

管理构架调整完成，早教龙头扬帆起航

——三垒股份(002621.SZ) 重大事项点评

公司简报

买入(维持)

分析师

刘凯(执业证书编号:S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人

贾昌浩

021-52523835

jiachanghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 3.48

总市值(亿元): 71.29

一年最低/最高(元): 11.99/21.01

近3月换手率: 21.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.60	41.56	50.38
绝对	15.10	42.62	24.31

资料来源: Wind

相关研报

公布重大资产购买草案，并购早教龙头美杰姆持续推进——三垒股份(002621.SZ) 重大事项点评
..... 2018-10-28

数据详解美杰姆教育——三垒股份(002621.SZ) 跟踪报告之二
..... 2018-07-23

33亿元现金并购早教龙头美杰姆教育——三垒股份(002621.SZ) 跟踪报告
..... 2018-06-07

事件:

三垒股份于2019年1月18日召开2019年第一次临时股东大会和第五届董事会第一次会议、第五届监事会第一次会议，关于公司管理人员做了较大调整：刘俊君先生任公司总经理，徐小强先生任公司副总经理。对此我们点评如下：

点评:

◆刘俊君先生任公司总经理，徐小强先生任公司副总经理。

刘俊君先生，毕业于清华大学，研究生学历。曾就职于IBM、中国惠普有限公司，2013年至今任天津美杰姆教育科技有限公司总经理。徐小强先生，毕业于浙江大学，研究生学历。曾任职于教育部，历任发展规划司事业计划处处长，直属基本建设处处长。2018年1月至今任大连三垒机器股份有限公司副总经理。

刘俊君先生和徐小强先生在教育领域拥有丰富的管理经验，此次分别担任公司总经理和副总经理，未来会推动公司进一步加快发展教育业务。

◆高管及控股股东相继完成增持计划。

2018年7月18日公司公告，天津迈格理拟增持公司股票0.61~3.04亿元，截止2019年1月17日增持计划实施完成，霍晓馨、刘俊君、刘祎、王琰、王沈北以增持主体天津迈格理企业管理合伙企业累计增持公司股票674万股，增持价款1.19亿元，占公司总股本的1.94%。

截止1月7日，公司控股股东珠海融诚投资中心(有限合伙)累计增持公司股票303万股，占公司总股本的0.87%，本次增持计划实施完成。截止1月9日，陈鑫先生、徐小强先生、田恩泽先生计划增持公司股份实施完成，其中陈鑫先生增持46万股，820万元，徐小强先生增持22万股，400万元，田恩泽先生增持23万股，400万元。截止1月12日，黄斌先生增持公司股份5055万元，未来3个月内将持续增持约4135万元。

◆按照美杰姆单店模型预测，2018年6月底389个网点满班人数为28万人。

根据我们对美杰姆门店的实地调研，我们建立美杰姆在一二三线城市的单店模型。一线城市单店会员满员人数900人，客单价2万元，消课率68%，计算得到单店收入1224万元，净利润457万元。二线城市单店会员满员人数700人，客单价1.5万元，消课率68%，计算得到单店收入714万元，净利润188万元。三线城市单店会员满员人数600人，客单价1.2万元，消课率68%，计算得到单店收入490万元，净利润153万元。

参照上述单店模型的论述,我们测算截止2018年6月30日美杰姆全国389家门店理论的满员人数和财务数据。目前一线城市有70个门店,满班总人数6.3万人,总收入8.6亿元,净利润3.2亿元;二线城市有207个门店,满班总人数14.5万人,总收入14.8亿元,净利润3.9亿元;三线城市有112个门店,满班总人数6.7万人,总收入5.5亿元,净利润1.7亿元。全国门店满班人数理论为28万人,收入29亿元,净利润8.8亿元。

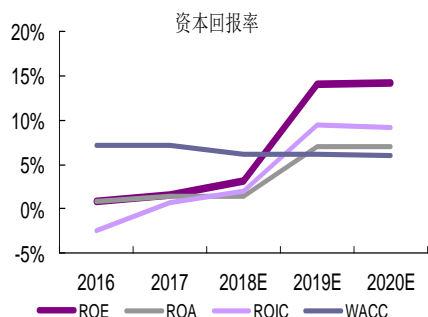
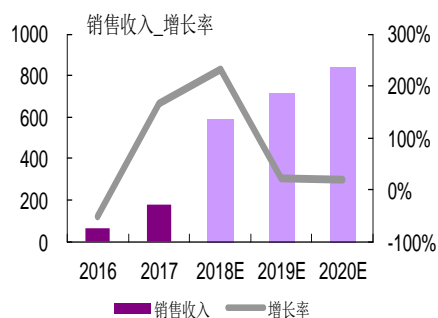
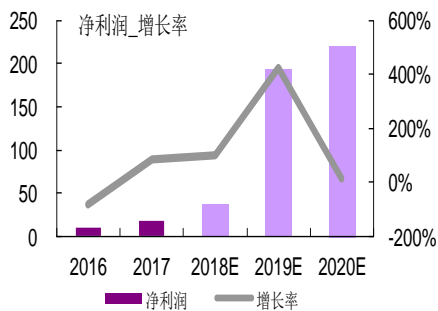
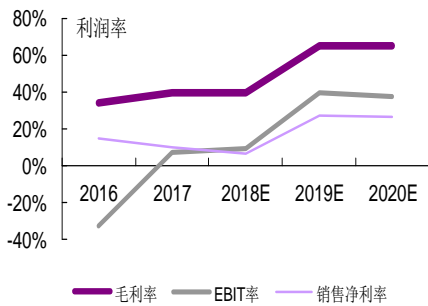
◆风险提示:业绩承诺能否完成的风险、教育政策变化风险等。

◆盈利预测和投资评级。我们维持三垒股份2018~2020年归母净利润预测为0.37、1.93、2.21亿元,对应2018~2020年EPS为0.11、0.56和0.64元,目前股价对应2019-2020年P/E为37x和32x。我们维持公司“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	67	177	587	713	844
营业收入增长率	-50.95%	165.17%	231.50%	21.47%	18.37%
净利润(百万元)	10	18	37	193	221
净利润增长率	-81.81%	82.68%	101.59%	422.61%	14.35%
EPS(元)	0.03	0.05	0.11	0.56	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.89%	1.60%	3.13%	14.13%	14.26%
P/E	710	388	193	37	32
P/B	6.3	6.2	12.1	10.0	8.4

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年1月18日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	67	177	587	713	844
营业成本	44	108	357	250	296
折旧和摊销	15	14	30	39	50
营业税费	1	2	9	7	11
销售费用	6	11	35	30	42
管理费用	21	38	123	143	177
财务费用	-14	-1	25	58	60
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	19	14	0	0	0
营业利润	11	29	29	222	255
利润总额	11	29	44	227	260
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	10	18	37	193	221

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	1,152	1,302	2,486	2,728	3,144
流动资产	1,005	868	1,976	2,106	2,421
货币资金	381	82	273	331	392
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	13	17	56	68	80
应收票据	7	4	13	16	19
其他应收款	0	3	11	13	16
存货	91	97	361	247	295
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	63	59	121	214	293
无形资产	71	71	69	67	61
总负债	20	154	1,301	1,357	1,590
无息负债	20	154	173	211	255
有息负债	0	0	1,128	1,146	1,335
股东权益	1,132	1,148	1,185	1,371	1,554
股本	225	338	348	348	348
公积金	554	441	435	454	476
未分配利润	348	367	400	567	727
少数股东权益	5	3	3	3	3

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-8	32	-800	258	120
净利润	10	18	37	193	221
折旧摊销	15	14	30	39	50
净营运资金增加	-32	87	1,082	91	272
其他	-1	-87	-1,949	-66	-423
投资活动产生现金流	159	-290	-113	-151	-150
净资本支出	-7	-2	-130	-151	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	167	-288	17	0	0
融资活动现金流	-12	45	1,104	-48	91
股本变化	0	113	10	0	0
债务净变化	0	0	1,128	17	189
无息负债变化	-7	134	19	39	44
净现金流	148	-215	190	59	61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-50.95%	165.17%	231.50%	21.47%	18.37%
净利润增长率	-81.81%	82.68%	101.59%	422.61%	14.35%
EBITDA 增长率	-114.31%	-505.83%	209.01%	284.88%	14.07%
EBIT 增长率	-173.56%	-158.87%	310.46%	427.33%	12.21%
估值指标					
PE	710	388	193	37	32
PB	6	6	12	10	8
EV/EBITDA	-646	258	99	26	23
EV/EBIT	-194	534	155	29	27
EV/NOPLAT	-228	879	183	35	32
EV/Sales	64	39	14	12	10
EV/IC	5	6	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	33.70%	39.15%	39.15%	65.00%	65.00%
EBITDA 率	-9.92%	15.18%	14.15%	44.85%	43.22%
EBIT 率	-32.99%	7.32%	9.07%	39.37%	37.32%
税前净利润率	16.84%	16.62%	7.41%	31.89%	30.81%
税后净利润率 (归属母公司)	15.04%	10.36%	6.30%	27.11%	26.19%
ROA	0.83%	1.37%	1.49%	7.09%	7.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.89%	1.60%	3.13%	14.13%	14.26%
经营性 ROIC	-2.40%	0.69%	1.96%	9.49%	9.27%
偿债能力					
流动比率	50.14	5.92	1.79	2.98	1.74
速动比率	45.59	5.26	1.47	2.63	1.53
归属母公司权益/有息债务	-	-	1.05	1.19	1.16
有形资产/有息债务	-	-	1.88	2.07	2.09
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.03	0.05	0.11	0.56	0.64
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.11	0.13
每股经营现金流	-0.02	0.09	-2.30	0.74	0.35
每股自由现金流(FCFF)	0.11	-0.18	-3.24	0.11	-0.29
每股净资产	3.24	3.30	3.40	3.94	4.46
每股销售收入	0.19	0.51	1.69	2.05	2.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781