

**秀强股份(300160)/教育**
**竞标国内直营幼教龙头，外延扩张提速**
**评级：买入(维持)**

市场价格：9.15

目标价格：16.20

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

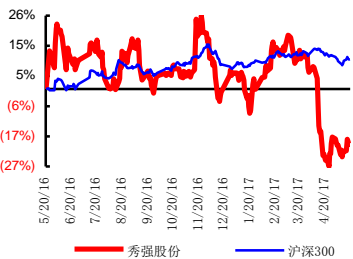
Email: juxh@r.qlzq.com.cn

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)	592
市价(元)	9.15
市值(百万元)	5,470
流通市值(百万元)	5,420

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 秀强股份：新余祥翼完成股票购买，实现利益绑定
- 2 业绩超预期，“托幼一体化”完善幼教版图
- 3 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	28.9	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	0.21
净资产收益率	5.4	9.8	13.5	15.1	15.0
P/E	90	46	29	23	20
PEG	1.4	0.5	0.5	0.8	1.5
P/B	1.6	4.9	4.5	4.0	3.5

备注：股价使用 2017 年 5 月 19 日收盘价。

**投资要点**

- **事件**：公司拟收购海外教育标的公司股权，对该标的公司 100% 股权的估值报价为不超过 2.1 亿美元，并在董事会审议通过议案后，向标的公司提交不超过 2.1 亿美元约束性报价。公司拟收购标的公司的股权比例、股权交易价格、交易条件谈判结果及公司收购该海外资产的实施可能性，尚存在重大不确定性。
- **拟收购直营幼儿园龙头，园所扩张提速**。标的公司在国内拥有近百家直营幼儿园，目前国内拥有 100 家左右直营幼儿园规模的幼教标的屈指可数（详见图表 1），如小金星（约 110 家）、东方剑桥（约 105 家）、三育教育（约 82 家），标的从规模上看是直营幼儿园龙头。公司目前已收购全人教育、江苏童梦，直营园数量达到 60-70 家，若收购成功，将迅速提升直营园规模和市场份额、树立品牌知名度和影响力。
- **幼教内生、外延共同发力**。除了通过外延并购的方式扩张园所数量、提升幼教业绩贡献，公司还通过新设幼儿园、提高存量幼儿园收费的方式实现内生增长。从新设幼儿园的进度看，预计 10 家新开幼儿园将于 2017 年 9 月招生。从存量幼儿园的内生增长看，江苏童梦旗下多为普惠型幼儿园，保费 500-600 元/月，增设蒙氏班提高保费收入。
- **投资建议**：公司竞标海外幼教资产，若收购成功将极大提升直营幼儿园规模和品牌影响力，增厚幼教业绩贡献。由于该竞标具有不确定性，暂维持 2017/18/19 年备考净利润 2.02/2.39/2.72 元的盈利预测（假设培基教育下半年开始并表，预计 2017 年净利润 1.86 亿元），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 55 亿元，对应估值 27x/23x/20x，维持买入评级。
- **风险提示**：幼教内生、外延扩张不达预期，玻璃业务增速不达预期。

**图表 1：国内主要幼教机构的园所数量及分布**

幼教标的	模式	园所数量	主要分布
小金星	直营	110	福建、江西、天津、北京
东方剑桥	直营	105	江苏、北京、黑龙江
北京伊顿	直营	41	北京、江苏
三育教育	直营	82	上海、浙江、江苏、湖南
	加盟	29	
二十一世纪	直营	28	北京
	加盟	3	
小红帽教育	直营	75	广西
	加盟、托管	33	
博苑教育	直营	50	
	加盟	900	
红黄蓝（不含亲子园）	加盟为主	314	
大地幼儿园	加盟为主	400+	
小太阳教育	加盟	近 600	
幸福泉	加盟	近 200	
红缨教育	加盟	3500+	
金色摇篮	加盟	350+	
大风车	加盟	120	

来源：各公司官网，中泰证券研究所

图表 2: 公司主要财务数据

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	221	347	458
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	910	1,151	1,341
营业费用率	5.51%	5.61%	6.00%	6.16%	6.27%	固定资产	491	491	435	378	321
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%	0.32%	0.11%	非流动资产	762	1,015	963	910	856
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,535	1,714	1,873	2,060	2,197
营业利润	74	134	219	284	325	短期借款	110	240	156	113	0
营业利润率	7.27%	11.69%	14.83%	16.36%	16.79%	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	446	435	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	493	481	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%	13.77%	14.05%	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	1,873	2,060	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	29.8	14.3
						净利润	65.7	97.8	55.3	28.9	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	20.3	21.4	21.5
						净利率	5.9	10.4	12.6	13.8	14.1
						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	11.7	12.5
						其他(%)					
						资产负债率	26.6	28.5	26.3	23.3	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。