

公司研究/年报点评

2017年04月15日

家用电器/视听器材 II

投资评级：增持（维持评级）

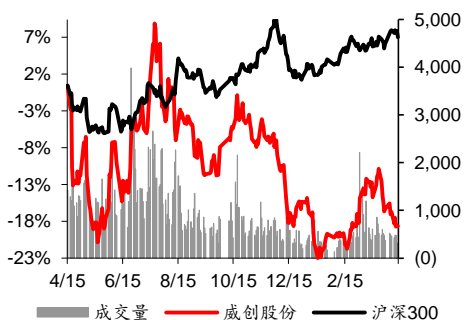
当前价格(元): 14.16  
合理价格区间(元): 16.50~18.00

张立聪 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

相关研究

- 1《威创股份(002308):Q3 业绩增长 68%，盈利能力持续提升》2016.10
- 2《威创股份(002308):幼教业务超出预期，公司上调盈利预测》2016.07
- 3《威创股份(002308):量价齐升高增长，标准化运营正起步》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

# 从幼儿园到“教育+”，优势待显

## 威创股份(002308)

### 幼教产业增长超预期，盈利能力持续提升

威创股份 2016 年净利润 1.8 亿元，YoY+52.5%，符合预期。公司幼教产业业绩增长超预期，行业领先地位巩固，规模优势明显，并以此为基础发力儿童产业，“教育+”产业链的价值发掘值得期待，业绩高成长可期。

### 2016Q4 净利率继续提升，幼教业务盈利能力突出

因上年基数高，威创股份 Q4 单季业绩小幅下滑，收入 YoY-9%，净利润 YoY-14%，但盈利能力持续提升。公司 Q4 比 Q3 销售费用率/管理费用率分别下降 5pct/10pct，净利率提高 6pct。2016 全年来看，电子视像、幼教业务毛利率分别提高 4pct、6pct；其中幼教行业收入 YoY+109%，净利润 YoY+140%，为公司贡献 89%的净利润，同比提高 32pct。幼教业务迅速拓展使得全资子公司超额完成并购业绩承诺，红缨教育、金色摇篮 2016 年分别实现税后利润 1.0 亿元/0.6 亿元，超出业绩承诺 137%/14%。2016 年末公司预收款 1.0 亿元 YoY+4%，应收款 1.9 亿元 YoY-6%，现金状况良好。

### 幼教行业领先地位巩固，正步入规模快速扩张期

威创股份 2015 年率先进入幼教产业，拉开了幼教行业整合大幕，已确立在幼教行业的领先地位和先发优势。截至 2016 年末，公司幼教品牌共拥有加盟幼儿园约 3600 家，较上年增加 800+家，其中 Yojo 联盟园所从 2015 年的 396 所增加至 1,695 所，金色摇篮品牌新增品牌加盟园所 270 家。客单价水平亦继续提高，2016 年红缨教育旗舰园客单价增长至 17.65 万元，YoY+58%。我们认为，公司幼教业务规模扩大和品牌效应有助于降低采购、课程研发等成本，而通过服务的标准化、品质、质量升级，能够继续提高客单价，盈利能力仍然具备提升的空间。

### 不断链接产业链和跨界融合的顶部资源，外延扩张值得期待

威创股份逐步完善产业链布局，建立幼教产业生态。公司参股广州贝聊、投资成立北京启威教育、与北京可儿教育战略合作，分别增强其在幼儿园信息化、幼教人才培训、中高端幼儿园教学等方面的能力。定增计划已于 2017 年 1 月过会，将募资用于儿童艺体培训中心的建设，向儿童艺体培训中心为代表的儿童产业作进一步的拓展。公司的业务范围从“幼儿园运营管理服务业务”延伸至“儿童成长运营服务”，更加充分地挖掘教育入口价值，有望发挥“教育+”的优势，为盈利增长打开空间。

### 有望成为标志性的幼教产业集团，维持“增持”评级

威创股份跨界布局幼教领域，先发优势和规模优势明显，有望成为标志性的幼教产业集团。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30/0.38/0.47 元。考虑教育业务步入高速成长期，参考可比公司估值，给予公司 2017 年目标 PE55~60 倍，对应合理价格区间 16.50~18.00 元。维持“增持”评级。

风险提示：民办教育政策风险，外延并购低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	847.36
流通 A 股 (百万股)	835.51
52 周内股价区间 (元)	13.40-18.98
总市值 (百万元)	11,999
总资产 (百万元)	2,992
每股净资产 (元)	2.68

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	937.15	1,051	1,353	1,731	2,195
+/-%	16.71	12.11	28.82	27.91	26.79
净利润 (百万元)	119.47	182.23	251.78	321.58	400.04
+/-%	13.58	52.53	38.16	27.72	24.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.22	0.30	0.38	0.47
PE (倍)	100.43	65.84	47.66	37.31	29.99

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

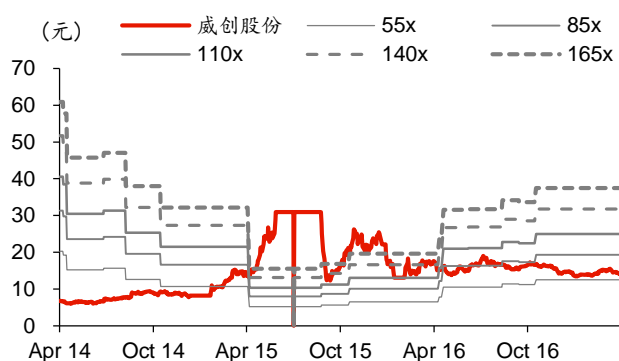
**图表1： 公司单季度财务分析**

单位：亿元	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 YoY(%)	20.9	49.6	21.2	12.8	-8.9
归母净利 YoY(%)	36.7	218.7	35.1	67.9	-13.6
ROE(%)	3.4	1.0	2.2	2.1	2.7
扣非后 ROE(%)	3.1	1.0	2.0	2.0	2.6
ROA(%)	2.5	0.8	1.8	1.6	2.1
销售毛利率(%)	52.3	55.9	58.5	57.8	50.7
销售净利率(%)	22.1	11.4	18.7	15.9	21.7
销售商品提供劳务收到的现金	4.0	2.4	3.0	3.1	3.7
经营活动现金净流量	1.8	0.1	0.6	1.0	1.3
购建固定无形资产长期资产支付的现金	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
投资支付的现金	0.9	2.5	0.6	1.9	2.4
投资活动现金净流量	0.2	-2.0	-0.1	-1.3	-0.3
吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.9	0.1
取得借款收到的现金	0.0	0.3	0.1	0.5	0.4
筹资活动现金净流量	-2.8	0.3	-0.4	1.4	0.4
现金流量净额	-0.9	-1.6	0.1	1.0	1.5

资料来源：Wind、华泰证券研究所

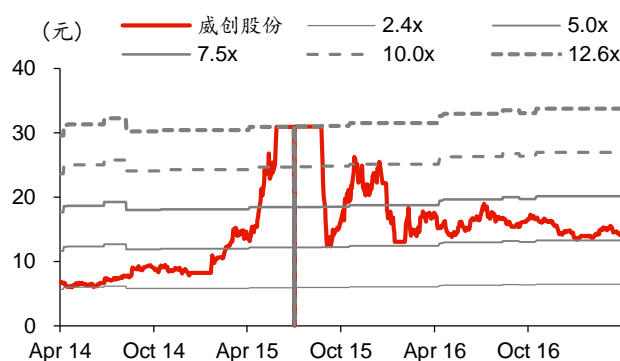
**PE/PB - Bands**

**图表2： 威创股份历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3： 威创股份历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	978.31	1,225	1,449	1,845	2,337
现金	352.74	451.39	543.51	768.10	1,045
应收账款	197.98	185.53	253.46	324.19	411.03
其他应收账款	22.32	17.96	24.73	31.64	40.11
预付账款	43.37	5.26	5.66	7.12	9.01
存货	198.08	210.28	243.22	306.10	387.52
其他流动资产	163.82	354.39	378.02	407.49	443.67
非流动资产	1,903	1,898	1,804	1,784	1,763
长期投资	0.00	27.12	0.00	0.00	0.00
固定投资	472.40	440.03	419.83	399.63	379.43
无形资产	113.79	100.69	100.69	100.69	100.69
其他非流动资产	1,317	1,330	1,283	1,283	1,283
资产总计	2,882	3,122	3,252	3,628	4,100
流动负债	673.31	725.01	539.28	592.72	663.17
短期借款	0.00	91.94	0.00	0.00	0.00
应付账款	66.88	68.67	82.01	99.66	126.17
其他流动负债	606.43	564.40	457.27	493.06	537.00
非流动负债	38.57	45.57	20.27	21.10	22.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38.57	45.57	20.27	21.10	22.47
负债合计	711.88	770.58	559.56	613.82	685.64
少数股东权益	2.30	7.54	7.54	7.54	7.54
股本	835.59	847.36	847.36	847.36	847.36
资本公积	578.73	663.34	663.34	663.34	663.34
留存公积	753.69	923.39	1,175	1,496	1,896
归属母公司股	2,168	2,344	2,685	3,007	3,407
负债和股东权益	2,882	3,122	3,252	3,628	4,100

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	300.87	302.55	37.52	230.31	281.72
净利润	119.13	182.78	251.78	321.58	400.04
折旧摊销	41.43	47.99	20.20	20.20	20.20
财务费用	(38.27)	(0.18)	13.81	10.72	9.47
投资损失	(1.95)	(2.59)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	111.47	65.35	(213.46)	(118.01)	(144.36)
其他经营现金	69.06	9.20	(29.81)	0.83	1.37
投资活动现金	(1,065)	(376.42)	71.04	5.00	5.00
资本支出	29.20	14.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.38	245.31	(66.04)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,021)	(116.20)	5.00	5.00	5.00
筹资活动现金	(32.36)	172.04	(16.45)	(10.72)	(9.47)
短期借款	0.00	91.94	(91.94)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	11.77	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	84.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(32.36)	(16.28)	75.49	(10.72)	(9.47)
现金净增加额	(796.58)	98.47	92.12	224.59	277.26

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	937.15	1,051	1,353	1,731	2,195
营业成本	460.84	466.63	565.62	711.86	901.21
营业税金及附加	11.61	16.83	21.68	27.74	35.16
营业费用	169.50	164.16	211.48	270.50	342.95
管理费用	240.40	239.13	308.06	394.03	499.57
财务费用	(38.27)	(0.18)	13.81	10.72	9.47
资产减值损失	4.66	0.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.95	2.59	5.00	5.00	5.00
营业利润	90.36	165.68	237.82	321.34	411.53
营业外收入	51.15	48.29	48.29	48.29	48.29
营业外支出	1.25	0.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.26	213.26	286.11	369.63	459.82
所得税	21.13	30.48	34.33	48.05	59.78
净利润	119.13	182.78	251.78	321.58	400.04
少数股东损益	(0.34)	0.54	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	119.47	182.23	251.78	321.58	400.04
EBITDA	93.52	213.49	271.83	352.26	441.20
EPS (元)	0.14	0.22	0.30	0.38	0.47

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	16.71	12.11	28.82	27.91	26.79
营业利润	124.41	83.35	43.54	35.12	28.07
归属母公司净利润	13.58	52.53	38.16	27.72	24.40
获利能力 (%)					
毛利率	50.83	55.59	58.21	58.88	58.94
净利率	12.75	17.35	18.60	18.58	18.23
ROE	5.51	7.77	9.38	10.69	11.74
ROIC	2.07	6.56	9.33	11.70	14.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.70	24.68	17.20	16.92	16.72
净负债比率 (%)	44.98	37.89	35.74	32.58	29.17
流动比率	1.45	1.69	2.69	3.11	3.52
速动比率	1.16	1.40	2.24	2.60	2.94
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.42	0.50	0.57
应收账款周转率	4.29	5.15	6.01	5.99	5.97
应付账款周转率	5.89	6.88	7.51	7.84	7.98
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.22	0.30	0.38	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.36	0.04	0.27	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.77	3.17	3.55	4.02
估值比率					
PE (倍)	100.43	65.84	47.66	37.31	29.99
PB (倍)	5.54	5.12	4.47	3.99	3.52
EV_EBITDA (倍)	125.89	55.15	43.31	33.42	26.68

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com