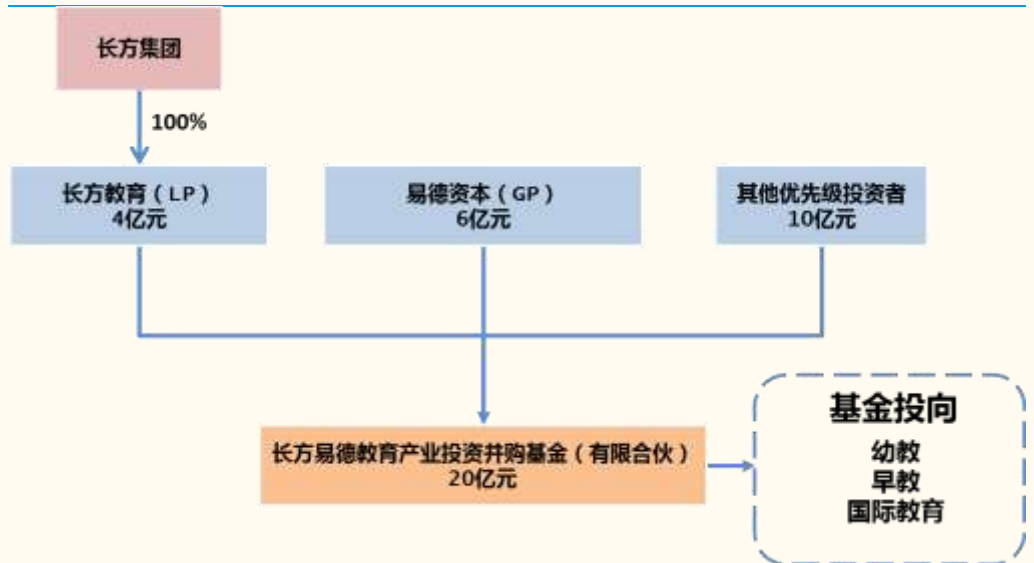
### 2.1 成立教育子公司，教育业务运营主体落地

- 2016 年 6 月 6 日，长方集团发布公告，投资设立全资子公司深圳前海长方教育管理有限公司（简称长方教育），注册资本为人民币 1 亿元。长方教育主营业务为教育业务，经营范围为早教、幼教、国际教育等。
- 我们认为，成立教育子公司标志着长方集团转型教育的运营主体的落地，公司或将以长方教育为其教育业务的运营主体，结合内生建设和外延并购的手段，发展教育业务。同时，公司将引进具有教育、管理等专业知识以及丰富从业经验的中高端人才，促进长方教育长期、健康、稳定发展。

### 2.2 设立教育投资并购基金，转型方向明确

- 2016 年 6 月 6 日，长方集团发布公告，拟与深圳易德资本共同投资设立珠海横琴长方易德教育产业投资并购基金。并购基金规模为不超过人民币 20 亿元，其中，公司全资子公司长方教育作为劣后级有限合伙人，拟以自有资金出资人民币 4 亿元；易德资本作为普通合伙人，拟出资人民币 6 亿元，作为劣后资金；其余资金根据需求向合格投资者非公开募集，作为优先级资金。目前该基金已办理完成工商注册登记手续，并取得了《营业执照》。

图表 9：长方参与设立教育基金，投向基本明确



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，公司成立教育投资并购基金表明了其转型教育的坚定信心，与易德资本共同成立并购基金将为公司引入专业的教育和投资方面的人才，此外，并购基金也为公司提供了更灵活的投资并购模式，为公司向教育领域的外延并购扩张打下基础。
- 并购基金的主要投资方向为教育产业中的优质资产，尤其以国际教育，早教、幼教等学前教育产业作为投资重点。并购基金的主要规划投向表明公司主要发展方向或将为早教、幼教等学前教育领域。公司早幼教业务拓展值得期待。

### 2.3 现金充裕，外延并购或存空间

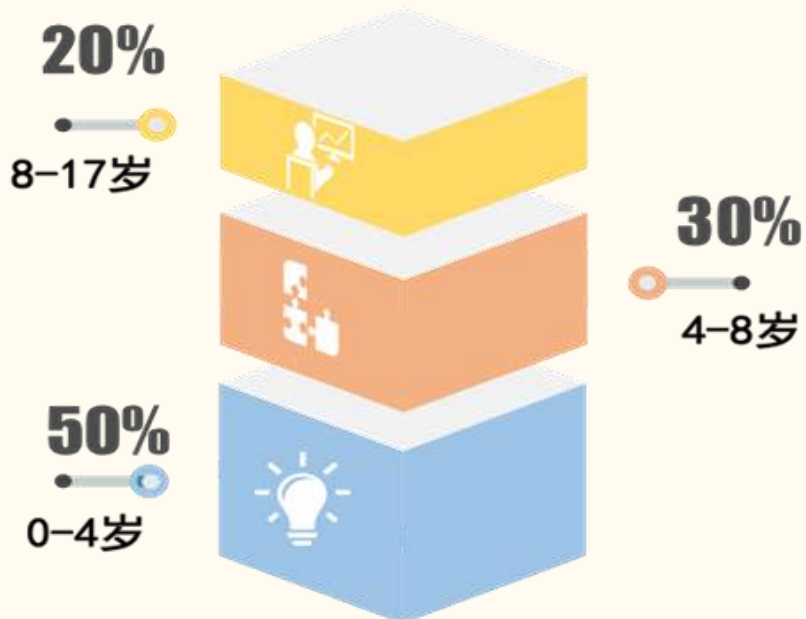
- 8月8日晚，长方集团发布公告，将变更募集资金实施主体，拟将前期募集资金中5.4亿元的投资项目“以PPP模式为主的照明节能服务项目”的实施主体由子公司长方金控调整为母公司长方集团。
- 公司一季报期末现金为2.59亿，而募集资金总额为7.5亿，目前账面现金或已超过10亿，现金流充裕，或为公司未来外延并购切入教育领域做出充分准备。

### 3. 幼教行业市场空间巨大，“小弱散”现状亟待整合

#### 3.1 幼教意义：学前教育对孩子意味着什么？

- **幼儿教育对开启智力至关重要。**美国心理学家 Bruno Bettelheim 的研究就曾指出，一个人在 0-4 岁时，已经获得了他 50% 的智力；在 4-8 岁的阶段可获得 30%；而在 8-17 岁阶段，仅能获得 20% 的智力。因而，如何在学前教育时期，获得良好的教育引导，开启智力、培养能力，对于孩子未来成长、乃至一生发展都有着至关重要的意义。中国颁布的《幼儿园教育指导纲要》指出，幼儿教育是基础教育的有机组成部分，是学校教育制度和终身教育的奠基阶段。幼儿园教育应为每一个幼儿的近期和终身发展奠定良好的素质基础。

图表 10：幼儿教育对人一生的智力发展都有重要影响



来源：国金证券研究所

- **牛津大学研究表明，接受过学前教育的孩子在未来学术优势明显。**牛津大学对 3000 个 3~18 岁的孩子做了调研，以调查影响孩子学术成绩的因素到底有哪些，特别是学前教育和孩子早年受到的家庭环境的影响。结果显示，在幼儿园进行过学前教育的孩子的 AS-levels 课程成绩（即英国高中课程 A-Level 的一部分，是进入大多数大学的首要条件），大大超过了没有接受过学前教育的孩子，表明接受过学前教育的孩子会学的更多更好，最终会以显著的学术优势走进大学。
- **国内研究同样表明了幼儿教育的重要性。**国内“山村幼儿园”计划，试点地区进入幼儿园进行学前教育的儿童，较基线相比，在各类水平上都显著高于未接受学前教育的孩子。入园后半年内，3-4 岁幼儿在语言、动作、认知、记忆四个方面分别提升了 18%、31%、20%、29%；4-5 岁儿童在语言、动作、认知、记忆分别提升了 23%、36%、27%、34%。语言、动作方面达到了较为理想的水平，记忆一项有了较大幅度的提升；5-6 岁儿童在语言、动作、认知、记忆、社会规则五项分别提升 18%、4%、16%、20%、9%。



图表 11：幼儿教育促进儿童记忆、语言、动作、认知发育

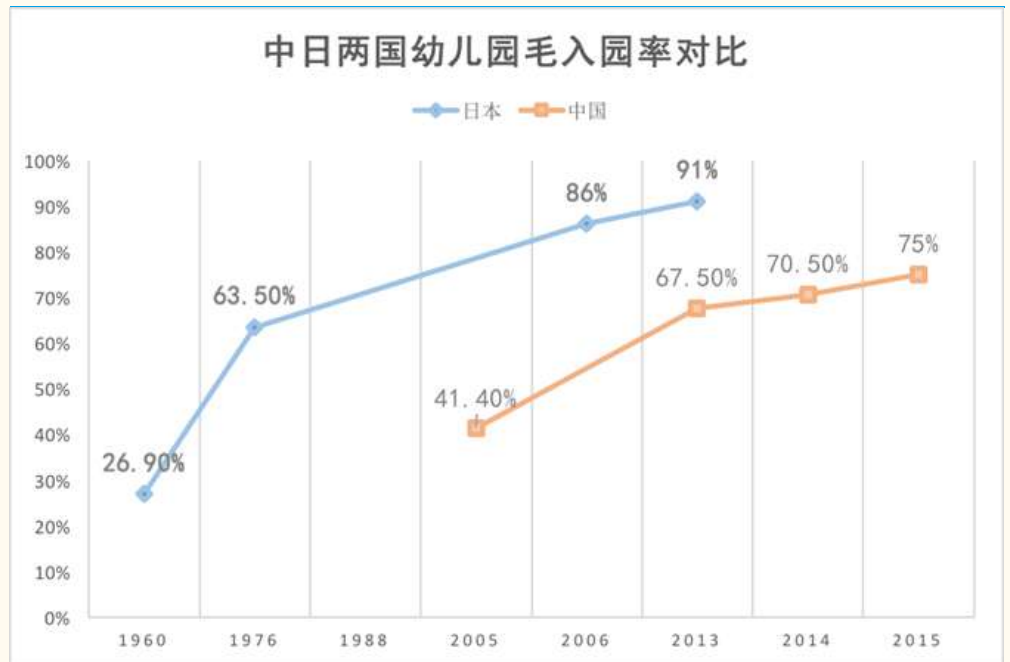


来源：国金证券研究所

### 3.2 幼教行业现状：入园率仍有待提高，“小弱散”良莠不齐集中度低 入园率仍有待提高

- 中国目前幼儿毛入园率相对发达国家还比较低。对比幼教发展比较完善的日本来看，到 2006 年时，日本的幼儿入园率已达到了 86%。日本政府从 2006 年开始到 2010 年实施为期 5 年的“幼儿教育振兴项目”，文部科学省计划到 2013 年将儿童入园率提高 5 个百分点。相比之下，虽然近年来随着政策不断落地，中国幼儿入园率增长明显，但是直到 2011 年才刚刚完成毛入园率 62.3% 的指标，相当于日本三十多年前的水平。根据 2015 年的最新公报显示，中国毛入园率已达到 75%，不过较发达国家还是相对落后，幼儿园产业发展仍然不够充分，未来入园率仍有提升空间。

图表 12：中国幼儿园入园率仍有很大提升空间



来源：《发达国家教育改革的动向与趋势》，国金证券研究所

### 幼教呈“小弱散”状况，良莠不齐，集中度低，办园质量仍需改善

- 中国现在的幼儿园市场格局比较散乱，市场前五家最大加盟和直营幼儿园之和不足幼儿园总数的 2.5%，行业集中度比较低。虽然近年来相继出现一些快速发展的品牌，如红缨教育、北京博苑、金色摇篮、红黄蓝等，但整个幼教行业的集中度仍很低，且连锁数较多的幼儿园如红缨教育主要是通过加盟完成的，最大的直营幼儿园旗下管控程度较高的连锁园数仅为近 100 余家，直营园市场集中度非常低，缺乏大型直营幼教连锁品牌。

图表 13：“加盟+直营”幼儿园连锁品牌集中度很低

|         |        |
|---------|--------|
| 幼儿园总家数  | 203700 |
| 红缨      | 3500   |
| 北京博苑    | 800    |
| 金色摇篮    | 250    |
| 红黄蓝     | 300    |
| 诺贝儿     | 178    |
| 前 5 家总和 | 5028   |
| CR5     | 2.47%  |

来源：国金证券研究所

- 此外，现有幼儿园水平层次不齐，很多幼儿园甚至没有办学资质，校车安全管理部际联席会议第三次会议公布数据显示，全国已取缔了 1 万多处不合规的幼儿园。即便是正规幼儿园，大多也存在着规模小、管理混乱、师资薄弱、课程体系不科学等问题。我们认为，目前国内幼儿园呈现出“小弱散”的状况，而家长对幼儿园的办园十分注重，未来幼儿园的办园质量的持续提高是必然的趋势，而办园质量较好品牌幼儿园也有望借此机会迎来大发展。

### 家长对于优质幼儿园的需求与日俱增

- 幼升小竞争日益激烈，幼儿园教育尤为关键。现在孩子的升学压力非常大，而好的小学教育已然成了顺利进入重点中学学习的基础，从而帮助孩子日后进入名牌大学学习，由此激发了小学择校热。以广东省某重点小学为例，去年该小学的 250 个招生名额，引来了近 2000 名学生报名。要通过脱颖而出顺利进入理想的小学学习，孩子们面临着学习能力测评和面试考评等环节的激烈竞争。因此，为了打好基础，为择校做准备，家长们对于良好的学前教育的需求不断提升，好的幼儿园能培养孩子的学习能力、表达能力、创造力，这些无论对于面试还是未来的学习都是至关重要的。
- 全国妇联与教育部联合开展的“学前儿童入园现状调研”显示，家长们对幼儿园最关切的问题分别是教师对幼儿有爱心和责任心（61.4%），能给孩子提供系统、规范的教育（43.6%），饮食上注意营养、卫生，花色丰富（34.9%），保证幼儿身体健康（25.7%）、能与家长定期沟通（25.2%）、有优秀的专业教师（22.4%）。很多小规模幼儿园设施简陋、安全保障较差、教育质量堪忧，无法为孩子提供安全、良好的生活学习环境，无法令家长放心，也无法满足家长的需求。因而，市场对于大品牌、高质量的连锁幼儿园的需求不断升温。
- 好的幼儿园不仅仅能为孩子提供安全、舒适的生活环境，优质的师资力量和健全的课程体系还能启发孩子的智力，引导孩子形成健全的人格，培养孩子养成良好的学习、生活习惯，激发孩子的兴趣与潜能，帮助孩子健康、快乐成长。我们认为，优质的品牌幼儿园能给孩子提供多方面的教育、生活环境等，随着家长对于幼儿园办学质量要求的不断提高，优质的品牌幼儿园的需求也在不断加强。

图表 14：优质品牌幼儿园对孩子的教育是多方面的



来源：国金证券研究所

### 3.3 幼教市场规模：民办幼教五千亿市场亟待整合

#### 幼儿园资源仍不足以满足需求、幼儿园资源总体不足

如今，入园难的问题仍然存在，幼儿园教育资源，尤其是优质资源十分稀缺。各地幼儿家长为了争夺有限的入园名额都竭尽全力。今年，各地幼儿园招生季出现了多家幼儿园凌晨通宵排队的情况，一些幼儿园仅有的一百多个招生名额，基本上靠“秒杀”。幼儿教育显然供不应求，幼儿园市场应该还有很大需求需要填补。

图表 15：幼儿园资源总体不足，家长为报名幼儿园通宵排队



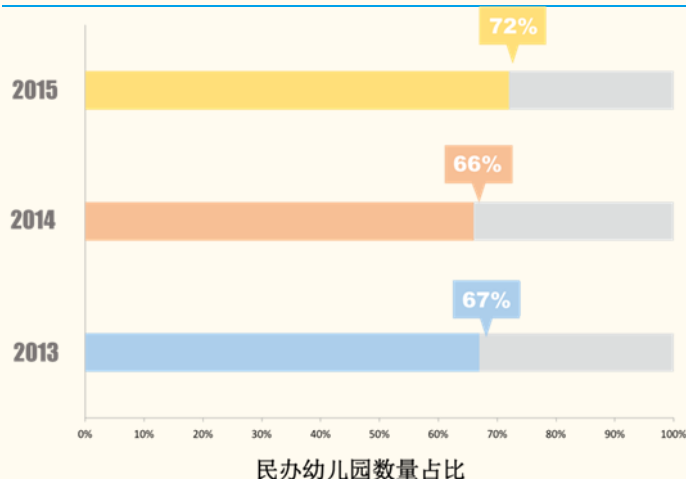
来源：国金证券研究所

#### 民办幼儿园是幼教行业的主体力量

- 目前，民办幼儿园已成为幼教办学的主体力量，幼教行业是既定教育时期细分领域中民办化最高的子领域。《2015 年全国教育事业统计公报》显示，2015 年中国共有幼儿园 22.37 万所，其中 14.64 万所为民办幼儿园；在园儿童 4264.83 万人，其中民办幼儿园在园儿童 2302.44 万人。公办幼

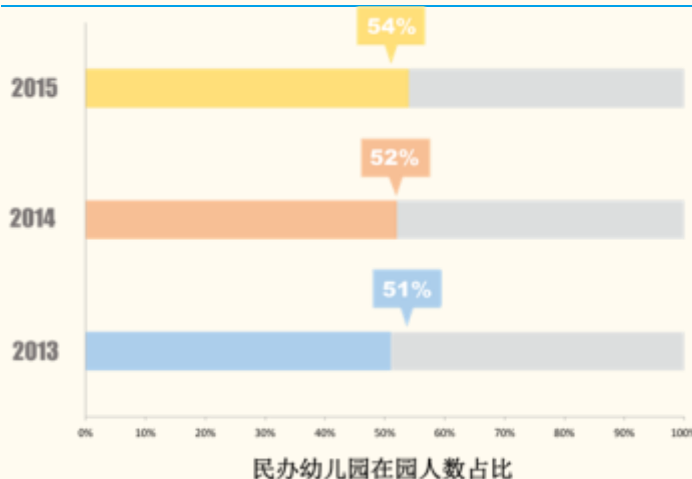
儿园的资源非常有限，虽然国家加大了对公办幼儿园的投入力度，但受到管理、教师资源、资金等客观条件的制约，大规模扩充公办幼儿园并不现实，剩下的巨大缺口必须由民办幼儿园来协助补充完成。

图表 16: 民办幼儿园占总幼儿园数比超过 70%



来源: 国金证券研究所

图表 17: 民办幼儿园在园人数超过总在园人数一半



来源: 国金证券研究所

### 民办幼教市场已达三千亿，2020 年或将达五千亿

- 二胎政策持续发酵，适龄入园儿童有望不断增长：**随着中国“全面二胎”政策落地，专家估计生育率将迎来一次反弹，同时长期积压的二胎生育意愿将在五年内集中释放，预计将为 2016 年带来约 200 万的新增出生儿。未来五年，据估算，每年都将多出 200-300 万的新生儿，相比近年来 1600 万左右的新生儿增长 15%-20%，对应着 2-3 年后适龄入园儿童（2-3 岁左右）大量增加。

图表 18: 未来五年预计每年将会多出 200-300 万新生儿

| 年份    | 育龄妇女人数<br>(15-49 岁)<br>(千万) | 生育第一胎比率<br>(%) | 新生儿数量<br>(第一胎)<br>(万) | 生育第二胎比率<br>(%) | 新生儿数量<br>(第二胎)<br>(万) | 新生儿数量<br>(第三胎及以上)<br>(万) | 新生儿总数<br>(万) |
|-------|-----------------------------|----------------|-----------------------|----------------|-----------------------|--------------------------|--------------|
| 2013  | 37.1                        | 2.8            | 1056                  | 1.4            | 511                   | 73                       | 1640         |
| 2014  | 36.7                        | 2.6            | 972                   | 1.7            | 606                   | 109                      | 1687         |
| 2015  | 36.2                        | 2.4            | 886                   | 1.8            | 652                   | 117                      | 1655         |
| 2016E | 35.4                        | 2.4            | 849.6                 | 2.0            | 708                   | 110                      | 1668         |
| 2017E | 35                          | 2.4            | 840                   | 2.95           | 1032.5                | 110                      | 1983         |
| 2018E | 34.3                        | 2.4            | 823.2                 | 2.95           | 1011.85               | 110                      | 1945         |
| 2019E | 33.7                        | 2.4            | 808.8                 | 2.95           | 994.15                | 110                      | 1913         |
| 2020E | 33.4                        | 2.4            | 801.6                 | 2.95           | 985.3                 | 110                      | 1897         |

来源: 第六次人口普查, 国家统计局, 国金证券研究所

- 政策支持，入园率有望持续提高：**《国家中长期教育改革和发展规划纲要》中提出到 2020 年，中国要普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育。2015 年，中国学前三年毛入园率已达到 75%，随着政府政策的引导与投入力度的增强，幼儿园入园率有望持续提升。

图表 19：多项政策支持学前教育发展

|                                 |      |                                                                                                                                            |
|---------------------------------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》            | 2010 | 把发展学前教育摆在更加重要的位置，多种形式扩大学前教育资源，多种途径加强幼儿教师队伍建设，多种渠道加大学前教育投入，加强幼儿园准入管理，强化幼儿园安全监管，规范幼儿园收费管理，坚持科学保教，促进幼儿身心健康发展，完善工作机制，加强组织领导，统筹规划，实施学前教育三年行动计划。 |
| 《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》 | 2010 | 积极发展学前教育，建立政府主导、社会参与、公办民办并举的办园体制，大力发展公办幼儿园，积极扶持民办幼儿园，到 2020 年全面普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育。                                         |
| 《3-6 岁儿童学习与发展指南》                | 2012 | 遵循幼儿身心发展规律，规范办园行为，以游戏为基本活动形式，科学安排幼儿一日生活，制订科学、合理的幼儿教育内容和方法，保教结合，寓教于乐，保障在园儿童快乐健康成长。                                                          |
| 《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》          | 2014 | 进一步加大学前教育投入，将家庭负担控制在合理范围。解决入园难的问题，到 2016 年，全国学前 3 年毛入园率达到 75% 左右。                                                                          |

来源：国金证券研究所

- 目前民办幼教市场规模超过 3000 亿，2020 年或将达到 5000 亿。民办幼儿园市场规模=适龄幼儿人数 x 入园率 x 民办幼儿园占比 x 幼儿园费用。幼儿园分普惠幼儿园、中高档幼儿园，收费各有差异。适龄幼儿人数指 3-6 岁的少儿，即新生儿出生后 3-6 年期间均为适龄幼儿。我们保守估计 17% 的孩子会进入月均 1650 元左右的中档幼儿园学习，3% 的孩子进入月均 5000 元的高档幼儿园学习，其余 80% 的儿童则在普惠幼儿园学习，每月花费约 800 元。所以每年幼儿园的平均收费为 12500 元左右，我们认为未来随着高档幼儿园的逐步增多和经济的不断增长，年均收费大约会保持 8% 的增幅，测算得到目前幼儿园的市场规模已经达到 3100 亿。

图表 20：目前民办幼教市场规模达 3000 亿，2020 年或将达到 5000 亿

| 年份    | 适龄幼儿人数（万人） | 毛入园率 | 市场总需求（万人） | 民办幼儿园总需求（万人） | 民办幼儿园年平均费用（元） | 民办幼儿园市场规模（亿元） |
|-------|------------|------|-----------|--------------|---------------|---------------|
| 2016E | 5855       | 78%  | 4567      | 2466         | 12580         | 3102          |
| 2017E | 5954       | 81%  | 4823      | 2604         | 13586         | 3539          |
| 2018E | 5978       | 84%  | 5022      | 2712         | 14673         | 3979          |
| 2019E | 6012       | 87%  | 5230      | 2824         | 15847         | 4476          |
| 2020E | 6367       | 90%  | 5730      | 3094         | 17115         | 5296          |

来源：国金证券研究所

- 民办幼教市场规模持续增长：随着中国新生儿数量、入园率、幼儿园费用的齐增长，民办幼儿园比例也呈平缓上升趋势，预计民办幼儿园市场规模还会不断扩大，至 2020 年将达到 5000 亿左右。

图表 21：民办幼教市场规模持续增长



来源：国金证券研究所

图表 22：幼教市场规模增长驱动力



来源：国金证券研究所

### 3.4 幼教行业未来发展趋势：借力资本整合在路上，优质品牌需求强烈

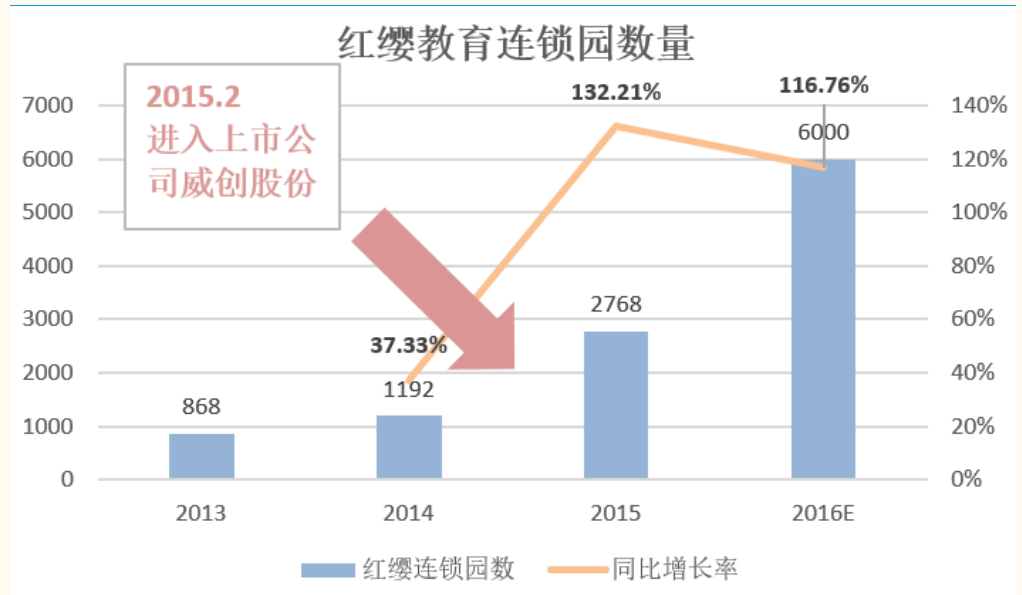
#### “小弱散”亟待整合，大型优质幼教品牌或将诞生

- **小弱散或将迎来整合，大型优质幼教品牌或将诞生。**现阶段民办幼儿园整体较为分散，大部分园实力较弱，过去受政策、资金、管理经验等制约，行业内暂未出现龙头企业。未来，随着政策的逐步放开，社会资本进入，一些自身管理经验丰富、平台基础好、实力本身比较雄厚的上市公司或通过不断的投资并购，形成较大规模，打造知名幼教品牌。
- **不同档次幼儿园持续分化，特色幼教品牌需求渐显。**随着家长需求的高端化、多元化，一些较高收入的家长希望能给孩子带来更高质量的幼儿教育，另外，如今的“艺考热”也激发了家长对于幼儿艺术教育的需求。因此，高档幼儿园、艺术幼儿园等不同类型的幼儿园未来也将占领一部分的市场，或将成为另一个投资的热点。

#### 资本助力产业整合和品牌扩张，上市公司资本平台作用凸显

- **资本有力推动产业整合和品牌扩张。**2014 年以来，随着政策的支持，资本逐渐进入教育领域，或将大大推动幼教的产业整合和品牌扩张。传统连锁幼儿园（尤其是直营模式的连锁园）的扩张模式基本依靠自身的积累，凭借已有幼儿园的盈利来投资新建幼儿园，扩张效率较低，而资本的进入有望大大推动幼教产业的整合，使得优秀的幼教品牌加快扩张的速度。
- **以加盟连锁幼教管理品牌红缨教育为例，在资本进入之前，红缨教育的扩张率为一年 300 家，而 2015 年红缨教育被上市公司威创股份收购之后，扩张效率大大提高，2015 年新增连锁园近 1600 家，而预计 2016 年红缨教育连锁园数量增速会超过 3000 家。从红缨教育和威创股份的例子可以看出，资本的进入大大加速了幼教行业的整合，我们认为，未来、直营的幼教品牌也有望在资本的推动下脱颖而出，实现快速扩张。**

图表 23：资本的进入大大推动了红缨教育的连锁幼儿园扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

- **上市公司资本平台作用渐显。**上市公司作为资本平台，一方面可利用资本进行幼儿园整合，另一方面上市公司本身具有良好的管控体系和背书效应，在幼教行业的整合中具有得天独厚的优势。未来上市公司有望借力资本，通过投资并购和自建结合的方式，加快扩张速度，打造业内领先的大型幼教品牌。

#### 幼教企业横纵向拓展模式存在较大扩张空间

- **横向投资并购：**横向扩张方面，资本的进入使得幼教管理可以通过更快的方式完成横向对幼儿园的并购。以一家国内知名中高端幼儿园为例，平均新开设一家幼儿园的基础花费为 500-800 万元，而用自有盈利进行扩张的脚步较慢，国内知名民办幼教品牌基本都经过了 10-20 年的积累。而资本的进入允许幼儿园管理企业以更快的速度进行扩张。
- **纵向拓展产业链：**纵向扩张方面，一些幼儿园企业在办学中积累了相当丰富的经验，开始将业务向上下游其他教育相关的产业延伸，包括早教、K12 学校等；同时，企业在深度经营过程中，不断总结开辟新的市场，涉足各类幼教服务，如幼儿教材、幼儿教具、幼儿课程设计等，幼儿园的纵向产业链拓展空间较大，未来知名幼教品牌有望借助纵向拓展，形成较大规模的幼儿教育集团。

图表 24：幼儿园具有产业链上下游纵向延伸的空间



来源：国金证券研究所

#### 4.投资建议

我们认为

- ①幼教行业需求广泛，市场空间广阔，未来市场或将持续增长，而幼教本身是教育行业中民办化最高的子行业之一，民办幼教大有可为。
- ②现阶段幼教行业集中度低，民办幼儿园整体呈现“小弱散”的状况，未来行业整合或成趋势。而上市公司一方面可借力资本进行幼儿园整合，另一方面本身具有良好的管控体系和上市公司品牌背书，在幼教行业的整合中具有得天独厚的优势。或有望借助上市平台进行民办幼儿园的整合，打造知名幼教品牌。
- ③长方集团已成立教育管理公司，并参与成立教育产业并购基金，剑指早幼教领域，转型方向较为明确，同时公司现金充裕，具有外延并购进军幼教领域的基础。
- ④主业 LED 光源制造业及旗下移动 LED 照明制造企业康铭盛发展稳定且具有纵向协同作用，提供业绩安全边际。暂不考虑教育业务，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.16 元，0.20 元，0.24 元，对应 PE53x,43x,36x。随着教育转型的逐步推进，公司盈利能力有望有效增强。
- ⑤“照明+教育”的双元业务发展模式，盈利能力和抗风险能力明显增强，给予买入评级。

#### 5.风险提示

教育转型进度仍有不确定性。



**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)      |            |            |              |              |              |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|-------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 2013       | 2014       | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| <b>主营业务收入</b>     | <b>813</b> | <b>921</b> | <b>1,419</b> | <b>1,716</b> | <b>1,839</b> | <b>1,916</b> | 货币资金            | 135          | 97           | 279          | 954          | 1,105        | 1,331        |
| 增长率               |            | 13.3%      | 54.0%        | 21.0%        | 7.1%         | 4.2%         | 应收款项            | 181          | 146          | 317          | 321          | 340          | 346          |
| 主营业务成本            | -663       | -731       | -1,050       | -1,273       | -1,364       | -1,421       | 存货              | 212          | 276          | 443          | 462          | 505          | 512          |
| %销售收入             | 81.6%      | 79.4%      | 74.1%        | 74.2%        | 74.2%        | 74.2%        | 其他流动资产          | 42           | 36           | 21           | 40           | 43           | 45           |
| 毛利                | 150        | 190        | 368          | 443          | 475          | 495          | 流动资产            | 570          | 554          | 1,060        | 1,777        | 1,993        | 2,234        |
| %销售收入             | 18.4%      | 20.6%      | 25.9%        | 25.8%        | 25.8%        | 25.8%        | %总资产            | 43.5%        | 31.9%        | 34.5%        | 51.5%        | 53.4%        | 55.4%        |
| 营业税金及附加           | 0          | 0          | -8           | -5           | -1           | -1           | 长期投资            | 0            | 0            | 0            | 1            | 0            | 0            |
| %销售收入             | 0.0%       | 0.0%       | 0.6%         | 0.3%         | 0.1%         | 0.1%         | 固定资产            | 634          | 1,087        | 1,484        | 1,563        | 1,630        | 1,688        |
| 营业费用              | -52        | -39        | -41          | -69          | -64          | -57          | %总资产            | 48.4%        | 62.5%        | 48.2%        | 45.3%        | 43.7%        | 41.8%        |
| %销售收入             | 6.4%       | 4.2%       | 2.9%         | 4.0%         | 3.5%         | 3.0%         | 无形资产            | 46           | 48           | 494          | 109          | 109          | 110          |
| 管理费用              | -56        | -57        | -156         | -154         | -147         | -134         | 非流动资产           | 741          | 1,186        | 2,017        | 1,674        | 1,742        | 1,800        |
| %销售收入             | 6.9%       | 6.2%       | 11.0%        | 9.0%         | 8.0%         | 7.0%         | %总资产            | 56.5%        | 68.1%        | 65.5%        | 48.5%        | 46.6%        | 44.6%        |
| 息税前利润 (EBIT)      | 42         | 94         | 164          | 214          | 262          | 303          | <b>资产总计</b>     | <b>1,310</b> | <b>1,740</b> | <b>3,077</b> | <b>3,451</b> | <b>3,735</b> | <b>4,034</b> |
| %销售收入             | 5.1%       | 10.2%      | 11.5%        | 12.5%        | 14.3%        | 15.8%        | 短期借款            | 150          | 201          | 558          | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用              | -8         | -12        | -16          | -15          | -15          | -15          | 应付款项            | 374          | 550          | 724          | 774          | 829          | 864          |
| %销售收入             | 1.0%       | 1.3%       | 1.1%         | 0.9%         | 0.8%         | 0.8%         | 其他流动负债          | 9            | 17           | 77           | 32           | 42           | 51           |
| 资产减值损失            | -11        | -24        | -13          | -8           | -8           | -8           | 流动负债            | 533          | 769          | 1,359        | 807          | 871          | 915          |
| 公允价值变动收益          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期贷款            | 19           | 182          | 174          | 174          | 174          | 175          |
| 投资收益              | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他长期负债          | 1            | 0            | 7            | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | <b>负债</b>       | <b>553</b>   | <b>951</b>   | <b>1,540</b> | <b>981</b>   | <b>1,046</b> | <b>1,090</b> |
| 营业利润              | 23         | 57         | 135          | 191          | 239          | 280          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>757</b>   | <b>789</b>   | <b>1,409</b> | <b>2,291</b> | <b>2,453</b> | <b>2,642</b> |
| 营业利润率             | 2.9%       | 6.2%       | 9.5%         | 11.2%        | 13.0%        | 14.6%        | 少数股东权益          | 0            | 0            | 129          | 179          | 237          | 302          |
| 营业外收支             | 7          | 0          | 12           | 10           | 10           | 10           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,310</b> | <b>1,740</b> | <b>3,077</b> | <b>3,451</b> | <b>3,735</b> | <b>4,034</b> |
| 税前利润              | 30         | 57         | 147          | 201          | 249          | 290          |                 |              |              |              |              |              |              |
| 利润率               | 3.7%       | 6.2%       | 10.4%        | 11.7%        | 13.5%        | 15.1%        | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税               | -3         | -7         | -14          | -22          | -30          | -35          |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| 所得税率              | 8.4%       | 11.6%      | 9.5%         | 11.0%        | 12.0%        | 12.0%        | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 净利润               | 27         | 51         | 133          | 179          | 219          | 255          | 每股收益            | 0.101        | 0.186        | 0.146        | 0.164        | 0.204        | 0.240        |
| 少数股东损益            | 0          | 0          | 32           | 50           | 58           | 65           | 每股净资产           | 2.778        | 2.905        | 2.041        | 2.899        | 3.103        | 3.343        |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>27</b>  | <b>51</b>  | <b>101</b>   | <b>129</b>   | <b>161</b>   | <b>190</b>   | 每股经营现金净流        | 0.449        | 0.117        | 0.210        | 0.367        | 0.472        | 0.568        |
| 净利率               | 3.4%       | 5.5%       | 7.1%         | 7.5%         | 8.8%         | 9.9%         | 每股股利            | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        |
|                   |            |            |              |              |              |              | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
|                   |            |            |              |              |              |              | 净资产收益率          | 3.63%        | 6.42%        | 7.16%        | 5.64%        | 6.57%        | 7.18%        |
|                   |            |            |              |              |              |              | 总资产收益率          | 2.10%        | 2.91%        | 3.28%        | 3.75%        | 4.31%        | 4.71%        |
|                   |            |            |              |              |              |              | 投入资本收益率         | 4.13%        | 7.06%        | 6.51%        | 7.22%        | 8.05%        | 8.54%        |
|                   |            |            |              |              |              |              | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
|                   |            |            |              |              |              |              | 主营业务收入增长率       | 42.03%       | 13.32%       | 53.99%       | 20.97%       | 7.14%        | 4.20%        |
|                   |            |            |              |              |              |              | EBIT增长率         | -34.14%      | 124.27%      | 74.72%       | 31.06%       | 22.20%       | 15.49%       |
|                   |            |            |              |              |              |              | 净利润增长率          | -42.21%      | 84.36%       | 99.05%       | 28.14%       | 24.66%       | 17.82%       |
|                   |            |            |              |              |              |              | 总资产增长率          | 16.89%       | 32.80%       | 76.81%       | 12.15%       | 8.22%        | 8.02%        |
|                   |            |            |              |              |              |              | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
|                   |            |            |              |              |              |              | 应收账款周转天数        | 76.9         | 62.3         | 52.6         | 59.6         | 58.9         | 57.1         |
|                   |            |            |              |              |              |              | 存货周转天数          | 107.8        | 121.6        | 124.8        | 132.5        | 135.2        | 131.6        |
|                   |            |            |              |              |              |              | 应付账款周转天数        | 117.8        | 135.4        | 124.2        | 120.0        | 120.0        | 120.0        |
|                   |            |            |              |              |              |              | 固定资产周转天数        | 239.3        | 338.6        | 301.6        | 244.6        | 221.9        | 204.9        |
|                   |            |            |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
|                   |            |            |              |              |              |              | 净负债/股东权益        | 4.46%        | 36.24%       | 29.45%       | -31.56%      | -34.60%      | -39.27%      |
|                   |            |            |              |              |              |              | EBIT利息保障倍数      | 5.3          | 7.8          | 10.4         | 14.3         | 17.5         | 20.2         |
|                   |            |            |              |              |              |              | 资产负债率           | 42.20%       | 54.63%       | 50.04%       | 28.42%       | 27.99%       | 27.03%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

**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           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

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作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