

战略携手百度网讯, 构建幼教生态体系

投资要点

- **事件:** 公司宣布与百度网讯签署《“智慧幼教”战略合作框架协议》, 借助各自技术资源优势开展业务合作, 推动智慧幼教解决方案的落地实施, 进而提升公司核心竞争力。
- **线上线下全方位布局, 打造一体化教育生态体系。** 公司自 2015 年开始涉足幼教领域, 目前已发展成为国内领先的幼教产业集团。公司一方面不断扩大红缨教育和金色摇篮的园区规模, 外延收购可儿教育和鼎奇教育, 线下园区布局更进一步, 另一方面加强对线上平台“贝聊”和“教师口袋”APP 开发, 线上线下齐头并进, 全方位打造幼教生态系统。

1) 红缨教育: 精耕细作提升园区质量, 业绩回升可期。 红缨教育主要向加盟园提供包括教材教具、招生服务、教师招聘培训及幼儿园管理整体解决方案。截至 2017 上半年, 红缨教育共有连锁幼儿园 6 所, 品牌加盟园 1400 所, 旗下悠久联盟园 2678 所, 旗下悠久品牌代理商 175 家。报告期内实现营业收入约 1 亿元 (YOY-16.5%), 净利润 2739 万元 (YOY-36.8%), 主要系红缨教育主动升级品牌形象淘汰部分加盟园区和低端园区, 以及受季节性因素和销售策略调整, 春节课程销售季提前至 12 月初所致。红缨教育承诺 2017 年净利润不低于 5300 万元, 上半年已完成业绩承诺的 52%, 将会大概率完成业绩承诺。

2) 金色摇篮: 营收利润双增, 潜力凸显。 作为中高端幼儿园机构, 金色摇篮主营网络教育及特色教育产品的开发和销售、国际教育文化交流。2017 年 1-6 月, 金色摇篮实现营业收入 8814 万元 (YOY+89.2%), 净利润 5620 万元 (YOY+99.5%), 主要受益于金色摇篮品牌加盟业务的逐渐成熟以及安特思库项目的推出。目前, 公司旗下共有托管幼儿园 19 所, 加盟幼儿园 491 所, 托管小学 2 所, 品牌加盟小学 3 所, 直营早教中心 1 所, 加盟早教中心 70 所, 安特思库合作园 103 所。金色摇篮 2017、2018 年承诺实现净利润不低于 6630 万元和 8260 万元, 2016 至 2018 年业绩承诺总额共计 20190 万元。2017H1 金色摇篮完成业绩承诺的 85%, 全年有望超额完成。

3) 现金收购鼎奇教育 70% 股权, 幼教版图实现异地扩张。 鼎奇教育作为内蒙古幼教龙头, 建立了标准化的运营管控体系, 共拥有 10 所托管加盟园、3 所合作园、4 所品牌加盟园, 规模为内蒙古第一。公司收购鼎奇教育后, 将吸纳更多数量的高品质园所, 夯实公司在全国的幼教线下布局, 有利于区域龙头战

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1050.63	1136.30	1284.81	1497.77
增长率	12.11%	8.15%	13.07%	16.57%
归属母公司净利润 (百万元)	182.23	266.07	314.84	381.41
增长率	52.53%	46.00%	18.33%	21.14%
每股收益 EPS (元)	0.22	0.31	0.37	0.45
净资产收益率 ROE	7.77%	10.26%	10.93%	11.81%
PE	67	46	39	32
PB	5.19	4.70	4.23	3.77

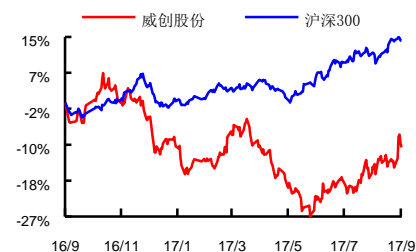
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
电话: 010-57631198
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.46
流通 A 股(亿股)	8.32
52 周内股价区间(元)	11.79-17.27
总市值(亿元)	122.09
总资产(亿元)	28.85
每股净资产(元)	2.89

相关研究

略的全面推进。2018—2020年鼎奇教育承诺利润总额不低于1400万元、1680万元和2016万元。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

4) 现金收购可儿教育70%股权，幼教生态线下能力增强。可儿教育主业为幼儿园托管加盟管理，作为北京中高端园区品牌代表，将助力公司进一步巩固竞争优势，夯实公司幼教生态线下能力，并与红缨教育、金色摇篮形成优势互补，有利于公打造旗舰型高端幼儿集群。2017-2019年可儿教育的业绩承诺分别为3846万元、4400万元和5328万元。

5) 贝聊+幼师口袋构筑多方联动平台，协同线下完善幼教产业链。贝聊是专业提供幼儿园信息化产品与育儿内容的服务商，通过贝聊APP和打卡机实现幼儿园与家长、孩子与家长之间的信息沟通，目前覆盖5万+幼儿园、1000万+用户；幼师口袋作为幼师教学资源共享应用软件，主要为幼儿园老师提供在线培训服务及为幼儿园提供优质教学资源，聚合了超过100万幼师和园长，覆盖超过50%幼儿园。线上平台满足了幼教不同群体诉求，用户覆盖全面；同时，线上产品协同公司已有优质教学资源，有利于扩大资源的辐射范围，拉近园区与用户群距离，从而构筑起一个涵盖产业资源、园所、幼师的多方联动平台。

- **聚焦控制室市场，传统主业领先地位稳固。**公司传统主业是超高分辨率数字拼接墙系统业务，多年在行业中保持领先地位。在行业竞争加剧及LCD、小间距LED的影响下，公司聚焦控制室市场，以大屏为基础、软件为突破、服务为纽带，为用户提供控制室可视化综合解决方案的发展战略，保持了领先地位，上半年实现营业收入2.86亿元，基本完成经营目标。
- **非公开发行募投艺体培训项目，幼教城市生态圈有望加强。**公司拟以非公开发行股票不超过6892万股，发行价不低于13.32元/股，募资9.18亿元用于儿童艺体培训中心建设项目。该项目计划打造一站式高品质儿童综合素质培训课程平台，为儿童提供综合素质培训产品和服务，有利于公司延伸服务价值链，成为公司幼教城市生态圈不可或缺的重要一环。
- **金色摇篮董事长增持，看好公司发展前景。**金色摇篮董事长以14元/股价格增持公司1428万股股票，占总股本的1.69%。股份锁定期至2019年5月31日且完成业绩补偿之日，展现出公司股东对未来发展前景的坚定信心。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2017-2019年实现归母净利润2.7亿、3.1亿和3.8亿元，对应EPS分别为0.31元、0.37元和0.45元。公司是A股幼教行业龙头企业，线下梯次布局，线上融合发展，全产业链布局领先，建议持续关注，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

关键假设：

假设 1: 公司传统主业精耕细作大屏控制室市场, 下降趋势逐步缓解, 毛利率维持在 55%;

假设 2: 红缨教育拓展顺利, 金色摇篮教材业务营收影响逐步提升, 公司幼教业务保持持续快速增长, 毛利率维持在 60% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
超高分辨率数字拼接 墙系统	收入	655.8	623.0	591.8	562.2
	增速	-12.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	54.2%	55.0%	55.0%	55.0%
幼教产品及服务	收入	394.9	513.3	693.0	935.5
	增速	109.3%	30.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	58.0%	60.0%	61.0%	62.0%
合计	收入	1,050.6	1,136.3	1,284.8	1,497.8
	增速	12.1%	8.2%	13.1%	16.6%
	毛利率	55.6%	57.3%	58.2%	59.4%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1050.63	1136.30	1284.81	1497.77	净利润	182.78	266.73	315.53	382.21
营业成本	466.63	485.67	536.59	608.51	折旧与摊销	47.99	66.24	66.24	66.24
营业税金及附加	16.83	17.04	18.63	21.72	财务费用	-0.18	-0.50	-1.24	-2.08
销售费用	164.16	147.72	163.17	187.22	资产减值损失	0.96	5.00	5.00	5.00
管理费用	239.13	227.26	253.11	292.06	经营营运资本变动	-65.85	-125.56	-68.68	-59.60
财务费用	-0.18	-0.50	-1.24	-2.08	其他	136.85	-10.31	-9.96	-9.97
资产减值损失	0.96	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	302.55	201.60	306.89	381.79
投资收益	2.59	5.00	5.00	5.00	资本支出	-75.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-301.05	13.61	2.46	3.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-376.42	13.61	2.46	3.65
营业利润	165.68	259.11	314.56	390.33	短期借款	91.94	-91.94	0.00	0.00
其他非经营损益	47.57	44.00	44.00	44.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	213.26	303.11	358.56	434.33	股权融资	96.38	0.00	0.00	0.00
所得税	30.48	36.37	43.03	52.12	支付股利	-12.53	-19.12	-27.91	-33.03
净利润	182.78	266.73	315.53	382.21	其他	-3.75	-199.02	1.24	2.08
少数股东损益	0.54	0.67	0.69	0.80	筹资活动现金流净额	172.04	-310.08	-26.67	-30.95
归属母公司股东净利润	182.23	266.07	314.84	381.41	现金流量净额	98.47	-94.86	282.68	354.49
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	451.39	356.53	639.21	993.70	成长能力				
应收和预付款项	290.72	369.48	400.48	468.23	销售收入增长率	12.11%	8.15%	13.07%	16.57%
存货	210.28	219.28	242.47	275.26	营业利润增长率	83.35%	56.39%	21.40%	24.09%
其他流动资产	272.41	217.44	274.95	309.21	净利润增长率	53.42%	45.93%	18.29%	21.13%
长期股权投资	27.12	27.12	27.12	27.12	EBITDA 增长率	128.29%	52.16%	16.84%	19.74%
投资性房地产	38.92	30.19	32.73	34.09	获利能力				
固定资产和在建工程	440.03	387.65	335.27	282.90	毛利率	55.59%	57.26%	58.24%	59.37%
无形资产和开发支出	1375.85	1362.53	1349.20	1335.87	三费率	38.37%	32.96%	32.30%	31.86%
其他非流动资产	15.69	15.28	14.75	14.19	净利率	17.40%	23.47%	24.56%	25.52%
资产总计	3122.43	2985.49	3316.17	3740.59	ROE	7.77%	10.26%	10.93%	11.81%
短期借款	91.94	0.00	0.00	0.00	ROA	5.85%	8.93%	9.51%	10.22%
应付和预收款项	297.25	278.10	306.77	364.73	ROIC	6.44%	10.09%	11.99%	14.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.32%	28.59%	29.54%	30.34%
其他负债	381.40	107.44	121.84	139.12	营运能力				
负债合计	770.58	385.54	428.61	503.85	总资产周转率	0.35	0.37	0.41	0.42
股本	847.36	846.09	846.09	846.09	固定资产周转率	2.30	2.75	3.55	4.85
资本公积	663.34	664.60	664.60	664.60	应收账款周转率	5.48	5.69	5.70	5.82
留存收益	923.39	1170.34	1457.27	1805.64	存货周转率	2.26	2.24	2.30	2.33
归属母公司股东权益	2344.31	2591.74	2878.66	3227.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.37%	—	—	—
少数股东权益	7.54	8.21	8.90	9.70	资本结构				
股东权益合计	2351.85	2599.94	2887.56	3236.74	资产负债率	24.68%	12.91%	12.92%	13.47%
负债和股东权益合计	3122.43	2985.49	3316.17	3740.59	带息债务/总负债	11.93%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.69	3.42	4.07	4.47
					速动比率	1.40	2.78	3.43	3.86
					股利支付率	6.88%	7.19%	8.87%	8.66%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	213.49	324.84	379.55	454.49	每股指标				
PE	67.00	45.89	38.78	32.01	每股收益	0.22	0.31	0.37	0.45
PB	5.19	4.70	4.23	3.77	每股净资产	2.78	3.07	3.41	3.83
PS	11.62	10.74	9.50	8.15	每股经营现金	0.36	0.24	0.36	0.45
EV/EBITDA	55.93	36.18	30.20	24.43	每股股利	0.01	0.02	0.03	0.04
股息率	0.10%	0.16%	0.23%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn