



# 立足led幼教双主业，直营中高端幼教航母起航

## ——长方集团（300301）深度报告

### 报告摘要：

公司自2005年成立以来深耕LED封装照明领域，在收购特蕾新和贝壳金宝两大幼教集团后，确立了“LED+教育”的双主业，成功完成了教育的跨界布局。

**LED主业纵向延伸，提升规模化生产优势。**公司在LED行业内部大洗牌的背景下，并购深圳康铭盛，进行了产业链的中下游垂直整合，公司建立惠州长方照明产业园，进一步提升公司的规模优势，完成了向综合性LED服务商的转型。公司着力打造照明生态圈，通过设立长方金控，搭建互联网融资平台，以解决PPP模式的路灯照明服务融资难。

**资本涌入，幼教领域迎风起。**2015年全国共有幼儿园22.37万所，其中民办园14.64万所，占比65.43%，民促法也将进一步扩大民办幼儿园的发展空间，加速教育行业资产证券化。目前幼儿园行业并购整合成大趋势，行业集中度在不断提升。同时，幼教领域行业痛点“师资和教育理念”也在逐步解决，看好中高端品牌幼儿园的发展。

**以两大直营幼教集团为核心，打造幼教产业生态圈。**2016年6月集团设立20亿长方易德教育产业基金，11月收购特蕾新和贝壳金宝两大幼教集团，公司坚持直营园模式，脚踏实地做教育。两大集团未来三年计划扩张门店至少130家，承诺未来三年合计利润不低于6000万元、8500万元、12050万元。未来，两大教育集团将在定位、招生、教学三方面发挥协同效应，协力打造教育产业生态圈。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为12.83亿元、15.55亿元和17.56亿元，归属于上市公司股东净利润分别为0.67亿元、1.36亿元和1.56亿元；每股收益分别为0.08元、0.17元和0.20元，对应PE分别为93、45和39倍。给予公司6个月目标价8.61元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**幼教业务并购整合进度不及预期，led业务上游材料提价

### 财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入（百万元）	921.19	1,418.53	1,283.23	1,554.57	1,755.68
增长率（%）	13.32%	53.99%	-9.54%	21.15%	12.94%
净利润（百万元）	50.67	100.87	66.51	135.99	155.89
增长率（%）	84.36%	99.05%	-34.06%	104.46%	14.63%
净资产收益率（%）	6.43%	7.17%	2.97%	5.87%	6.48%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20
PE	41.50	50.72	92.54	45.26	39.48
PB	2.69	3.82	2.75	2.66	2.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2017年01月23日

推荐/首次

长方集团 深度报告

分析师：杨若木

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

S1480510120014

分析师：洪一

hongyi@dxzq.net.cn

010-65424406

S1480516110001

联系人：刘巍放

010-66554151

liuwf@dxzq.net.cn

联系人：季龙飞

010-66554090

jilf@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	6.50-10.50
总市值（亿元）	61.63
流通市值（亿元）	31.66
总股本/流通A股（万股）	79011/40585
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.91

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目录

<b>1. 立足 LED 幼教双主业, 直营中高端幼教航母起航</b>	<b>4</b>
1.1 立足 LED 封装照明, 蓄力进军教育行业	4
1.2 设立子公司长方教育, 以整合幼教优质资源	5
1.3 并表提升业绩, 发力下游照明产品	5
<b>2. 整合 LED 产业资源, 拓展互联网金融服务</b>	<b>6</b>
2.1 紧随 LED 发展趋势, 加速产业链优化升级	6
2.2 行业深度洗牌, 着力提升企业集中度	10
2.3 进军互联网金融, 打造长方照明产业生态圈	11
<b>3. 资本涌入, 幼教领域迎风起</b>	<b>12</b>
3.1 民促法推进, 民办幼儿园整合发展成趋势	13
3.1.1 民促法扩大民办幼儿园发展空间, 加速资产证券化进程	13
3.1.2 幼儿园行业并购整合成趋势, 集中度将提升	14
3.2 行业痛点“教育理念及师资问题”正逐步建立	15
3.3 消费升级与教育观念提升, 中高端幼儿园赢得市场青睐	18
<b>4. 以两大幼教集团为核心, 脚踏实地做教育</b>	<b>21</b>
4.1 收购两大幼教集团, 布局教育领域	21
4.1.1 设立长方易德教育产业基金, 收购两大幼教集团	21
4.1.2 坚持直营, 脚踏实地做教育	22
4.2 重师资培训和教学研究的特雷新幼儿园	23
4.3 采用瑞吉欧教学法的高端金宝国际幼儿园	25
<b>5. 盈利预测及估值</b>	<b>27</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 表格目录

<b>表 1: LED 灯的优点</b>	<b>6</b>
<b>表 2: 2015 年 LED 行业十大并购</b>	<b>10</b>
<b>表 3: 《民办教育促进法》主要修改内容</b>	<b>13</b>
<b>表 4: 部分上市公司正积极布局幼儿园及幼教产业链</b>	<b>15</b>
<b>表 5: 美国幼教模式的不同项目及其特点</b>	<b>16</b>
<b>表 6: 各类幼儿园教职工幼儿配比</b>	<b>17</b>
<b>表 7: 幼儿园班级规模及专任老师、保育员配比</b>	<b>17</b>
<b>表 8: 国际知名幼儿教育理念</b>	<b>17</b>
<b>表 9: 部分连锁幼儿园品牌的模式的基本情况</b>	<b>20</b>
<b>表 10: 长方集团布局幼教领域的举措</b>	<b>22</b>
<b>表 11: 直营和加盟模式对比</b>	<b>23</b>
<b>表 12: 主板幼教企业估值对比</b>	<b>27</b>
<b>表 13: 公司盈利预测表</b>	<b>29</b>

## 插图目录

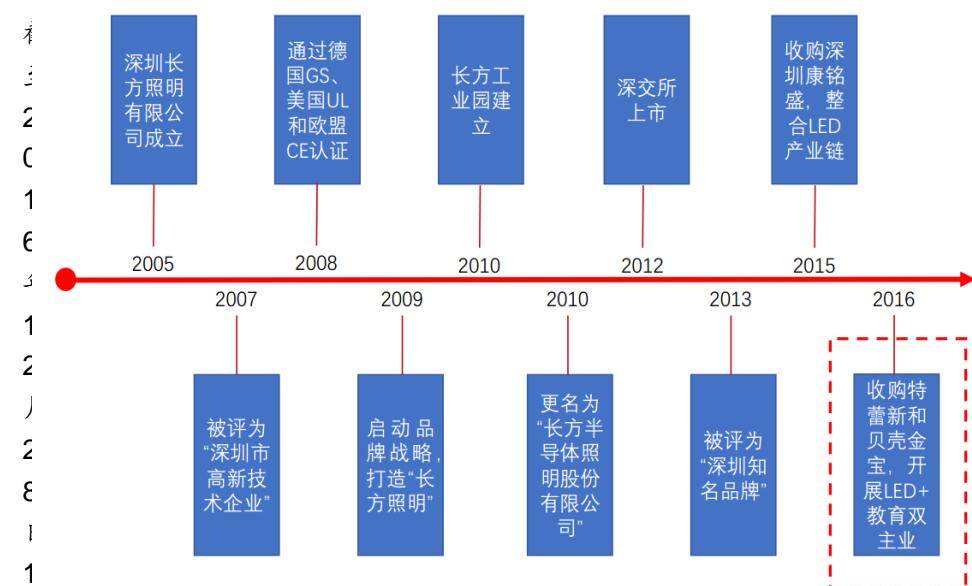
图 1: 公司发展里程碑	4
图 2: 公司主要照明产品	4
图 3: 公司的组成结构	5
图 4: 公司营收结构	5
图 5: 公司盈利能力不断提高	5
图 6: 大功率 LED 封装工艺流程	7
图 7: LED 封装市场规模及增长速度	7
图 8: LED 产业市场份额占比及增速	8
图 9: 全球 LED 照明渗透率	8
图 10: LED 应用市场份额占比	8
图 11: LED 芯片公司 2015 年毛利及毛利率	9
图 12: LED 封装公司 2015 年毛利及毛利率	9
图 13: LED 照明公司 2016 上半年净利润及增速	9
图 14: 长方集团毛利率与净利率	9
图 15: 公司主营业务的营业收入	9
图 16: 公司主营业务毛利	9
图 17: LED 企业数目及其减速	11
图 18: 长方照明产业生态圈	11
图 19: PPP 模式运营方式	12
图 20: 幼教行业的三种模式	13
图 21: 2011-2015 在园幼儿数量及增速	14
图 22: 民办幼儿园为主导	14
图 23: 前五大幼儿园直营与加盟门店总数	14
图 24: k12 行业集中度	14
图 25: 新加坡学前教师培训标准	16
图 26: 中国城镇居民人均可支配收入及增速	18
图 27: 中国城镇居民人均教育文娱支出及增速	18
图 28: 中国的 80 后、90 后教育观念升级	18
图 29: 2005-2015 年高等教育毛入学率变化	19
图 30: 品牌优势、课程、师资是家长考虑的主要因素	20
图 31: 两大幼教集团协同发展	22
图 32: 特蕾新艺术幼儿师范学校举办活动	24
图 33: 特雷新幼儿园课程设置	24
图 34: 瑞吉欧教学法特点	25
图 35: 金宝幼儿园学习区 (图书馆、儿童剧场、儿童厨房、美劳教室)	25
图 36: 瑞吉欧方案教学事例	26
图 37: 金宝幼儿园紫荆伙伴计划宣传图片	27

## 1. 立足 LED 幼教双主业, 直营中高端幼教航母起航

### 1.1 立足 LED 封装照明, 蓄力进军教育行业

公司成立于 2005 年, 是一家集研发、设计、生产、销售为一体的综合性 LED 照明服务供应商。2008 年, 公司建立了大功率 LED 光源企业标准, 奠定了以 LED 封装为主营业务的商业运营基础。2010 年, 长方产业园区建立完成, 产能得到进一步提高和释放。2012 年, 公司成功于深交所创业板上市。2015 年, 公司收购深圳康铭盛公司, 成功转型 LED 封装和照明应用的综合性服务商。2016 年, 公司收购了国内两大著名幼儿园品牌特蕾新及贝壳金宝, 为公司后期发展开辟了新的核心业务, 确立了 led 幼教双主业的发展战略。

图 1: 公司发展里程碑



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2

公司的主要产品有 LED 路灯和集成大功率光源。LED 路灯产品坚固可靠, 通用性强, 有光线柔和, 节能环保的特点。集成大功率光源热阻低, 有高输出光通量、能耗低的产品优势。

图 2: 公司主要照明产品



LED 路灯



集成大功率照明



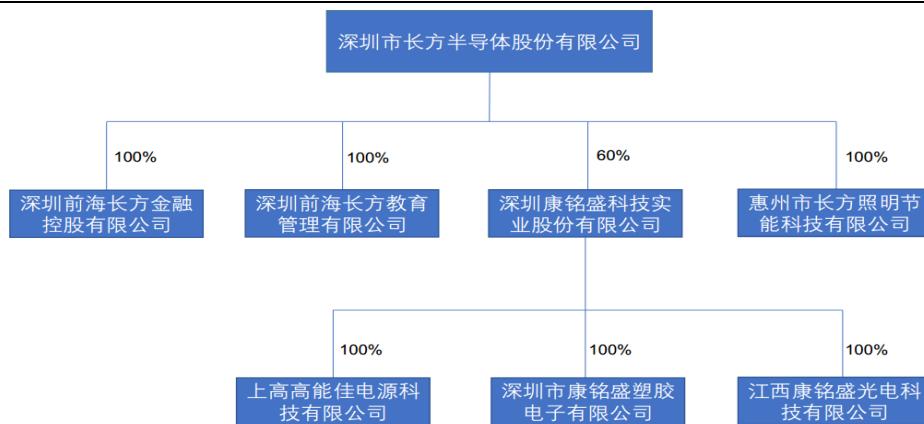
SMD 系列光源

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 1.2 设立子公司长方教育, 以整合幼教优质资源

公司有 3 个全资子公司和 1 个控股子公司, 分别是深圳前海长方金融控股有限公司、深圳前海长方教育管理有限公司、惠州市长方照明节能科技有限公司和深圳康铭盛科技实业股份有限公司。长方金控为公司 PPP 模式的节能照明业务提供了可靠的互联网金融融资平台, 长方教育通过整合幼教行业优质资源, 提升幼教服务质量, 为公司构建幼教生态圈打下了坚实的基础。

**图 3: 公司的组成结构**

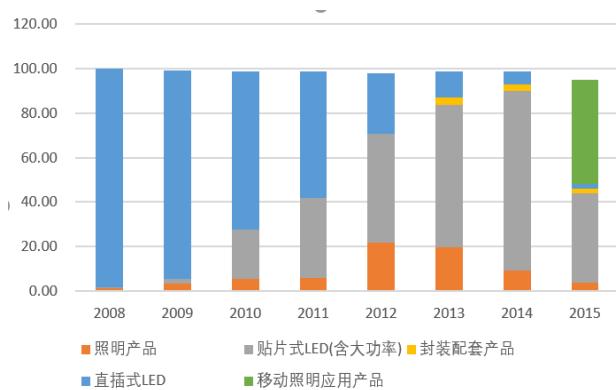


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.3 并表提升业绩, 发力下游照明产品

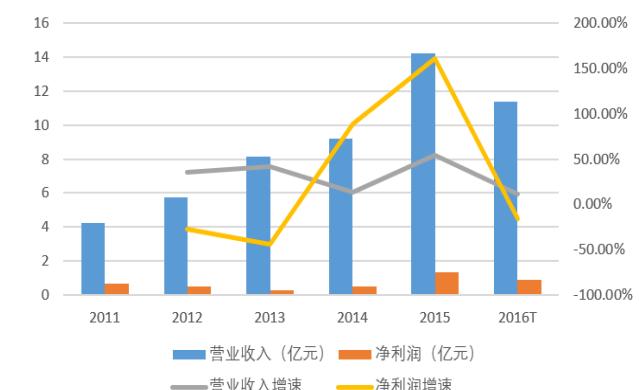
在 LED 行业两极分化严重、产业深度洗牌的大环境下, 公司通过收购深圳康铭盛, 将营业重心适时地由中游封装转移至毛利率高的下游产品, 保障了公司的营收能力。截止 2016 年 9 月, 公司营业收入达到 11.37 亿元, 比去年同期升高了 11.73%, 归母净利润达 0.53 亿元, 比去年同期降低了 15.74%, 总体处于稳定健康的发展态势。

**图 4: 公司营收结构**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 5: 公司盈利能力不断提高**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2.整合 LED 产业资源, 拓展互联网金融服务

### 2.1 紧随 LED 发展趋势, 加速产业链优化升级

**LED 节能环保, 符合国家能源发展需要。**目前市场上流通性最好的照明设备是白炽灯具、节能灯、荧光灯和 LED 灯。白炽灯能量转换效率偏低, 仅有 5% 的电能是以光能形式释放, 95% 电能则以热能形式损失, 寿命短; 节能灯容易损坏, 且在使用过程中会产生一定的电磁辐射, 对人体健康会产生危害, 在生产过程中和废弃处理时会发生汞污染; 荧光灯有灯丝发光易烧、热沉积、光衰减等缺点, 也存在汞污染和能量转换效率低的问题。而与上述灯具相比, LED 灯则具备着无可比拟的优势, 能耗低, 基本无污染物质释放, 符合国家提倡的节能环保策略, 且其综合使用成本较低, 是未来灯具的发展趋势。

表 1: LED 灯的优点

具体优势	优势简介
灯具小巧	LED 灯是将 LED 晶片封装在透明的环氧树脂里, 在制作与应用上可以节省大量材料与空间
能耗低	消耗的电能比相同光效的白炽灯减少 90% 以上, 比节能灯减少 70% 以上
坚固耐用	LED 晶片被完全封装在环氧树脂里, 极难摔断, 也少有热效应而可能挥发, 熔断
使用寿命长	在恰当的电流和电压下, LED 灯的使用寿命可达 10 万小时, 理论上产品生命达到 10 年以上
安全低电压	LED 灯使用低压的直流电源, 供电电压在 6-24V 之间, 适用于家庭和公共场所
适用范围广	每个单元 LED 小片是 3-5mm 的正方形或圆形, 更适合于制备造型工艺复杂的器件
色彩丰富	LED 是数字控制, 基于三原色, 发光芯片能发出多种颜色
热量散发少	基本无电流热效应, 不会受热胀冷缩的影响而炸泡, 不会令灯泡发黄, 不会令灯具加速老化, 不会对周边环境构成温室效应
环境污染小	没有金属汞的危害, 对盐碱及大部分溶剂稳定, 不容易损坏, 不会对环境形成污染
费用更低	LED 的能耗特别低, 长期而言可以节省大量的电费, 综合使用成本更加划算

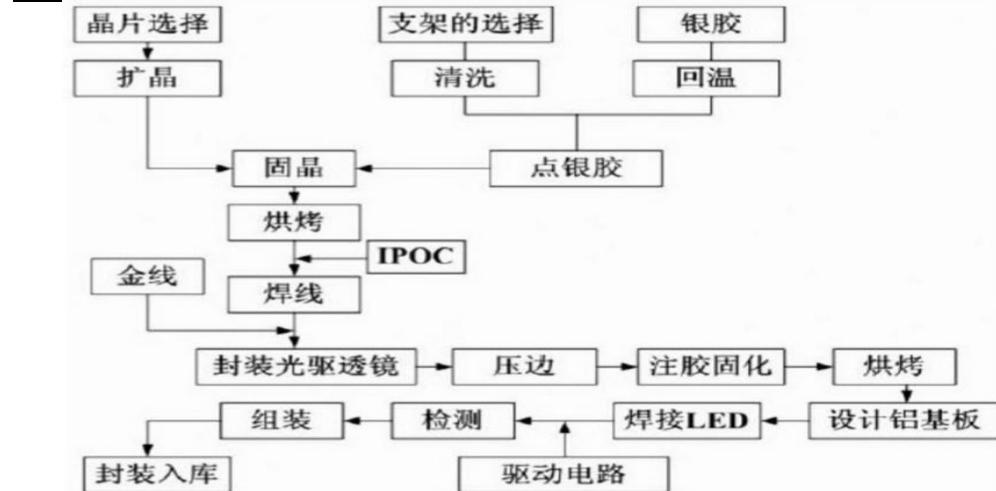
资料来源: LEDinside, 东兴证券研究所

LED 行业可根据产业链分类标准分为上游、中游和下游三个部分, 其中上游主要负责外延材料和芯片的制造, 中游主要负责各种 LED 器件的封装, 而下游则是 LED 的应用产品产业。中游封装在整个产业链中起着承上启下的作用, 国内 LED 封装技术趋于成熟, 形成了完善的一体化封装体系。

**LED 已进入微利时代, 国内产能过剩, 价格已几乎透明。**行业巨头不断开启并购以及产能扩张, 产业化集中程度得到高度提升, “大者恒大”的产业趋势也越来越明显。随着, 行业逐渐回暖, 产品价格提升, 利润得以提高。16 年底掀起的一波涵盖配件、芯片、封装以及下游应用全产业链的涨价潮, 说明了行业供需关系的

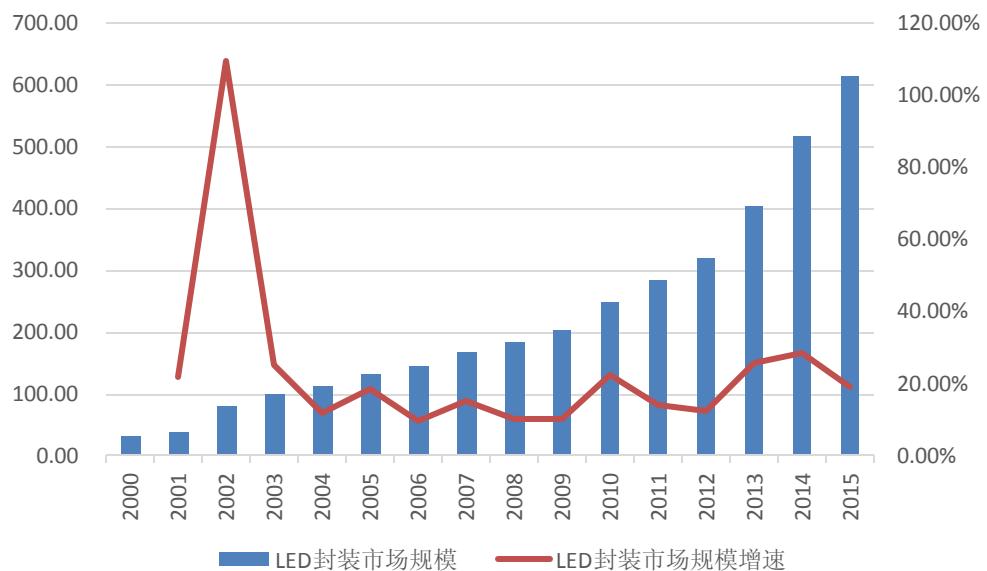
改变和产业内部的整合升级效果初显。

**图 6: 大功率 LED 封装工艺流程**



资料来源: OFweek 电子工程网, 东兴证券研究所

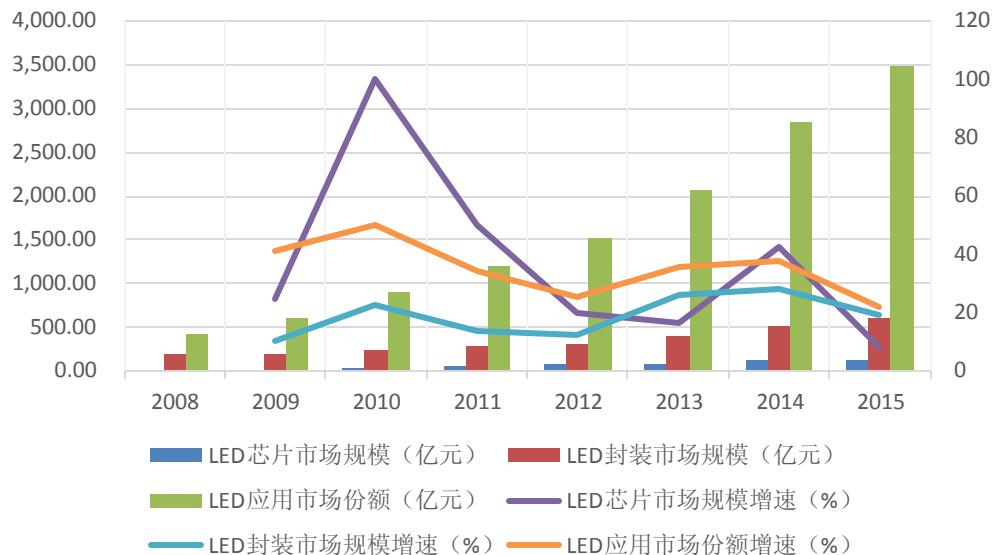
**图 7: LED 封装市场规模及增长速度**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

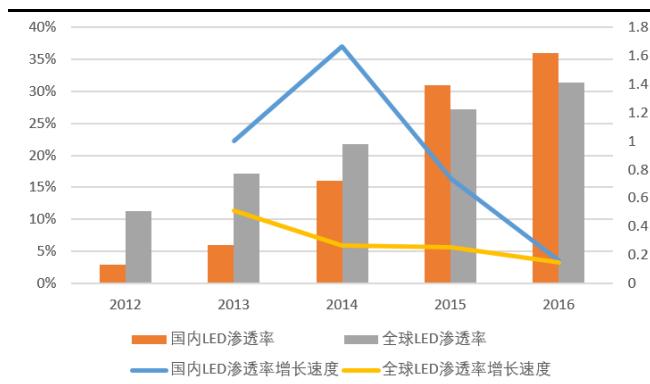
**LED 下游产业发展空间巨大。**2007-2015 年, LED 市场规模由 483 亿元提升至 4245 亿元, 年增长符合率为 31.22%, 其中上游 LED 芯片市场规模为 151 亿元, 中游封装为 615 亿元, 下游 LED 应用产品为 3479 亿元, 封装与应用产业所占比例高达 96.44%, 由此可见, LED 产业规模重心主要分布在中下游生产应用领域。在 LED 下游照明应用产业中, 又可细分为通用照明、景观照明、背光应用、显示屏、信号及指示灯、汽车照明等领域, 其中 2009-2015 年通用照明由占 LED 应用规模的 13% 增长至 45%, 为增速最快的应用细分领域。

图 8: LED 产业市场份额占比及增速



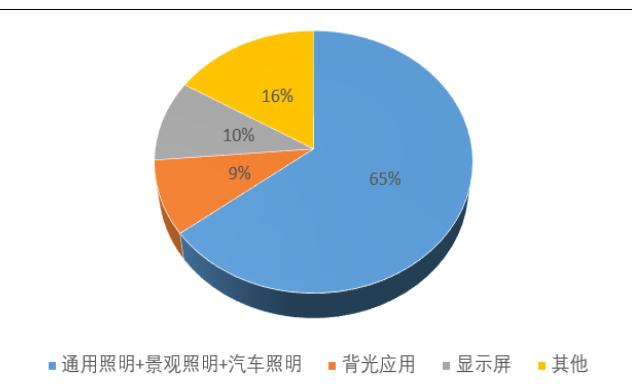
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 9: 全球 LED 照明渗透率



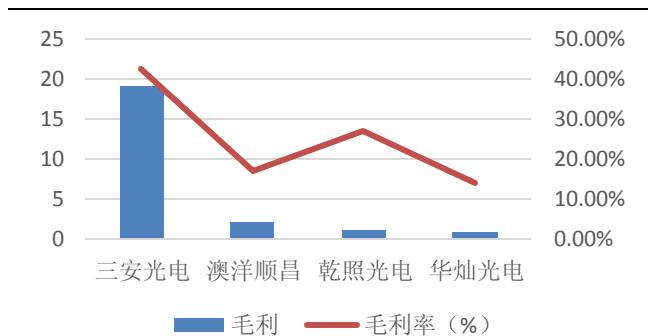
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 10: LED 应用市场份额占比

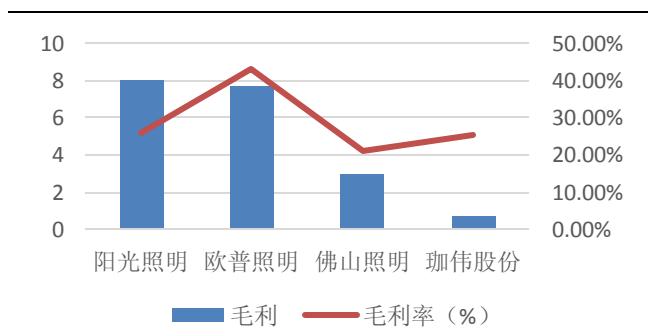


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**公司收购深圳康铭盛，优化延伸既有 LED 产业链。**公司以现金及发行股份的方式以总价 5.28 亿元人民币收购深圳康铭盛 60% 的股权，其中以现金方式支付交易对价中的 7920 万元，以发行股份方式支付交易对价中的 44880 万元，每股发行价格为 12.31 元。康铭盛是一家专门从事 LED 移动照明应用产品研销的公司，公司通过产业重组促进了中游下游的产业链垂直整合，实现了不同优势互补。同时，通过加强产品生产过程中各环节的相互配合，减少了中间不必要的生产环节，节约了一定的运营成本，增强了企业的核心竞争力。

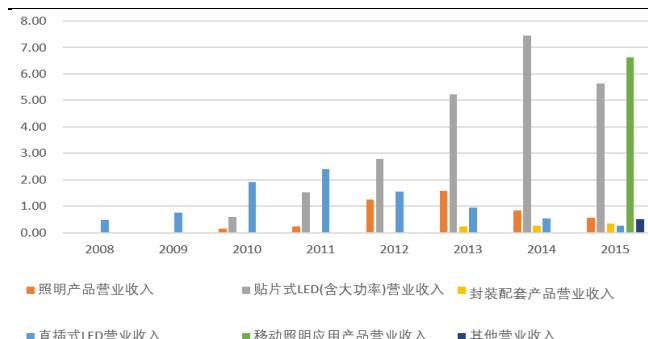
**图 11: LED 芯片公司 2015 年毛利及毛利率**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

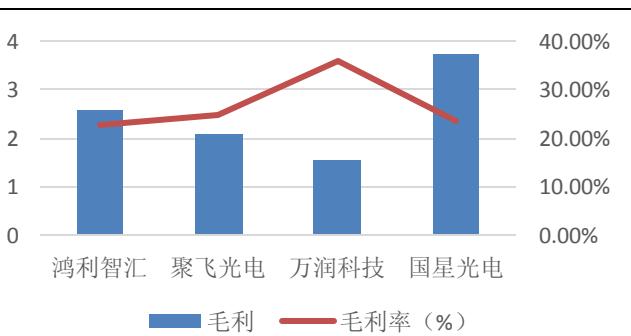
**图 13: LED 照明公司 2016 上半年净利润及增速**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司适时地将营业重心从中游产业过度到下游产业。公司把握 LED 的未来发展趋势，在市场竞争加剧和照明应用市场快速增长的背景下，巩固在封装市场的竞争地位的同时积极拓展下游照明产业，着力于中下游产业链的优化整合。2015 年，公司的移动照明应用产品占公司总营业收入的 47.47%，贴片式 LED 营业收入占比 40.40%，实现了移动照明业务的重大突破。LED 移动照明应用产品市场空间大，毛利率高，为公司 led 主业增加了新的利润增长点。

**图 15: 公司主营业务的营业收入**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**图 12: LED 封装公司 2015 年毛利及毛利率**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

**图 14: 长方集团毛利率与净利率**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

**图 16: 公司主营业务毛利**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 2.2 行业深度洗牌, 着力提升企业集中度

**行业两极化分层, 并购整合持续发酵。** 2015 年起, 受到国家经济发展速度放缓影响, 市场需求增长速度不及预期, 产品性能不断提升价格却不断下降, 竞争愈演愈烈, 行业洗牌进一步加剧。随着 LED 供应商的增多与行业内部的价格战的推动, 行业市场同质化竞争激烈, 大企业通过并购规模进一步做大, 而中小企业受于资金、客户和渠道的多重限制, 导致企业市场运营成本越来越高, 市场拓展越来越难, 库存压力越来越大, 停业或退出则成为常态。

据统计, 2016 年 LED 行业内共发生 40 起重要的并购整合交易, 总交易金额超过 220 亿元人民币, 其中行业内部的垂直整合并购占交易金额的 37%, 跨界融合并购占交易金额的 63%。

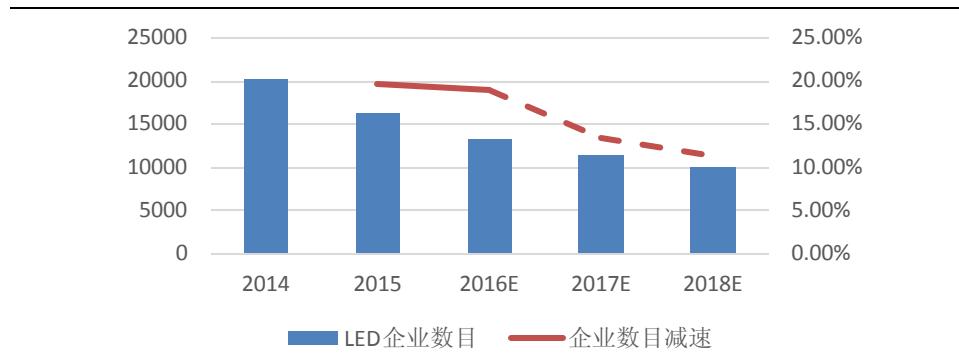
表 2: 2015 年 LED 行业十大并购

并购公司	并购情况简介
利亚德	以总价 8.9 亿元收购广州励丰文化科技股份有限公司和北京金立翔艺彩科技股份有限公司 100% 股份, 是利亚德外延拓展业务领域和渠道的重要一步
晶元光电	晶元光电以现金 8.25 亿元新台币收购台积电与其子公司台积光能所持有的台积固态照明全部股份, 显示了晶元光电跨界发展的决心
恩智浦	恩智浦以约 118 亿美元的现金加股票收购飞思卡尔
GO Scale Capital	GO Scale Capital 以 33 亿美元收购荷兰皇家飞利浦公司旗下 Lumileds 80.1 % 的股份
顺风清洁能源	顺风清洁能源以 20.4 亿港元收购晶能光电 59% 的股份, 实现了芯片商和能源领域的结合
开发晶	开发晶控股子公司普华瑞以 1.3 亿美元收购 BridgeLux100% 股权, 进行从芯片到模块的垂直产品整合以及氮化镓上硅芯片的开发
广东省电子信息产业集团	广东省电子信息产业集团以 26.21 亿元收购欧司朗控股有限公司 100% 股份
华灿光电	华灿光电以 10.8 亿收购蓝晶科技 100% 股权, 反映了企业跨界并购寻找新的利润增长点、互补性并购优化产业链的转型路径
万润科技	万润科技以发行股份及支付现金的方式, 分别收购鼎盛意轩 100% 股权以及亿万无线 100% 股权, 表明了其向与 LED 照明产品相关联的广告传媒领域延伸发展的意图
飞乐音响	飞乐音响以现金 13840 万欧元收购喜万年品牌的 80% 股份; 同时又以现金 1040 万欧元收购 Havells Exim Limited 的 80% 股份

资料来源: 中国自动化网, 东兴证券研究所

**LED 产业链集中度提高, 产业龙头受益。** 2016 年第二季度后, 供需关系得到改善, 下游产业需求稳定提高, 部分 LED 产品价格上调, 龙头企业盈利能力稳步改善。2015 年, 将近 4000 家 LED 公司退出市场, 其中低端落后的中下游产能已

被市场淘汰, 行业集中度显著提升, 未来行业集中度将会进一步得到提高, 产业链持续固化。如木林森增资收购了多家照明企业, 未来产能将会得到大幅提高; 国星光电通过与美国公司合作, 奠定了产品海外营销的坚实基础。

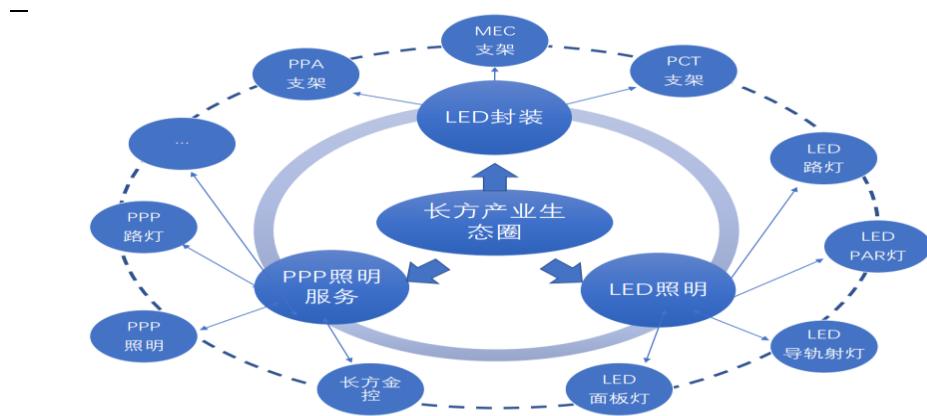
**图 17: LED 企业数目及其减速**


资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

公司顺应行业回暖契机, 提升集中度扩大产能。公司抓住 LED 产业整合后稳定利好的行业大环境, 增资在惠州建立了新的工业园, 提升产品研发销售生产能力的运营效率的同时, 也为后续 LED 移动照明应用产品的产能扩张打下坚实的基础。公司充分利用惠州土地的优惠政策, 节省了用地成本, 同时惠州 LED 一体化产业链和产业规模的优势, 丰富的供应商与客户资源都为公司提供了较有利的成长条件和成长空间。

### 2.3 进军互联网金融, 打造长方照明产业生态圈

着力打造 LED 照明产业生态圈。公司通过设立全资子公司深圳前海长方金融控股有限公司, 为公司发展 PPP 模式的新业务方向搭建了互联网金融平台, 提供了优越的项目融资条件。公司实现了始于 LED 的研发生产至照明应用的业务模式, 到融资发展新业务, 扩大产品适用范围, 提高公司品牌形象的全方位整合转型, 照明产业生态圈已初具雏形。

**图 18: 长方照明产业生态圈**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司围绕主业设立互联网金融平台, 解决 PPP 模式业务下市场融资困难、能力不匹配的问题。公司设立长方金融, 为 PPP 模式的 LED 业务服务提供互联网融资平台。公司为承接照明节能服务业务, 在长方金融平台定增募集不超过 9.1 亿元人民币, 为 LED 主业新的利润点做好了坚实的铺垫, 也为打造长方照明产业生态圈, 推进实施公司战略目标打下坚实的基础。

全国路灯改造需求和资源存在地区的差异化, 存在着资源和需求难以匹配的问题, 而长方金控解决了这一资源分布不均的问题, 通过互联网融资平台解决了融资难的问题。通过寻找锁定优质的项目方, 借助资本积累实现业务的高速发展, 抢占 PPP 模式照明行业的先机。目前公司和华旗源、新阳蓝光和亚非节能达成了项目约定, 未来将更加积极拓展与更多企业的合作, 实现新业务的盈利。

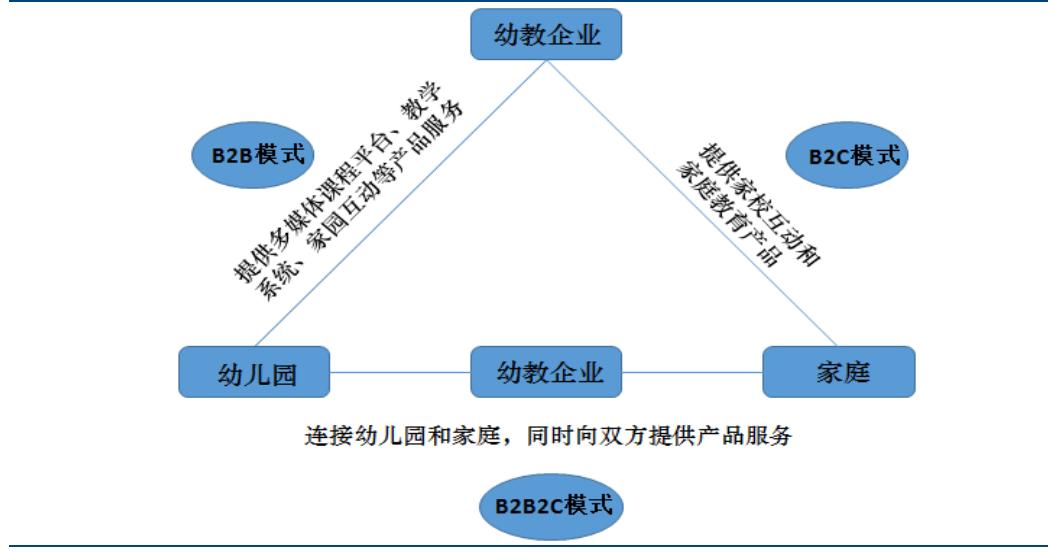
图 19: PPP 模式运营方式



资料来源: 网络资料整理, 东兴证券研究所

### 3. 资本涌入, 幼教领域迎风起

在整个幼教产业链中, 我们认为幼儿园是最好的切入口。其一, 从需求端看, 目前随着全面二胎政策的放开, 新生儿数量激增, 未来幼儿园缺口较大。其二, 从供给端看, 随着民促法的推进, 政府放开供给端入口, 民办幼儿园将会获得更多政策利好。其三, 相对于幼教其他领域, 我国幼儿园经营与盈利模式较为成熟, 经营状况良好, 并且前期可通过对幼儿园资源的整合, 获得生源入口, 企业后期可植入幼教内容、教育信息化等产品增值服务。因此, 我们认为投资幼儿园标的是进入幼教领域最好的切入口。

**图 20: 幼教行业的三种模式**


资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

### 3.1 民促法推进，民办幼儿园整合发展成趋势

#### 3.1.1 民促法扩大民办幼儿园发展空间，加速资产证券化进程

2016 年 11 月，《民办教育促进法》三审通过。修改后的《民促法》确定了民办教育的分类管理方式，将民办学校分为营利性与非营利性，并在此基础上规定了税收政策、扶持政策、土地政策以及法律地位。

**表 3：《民办教育促进法》主要修改内容**

要点	内容
准入性	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但是不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
收益性	非营利性民办学校收费具体办法，由省、自治区、直辖市人民政府制定，营利性民办学校的收费标准，实行市场调节、由学校自主决定。
税收	非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠
土地使用	新建、扩建非营利性民办学校，人民政府应当按照公益事业用地及建设的有关规定以土地划拨等方式予以优惠。
债务清偿	非营利性清偿债务后剩余财产继续用于非营利性学校办学；营利性民办学校清偿债务后剩余财产按公司法有关规定处理分配。
合理回报	增加“修法前设立的民办学校，选择登记为非营利性的，终止时，可综合考虑出资人在修法施行前的出资、取得合理回报的情况及办学效益等因素，给予出资者相应的补偿或奖励，其余财产继续用于非营利性学校办学；营利性民办学校应当进行财务清算，依法明确财产权属，并缴纳相关税费，重新登记，继续办学。”

资料来源：教育部，东兴证券研究所

**民促法明确分类管理，扩大民办教育发展空间，加速教育行业资产证券化进程。**  
对民办学校按照非营利性和营利性进行分类管理，明确了民办教育的合法地位，

从法律上破解了困扰民办教育发展的学校法人属性不清、财产归属不明、支持措施难以落实等等这些瓶颈问题, 为上市公司扫除了外延并购教育资产的法律障碍, 加速教育行业的资产证券化进程。对于民办化程度较高的幼儿教育来说, 其潜在资产证券化意愿十分强烈。

### 3.1.2 幼儿园行业并购整合成趋势, 集中度将提升

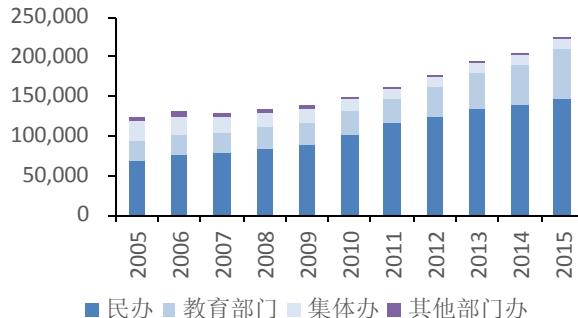
幼儿园数量增长势头强劲, 民办幼儿园市场占有率高。据国家统计局数据显示, 2014 年我国幼儿在校学生数达到 4264.83 万人, 比上年增加 214.11 万人, 增长率达到 5.0%; 2015 年幼儿园总数达到 22.37 万所, 比 2014 年 (20.99 万所) 增加了 1.13 万所, 增长率为 5.1%。其中民办幼儿园 14.64 万所, 占比达到 65.44%。

图 21: 2011-2015 在园幼儿数量及增速



资料来源: 教育部, 东兴证券研究所

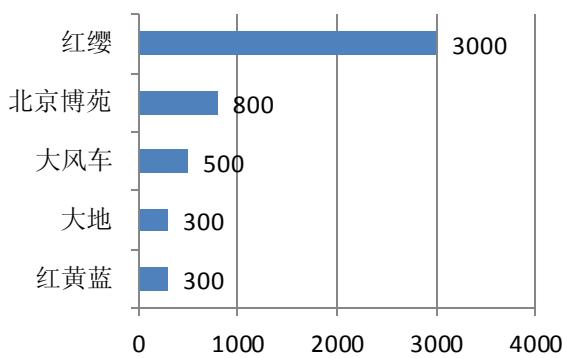
图 22: 民办幼儿园为主导



资料来源: 交易部, 东兴证券研究所

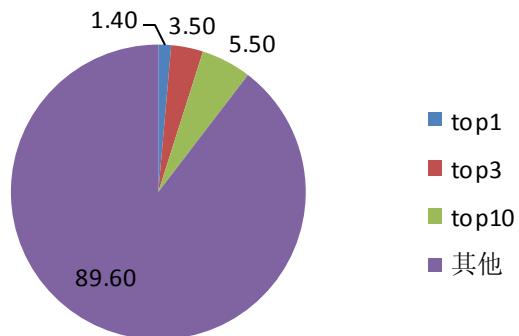
幼儿园市场行业集中度低, 市场有待整合。截至 2016 年 6 月, 我国前五大民办幼儿教育机构 (红缨、北京博苑、大风车、大地、红黄蓝) 拥有加盟及直营幼儿园合计约 4900 所, 市场占有率为 2.2%, 行业集中度比 k12 更低。

图 23: 前五大幼儿园直营与加盟门店总数



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 24: k12 行业集中度



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

大量资本涌入, 市场集中度不断提升。目前, 教育产业基金正在发力, 从 2016 年 1 月开始多家上市公司设立教育产业基金, 进行教育布局。在幼教领域中, 威创股份、秀强股份等上市公司正积极布局幼儿园及幼教产业链, 未来随着幼儿园品牌化的大趋势, 幼儿园龙头品牌市场集中度有望提升。

**表 4: 部分上市公司正积极布局幼儿园及幼教产业链**

公司	收购标的	收购时间	投资资金 额	收购股 权	标的的核心业 务	EPS		PE	
						2014	2015	2015	TTM
威创股份	红缨教育	2015 年 2 月	5.2 亿元	100%	幼儿园	0.13	0.14	172.4	62.4
	金色摇篮	2015 年 9 月	8.57 亿 元	100%	幼儿园				
	领投 B 轮 融资—贝聊	2016 年 1 月		16.7%	幼儿园家校 互动服务				
	艾乐教育	2016 年 2 月	0.6 亿	33.7%	为幼儿园提 供一体化服 务				
	启迪威创 教育投资	2016 年 2 月	810 万	81%	投资幼教早 期创业项目				
秀强股份	全人教育	2015 年 11 月	2.1 亿元	100%	幼儿园、家校 互动服务	0.2	0.32	123.8	69.2
伟才教育	稷贤教育 咨询有限 公司	2016 年 8 月	30 万元	20.32%	幼儿园加盟	-	-	-	-

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.2 行业痛点“教育理念及师资问题”正逐步建立

幼教行业标准建立最大的痛点在于师资与理念。

**第一大痛点为师资。**我国幼师学历普遍偏低, 从业后也缺乏专业成长平台, 而在招聘方面, 专业要求越来越高的同时, 幼儿园教职工整体待遇却并不高, 月平均工资甚至与城镇居民最低生活水平接近。幼教教师良莠不齐, 对幼教行业长期良性发展不利。

而以国家教育处以国际领先水平的新加坡为例, 新加坡育儿师范教育培训分为初级、中级、大专以及学位教育四个等级, 不同层级的教师需要接受不同水平的培训课程, 同时幼儿教育各个方面也有相关法规进行规范。标准化的师资培训体系使得新加坡幼教质量有所保障。

图 25:新加坡学前教师培训标准

课程申请者标准	课程管理标准	课程内容标准	课程评价和实习监管标准	人员质量标准
<ul style="list-style-type: none"> <li>学术要求: 五门不同课程普通教育资格证</li> <li>语言要求: 雅思6.5</li> <li>专业要求: 专业资格证证书</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>培训机构需要家里相关政策和机制来评估表现结果、保持学术和非学术记录、管理受训者福利、处理投诉意见</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分为核心和次属两大模块</li> <li>核心知识包括认知、语言、社会、情感、道德和心理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对实习过程、实习中心标准、实习监管做了规定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全职学术领头人 (AH)</li> <li>全职课程管理者 (CA)</li> <li>全职核心培训者 (CT)</li> </ul>

资料来源: 《新加坡学前教师培训机构标准》, 东兴证券研究所

**第二大痛点为我国教育理念的缺失。**以美国为例, 已形成由 Pre-K 和 K 两个阶段组成的完善的幼教体系, 这其中 K 阶段已被纳入美国的义务教育体系。美国幼教的标准化由教育模式标准化和课程标准化两部分组成。其中教育模式包括了 Montessori、Waldorf、Reggio Emilia、High Scope、Bank Street 以及 Parent Co-ops 六大项目。课程标准化则是通过 2010 年《教育改革蓝图》以立法的形式确立下来。教育理念对课程标准化起着引导的作用, 我国幼教理念亟需建立。

表 5: 美国幼教模式的不同项目及其特点

项目名称	特点	教材
Montessori	强调独立及对孩子的尊重	让孩子遵循本心的发展
Waldorf	注重实践和创新	价值观与实践结合, 强调想象力
Reggio Emilia	以尊重、责任和社会性为原则, 以兴趣为基础	通过探索发现, 以自我指导课程实施方案
High Scope	主动参与学习	全面观察评估儿童发展
Bank Street	注重对世界的认识	幼小结合注重全人格教育
Parent Co-ops	游戏为主导	注重父母与幼儿的互动

资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

目前, 国家加大对幼教行业的政策扶持力度、完善相关法律法规, 再加上民促法的推进、资本的不断涌入、优胜劣汰的市场规则, 使得幼教行业的标准化程度也在逐步提高, 师资和教育理念的问题正在逐步改善。

**幼教从业标准逐步建立, 师资痛点将逐步解决。**2012 年我国出台了《关于加强教师队伍建设的意见》, 文中强调要加强教师培养培训, 实施严格的幼儿园教师资格制度。2015 又针对幼儿园园长出台了《幼儿园园长专业标准》, 在规划幼儿园发展、领导幼儿园工作等领域对园长提出要求并制定了幼儿园园长的任职资格标准、培训标准等。从幼儿园层面来说, 2013 年教育部出台了《幼儿园教职工配备标准 (暂行)》, 对幼儿园教职工、保育人员做出了一定的要求。我们认为标准的建立将大大提高幼教师资水平并在长期来我国幼教质量将会显著提高。

**表 6: 各类幼儿园教职工幼儿配比**

服务类型	全国教职工与幼儿比	全国保教人员与幼儿比
全日制	1: 5 ~ 1: 7	1: 7 ~ 1: 9
半日制	1: 8 ~ 1: 10	1: 11 ~ 1: 13
服务类型	全国教职工与幼儿比	全国保教人员与幼儿比

资料来源: 幼儿园教职工配备标准, 东兴证券研究所

**表 7: 幼儿园班级规模及专任老师、保育员配比**

年龄班	班级规模 (人)	全日制		半日制	
		专任教师	保育员	专任教师	保育员
小班 (3~4岁)	20~25	2	1	2	有条件的应配备 1 名保育员
中班 (4~5岁)	25~30	2	1	2	
大班 (5~6岁)	30~35	2	1	2	
混龄班	< 30	2	1	2~3	

资料来源: 幼儿园教职工配备标准, 东兴证券研究所

在幼教理念方面, 目前部分高端幼儿园引进西方优秀的教育理念, 提升教学水平。目前, 蒙台梭利式、福禄贝尔式、华德福式、DAP 教育、多元智能式、瑞吉欧式等国际知名幼儿教学理念纷纷进驻我国幼儿园。各种理念配套相应的教学设施和教学方法, 培养相应的教学人才, 提升教学水平, 解决我国幼教领域行业痛点。

**表 8: 国际知名幼儿教育理念**

教育理念	特点
蒙台梭利	强调“教具式”教学, 这些教具并非是教师用来教学的工具, 而是孩子工作的材料。孩子透过这些工作, 从自我重复操作练习中, 建构完善的人格。
福禄贝尔教育	认为教育应当追随儿童发展之自然。儿童有活动的、认识的、艺术的、宗教的四种本能, 其中活动的本能是最重要的本能。应注重幼儿园开展活动, 重视游戏的价值, 将游戏视为重要的教育内容和手段。
华德福	对儿童天性的尊重、对儿童以游戏为主的学习方式的理解, 和对幼儿学习品质把握的综合体现。有大量的艺术活动, 唱歌、舞蹈、乐器, 还有大量的手工劳动, 它不是单一的用头脑来了解我们的知识, 而是全方位地来发挥人的个性。
DAP 教育	美国幼儿教育协会 (简称 NAEYC) 提出的发展适宜性实践的基础上发展而来。它尊重幼儿的主体性, 突出强调幼儿教育的适宜性、目的性和拓展性。它以创意性游戏体验为主要实现形式, 在有目的的、恰当的体验引导中促进不同孩子的身心发展。
多元智能	将人的智能分为 8 个方面, 即语言智能、音乐智能、数学逻辑智能、空间智能、肢体运动智能、内省智能、人际关系智能和自然观察智能。其理论更注重儿童智能的全面开发。
瑞吉欧	强调孩子自主性的学习, 选择主题时不是以教师为主导, 而是充分重视儿童的兴趣, 教师再加以引导。学者专家、家长和教师多方合作, 帮助孩子发展主题, 开展各种活动。它重视艺术活动在儿童学习的重要作用, 同时建立多媒体档案, 用声像手段记录孩子的学习过程。

资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

### 3.3 消费升级与教育观念提升, 中高端幼儿园赢得市场青睐

国民生活水平提升, 教育支付能力更强。随着改革开放的不断深化, 我国居民的收入水平一再提高, 2015 年城镇居民人均可支配收入达 31192 元, 同比增速 8.15%。收入水平的提高带来了消费结构的变化, 2015 年中国城镇人均教育文化娱乐支出为 2503 元, 占总支出的比例为 11.7%, 同比增速 10%。明显, 新一代家长的教育支付能力更强。

图 26:中国城镇居民人均可支配收入及增速



图 27:中国城镇居民人均教育文娱支出及增速



资料来源：国家统计局, 东兴证券研究所

资料来源：国家统计局, 东兴证券研究所

**新一代家长教育观念升级。**中国向来有重视教育的传统, 随着“4+2+1”的家庭结构越来越成为主流的家庭模式, 子女的教育问题已成为家庭的重中之重。而世界的信息化浪潮使很多目前主要适育年龄人群 80、90 后越发认识到知识和教育的重要性。

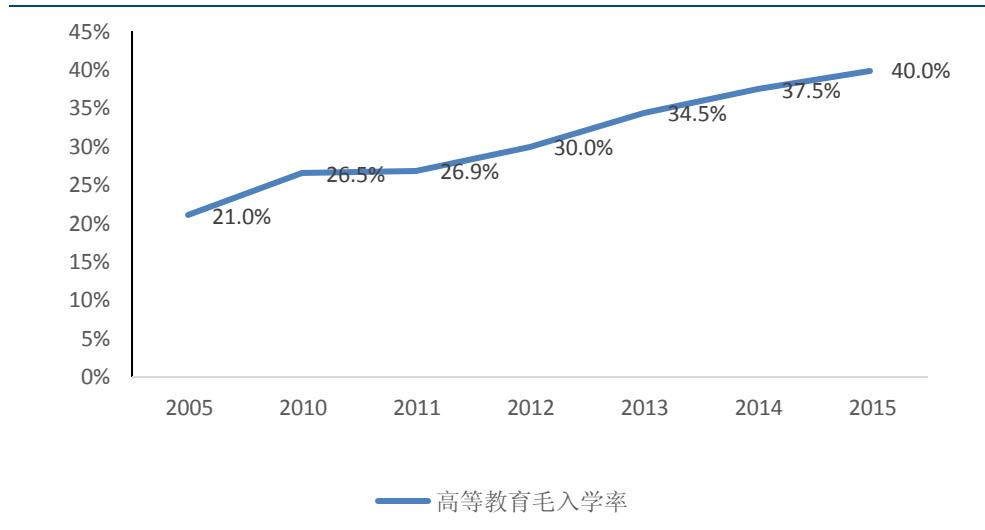
图 28:中国的 80 后、90 后教育观念升级



资料来源：艾瑞咨询, 东兴证券研究所

父母受教育程度高, 教育观念更先进, 教育支付意愿高。我国居民受教育程度不断提高, 接受高等教育人群不断扩大。2015 年高等教育毛入学率达到 40%, 超过中高收入国家平均水平。80、90 后父母重视孩子的早期教育, 对幼儿园选择更加严格, 注重教育效果和质量。

**图 29:2005-2015 年高等教育毛入学率变化**



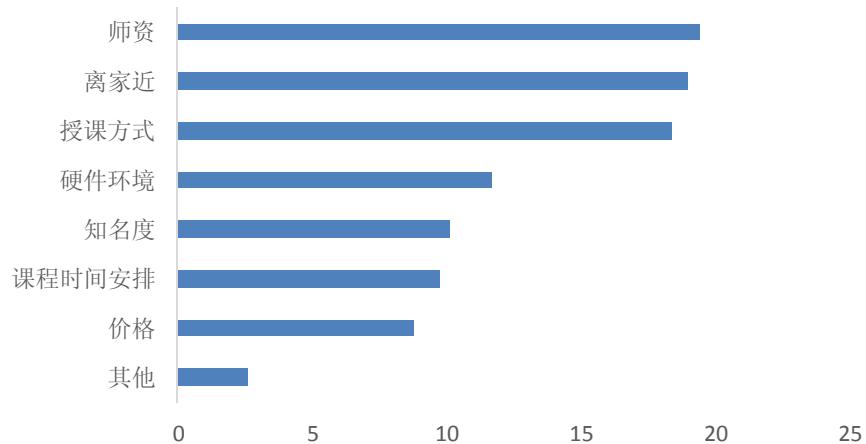
资料来源: 国家教育部, 东兴证券研究所

政策推动学前教育“公益普惠”程度提升, 差异化高端园也将迎来发展良机。政策要求把“双 50%以上”(即公办幼儿园数量占比 50%以上和在公办幼儿园就读的幼儿占比 50%以上)作为各地建设公益普惠的学前教育公共服务网络的考核指标。随着普惠幼儿园数量的提升, 未来幼儿入园的基本需求得以极大地满足, 家长们对幼儿园的选择空间将会加大。

未来幼儿园数目将持续增加, 市场竞争环境将会更加激烈。粗放式经营的幼儿园的生存将会越来越艰难, 只有具有自身教学亮点和特色的幼儿园才能在优胜劣汰的市场规则中屹立不倒, 获得更多家长的认可和资本的青睐, 具有持续发展的潜力。

**品牌优势、课程、师资成为幼儿园核心竞争力。**在搜狐教育《2015 年教育行业白皮书》关于“选择幼儿园的主要因素”统计中, 19.48%的家长认为师资是最重要的考量标准, 有 18.44%的家长比较看重幼儿园的授课方式。同时, 分别有 11.68% 和 10.14%的家长看重硬件环境以及品牌效应。而主要考虑价格因素的家长只占到了 8.79%。

图 30: 品牌优势、课程、师资是家长考虑的主要因素



资料来源: 搜狐教育, 东兴证券研究所

幼儿园市场良莠不齐,中高端园优势凸显。由于行业进入门槛较低,幼儿园质量层次不齐,各类幼儿园在硬件设施、教学理念、师资力量、餐饮卫生安全等方面存在较大差距。更多家长愿意将孩子送往中高端优质幼儿园,获得更好的教学和其他增值服务。且教育本身具有高昂的时间成本特点,家长更愿意选择具有良好的口碑的品牌,未来幼儿园市场将呈现明显的品牌化发展趋势,中高端品牌幼儿园例如金宝贝、金色摇篮、伊顿幼儿园等品牌价值凸显。

表 9: 部分连锁幼儿园品牌的模式的基本情况

品牌	幼儿园所数	经营方式	档次	学费	品牌情况
特雷新	40 所直营, 42 所参股, 1100+加盟,	直营+ 加盟	中端幼 儿园	2000 元/月/人	前身为深圳市英达幼儿园,成立于 1996 年。坚持“让教育更有爱心、更专业”的教育理念,开发“多元发展型课程”,探索多元智能幼儿教育新途径。
金宝贝	直营 9	直营	高端幼 儿园	双语班 75,000 元/ 年, 国际班 103,000 元/年	成立于 2010 年,源于全球早教第一品牌美国“金宝贝”早教中心,致力于为中国家庭提供与世界同步的高水平学前教育。采用瑞吉欧教学法,多元化探索、自发性学习,鼓励孩子去发现他自己的世界。
红缨	加盟园 2000 余家	加盟	中端幼 儿园	2600/人/月 (3 岁以下); 2200/人/月 (3 岁以上); 2400/人/月 (蒙氏 班)	红缨教育成立于 2001 年,红缨教育的课程体系为“3S 课程”,即“power system”、“ability system”和“knowledge system”

红黄蓝	1200 多家亲子园, 300 多家幼儿园	加盟	中高端幼儿园	普通班 3000-4000/人/月 国际班 5000-6000/人/月	1998 年, 红黄蓝成立第一家亲子园, 致力于为 0-6 岁学龄前婴幼儿提供优质的教育服务, 为中国家庭培养健康、快乐、有竞争力的儿童。
金色摇篮	150 余家加盟园	直营+加盟	高端幼儿园	6700/月/人	创办于 1995 年, 以程跃博士潜能开发理论为依托, 立足于早期教育, 满足孩子多元化、国际化、高质量可持续发展的需求, 让聪明的孩子躲起来。
大风车	100+家早教中心	直营+加盟	中端幼儿园	约 3200/月/人	成立于 2001 年, 大风车双语幼儿园, 在英语、艺术、运动等方面独具特色, 是国家重点科研课题“中国儿童大美育”实验基地。
新东方	6 家幼儿园	直营	中端幼儿园	2300/人/月	依托新东方资深的国际教育资源背景, 以美、关爱、正义、服务精神为行为准则, 致力于打造中国高端幼教品牌。
伊顿	47 家幼儿园	直营	高端幼儿园	国际班 8000/月, 普通班 4000-5000/月	倡导具有国际水准的蒙特梭利教学体系, 实施自己研制的英文、中文课程。优质的教育服务确保孩子们全面发展的同时, 使孩子获得流利双语的能力。

资料来源: 公司网页, 东兴证券研究所

## 4.以两大幼教集团为核心, 脚踏实地做教育

### 4.1 收购两大幼教集团, 布局教育领域

2016 年 6 月, 集团与易德资本设立 20 亿长方易德教育产业投资基金, 将以国际教育、早教、幼教等优质学前教育产业为投资重点。长方集团将借此拥有雄厚资金实力的产业基金进军幼教领域, 通过外延并购整合幼教资源, 构建幼教生态圈。

#### 4.1.1 设立长方易德教育产业基金, 收购两大幼教集团

集团与易德资本设立 **20 亿长方易德教育产业投资基金**。长方易德基金规模为 20 亿人民币, 长方集团出资 4 亿元劣后资金作为有限合伙人, 易德资本出资 6 亿元劣后资金作为普通合伙人, 其余部分为非公开募集的优先级资金。长方集团作为基金的 LP, 认缴部分投资额以分散风险, 且在此方式下收购标的与上市公司的财务报表并不合并, 降低了因收购标的业绩大幅波动影响上市公司的业绩的风险。

**收购特雷新和贝壳金宝两大幼教集团。**2016 年 11 月 23 日, 公司采用股权转让及增资的方式以 6 亿人民币收购深圳特雷新教育集团有限公司 60% 的股权。2016

年11月28日,长方易德教育产业投资并购基金采用股权转让和增资的方式以1.2亿元收购贝壳金宝教育科技有限公司51%的股权。

**表10:长方集团布局幼教领域的举措**

时间	事件
2016年6月6日	与易德资本设立长方易德教育产业投资并购基金
2016年11月23日	收购深圳特雷新教育集团有限公司60%的股权
2015年11月28日	收购贝壳金宝教育科技有限公司51%的股权

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

**两大幼教集团协同发展谋未来。**长方集团教育领域的战略方针为以特雷新和贝壳金宝两大幼教集团为核心,发挥协同作用,通过对其进行投资、并购、整合,走中高端幼儿园的路线。其一,定位协同:特雷新定位为中端幼儿园,以并购扩张其他优秀幼儿园为主,可以在一二线城市快速扩容。贝壳金宝定位为国际化高端幼儿园,可凭借其优秀的教学质量收获良好的市场口碑,提升公司整体形象。两大集团的协同发展使公司既获得盈利又赢得口碑。其二,招生协同:两大幼教集团今后可以展开合作,共享宣传资源和招生流量入口,为集团学生提供丰富增值服务等方式扩展业务,提高收益。其三,教学协同:两大幼教集团可在各自的教学理念和教学课程的基础上,吸收借鉴对方长处,不断发展和优化教学方法,且两大集团还可实现教具等教学资源的共享。

**图31:两大幼教集团协同发展**



资料来源:资料整理,东兴证券研究所

#### 4.1.2 坚持直营,脚踏实地做教育

长方集团的目标是专心做教育,将以收购盈利情况较好的幼儿园为主,均要求为企业全资或控股的直营幼儿园。

按幼儿园的经营模式划分,可分为直营模式、加盟模式和混合经营模式。直营和加盟是我国幼教行业现行的两种主要经营形式。

- ◆ 直营模式能够保证优秀的师资和教学质量, 标准化程度较高, 获得较高的品牌影响力, 盈利能力较强。但是其前期投入的人力财力过大, 且扩张过程中的财务与管理风险使得地区复制的难度较大。因此采取直营扩张的企业需要具备强大的资本实力和管理能力。
- ◆ 加盟模式轻资产的扩张模式能够快速占领大部分市场, 迅速增加企业的营业收入和净利润。但企业对加盟幼儿园的控制力不强, 师资和教学质量参差不齐, 会影响幼儿园品牌的形象和大众口碑。并且并购期间会计年度的营业收入和净利润的增速往往是不可持续的, 影响上市公司业绩的稳定性。

**表 11: 直营和加盟模式对比**

经营模式	优势	劣势
直营	教学标准化管理, 保证优秀的师资和教学质量, 控制品牌形象, 盈利能力强。	前期投入大, 复制速度较慢。
加盟	轻资产模式快速扩张, 占领市场。 快速企业增加营业收入和净利润	难以实现标准化经营, 影响品牌口碑。 营收净利润增速不可持续。

资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

长方集团扩张直营园的模式, 主要以收购盈利情况较好的幼儿园为主, 而非新建幼儿园, 且要求为企业全资或控股。此种模式避免了自己新建直营园前期人力财力大力投入短期不能盈利的缺陷, 依托紫荆伙伴计划以并购方式扩张直营园又突破了自建直营园复制扩张速度慢的问题, 并且此种方式同时能够通过标准化管理保证优秀教学质量, 获得良好口碑。

## 4.2 重师资培训和教学研究的特雷新幼儿园

2016 年 11 月 23 日, 长方集团以人民币 60,000 万元通过受让股权及增资的方式合计取得特雷新教育集团 60% 的股权。特雷新承诺 2016 年经审计的合并净利润不低于人民币 2,500 万元, 2017 年度、2018 年度、2019 年度净利润数分别为人民币 5,000 万元、6,500 万元、8,450 万元。且自交割之日起三年内标的公司名下全资或控股的直营幼儿园不少于 100 家。

**特雷新教育集团注重师资培训, 产业链完整。**特雷新师资培训部积极与各高等院校联合办学, 开设“教育管理”、“学前教育”、“心理教育”、“音乐教育”等专业的大专或本科学历班。目前, 已和二十多个合作办学单位联办了国家承认学历的本科、大专班, 并在广东省河源市投资开办了特雷新艺术幼儿师范学校。

且特雷新积极与华南师大大学联系, 在集团设立学前教育研究生课程班教学点, 由公司出资, 让公司管理人员及骨干教师参与学习, 极大地满足了公司下属单位教师继续教育培训的需要, 促进教师业务能力和专业素养。

图 32: 特蕾新艺术幼儿师范学校举办活动

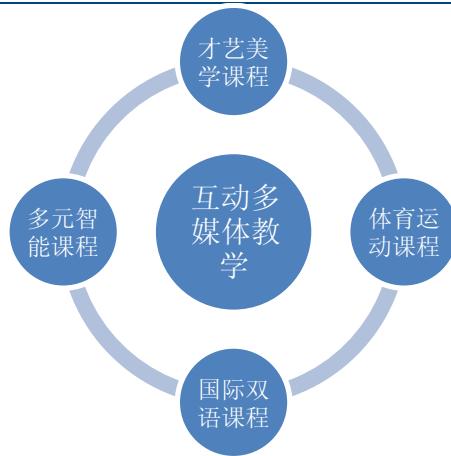


资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

与哈佛大学教育研究生院合作开发“多元发展型课程”, 与教育部中科院合作开发幼儿多元智能教具。特雷新引进美国哈佛大学发展心理学家加德纳多元智能理论, 并与哈佛大学教育研究生院合作, 借鉴国外先进教育理念, 在哈佛大学郝和平博士及其研究生团队的指导下, 开发“多元发展型课程”。同时集团与教育部中国教育科学院合作, 共同开发幼儿多元智能的教学具, 探索更全面更多样化的多元智能幼儿教育新途径。

设立特雷新多元教育研究院, 统一教材和教学方法。特雷新旗下的多元教育研究院, 为旗下幼儿园建立了统一使用的教材和幼儿教学方法。特雷新采用互动多媒体教学, 主要设置有才艺美学课程、体育运动课程、国际双语课程、多元智能课程等特色课程。

图 33: 特雷新幼儿园课程设置



资料来源: 特雷新网站, 东兴证券研究所

专家顾问团队引导教学研究, 加强与姐妹园教学交流。特雷新聘请多位资深幼教专家组成专家顾问团队, 引领幼儿教育教学研究, 加强对教师的业务培训和幼儿教育探索研究。此外, 特雷新还与各大幼教机构或知名幼儿园结成姐妹交流园,

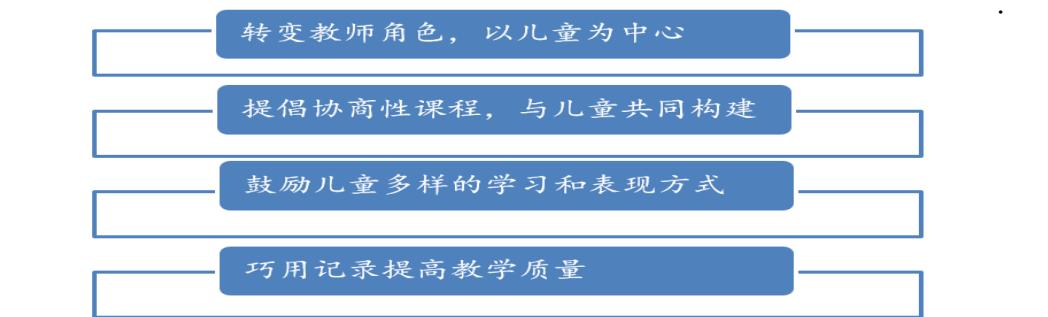
集团组织骨干教师在幼儿园精细化管理、园所常规业务、师资队伍建设等方面进行深度调研与学习交流, 发展与提升园所管理水平及师资素质能力。

### 4.3 采用瑞吉欧教学法的高端金宝国际幼儿园

2016 年 11 月 28 日, 长方易德以股权转让及增资的方式投资于贝壳金宝教育科技(北京)有限公司, 最终获得贝壳金宝 51% 的股权, 成交金额为人民币 12,000 万元。2017 年度、2018 年度、2019 年度净利润分别不低于人民币 1,000 万元、2,000 万元、3,600 万元。自交割之日起三年内, 贝壳金宝名下全资或控股的直营幼儿园不少于 30 家。

金宝国际幼儿园综合瑞吉欧教学法, 实行“学习区+方案教学+团队讨论+全语言”的教学模式。瑞吉欧教学法强调孩子自主性学习, 选择主题时不是以教师为主导, 而是充分重视儿童的兴趣, 教师再加以引导。它重视艺术活动在儿童学习中的重要作用, 同时建立多媒体档案, 用声像手段记录孩子的学习过程。

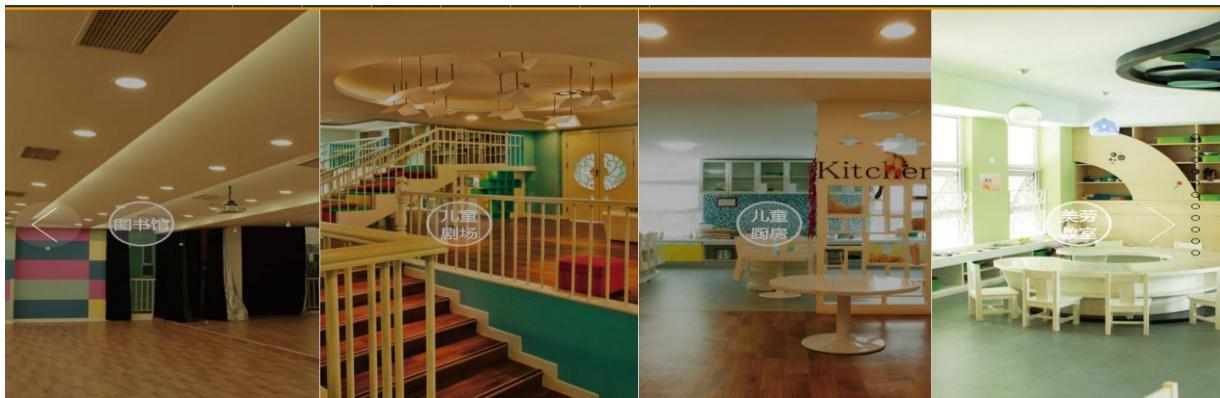
**图 34: 瑞吉欧教学法特点**



资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

优质多元的学习区为幼儿营造舒适快乐的学习环境。瑞吉欧人认为, 优质的教育需要理想的学习空间, 因此, 他们努力营造一种舒适、温暖、愉悦的气氛以及令人感到快乐的环境, 从而使整个学校的环境有亲和力且吸引人。金宝国际幼儿园的主要学习区有美劳教室、图书馆、儿童剧场、儿童厨房。

**图 35: 金宝幼儿园学习区 (图书馆、儿童剧场、儿童厨房、美劳教室)**



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

私人订制的方案教学法,针对每个孩子的兴趣延伸个性化教学内容。

美国著名幼儿教育专家凯兹等人将方案教学看成是根据儿童的生活经验和兴趣确立某一主题,并以该主题为中心向外发散,编制主题网络让儿童通过自己的学习和探索来了解概念的内容。

方案教学的实施涉及儿童的认知、情感、社会化、语言、体能等各个发展领域,将游戏、故事、绘画、手工、音乐、数学等方面的内容融为一体。幼儿通过自己感兴趣的方式来表现和展示其成果,如绘画、卡通、泥塑、模型、连环画等。

方案教学是一种师生共建的弹性课程与探索性教学,主题合乎儿童生活经验和兴趣。在探索的过程中,孩子们不断地把主题引向更深更广的层次,最终使问题得到创造性解决。

图 36: 瑞吉欧方案教学事例

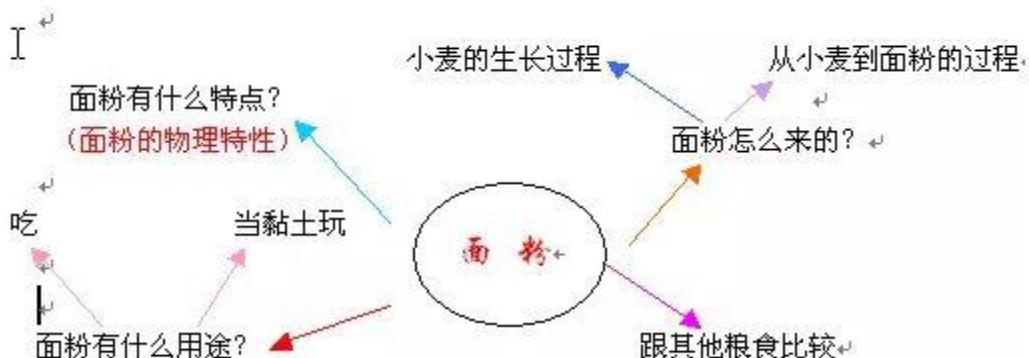


图 1、主题网络。

资料来源:百度图片,东兴证券研究所

**特色幼小衔接课程使金宝幼儿园获得较高认可度。**金宝国际幼儿园和清华大学校企启迪控股合资成立的紫荆教育科技有限公司专注于幼小衔接课程的研发。在清华大学专家团队的帮助下,自2014年起,金宝国际幼儿园已经成功地在大班课程中为预备就读公立小学的孩子成系统地植入了幼小衔接课程,让金宝毕业生可以顺利适应公立小学。并且金宝国际幼儿园凭借其良好的教学质量,赢得较好口碑,北京多家国际小学对金宝幼儿园免试录取。

**管理团队深耕教育多年,潜心做教育。**核心管理团队拥有多位海外知名高校的幼教博士,均具有丰富的从业经验。1/3一线授课老师拥有其他幼儿园主管、乃至园长经验,保证了教学理念的落地效果。金宝国际幼儿园总园长吴慧美,辅仁大学教育领导与发展研究所硕士,深耕幼教超过三十年,任台湾私立爱儿群幼教机构创办人兼董事长、台北蒙特梭利幼教联谊会理事长、桃园县幼教协会会长。

**紫荆伙伴计划为公司未来幼儿园并购扩张奠定基础。**金宝幼儿园成立了紫荆伙伴计划,吸收其它愿意学习金宝模式的幼儿园参加计划,对其进行教学指导与教师培

训, 并在其中考察下一步并购目标。目前紫荆计划有约 50 多个机构, 约两三百家幼儿园, 其中部分幼儿园已与金宝约定好股权收购计划。为后续几年金宝幼儿园的业务发展, 储备了很好的项目库, 奠定了其快速扩张的坚实基础。

图 37: 金宝幼儿园紫荆伙伴计划宣传图片



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

**定位高端, 现金流良好。**金宝国际幼儿园分为双语班和国际班, 2016 年北京地区新生收费标准达到双语班 75,000 元/年, 国际班 103,000 元/年。目前上海、广州、深圳, 以及北京 2 号园均在装修或开始招生。预期稳定后, 能为上市公司提供持续的利润。

## 5. 盈利预测及估值

我们选取了 5 家转型幼教的上市公司作为可比对象, 截止 2017 年 1 月 20 日, 幼教行业上市公司 ttm、16 年、17 年平均估值分别为 102、68、49 倍。

根据公司目前业务进展及行业趋势, 我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 12.83 亿元、15.55 亿元和 17.56 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 0.67 亿元、1.36 亿元和 1.56 亿元; 截至报告日期 2016/11/11, 按照公司总股本 79010.88 万股计算, 每股收益分别为 0.08 元、0.17 元和 0.20 元, 对应 PE 分别为 93、45 和 39 倍。给予 17 年 50 倍 pe, 公司 6 个月目标价 8.61 元, 维持公司“推荐”评级。

表 12: 主板幼教企业估值对比

公司简称	股票代码	市值 (亿)	收盘价 (元)	收入 (万元)		净利润 (万元)		PE		
				2015	2016H1	2015	2016 H1	TTM	2016	2017
威创股份	002308.SZ	113.72	13.42	93714.68	74980.17	11913.25	11763.69	59.18	57.82	37.21
秀强股份	300160.SZ	62.17	10.40	102006.95	88101.79	6045.02	8659.03	137.54	51.47	42.10
长方集团	300301.SZ	60.13	7.61	141853.22	113747.03	13309.98	9002.86	92.54	45.26	39.48

电光科技	002730.SZ	54.79	16.98	52829.27	40984.71	5624.75	3489.72	133.41	114.57	86.90
和晶科技	300279.SZ	62.69	39.10	78740.44	95171.16	2402.90	8999.51	85.08	54.72	39.65
Avg								101.55	67.77	49.07

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

幼教业务并购整合进度不及预期

led 业务上游材料提价

**表 13: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	营业收入	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用	
<b>流动资产合计</b>	554	1060	1580	1689	2066	营业收入	921	1419	1283	1555	1756	营业成本	731	1050	986	1138	1257
货币资金	97	279	860	848	1134	营业税金及附加	0	8	7	9	10	营业费用	39	41	38	47	51
应收账款	139	270	244	296	334	营业费用	39	41	38	47	51	管理费用	57	156	141	171	193
其他应收款	3	13	11	14	16	管理费用	57	135	85	183	238	财务费用	12	16	12	-5	-6
预付款项	15	11	8	4	-1	财务费用	12	16	12	-5	-6	资产减值损失	24.24	12.60	12.60	12.60	12.60
存货	276	443	416	480	530	资产减值损失	24.24	12.60	12.60	12.60	12.60	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	20	10	10	10	10	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1186	2017	1845	1702	1559	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	57	135	85	183	238
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	57	135	85	183	238	营业外收入	6.25	13.74	13.74	13.74	13.74
固定资产	854.51	1172.15	1350.20	1216.66	1083.13	营业外收入	6.25	13.74	13.74	13.74	13.74	营业外支出	6.24	2.01	2.01	2.01	2.01
无形资产	48	108	97	87	78	营业外支出	6.24	2.01	2.01	2.01	2.01	<b>利润总额</b>	57	147	97	194	250
其他非流动资产	47	27	0	0	0	<b>利润总额</b>	57	147	97	194	250	所得税	7	14	10	19	25
<b>资产总计</b>	1740	3077	3425	3391	3625	所得税	7	14	10	19	25	<b>净利润</b>	51	133	87	175	225
<b>流动负债合计</b>	763	1321	825	673	748	<b>净利润</b>	51	133	87	175	225	少数股东损益	0	32	21	39	69
短期借款	190	469	0	0	0	少数股东损益	0	32	21	39	69	归属母公司净利润	51	101	67	136	156
应付账款	318	397	367	424	468	归属母公司净利润	51	101	67	136	156	EBITDA	192	365	242	321	374
预收款项	10	32	52	77	104	EBITDA	192	365	242	321	374	<b>BPS (元)</b>	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20
一年内到期的非流动负债	11	89	89	89	89	<b>BPS (元)</b>	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20	主要财务比率					
<b>非流动负债合计</b>	190	220	214	214	214	主要财务比率						2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
长期借款	182	174	174	174	174	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E							
应付债券	0	0	0	0	0												
<b>负债合计</b>	953	1541	1039	886	962	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	0	129	150	189	258	营业收入增长	13.32%	53.99%	-9.54%	21.15%	12.94%	营业利润增长	146.11%	135.96%	-36.83%	113.87%	30.28%
实收资本 (或股)	272	690	790	790	790	营业利润增长	146.11%	135.96%	-36.83%	113.87%	30.28%	归属母公司净利	-34.06%	104.46%	-34.06%	104.46%	14.63%
资本公积	345	451	1141	1141	1141	归属母公司净利	-34.06%	104.46%	-34.06%	104.46%	14.63%	未分配利润	152	240	260	302	349
未分配利润	152	240	260	302	349	<b>盈利能力</b>						毛利率 (%)	20.60%	25.95%	23.14%	26.82%	28.39%
归属母公司股东	788	1407	2237	2315	2406	毛利率 (%)	20.60%	25.95%	23.14%	26.82%	28.39%	净利率 (%)	5.50%	9.38%	6.82%	11.26%	12.81%
<b>负债和所有者权</b>	1740	3077	3425	3391	3625	净利率 (%)	5.50%	9.38%	6.82%	11.26%	12.81%	<b>总资产净利润 (%)</b>	2.91%	3.28%	1.94%	4.01%	
						<b>总资产净利润 (%)</b>	2.91%	3.28%	1.94%	4.01%		ROE (%)	6.43%	7.17%	2.97%	5.87%	6.48%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>偿债能力</b>											
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率 (%)	55%	50%	30%	26%	27%	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>经营活动现金流</b>	32	145	284	54	358	资产负债率 (%)	55%	50%	30%	26%	27%	净利润	51	133	87	175	225
净利润	51	133	87	175	225	流动比率						折旧摊销	122.96	213.72	0.00	133.54	133.54
折旧摊销	122.96	213.72	0.00	133.54	133.54	速动比率						财务费用	12	16	12	-5	-6
财务费用	12	16	12	-5	-6	营运能力						应付帐款的变化	0	0	26	-52	-38
应付帐款的变化	0	0	26	-52	-38	营运能力						预收帐款的变化	0	0	20	24	27
预收帐款的变化	0	0	20	24	27	总资产周转率	0.60	0.59	0.39	0.46	0.50	总资产周转率	0.60	0.59	0.39	0.46	0.50
<b>投资活动现金流</b>	-262	-273	14	-13	-13	应收账款周转率	6	7	5	6	6	应收帐款周转率	6	7	5	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.40	3.97	3.36	3.93	3.94	应付帐款周转率	3.40	3.97	3.36	3.93	3.94
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20	每股收益 (最新摊	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.19	0.15	0.08	0.17	0.20	每股净现金流 (最新	-0.25	0.17	0.73	-0.01	0.36
<b>筹资活动现金流</b>	163	246	282	-53	-60	每股净现金流 (最新	-0.25	0.17	0.73	-0.01	0.36	每股净资产 (最新摊	2.90	2.04	2.83	2.93	3.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.90	2.04	2.83	2.93	3.04	长期借款增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						普通股增加	-1	419	100	0	0
普通股增加	-1	419	100	0	0	P/E	41.50	50.72	92.54	45.26	39.48	P/B	2.69	3.82	2.75	2.66	2.56
<b>现金净增加额</b>	-67	117	581	-12	286	EV/EBITDA	12.49	15.99	22.99	17.35	14.13	EV/EBITDA	12.49	15.99	22.99	17.35	14.13

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2 年新三板投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注教育、新三板领域。

## 联系人简介

### 刘巍放

北京大学数学科学学院金融数学系本科及硕士, 曾供职平安银行投资银行部从事权益类投融资项目

### 季龙飞

悉尼科技大学会计学金融学双硕士; 土木工程学士。台湾元大证券一年行业研究经验。曾在互联网领域创业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告, 防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

### 行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好评好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。