

早教龙头美吉姆登陆 A 股, 二三线城市下沉是未来最大看点

2018 年 12 月, 三垒股份发布重大资产购买暨关联交易实施报告书, 此次以现金方式作价 33 亿元并购美杰姆 100% 股权已完成过户和股东变更, 上市公司共出资 23.1 亿元, 持有标的方美杰姆 70% 股权, 上市公司关联方珠海融远、大连佳兆业出资 9.9 亿元, 持股 30%。本次收购标的方股东的业绩承诺为 2018、2019、2020 年扣非归母净利润分别不低于 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元

美吉姆为全球知名早教品牌, 居于国内领先地位

“美吉姆”品牌创立于 1983 年, 目前在全球 30 多个国家和地区开设儿童教育中心。2009 年, “美吉姆”品牌进入中国并快速扩张, 目前已是国内早教行业龙头品牌, 此次并购的标的方美杰姆已取得“美吉姆”品牌在亚洲地区的相关知识产权。截至 2018 年 6 月 30 日, 美杰姆签约早教中心共有 389 家, 其中加盟中心 387 家, 直营中心 2 家。从美吉姆早教中心的分布地区来看, 一线城市 70 家、二线城市 207 家、三线及以下城市 112 家。

经营模式以加盟为主, 特许经营为主要收入来源

美杰姆以加盟模式为主, 主要通过收取加盟费和商品销售取得收入, 2017 年特许经营收入占收入比重达到 64.2%, 商品销售收入占比 35.8%。2017 年美杰姆收入 2.2 亿元, 同比增长 80.2%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 146.3%。2018 年上半年实现 1.50 亿收入, 归母净利润为 0.62 亿元, 毛利率和净利率分别为 74.7% 和 41.7%。

二三线城市早教下沉是美杰姆未来增长的主要动力

国内早教市场目前一线城市最为发达, 根据我们的测算, 上海等一线城市早教渗透率约为 50%-60%, 中等发达的二线城市早教渗透率预计在 20%-40% 左右, 三线城市预计在更低水平。从美杰姆 2017 年新增加盟店数量增速来看, 也是二三线城市最快。教育作为家长最刚性的需求, 伴随人均收入的提升, 早教市场在二三线城市的下沉仍有巨大空间。

盈利预测: 考虑到 2018 年底美杰姆才完成过户, 因此 2018 年对上市公司业绩贡献较小, 根据美杰姆的业绩承诺、楷德教育业绩承诺、上市公司原有主业、贷款利息等因素预计公司 2018、2019、2020 年归母净利润分别为 0.47、1.73、1.50 亿元。**首次覆盖, 暂不评级。**

风险提示: 早教行业内容壁垒不高, 加盟模式管理困难、新生儿数量下滑等

三垒股份 (002621)

首次覆盖

不评级

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号: S1440515080001

研究助理 叶乐

yele@csc.com.cn

021-68821600

发布日期: 2019 年 01 月 15 日

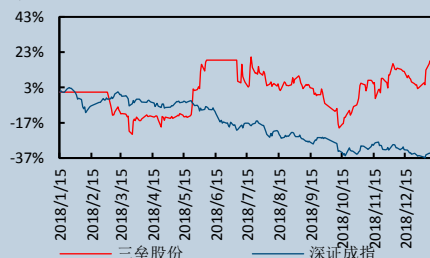
当前股价: 20.72 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	12.3/15.19	57.69/59.07	26.27/59.86
12 月最高/最低价 (元)			21.01/11.99
总股本 (万股)			34,759.5
流通 A 股 (万股)			27,067.06
总市值 (亿元)			72.02
流通市值 (亿元)			56.08
近 3 月日均成交量 (万)			113.73
主要股东			
珠海融诚投资中心 (有限合伙)			29.0%

股价表现



目录

并购美杰姆顺利完成，早教龙头美吉姆正式登陆 A 股.....	1
此次收购标的——美杰姆简介	3
早教行业——二三线城市仍有巨大下沉空间	7
盈利预测与风险提示	10

图表目录

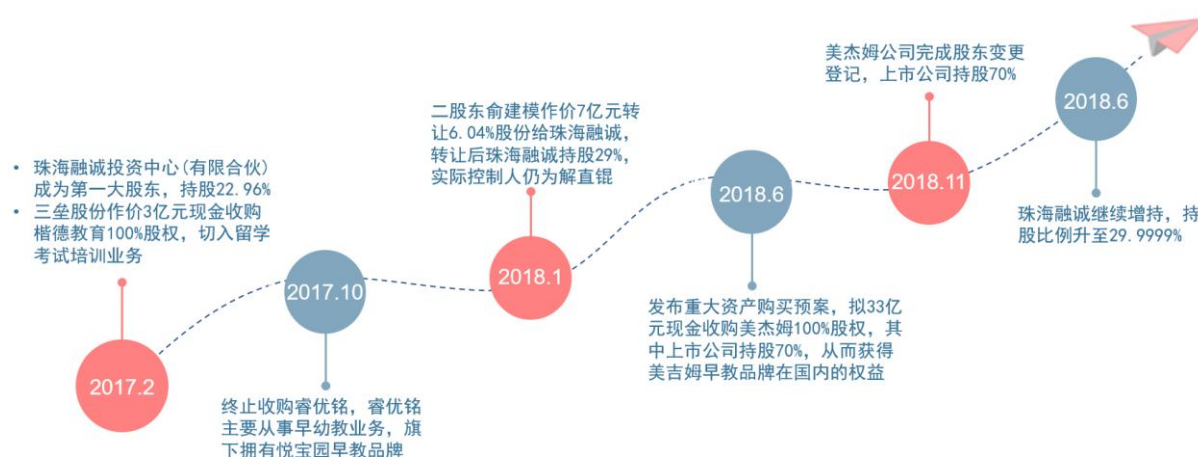
图表 1： 三垒股份转型教育产业重要历史时点	1
图表 2： 美杰姆是国内早教龙头品牌美吉姆的持有方	1
图表 3： 美杰姆 2018、19、20 年的业绩承诺	1
图表 4： 美杰姆在此次收购前的股权结构	2
图表 5： 美杰姆在此次收购后的股权结构	2
图表 6： 三垒股份主要财务数据	2
图表 7： 三垒股份 2018 上半年收入拆分（万元）	2
图表 8： 楷德教育业绩承诺	3
图表 9： 楷德教育主要从事出国留学培训业务	3
图表 10： 三垒股份股权结构图（2018 年三季报）	3
图表 11： 中国十大早教机构排行榜及品牌信息	4
图表 12： 美杰姆所在的早教行业分类	4
图表 13： 美吉姆早教中心的城市分布情况	4
图表 14： 美吉姆早教课程主要包括欢动课、艺术课、音乐课	5
图表 15： 2016 年-2018 年上半年 美杰姆各线城市中心收取的权益金&推广基金情况	5
图表 16： 美吉姆在不同城市的加盟费	6
图表 17： 历年新增加盟店数量和关店率	6
图表 18： 美吉姆加盟流程时间表	6
图表 19： 美杰姆的主要财务数据	6
图表 20： 美杰姆收入拆分	6
图表 21： 美杰姆核心管理人员情况	7
图表 22： 早教属于学前教育阶段	7
图表 23： 上海 0-6 岁幼儿家长选择早幼教机构的三大原因	8
图表 24： 上海 0-6 岁幼儿家长选报的课程类型	8
图表 25： 我国早教行业规模不断增长	8
图表 26： 中国出生人口波动上升	9
图表 27： 中国一孩数量下降，二孩及以上占比提升	9
图表 28： 中国生育政策发展历史	9
图表 29： 部分城市的早教中心数量	10
图表 30： 不同城市每万人早教中心数量的分布情况	10

图表 31: 二、三线城市美吉姆加盟门店数量增长最快.....	10
图表 32: 二、三线城市和一线城市客单价有较大差距.....	10
图表 33: 三垒股份 2018-2020 年业绩拆分	11
图表 34: 美杰姆 2018 年下半年至 2023 年官方预测的新加盟早教中心数量及时点值.....	11
图表 35: 美杰姆 2018 年下半年至 2023 年官方利润表预测.....	11
图表 36: 三垒股份及关联方收购美杰姆的支付款项时间安排.....	12

并购美杰姆顺利完成，早教龙头美吉姆正式登陆 A 股

2018 年 12 月，三垒股份发布重大资产购买暨关联交易实施报告书，此次拟以现金方式作价 33 亿元并购美杰姆 100% 股权已完成过户和股东变更，上市公司共出资 23.1 亿元，持有标的方美杰姆 70% 股权，上市公司关联方珠海融远、大连佳兆业出资 9.9 亿元，持股 30%。美杰姆是国内早教龙头品牌“美吉姆”的持有方，本次收购标的方股东的业绩承诺为 2018、2019、2020 年扣非归母净利润分别不低于 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元。

图表1：三垒股份转型教育产业重要历史时点

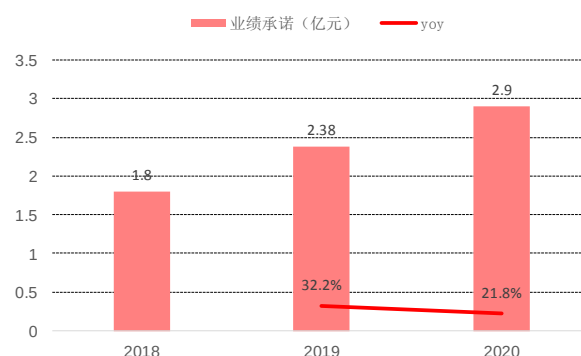


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2：美杰姆是国内早教龙头品牌美吉姆的持有方



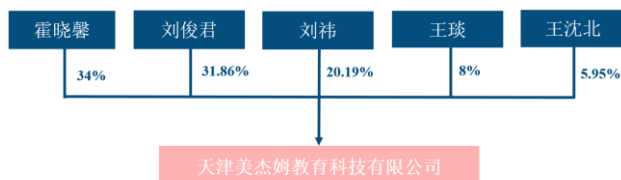
图表3：美杰姆 2018、19、20 年的业绩承诺



资料来源：网络，中信建投证券研究发展部

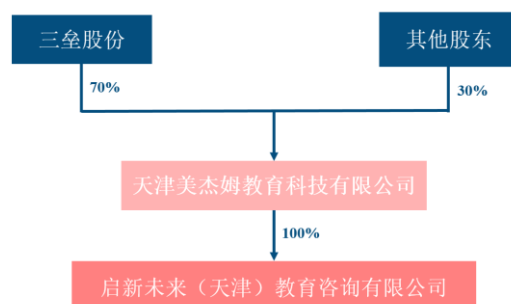
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4：美杰姆在此次收购前的股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

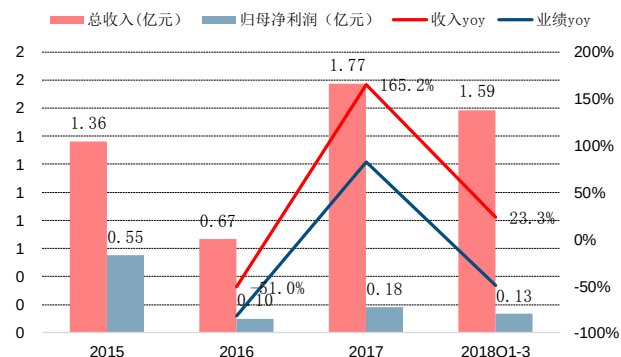
图表5：美杰姆在此次收购后的股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

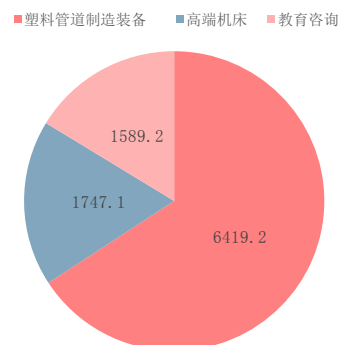
三垒股份在切入教育行业之前的主营业务为塑料管道成套制造装备及五轴高端机床的研发、生产和销售，2016 年收入仅为 0.67 亿元、归母净利润 0.10 亿元，2017 年 2 月珠海融诚投资中心(有限合伙)成为第一大股东，同月公司作价 3 亿元收购主营留学考试培训的楷德教育 100% 股权正式进入教育领域，楷德教育 2017、2018、2019 年业绩承诺为 2000、2600、3200 万元。

图表6：三垒股份主要财务数据



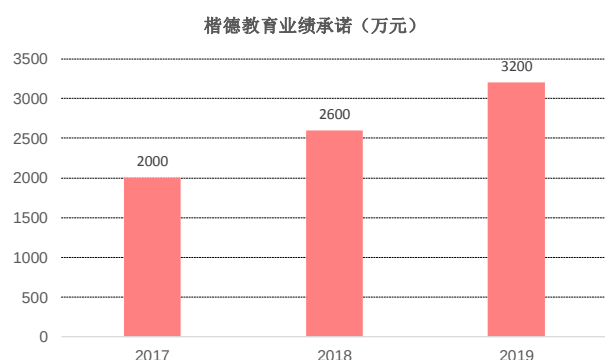
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7：三垒股份 2018 上半年收入拆分（万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8： 楷德教育业绩承诺



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

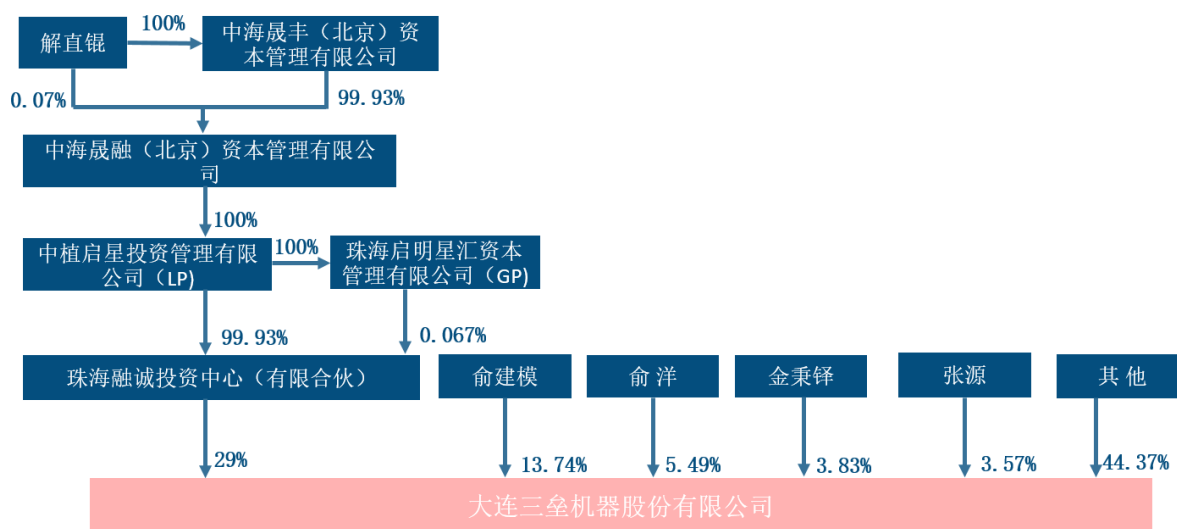
图表9：楷德教育主要从事出国留学培训业务



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

截止到 2018 年三季报，公司第一大股东为珠海融诚投资中心（有限合伙），持股比例为 29%，解直锟为公司实际控制人。2019 年 1 月 9 日公司发布公告，控股股东珠海融诚增持完毕，增持后持股比例升至 29.9999%。

图表10： 三垒股份股权结构图（2018年三季报）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

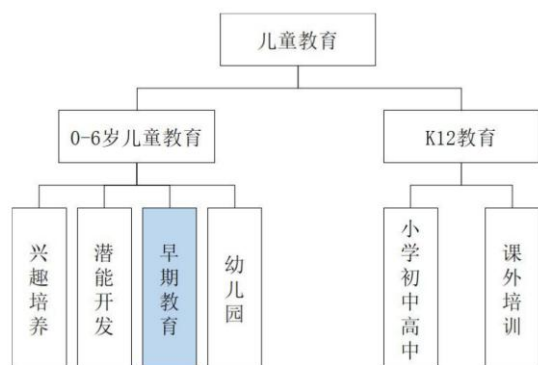
此次收购标的——美杰姆简介

美杰姆主要在国内从事儿童早教事业，旗下早教品牌“美吉姆”创立于 1983 年，目前在全球 31 个国家和地区开设儿童教育中心。2009 年，“美吉姆”品牌进入中国并快速扩张，目前已是国内早教行业龙头品牌，此次并购的标的方美杰姆已取得“美吉姆”品牌在亚洲地区的相关知识产权。截至 2018 年 6 月 30 日，美杰姆签约早教中心共有 389 家，其中加盟中心 387 家，直营中心 2 家。从美吉姆早教中心的分布地区来看，一线城市共 70 家、二线城市共 207 家、三线及以下城市共计 112 家。

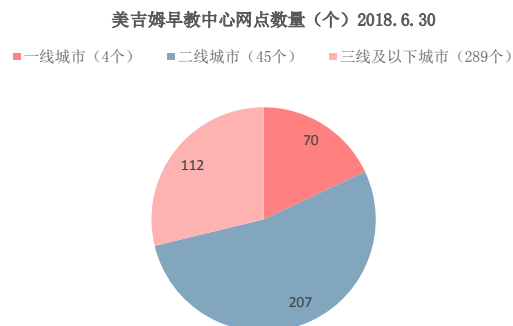
图表11： 中国十大早教机构排行榜及品牌信息

品牌	国家	成立时间	门店数量	主要课程
金宝贝	美国	1976 年成立，2003 年进入中国	360 余家	育乐、音乐、艺术、环球宝贝、生活技能、学校技能
美吉姆	美国	1983 年成立，2009 年进入中国	400 家左右	欢动课、艺术课、音乐课
积木宝贝	中国	2010 年	180 余家	积木运动课、艺术探索课、创意百科课
东方爱婴	中国	1998 年	330 余家	IMTS、iKid play、iKid Music、iKid English
悦宝园	美国	2004 年成立，2010 年进入中国	400 余家	悦宝灵动、悦宝韵律、悦宝创意、悦宝英语
红黄蓝亲子园	中国	1998 年	946 家	i 入园过渡班、i 萌宝口才秀、i 入学准备班、i TMC 音乐课程、i 探索课程、i 思维课程、i 慧心父母课堂等
纽约国际	美国	2001 年成立，2012 年进入中国	80 余家	健身课、音乐课、艺术课、厨艺课、球类运动课、街舞课、芭蕾舞课、戏剧表演课、M.A.S 课、科学课
新爱婴	中国	2003 年	500 余家	按月龄、潜质、问题具体设置课程
爱乐 bbunion	中国	1993 年	100 余家	IQ 智商课、EQ 情商课、FQ 财商课
亲亲袋鼠	澳大 利亚	1982 年成立，1998 年进入香港， 2004 年进入大陆，2013 年被美 国幼儿科技教育品牌 VINCI 凡 骐收购	70 余家	亲亲脑力课、亲亲美术课、亲亲厨艺课、凡骐双语托班、 凡骐英语

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表12： 美杰姆所在的早教行业分类


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表13： 美吉姆早教中心的城市分布情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

美吉姆早教课程体系主要包括欢动课、艺术课及音乐课。其中，欢动课主要面向 6 周~3 岁半儿童，内容涵盖运动、歌曲、舞蹈、游戏等益智及体能运动；艺术课主要面向 20 个月~6 岁儿童，内容涵盖绘画、印染、建筑教学等；音乐课面向 8 个月~5 岁儿童，以家庭音乐课为主，涵盖节拍练习、乐器演奏等音乐活动。

图表14： 美吉姆早教课程主要包括欢动课、艺术课、音乐课

欢动课	科学的体能运动、有趣的益智游戏和适量的竞技活动	阶段一（6 周-6 个月）	运动、歌曲、舞蹈及多种适合婴儿的骑乘和秋千游戏等
		阶段二（7-13 个月）	入门级的身体伸展性、翻跟头、平衡能力和敏捷性技巧的锻炼，歌曲、舞蹈及各种适合婴儿的骑乘和冒险游戏等
		阶段三（14-22 个月）	歌曲、舞蹈、手偶表演、骑乘、游戏等
		阶段四（23 个月-2 岁半）	歌唱、舞蹈、手偶表演、骑乘游戏和“惊喜时刻”等
		阶段五（2 岁半-3 岁半）	初级运动技巧、精细动作和大动作的熟练程度以及操作性技巧的练习
艺术课	绘画、雕塑、版画、拼贴、印染、动画、建筑等		
音乐课	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		

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

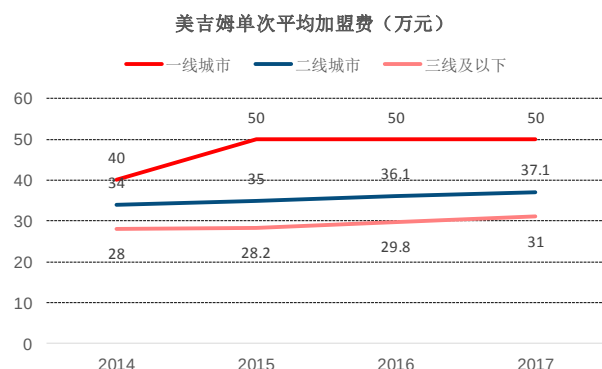
美杰姆向加盟早教中心提供服务获得的收入主要包括初始授权费（30-50 万）、持续授权费（10 万左右）和市场推广费（权益金&推广基金收入指加盟早教中心在加盟期间按其总收入的 9%缴纳）。2016 年~2018 上半年，美杰姆旗下中心数目、会员单价和会员数量持续增长，其中，一线城市会员人均单价和单中心会员量最高，2017 年会员人均单价为 1.69 万元，同比增加 13.4%。整体看，美杰姆综合开班饱和率在 30%以上，2017 年综合开班饱和率达到 31.8%，仍有较大提升空间。

图表15： 2016 年-2018 年上半年 美杰姆各线城市中心收取的权益金&推广基金情况

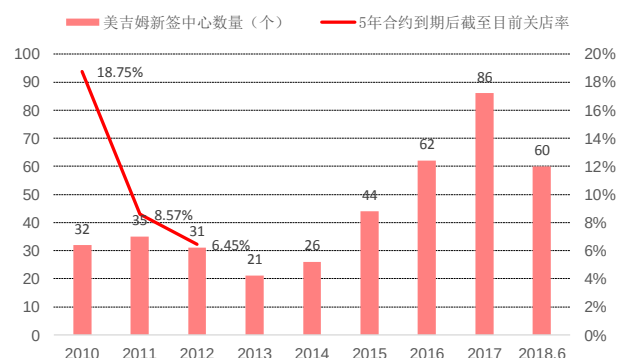
城市	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
一线	经营满一年中（个）	37	46	55
	会员人均单价（元）	14900	16900	18600
	单中心会员量（人）	761	757	283
	退费率	4.15%	3.12%	3.99%
二线	经营满一年中心量（个）	100	134	167
	会员人均单价（元）	11700	12600	13700
	单中心会员量（人）	560	614	245
	退费率	2.56%	2.79%	3.14%
三线及以下	经营满一年中心量（个）	43	66	87
	会员人均单价（元）	10200	10900	11900
	单中心会员量（人）	372	450	186
	退费率	2.17%	1.91%	2.04%
综合开班饱和率		30.98%	31.82%	35.47%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

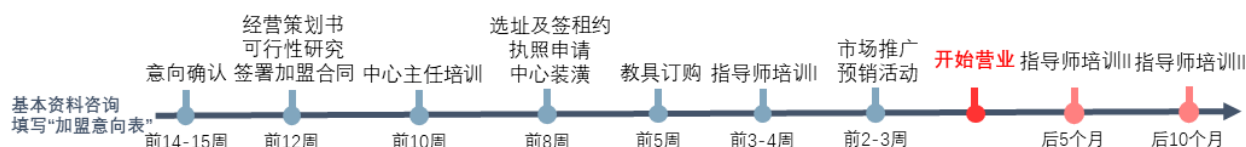
“美吉姆”早教中心加盟期限通常为 5 年以内，在加盟期限届满后可请求继续加盟，标的公司根据加盟中心的合作及运营情况进行决定，2013 年以来标的方每年新签的中心数量快速提升，从 2013 年的 21 家提升到 2017 年的 86 家。2010、2011、2012 年所签的加盟中心其至今的关店比例分别为 18.75%、8.57%、6.45%，整体来看续约比例不断提高。

图表16： 美吉姆在不同城市的加盟费


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

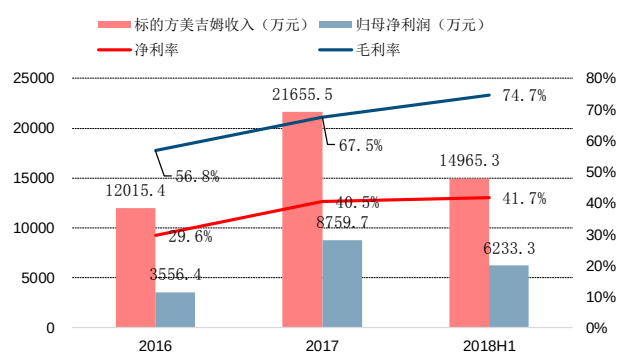
图表17： 历年新增加盟店数量和关店率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

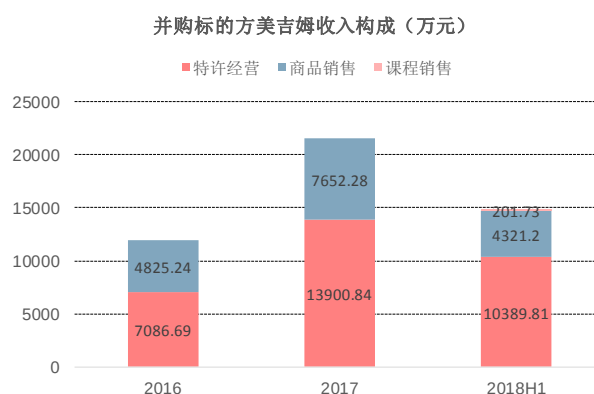
图表18： 美吉姆加盟流程时间表


资料来源：美吉姆官网，中信建投证券研究发展部

2017 年美杰姆实现收入 2.2 亿元，同比增长 80.2%；归母净利润 0.9 亿元，同比增长 146.3%。2017 年特许经营收入占收入比重达到 64.2%，是公司主要收入；商品销售收入占比 35.8%。2018 年上半年美吉姆实现 1.50 亿收入，归母净利润为 0.62 亿元，毛利率和净利率维持在高位，分别为 74.7%和 41.7%。

图表19： 美杰姆的主要财务数据


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表20： 美杰姆收入拆分


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

刘俊君现任美杰姆副董事长、总经理，毕业于清华大学，历任中国惠普经理、恩杰科技市场总监、美智美教育科技总经理等职；王琰现任美杰姆副总经理，中欧国际工商学院 EMBA，兼任爱贝瑞教育科技（北京）总经理；潘岩现任美杰姆财务总监，历任中天嘉华财务经理、正略君策财务高级经理。

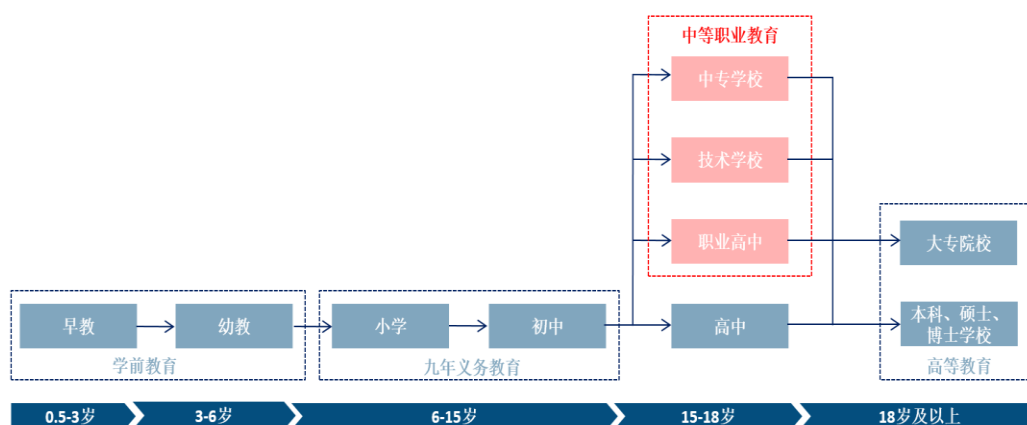
图表21：美杰姆核心管理人员情况

姓名	性别	年龄	履历
刘俊君	男	50	中国国籍，拥有美国永久居留权，1992年毕业于清华大学。曾任中国惠普有限公司经理、太阳计算机系统中国有限公司经理、恩杰科技有限公司市场总监、美智美教育科技（北京）有限公司总经理。刘俊君自 2013 年 8 月起，担任美杰姆副董事长、总经理。
王琰	女	43	中国国籍，无境外永久居留权，拥有山西财经大学国际贸易专业学士学位、英国威斯敏斯特大学国际新闻专业硕士学位，中欧国际工商学院 EMBA。自 2013 年 8 月起，王琰担任美杰姆副总经理。自 2015 年起，王琰担任爱贝瑞教育科技（北京）有限公司总经理。
潘岩	女	42	中国国籍，无境外永久居留权，拥有吉林长春大学会计专业学位。曾任北京中天嘉华集团财务经理、北京正略君策集团公司财务高级经理。自 2013 年 11 月起，潘岩担任美杰姆财务总监。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

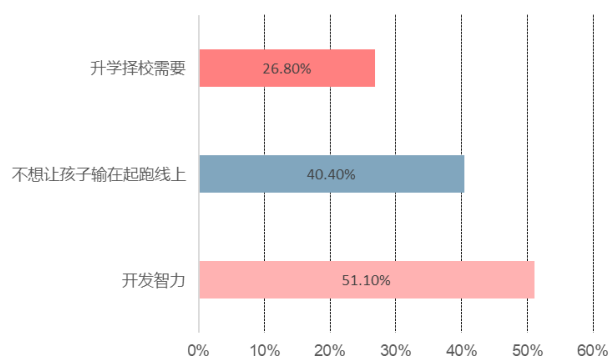
早教行业——二三线城市仍有巨大下沉空间

早教行业属于学前教育阶段，主要是针对 0-6 岁，尤其是 0.5-3 岁的幼儿进行素质教育，偏向于智力开发、人际交往、艺术培养等多个方面。从 2017 年《上海幼儿早期教育（0-6 岁）状况调查》来看，约 57% 的家长为孩子报名了早教课程，平均每个家庭年花费约为 17832 元，平均年花费约占父母年收入的 11.9%。家长选择早教机构的原因中 51.2% 是开发智力、40.4% 是不想孩子输在起跑线，约有 26.8% 是为了升学需要。

图表22：早教属于学前教育阶段


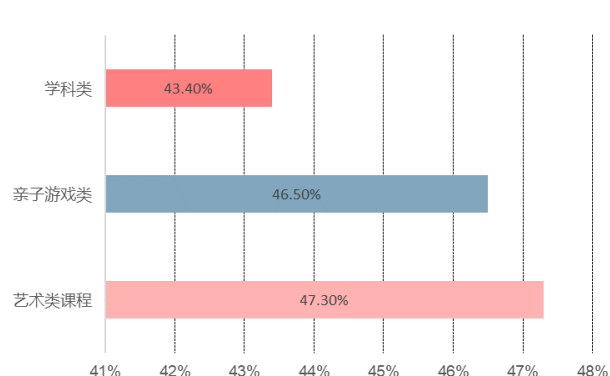
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表23：上海 0-6 岁幼儿家长选择早教机构的三大原因



资料来源：上海质量协会用户评价中心，中信建投证券研究发展部

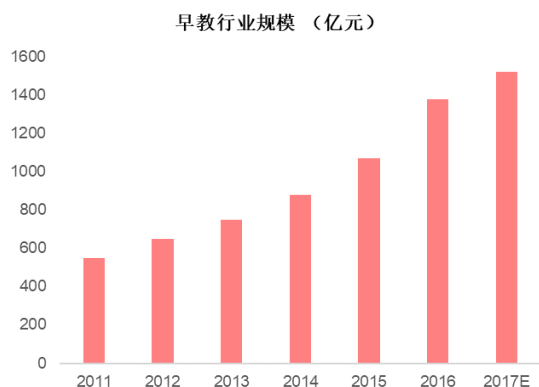
图表24：上海 0-6 岁幼儿家长选报的课程类型



资料来源：上海质量协会用户评价中心，中信建投证券研究发展部

伴随近几年新生儿数目的增长和早教渗透率的提升，国内早教行业市场规模不断扩大，据 Frost&Sullivan 的数据显示，2016 年国内早教中心大约有 6 万家，市场规模达到 1286 亿，覆盖 1580 万学员，市场规模和覆盖群体的年均复合增速分别达到 19.2%和 10.7%。2017 年我国早幼教市场已经突破 1900 亿元。

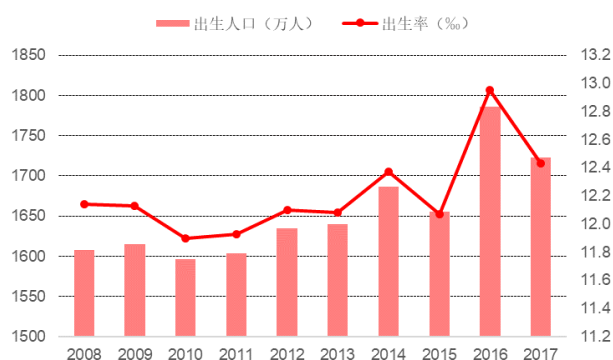
图表25：我国早教行业规模不断增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

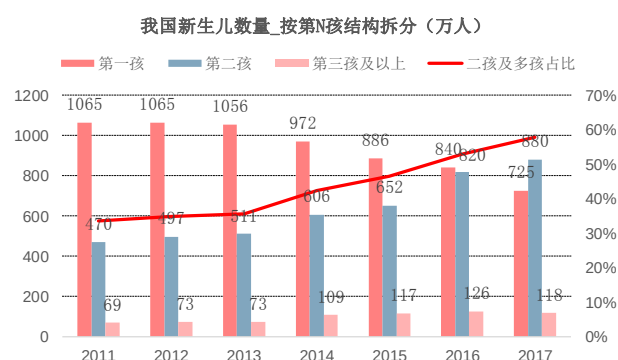
新生儿数据来看，伴随中国生育政策的逐步放开，中国出生人口波动上涨，二孩及多孩数量明显提高。2017 年新生儿数量达到 1723 万人，虽然相比于 2016 年的 1786 万人有所下降，但是仍高于 2008-2011 年间约 1600 万新生儿的水平。

图表26：中国出生人口波动上升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表27：中国一孩数量下降，二孩及以上占比提升



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表28：中国生育政策发展历史

中共十一届三中全会提出实行“独生子女”计划生育政策

《中华人民共和国宪法》

1978

夫妻双方均为独生子女的可以生育第二个孩子的政策，放开“双独”

《中华人民共和国人口与计划生育法》

1982

《关于进一步做好计划生育工作的指示》

农村第一个是女孩的还可以生第二个孩子，“一胎半”政策

2016年1月1日起开始全面实施“二孩”政策，独生子女政策正式落幕

《人口与计划生育法修正案（草案）》

2016

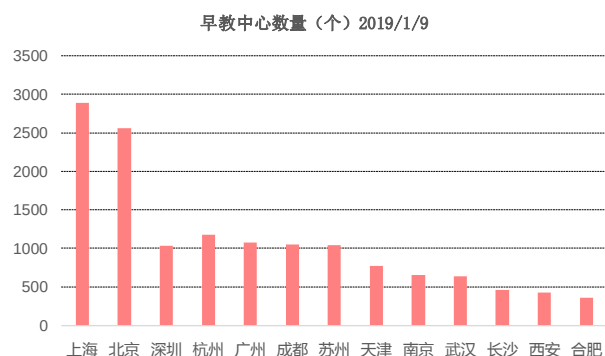
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

实施夫妻双方有一方为独生子女的可以生育第二个孩子，放开“单独”

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

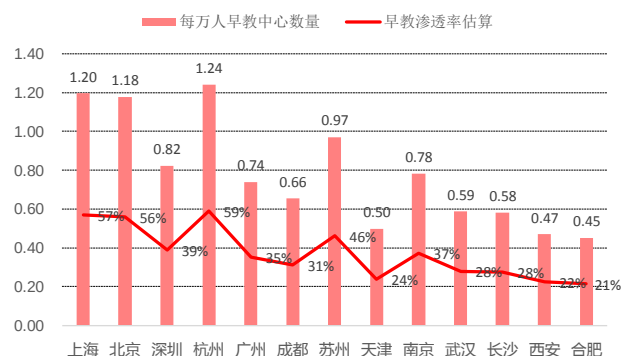
教育作为最刚需的消费服务品，我们看好早教在二三线城市的下沉。国内早教市场目前一线城市最为发达，以上海地区为例，按照大众点评的早教中心数量统计，截止到2019年1月9日上海有2892家早教中心、北京为2559家早教中心，上海、北京、深圳之外的二线城市，在早教中心的数量上相比一线城市仍有较大差距。从每万人早教中心数量来看，经济发达的一二线城市上海、北京、杭州、深圳、苏州分别为1.2、1.18、1.24、0.81、0.97家，经济中等的二线城市武汉、长沙、西安、合肥每万人早教中心数量分别为0.59、0.58、0.47、0.45家，差距较为明显。若以2018年上海地区早教市场57%的渗透率作为基数，假设各地出生率相差不大的前提下，以总人口为参考值，则经济发达的一二线城市上海、北京、杭州、深圳、苏州的早教渗透率分别为57%、56%、59%、39%、46%，经济中等的二线城市武汉、长沙、西安、合肥早教渗透率分别为28%、28%、22%、21%，伴随人均收入的提升，早教市场在二三线城市仍有巨大空间。

图表29： 部分城市的早教中心数量



资料来源：大众点评，中信建投证券研究发展部

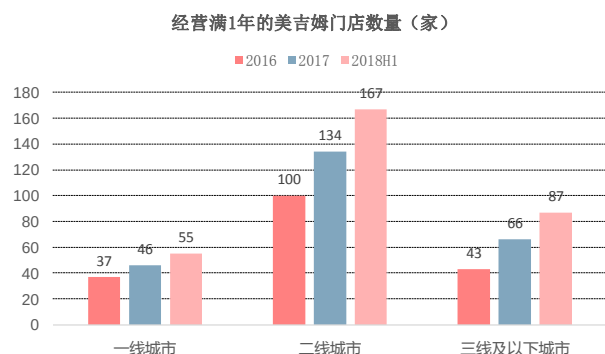
图表30： 不同城市每万人早教中心数量的分布情况



资料来源：大众点评，中信建投证券研究发展部

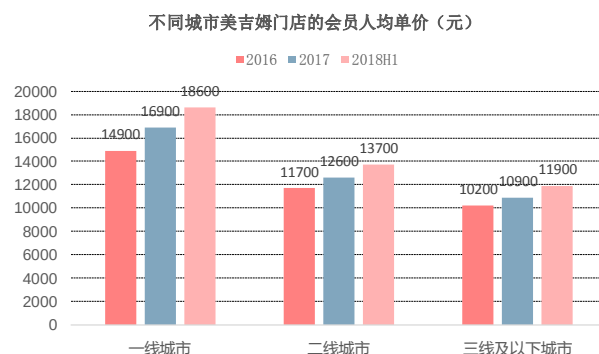
2017 年美吉姆在一、二、三线城市经营满 1 年的门店各有 46、134、66 家，从 2017 年美吉姆在各线城市门店数量增速来看，三线城市最快，同比增长达到 48.8%，二线城市门店数量同比增长 34%，一线城市同比增长 24.3%。伴随二三线城市收入水平和早教意识的提升，其未来的增长潜力更大。

图表31： 二、三线城市美吉姆加盟门店数量增长最快



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表32： 二、三线城市和一线城市客单价有较大差距



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测与风险提示

根据公司目前业务的三个板块给予盈利预测：

- 1) 传统主业塑料管道成套制造装备及五轴高端机床，根据过往 2 年业绩，预计净利润 1000 万元左右；
- 2) 此次并购的美杰姆 70% 股权，标的业绩承诺为 2018、2019、2020 年标的实现净利润分别不低于 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元，详细的官方预测见下表。
- 3) 2017 年收购的楷德教育： 2017、2018、2019 年业绩承诺为 2000、2600、3200 万元。

4) 财务费用方面，此次收购美杰姆公司共出资 23.1 亿元，拟使用前次募集资金和自有资金合计 7.1 亿元支付部分价款（第一期和第二期），并向关联方或银行借款筹集 16.00 亿元支付部分对价（第三四五期）。考虑到此次收购为分期付款，第三、四、五期付款节奏为：公司在 2018 年 12 月 20 日前支付 4 亿元、

在 2019 年 6 月 20 日支付 4 亿元、在 2019 年 12 月 20 日前支付 8 亿元，在前此部分按照五年以上贷款利率 5.90% 计算的话 2019、2020 年利息约为 3600 万、9500 万元。

考虑到 2018 年底美杰姆才完成过户，因此 2018 年对上市公司业绩贡献较小，根据以上四方面预计公司 2018、2019、2020 年归母净利润分别为 0.47、1.73、1.50 亿元。

图表33： 三垒股份 2018-2020 年业绩拆分

单位：亿元，人民币	2018E	2019E	2020E
传统塑料管主业	0.1	0.1	0.1
楷德教育	0.26	0.32	0.32
美杰姆 70%股权（并表口径）	0.105	1.666	2.03
并购美杰姆新增财务费用	0	0.36	0.95
预计归母净利润	0.47	1.73	1.50

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部预测

图表34： 美杰姆 2018 年下半年至 2023 年官方预测的新加盟早教中心数量及时点值

	2018H2	2019	2020	2021	2022	2023
计划新加盟早教中心数量	36	78	78	76	74	68
一线城市	8	10	10	10	10	10
二线城市	16	44	44	42	40	36
三线及以下城市	12	24	24	24	24	22
期初中心数量		424	500	573	643	710
新签中心数量		78	78	76	74	68
当期关店数量		-2	-5	-6	-7	-7
期末中心数量		500	573	643	710	771
早教中心数量增速		17.9%	14.6%	12.2%	10.4%	8.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表35： 美杰姆 2018 年下半年至 2023 年官方利润表预测

	2018H2	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	23,352	48,069	57,538	67,017	77,328	87,582
营业收入增速			19.7%	16.5%	15.4%	13.3%
加盟费收入	1,362	3,110	3,626	4,133	4,618	5,076
权益金&推广基金收入	14,461	30,206	37,512	45,416	53,881	62,589
成套欢动课教具销售收入	3,036	3,998	3,947	3,846	3,745	3,441
非成套欢动课教具销售收入	2,851	6,670	7,828	8,970	10,072	11,119
其他服务收入	765	1,769	2,041	2,303	2,555	2,786
直营中心课程销售及商品销售收入	823	2,211	2,479	2,349	2,457	2,571
其他业务收入	53	105	105			

上市公司深度报告

营业成本	4,749	9,444	11,573	13,003	14,559	16,037
产品销售成本	3,173	5,749	6,346	6,906	7,446	7,847
薪酬福利	708	1,713	2,085	2,491	3,008	3,582
社会公积金	127	305	373	447	541	647
物业	16	16	16	16	16	16
办公费	227	478	572	666	768	870
差旅费	104	233	279	325	375	425
招待费	1	3	3	3	4	5
会议费	41	219	262	305	352	399
培训费	52	113	135	157	181	205
艺术课&音乐&课程服务	262	561	1,448	1,631	1,813	1,986
设计费	4	4	4	4	4	4
其他	35	51	51	51	51	51
税金及附加	165	339	406	474	547	619
销售费用	1,377	3,004	3,673	4,387	5,158	6,054
管理费用	1,625	3,598	4,075	4,567	5,125	5,795
财务费用						
营业利润	15,436	31,683	37,811	44,586	51,939	59,077
利润总额	15,436	31,683	37,811	44,586	51,939	59,077
所得税	3,859	7,921	9,453	11,147	12,985	14,769
净利润	11,577	23,763	28,358	33,440	38,954	44,307
净利润增速			19.3%	17.9%	16.5%	13.7%
毛利率			79.7%	80.4%	79.9%	80.6%
净利率			49.6%	49.4%	49.3%	49.9%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表36： 三垒股份及关联方收购美杰姆的支付款项时间安排

期次	当期金额	投资款支付主体	投资款支付时间
第一期	6.6 亿元	三垒股份	第一期交易价款支付前 5 个工作日
第二期	10.4 亿元	三垒股份 0.5 亿元；珠海融远 4.9 亿元；大连佳兆业 5 亿元	第二期交易价款支付前 5 个工作日前
第三期	4 亿元	三垒股份	2018 年 12 月 20 日前
第四期	4 亿元	三垒股份	2019 年 6 月 20 日前
第五期	8 亿元	三垒股份	2019 年 12 月 20 日前
合计	33 亿元	-	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

风险提示：

- 1) 此次公司并购美杰姆预计将形成较大商誉，若标的未能如期实现业绩承诺，可能造成较大的商誉减值风险。
- 2) 早教课程内容壁垒相比好未来、新东方等 K12 培训较低，未来竞争加剧背景下盈利能力可能面临下滑风险。
- 3) 美杰姆主要通过加盟模式获取收入，其对门店的管理能力会比直营模式要低，面临管理风险。
- 4) 新生儿数量下滑。

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究 5 年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

研究助理 叶乐：复旦大学金融硕士，工科金融复合背景，2016 年加入中信建投证券，2017 年“新财富”中小市值研究第三名，重点研究教育和新消费服务领域，涉及教育、宠物、新零售、化妆品、母婴产业等。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859