

秀强股份(300160)/教育行业

业绩超预期,“托幼一体化”完善幼教版图

评级: 买入(维持)

市场价格: 8.26 元

目标价格: 16.20 元

分析师: 鞠兴海

执业证书编号: S0740516120001

电话: 021-20315087

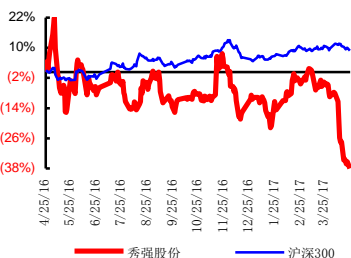
Email: juxh@r.qlzq.com.cn

联系人: 范欣悦

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	598
流通股本(百万股)	598
市价(元)	8.26
市值(百万元)	4,937
流通市值(百万元)	4,937

股价与行业-市场走势对比

相关报告

 一季度业绩爆发增长,“玻璃+幼教”
共同发力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1020	1147	1477	1737	1934
增长率 yoy%	21.8	12.5	28.7	17.6	11.3
净利润	60	120	186	239	272
增长率 yoy%	65.7	97.8	55.3	28.8	13.6
每股收益(元)	0.10	0.20	0.31	0.40	0.45
每股现金流量	-0.39	-0.60	-0.03	0.13	0.20
净资产收益率	5.4	9.8	13.5	15.1	15.0
P/E	82	41	27	21	18
PEG	1.2	0.4	0.5	0.7	1.3
P/B	1.4	4.4	4.0	3.6	3.2

备注: 股价使用 2017 年 4 月 24 日收盘价。

投资要点

- 事件:** 2017 年 2 月 24 日, 公司公布 2016 年年报和 2017 年一季报。(1) 2016 年实现营业收入 11.47 亿元、同增 12.47%, 归母净利润 1.20 亿元、同增 97.76%, 扣非后净利润 1.14 亿元、同增 77.07%, EPS 0.20 元。(2) 2016 年度的利润分配预案: 每 10 股派发 0.40 元现金红利(含税), 共计派发 2391.04 万元。(3) 2017Q1 实现营业收入 3.78 亿元、同增 21.05%, 归母净利润 6263.01 万元、同增 72.44%, 扣非后净利润 6110.88 万元, 同增 75.93%, EPS 0.10 元。2016 年年报业绩超预期, 2017 年一季报符合预期。
- 全人教育超额完成业绩承诺, 盈利能力强。**2016 年全人教育营业收入 6314.05 万元、净利润 1927.34 万元, 净利率达到 30.52%; 扣非后净利润 1904.42 万元, 超额完成 1800 万的业绩承诺。
- 家电玻璃需求回暖, 盈利能力提升拉动业绩爆发。**2016 年玻璃深加工产业实现收入 10.86 亿元, 同增 6.48%; 其中家电玻璃收入同增 16.29%, 光伏玻璃收入同减 25.87%。从盈利能力看, 严控成本带来家电玻璃毛利率的提升, 高毛利率产品占比进一步提升, 带动玻璃深加工业务整体毛利率提高 1.69pct 至 28.48%。
- 2017Q1 教育业务贡献净利润约 476 万元, 玻璃深加工业务贡献净利润 5787 万元。**2017Q1 教育业务收入 2,620.29 万元、净利润约 475.63 万元, 同增 54% 左右。可比增速靓丽, 绝对值较少系一季度寒假造成的季节效应以及江苏童梦贡献利润较小所致。玻璃深加工业务维持高速增长, 实现收入 36,431.84 万元, 实现净利润 5,787.38 万元, 同增 74% 左右。
- 投资建议:** 公司 2016 及 2017Q1 业绩高速增长: 家电玻璃业务层面, 下游行业回暖带动订单量提升, 严控成本及产品结构优化提高盈利能力; 幼教业务层面, 已并表标的全人教育、江苏童梦内生增长稳定, 围绕“园所+师资+内容+IP”构建幼教综合运营商, 布局托幼一体化拓展业绩增长点。假设培基教育可以在 2017 年 6 月底完成工商变更、并表半年利润, 预计 2017/18/19 年净利润 1.86/2.39/2.72 亿元。若按备考计算, 预计 2017/18/19 年备考净利润 2.02/2.39/2.72 元, 其中玻璃业务净利润 1.28/1.51/1.66 亿元, 幼教业务备考净利润 0.73/0.88/1.05 亿元, 目前市值 49 亿元, 对应估值 24x/21x/18x, 维持买入评级。
- 风险提示:** 教育行业系统性风险、已收购标的内生增速不达预期、外延进展不达预期。

事件

- 2017年2月24日，公司公布2016年年报和2017年一季报。2016年实现营业收入11.47亿元、同增12.47%，归母净利润1.20亿元、同增97.76%，扣非后净利润1.14亿元、同增77.07%，EPS 0.20元。
- 2016年度的利润分配预案：每10股派发0.40元现金红利（含税），共计派发2391.04万元。
- 2017Q1实现营业收入3.78亿元、同增21.05%，归母净利润6263.01万元、同增72.44%，扣非后净利润6110.88万元，同增75.93%，EPS 0.10元。2016年年报业绩超预期，2017年一季报符合预期。

点评

- **全人教育超额完成业绩承诺，盈利能力强。**2016年全人教育实现营业收入6314.05万元、净利润1927.34万元，净利率达到30.52%；归母净利润1975.95万元，扣非后净利润1904.42万元，超额完成1800万的业绩承诺。从公司收入拆分的角度看，教育学杂费及教育咨询服务收入6103.76万元，毛利率达到60.25%；将教育业务的成本拆分看，人工成本/房屋租赁费/幼儿活动费占收入比重17.34%/8.73%/5.49%。

图表 1：全人教育营业收入和净利润情况

(单位：万元)	2015	2016	YoY
营业收入	999.06	6,314.05	532.00%
净利润	1,147.45	1,927.34	67.97%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **“托幼之家”拓展盈利模式，“园所+师资+内容+幼教IP”全产业链布局深化。**依托幼教产业经验和“徐幼”的师资力量，公司打造集早教与幼儿园功能的托幼一体化中心“托幼之家”，将业务延伸至0-3岁儿童，拓展业绩增长点。师资方面：公司实施幼儿园合伙人机制，将核心人员从职员身份转变为事业合伙人身份，提高留存率。内容方面：借助江苏童梦的科研实力，双方共建科研团队，合作进行的课题研究达40余项，合作编纂专业教材达20余本。幼教IP方面：与花火文化共同构思了《秀秀强强之乐学》动漫，逐步打造具有影响力的幼教IP。
- **幼儿园经营管理完善，梳理中、高端幼儿园品牌。**随着园所规模的扩大，公司对旗下幼儿园进行明确的定位和品牌的梳理，“徐州幼师幼教集团”和“全人教育”是中端幼儿园品牌，“英伦幼教联盟”是高端幼教品牌。另外，南京教育联合全人教育及江苏童梦骨干人员研发“十个统一标准化管理”，为将来全国化复制奠定扎实的基础。
- **家电玻璃需求回暖，盈利能力提升拉动业绩爆发。**2016年玻璃深加工产业实现收入10.86亿元、同增6.48%；其中家电玻璃受益于下游产业回暖，实现收入8.64亿元、同增16.29%，光伏玻璃由于原材料供货紧张和主动优选客户，实现收入1.50亿元、同减25.87%。从盈利能力看，家电玻璃毛利率31.22%（+1.10pct）、光伏玻璃毛利率14.94%（-3.58pct），严控成本带来家电玻璃毛利率的提升，高毛利率产品占比进一步提升，带动玻璃深加工业务整体毛利率提高1.69pct至28.48%。

将 2016 年公司归母净利润扣除全人教育归母净利润后，可得玻璃业务贡献净利润约 9978.75 万元，同增 65%左右。

图表 2：公司 2016 年营业收入拆分及毛利率水平

	营业收入 (万元)	营业收入同 比增减	毛利率	毛利率同比 增减
家电玻璃	86402	16.29%	31.22%	1.10%
光伏玻璃	15030	-25.87%	14.94%	-3.58%
教育学杂费及教 育咨询服务	6104		60.20%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2017Q1 教育业务贡献净利润约 476 万元，玻璃深加工业务贡献净利润 5787 万元。**2017Q1 教育业务收入 2,620.29 万元、净利润约 475.63 万元，同增 54%左右，可比增速靓丽，绝对值较少系一季度寒假造成的季节效应以及江苏童梦贡献利润较小（并表时间 2017 年 2 月、权益比例 65.27%）所致。玻璃深加工业务维持高增长，实现收入 36,431.84 万元，实现净利润 5,787.38 万元，同增 74%左右。
- **投资建议：**公司 2016 及 2017Q1 业绩高速增长：家电玻璃业务层面，下游行业回暖带动订单量提升，严控成本及产品结构优化提高盈利能力；幼教业务层面，已并表标的全人教育、江苏童梦内生增长稳定，围绕“园所+师资+内容+ IP”构建幼教综合运营商，布局托幼一体化拓展业绩增长点。假设培基教育可以在 2017 年 6 月底完成工商变更、并表半年利润，预计 2017/18/19 年净利润 1.86/2.39/2.72 亿元。若按备考计算，预计 2017/18/19 年备考净利润 2.02/2.39/2.72 元，其中玻璃业务净利润 1.28/1.51/1.66 亿元，幼教业务备考净利润 0.73/0.88/1.05 亿元，目前市值 49 亿元，对应估值 24x/21x/18x，维持买入评级。

图表 3: 公司主要财务指标

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	1,020	1,147	1,477	1,737	1,934	货币资金	164	142	225	347	447
营业成本	747	801	979	1,122	1,237	存货	107	112	127	154	168
毛利率	26.80%	30.18%	33.73%	35.39%	36.01%	应收账款	286	232	286	327	355
营业税金及附加	6	11	9	11	12	其他流动资产	217	214	276	321	361
营业费用	56	64	89	107	121	流动资产	773	699	914	1,151	1,331
营业费用率	5.51%	5.61%	6.00%	6.16%	6.27%	固定资产	491	491	440	387	335
管理费用	111	138	157	183	204	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	10.93%	12.00%	10.66%	10.51%	10.55%	无形资产	38	36	36	36	36
财务费用	-4	2	11	6	2	其他长期资产	234	489	492	496	500
财务费用率	-0.44%	0.15%	0.72%	0.33%	0.13%	非流动资产	762	1,015	967	919	870
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,535	1,714	1,881	2,070	2,201
营业利润	74	134	219	284	324	短期借款	110	240	160	119	0
营业利润率	7.27%	11.69%	14.83%	16.35%	16.77%	应付账款	102	97	126	140	157
营业外收入	23	11	11	11	11	其他流动负债	149	106	164	181	187
营业外支出	27	6	6	6	6	流动负债	361	443	451	440	344
利润总额	70	140	225	290	330	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	9	20	33	42	48	其他长期负债	48	46	47	46	46
所得税率	13.41%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	非流动性负债	48	46	47	46	46
少数股东损益	0	0	6	8	10	负债合计	409	489	498	487	390
归属于母公司股东的净利润	60	120	186	239	272	股本	187	598	598	598	598
净利率	5.93%	10.42%	12.57%	13.76%	14.04%	资本公积	641	230	230	230	230
每股收益(元)(摊薄)	0.10	0.20	0.31	0.40	0.45	股东权益合计	1,127	1,225	1,380	1,579	1,807
						少数股东权益	0	-3	4	12	22
						负债股东权益总计	1,535	1,714	1,877	2,066	2,197
						比率分析					
							2015	2016	2017F	2018F	2019F
						增长率(%)					
						营业收入	21.8	12.5	28.7	17.6	11.3
						营业利润	84.5	80.9	63.2	29.7	14.3
						净利润	65.7	97.8	55.3	28.8	13.6
						利润率(%)					
						毛利率	26.8	30.2	33.7	35.4	36.0
						EBIT Margin	9.7	11.6	16.5	18.1	18.6
						EBITDA Margin	14.3	16.3	20.0	21.1	21.3
						净利率	5.9	10.4	12.6	13.8	14.0
						回报率(%)					
						净资产收益率	5.4	9.8	13.5	15.1	15.0
						总资产收益率	3.9	7.0	9.9	11.6	12.5
						其他(%)					
						资产负债率	26.6	28.5	26.5	23.6	17.8
						所得税率	13.4	14.6	14.6	14.6	14.6
						股利支付率	30.9	20.0	19.3	19.3	19.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。