

2017年04月15日

威创股份 (002308.SZ)

业绩增长符合 幼教业务领先地位基本确立

业绩增长符合预期，幼教业务发展迅猛。公司去年实现营收 10.51 亿元，净利润 1.82 亿元，同比分别增长 12.11%、52.53%。其中幼教板块实现营业收入 3.95 亿元，毛利率提升 5.55 个百分点至 57.96%。

总加盟幼儿园接近 4000 家，幼教业务规模大幅提升。截止报告期末，公司共拥有连锁幼儿园 6 家，托管幼儿园 19 家，加盟幼儿园 3601 家，托管小学 2 家，品牌加盟小学 3 家，直营早教机构 2 家，成为行业内管理幼儿园数量最多的企业。

幼教业务收入、利润水平快速增长。全资子公司红缨教育幼儿园数量和客单价齐升，实现营业收入 2.86 亿元，净利润 1.02 亿元，同比分别增长 48.12%、80.76%；全资子公司金色摇篮加盟园所数量迅速增加，品牌知名度大幅提升，实现收入 1.09 亿元，净利润 6039 万元。

幼教产业生态逐步建立。公司投资基金参股的广州贝聊服务幼儿园超过 5 万家，初步探索布局幼儿园信息化；全资子公司威学教育与启迪教育投资共同出资成立北京启威教育，探索实战型幼教人才培养；与北京可儿教育签订战略合作，战略布局中高端幼儿园的教学体系、课程研发以及环创设计。

非公开发行即将完成，开启新的业务增长方向。定增已经审核通过，募集资金将用于儿童艺术体培中心的建设，未来业务范围将从“幼儿园运营管理服务业务”延伸至“儿童成长运营服务”，公司未来将以已有幼教的线下幼儿园为基础，充分挖掘教育入口价值，构建完整儿童产业生态体系，实现“教育+”。

投资建议：公司进入幼教领域以来，致力于围绕幼教产业链进行横向并购整合以及纵向产业链布局，打造国内幼教龙头，已基本确立在幼教行业的领先地位，线下渠道优势和产业先发优势，公司股权激励条件高，彰显其对未来高速发展的强大信心。考虑定增等摊薄，预计 2017-2018 年 EPS 为 0.36 元、0.52 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 20 元。

风险提示：幼教园扩展速度不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	937.1	1,050.6	1,313.3	1,772.9	2,393.5
净利润	119.5	182.2	366.8	533.7	738.2
每股收益(元)	0.14	0.22	0.36	0.52	0.73
每股净资产(元)	2.56	2.77	2.98	3.51	4.23
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	100.4	65.8	39.3	27.0	19.5
市净率(倍)	5.5	5.1	4.7	4.0	3.3
净利润率	12.7%	17.3%	27.9%	30.1%	30.8%
净资产收益率	5.5%	7.8%	12.1%	14.9%	17.1%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.0%	6.8%	13.8%	22.4%	26.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

专用计算机设备

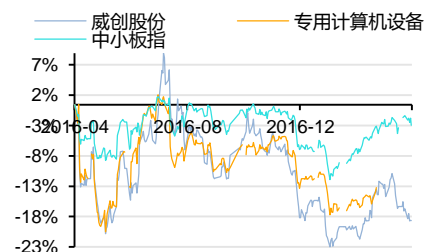
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**20 元**
股价 (2017-04-14) **14.16 元**

交易数据

总市值(百万元)	11,998.58
流通市值(百万元)	11,830.77
总股本(百万股)	847.36
流通股本(百万股)	835.51
12 个月价格区间	13.40/18.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.92	-3.54	-12.15
绝对收益	-6.16	3.58	-15.92

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

相关报告

威创股份：生态布局渐成 幼教龙头势起	2016-09-29
威创股份：业绩增长超预期 幼教业务进入快速发展通道	2016-08-25
威创股份：威创股份深度报告：资本驱动+生态整合，打造幼教行业航空母舰	2016-07-13
威创股份：红缨并表带动 营收净利增长，综合性幼教运营集团起航	2016-04-25
威创股份：收购艾乐加强 幼教渠道布局，携手启迪 共建产业大生态圈	2016-02-18

2016 年全年收入增长 12.11%，净利润增长 52.53%。2016 年全年公司实现营业收入 105063.16 万元，同比增长 12.11%；归属于母公司股东净利润为 18223.35 万元，同比增长 52.53%；对应 EPS 为 0.22 元/股。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
									YoY	QoQ
一、营业总收入	128	344	607	937	192	453	750	1,051	12.11%	40.1%
二、营业总成本	147	340	574	849	177	396	647	888	4.57%	37.1%
营业成本	69	180	303	461	85	193	318	467	1.26%	46.6%
营业税金及附加	1	4	7	12	3	5	7	17	44.99%	125.5%
销售费用	32	70	115	169	33	83	131	164	-3.15%	25.1%
管理费用	46	91	161	240	56	118	193	239	-0.53%	24.1%
财务费用	(2)	(6)	(13)	(38)	(0)	(0)	(1)	(0)	99.53%	74.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	1	2	0	1	2	3	32.76%	39.5%
投资收益	0	0	1	2	0	1	2	3	32.76%	39.5%
四、营业利润	(18)	4	33	90	16	57	104	166	83.35%	58.8%
加：营业外收入	2	22	29	51	12	23	30	48	-5.59%	59.1%
减：营业外支出	0	1	1	1	0	0	0	1	-42.57%	1009.8%
五、利润总额	(16)	25	61	140	27	80	135	213	52.04%	58.4%
减：所得税	3	7	15	21	6	9	17	30	44.23%	79.7%
六、净利润	(19)	18	46	119	22	71	118	183	53.42%	55.4%
减：少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	1	260.33%	138.4%
归属于母公司净利润	(19)	18	46	119	22	71	119	182	52.53%	53.1%
每股收益(按最新股本)	(0.02)	0.02	0.05	0.14	0.03	0.08	0.14	0.22	52.53%	53.1%

报告期	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
									YoY	QoQ
毛利率	46.24%	47.53%	50.04%	50.83%	55.87%	57.41%	57.55%	55.59%	9.37%	-3.41%
期间费用率	59.40%	45.07%	43.30%	39.65%	46.28%	44.35%	43.12%	38.37%	-3.24%	-11.01%
其中：销售费用率	25.18%	20.47%	18.97%	18.09%	17.19%	18.34%	17.51%	15.63%	-13.61%	-10.74%
管理费用率	36.01%	26.43%	26.45%	25.65%	29.29%	26.09%	25.70%	22.76%	-11.27%	-11.45%
财务费用率	-1.80%	-1.84%	-2.12%	-4.08%	-0.21%	-0.08%	-0.09%	-0.02%	99.58%	81.62%
营业利润率	-14.08%	1.05%	5.47%	9.64%	8.22%	12.69%	13.91%	15.77%	63.55%	13.35%
所得税率	-17.32%	28.16%	24.50%	15.07%	20.47%	11.77%	12.60%	14.29%	-5.13%	13.44%
净利润率	-14.45%	5.19%	7.59%	12.71%	11.35%	15.58%	15.69%	17.40%	36.85%	10.89%
营业收入同比增速	12.50%	4.99%	14.53%	16.71%	49.64%	31.81%	23.54%	12.11%	-27.53%	-48.56%
净利润同比增速	-340.75%	-52.18%	-10.35%	13.58%	218.73%	297.09%	156.67%	52.53%	286.94%	-66.47%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

四季度单季度收入下降 8.90%，净利润下降 13.55%。2016 年第四季度公司实现营业收入 30083.00 万元，同比下降 8.90%；归属于母公司股东净利润为 6318.27 万元，同比下降 13.55%。

表 2：公司单季度利润表

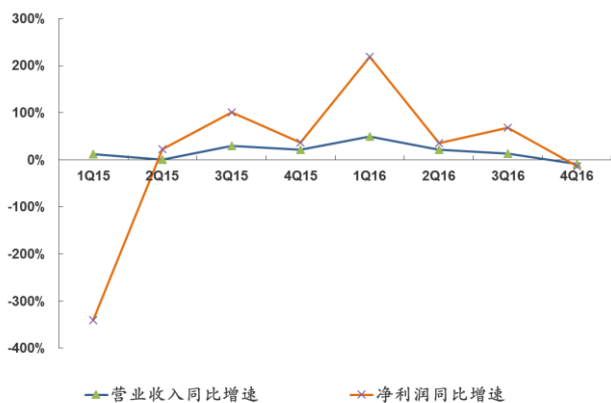
单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	4Q16	
									YoY	QoQ
一、营业总收入	128	215	263	330	192	261	297	301	-8.9%	1.3%
二、营业总成本	147	194	234	274	177	220	251	240	-12.4%	-4.3%
营业成本	69	111	123	158	85	108	125	148	-5.9%	18.3%
营业税金及附加	1	3	3	5	3	2	2	9	104.9%	321.7%
销售费用	32	38	45	54	33	50	48	33	-39.5%	-31.7%
管理费用	46	45	70	80	56	62	75	46	-41.9%	-37.8%
财务费用	(2)	(4)	(7)	(25)	(0)	0	(0)	1	102.0%	250.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	1	0	1	1	1	-42.0%	-23.0%
投资收益	0	0	0	1	0	1	1	1	-42.0%	-23.0%
四、营业利润	(18)	22	30	57	16	42	47	61	7.3%	31.0%
加：营业外收入	2	20	7	22	12	11	8	18	-19.2%	130.1%
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0	0	1	377.4%	6810.0%
五、利润总额	(16)	41	36	79	27	53	55	79	-0.7%	44.0%
减：所得税	3	4	8	6	6	4	8	14	118.6%	79.2%
六、净利润	(19)	36	28	73	22	49	47	65	-10.9%	38.4%
减：少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	2	9996.7%	411.8%
归属于母公司净利润	(19)	37	28	73	22	49	48	63	-13.6%	32.4%
每股收益(按最新股本)	(0.02)	0.04	0.03	0.09	0.03	0.06	0.06	0.07	-13.6%	32.4%

单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	4Q16	
									YoY	QoQ
毛利率	46.24%	48.30%	53.32%	52.26%	55.87%	58.54%	57.76%	50.70%	-3.00%	-12.23%
期间费用率	59.40%	36.52%	40.99%	32.96%	46.28%	42.94%	41.23%	26.53%	-19.50%	-35.65%
其中：销售费用率	25.18%	17.66%	17.02%	16.46%	17.19%	19.19%	16.23%	10.94%	-33.54%	-32.60%
管理费用率	36.01%	20.72%	26.47%	24.19%	29.29%	23.73%	25.12%	15.42%	-36.23%	-38.61%
财务费用率	-1.80%	-1.86%	-2.50%	-7.68%	-0.21%	0.02%	-0.12%	0.17%	102.25%	248.06%
营业利润率	-14.08%	10.07%	11.24%	17.31%	8.22%	15.99%	15.77%	20.40%	17.83%	29.34%
所得税率	-17.32%	10.48%	21.98%	7.80%	20.47%	7.24%	13.81%	17.19%	120.26%	24.47%
净利润率	-14.45%	16.91%	10.71%	22.13%	11.35%	18.70%	15.85%	21.65%	-2.14%	36.57%
营业收入同比增速	12.50%	0.97%	29.93%	20.94%	49.64%	21.18%	12.75%	-8.90%	-142.50%	-169.81%
净利润同比增速	-340.75%	22.22%	100.64%	36.73%	218.73%	35.10%	67.89%	-13.55%	-136.89%	-119.96%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

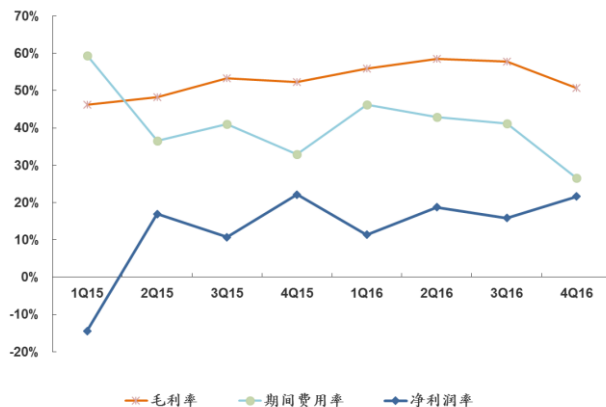
四季度毛利率比去年同期下降 3.00%，期间费用率较去年同期下降 19.50%。2016 年第四季度公司综合毛利率为 50.70%，较去年同期下降 3.00%；销售费用率为 10.94%，较去年同期下降 33.54%；管理费用率为 15.42%，较去年同期下降 36.23%。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



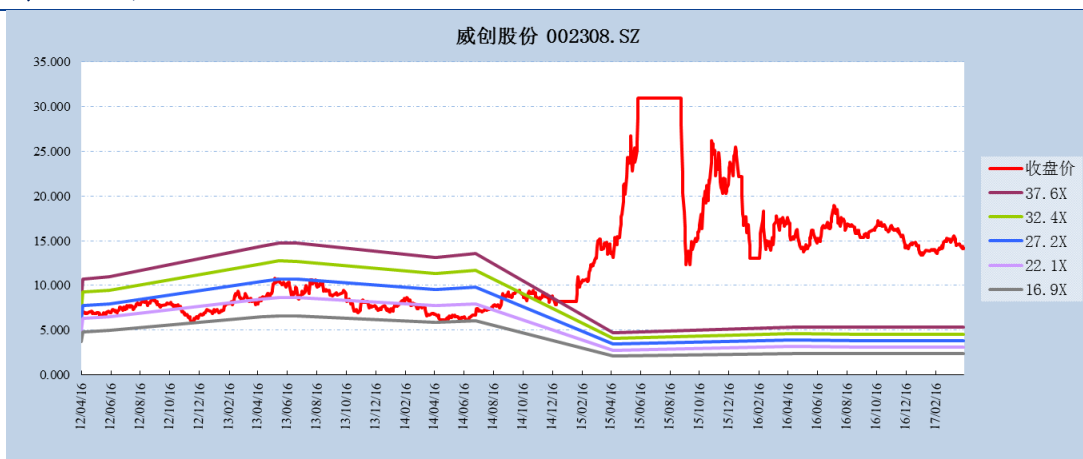
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	937.1	1,050.6	1,313.3	1,772.9	2,393.5	成长性					
减:营业成本	460.8	466.6	564.7	744.6	981.3	营业收入增长率	16.7%	12.1%	25.0%	35.0%	35.0%
营业税费	11.6	16.8	21.0	28.4	38.3	营业利润增长率	124.4%	83.3%	115.2%	50.9%	44.7%
销售费用	169.5	164.2	183.9	230.5	287.2	净利润增长率	13.6%	52.5%	101.3%	45.5%	38.3%
管理费用	240.4	239.1	262.7	319.1	406.9	EBITDA 增长率	87.0%	130.0%	87.0%	46.2%	41.5%
财务费用	-38.3	-0.2	-8.4	-7.6	-8.7	EBIT 增长率	302.6%	217.7%	110.3%	52.4%	45.1%
资产减值损失	4.7	1.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	267.0%	220.6%	108.6%	52.4%	45.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	136.3%	2.7%	-5.9%	21.6%	22.6%
投资和汇兑收益	1.9	2.6	67.0	80.0	90.0	净资产增长率	4.4%	8.4%	29.5%	17.5%	20.6%
营业利润	90.4	165.7	356.5	537.9	778.5	利润率					
加:营业外净收支	49.9	47.6	75.0	90.0	90.0	毛利率	50.8%	55.6%	57.0%	58.0%	59.0%
利润总额	140.3	213.3	431.5	627.9	868.5	营业利润率	9.6%	15.8%	27.1%	30.3%	32.5%
减:所得税	21.1	30.5	64.7	94.2	130.3	净利润率	12.7%	17.3%	27.9%	30.1%	30.8%
净利润	119.5	182.2	366.8	533.7	738.2	EBITDA/营业收入	9.8%	20.1%	30.1%	32.5%	34.1%
						EBIT/营业收入	5.6%	15.8%	26.5%	29.9%	32.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	186	156	116	79	53
货币资金	352.7	451.4	1,238.3	1,281.1	1,468.2	流动营业资本周转天数	126	105	110	105	101
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	522	377	467	475	414
应收账款	220.3	203.5	270.8	369.5	494.8	应收账款周转天数	86	73	65	65	65
应收票据	111.8	82.0	100.4	195.1	203.8	存货周转天数	83	70	65	63	64
预付账款	43.4	5.3	41.8	20.3	88.8	总资产周转天数	997	1,029	981	846	682
存货	198.1	210.3	260.3	360.2	484.8	投资资本周转天数	569	723	569	453	410
其他流动资产	52.0	272.4	272.4	272.4	272.4	投资回报率					
可供出售金融资产	0.3	-	0.1	0.2	0.1	ROE	5.5%	7.8%	12.1%	14.9%	17.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	5.9%	9.1%	12.4%	15.5%
长期股权投资	-	27.1	27.1	27.1	27.1	ROIC	5.0%	6.8%	13.8%	22.4%	26.7%
投资性房地产	36.3	38.9	38.9	38.9	38.9	费用率					
固定资产	472.4	440.0	406.2	372.3	338.5	销售费用率	18.1%	15.6%	14.0%	13.0%	12.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	25.7%	22.8%	20.0%	18.0%	17.0%
无形资产	113.8	113.5	100.6	87.7	74.8	财务费用率	-4.1%	0.0%	-0.6%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	1,280.6	1,278.0	1,276.1	1,274.1	1,272.7	三费/营业收入	39.7%	38.4%	33.4%	30.6%	28.6%
资产总额	2,881.7	3,122.4	4,033.0	4,298.9	4,764.9	偿债能力					
短期债务	-	91.9	-	-	-	资产负债率	24.7%	24.7%	20.4%	20.0%	19.0%
应付账款	113.9	204.5	180.9	327.3	342.4	负债权益比	32.8%	32.8%	25.7%	25.0%	23.5%
应付票据	20.8	-	25.2	8.0	35.8	流动比率	1.45	1.69	3.21	2.94	3.11
其他流动负债	538.5	428.6	473.8	514.1	589.2	速动比率	1.16	1.40	2.83	2.52	2.61
长期借款	-	-	57.5	-	-	利息保障倍数	-1.36	-918.68	-41.20	-69.81	-88.01
其他非流动负债	38.6	45.6	45.6	45.6	45.6	分红指标					
负债总额	711.9	770.6	782.9	895.0	1,012.9	DPS(元)	0.01	-	-	-	-
少数股东权益	2.3	7.5	7.5	7.5	7.5	分红比率	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	835.6	847.4	1,018.1	1,018.1	1,018.1	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,332.4	1,586.7	2,020.1	2,553.9	3,292.0						
股东权益	2,169.8	2,351.8	3,045.7	3,579.5	4,317.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	119.1	182.8	366.8	533.7	738.2	EPS(元)	0.14	0.22	0.36	0.52	0.73
加:折旧和摊销	41.4	48.0	46.8	46.8	46.8	BVPS(元)	2.56	2.77	2.98	3.51	4.23
资产减值准备	4.7	1.0	-	-	-	PE(X)	100.4	65.8	39.3	27.0	19.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	5.1	4.7	4.0	3.3
财务费用	2.6	1.6	-8.4	-7.6	-8.7	P/FCF	-15.8	121.7	56.8	34.3	25.0
投资损失	-1.9	-2.6	-67.0	-80.0	-90.0	P/S	12.8	11.4	11.0	8.1	6.0
少数股东损益	-0.3	0.5	-	-	-	EV/EBITDA	223.4	58.2	33.9	23.0	16.1
营运资金的变动	117.9	-141.3	-123.6	-100.2	-207.9	CAGR(%)	64.9%	59.3%	51.6%	64.9%	59.3%
经营活动产生现金流量	300.9	302.6	214.5	392.7	478.4	PEG	1.5	1.1	0.8	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-1,065.4	-376.4	66.9	80.0	90.1	ROIC/WACC	0.5	0.7	1.3	2.2	2.6
融资活动产生现金流量	-32.4	172.0	1,072.4	-49.9	8.7	REP	20.2	8.7	4.9	2.5	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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