

日期: 2018年06月14日

行业: 教育



拟 33 亿收购早教龙头美杰姆， 教育布局再进一步

分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

基本数据 (2018.6.12)

报告日股价 (元)	19.49
12mth A 股价格区间 (元)	12.56-19.49
总股本 (百万股)	337.50
无限售 A 股/总股本	75.68%
流通市值 (亿元)	49.78
每股净资产 (元)	3.40
PBR (X)	5.73

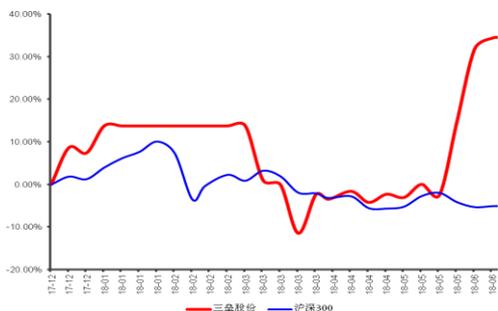
主要股东 (2018Q1)

珠海融诚	29.00%
俞建模	15.84%
俞洋	7.64%

收入结构 (2017)

塑料管道制造装备	58.22%
高端机床	9.70%
教育咨询	32.08%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



投资摘要

公司拟 33 亿现金收购美杰姆 100% 股权

公司原主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床的研发、设计、生产与销售，2017年上半年通过收购楷德教育正式进军教育领域。2017年，公司实现营收1.77亿元 (+165.17%)，归属净利润1835.44万元 (+82.68%)，业绩大增主要系楷德教育并表。楷德教育全年并表实现收入5688.14万元、净利润2288.25万元。公司公告拟以33亿元现金收购美杰姆100%股权 (公司出资占比70%)，美杰姆承诺2018-2020年净利润分别不低于1.80/2.38/2.90亿元，CAGR约为26.9%。交易对方将使用不低于交易价款 (税后) 总额的30%增持公司股份，占比不超过18%。

早教: 需求催生千亿市场，市场竞争格局分散

早教受三大需求因素驱动迎来千亿市场: (1) 二胎政策带来出生人口增长: 预计每年出生人口保持在1700万人以上; (2) 早教意识增强, 消费能力提升: 69.35%/46.77%的家长认为孩子在4/3岁前应该接受早教, 每月早教支出500-1000元的占比达到41.3%; (3) 渗透率仍有较大提升空间: 目前早教在我国的整体渗透率约为15%, 对比日韩台湾有较大提升空间。估算2021年我国早教市场规模将达2710亿元, 2016-2021年CAGR为16.1%。目前早教CR8约为22%, 竞争格局分散。一线城市人均早教中心的数量是全国平均水平的3倍, 二三四线城市的早教中心数量缺口较大, 发展空间广阔。

美杰姆: 国内早教龙头品牌

美杰姆旗下拥有知名早教品牌“美吉姆”。美吉姆在2018年“全国十大早教品牌”中排名第二, 截止2017年底, 在全国数十个省市建立了340个早教中心 (257家加盟+83家直营), 会员数量达到22万人。美吉姆课程主要为欢动课、艺术课及音乐课, 培养儿童在智力、体能、情感、社交等的全面发展。美吉姆运营以加盟模式为主、直营模式为辅, 本次收购仅涉及授权加盟业务, 其优势在于强大的品牌、优质的资源和完善的体系。美吉姆定位高端, 加盟费和课程单价均高于本土品牌, 推动业绩快速增长。2016-2017年, 美杰姆营收分别为1.17亿元、2.17亿元, 同比增长85.47%; 净利润分别为3477万元、8509万元, 同比增长144.72%; 对应净利率分别为29.7%、39.3%。

投资建议

预计公司2018-2020年营业收入分别为2.10亿元、2.41亿元和2.69亿元, 增速分别为18.58%、14.61%和11.76%; 归属净利润分别为2901万元、3441万元、4063万元, 增速分别为60.95%、18.63%和18.07%; 全面摊薄每股EPS分别为0.09、0.10和0.12元, 对应PE分别为226.8、191.2和161.9倍 (按停牌前收盘价19.49元/股)。若考虑美杰姆成功收购并表, 假设2018年并表6个月, 按业绩承诺估算 (持有比例为70%), 公司

2018-2020年备考归属净利润分别为0.92亿元、2.01亿元、2.44亿元，增速分别为401.40%、118.47%、21.20%，对应EPS分别为0.27、0.60、0.72元，对应PE分别为71.5、32.7、27.0倍（按停牌前收盘价19.49元/股）。公司是中植系下教育上市平台，已布局国际教育，并积极推进早教优质资产的并购整合，外延预期强烈。由于美杰姆收购事项尚未完成，暂不考虑美杰姆收购，首次覆盖，我们给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

并购失败风险、业务整合风险、商誉减值风险、早教政策风险、市场竞争加剧风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	177.17	210.08	240.77	269.09
年增长率	165.18%	18.58%	14.61%	11.76%
归属于母公司的净利润	18.35	29.01	34.41	40.63
年增长率	82.59%	58.09%	18.63%	18.07%
每股收益 (元)	0.05	0.09	0.10	0.12
PER (X)	389.8	226.8	191.2	161.9

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为停牌前收盘价）

目 录

一、三垒股份拟收购美杰姆 100%股权，早教龙头诞生	5
1.1 交易方案：拟 33 亿元现金收购美杰姆 100%股权	5
1.2 公司股权结构：交易前后，解直锟始终为公司实控人	6
1.3 公司财务数据：并购楷德教育业绩大增	6
二、早教：需求催生千亿市场，市场竞争格局分散	9
2.1 需求端：三大因素驱动早教迎来千亿市场	9
2.2 供给端：市场格局分散，二三线城市发展空间广阔	11
三、美杰姆：国内早教龙头品牌	12
3.1 美杰姆拥有知名早教品牌“美吉姆”	12
3.2 课程体系：专业课程打造全素质儿童	13
3.3 运营模式：加盟为主，直营为辅	15
3.4 财务分析：国际品牌定价更高，龙头业绩快速增长	16
四、盈利预测	18
五、风险提示	19

图

图 1 公司收购价款的支付方式.....	5
图 2 公司股权结构.....	6
图 3 公司历年营业收入及增速（百万元）.....	7
图 4 公司历年归属净利润及增速（百万元）.....	7
图 5 公司收入结构（2017 年）.....	7
图 6 公司历年毛利率&净利率（%）.....	8
图 7 公司历年期间费用率（%）.....	8
图 8 楷德教育营收及净利润情况（万元）.....	8
图 9 我国近年出生人口规模（万人）.....	9
图 10 家长普遍认为孩子应该在 3-4 岁前接受早教.....	10
图 11 各线城市每月早教支出（元）.....	10
图 12 一线城市 vs 二三四线城市早教渗透率.....	10
图 13 全国早教机构报名人数（万人）.....	10
图 14 我国早教市场规模及增速（亿元）.....	11
图 15 我国早教市场格局分散，CR8=22%.....	11
图 16 一线城市人口及早教中心数量的全国占比（%）.....	12
图 17 美杰姆股权结构.....	13
图 18 美吉姆欢动课程.....	14
图 19 美吉姆艺术课程.....	14
图 20 美吉姆音乐课程.....	15
图 21 美杰姆运营以加盟为主、直营为辅（截止 2017 年底）.....	16
图 22 美杰姆加盟业务流程.....	16
图 23 美杰姆历年营业收入及净利润情况（万元）.....	18

表

表 1 品牌早教机构比较.....	17
-------------------	----

一、三垒股份拟收购美杰姆 100%股权，早教龙头诞生

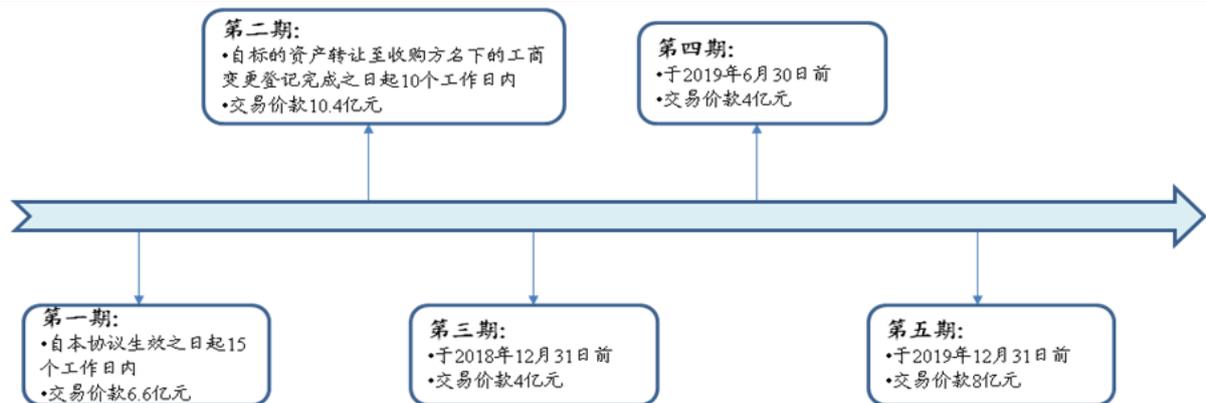
1.1 交易方案：拟 33 亿元现金收购美杰姆 100%股权

公司拟收购美杰姆 100%股权，初步作价 33 亿元。公司将设立一家控股子公司（下称“收购方”）作为收购的实施主体，其中公司认缴收购方 70%的注册资本（23.10 亿元），无关联独立第三方认缴剩余 30%的注册资本（9.90 亿元）。收购方将以支付现金方式购买美杰姆 100%股权，收购资金主要来自公司及第三方对其按比例缴纳的出资款，收购完成后，公司通过收购方控制美杰姆 100%股权。

资金来源：公司对收购主体的出资拟通过使用自有资金（含前次募集资金）、银行借款或关联方借款等债券融资、及股权融资等方式筹集。同时，公司实控人控制的子公司中海晟融承诺为收购主体提供直接或间接的资金支持，方式包括但不限于委托贷款等；公司控股股东的控股股东中植启星承诺为收购主体所负有的付款义务提供保证担保。截止 2017 年底，公司货币资金及理财产品合计 7.23 亿元，其中前次募集资金余额为 6.43 亿元，与公司拟出资交易对价 23.10 亿元相比，目前收购价款的资金缺口约为 16 亿元。

交易对方承诺增持：交易对方承诺自取得第二期交易价款之日起 12 个月内，将不低于交易价款（税后）总额的 30%用于通过协议转让、大宗交易、二级市场等方式增持公司股票，增持股票数量不超过增持完成时公司总股本的 18%。该等股票按业绩承诺完成情况分 3 年解锁，2018-2020 年业绩承诺期满且完成业绩承诺补偿（如适用）分别解锁 40%/30%/30%。**交易对方承诺 2018-2020 年实现净利润分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元，三年复合增速约为 26.9%。**

图 1 公司收购价款的支付方式



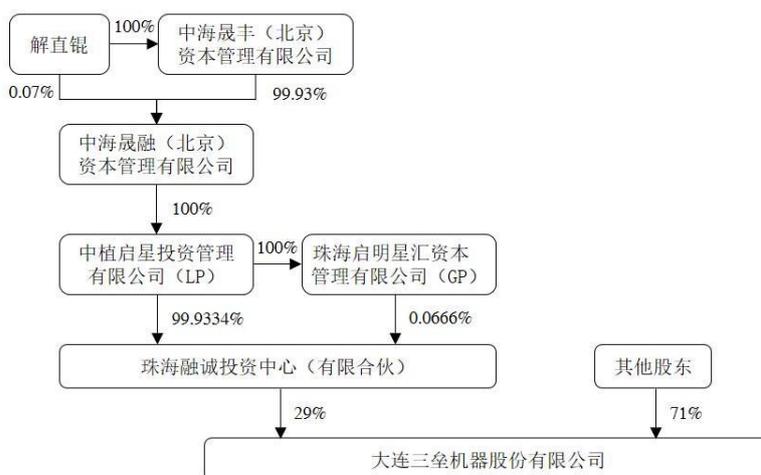
数据来源：公司公告，上海证券研究所

2017年前，公司主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床的研发、设计、生产与销售。2017年上半年，公司通过收购楷德教育正式进军教育领域，本次收购美杰姆将进一步完善公司教育产业链布局，提升公司教育培训业务的综合实力，打造未来业绩新增点。

1.2 公司股权结构：交易前后，解直锟始终为公司实控人

公司控股股东为珠海融诚，实控人为解直锟。截止2018年6月7日，珠海融诚持股9787.92万股，占比29%。本次交易完成后，公司的控股股东及实控人均不会发生变更。

图2 公司股权结构



数据来源：公司公告，上海证券研究所

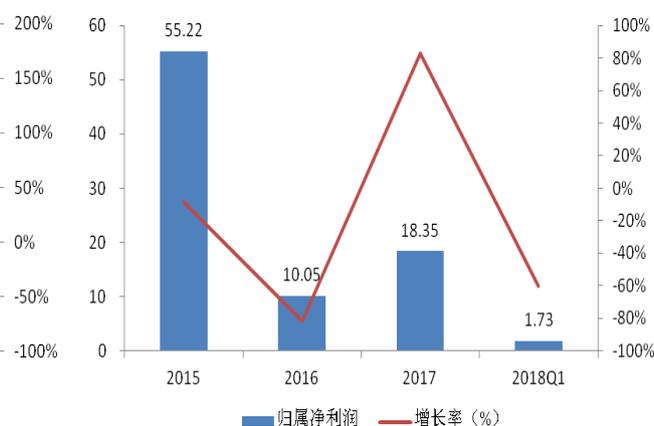
1.3 公司财务数据：并购楷德教育业绩大增

2017年，公司实现营收1.77亿元，同比增长165.17%；实现归属净利润1835.44万元，同比增长82.68%，实现每股收益0.05元/股。2017年公司业绩大增主要系收购楷德教育并表。2018Q1，公司实现营收3887.98万元，同比增长145.07%；实现归属净利润173.22万元，同比下降59.91%，主要系受季节性因素影响，楷德教育业务处于淡季，同时总部管理费用增加导致净利润减少。公司预计2018H1归属净利润约为524.51万元至961.61万元，同比增速区间为-40%至10%，主要是受重组项目影响，相关费用预计增加。

图 3 公司历年营业收入及增速 (百万元)



图 4 公司历年归属净利润及增速 (百万元)

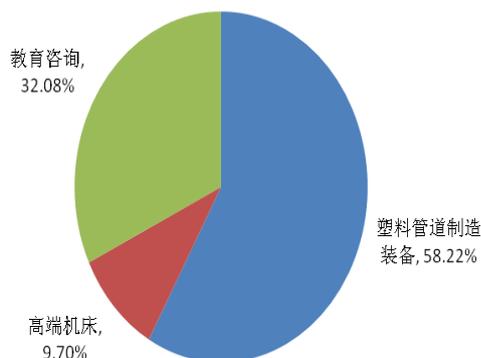


数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

2017 年, 公司塑料管道制造装备、高端机床、教育咨询三大业务分别实现营收 1.03 亿元 (+73.84%)、1718.38 万元 (+148.52%) 和 5683.55 万元, 收入占比分别为 58.22%、9.70%、32.08%。2017 年 2 月, 公司全资收购低龄留学语培领先机构楷德教育, 2017 年 3 月 24 日开始并表, 全年并表实现收入 5688.14 万元 (占合并报表营收的 32.10%)、净利润 2288.25 万元 (占合并报表净利润的 127.89%), 完成 2000 万元业绩承诺, 净利率高达 40.23%。楷德教育并表推动公司业绩大增, 教育业务成为公司新的利润增长点。

图 5 公司收入结构 (2017 年)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2017 年, 公司综合毛利率水平为 39.15%, 较去年同期上升 5.46pct, 主要系高毛利率的教育业务并表。公司当期塑料管道制造装备、高端机床、教育咨询三大业务的毛利率水平分别为 29.88% (-5.25pct)、13.56% (-4.67pct) 和 63.70%。费用率方面, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.07% (-2.84pct)、21.39% (-9.52pct)、-0.33% (+20.98%), 财务费用率上升较快主要系本期汇兑收益减少且存款利息收入减少。

图 6 公司历年毛利率&净利率 (%)

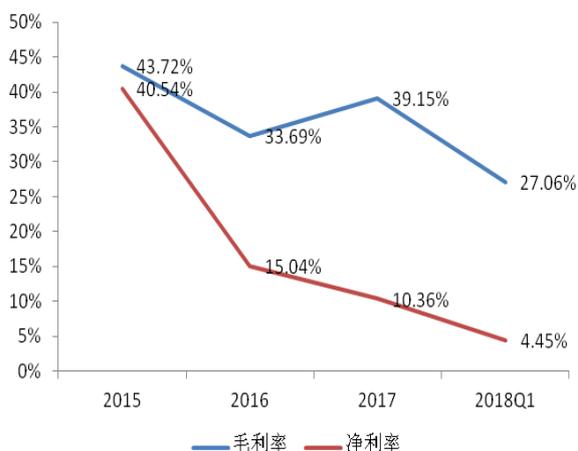
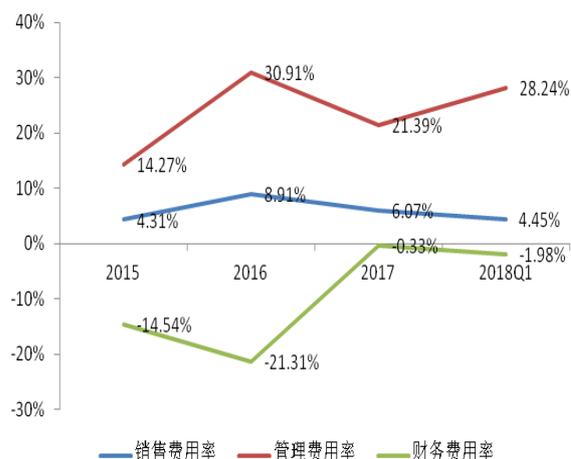


图 7 公司历年期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

楷德教育是国内低龄留学领域品牌服务机构, 致力于为赴美留学生提供专业的考试培训和申请服务。2015-2017 年, 楷德教育营收分别为 1476 万元、4250 万元、5684 万元 (3-12 月), CAGR 为 96.24%; 净利润分别为 133 万元、816 万元、2288 万元, CAGR 为 314.77%。并购整合后, 公司加大对教育资源的倾斜, 支持楷德教育不断拓展业务。目前楷德教育已在北京、上海、深圳开设了 7 个直营教学中心, 培训服务质量和优秀师资储备均领先同行, 未来公司将继续推进楷德教育纵深覆盖主要一二线城市。

图 8 楷德教育营收及净利润情况 (万元)



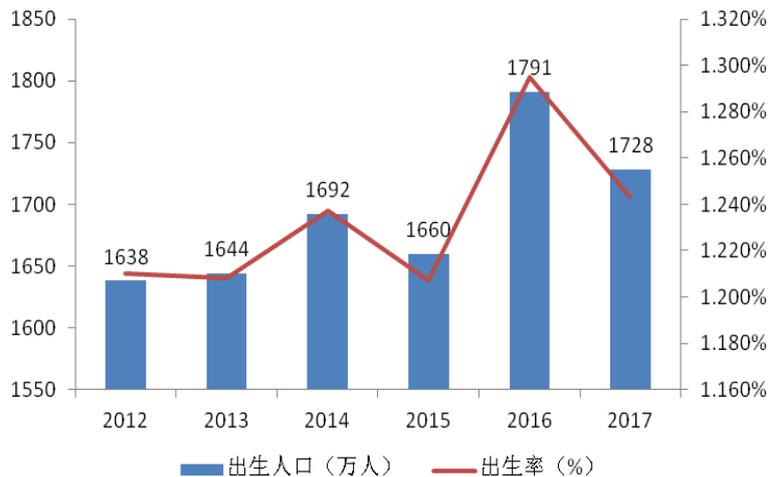
数据来源: Wind, 上海证券研究所 (注: 2017 年数据为 3-12 月)

二、早教：需求催生千亿市场，市场竞争格局分散

2.1 需求端：三大因素驱动早教迎来千亿市场

早教驱动因素一：二胎政策带来出生人口增长。第六次人口普查结果显示，我国 0-6 岁婴幼儿人数已达 1.05 亿人，其中 0-3 岁婴幼儿 6031 万人，占比 57.4%；城市 0-6 岁婴幼儿 2291 万人，占比 21.8%。2013 年，“单独二胎”政策出台；2016 年，“全面二胎”政策正式实施，我国出生率有所改善。2016-2017 年新生儿总数均超过 1720 万人，对应出生率分别为 12.95%、12.43%，较 2012 年的出生率 12.10% 有较大幅度提升。预计二胎政策实施后，我国每年出生人口可保持在 1700 万人以上。

图 9 我国近年出生人口规模（万人）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

早教驱动因素二：早教意识增强，消费能力提升。2014 年，0-3 岁婴幼儿教育搜索只占整个 0-3 岁教育的 10%，而到 2016 年，该搜索比例达到了 24%。越来越多的家长开始具备早教意识并且该意识逐步增强。据《中国早教蓝皮书》调查显示，69.35% 的家长认为孩子在 4 岁前应该接受早教，46.77% 的家长则认为孩子应该在 3 岁前开始进行早教，家长们对于早教的需求越来越前移、越来越低龄化。同时，随着人们收入水平的提升，早教的消费能力也相应提升，每月早教支出 500-1000 元/月占比最高，达到 41.3%，月收入 10000 元以上的家庭平均每月早教支出在 1000 元以上。分地区看，一线城市的家庭早教投入在 500-1000 元/月，二线城市家庭平均早教投入 200-300 元/月，三四线城市则以 100-300 元/月的早教投入为主。

图 10 家长普遍认为孩子应该在 3-4 岁前接受早教

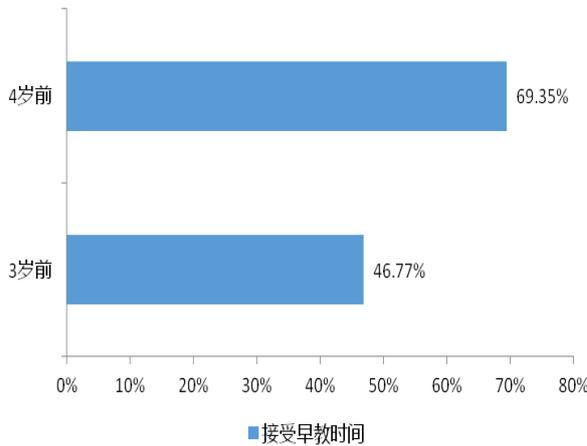
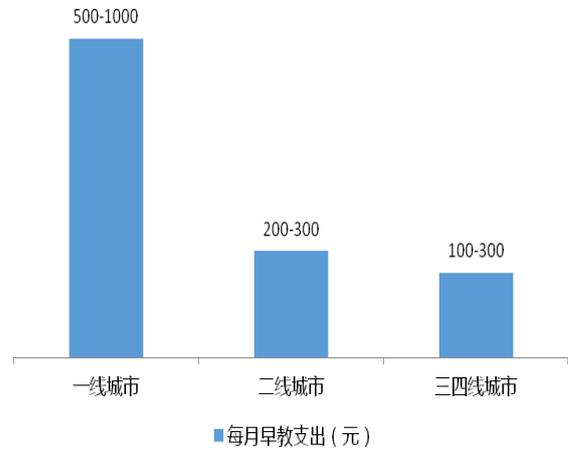


图 11 各线城市每月早教支出 (元)



数据来源:《中国早教蓝皮书》, 上海证券研究所

数据来源:《中国早教蓝皮书》, 上海证券研究所

早教驱动因素三: 渗透率仍有较大提升空间。据《中国早教蓝皮书》调查显示,我国早教市场以北上广深一线城市为主,其 0-6 岁孩子上早教的比例高达 69.76%,而二线省会城市及三四线城市早教渗透率不足 30%,农村地区则更低。综合来看,据 Frost & Sullivan 统计,2016 年全国早教机构报名人数约为 1580 万人,测算得到目前早教在我国的整体渗透率约为 15%,而日本有 90% 以上家庭使用分龄早教、韩国超过 80%、台湾超过 67%,我国早教渗透率与国际相比仍有较大的提升空间。Frost & Sullivan 预计到 2021 年,全国早教报名人数将达 2730 万人,2016-2021 年 CAGR 为 11.6%。

图 12 一线城市 vs 二三四线城市早教渗透率

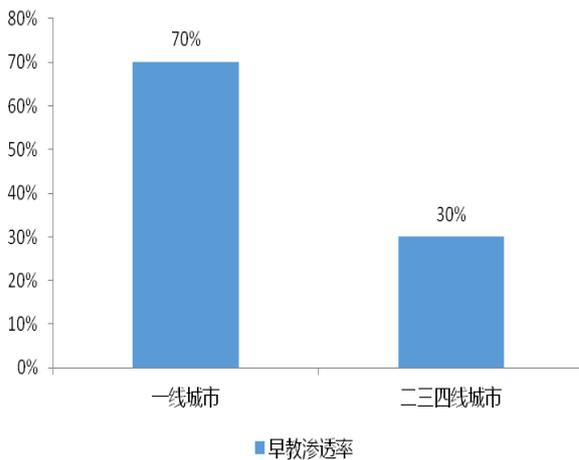


图 13 全国早教机构报名人数 (万人)



数据来源:《中国早教蓝皮书》, 上海证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

三大因素驱动早教迎来千亿市场。据 Frost & Sullivan 测算,2016 年我国早教市场规模约为 1286 亿元,2011-2016 年 CAGR 为 19.2%;预计到 2021 年,我国早教市场规模将增至 2710 亿元,2016-2021 年 CAGR 为 16.1%,整体保持较快增长。

图 14 我国早教市场规模及增速（亿元）

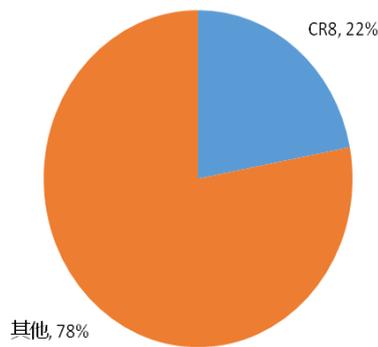


数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

2.2 供给端：市场格局分散，二三线城市发展空间广阔

早教市场格局分散，CR8 约为 22%。目前全国各品牌早教中心共开设约 11000 个线下教学网点，前八大早教中心合计约有 2400 家，CR8 约为 22%，市场格局较为分散。具体来看，美吉姆、金宝贝、东方爱婴、新爱婴的早教中心数量均在 300 家以上，悦宝园、运动宝贝、聪明树的早教中心数量则约为 100-200 家。

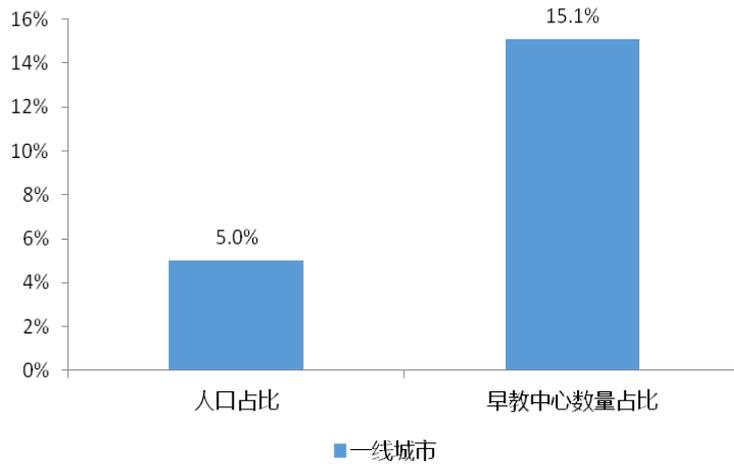
图 15 我国早教市场格局分散，CR8=22%



数据来源: 《中国早教蓝皮书》，上海证券研究所

二三线城市早教发展空间广阔。根据《中国早教蓝皮书》，目前北上广深一线城市的人口占全国人口的 5%，但早教中心数量占到全国的 15.1%，表明一线城市人均早教中心的数量是全国平均水平的 3 倍，二三四线城市的早教中心数量缺口较大。

图 16 一线城市人口及早教中心数量的全国占比 (%)



数据来源:《中国早教蓝皮书》, 上海证券研究所

国际和本土并存, 本土品牌崛起。1998年, 本土知名早教品牌红黄蓝、东方爱婴先后成立, 我国早教行业正式起步; 2003年, 随着金宝贝、新爱婴等国际知名早教品牌进入我国, 早教市场竞争程度加剧, 企业生存压力加大, 新创品牌数量减少, 加盟的早教品牌逐渐兴起; 2010年以来, 我国早教行业进入健康发展的良好阶段, 目前已形成本土品牌和国际品牌并进的格局。在区域分布上, 国际早教机构一线城市开店较多, 金宝贝、美吉姆和悦宝园的一线城市门店数量占比约为 18-20%; 本土早教机构则布局非一线城市较多, 红黄蓝亲子园、东方爱婴的一线城市门店数量占比不足 5%。早教两大阵营在区域布局方面形成错位竞争, 但随着二三线城市早教需求逐渐增加, 主要布局二三线城市的本土机构顺势崛起, 市场热度不断上升。百度搜索引擎数据显示, 传统国外早教品牌的搜索量从 2014 年的 45% 下降到 2016 年的 37%, 同期本土早教搜索浏览量增长 37%, 呈上升趋势。

三、美杰姆: 国内早教龙头品牌

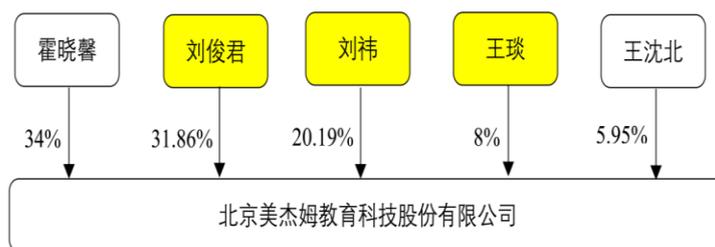
3.1 美杰姆拥有知名早教品牌“美吉姆”

美杰姆旗下拥有知名早教品牌“美吉姆”。美吉姆 1983 年成立于美国洛杉矶, 被美国权威杂志《企业家》评为全美加盟儿童早期教育第一品牌, 2009 年引入中国, 注重通过科学、系统、有针对性的培训课程提高 0-6 岁儿童的运动、认知、语言及早期社交能力, 同时培养其对音乐、艺术等热爱, 激发儿童的想象力和创造力。凭借独特的儿童早教培训体系、美式的教学设备、训练有素的教师、美国原版课程、合理的师生配比等, 美吉姆在中国早教市场赢得了

声誉，迅速进入早教行业第一梯队，2018 年被评为“全国十大早教品牌”，名列第二。截止 2017 年底，美吉姆已在全国数十个省市建立了 340 个早教中心，会员数量达到 22 万人。

美杰姆股权结构为：刘俊君、刘祎、王琰分别持股 31.86%、20.19%、8%，合计持股 60.05%，三人签署《一致行动人协议》，共同为美杰姆控股股东及实控人。此外，霍晓馨、王沈北分别持股 34%、5.95%。

图 17 美杰姆股权结构



注： 为一致行动人

数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 课程体系：专业课程打造全素质儿童

美吉姆早教课程体系主要包括欢动课、艺术课及音乐课：

(1) 欢动课：在对生理学、心理学和社会学的深入研究基础上，美吉姆研发了一套完整的符合孩子天性的课程体系和教学设备，按儿童不同的年龄层划分为 7 个阶段，每个阶段的培养目标有所差异，综合运用唱歌、舞蹈、骑乘游戏、荡秋千、观看手偶表演、“惊喜时刻”等形式多样的课程活动，循序渐进地培养并提高儿童的体能水平、认知能力、社交能力及情感表达。欢动教室教具均为美国原装进口，有品质保障。

图 18 美吉姆欢动课程

<p>阶段一：6周-6个月</p>  <p>美吉姆阶段一的课程专为小婴儿开设，旨在培养婴儿早期的视觉...</p>	<p>阶段二：7-13个月</p>  <p>进入美吉姆阶段二的学习后，宝宝手上肢及躯干的控制力增强，并且开...</p>
<p>阶段三：14-22个月</p>  <p>进入阶段三后，随着宝宝注意力集中时间的增加，美吉姆课程也从45分钟...</p>	<p>阶段四：23个月-2.5岁</p>  <p>进入2岁这个年龄段后，孩子的大动作得到进一步的发展，通常表现在...</p>
<p>阶段五：2.5岁-3.5岁</p>  <p>除了更加有序和结构化的游戏、有趣的探险活动以及准体操练习之外，孩子...</p>	<p>阶段六：3.5岁-4.5岁</p>  <p>随着孩子独立性的增强，进入阶段六的课程后，孩子开始独立上课了...</p>
<p>阶段七：4.5岁-6岁</p>  <p>孩子的大动作，如跑、跳、踢、蹲、双脚跳、投掷及抓握能力在这...</p>	

数据来源：公司官网，上海证券研究所

(2) 艺术课：美吉姆的世界艺术课程（Art in Our World）是专业的儿童早期视觉艺术教育课程。通过绘画、雕塑、版画、拼贴、印染、动画、建筑等丰富的艺术表现形式，培养儿童早期的艺术素养。同时，课程内容涵盖多种的艺术形式，给予儿童早期丰富的多元文化体验，培养小小“世界公民”。课程采取主题性、结构性的设置，每四周一循环，全国同步，按年龄层分为 20 个月-36 个月和 3 岁-6 岁共 2 个阶段。

图 19 美吉姆艺术课程

	<p>My Art 1: 20个月-36个月</p> <ul style="list-style-type: none"> • 儿童有纪念意义的艺术教育体验。小朋友通过尝试使用各种艺术创作媒介和材料来了解颜色、造型、构图等，并对多种艺术风格、艺术家以及多种多样的艺术形式进行初步的探索。
	<p>My Art 2: 3岁-6岁</p> <ul style="list-style-type: none"> • 儿童学习艺术、色彩、造型和构图，培养艺术鉴赏力；同时学习其他重要的学前技能，如听从指令的能力、认知能力以及语言能力等。孩子们在过程中建立自信，提高解决问题，时间管理能力和专注力。

数据来源：公司官网，上海证券研究所

(3) 音乐课：美吉姆音乐课是以培养儿童音乐基本能力为目的的家庭音乐课，专注于为 8 个月-5 岁的儿童提供专业早期音乐教育课程。通过 Lap song、手指游戏、稳定节拍的感受和练习、器乐自由演奏、无歌词吟唱、自由舞蹈、现场即兴表达等一系列音乐活

动，培养儿童的音乐基本能力。音乐课采用美国 Music Together 课程体系 and 原版课程，Music Together 是美国的儿童早期音乐教育课程，拥有 30 年历史。美吉姆音乐课的特色包括其专业性、能提供更丰富的音乐体验及课程可以带回家、打造家庭音乐学习环境。

图 20 美吉姆音乐课程

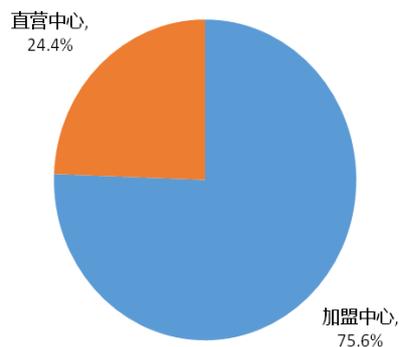


数据来源：公司官网，上海证券研究所

3.3 运营模式：加盟为主，直营为辅

美杰姆采用加盟为主、直营为辅的运营模式。加盟模式下，美杰姆依托自身“美吉姆”早教品牌、课程体系及丰富的运营管理经验，向加盟商提供与加盟中心运营相关的市场拓展、教学指导、人员培训、客户服务等广泛服务，并根据加盟协议收取服务费用，及销售教具产品；直营模式下，美吉姆主要通过下属直营中心销售早教课程，并收取课程费。截止 2017 年底，美杰姆共有 257 家加盟中心、83 家直营中心。本次收购仅涉及“美吉姆”早教中心授权加盟业务，其中北京美奕美和沈阳美吉安两家直营中心将在其他直营中心股权转让予交易对方控制的公司后转变为加盟中心。剥离的直营中心股权将由交易对方控制的子公司持有，为避免与加盟中心之间的竞争，交易对方承诺与美杰姆签署托管协议，将控制子公司及剥离直营中心交予美杰姆管理，并承诺三年内或将直营中心转让予三垒股份或其控制的主体、或转让予第三方。

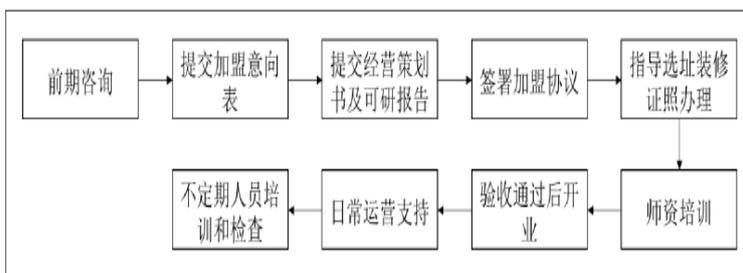
图 21 美杰姆运营以加盟为主、直营为辅（截止 2017 年底）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

加盟优势：强大的品牌+优质的资源+完善的体系。（1）历经 30 余年发展，美吉姆积累了强大的品牌效应。2017 年，美吉姆荣登美国《Entrepreneur》杂志“2017 年度特许经营 200 强”及“2017 年度全美特许经营 500 强”荣誉称号。2009 年美吉姆进入中国，2017 年荣获腾讯网“2017 年度影响力儿童教育品牌”荣誉称号。目前，美吉姆在全球 31 个国家和地区开设了近 600 家儿童教育中心，其中中国拥有 340 家中心，在国内市场具有品牌影响力；（2）美吉姆为加盟商提供科学的课程体系，包括享誉全球的欢动课、艺术课和音乐课，及高质量的美原原装教具，同时输出丰富的运营管理经验，为早教中心人员提供进阶培训；（3）从开业前的业务规划及选址到开业筹备到开业后的持续经营与监督，美吉姆打造了一整套完善的加盟服务支持体系，通过统一的教学内容、完善的教师培训和规范的价格指导，使每个加盟中心都能为家长和儿童提供高质量、高水平的标准化课程教学和贴心、完善的客户服务。

图 22 美杰姆加盟业务流程



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.4 财务分析：国际品牌定价更高，龙头业绩快速增长

国际品牌的加盟费和客单价均高于本土品牌。（1）早教机构通

常以加盟模式快速扩张，加盟模式收费包括加盟费和每月按营业额一定比例缴纳的权益金。分区域看，一线城市如北京、上海的加盟费是 40 万/年，二线城市 30-32 万/年，三线城市 22-25 万/年，四线城市是 18 万/年；分品牌看，国际早教品牌定位偏高端，加盟费约为 20-50 万/年，本土早教品牌定位中端的居多，加盟费约为 10-30 万/年。(2) 直营模式下，早教机构通过销售早教课程收取课程费。目前，国际早教品牌的客单价约为 200-300 元/节，本土早教品牌的客单价约为 100-200 元/节，每节课的时长约为 45-60 分钟。

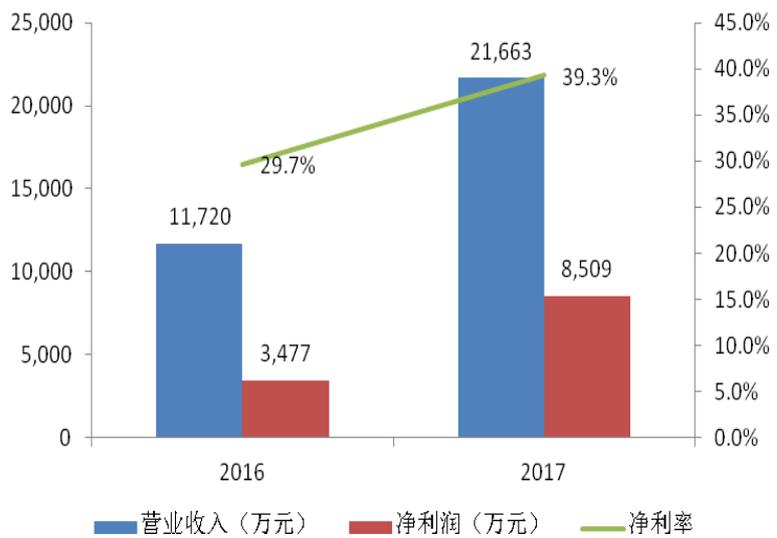
表 1 品牌早教机构比较

机构名称	国家	成立时间	门店数量	一线城市 门店数量	一线城市 占比 (%)	客单价 (元/节)	加盟费 (万/年)
金宝贝	美国	1976 年成立， 2003 年进入中国	435	北京 24+上海 22+广州 20+深圳 15	18.62%	250-300	
美吉姆	美国	1983 年成立， 2009 年进入中国	361	北京 27+上海 22+广州 10+深圳 6	18.01%	200-300	
悦宝园	美国	2004 年成立， 2009 年进入中国	235	北京 25+上海 19+深圳 2	19.57%	120-280	20-45 万
亲亲袋鼠	澳大利亚	1982 年成立， 2004 年进入中国	95	北京 2+上海 3+深圳 1	6.32%	120-250	25-40 万
红黄蓝 亲子园	中国	1998 年成立	1300	北京 37+上海 3+广州 4+ 深圳 3	3.62%	100-180	
东方爱婴	中国	1998 年成立	800	北京 7+上海 2+广州 6+ 深圳 3	2.25%	100-200	10-20 万
新爱婴	中国	2003 年成立	700	北京 1+上海 51+广州 26+深圳 10	12.57%	120-150	10-30 万
积木宝贝	中国	2010 年成立	200	北京 11+广州 1	6.00%	200	25 万

数据来源：互联网整理，公司官网，上海证券研究所

美杰姆作为国际早教龙头品牌，业绩快速增长。美杰姆 2016-2017 年营收分别为 1.17 亿元、2.17 亿元，同比增长 85.47%；利润总额分别为 4128 万元、1.08 亿元，同比增长 161.63%；净利润分别为 3477 万元、8509 万元，同比增长 144.72%；对应净利率分别为 29.7%、39.3%，2017 年盈利能力大幅提升。基于对早教市场发展前景及美杰姆的龙头地位考量，美杰姆承诺 2018-2020 年实现净利润分别不低于 1.80/2.38/2.90 亿元。

图 23 美杰姆历年营业收入及净利润情况（万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

四、盈利预测

假设如下：

(1) 公司原有制造业营收恢复增长，预计 2018-2020 年塑料管道制造装备营收增速分别为 10%、8%、6%，高端机床营收增速分别为 30%、20%、10%；楷德教育按照业绩承诺估算，预计 2018-2020 年教育咨询营收增速分别为 31%、23%、20%；

(2) 预计塑料管道制造装备毛利率延续下降趋势，高端机床毛利率小幅下降，教育咨询毛利率有所波动但仍然维持较高水平；

(3) 销售费用率和管理费用率稳步下降。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 2.10 亿元、2.41 亿元和 2.69 亿元，增速分别为 18.58%、14.61%和 11.76%；归属净利润分别为 2901 万元、3441 万元、4063 万元，增速分别为 60.95%、18.63%和 18.07%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.09、0.10 和 0.12 元，对应 PE 分别为 226.8、191.2 和 161.9 倍（按停牌前收盘价 19.49 元/股）。若考虑美杰姆成功收购并表，假设 2018 年并表 6 个月，按业绩承诺估算（持有比例为 70%），公司 2018-2020 年备考归属净利润分别为 0.92 亿元、2.01 亿元、2.44 亿元，增速分别为 401.40%、118.47%、21.20%，对应 EPS 分别为 0.27、0.60、0.72 元，对应 PE 分别为 71.5、32.7、27.0 倍（按停牌前收盘价 19.49 元/股）。公司是中植系下教育上市平台，已布局国际教育，并积极推进早教优质资产的并购整合，外延预期强烈。由于美杰姆收购事项尚未完成，暂不考虑美杰姆收购，首次覆盖，我们给予“谨慎增持”评级。

五、风险提示

(1) 并购失败风险：公司无法筹集足额资金导致交易失败或违约、美杰姆内部重组无法完成、交易审批存在不确定性等；

(2) 业务整合风险：公司涉及教育行业时间较短，原有制造业务与教育业务存在短期内无法整合或整合效果不佳的风险；

(3) 商誉减值风险：美杰姆若不能顺利完成业绩承诺，公司商誉将大幅减值；

(4) 早教政策风险：早教资质认定的配套办法和营利性教育机构的监管法规尚不明确，未来若出台相关行业政策不利于美杰姆业务发展，将对其生产经营造成不利影响；

(5) 市场竞争加剧风险等。

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	65	48	122	110
应收和预付款项	33	45	44	55
存货	97	141	128	168
其他流动资产	656	656	656	656
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	65	43	22	4
无形资产和开发支出	360	351	342	333
其他非流动资产	3	1	0	0
资产总计	1278	1285	1315	1327
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	129	124	138	132
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
负债合计	129	124	138	132
股本	338	338	338	338
资本公积	395	395	395	395
留存收益	413	426	442	461
归属母公司股东权益	1145	1159	1175	1194
少数股东权益	3	2	1	0
股东权益合计	1148	1161	1176	1194
负债和股东权益合计	1278	1285	1315	1327

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	34	-15	80	-4
投资活动产生现金流量	-290	12	12	12
融资活动产生现金流量	45	-15	-17	-20
现金流量净额	-213	-17	75	-12

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	177	210	241	269
营业成本	108	136	155	170
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	11	12	13	15
管理费用	38	38	42	46
财务费用	-1	2	2	2
资产减值损失	5	0	0	0
投资收益	14	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	27	19	25	33
营业外收支净额	1	14	14	14
利润总额	28	33	39	47
所得税	10	5	6	7
净利润	18	28	34	40
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	18	29	34	41

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	39.15%	35.04%	35.82%	36.73%
EBIT/销售收入	13.95%	15.42%	15.85%	16.65%
销售净利率	9.91%	13.45%	13.92%	14.70%
ROE	1.57%	2.50%	2.93%	3.40%
资产负债率	10.13%	9.68%	10.52%	9.98%
流动比率	6.57	7.15	6.87	7.47
速动比率	0.76	0.75	1.20	1.25
总资产周转率	0.14	0.16	0.18	0.20
应收账款周转率	8.52	7.57	8.63	7.85
存货周转率	1.12	0.97	1.21	1.01

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。