

公司研究/首次覆盖

2018年12月28日

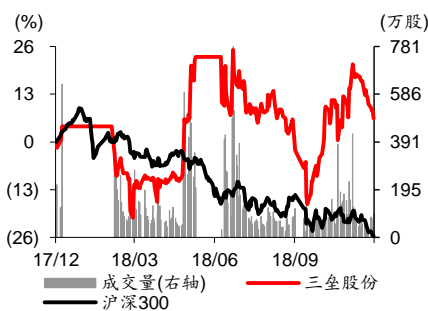
中小市值/中小市值II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 16.85
合理价格区间(元): 19.60~20.65

王莎莎 执业证书编号: S0570517090002
研究员 wangshasha@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

乘行业之风，A股早教龙头启航

三垒股份(002621)

乘行业之风，A股早教龙头启航

三垒股份通过收购国内早教头部品牌“美吉姆”的加盟业务运营主体，已成为A股第一家早教龙头公司。我们认为早教行业享受行业规模扩张和市场集中度不断提升双重红利，三垒股份作为龙头有望充分受益。我们预计公司2018-20年EPS为0.11/0.54/0.59元。首次覆盖给予“增持”评级。

三垒股份：持续布局教育产业，A股早教龙头诞生

三垒股份原主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床，2016年中植入主后开始逐渐向教育行业布局，收购了低龄留学语培机构楷德教育。2018年6月三垒股份公告拟通过新设子公司启星未来现金收购国内早教龙头品牌“美吉姆”的加盟运营主体美杰姆公司100%股权，交易对价33亿元，三垒股份认购启星未来70%股份。2016/17年美杰姆净利润为3556/8744万元，2018/19/20年承诺净利润为不低于1.80/2.38/2.90亿元。目前美杰姆转让工商登记已完成，三垒股份成为A股第一家布局早教的上市公司。

早教行业蓬勃发展，龙头格局初现

城镇化和家长教育意识觉醒共同推动了早教行业的蓬勃发展。据我们统计测算，2018年国内早教中心数量已达近2万家，行业产值达473亿元。全国早教平均渗透率按0-6岁群体测算为10.95%，仍有较大的提升空间；一、二、三、四五线城市0-6岁早教渗透率依次为25.21%、16.33%、8.16%、5.66%。我们测算前10大早教品牌合计市占率约为30%，金宝贝、红黄蓝和美吉姆的市场份额位居前三，分别为6.53%、6.09%、5.04%。

美吉姆：竞争优势突出，盈利能力较强

美吉姆1983年创立于美国，2009年进入中国后快速发展，截至2018年6月30日旗下早教中心已达389家。美吉姆在教学理念、课程体系、师资、服务标准、加盟商管控力和品牌知名度等方面居于行业领先地位。我们通过建立单店模型测算了美吉姆一线城市旗舰店和一线、二线、三线及以下城市标准店的盈利水平，加盟店净利率在21.56%-24.28%之间，直营店净利率在27.96%-31.54%之间。美杰姆2017年、2018年1-6月的净利率分别为40.38%、41.29%，可见总部加盟业务的盈利能力比直营店更强。

A股早教龙头，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计三垒股份2018-20年净利润为3828/18128/19923万元，EPS为0.11/0.54/0.59元。装备制造业务采用PB估值法，参考可比公司平均PB 2.19倍，合理市值约为24.63亿元。教育业务采用PE估值法，2019年可比公司平均PE为25.23倍，我们认为可给予教育业务2019年24-26倍PE，对应合理市值43.51-47.13亿元。加总合理市值为68.14-71.76亿元，对应合理股价19.60-20.65元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：人口出生率下降风险；扩张不达预期风险；行业政策风险；行业竞争加剧风险；加盟模式管理风险；商誉减值风险；筹资风险；偿债风险；业务整合风险；百度地图统计早教中心数量不准确风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	347.60
流通A股(百万股)	270.67
52周内股价区间(元)	12.56-19.80
总市值(百万元)	5,857
总资产(百万元)	1,387
每股净资产(元)	3.39

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	66.81	177.17	232.17	704.24	823.74
+/-%	(50.95)	165.17	31.04	203.33	16.97
归属母公司净利润(百万元)	10.05	18.35	38.28	181.28	199.23
+/-%	(81.81)	82.68	108.56	373.55	9.90
EPS(元, 最新摊薄)	0.03	0.05	0.11	0.54	0.59
PE(倍)	566.00	309.84	148.56	31.37	28.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

持续布局教育产业，A 股早教龙头诞生.....	4
中植入主，完成向教育产业转型	4
收购国内早教知名品牌美吉姆，A 股早教龙头诞生.....	6
早教行业蓬勃发展，龙头格局初现.....	8
城镇化和家长教育意识觉醒推动早教行业蓬勃发展	8
国内早教渗透率较低，仍有较大提升空间	12
品牌龙头格局初现，CR10 约为 30%.....	15
竞争优势突出，盈利能力较强.....	18
美吉姆是国内早教品牌龙头，定位高端.....	18
标准化运营，单店模型盈利水平较高	19
美杰姆主营加盟业务，盈利能力较直营更强	21
A 股早教龙头，首次覆盖给予“增持”评级	23
PE/PB - Bands	29
风险提示.....	30

图表目录

图表 1：三垒股份股权结构（截至 2018 年 7 月 10 日）	4
图表 2：2010-2018Q1-3 三垒股份营收及同比增速	5
图表 3：2010-2018Q1-3 三垒股份归母净利润及同比增速	5
图表 4：2010-2018Q1-3 三垒股份毛利率及净利率	5
图表 5：2010-2018Q1-3 三垒股份三项费用率	5
图表 6：2010-2018H1 三垒股份营收构成	5
图表 7：收购前美杰姆股权结构	6
图表 8：近四年早幼教相关上市公司并购案例收购 PE 比较	6
图表 9：三垒股份收购美杰姆交易节点、资金来源及支付节奏	7
图表 10：0-6 岁早幼教产业链.....	8
图表 11：中国早教行业发展的四个阶段	9
图表 12：1995-2018 年全国出生人口数及 0-3 岁、0-6 岁年龄段人口数估算值.....	10
图表 13：1998-2017 年全国城镇人口数、总人口数及城镇化率	10
图表 14：全国各省市早教中心分布情况	12
图表 15：全国各省分城市等级早教中心数量统计	12
图表 16：全国及各省城镇早教适龄人口、参培人数及渗透率.....	14
图表 17：全国及各省早教渗透率	14
图表 18：不同城市等级城镇早教参培人数及渗透率	15
图表 19：不同城市等级早教渗透率	15
图表 20：10 家代表性早教机构一览	16
图表 21：10 家代表性早教机构各级别城市分布情况（单位：家）	16

图表 22: 10 家代表性早教机构网点分布及市场份额测算	17
图表 23: 10 家代表性早教机构市场份额测算值	17
图表 24: 2010 年以来国内美吉姆早教中心数量快速增长	18
图表 25: 美吉姆门店内景	18
图表 26: 美吉姆欢动课教室及教具	18
图表 27: 美吉姆加盟店单店模型 (考虑加盟费和权益金)	20
图表 28: 美吉姆直营店单店模型	21
图表 29: 美杰姆模拟利润表	22
图表 30: 美杰姆模拟利润表关键比率	22
图表 31: 2018-2023 年美吉姆早教中心分城市等级新增数量预测	23
图表 32: 2018-2023 年美吉姆早教中心年初、新增、闭店、年底数量预测	23
图表 33: 2018-2023 年美杰姆加盟费收入预测	23
图表 34: 2018-2023 年美杰姆权益金收入预测	24
图表 35: 2018-2023 年美杰姆商品销售收入预测	25
图表 36: 2018-2023 年美杰姆其他服务收入预测	25
图表 37: 2018-2023 年美杰姆两家直营中心收入预测	26
图表 38: 2018-2023 年美杰姆营业收入预测	26
图表 39: 2018-2023 年美杰姆营业成本预测	27
图表 40: 三垒股份分业务收入成本预测	28
图表 41: 塑料制造装备可比公司 PB 平均值测算	29
图表 42: 可比公司盈利预测表	29
图表 43: 三垒股份历史 PE-Bands	29
图表 44: 三垒股份历史 PB-Bands	29

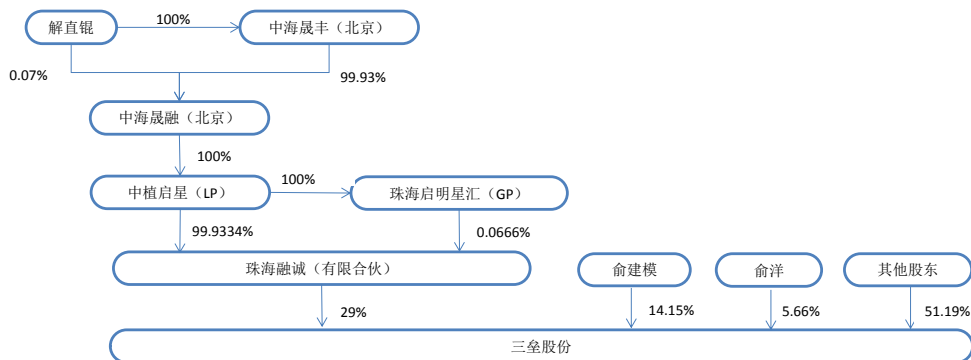
持续布局教育产业，A 股早教龙头诞生

中植入主，完成向教育产业转型

三垒股份 2003 年成立于辽宁大连，2011 年上市，原主营业务为塑料管道成套制造装备及五轴高端机床。公司是国内双壁波纹管制造装备领军企业，2012 年开始投资高端机床项目，并研发出国际领先的 3D 增减材复合五轴数控机床。受制造业需求不振影响，2011-2016 年公司业绩出现下滑，因此寻求转型。

2016 年 11 月，三垒股份控股股东俞建模及其一致行动人俞洋将 2952 万股股份（占总股本 13.12%）转让给中植旗下的珠海融诚，同时将另外持有的占总股本 15.88% 的股份所对应的表决权不可撤销地委托给珠海融诚。至此珠海融诚共拥有上市公司 29% 的表决权，成为控股股东，实际控制人为解直锟。2017 年 2 月和 2018 年 1 月，俞建模及俞洋分别将占总股本 9.84% 和 6.04% 的已委托表决权股份转让给珠海融诚，至此珠海融诚直接持有上市公司 29% 的股份。三次股份转让的价格分别为每股 40.65 元、40.64 元、34.34 元，珠海融诚合计支付总价款 28 亿元，除权后受让均价为 28.61 元/股。

图表1：三垒股份股权结构（截至 2018 年 7 月 10 日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2018 年 1 月 10 日，三垒股份向包括高管、核心管理人员、核心技术（业务）人员、骨干员工在内的 19 名激励对象授予限制性股票 1009.5 万股，授予价格为 8.25 元/股。本次授予限制性股票定向增发股份于 2018 年 9 月 11 日上市。2018 年 7 月，三垒股份披露珠海融诚将在 12 个月内继续增持约占公司总股本 1% 的股份。截至 2018 年 11 月 16 日，珠海融诚、俞建模、俞洋持有的上市公司股份分别占总股本的 29.13%、13.74%、5.49%。

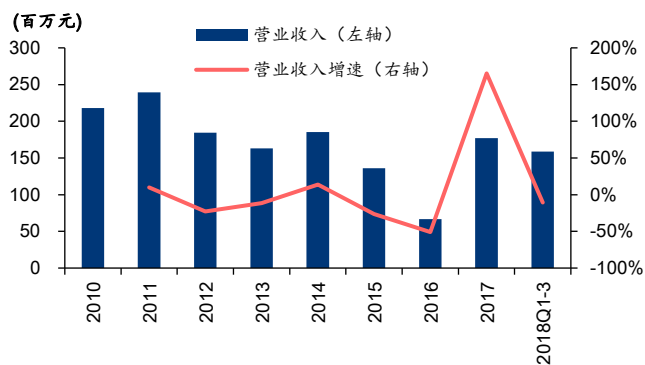
中植入主后三垒股份开始逐渐向教育行业布局。2017 年 2 月公司以 3 亿元自有资金全资收购低龄留学语言培训机构楷德教育，后者主要面向高中生、初中生、以及小学高年级学生提供 SAT、SSAT、托福、ACT 等小班培训课程。楷德教育 2017-2019 年业绩承诺分别为净利润不低于 2000 万元、2600 万元、3200 万元。2017 年楷德教育实现营收 5684 万元，净利润 2288 万元。

2017 年 2 月，三垒股份公告拟以自有资金 1.1 亿元设立珠海启星未来教育基金管理有限公司、珠海启星百年树人教育基金管理有限公司和北京三垒企业管理有限公司，目的是推动教育业务的整合并购。2017 年三垒股份已完成这三家子公司的设立。

2017 年 10 月，公司出售旗下 3D 打印子公司大连神航 80% 股权，获得 46 万元现金，已向教育业务进一步聚焦。

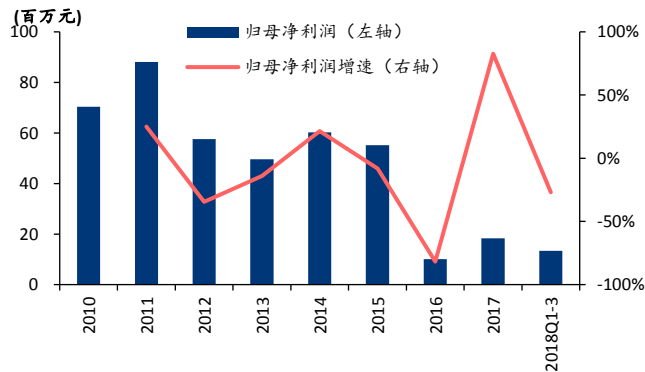
公司向教育业务的转型已经在财务上初见成效。2017 年公司实现收入 1.77 亿元，YOY+165.17%；实现归母净利润 1835 万元，YOY+145.07%。2017 年教育咨询业务收入比重已达 32%。

图表2： 2010-2018Q1-3 三垒股份营收及同比增速



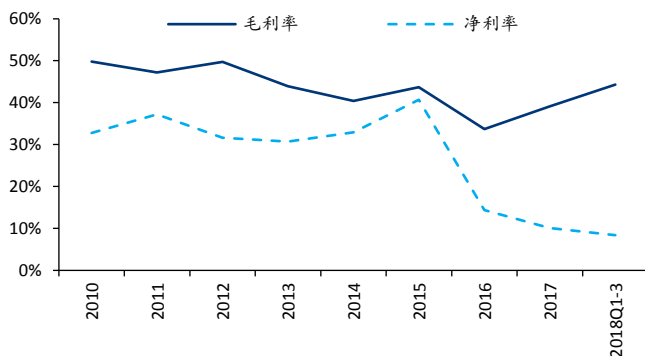
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 2010-2018Q1-3 三垒股份归母净利润及同比增速



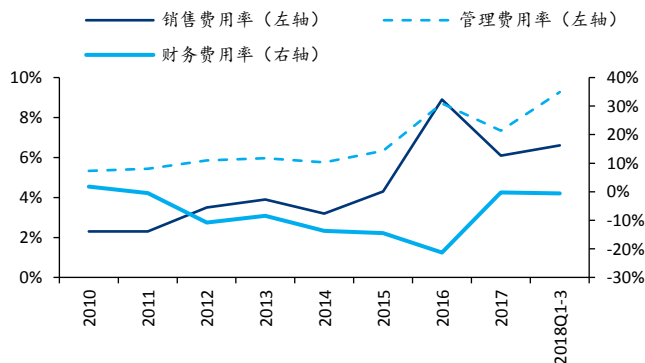
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 2010-2018Q1-3 三垒股份毛利率及净利率



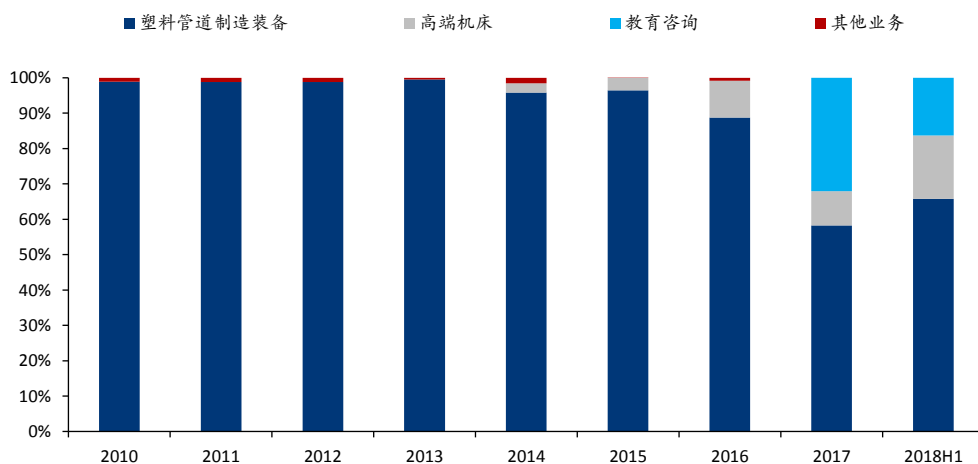
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 2010-2018Q1-3 三垒股份三项费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 2010-2018H1 三垒股份营收构成

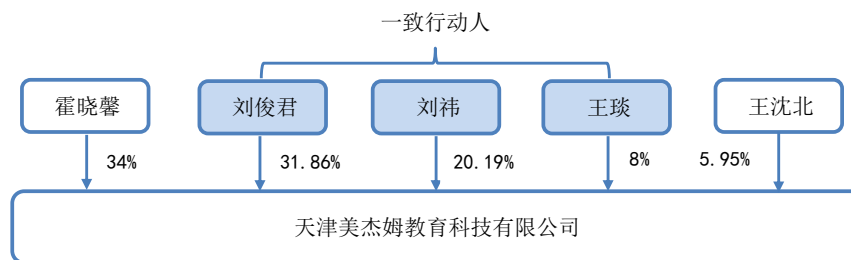


资料来源：Wind、华泰证券研究所

收购国内早教知名品牌美杰姆，A 股早教龙头诞生

2018 年 10 月 26 日，三垒股份、三垒股份控股子公司启星未来与美杰姆原股东（交易对方）签署《收购协议》，约定启星未来以现金 33 亿元购买美杰姆 100% 股权。美杰姆全称“天津美杰姆教育科技有限公司”，是国内知名早教品牌“美吉姆”的业务运营主体。启星未来全称“启星未来（天津）教育咨询有限公司”，是三垒股份为本次收购专门设立的收购主体，其收购资金的 70%（23.1 亿元）来源于三垒股份，30%（9.9 亿元）来源于其他股东。美杰姆原股东为五位自然人。其中一致行动人刘俊君、刘祎、王琰分别持有美杰姆 31.86%、20.19%、8% 股权，合计持股比例为 60.05%，为控股股东及实际控制人；霍晓馨、王沈北分别持有美杰姆 34%、5.95% 股权。

图表7：收购前美杰姆股权结构



资料来源：三垒股份公告、华泰证券研究所

按照《收购报告书草案》中的预测，美杰姆 2018 年预测净利润为 1.78 亿元，33 亿元收购估值对应 2018 年预测业绩的 PE 为 18.63 倍，早教行业可比交易平均收购 PE 为 16.48 倍（见下表），我们认为本次交易估值具有一定的合理性。

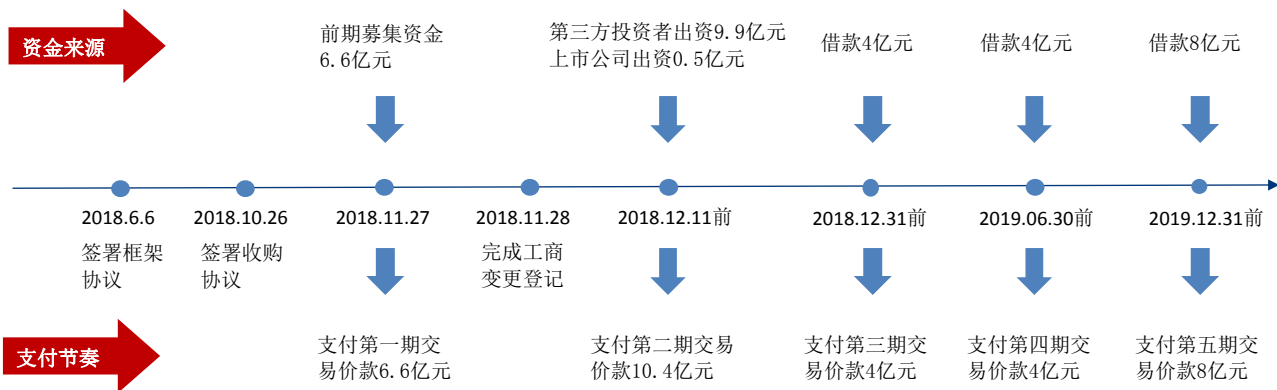
图表8：近四年早教相关上市公司并购案例收购 PE 比较

案例名称	基准日	收购股权比例	100%股权评估价 (万元)	交易价格 (万元)	首年预测净利润/ 首年业绩 承诺 (万元)	收购 PE (评估价/首年预测 或承诺业绩)
威创股份收购红缨教育	2014/12/31	100.00%	52,040.00	51,999.84	3,300.00	15.77
威创股份收购金色摇篮	2015/7/31	100%	87,538.19	85,700.00	5,300.00	16.52
盛通股份收购乐博教育	2015/12/31	100%	43,005.44	43,000.00	2,289.02	18.79
秀强股份收购江苏童梦	2016/10/31	65.27%	27,466.02	17,850.69	1,800.00	15.26
威创股份收购可儿教育	2017/5/31	70%	55,061.50	38,500.00	3,846.00	14.32
电光科技收购爱乐祺	2017/6/30	27.79%	30,996.76	8,614.00	1,700.00	18.23
平均 PE						16.48
三垒股份收购美杰姆	2018/6/30	100%	330,835.78	330,000.00	17,756.53	18.63

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

本次交易构成重大资产重组。由于采用纯现金形式，不涉及增发股份，不需要中国证监会审核，不改变上市公司总股本。

截至 2018 年三季度末，三垒股份共有货币及理财资金 7.2 亿元，拟使用其中的前次募集资金余额约 6.60 亿元、自有资金约 0.50 亿元，以及关联方借款或银行借款约 16 亿元，共计 23.1 亿元增资启星未来，用于本次收购。三垒股份关联方珠海融远和第三方公司大连佳兆业作为其他股东，分别向启星未来增资 5.00 亿元和 4.90 亿元，合计 9.9 亿元，用于本次收购。具体交易节点、资金来源及支付节奏如下：

图表9：三垒股份收购美杰姆交易节点、资金来源及支付节奏


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

美杰姆于2013年8月由五位自然人股东共同设立，主要以“美吉姆”品牌从事早教中心的直营和加盟业务。本次交易前美杰姆已经进行了一系列的内部重组，包括将除两家直营店（北京合生汇和沈阳恒隆）之外的60家直营中心转让给交易对方控制的公司，以及收购交易对方旗下公司MEGA所拥有的“美吉姆”品牌知识产权等。重组完成后美杰姆拥有“美吉姆”品牌全部加盟业务、两家直营中心和“美吉姆”品牌亚太区域的商标及永久免费独家授权（包括业务运营权利、课程使用及持续更新权利）等知识产权，这些构成本次交易的资产范围。

美杰姆将60家直营中心剥离的主要原因是部分直营中心在组织架构、授权审批流程、运营管理等内部控制方面不够规范，达不到上市公司对子公司管理的要求。为避免同业竞争，交易对方将其控制的直营中心控股公司股权交由美杰姆托管，并承诺在三年内将上述直营中心转让予上市公司或其控制的主体，或者无关联关系的第三方。

2016、2017年、2018年1-6月美杰姆的营业收入分别12,015.38万元、21,655.50万元和14,965.28万元，净利润分别为3,556.43万元、8,744.34万元和6,179.71万元。以上财务数据假设美杰姆已于2016年1月1日完成前述重组（包括直营中心剥离和收购知识产权）。

交易对方承诺美杰姆2018、2019、2020年扣非后归母净利润分别不低于1.80、2.38、2.90亿元。若未完成承诺业绩，交易对方按照未完成比例以交易价款进行业绩补偿；若超额完成承诺业绩，美杰姆核心管理人员可获得超额部分的30%作为奖励（不得超过本次交易价格的20%）。

根据《收购协议》，交易对方应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%（“股票增持价款”）用于增持三垒股份股票，且增持股票数量不应超过全部股票增持完成时三垒股份总股本的18%（实际增持金额为前后两个条件下增持金额的较小值）；2019年3月31日前应完成前述股票增持价款的40%。交易对方增持的股票，在2018、2019、2020年业绩承诺期满且完成补偿（如适用）的情况下，将分别解锁40%、30%、30%。

本次交易完成后，美杰姆将成为上市公司间接控股子公司。并表后，教育板块将成为公司50%以上的收入来源和80%以上的利润来源。《收购报告书草案》披露，本次交易完成后，上市公司将继续保持教育、制造业双主业经营发展战略，暂不存在置出原主业的计划。

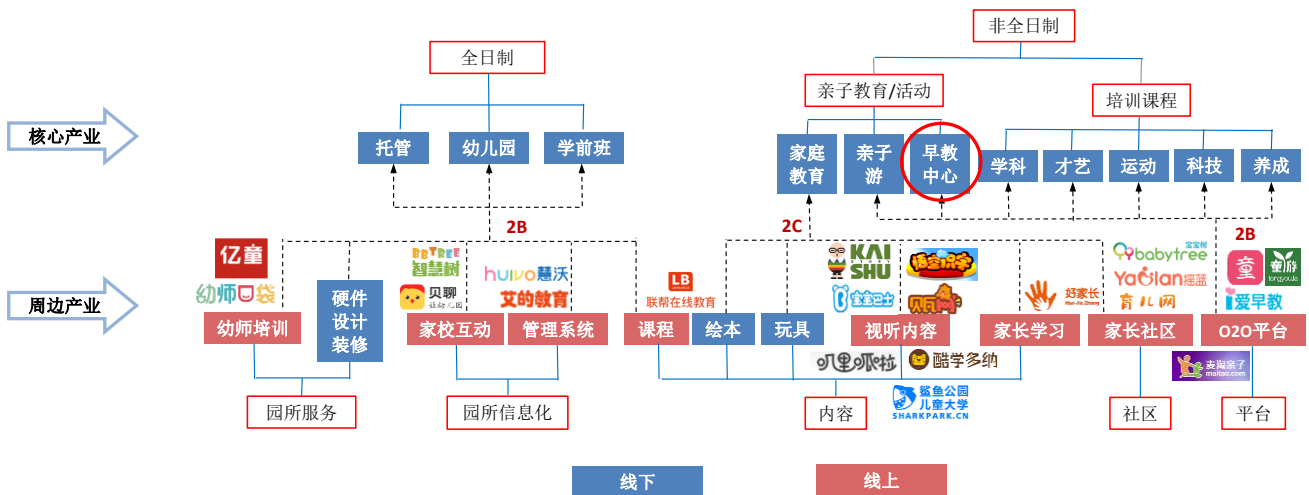
早教行业蓬勃发展，龙头格局初现

城镇化和家长教育意识觉醒推动早教行业蓬勃发展

早教行业是早幼教行业的一个细分领域。早教泛指为 0-6 岁儿童提供的学前教育服务。按照年龄段来划分，早教可以分为早教（0-3 岁）和幼教（3-6 岁）两大阶段。按照服务形态来划分，早教可分为全日制和非全日制两大类。其中全日制包括托管（0-3 岁）、幼儿园（3-6 岁）和学前班（5-6 岁）三类；非全日制主要包括亲子教育/活动和幼儿课程（3-6 岁为主）两大类，其中亲子教育/活动又包括家庭教育（0-6 岁）、亲子游（0-6 岁）和早教中心（0-3 岁为主）三大场景。随着行业发展，早幼教行业在上述核心产业的基础上，又发展出了为核心产业提供支持和服务的周边产业，近年来各类互联网产品也蓬勃发展，早幼教产业链正在日渐丰富完善。

广义的早教泛指为 0-3 岁婴幼儿提供的一切教育服务。狭义的早教，即我们通常所说的早教行业，仅包括以非全日制培训课程为主要服务形式的早教机构（也称早教中心），以服务 0-3 岁婴幼儿群体为主，少量课程也服务于 3-6 岁儿童。与托管主要解决婴幼儿托育需求不同，早教机构主打亲子课程，主要解决家长对于婴幼儿的教育需求。因此家长对于婴幼儿教育的必要性和方法的理解，是构成早教行业需求的核心要素。家长对早教必要性和效果的认同度越高，早教行业的刚需程度就越高。

图 10：0-6 岁早幼教产业链

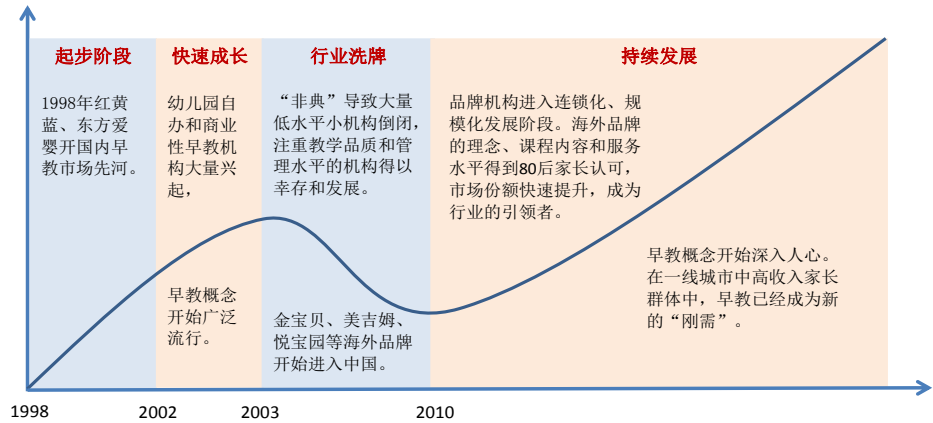


资料来源：各品牌官网、华泰证券研究所

早教起源于西方国家，以社区为主要模式。早教起源于 20 世纪 60 年代。当时美国心理学家、教育家布鲁姆关于儿童早期智力发展的研究产生了广泛的影响力，美国、苏联、日本等国都将加强儿童早期智力开发作为教育改革的重要内容之一。80 年代开始，随着理论不断完善，西方国家逐步完成了早教目标从“智育为中心”到“整体发展”的转变，更加注重儿童社会性和情感方面的培养。经过几十年的发展，当今西方国家早教的主要模式是社区化早教，即以社区为基础建立各类儿童活动中心、儿童博物馆、图书馆等，举办各类亲子活动及家长课堂，具有开放性、地域性、非正规性和综合性等特点。另外由于西方国家普遍没有老人带孩子的习俗，解决父母托育需求的各类婴幼儿托育机构也较为发达。

中国早教走出了不同于西方的特色之路。与西方国家相比，中国早教行业的发展历程较短，但发展速度较快，且具有较为突出的中国特色。一方面，中国社区文化不发达，难以复制西方式的社区早教模式，更多以家庭购买课程服务这一市场化方式来解决早教需求；另一方面，社会上对于儿童情感、社会能力发展缺少足够的认识和经验，也缺乏相应的人才，同时家长在教育理念上更注重孩子的技能提升，因此早教的内容更侧重于感知和运动能力的培养，以运动、艺术、思维认知和语言类课程为主。大体上讲，国内早教行业的发展经历了如下四个阶段：

图表11：中国早教行业发展的四个阶段



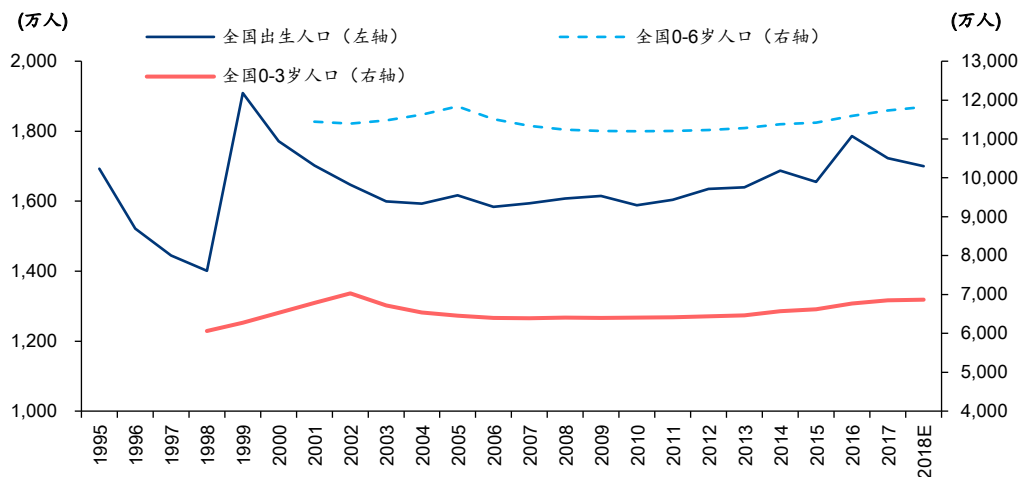
资料来源：Wind、华泰证券研究所

城镇化和家长教育意识觉醒推动早教行业蓬勃发展。1998年红黄蓝在北京开办了全国第一家早教中心。经过20年的发展，到2018年10月全国早教中心数量已达19782家（据百度地图搜索统计）。中国早教行业的发展如此迅猛，我们认为与城镇化带来的目标人口基数扩大和家长的受教育意识觉醒有密切关系。

1998-2003年，全国出生人口数先升后降，之后较长时间稳定在1600万人左右，2011年以来随着生育政策逐渐放开有所回升，2016年和2017年分别为1786万人和1723万人。0-3岁和0-6岁人口数趋势总体上比较平稳，近年来稳中有升，因此全国早教适龄儿童总数并没有快速增加的趋势。但从人口的城镇化趋势来看，1998-2017年，全国城镇人口占总人口比重从33.35%提升到58.52%，城镇人口总数接近翻倍，相应地城镇早教适龄儿童总数也应有大幅度的增长。我们认为城镇化带来的目标人口基数扩大是早教行业发展的驱动力之一。

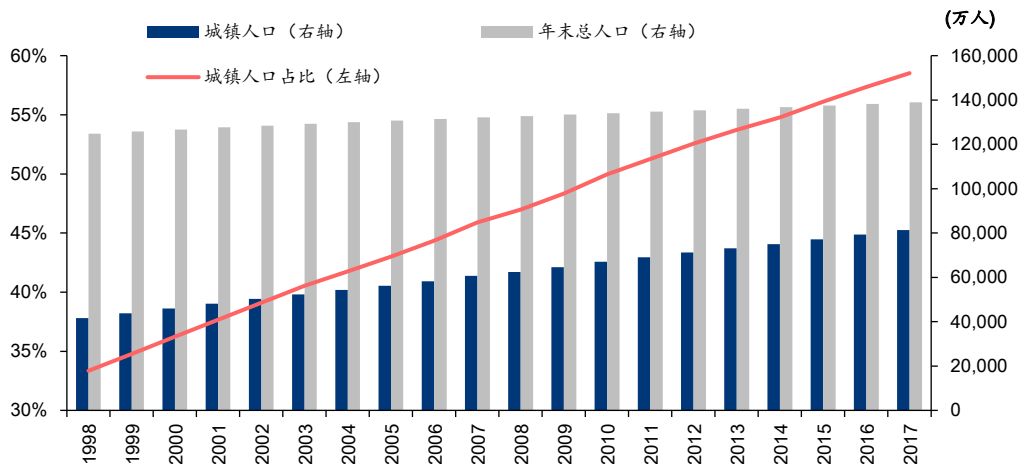
另外，随着家长受教育水平和收入水平的提升，以及社会竞争导致的家长教育焦虑感的提升，早教的重要性越来越得到家长认同。家长经历了从“不知道早教是什么”，到“考虑上不上早教”，再到“考虑上哪个品牌的早教”的认知转变。尤其在一线城市，早教班已经越来越成为儿童教育中的“标配”，这一点在下一节的渗透率测算中可以得到体现。家长教育意识觉醒构成了早教行业发展的又一驱动力。

图表12： 1995-2018年全国出生人口数及0-3岁、0-6岁年龄段人口数估算值



注：0-3岁、0-6岁人口数为出生人口数累计值，分别累计前4年、前7年出生人口数，即考虑周岁。未考虑死亡率。资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 1998-2017年全国城镇人口数、总人口数及城镇化率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

政策约束较少，行业标准尚未建立。我国尚未将0-3岁早教列入国民教育体系，在政策方面没有针对性的法律法规和规范性政策，仅有少量文件提出支持性和探索性的建议。2001年国务院发布《中国儿童发展纲要(2011-2020年)》，首次提出发展0-3岁早期教育；2010年国务院通过的《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》将学前教育从基础教育中分离出来，独立纳入国民教育体系，并再次提出重视0至3岁婴幼儿教育。2012年5月教育部发布《开展0-3岁儿童早期教育试点工作有关事项的通知》，提出将发展0-3岁儿童早期教育列入当地教育发展总体规划，以发展公益性婴幼儿早期教育服务为目标进行试点探索；2016年2月，教育部基础教育二司发布《2016年工作要点》，提出要大力发展普惠性早期教育，推进国家早期教育改革发展实验区建设。特别值得一提的是，2018年11月国务院出台《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，规定营利性幼儿园不得上市，引发市场对于学前教育领域投资前景的担忧。事实上这一文件的规范对象是面向3-6岁儿童的幼儿园，并不涉及0-3岁早教阶段以及非全日制的社会培训。0-3岁早教目前仍然没有针对性的法律规范约束。

目前全国绝大多数早教机构只在工商部门注册，不需要教育部门审批或备案，因此不受教育部门监管，也没有国家认定的行业标准或规范。由于0-3岁早教以非全日制的亲子课程形式为主，安全性高，且属于家长自愿的可选教育消费，我们认为短期内受政策约束的概率较小。

行业进入门槛低，但运营较难。由于早教行业没有严格的准入标准，同时预收费模式使得现金回收期较短，因此行业的进入门槛较低，行业内长期存在着大量的中小微型早教机构。但与此同时，早教机构的运营难度较高，课程质量、师资、人员管理、现金流等方面一旦出现问题，就会影响机构运营的可持续性，甚至出现“跑路”现象。许多中小微型早教机构由于运营水平不足，抵抗风险和竞争的能力较差，生命期往往较短。

具体来讲，早教机构的运营难点主要在于以下几个方面：

(1) 消课难，续报率低。早幼教阶段缺少明确具体的教育目标，更多为体验导向而非结果导向，课程进阶性弱（即缺课不会导致跟不上进度），因此缺少硬约束，消课易受各种随机因素如交通、天气、身体、家庭活动等因素的影响，导致消课率较低，进而造成退费 and 续报难，影响收入的可持续性。

(2) 内容研发难。早教是非常专业的教育领域，涉及教育学、心理学、脑科学、运动科学、医学等多个学科门类。我国早教行业发展时间较短，缺少深厚的理论积淀和人才积累，内容研发力量普遍较弱，课程水平参差不齐，同质化程度较高。

(3) 师资和管理人才缺乏。我国开设早期教育专业的大专院校数量较少，早教行业师资大多由文科背景的本、专科毕业生经过培训而来，很多小机构的老师甚至没有正规的大学文凭和教学经验。管理人员也大多缺少专业背景。虽然早教机构的课程对于教师水平的依赖程度没有 K12 课程那么高，但师资水平仍然是家长选择早教品牌的一个重要的考虑因素。

(4) 可持续的规模化扩张较难。早教行业虽然进入门槛很低，但是规模化门槛却很高。早教机构一旦进入跨区域规模化扩张阶段，人员管理复杂度、质量控制难度、各种规范化带来的成本都会迅速上升，此时需要在课程、服务、管理方面都做到标准化，来克服规模化带来的困难，同时还要保持发展速度的可控。行业中的龙头机构都是跨越了规模化发展的门槛，进入到品牌化发展的新阶段。

龙头机构在内容研发、品牌、人才、规模方面形成壁垒。

(1) 内容研发壁垒：如前所述，早教行业的内容研发需要积累丰富的理论知识和经验，并将理论、经验与实际相结合，因地制宜、因材施教地制定培训计划和课程内容，内容研发和迭代的周期往往较长。国内较成功的早教龙头机构在内容研发上大致有两种类型：一类是直接引进国外优秀的课程内容到国内，并进行一定的本土化，如美吉姆、金宝贝等；一类是进入市场较早的机构基于国内需求自主研发内容，积累时间较长，也有较高的水平和市场认可度，如红黄蓝、东方爱婴等。内容研发能力是早教机构形成长期竞争力的先决条件。

(2) 品牌壁垒：品牌是一家早教机构课程、师资、环境、规模、口碑等方面水平的综合体现，也是家长选择早教机构时最主要的考虑因素。维系品牌需要在内容质量、服务水平、广告营销等方面进行长期大量的投入。品牌是早教机构构建长期竞争力的核心要素。

(3) 人才壁垒：如前所述，我国早教领域人才较为稀缺，高学历、高素质的师资成本也较高。头部品牌通过高薪资和良好的教师培养和激励机制，掌握了优秀教师资源，在同行中形成壁垒。

(4) 规模壁垒：早教行业有一定的规模效应。通过标准化的连锁经营可以摊薄内容研发成本，降低运营成本，获得规模收益。而规模化经营要求机构具备一定的资金实力和良好的管理运营能力。已规模化的龙头机构相对于中小机构有较强的规模优势。

国内早教渗透率较低，仍有较大提升空间

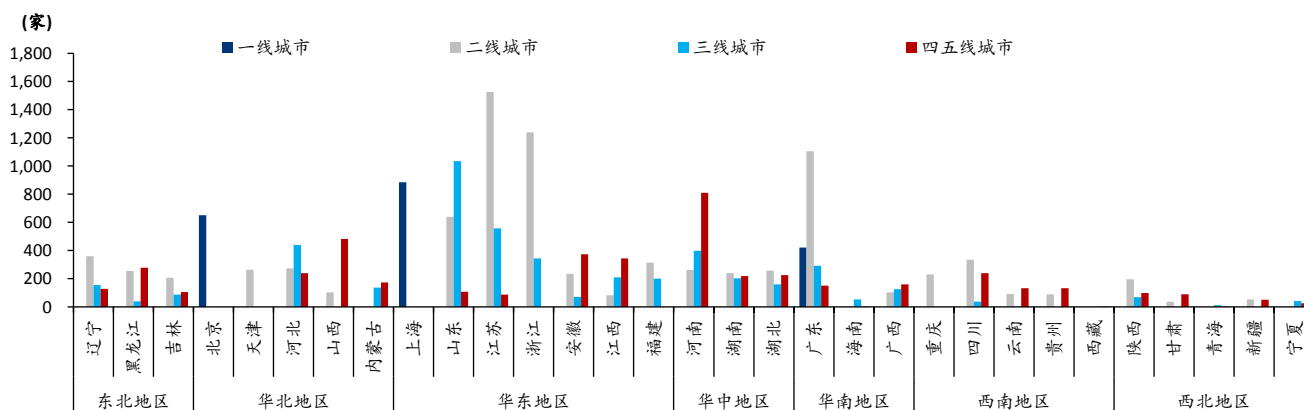
全国早教中心分布特点：东部沿海为主，华东最多，一、二、三线城市梯度分布。我们根据百度地图 2018 年 10 月的搜索结果，将全国各省市早教中心的数量进行了统计，发现如下规律：(1) 从地理区划的角度来看，全国早教中心分布以东部沿海地区为主，其中华东地区数量最多，西部地区整体偏少。(2) 从不同等级城市的早教中心密度来看，一线城市早教中心最为密集，北京、上海两市的早教中心数量与很多省份全省的数量相当；二线城市密度次之，然后依次是三线和四、五线城市。(3) 从省内分布来看，不同省份分城市等级的分布情况差异较大。山东、江苏、浙江和广东由于二三线城市较多，二三线城市的早教中心数量显著高于四五线城市；山西、河南由于四五线城市较多，四五线城市的早教中心数量显著高于二三线城市。

图表14： 全国各省市早教中心分布情况



资料来源：百度地图，华泰证券研究所

图表15： 全国各省分城市等级早教中心数量统计



资料来源：百度地图，华泰证券研究所

基于以上全国早教中心分布数据，我们对全国各省（内地省级行政单位，不含港、澳、台）及全国一、二、三、四五线及以下城市的早教渗透率分别进行了测算。测算过程如下：

（一）城镇早教适龄人口测算

关键假设：（1）由于农村早教意识较弱，环境条件也不适合早教中心这一商业模式，我们假设0-6岁城镇人口为早教目标人群，且由于早教主要服务对象为0-3岁未上幼儿园的婴幼儿，我们也用相同测算逻辑对0-3岁城镇人口数量进行了计算。（2）假设2018年城镇0-6岁与0-3岁人口数与2017年持平，这样可以与早教中心分布数据（2018年10月统计）进行匹配计算出渗透率。（3）2010-2017年中不同年龄层的幼儿数量占各省总人数的比例变化幅度相同。（4）各省内不同城市的人口年龄结构相同，均与全省平均水平一致。

测算逻辑：由于2017年官方数据缺乏对全国及各省市城镇0-6岁及0-3岁人口数的统计，我们结合2010年第六次人口普查数据和2017年人口抽样调查数据来进行间接测算。具体测算步骤如下：

（1）根据国家统计局公布的2017年人口抽样调查数据，我们可以得到各省总人口数量以及6岁以上（含6周岁）人口数量，可进一步推算出6岁以下（不含6周岁）人口数量及其占各省总人口的比例。

（2）根据2010-2017年不同年龄层的幼儿数量占各省总人口比例变化幅度相同这一假设，设计以下两个公式：某省2017年0-6岁人口占总人口比例 = (2017年0-5岁人口占比 - 2010年0-5岁人口占比) / 6 + 2010年0-6岁人口占比；某省2017年0-3岁人口占总人口比例 = (2017年0-5岁人口占比 - 2010年0-5岁人口占比) / 4 + 2010年0-3岁人口占比。

（3）将2017年国家统计局公布的各省城镇人口总数与2017年0-6岁及0-3岁人口数量占比分别相乘得到2017年各省城镇0-6岁及0-3岁早教适龄人口总数。

（4）对31个省的所有城市进行等级划分，得到一线、二线、三线、四五线及以下城市分类。

（5）将各省2017年国民经济与社会发展统计公报公布的各城市城镇人口总数与2017年该城市所在省份的0-6岁及0-3岁人口数量占比相乘得到该城市城镇早教适龄人口数，再按照城市等级进行分类汇总，得到2017年全国不同城市等级0-6岁及0-3岁城镇早教适龄人口数量。

（二）参培人数与渗透率测算

关键假设：根据我们对早教行业的调研，假设一线、二线、三线和四五线及以下城市的单个早教中心会员数量分别为600人、400人、300人和300人。

测算逻辑：（1）根据前面得到的2018年全国各城市早教中心分布数据，与假设的单店会员数相乘，可得各城市的早教参培人数，进而可推算出2018年各省的早教参培人数和一线、二线、三线、四五线城市及以下的早教参培人数。（2）根据各省和各城市等级的早教参培人数及对应的城镇适龄人口数，可测算出各省和各城市等级的早教渗透率。

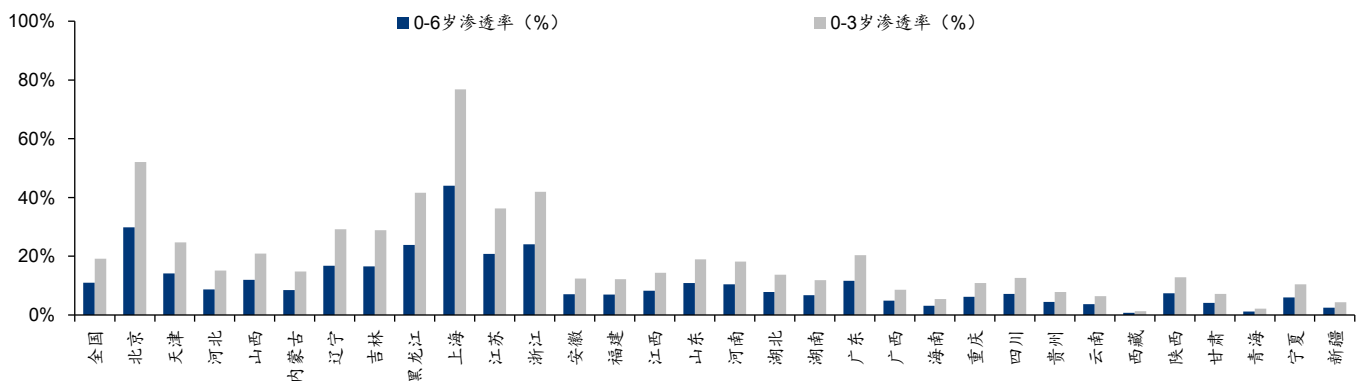
我们测算的最终结果如下：

图表16： 全国及各省城镇早教适龄人口、参培人数及渗透率

	0-6岁人口 占比	0-6岁人口 数(万人)	0-3岁人口 占比	0-3岁人口 数(万人)	早教机构 数量	参培人数 (万人)	0-6岁 渗透率	0-3岁 渗透率
全国	8.28%	6733.808	4.74%	3856.025	19782	737.07	10.95%	19.11%
北京	6.97%	130.7938	3.99%	74.92695	650	39	29.82%	52.05%
天津	5.78%	74.67163	3.31%	42.79862	264	10.56	14.14%	24.67%
河北	8.72%	360.865	5.00%	206.6222	953	31.32	8.68%	15.16%
山西	7.32%	155.3303	4.19%	88.97246	585	18.57	11.96%	20.87%
内蒙古	7.02%	110.1154	4.02%	63.07989	311	9.33	8.47%	14.79%
辽宁	4.63%	136.5537	2.66%	78.32556	642	22.85	16.73%	29.17%
吉林	5.56%	85.13578	3.19%	48.80201	400	14.07	16.53%	28.83%
黑龙江	3.68%	82.73472	2.11%	47.50203	573	19.75	23.87%	41.58%
上海	5.66%	120.4222	3.24%	69.02543	884	53.04	44.05%	76.84%
江苏	7.00%	386.2502	4.01%	221.2665	2170	80.36	20.81%	36.32%
浙江	6.48%	249.2592	3.71%	142.8185	1582	59.85	24.01%	41.91%
安徽	9.55%	319.5969	5.47%	182.9614	678	22.68	7.10%	12.40%
福建	10.53%	266.9569	6.03%	152.8002	515	18.59	6.96%	12.17%
江西	9.56%	241.1931	5.47%	138.077	635	19.87	8.24%	14.39%
山东	9.12%	553.0859	5.22%	316.6552	1783	59.88	10.83%	18.91%
河南	9.37%	449.2054	5.36%	257.1683	1470	46.72	10.40%	18.17%
湖北	7.98%	279.3145	4.57%	159.9583	644	21.9	7.84%	13.69%
湖南	8.76%	328.1052	5.01%	187.8634	663	22.28	6.79%	11.86%
广东	9.11%	710.9015	5.22%	407.0096	1968	82.72	11.64%	20.32%
广西	10.74%	258.2032	6.15%	147.7851	389	12.71	4.92%	8.60%
海南	9.67%	51.97635	5.54%	29.7545	54	1.62	3.12%	5.44%
重庆	7.51%	147.9939	4.30%	84.76499	230	9.2	6.22%	10.85%
四川	7.10%	299.4737	4.07%	171.5495	610	21.64	7.23%	12.61%
贵州	10.28%	169.3545	5.88%	96.93875	223	7.59	4.48%	7.83%
云南	9.28%	207.9684	5.31%	119.0632	225	7.66	3.68%	6.43%
西藏	12.03%	12.52934	6.88%	7.170038	3	0.09	0.72%	1.26%
陕西	8.04%	175.1716	4.61%	100.3159	365	12.91	7.37%	12.87%
甘肃	8.40%	102.3713	4.81%	58.61967	127	4.19	4.09%	7.15%
青海	10.02%	31.80421	5.73%	18.20559	13	0.39	1.23%	2.14%
宁夏	8.60%	34.00529	4.93%	19.47113	68	2.04	6.00%	10.48%
新疆	12.27%	148.1519	7.02%	84.77894	105	3.69	2.49%	4.35%

资料来源：国家统计局，各省市经济与社会发展公报，华泰证券研究所

图表17： 全国及各省早教渗透率



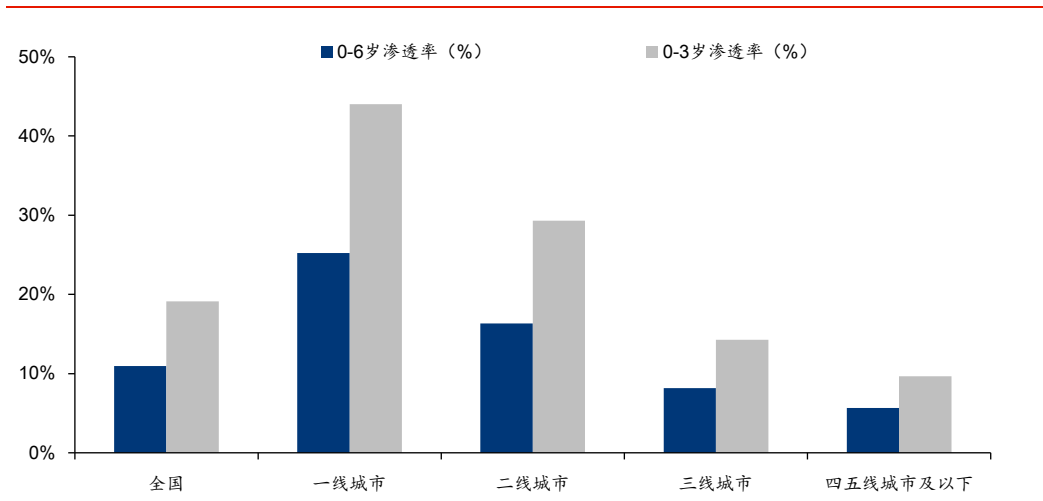
资料来源：国家统计局，各省市经济与社会发展公报，华泰证券研究所

图表18：不同城市等级城镇早教参培人数及渗透率

	0-6 岁人口 占比	0-6 岁人口 数量 (万人)	0-3 岁人口 占比	0-3 岁人口 数量 (万人)	早教机 构数量	参培人数 (万人)	0-6 岁 渗透率	0-3 岁 渗透率
全国	8.28%	6733.81	4.74%	3856.03	19782	737.07	10.95%	19.11%
一线城市	7.32%	465.34	4.20%	266.54	1955	117.30	25.21%	44.01%
二线城市	7.91%	2080.55	4.41%	1160.37	8496	339.84	16.33%	29.29%
三线城市	8.39%	1719.48	4.80%	983.24	4675	140.25	8.16%	14.26%
四五线城市及以下	8.75%	2468.44	5.13%	1445.87	4656	139.68	5.66%	9.66%

资料来源：国家统计局，各省市经济与社会发展公报，华泰证券研究所

图表19：不同城市等级早教渗透率



资料来源：国家统计局，各省市经济与社会发展公报，华泰证券研究所

根据以上测算我们得到如下结论：

(1) 从全国范围来看，早教渗透率较低，仍有较大的提升空间。全国早教中心机构共有19872家，2018年参培人数为737.07万人，0-6岁平均渗透率为10.95%，0-3岁平均渗透率为19.11%。而一线城市0-6岁、0-3岁平均渗透率分别为25.21%、44.01%。如果以一线城市水平作为参照，全国早教渗透率仍有较大的提升空间。

(2) 各省（包括直辖市）之间渗透率差异较大。上海最高，0-6岁及0-3岁渗透率分别为44.05%和76.84%；北京次之，0-6岁及0-3岁渗透率分别为29.82%和52.05%；然后依次是浙江、黑龙江和江苏，0-6岁及0-3岁渗透率均分别高于20%和35%；西南地区和西北地区省份渗透率低，其中西藏、青海和新疆的0-6岁渗透率均不足3%，0-3岁渗透率均不足5%。

(3) 不同城市等级间渗透率差距较大，并按照城市等级依次递减，二、三线及以下城市的渗透率提升空间较大。一线、二线、三线、四五线及以下城市的0-6岁早教渗透率分别为25.21%、16.33%、8.16%、5.66%；一线、二线、三线、四五线及以下城市的0-3岁早教渗透率分别为44.01%、29.29%、14.26%、9.66%。虽然二线城市的渗透率不是最高，但从绝对数量上来看，二线城市的早教中心数量和参培人数分别占到了全国的43%和46%，是国内早教行业的主力区域。

品牌龙头格局初现，CR10 约为 30%

为了研究国内早教行业的市场竞争格局，我们选取了市场上知名度较高的十大早教品牌作为早教行业的龙头代表。由于各早教机构均未披露全口径的营收数据（美吉姆仅披露了加盟业务的营收数据），我们仅能从各机构官网上公示的门店信息来统计各机构的门店数量和分布情况。我们将门店数量作为判断机构营收规模的依据，按此方法列出的前十大机构中，排名靠后的可能存在不准确的情况（即可能存在规模更大的早教机构未被列入前十大名单）。限于方法的局限性，我们权且认为这十家机构为国内前十大早教机构，名单如下：

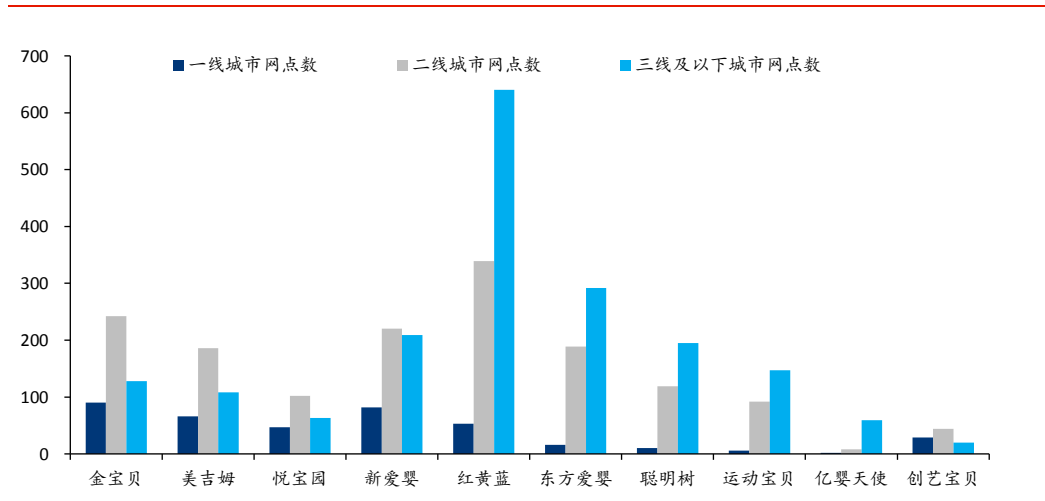
图表20： 10 家代表性早教机构一览

	成立时间	类型	教学语言	教育理念及课程内容
金宝贝	1976 年成立于美国，2003 年进入中国	美式早教，国际连锁	双语	秉承 3S 发展理念，从 Sweet - Strong - Smart 三个领域驱动宝贝个性情商、体能感知、智能认知的多元发展。课程包括育乐课程、音乐课程、艺术课程、环球宝贝、生活技能、学校技能共六类。
美吉姆	1983 年成立于美国，2009 年进入中国	美式早教，国际连锁	双语	用“正强化”理念帮助孩子强化好的行为，通过“非竞争性”环节构筑孩子自尊自信，用“纪律哲学”培养孩子的良好生活习惯。专注于帮助婴幼儿进行体能、情感、认知及社交能力的发展。开设欢动课、艺术课、音乐课三类课程。
悦宝园	2004 年成立于美国，2009 年进入中国	美式早教，国际连锁	双语	以创造力和个性发展为特点的纯美式教育。课程包括悦宝灵动、悦宝创意、悦宝韵律、悦宝英语四大类。
新爱婴	2003 年	蒙台梭利早教	中文	以蒙台梭利教学系统为基础，信奉和平教育理念。课程体系按照学习内容分为：全能宝贝、儿童之家、爱乐音乐、蒙氏数理、奥尔夫音乐、成功宝贝、蒙氏美育。
红黄蓝	1998 年	中式教育	中文	以“让孩子在快乐中体验、学习、成长”为理念，培养健康、快乐、有竞争力的儿童。课程包括探索课程、思维课程、萌宝脱口秀、动感咕咚、音乐课程、情商小达人、慧心父母课堂。
东方爱婴	1998 年	中式教育	中文	提出早期教育细分市场的概念，针对性地为不同年龄阶段的孩子提供科学的成长干预，使得儿童的脑发育在关键期更加充分。课程包括孕期课程、iKidplay 课程、科学课程、逻辑课程、音乐课程、艺术课程、英文课程。
聪明树	2004 年	中式教育	中文	开创“启智教育+艺术教育”的新型教学模式，按照幼儿年龄分阶段、分步骤、循序渐进的组织左右脑思维拓展训练。课程包括启智学堂、思维训练馆、快乐小舞星、母婴生活会馆、感觉统合课程。
运动宝贝	成立于美国，2005 年进入中国	美式早教，国际连锁	双语	秉承“在运动中体验快乐、在自由中体现创意”的教学理念，通过非竞争性的教学环境促进孩子各项潜能的增长。课程包括艺术系列、运动系列、生活实践系列、突破能量系列、语言系列。
亿婴天使	2006 年	中式教育	中文	融合国际早期权威理论，秉承着“立足早教、专注全脑”的品牌定位，以专注幼儿全脑开发为宗旨，以打造 21 世纪全脑全人型人才为目标。课程包括 0-3 岁协调感官技能和运动技能的课程和 3-6 岁全脑教育课程。
创艺宝贝	2004 年	中式教育	中文	通过美术式思维的引导，主题式课程的带入，激发孩子的多元智能，旨在开发孩童的想象力和创造力。课程包括创艺亲子班、创艺基础班、创艺成长班、数学逻辑思维。

资料来源：各早教机构官网，华泰证券研究所

国内早教龙头从发展背景和模式上可大致分为三类：第一类是从国外原版引进课程内容，在服务 and 运营上进行一定的本土化，定位高端，以美吉姆、金宝贝为代表；第二类是基于海外先进的教育理念和办法，结合国内需求进行二次开发，如主推蒙氏教育的新爱婴；第三类是基于国内主流教育理念或为了突出某方面特色，进行本土化的自主研发，如红黄蓝、东方爱婴等。从城市分布策略来看，主打海外引进课程的美吉姆、金宝贝、悦宝园都是以一线城市为主要根据地，通过一线城市树立服务标准和品牌形象，再向二、三线城市扩张；主推本土化课程的红黄蓝、东方爱婴、聪明树则以二、三线城市为主要根据地；主推蒙氏课程的新爱婴的分布规模居于前两者之间。

图表21： 10 家代表性早教机构各级别城市分布情况（单位：家）



注：按照 2018 年 8 月各机构官网公示的已开业中心统计。美吉姆门店数量与公告有差异，可能由部分已签约未开业中心导致。

资料来源：各早教机构官网，华泰证券研究所

基于以上数据，我们对 10 家代表性早教机构的市场份额进行了测算。

关键假设：(1) 由于美吉姆、金宝贝为行业龙头，且参考美吉姆已披露的单店会员人数，我们假设这两家早教机构在一线、二线和三线及以下城市的单店会员人数分别为 700 人、600 人和 500 人；假设另外 8 家早教机构在一线、二线和三线及以下城市的单店会员人数分别为 600 人、400 人和 300 人，与前面渗透率测算时假设的全国平均水平相一致。(2) 参考美吉姆已披露的客单价数据和我们行业调研的结果，假设美吉姆、金宝贝在一线、二线和三线及以下城市的 96 课时包价格分别为 2.1 万元、1.6 万元和 1.2 万元。另外 8 家早教机构的 96 课时包价格为美吉姆/金宝贝的 80%，全国平均价格水平为美吉姆/金宝贝的 60%。(3) 根据我们行业调研的结果，假设所有早教机构的年消课率为 70%。

测算逻辑：(1) 前面已知 10 家代表性机构在一线、二线和三线及以下城市的网点数。(2) 根据假设设计以下公式：某机构某城市等级网点数量*单店会员人数*96 课时包价格*年消课率=该机构在该城市等级的营业收入，将该机构各城市等级营收加总，得到机构总营收。(3) 运用相同计算逻辑，我们可以得到全国早教机构的总营业收入。(4) 某早教机构的总营收占全国早教机构总营收的比重为该早教机构的市场份额。

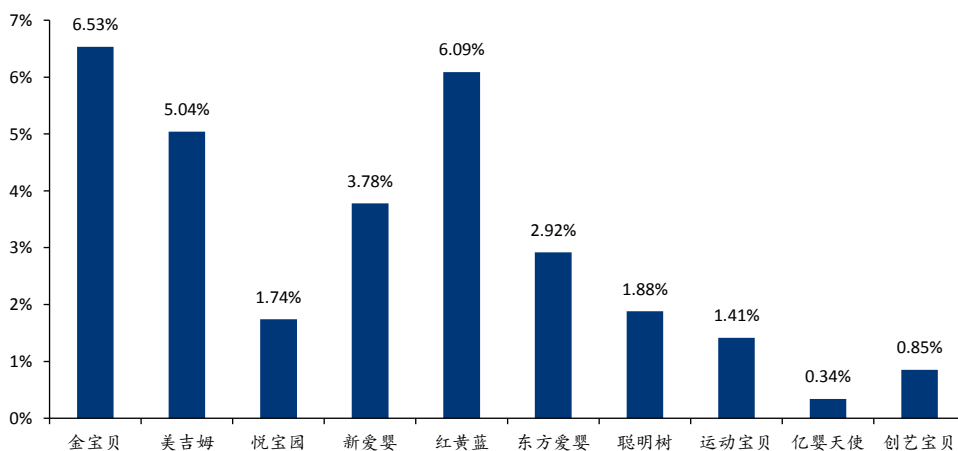
图表22：10家代表性早教机构网点分布及市场份额测算

品牌	一线城市 网点数	二线城市 网点数	三线及以下城市 网点数	总营业收入 (万元)	市场 份额
金宝贝	90	242	128	308994	6.53%
美吉姆	66	186	108	238266	5.04%
悦宝园	47	102	63	82420.8	1.74%
新爱婴	82	220	209	178841.6	3.78%
红黄蓝	53	339	640	287918.4	6.09%
东方爱婴	16	189	292	137894.4	2.92%
聪明树	10	119	195	89017.6	1.88%
运动宝贝	6	92	147	66841.6	1.41%
亿婴天使	2	8	59	16172.8	0.34%
创艺宝贝	29	44	20	40264	0.85%
10家合计	401	1541	1861	1446631	30.59%
全国	1955	8496	9331	4729158	100%

注：按照 2018 年 8 月各机构官网公示的已开业中心统计。美吉姆门店数量与公告有差异，可能由部分已签约未开业中心导致。

资料来源：各早教机构官网，华泰证券研究所

图表23：10家代表性早教机构市场份额测算值



资料来源：各早教机构官网，华泰证券研究所

根据我们的测算结果，2018 年全国早教行业的市场规模为 473 亿元，前 10 大早教机构的市场占有率约为 30%。其中金宝贝、红黄蓝和美吉姆的市场份额位居前三，分别为 6.53%、6.09%、5.04%。其中金宝贝和美吉姆因客单价较高、单店会员人数较多、一线城市门店占较高而取胜，红黄蓝因门店数量较多而取胜。

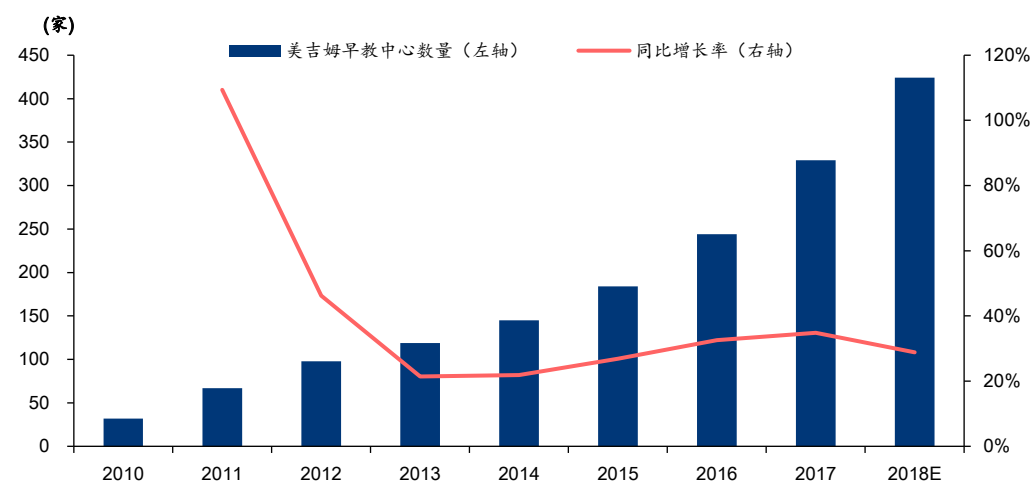
竞争优势突出，盈利能力较强

美吉姆是国内早教品牌龙头，定位高端

美吉姆 (My Gym) 品牌 1983 年创立于美国加州，由凯普林 (William Caplin) 和谢尔曼夫妇 (Yakov & Susi Sherman) 共同创立。创始人利用其在儿童早期教育、运动机能学、体育、舞蹈以及体操领域的专业经验，研发出了一套完整的符合孩子天性的课程体系和教学设备，旨在通过每周一次的课程培养孩子的体能、社交能力、自尊心和自信心。1995 年几位创始人成立美吉姆企业集团，开始在全球范围内通过加盟模式推广美吉姆，并获得成功，截至 2017 年已在全球 38 个国家和地区开设了近 650 家美吉姆国际儿童教育中心。美吉姆连续 17 年荣登美国《Entrepreneur》杂志“美国特许经营 500 强”榜单，并入选该杂志“2018 年度全球特许经营 200 强”。

2009 年美吉姆在中国成立了第一家早教中心，2010 年启动加盟业务，目前以美杰姆公司为加盟业务运营主体。近 10 年来美吉姆在中国快速发展，截至 2018 年 6 月 30 日旗下早教中心已达 389 家。美吉姆已经成为国内早教一线品牌之一，在教学理念、课程体系、师资、服务标准、加盟商管控力和品牌知名度等方面居于行业领先地位。

图表24： 2010 年以来国内美吉姆早教中心数量快速增长



注：2010-2017 年早教中心数量均为年底值，按照三垒股份公告数据推算。

资料来源：三垒股份公告，华泰证券研究所

图表25： 美吉姆门店内景



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表26： 美吉姆欢动课教室及教具



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

内容研发方面，美吉姆开设欢动课、音乐课、艺术课三类课程，课程内容全球同步并持续更新。欢动课是美吉姆独创的特色内容。2014 年 10 月，美杰姆原股东控制的 MEGA 公司向美国美吉姆收购了“美吉姆”早教中心亚洲地区相关商标等无形资产，并取得“美吉姆”早教中心相关教材课程、运营手册等知识产权的亚洲地区永久、免费独家使用权。2018 年 6 月，美杰姆子公司迈格亚洲向 MEGA 收购了其拥有的上述“美吉姆”早教中心亚洲地区的资产业务及相关权利。

2016 年中国美吉姆从美国 Music Together 公司和 MEGA 旗下的 ABK 公司分别原版引进音乐早教课程 Music Together 和儿童艺术教育课程“艾涂图”(Abrakadoodle)。前者为独家授权，后者为非独家授权，授权有效期均为 10 年。Music Together 是美国拥有 30 多年历史的专业儿童早期音乐教育品牌；艾涂图是美国专业的儿童视觉艺术教育机构，课程符合《美国国家视觉艺术教育标准》。

服务模式方面，美吉姆采用预付费制和约课制。家长报名时一次性购买课时包并成为会员，平时通过约课的方式完成上课并扣减相应的课时。周一为行政备课日，周二到周日开班上课，每周上课 6 天，上课时间从早 10 点到晚 6 点，每个教室每天可开课 6 节。

推广模式方面，美吉姆采用线上为主、线下为辅的方式。线上推广方式包括百度、360、搜狗等搜索引擎和自媒体广告宣传，以及客服人员基于学员咨询进行精准销售等等。线下推广则以门店为基础，包括试听课、品牌推广活动、讲座以及海报宣传等。

加盟模式方面，美杰姆授权加盟商以“美吉姆”品牌开展早教经营活动，向加盟商提供市场拓展、教学指导、人员培训、客户服务等服务，并根据加盟协议收取初始加盟费 and 权益金，以及销售教具等产品。为了保证加盟店在服务品质上的一致性，美杰姆制定了严格的加盟商准入制度和筛选标准，并对加盟商的日常经营行为进行监督、检查和指导。加盟协议约定的加盟期限通常为 5 年，届满后加盟商可请求继续加盟。

标准化运营，单店模型盈利水平较高

美吉姆门店采用标准化的运营模型。我们参考《收购报告书草案》中披露的运营数据以及行业调研结果，结合合理化假设，建立了美吉姆一线城市旗舰店、一线城市标准店、二线城市标准店、三线及以下城市标准店在加盟和直营两种模式下的单店模型。模型中的门店假设为会员人数和各项经营指标都进入稳定状态的成熟门店。

美吉姆加盟店的关键假设：

(1) 营业收入假设

美吉姆门店按课时消耗确认收入。收入计算公式为：营业收入=单店会员数*96 课时包价格*年消课率。参考《收购报告书草案》中预测未来营收时采用的门店运营数据，我们假设一线城市旗舰店、一线城市标准店、二线城市标准店、三线及以下城市标准店的单店会员数分别为 1000 人、700 人、600 人、500 人；96 课时包价格分别为 2.1 万元、2.1 万元、1.6 万元、1.2 万元；年消课率均为 70%。

(2) 营业成本假设

营业成本主要由房屋租金、人员薪酬、折旧摊销、加盟费及权益金组成。租金和薪酬计算公式为：租金=单店面积*单位租金；人员薪酬=教师人数*教师薪酬+其他员工人数*其他员工薪酬。我们按照与单店会员人数成比例的原则假设单店教师和其他员工的数量，根据不同等级城市的收入水平来假设教师和其他员工薪酬。教具折旧方面，通常700平米标准门店有两间欢动课教室，配套教具58.7万元一套，按5年折旧；1000平米旗舰店有三间欢动课教室，假设教具折旧在标准门店基础上增加50%。装修费摊销方面，700平米标准门店装修费为180万元，分5年摊销，假设1000平米旗舰店装修费在标准门店基础上增加50%。初始加盟费一线、二线、三线及以下城市标准分别为50万元、40万元、30万元，分5年摊销。根据美吉姆加盟协议原则，权益金按营收的9%计算。具体的各项假设值见图表25。

(3) 税费假设

销售费用分为市场费用和销售提成。我们假设一线、二线、三线及以下城市门店的月市场费用分别为4万元、3万元、2万元，销售提成为营收收入的9%。管理费用主要为店长工资以及少量的办公费用，我们假设一线、二线、三线及以下城市门店的管理费用分别为20万元、12万元、8万元。我们假设所得税率统一为25%。具体的各项假设值见图表25。

美吉姆直营店的关键假设：

我们假设直营店除了不需要缴纳加盟费及权益金，其它项目均和加盟店完全一致。

基于以上假设，我们得到美吉姆加盟店和直营店的单店模型如下：

图表27：美吉姆加盟店单店模型（考虑加盟费和权益金）

项目	一线城市旗舰店	一线城市	二线城市	三线及以下城市
单店会员数量(人)	1000	700	600	500
96课时包价格(万元)	2.1	2.1	1.6	1.2
年消课率	70%	70%	70%	70%
营业收入总计(万元)	1470	1029	672	420
单店面积(平方米)	1000	700	700	700
租金(元/平米/天)	8	8	4	2
租金合计(万元)	292	204.4	102.2	51.1
单店教师数量(人)	14	10	9	8
教师薪酬(万元/月)	1	1	0.7	0.5
单店其他员工数量(人)	20	15	14	13
单店其他员工人均薪酬(万元/月)	0.5	0.5	0.4	0.3
薪酬合计(万元)	288	210	142.8	94.8
教具折旧(万元/年)	17.61	11.74	11.74	11.74
装修费摊销(万元/年)	54	36	36	36
加盟费(万元/年)	10	10	8	6
权益金(万元)	132.3	92.6	60.5	37.8
营业成本合计(万元)	793.91	564.75	361.22	237.44
毛利润(万元)	676.09	464.25	310.78	182.56
毛利率	45.99%	45.12%	46.25%	43.47%
销售费用(市场费用+销售提成)	180.3	140.6	96.5	61.8
管理费用(店长工资+办公费)	20	20	12	8
税前利润(万元)	475.79	303.64	214.3	120.76
所得税	118.9475	75.91	53.575	30.19
净利润(万元)	356.8425	227.73	160.725	90.57
净利率	24.28%	22.13%	23.92%	21.56%

资料来源：三垒股份公告、华泰证券研究所

图表28：美吉姆直营店单店模型

项目	一线城市旗舰店	一线城市	二线城市	三线及以下城市
单店会员数量(人)	1000	700	600	500
96 课时包价格(万元)	2.1	2.1	1.6	1.2
年消课率	0.7	0.7	0.7	0.7
营业收入总计(万元)	1470	1029	672	420
单店面积(平方米)	1000	700	700	700
租金(元/平米/天)	8	8	4	2
租金合计(万元)	292	204.4	102.2	51.1
单店教师数量(人)	14	10	9	8
教师薪酬(万元/月)	1	1	0.7	0.5
单店其他员工数量(人)	20	15	14	13
单店其他员工人均薪酬(万元/月)	0.5	0.5	0.4	0.3
薪酬合计(万元)	288	210	142.8	94.8
教具折旧(万元/年)	17.61	11.74	11.74	11.74
装修费摊销(万元/年)	54	36	36	36
营业成本合计(万元)	651.61	462.14	292.74	193.64
毛利润(万元)	818.4	566.9	379.3	226.4
毛利率	55.67%	55.09%	56.44%	53.90%
销售费用(市场费用+销售提成)	180.3	140.61	96.48	61.8
管理费用(店长工资+办公费)	20	20	12	8
税前利润(万元)	618.1	406.3	270.8	156.6
所得税	154.5225	101.5625	67.695	39.14
净利润(万元)	463.5675	304.6875	203.085	117.42
净利率	31.54%	29.61%	30.22%	27.96%

资料来源：三垒股份公告、华泰证券研究所

从以上单店模型可以看出，美吉姆一线、二线、三线城市门店的盈利水平相差不大，且盈利水平较高。加盟店毛利率在 43.47%-46.15% 之间，净利率在 21.56%-24.28% 之间；直营店毛利率在 53.90%-56.44% 之间，净利率在 27.96%-31.54% 之间。

美杰姆主营加盟业务，盈利能力较直营更强

三垒股份本次收购的美杰姆公司主营业务包括美吉姆品牌总部加盟业务和两家直营中心。总部加盟业务收入包括特许经营收入 and 产品销售收入，其中特许经营收入又包括初始加盟费收入、权益金收入和其他服务收入。

三垒股份《收购报告书草案》中披露的美杰姆模拟利润表假设 60 家直营中心已于 2016 年 1 月 1 日完成剥离，因此收入只包括了总部加盟业务收入和两家直营中心收入。另外需注意以下事实：

2014 年 5 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日，中国境内美吉姆加盟商的一次性初始加盟费由美杰姆原股东控制的 MEGA 公司的子公司智美亚太收取，2017 年 9 月 1 日起加盟商的初始加盟费改由美杰姆收取。由于智美亚太不在美杰姆重组范围内，因此 2017 年 9 月 1 日前由智美亚太收取的一次性初始加盟费未计入美杰姆模拟财务报表。

2017 年 9 月 1 日起，美杰姆开始对直营中心和加盟中心实行统一管理，开始向直营中心收取初始加盟费及权益金等主要服务费，此前未向直营中心收取上述服务费。

因此从2017年9月1日起，美杰姆新增的收入项目包括加盟商的初始加盟费及直营中心的初始加盟费及权益金。由于模拟财务报表假设60家直营中心自2016年初已剥离，增加的直营中心加盟费及权益金收入对于60家剥离的直营中心来说不会产生内部抵消，只有2家保留的直营中心会产生内部抵消，因此对60家直营中心收取的加盟费及权益金构成增量收入。

根据模拟利润表，美杰姆2016年、2017年、2018年1-6月的营收分别为1.20亿元、2.17亿元、1.50亿元，净利润分别为3556万元、8744万元、6180万元。同时，截至2016年底、2017年底、2018年6月30日，全国美吉姆早教中心数量分别为244家、329家、389家。美杰姆2017年、2018年1-6月收入 and 利润同比增长较快，主要由于签约早教中心数量增加和前述收入项目增加两方面的影响。

图表29：美杰姆模拟利润表

项目(单位:万元)	2016年	2017年	2018年1-6月
特许经营	7086.69	13900.84	10389.81
加盟费收入	—	244.65	1186.63
权益金收入	6,249.55	12,427.91	8412.81
其他服务收入	837.14	1228.28	790.37
产品销售	4,825.24	7,652.28	4321.2
直营中心	—	—	201.73
其他业务收入	103.45	102.38	52.54
营业收入合计	12015.38	21655.5	14965.28
营业成本	5,187.34	7,044.82	3,785.53
税金及附加	103.83	191.18	168.32
销售费用	1,150.79	1529.97	1,056.00
管理费用	1,128.34	1,642.03	1,345.33
财务费用	-1.49	-0.35	0.8
资产减值损失	141.72	304.69	852.49
投资收益	95.55	61.36	139.92
营业利润	4,400.4	11,004.5	7,896.7
加：营业外收入	0.57	1.88	7.91
减：营业外支出	0	17	58.55
利润总额	4,400.97	10,989.40	7,846.09
减：所得税	844.54	2,245.06	1,666.38
净利润	3,556.43	8,744.34	6,179.71

资料来源：三垒股份公告、华泰证券研究所

按照模拟利润表数据计算，美杰姆2016年、2017年、2018年1-6月的毛利率分别为56.83%、67.47%、74.70%，净利率分别为29.60%、40.38%、41.29%，盈利能力较强且持续提升。2017年毛利率和净利率大幅增长主要是由于2017年9月起美杰姆新增直营中心加盟费和权益金收入以及加盟中心加盟费收入，使得收入大幅增长，而相关成本、费用的变动幅度较小。

图表30：美杰姆模拟利润表关键比率

项目名称	2016年	2017年	2018年1-6月
毛利率	56.83%	67.47%	74.70%
销售费用率	9.58%	7.07%	7.06%
管理费用率	9.39%	7.58%	8.99%
净利率	29.60%	40.38%	41.29%

资料来源：三垒股份公告、华泰证券研究所

A股早教龙头，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为《收购报告书草案》中资产评估部分对美杰姆未来各项运营数据的假设比较合理，因此我们利用草案中的假设数据来构建收入成本预测模型。

（一）美杰姆营业收入预测

（1）加盟费收入预测

加盟费即一次性初始加盟费，加盟店分五年摊销，总部分五年确认收入。计算公式为：加盟费收入=新增加盟中心加盟费收入+续约加盟中心加盟费收入=当期新增加盟中心数量×0.5×(12×初始加盟费单价/60)/(1+增值税率)+期初加盟中心数量×(12×初始加盟费单价/60)/(1+增值税率)。

新增加盟中心和闭店数量的预测主要基于历史数据和对行业需求的判断，并采用谨慎性原则（见图表31、32）。与前面单店模型一致，假设初始加盟费一线、二线、三线及以下城市标准分别为50万元、40万元、30万元。

图表31：2018-2023年美吉姆早教中心分城市等级新增数量预测

新增中心数量（单位：家）	城市级别	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	一线	8	10	10	10	10	10
	二线	16	44	44	42	40	36
	三线及以下	12	24	24	24	24	22
总计		36	78	78	76	74	68

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表32：2018-2023年美吉姆早教中心年初、新增、闭店、年底数量预测

项目（单位：家）	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
年初签约中心数量	329	424	500	573	643	710
当年新签中心数量	96	78	78	76	74	68
当期闭店数量	1	2	5	6	7	7
年底签约中心数量	424	500	573	643	710	771

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

基于以上假设，可以得到未来美杰姆加盟费收入的预测值如下：

图表33：2018-2023年美杰姆加盟费收入预测

项目（单位：万元）	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
新增加盟费	62.59	260.47	260.47	253.49	246.51	230.19
续约加盟费	1,303.35	2,863.95	3,404.20	3,956.43	4,493.68	5,016.40
关店加盟费减少	3.49	13.96	38.40	76.79	122.17	171.04
加盟费收入总计	1,362.45	3,110.46	3,626.27	4,133.13	4,618.02	5,075.55

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

（2）权益金收入预测

权益金是指加盟中心按其总收入的9%向美杰姆持续缴纳的服务费用。“总收入”按照加盟商所有的销售额和/或帐单全额记录和计算，不扣除除帐金额、折扣或其他费用，因此这里的“总收入”对于加盟商来说是流水收入，而不是会计确认收入（会计上按消课确认收入）。计算公式为：权益金收入=当期经营满一年中心数量×单中心当期平均新增会员数×会员人均缴费额×(1-退费率)×9%/(1+增值税率)。

假设门店开业时间在一年内均匀分布，当期经营满一年中心数量=期初已开业中心数量+新增开业中心数量*0.5。假设每年新增中心当期开业率为50%，即新增开业中心数量=新增中心数量*0.5。

对于平均单店新增会员人数，2018年参照2016、2017年增长率进行预测，2019年及以后的预测，假设一线城市的平均单店新增会员数与2018年持平，二线、三线及以下城市的平均单店新增会员数每年以1%-3%的增速小幅增长。

美吉姆早教中心课程价格每年上调5%至10%，对于预测期2019年至2023年，假设一线、二线和三线及以下城市中心的人均单价年复合增长率分别为5%、4%和4%。2019年至2023年退费率参照2016年及2017年平均水平。

基于以上假设，可以得到未来美杰姆权益金收入的预测值如下：

图表34：2018-2023年美杰姆权益金收入预测

级别	项目	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一线	经营满一年中心量(个)	65.5	75.5	87	97	107	117
	会员人均单价	18,600.00	19,500.00	20,500.00	21,500.00	22,600.00	23,700.00
	单中心新增会员数(人)	381.00	664.00	664.00	664.00	664.00	664.00
	退费率	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
	缴费总额(万元)	44,727.64	94,199.03	114,113.75	133,436.63	154,723.79	177,418.57
二线	经营满一年中心量(个)	191.5	223.0	260.5	298.5	334.0	366.5
	会员人均单价	13,700.00	14,200.00	14,800.00	15,400.00	16,000.00	16,600.00
	单中心新增会员数(人)	359.00	616.00	628.00	641.00	654.00	661.00
	退费率	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%
	缴费总额(万元)	91,661.28	189,834.88	235,630.33	286,764.37	340,131.06	391,368.28
三线及以下	经营满一年中心量(个)	102.5	122	146	170	194	217.5
	会员人均单价	11,900.00	12,400.00	12,900.00	13,400.00	13,900.00	14,500.00
	单中心新增会员数(人)	284.00	484.00	499.00	514.00	529.00	545.00
	退费率	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
	缴费总额(万元)	33,934.23	71,725.84	92,064.43	114,700.58	139,740.08	168,373.04
总计	缴费额合计(万元)	170,723.15	355,759.75	441,808.51	534,901.58	634,594.93	737,159.89
	权益金比率	9%	9%	9%	9%	9%	9%
	权益金收入(万元)	14,461.40	30,206.02	37,512.04	45,416.17	53,880.70	62,589.05

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(3) 商品销售收入

商品销售主要包括欢动课教具销售和非教具产品销售。非教具产品包括颜料等消耗性教具设备、衣服、玩具及其他产品等。

教具销售收入=教具销售单价×当期购买教具的中心数量。美吉姆早教中心一般有2个欢动教室，使用一套欢动课教具，单价为58.70万元(含税)。当期购买教具的中心数量=当期新增加盟中心数量×教具销售比例+上期新增加盟中心数量×(1-教具销售比例)。历史上教具销售比例约为95%，因此教具销售比例按95%来假设。

非教具产品销售收入=单中心平均销售额*当期经营满一年中心数量。单中心平均销售额用2016年、2017年平均值18.40万元来估计。

基于以上假设，可以得到未来美杰姆商品销售收入的预测值如下：

图表35： 2018-2023年美杰姆商品销售收入预测

项目		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
教具产品 收入	销售收入(万元)	3,036.21	3,997.67	3,947.07	3,845.86	3,744.66	3,441.03
	销售数量	60.00	79.00	78.00	76.00	74.00	68.00
	新店数量	36.00	78.00	78.00	76.00	74.00	68.00
	教具单价(万元/套)	58.70	58.70	58.70	58.70	58.70	58.70
非教具产品 收入	销售收入(万元)	2,851.21	6,670.00	7,827.93	8,970.00	10,072.41	11,119.31
	开业中心量	359.50	420.50	493.50	565.50	635.00	701.00
	单中心销售额(万元)	18.40	18.40	18.40	18.40	18.40	18.40
商品销售收入合计(万元)		5887.42	10667.67	11775.00	12815.86	13817.07	14560.34

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(4) 其他服务收入

其他服务收入包括设计费、邮箱使用费、CRM服务费、培训费和其他。

设计费的收取标准为：一线中心 50 元/m²，二线中心 40 元/m²，三线及以下中心 30 元/m²。邮箱服务费收费标准为一、二线城市每个中心 2,200 元/年，三线及以下城市每个分中心 1,600 元/年。CRM 系统使用费收费标准为：开设 20 个以内使用账户，使用费为 8,000 元/年；若超出 20 个账户，则超出部分数量按 400 元/个/年额外收取。培训费收入主要参考美杰姆历史平均单中心贡献的培训费和未来预测中心数量来计算。其他收入包括手册款、音乐器材款、罚款等，主要参考美杰姆历史单中心平均贡献额和当期经营满一年中心数量进行预测。

基于以上收费标准和假设，可以得到未来美杰姆其他服务收入的预测值如下：

图表36： 2018-2023年美杰姆其他服务收入预测

序号	项目(单位:万元)	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	设计费	96.42	205.23	205.23	199.72	194.21	179.06
2	邮箱使用费	34.41	80.37	94.16	107.75	120.81	133.18
3	CRM 服务费	149.21	349.05	409.65	469.42	527.11	581.90
4	培训费	391.72	916.37	1,075.46	1,232.36	1,383.82	1,527.65
5	其他	93.27	218.18	256.06	293.42	329.48	363.73
收入合计		765.03	1,769.20	2,040.56	2,302.67	2,555.43	2,785.52

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(5) 直营中心收入

美杰姆拥有北京朝阳合生汇中心、沈阳恒隆中心 2 个直营中心，直营中心收入主要为售课收入和产品销售收入。合生汇中心 2017 年 9 月开业、恒隆中心 2018 年 1 月开业，二者历史期经营数据较为缺乏。合生汇中心售课收入预测参考了北京地区 2016 年开业的美吉姆早教中心在 2017 年的经营数据；恒隆中心参考了沈阳地区已开业美吉姆早教中心的经营数据。假设两家直营中心各年度所售课程的当期消课进度为 50%。商品销售参考美杰姆产品销售预测数据。未来两家直营中心收入的预测值如下：

图表37： 2018-2023年美杰姆两家直营中心收入预测

项目		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
课程销售— 合生汇	会员单价(元)	19,400.00	20,400.00	21400	22500	23600	24800
	单店会员(人)	372.00	744.00	744.00	744.00	744.00	744.00
	退费率	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
	收入总额(万元)	695.41	1,462.51	1,534.21	1,613.07	1,691.93	1,777.96
课程销售— 恒隆	会员单价(元)	11,900.00	12400	12900	13400	13900	14500
	单店会员(人)	300.00	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00
	退费率	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%
	收入总额(万元)	347.43	724.06	753.26	782.45	811.65	846.68
课程销售	收入合计(万元)	1,042.84	2,186.57	2,287.47	2,395.52	2,503.58	2,624.64
商品销售	销售收入(万元)	819.22	2,203.39	2,471.90	2,341.50	2,449.55	2,564.11
	中心数量(个)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	单店销售额(万元)	1.80	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
	营业额(万元)	3.60	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20
	销售收入合计(万元)	822.82	2,210.59	2,479.10	2,348.70	2,456.75	2,571.31

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(6) 其他业务收入

其他业务收入为美杰姆将其承租的办公场地中富余部分转租其他单位产生的租赁收入。该部分收入相对稳定，假设不变。且考虑到人员增加，未来可能转为自用，故仅考虑至2020年。

(7) 营业收入预测汇总

基于以上分项预测，我们可以汇总得到美杰姆未来营业收入的预测值如下：

图表38： 2018-2023年美杰姆营业收入预测

项目(单位:万元)	2018年7-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
特许经营	16588.88	26978.69	35085.68	43178.87	51851.97	61054.15	70450.12
加盟费收入	1362.45	2549.08	3110.46	3626.27	4133.13	4618.02	5075.55
权益金收入	14461.4	22874.21	30206.02	37512.04	45416.17	53880.7	62589.05
其他服务收入	765.03	1555.4	1769.2	2040.56	2302.67	2555.43	2785.52
产品销售	5887.42	10208.62	10667.67	11775	12815.86	13817.07	14560.34
直营中心	822.82	1024.55	2210.59	2479.1	2348.7	2456.75	2571.31
其他业务收入	52.54	105.08	105.08	105.08	0	0	0
营业收入合计	23351.66	38316.94	48069.02	57538.05	67016.53	77327.97	87581.77

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(二) 美杰姆营业成本预测

美杰姆营业成本主要为产品采购成本、职工薪酬、服务费、房租、办公费、差旅费、会议费等。《收购报告书草案》中假设办公费、差旅费、会议费、培训费、招待费与收入同比例变化，且比例参考历史数据；产品销售成本主要是教具采购相关成本，参考产品销售业务历史毛利率确定；课程采购费用依据协议确定；职工薪酬福利根据历史期人员数量、薪资标准、历史期薪资调整情况、未来期可能的人员补充等因素予以考虑；房租、折旧等管理费用中合并考虑；设计费及其他杂费占比较小，发生频率较低，假设预测期内不发生变化。基于以上假设，《收购报告书草案》中对未来营业成本的预测如下：

图表39： 2018-2023年美杰姆营业成本预测

项目(单位:万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
产品销售成本	5501.59	5748.81	6345.55	6906.47	7446.02	7846.57
薪酬福利	1100.05	1713.47	2085.04	2491.02	3007.94	3582.45
社保和公积金	194.01	304.69	372.71	446.68	540.98	647.13
物业	16	16	16	16	16	16
办公费	380.65	477.53	571.6	665.74	768.2	870.06
差旅费	186	233.34	279.31	325.31	375.38	425.16
招待费	2	2.51	3	3.49	4.03	4.56
会议费	174.4	218.78	261.88	305.01	351.95	398.62
艺术课&音乐课服务费	556.55	561.22	1448.47	1631.05	1812.81	1986.33
房租	266.45	0	0	0	0	0
折旧费	11.82	0	0	0	0	0
代理费	0	0	0	0	0	0
培训费	89.79	112.64	134.83	157.04	181.21	205.24
设计费	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
其他	51.32	51.32	51.32	51.32	51.32	51.32
主营成本合计	8534.13	9443.81	11573.21	13002.63	14559.34	16036.94
营业收入合计	38316.94	48069.02	57538.05	67016.53	77327.97	87581.77
毛利率	77.73%	80.35%	79.89%	80.60%	81.17%	81.69%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

三垒股份管道制造装备和高端机床业务 2017 年微亏，业务处于维持状态。我们假设 2018-2020 年收入每年增长 5%，毛利率与 2017 年持平；我们假设楷德教育 2018-2019 年收入增速与承诺净利润增速相同，分别为 30%、23%，并按照谨慎性原则假设楷德教育 2020 年收入增速为 20%，2018-2020 年毛利率与 2017 年持平略低；美杰姆收入、成本预测与前面一致。我们得到三垒股份 2018-2020 年分业务收入成本预测如下：

图表40：三垒股份分业务收入成本预测

	(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
塑料管道制造装备	营业收入	59.33	103.15	108.31	113.72	119.41
	同比增速		73.86%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	38.49	72.32	75.82	79.61	83.59
	毛利率	35.13%	29.89%	30.00%	30.00%	30.00%
高端机床	营业收入	6.91	17.18	18.04	18.94	19.89
	同比增速		148.63%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	5.65	14.85	15.60	16.38	17.20
	毛利率	18.23%	13.56%	13.50%	13.50%	13.50%
教育咨询-楷德教育	营业收入		56.84	73.89	90.89	109.06
	同比增速			30.00%	23.00%	20.00%
	营业成本		20.63	27.34	33.63	40.35
	毛利率		63.71%	63.00%	63.00%	63.00%
教育咨询-美杰姆	营业收入			31.93	480.69	575.38
	同比增速				1405.41%	19.70%
	营业成本			7.11	94.44	115.73
	毛利率			77.73%	80.35%	79.89%
合计	营业收入	66.81	177.17	232.17	704.24	823.74
	同比增速		165.18%	31.04%	203.33%	16.97%
	营业成本	44.30	107.80	125.87	224.06	256.88
	毛利率	33.69%	39.15%	45.78%	68.18%	68.82%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

对于美杰姆利润表各项税费的预测，我们参照《收购报告书草案》中对美杰姆各项税费的预测值。我们假设三垒股份不考虑收购美杰姆情况下的销售费用率、管理费用率、财务费用率均与 2017 年水平持平。三垒股份控股子公司启星未来收购美杰姆 100% 股权已于 2018 年 11 月 28 日完成工商登记，自 2018 年 12 月起美杰姆开始并入上市公司报表。对于因分期付款导致借款而产生的财务费用的预测，我们假设借款节奏为：2018 年 12 月 31 日借款 4 亿元，2019 年 6 月 30 日借款 4 亿元，2019 年 12 月 31 日借款 8 亿元。我们假设借款的年利率为 5%。

综合以上假设，我们预计三垒股份 2018-20 年净利润为 3828/18128/19923 万元，EPS 为 0.11/0.54/0.59 元，当前股价对应 2019-20 年 PE 为 31.37/28.54 倍。

我们将三垒股份的装备制造业务和教育业务进行分部估值。装备制造业务采用 PB 估值法。装备制造业务中高端机床的收入占比较小，在选择可比公司时我们主要考虑塑料管道制造装备业务的可比公司。由于公告未单独披露装备制造业务净资产，我们用三垒股份净资产减楷德教育净资产来估算，算得 2018 年第三季度末三垒股份装备制造业务净资产为约 11.22 亿元。塑料制造装备 6 家可比公司 PB 平均值为 2.19 倍，按此 PB 值估计三垒股份装备制造业务的合理市值约为 24.63 亿元。

图表41: 塑料制造装备可比公司 PB 平均值测算

公司名称	塑料机械制造业务占比 (2017年中报)	PB (2018年12月27日收盘价/ 2018年三季度每股净资产)
昌红科技	67.50%	3.05
伊之密	88.06%	2.35
泰瑞机器	97.51%	2.29
金明精机	76.87%	1.55
双林环境	84.99%	2.65
乐善智能	82.93%	1.28
可比公司平均 PB		2.19

资料来源: Wind、华泰证券研究所

对于教育业务的估值,目前 A 股尚不存在和三垒股份业务重合的早教类公司,业务比较相近的是以培训为主要业务的教育公司,我们选取了如下职业培训和 K12 培训两类可比公司进行比较。2019 年可比公司平均 PE 为 25.23 倍。2017 年三垒股份装备制造业务微亏,我们假设 2019 年装备制造业务利润为 0,三垒股份 2019 年预测净利润 1.81 亿元全部为教育业务所贡献。参照可比公司估值,我们认为可给予三垒股份教育业务 2019 年 24-26 倍 PE,对应教育业务合理市值 43.51-47.13 亿元。

我们将上述分部估值结果相加,得到三垒股份合理市值为 68.14-71.76 亿元,对应合理股价 19.60-20.65 元。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表42: 可比公司盈利预测表

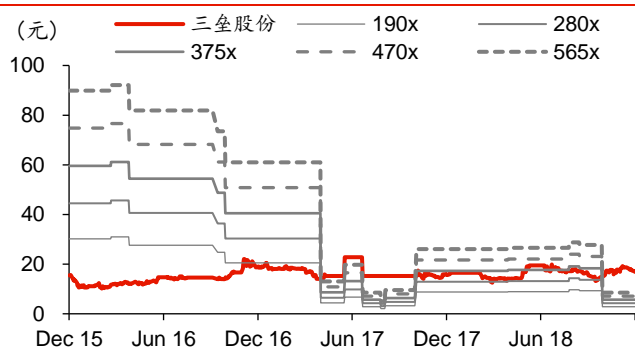
股票代码	股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002607	亚夏汽车	7.07	0.09	0.19	0.27	0.34	78.96	37.37	26.66	21.04
603377	东方时尚	14.3	0.40	0.48	0.59	0.71	35.79	30.06	24.06	20.01
300192	科斯伍德	8.67	0.02	0.47	0.41	0.52	364.78	18.40	20.96	16.72
600661	昂立教育	19.51	0.43	0.51	0.67	0.87	45.41	38.14	29.24	22.46
可比公司平均 PE							131.23	30.99	25.23	20.06
002621	三垒股份	16.85	0.05	0.11	0.54	0.59	309.84	148.56	31.37	28.54

注:表中股价为2018年12月27日收盘价。除三垒股份之外的EPS预测数据来源于Wind一致平均。

资料来源:华泰证券研究所

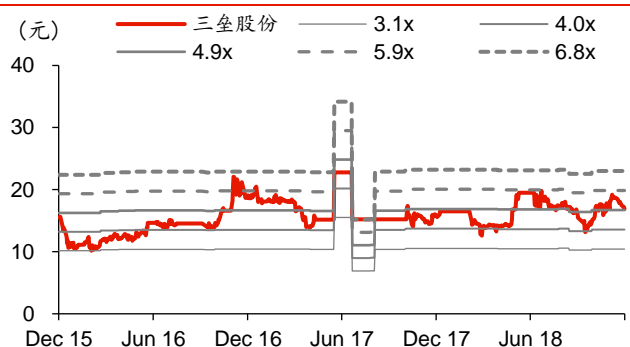
PE/PB - Bands

图表43: 三垒股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表44: 三垒股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

人口出生率下降风险。受益于全面二孩政策，我国出生人口数在 2016 年达到一个小高峰，但 2017 年已经较 2016 年出现下滑。如果今后人口出生数量出现较大幅度的下滑，将导致早教适龄人口减少，可能对美杰姆的发展产生不利影响。

扩张不达预期风险。本篇报告中对美杰姆各项业绩指标的预测基于未来几年新增加盟中心数量的预测。如果美杰姆未来业务扩张不达预期，则实际完成业绩可能会低于我们的预测值。

早教行业监管和产业政策风险。目前我国教育领域的法律法规尚未明确将 0-3 岁婴幼儿早期教育纳入学前教育监管体系。未来如果出台的相关行业政策不利于美杰姆业务发展，则将对美杰姆的生产经营造成不利影响。

早教行业市场竞争加剧风险。早教行业处于快速发展期，且进入门槛较低。随着家长对早期教育认知度的提升和家庭财富的增加，越来越多的机构进入早教行业，行业竞争正在逐渐加剧。尽管美杰姆作为早教龙头具备较强的竞争优势，仍不能排除未来受到行业竞争加剧的影响。

加盟模式管理风险。随着业务规模扩张，美杰姆未来教学中心数量将进一步增加，资产、业务、人员进一步分散，对统筹管理、内部控制、人员调配、教学质量方面提出了更高的要求。如果美杰姆不能对下属网点的经营加强管控，将可能对其经营产生不利影响。

商誉减值风险。由于早教行业轻资产的特点，美杰姆收购估值较其资产账面价值明显偏高，根据《备考审阅报告》，本次交易完成后上市公司将新增商誉 21.26 亿元。在业绩承诺期内如果美杰姆累计实现的实际净利润未达到承诺的累计净利润数额，虽然交易对方会按照《收购协议》对上市公司进行补偿，但仍有商誉减值的风险。

无法筹集足额资金导致交易失败或违约的风险。本次交易对价全部以现金支付，且采用分期付款，第三、四、五期共计约 16 亿元支付款需要上市公司通过向关联方借款来筹集。上市公司关联方中海晟融已经出具承诺，为本次交易的收购主体提供直接或间接的资金支持以完成上市公司在本次交易所间接负有的交易价款支付义务。如果上市公司无法获得外部资金支持或在约定时间内无法筹集足额资金，则存在交易失败或违约的风险。

偿债风险。本次交易后上市公司将承担较大金额债务。根据《备考审阅报告》，交易完成后上市公司 2017 年末资产负债率为 77.87%，较交易前增加 66.05%。除上述债权融资方式外，上市公司将根据自身发展经营状况，积极通过资本市场股权融资筹集所需资金。如果上市公司无法通过资本市场股权融资偿还上述借款或日常经营所得不足以偿还上述借款，将存在重大偿债风险。

业务整合风险。本次交易前上市公司主营塑料管道成套制造装备及五轴高端机床，并已于 2017 年上半年通过收购楷德教育进入教育行业。但考虑到楷德教育与美杰姆在细分业务和运营模式等方面仍存在一定的差异，且上市公司涉及教育行业的时间较短，上市公司存在无法在短期内完成业务整合或业务整合效果不佳的风险。

百度地图统计早教中心数量不准确风险。本篇报告中在计算我国早教行业规模、早教渗透率、代表性公司市场占有率等指标时，采用的各城市早教中心数量数据是基于百度地图搜索功能统计的。如果百度地图搜索得到的早教中心数量与实际数量差异较大，则报告计算的各项指标存在不准确的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,005	868.00	517.57	816.23	1,143
现金	381.27	82.25	190.89	445.90	719.54
应收账款	12.71	16.85	104.53	131.00	157.24
其他应收账款	0.04	3.32	84.08	100.39	120.40
预付账款	11.55	8.94	10.07	11.20	12.84
存货	91.03	96.68	100.14	99.57	99.67
其他流动资产	508.19	659.96	27.86	28.17	32.95
非流动资产	147.32	434.04	3,796	3,792	3,785
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	63.13	59.45	72.65	70.20	63.93
无形资产	70.98	70.96	1,295	1,295	1,295
其他非流动资产	13.22	303.63	2,428	2,427	2,426
资产总计	1,152	1,302	4,313	4,608	4,928
流动负债	20.04	146.68	1,520	342.80	363.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	6.15	9.13	20.14	22.41	25.69
其他流动负债	13.89	137.55	1,500	320.39	337.75
非流动负债	0.00	7.18	609.54	1,810	1,810
长期借款	0.00	0.00	400.00	1,600	1,600
其他非流动负债	0.00	7.18	209.54	209.54	209.54
负债合计	20.04	153.86	2,129	2,152	2,173
少数股东权益	5.10	2.71	1,000	1,091	1,190
股本	225.00	337.50	337.50	337.50	337.50
资本公积	507.95	395.45	395.45	395.45	395.45
留存公积	394.17	412.52	450.80	632.08	831.31
归属母公司股东权益	1,127	1,145	1,184	1,365	1,564
负债和股东权益	1,152	1,302	4,313	4,608	4,928

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(7.89)	31.82	2,073	(929.17)	328.52
净利润	9.59	17.89	45.57	271.92	298.85
折旧摊销	15.41	13.92	14.44	18.78	21.93
财务费用	(14.24)	(0.59)	(5.65)	16.82	55.88
投资损失	(18.68)	(13.80)	(16.00)	(16.00)	(16.00)
营运资金变动	(20.55)	0.99	1,795	(1,238)	(33.86)
其他经营现金	20.57	13.41	239.15	17.59	1.73
投资活动现金	159.23	(290.13)	(3,359)	1.00	1.00
资本支出	7.62	1.69	25.00	15.00	15.00
长期投资	(148.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	18.85	(288.43)	(3,334)	16.00	16.00
筹资活动现金	(11.70)	45.19	1,395	1,183	(55.88)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	400.00	1,200	0.00
普通股增加	0.00	112.50	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(112.50)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11.70)	45.19	994.54	(16.82)	(55.88)
现金净增加额	147.84	(215.49)	108.64	255.01	273.64

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	66.81	177.17	232.17	704.24	823.74
营业成本	44.30	107.81	125.87	224.06	256.88
营业税金及附加	1.04	2.34	1.63	4.93	5.77
营业费用	5.95	10.75	13.93	35.21	41.19
管理费用	20.65	37.89	46.43	77.47	82.37
财务费用	(14.24)	(0.59)	(5.65)	16.82	55.88
资产减值损失	16.92	5.40	6.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.68	13.80	16.00	16.00	16.00
营业利润	10.88	28.91	59.96	361.76	397.66
营业外收入	0.59	0.71	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.21	0.18	0.20	0.20	0.20
利润总额	11.25	29.44	60.76	362.56	398.46
所得税	1.66	11.55	15.19	90.64	99.62
净利润	9.59	17.89	45.57	271.92	298.85
少数股东损益	(0.45)	(0.47)	7.29	90.64	99.62
归属母公司净利润	10.05	18.35	38.28	181.28	199.23
EBITDA	12.05	42.25	68.75	397.35	475.47
EPS (元, 基本)	0.04	0.05	0.11	0.54	0.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(50.95)	165.17	31.04	203.33	16.97
营业利润	(83.99)	165.84	107.41	503.30	9.93
归属母公司净利润	(81.81)	82.68	108.56	373.55	9.90
获利能力 (%)					
毛利率	33.70	39.15	45.78	68.18	68.82
净利率	15.04	10.36	16.49	25.74	24.19
ROE	0.89	1.60	3.23	13.28	12.74
ROIC	(0.39)	1.61	1.56	7.43	8.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	1.74	11.82	49.37	46.71	44.10
净负债比率 (%)	0	0	18.78	74.34	73.63
流动比率	50.14	5.92	0.34	2.38	3.14
速动比率	44.67	5.14	0.27	2.04	2.83
营运能力					
总资产周转率	0.06	0.14	0.08	0.16	0.17
应收账款周转率	3.38	8.92	2.89	4.47	4.31
应付账款周转率	5.75	14.11	8.60	10.53	10.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.05	0.11	0.54	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.02)	0.09	6.14	(2.75)	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.39	3.51	4.04	4.63
估值比率					
PE (倍)	566.00	309.84	148.56	31.37	28.54
PB (倍)	5.05	4.96	4.80	4.17	3.64
EV_EBITDA (倍)	479.34	136.75	84.03	14.54	12.15

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com