

强烈推荐-A (维持)

威创股份 002308.SZ

当前股价: 12.76 元  
2017年07月22日

中报业绩符合预期, 幼教收购再下一城

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	84609
已上市流通股(万股)	83229
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	106
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	16.7%
主要股东	VTRON
主要股东持股比例	35.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-5	-33
相对表现	-3	-16	-47



资料来源: 贝格数据、招商证券

董瑞斌

021-68407847  
dongruibin@cmschina.com.cn  
S1090516030002

研究助理

陈曦

chenxi12@cmschina.com.cn

事件:

- 1、发布 2017 年半年度业绩快报, 实现营业收入 4.75 亿元, 同比增长 5%; 归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 45%。
- 2、收购内蒙古幼教龙头鼎奇幼教科教有限公司 70% 的股权, 交易对价为 1.059 亿元。

资产介绍:

【公司简介】

“鼎奇”品牌创立于 2003 年, 秉承“亦爱·亦尊重”的核心教育理念, 以培养未来优秀世界公民为使命, 开创了将中国的优秀传统文化和集体认知教育优势与美国学前教育的先进科研成果和个性化方案教学相结合的“中+美”的教育模式, 经过近 14 年的积累沉淀, 建立了标准化的运营管控体系, 并拥有完善稳定的师资和教学研发团队, 逐渐发展成为内蒙古地区的幼教龙头企业。

【业务规模】

“鼎奇”品牌已在内蒙古呼和浩特市形成高端品牌效应, 旗下有 10 所托管加盟园、3 所合作园、4 所品牌加盟园。托管加盟园主要分布在呼和浩特市, 鼎奇幼教正逐步在周边省市发展合作和加盟业务。

【教学体系】

鼎奇幼教秉承着“中+美”教育模式, 强调将尊重放在第一位, 避免以教材、成人和课程为中心的方式, 重点关注儿童的心理和生理发展。后期聘请了美国西南学院罗妮丽博士为鼎奇幼教总督导学。

经过数十位专业高学历教研团队成员 4 年的不懈努力, 鼎奇幼教研发出一套“中+美”教学模式, 结合西方先进的教学理念和教学体系, 建立了以“评估为依据”, 以“鼎奇日程”为核心, 以主题整合活动为基础, 以灵动课程为特色的课程体系框架。

图 1 鼎奇幼教体系



资料来源: 公司公告、招商证券

- (1) 鼎奇幼教的评估体系主要是依据八大领域的教学目标，课程的设置围绕儿童成长过程需要掌握的目标而定，课程学习的最终目标需评估八个领域儿童的成长和发展程度。
- (2) 鼎奇幼教日程是鼎奇教育体系中的核心主线，由每天固定的活动方式和变化着的教育教学内容构成儿童的生活作息过程，包括教师的 146 条行为规范。
- (3) 主题整合活动是鼎奇教育活动的主要组织形式，融合鼎奇幼教八大领域的教学目标，通过选取与幼儿相关的主题活动，达到培养幼儿各方面能力的作用。
- (4) 灵动课程根据八大领域的成长需要，配合主题整合课程，完善幼儿八个领域能力的培养，具体包括灵动英语（中教+外教）、美术、音乐、舞蹈、武术、体能。
- (5) 特色活动通过活动形式来培养儿童的社会生存能力、社会环境认知能力、学习实践能力和才艺能力，加强家园共育，以艺术节、表演类节目为主。

### 【主要业务模式】

#### (1) 托管加盟

托管加盟业务是指鼎奇幼教为加盟商提供全面、深入、体系化的资讯和管理服务。包括但不限于提供品牌、提供教学体系和培训、帮助加盟商建立教学体系、管理体系、教师培训及考评升级体系、后勤服务支持体系，并提供教学现场辅导、协助招生工作以及协助对外宣传等。

托管式加盟的主要收入包括品牌使用费、招生服务费、后勤服务费等。

#### (2) 品牌加盟

品牌加盟业务采用统一的教学理念和课程体系，按照统一的管理与服务标准对加盟园进行培训，涵盖开园前的准备、后续经营管理，教学督导和教学培训等环节。加盟到鼎奇幼教体系，鼎奇幼教会派自身的园长帮助加盟园进行一对一教练式帮扶，同时在运营期间，鼎奇幼教会输出同步的督导，保证加盟园的口碑和质量。

品牌加盟主要收入包括品牌加盟费和服务费，根据所在城市的区级不同，采用不同的收取标准。

#### (3) 合作办园

合作办园的合作方式为股权层面的合作，鼎奇幼教输出标准化教学体系和幼儿教育服务一体化解决方案，合作方提供具有完备教育资质的教学场所。合作方没有经营权，只享有按照比例的投资分成权。

合作办园的收入方式主要是收取管理费。

### 【市场地位/竞争力】

鼎奇幼教的规模为内蒙古第一，幼儿园平均收费在 2000 元/月/人左右，远高于呼和浩特市当地其他幼儿园的收费水平，保教质量和品牌影响力均为内蒙古当地第一。

鼎奇幼教大部分园所都运营稳定且处于每年收费稳步增长的状态，园所的平均满园率接近 92%，口碑以及品牌影响力都在当地属于顶尖水平，保证了鼎奇幼儿园所得稳定性。

### 【估值、业绩承诺】

鼎奇全部股东权益价值为 1.5129 亿元，70%股权对应作价 1.059 亿元。

业绩承诺：2018-2020 年所得税前利润总额分别不低于 1400 万元、1680 万元、2016 万元。

本次估值对应 2018 年税前利润倍数约为 10.8 倍，对应三年平均净利润 PE 约为 8.9 倍。

#### 点评：

##### ➤ 中报业绩符合预期。

2017 年上半年实现营业收入 4.75 亿元，同比增长 5%；实现归属母公司净利润 1.04 亿元，同比增长 45%。由此推算，公司二季度实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 13%，环比增长 64%；实现归属母公司净利润 0.77 亿元，同比增长 57%，环比增长 185%。

##### ➤ 幼教版图收购再下一城，全面推进区域龙头战略。

鼎奇幼教是威创继红缨教育和金色摇篮后收购的第三个幼儿园品牌。目前红缨和摇篮两大品牌共有接近 4000 家托管幼儿园和品牌幼儿园，公司通过收购鼎奇幼教将纳入更多数量的高品质园所，夯实公司在全国的幼教线下布局。鼎奇是内蒙古区域的幼教龙头，通过本次收购，为威创幼教业务在内蒙古领域的深耕与扩张提供了抓手，同时也为未来公司整个加盟体系下沉实现战略性探索。

##### ➤ 重申推荐逻辑：以幼儿园为入口布局儿童生态圈，打造幼教行业龙头企业。

- 1、战略第一步：进入幼教行业。公司通过收购红缨教育和金色摇篮切入幼儿园领域，目前拥有园所数量近 4000 家，覆盖幼儿人数 80 万+，是国内最大的幼儿园连锁运营机构。
- 2、战略第二步：兼并收购，提升行业影响力。通过持续不断地投资、并购战略增加幼儿园所数量及覆盖人数，扩大行业影响力及品牌知名度。目前已储备标的包括幼儿教育，未来一方面能够为上市公司增厚业绩，另一方面也在战略层面提升公司的行业地位。
- 3、战略第三步：产业链延伸，打造幼教生态圈。公司以幼儿园为流量入口，在做好园所运营的同时，开始向以幼儿园运营管理为核心的前端业务和以幼儿各项需求为核心的后端业务延伸，从而实现产业链的打通，最终实现幼教生态圈的建设。目前公司投资了幼师口袋平台，同时与南京康轩、蓝迪、巧虎等优质幼教品牌达成了初步战略合作意向，努力提升产业链的整体服务能力。

##### ➤ 坚定看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”评级。

公司是 A 股最纯正的幼教企业，我们坚定看好其发展战略，认为公司具备成为行业龙头的潜力。我们预计公司 2017/2018 年净利润分别为 2.65/3.29 亿，同比增长 45.6%/24.1%，对应 PE 为 41X/33X。考虑到公司正在进行的增发和今年可能的外延收购及公司储备标的，我们预计今年备考净利润有望超过 3 个亿，对应增发后 PE 为 39 倍。维持“强烈推荐-A”评级。

##### ➤ 风险提示：定增募集资金进度低于预期；外延收购不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	978	1225	967	1178	1559
现金	353	451	82	99	221
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	112	82	97	119	148
应收款项	198	186	199	244	303
其它应收款	22	18	21	26	32
存货	198	210	237	287	354
其他	95	278	330	403	501
<b>非流动资产</b>	1903	1898	1856	1818	1783
长期股权投资	0	27	27	27	27
固定资产	472	440	410	382	356
无形资产	114	101	91	82	73
其他	1317	1330	1329	1328	1327
<b>资产总计</b>	<b>2882</b>	<b>3122</b>	<b>2823</b>	<b>2997</b>	<b>3342</b>
<b>流动负债</b>	673	725	584	507	559
短期借款	0	92	122	4	0
应付账款	67	69	80	97	120
预收账款	96	100	116	141	174
其他	511	465	265	265	265
<b>长期负债</b>	39	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	46	46	46	46
<b>负债合计</b>	<b>712</b>	<b>771</b>	<b>629</b>	<b>552</b>	<b>604</b>
股本	836	847	847	847	847
资本公积金	578	574	574	574	574
留存收益	754	923	765	1014	1307
少数股东权益	2	8	8	9	10
归属于母公司所有者权益	2168	2344	2186	2435	2728
<b>负债及权益合计</b>	<b>2882</b>	<b>3122</b>	<b>2823</b>	<b>2997</b>	<b>3342</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	301	303	232	216	221
净利润	119	182	265	329	391
折旧摊销	41	48	43	39	36
财务费用	3	2	10	3	(1)
投资收益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	117	74	(85)	(160)	(212)
其它	22	(1)	2	7	9
<b>投资活动现金流</b>	(1065)	(376)	2	2	2
资本支出	(29)	(15)	(0)	(0)	(0)
其他投资	(1036)	(362)	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	(32)	172	(604)	(201)	(101)
借款变动	348	574	(170)	(118)	(4)
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	(0)	(5)	0	0	0
股利分配	(418)	(418)	(424)	(79)	(99)
其他	37	9	(10)	(3)	1
<b>现金净增加额</b>	<b>(797)</b>	<b>98</b>	<b>(369)</b>	<b>17</b>	<b>122</b>

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	937	1051	1248	1527	1897
营业成本	461	467	546	661	815
营业税金及附加	12	17	20	24	30
营业费用	169	164	175	214	285
管理费用	240	239	237	290	361
财务费用	(38)	(0)	10	3	(1)
资产减值损失	5	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	90	166	263	338	411
营业外收入	51	48	48	48	48
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	140	213	310	385	459
所得税	21	30	45	55	66
<b>净利润</b>	119	183	266	330	393
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	119	182	265	329	391
<b>EPS (元)</b>	0.14	0.22	0.31	0.39	0.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	12%	19%	22%	24%
营业利润	124%	83%	59%	28%	22%
净利润	14%	53%	45%	24%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.8%	55.6%	56.3%	56.7%	57.1%
净利率	12.7%	17.3%	21.2%	21.5%	20.6%
ROE	5.5%	7.8%	12.1%	13.5%	14.4%
ROIC	1.8%	5.4%	10.1%	11.9%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.7%	24.7%	22.3%	18.4%	18.1%
净负债比率	11.1%	9.3%	4.3%	0.1%	0.0%
流动比率	1.5	1.7	1.7	2.3	2.8
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.8	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5
应收帐款周转率	4.5	5.5	6.5	6.9	6.9
应付帐款周转率	5.9	6.9	7.3	7.4	7.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.14	0.22	0.31	0.39	0.46
每股经营现金	0.36	0.36	0.27	0.25	0.26
每股净资产	2.59	2.77	2.58	2.87	3.22
每股股利	0.50	0.50	0.09	0.12	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	89.2	59.3	40.8	32.9	27.6
PB	4.9	4.6	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA	58.9	25.3	15.9	13.2	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董瑞斌**，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

**陈曦**，杜克大学经济学硕士。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。