东兴证券 DONGXING SECURITIES

重内容与师资的少儿学科英语培训新星

——倍乐股份（836427）深度报告

2017 年 2 月 14 日

强烈推荐/首次

倍乐股份 | 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：张高艳

010-66554030 zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

联系人：岳鹏

010-66554013 yuepeng@dxzq.net.cn

联系人：韩宇

010-66554131 hanyu@dxzq.net.cn

报告摘要：

公司成立于 2008 年，是一家采用“浸入式学科英语教学法”的少儿英语培训机构，引进了美国教学理念、"美国幼儿园"(2-6 岁)、"美国小学"(7-12 岁)主流核心课程体系，品牌为贝乐学科英语。

- **公司的教学网络迅速扩张，营业收入快速增长。**公司坚持采用美式教育体系与教材，采用浸入式学科英语学习法，在少儿英语培训领域稳扎稳打，赢得了良好的市场口碑，目前已设立超过 35 家教学点、服务于 20000 多个家庭。2014 年、2015 年公司营业收入同比增速分别为 42.41%、26.40%。
- **少儿英语培训市场广阔，学科英语获得更多认可。**预计到 2020 年幼儿英语市场规模超 1285 亿元，K12 英语教育培训市场规模超过 2284 亿元。相较于普通英语学习，学科英语以英语作为工具学习各学科知识，学习趣味性强，激发幼儿学习动力，培养幼儿英语思维，获得更多家长认可。
- **公司立足少儿学科英语主营业务，教学体系及师资优势明显。**公司坚持内容为本，引入原汁原味美国教育体系，使用美国原版同步教材；雇佣 100%北美教师，全外教授课，保证教学质量。
- **布局线上业务，贝乐在线将产业链延伸至 K12 领域。**自主研发“贝乐云 OS”，推出 1V3/1V4 小班在线教育课程，延伸业务至 K12 领域。开展 2B 合作，实现三四线城市业务扩张。

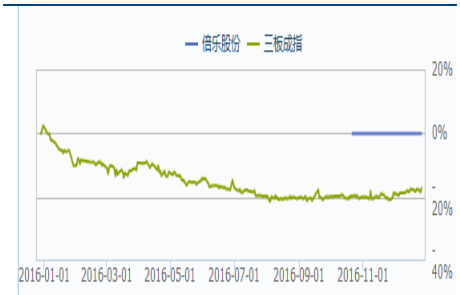
公司盈利预测。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 2.6 亿元、3.4 亿元和 4.1 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为-0.31 亿元、0.04 亿元和 0.38 亿元；每股收益分别为-0.61 元、0.09 元和 0.76 元，对应 PE 分别为-22、156 和 17.62 倍。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：在线教育开展不及预期；行业竞争加剧；业务拓展不及预期。

交易数据

52 周股价区间（元）	13.32-13.32
总市值（亿元）	6.66
流通市值（亿元）	0.
总股本/流通股（非限售）（万股）	5000/3300
流通 B 股/H 股（万股）	
52 周日均换手率	

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	119.43	150.96	260.00	344.50	413.40
增长率（%）	42.11%	26.40%	72.23%	32.50%	20.00%
净利润（百万元）	(29.89)	(38.98)	(30.57)	4.27	37.80
增长率（%）	338.96%	30.40%	-21.59	-113.98%	784.87%
净资产收益率（%）	227.24%	-54.43%	-2.72%	0.38%	3.24%
每股收益(元)	(9.06)	(0.79)	(0.61)	0.09	0.76
PE	(1.47)	(16.86)	(21.79)	155.90	17.62
PB	(3.34)	9.30	0.59	0.59	0.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1.少儿英语培训领域的新星 4
1.1 美式教学体系与教材+浸入式学科英语学习法 4
1.2 股本结构：实际控制人王宁持股 34.16% 5
1.3 门店扩张，营业收入快速增长 5
2.少儿英语培训市场广阔，学科英语获得更多认可 6
2.1 少儿英语培训市场前景及规模 6
2.1.1 预计 2020 年幼儿英语市场规模超 1285 亿元 6
2.1.2 预计 2020 年 K12 英语教育培训市场规模过 2284 亿 8
2.2 相较于普通英语学习，学科英语模式获得更多家长认可 10
3.立足少儿学科英语主营业务，教学体系及师资优势明显 12
3.1 引入原汁原味美国教育体系，拓展少儿全球视野 12
3.2 外教获国际资格认证，教学质量有保障 13
3.3 深耕幼儿学科英语培训多年，品牌优势凸显 15
4.布局线上业务，贝乐在线将产业链延伸至 K12 领域 16
5.盈利预测及估值 17
6.风险提示 18

表格目录

表 1：K12 英语教育市场规模预测 10
表 2：主要少儿学科英语品牌对比 ..... 错误!未定义书签。
表 3：倍乐股份企业估值对比 18
表 4：公司盈利预测表 19

插图目录

图 1：贝乐优势 4
图 2：贝乐学科英语课程体系之美国幼儿园 5
图 3：贝乐学科英语课程体系之美国小学 5
图 4：倍乐股份股权结构 5
图 5：各地区门店数量 6
图 6：公司营业收入及其增速 ..... 错误!未定义书签。
图 7：公司净利润及其增速 ..... 错误!未定义书签。
图 8：2010-2015 年中国 0-14 岁人口数量及增长率 7
图 9：2010-2017 年中国新生婴儿规模及预测 7
图 10：家长是否送孩子去幼儿英语培训机构 7
图 11：2016 年中国家长每年为孩子在英语学习方面的花费 8
图 12：2010-2015 中国城镇居民人均可支配收入及增速 8
图 13：2010-2015 年中国城镇居民人均教育文娱支出及增速 8
图 14：K12 阶段学生在校总人数（亿人） 9
图 15：2011-2014 年我国中小写生补习人数及占比 9
图 16：中小学生选择培训科目的占比情况 9
图 17：2015 年 K12 阶段课外培训不同花费的家庭占比（%） 10
图 18：贝乐学科英语“美国小学”课程体系 11
图 19：贝乐学科英语浸入式教学 11
图 20：学科英语教学目标 12
图 21：贝乐使用的美国原版教材 13
图 22：近年来贝乐学科英语所获荣誉 13
图 23：2016 年中国家长选择培训机构的标准 14
图 24：2016 中国家长对外教的态度 14
图 25：2016 中国家长对中外教的印象 14
图 26：2016 年中国家长选择培训机构的标准 15
图 27：贝乐在线优势 16
图 28：贝乐自主研发的线上产品贝乐云 OS 17

1. 少儿英语培训领域的新星

1.1 美式教学体系与教材+浸入式学科英语学习法

倍乐股份成立于 2008 年，是一家**采用“浸入式学科英语教学法"的少儿英语培训机构，公司的主营业务主要是少儿学科英语课外辅导服务，其主要产品为幼儿英语课外辅导产品和少儿英语课外辅导产品。**

通过多年运营管理，贝乐学科英语目前拥有丰富的教育资源、雄厚的研发团队以及完整的教学监督与培训系统，以其优秀、专业的教学在国内少儿英语教育培训行业拥有了较高的知名度和良好的口碑。截至 2016 年 12 月，贝乐学科英语已在全国共成立了近 40 家分中心，服务于 20000 多个家庭。

公司全面引进美国系统教育体系，分为美国幼儿园和美国小学两大板块，并且采用美国先进教学理念，采用美国公立幼儿园、小学同步使用的原版教材，采用“浸入式教学法”，加之现代化教学科技的辅助，拥有全学科、全能力、全外教、全浸入、全服务、全互动六大优势，让孩子浸润在全英语语境中，掌握语言背后的逻辑、文化、思维方式。

图 1：贝乐优势

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

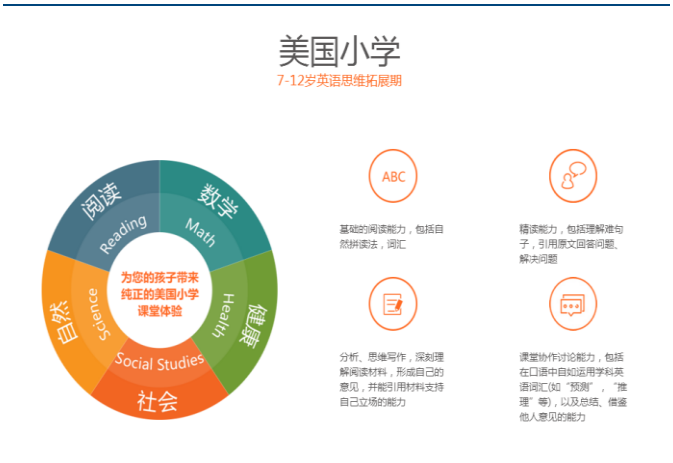
在“美国幼儿园”阶段，在全外教、全英语的浸入式环境中，借助现代化教学科技、音乐、美术等锻炼孩子的听说读写能力，帮助幼儿形成第二母语思维能力，培养幼儿良好的语言学习基础和认知能力，使其能够琉璃地运用英语进行日常生活交流，独立表达想法和意见。

在“美国小学阶段”，少儿用英语学习各科知识，设置阅读、数学、自然、社会、健康等课程，使其能够流畅阅读各类英文原版小说、欣赏原版影视作品、了解全球各种文化背景、建立孩子的全球跨文化世界观；建构全面的学科知识结构，深度美式思维能力，锻炼学员表达能力、领导能力、团队写作能力及处理复杂事件的能力，帮孩子打开全球顶尖学院的大门。

图 2：贝乐学科英语课程体系之美国幼儿园

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 3：贝乐学科英语课程体系之美国小学

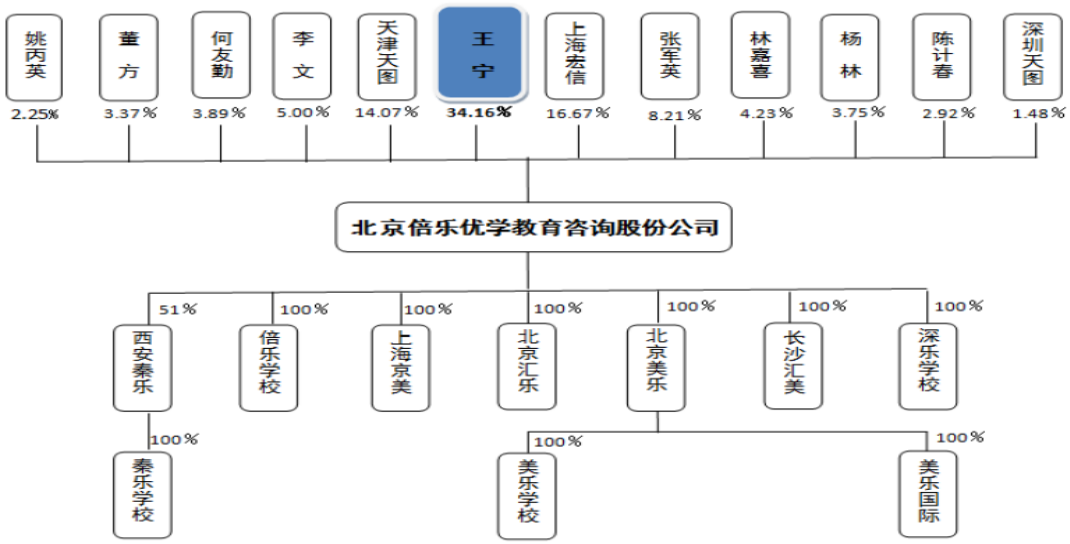


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 股本结构：实际控制人王宁持股 34.16%

公司的实际控制人、控股股东为王宁。王宁持有公司股份合计 17,078,169 股，占公司股份总额的 34.16%。

图 4：倍乐股份股权结构



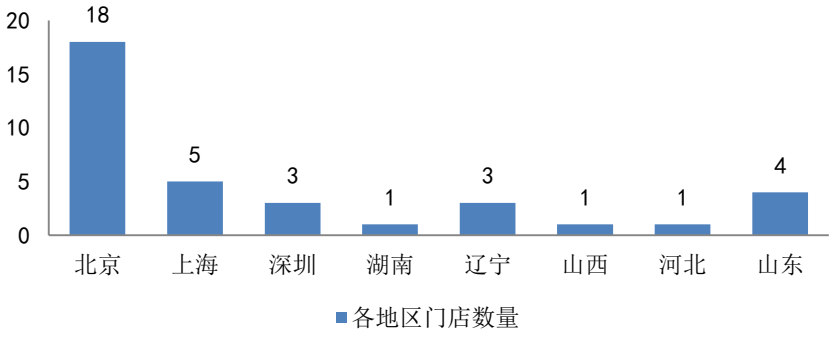
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 门店扩张，营业收入快速增长

一线城市直营门店快速扩张。近年来，公司在北上广深等一线城市快速扩张直营门店。2016 年新设 9 家门店。截止目前，北京地区有 18 家门店，上海 5 家门店，深圳 3 家门店，湖南 1 家门店，辽宁 3 家门店，山西 1 家门店，河北 1 家门店，山东 4 家门店，服务于 20000 多个家庭。

2017 年二三线城市加盟门店将快速扩张。据悉，公司将在 2017 年扩张在二三线城市的加盟门店数量，覆盖更多地区，扩大品牌影响力，同时增加净利润。加盟门店将采用标准化的教材和课件，教师由总部培训，教学质量严格把关。

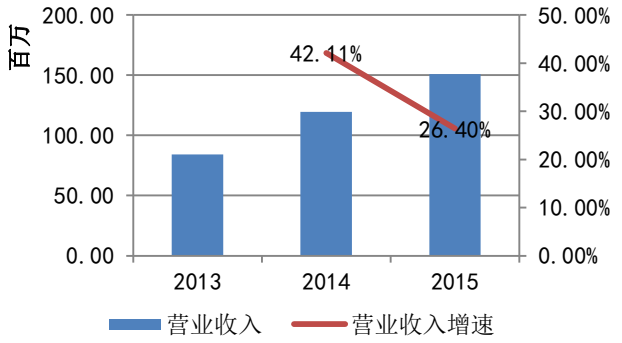
图 5：各地区门店数量



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

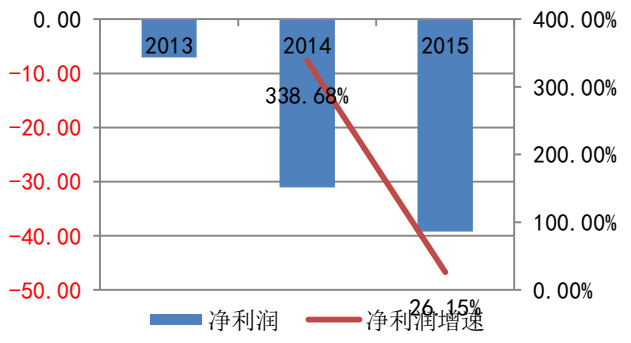
主营业务网络的扩张提升了公司业绩，公司营业收入呈现逐年快速递增的趋势。营业收入从 13 年的 8403.81 万元增长到 2015 年的 15095.90 万元，同比增速到达 42.41%，26.40%。近年来，因为公司不断进行网点扩张，初期扩张成本较高，净利润为负，并呈现不断扩大的趋势，但亏损增速呈现逐渐下降趋势。从 13 年的亏损 708.69 万元，到 14 年亏损 3108.91 万元，到 15 年亏损 3922.02 万元。预计未来随着新开门店招生提升，公司业绩将逐步回升。

图 6：公司营业收入及其增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 7：公司净利润及其增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 少儿英语培训市场广阔，学科英语获得更多认可

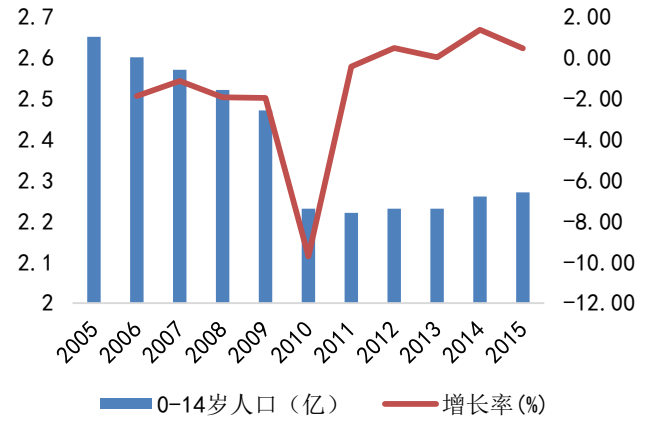
2.1 少儿英语培训市场前景及规模

2.1.1 预计 2020 年幼儿英语市场规模超 1285 亿元

新生儿数目激增为幼儿英语培训市场提供大量客户群。自政府推出“单独二孩”和“全面二胎”政策后，新生婴儿数量迅速增长，2014 年 0-14 岁人口开始增长率达到 1%，

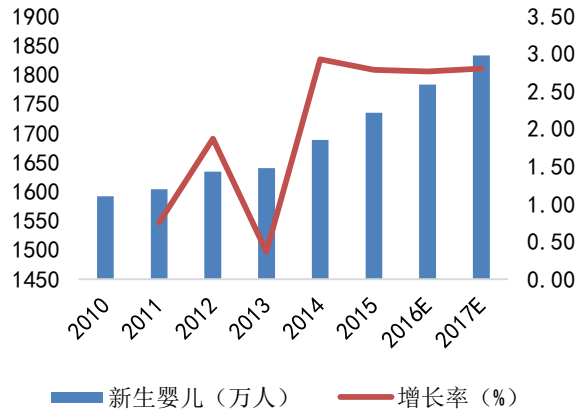
占总人口的 16.49%，预计截至 2030 年，中国人口将增加 8000 万，至 14.5 亿，引发新中国历史上的第四次“婴儿潮”。

图 8：2010-2015 年中国 0-14 岁人口数量及增长率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

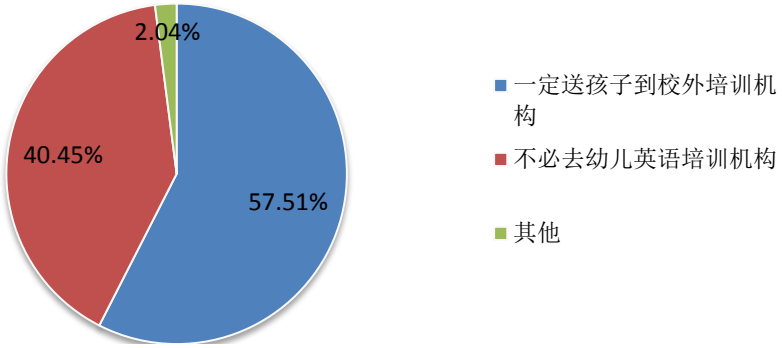
图 9：2010-2017 年中国新生婴儿规模及预测



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

家长送幼儿去培训机构学习英语的意愿十分强烈。越来越多的家长希望让小孩更早地接触到英语，培养英语语感，沉淀积累英文素养。目前，由于公立幼儿园不进行知识性传授，而小学入学又有高要求，出现了对于知识性教育的缺口，所以更多的家长选择各式各样的英文培训班，来弥补这一块的空缺。根据搜狐教育的《2014 年少儿英语教育用户消费调查》报告显示，57.51%的家长选择将孩子送到校外培训机构学习英语。

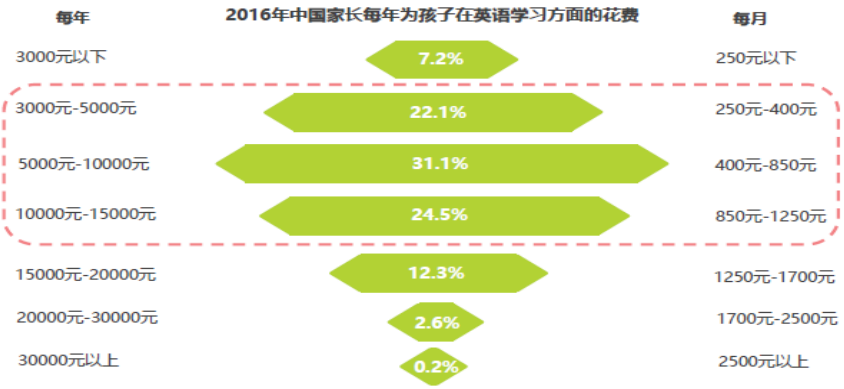
图 10：家长是否送孩子去幼儿英语培训机构



资料来源：搜狐教育，东兴证券研究所

国内家长为孩子的英语学习平均支出每年超 5000 元。根据艾瑞咨询发布的《2016 中国少儿英语学习现状白皮书》表示，家长给孩子在英语学习的花费相对集中在 3000-15000 元，有 31.1%的家长给孩子在英语学习上的年花费为 5000-10000 元。年花费在 15000-20000 元的家长占比为 12.3%，超过 20000 元以后，比例迅速降低至 5.0%以下。因此，中国家庭在幼儿英语市场上的消费意愿和潜在能力不可小觑。

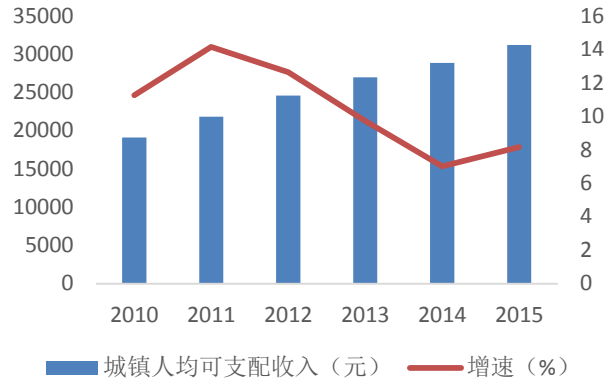
图 11：2016 年中国家长每年为孩子在英语学习方面的花费



资料来源：艾瑞咨询《2016 中国少儿英语学习现状白皮书》，东兴证券研究所

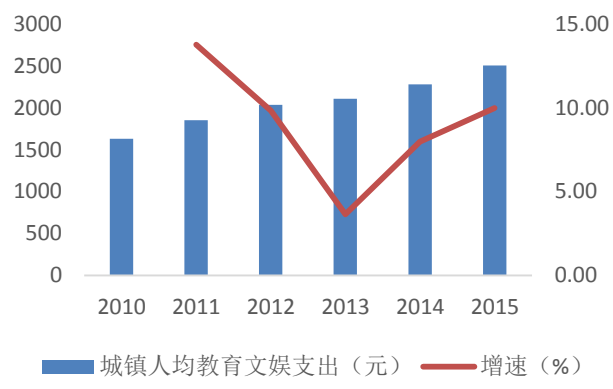
国民生活水平不断提升，将会对少儿英语培训的支出产生向上的拉动作用。2015 年，我国城镇居民人均可支配收入达 31192 元，同比增速 8.15%，虽说较前几年有所下降，但是增速仍旧不低。再加之我国历来重视下一代教育，我们预计未来单个家庭对少儿英语培训的支出规模会继续扩大。

图 12：2010-2015 中国城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 13：2010-2015 年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

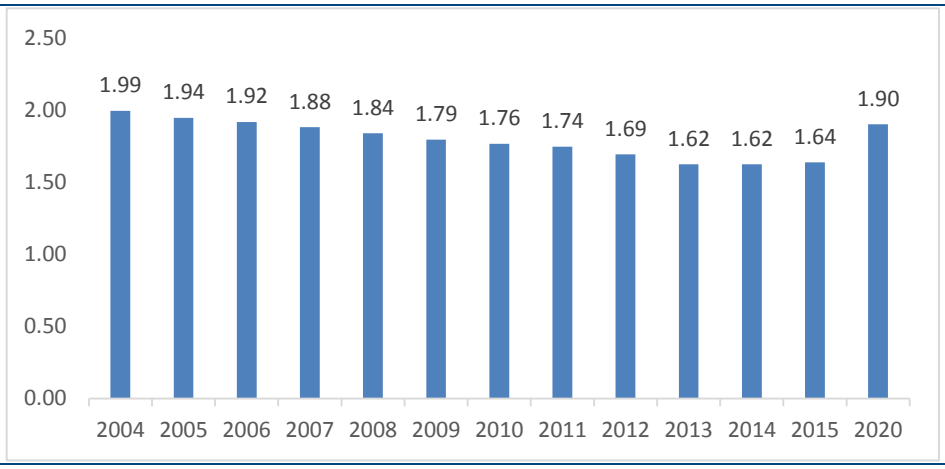
预计到 2020 年，幼儿英语市场规模可超过 1285 亿元。我们依据下列公式：幼儿英语教育培训市场规模=0-6 岁儿童人数*参加培训的幼儿比率*年均英语培训支出，来对少儿英语课外培训市场规模进行粗略估计。我们可以粗略推断，2016 年 0-6 岁的幼儿人数约为 1.17 亿人，约占全国总人口的 8.52%。按照 25%的渗透率，以每年少儿英语的培训费用均价 3000 元计算，预计 2016 幼儿英语市场可达到 877.5 亿元，以复合增速 10%计算，2020 年将达到 1285 亿元，市场前景广阔。

2.1.2 预计 2020 年 K12 英语教育培训市场规模过 2284 亿

K12 阶段在校学生人数为校外英语培训市场提供了基数保证。2015 年，我国 K12 教

育在校生总人数约为 1.64 亿人。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》设定的发展目标，到 2020 年，我国 K12 教育在校生总人数将达到近 1.90 亿人。加之 2015 年中国全面放开二胎政策的实行，使得 2020 年后的相当一段时间内，K12 阶段内的学生人数保持较高的水平。

图 14：K12 阶段学生在校总人数（亿人）

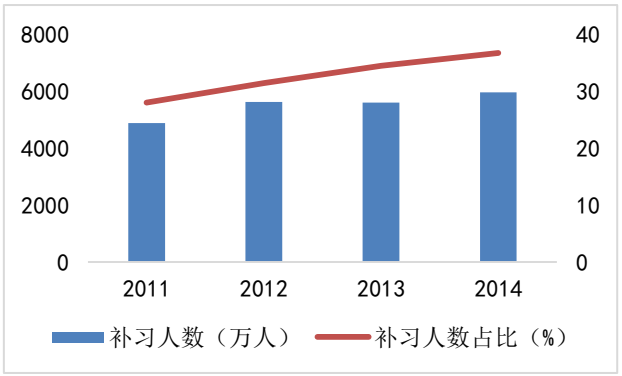


资料来源：WIND,《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》、东兴证券研究所

我国中小学生接受课外辅导的比例逐年升高，课外培训行业的渗透率稳步提升。根据《2016-2022 年中国补习班行业市场深度分析及市场前景研究报告》的数据，近年来，我国中小学生补习人数稳步增长，2011 年我国补习市场需求人数为 4886.76 万人，2014 年增长至 5962.67 万人，占中小学整体人数由 2011 年的 28.01%增长至 2014 年的 36.72%。而在大中城市，90%以上的小学生在课后接受各种各样的辅导。

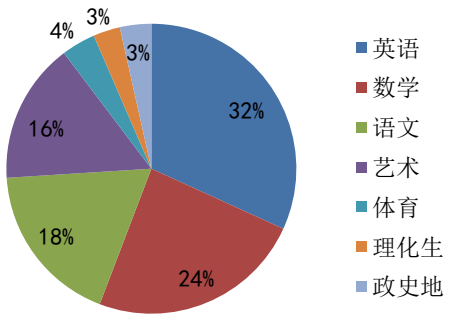
中小学生参加课外辅导的科目以英语为首，占比超过 30%。《2015 中国教育培训行业蓝皮书（K12 分卷）》的数据显示，中小学生选择培训语文、数学和英语的比例超过七成，英语以 32%的比例高居榜首，这为英语培训机构的发展提供了利好。

图 15：2011-2014 年我国中小写生补习人数及占比



资料来源：《2015 中国教育培训行业蓝皮书（K12 分卷）》,东兴证券研究所

图 16：中小学生选择培训科目的占比情况

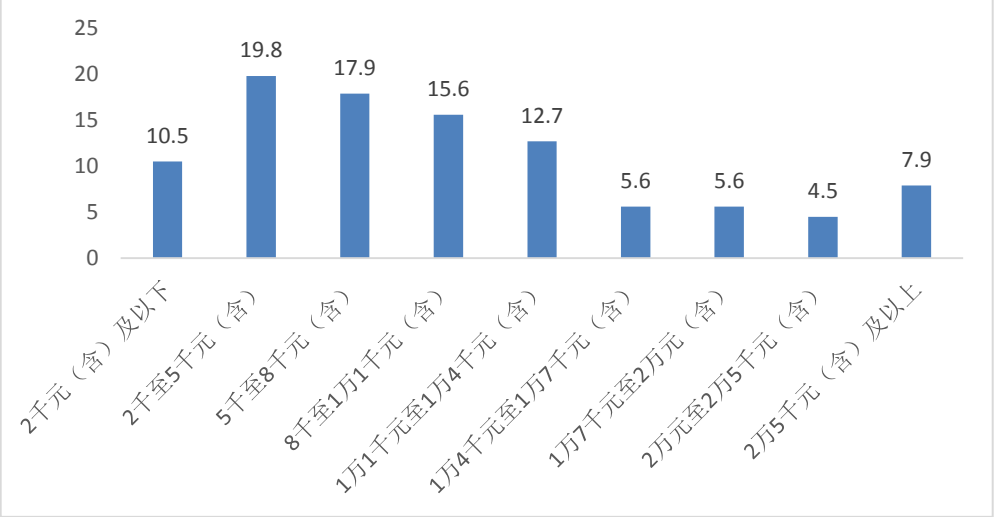


资料来源：《2015 中国教育培训行业蓝皮书（K12 分卷）》,东兴证券研究所

我国近七成家庭对于 K12 阶段课外培训的支出超过 5000 元。根据《2015 中国教育培训行业蓝皮书（K12 分卷）》所提供的数据，有 69.8%的家庭在 K12 阶段每年课外

培训的花费高于 5000 元，其中更是有超过 10%的家庭在 K12 阶段每年课外培训的花费达到了 2 万元以上。

图 17：2015 年 K12 阶段课外培训不同花费的家庭占比（%）



资料来源：《2015 中国教育培训行业蓝皮书（K12 分卷）》，东兴证券研究所

预计 2020 年 K12 英语教育市场规模超过 2284 亿。根据腾讯课堂发布的《2014 年 K12 教育市场分析报告》的数据显示，中国 K12 教育市场的规模达到 2549 亿。粗略按照 30%的英语培训渗透率，中国 K12 英语教育 2014 年的市场规模约为 765 亿元，预计未来 5 年内随着婴儿潮的显现，K12 英语教育市场规模的增长速度将会更加迅猛。以 10%的增长速度预估，2020 年规模将达到 1355 亿元；以 20%的增长速度预估，2020 年规模将达到 2284 亿元。

表 1：K12 英语教育市场规模预测

年度	K12 英语教育市场规模（亿元，10%增长速度）	k12 英语教育市场规模（亿元，20%增长速度）
2014	765	765
2015	842	918
2016	926	1102
2017	1018	1322
2018	1120	1586
2019	1232	1904
2020	1355	2284

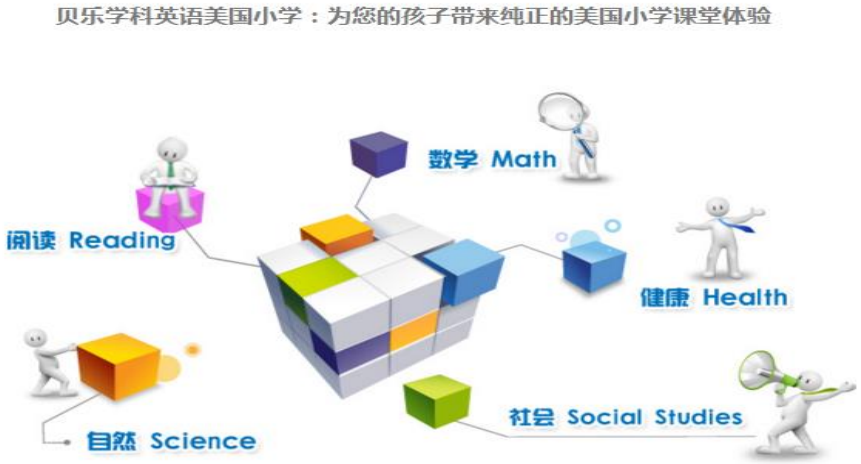
资料来源：搜狐教育，东兴证券研究所

2.2 相较于普通英语学习，学科英语模式获得更多家长认可

相对于单纯的英语语言学习，学科英语学习趣味性强，动力强。因为学科英语涉及到各门类的知识，自然、社会、健康等等，使得课程内容更加有趣，避免了单纯英语课堂教学枯燥无味的特点，再加之学科英语培训机构多使用国外原版同步教材，用英语

思维模式介绍讲解知识，给长期被中国式教育禁锢的孩子多一份刺激，接触到多元文化和思维，使得学习的兴趣和动力更强，学习更具持续性，学习效果更强好。

图 18：贝乐学科英语“美国小学”课程体系



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

“孰能生巧”——利用英语学习其他学科，英语能力快速提高。在全浸入教学环境中，少儿必须使用英语，用英语进行阅读、思考、交流，不知不觉中调动起各种感官练习英语，提高听说读写全面的英语应用能力。

图 19：贝乐学科英语浸入式教学

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

早日接触国际教学体系及学科，为孩子今后出国留学打基础。多数家长有让小孩留学以获得更好的教育的打算，愿意让小孩更早接触到国际教材、国际学科、国际教学体系，以便今后更好地适应留学生活。在学科英语学习过程中，小孩阅读英文原版小说、

欣赏原版影视作品、了解全球各种文化背景，建立起孩子的全球跨文化世界观。此外，学科英语还能构架全面的学科知识结构，培养深度美式思维能力，锻炼其表达能力、领导能力、团队写作能力及处理复杂事件的能力，帮孩子打开全球顶尖学院的大门。

图 20：学科英语教学目标

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

英语只是工具，培养英语思维，提高能力是最终目的。众所周知，语言本身是不具备竞争力的，只有经过系统的学科知识教育，培养了纯正的英语思维方式，掌握了英语思维能力、解决问题的能力和创造力，才真正具备工作上的竞争力。学科英语，通过用英语学习学科知识的表达方式、内涵及形成过程，帮助学生建立英语思维模型，养成用英语思维和表达的习惯，最终养成优秀的英语语言表达能力，纯英文的思维能力和创造力。

综上，相较于普通英语学习，学科英语模式将会获得更多家长的青睐，成为未来少儿英语培训的未来发展趋势。

3. 立足少儿学科英语主营业务，教学体系及师资优势明显

3.1 引入原汁原味美国教育体系，拓展少儿全球视野

贝乐学科英语使用美国原版教材，引进“美国幼儿园”、“美国小学”教学体系。

- 其幼儿园体系使用的教材来自 McGraw-Hill，直接对接美国幼儿园课程体系。课文的主体是原版的绘本，教材使用丰富、地道、适合同龄美国儿童的语言。同时，教材的进度与难度参考了公司在过去五年以来积累的学员测评数据，更加适合中国幼儿英语学习的特点。）
- 其小学体系使用的 McGraw-Hill 美国主流核心课程教材（英语，数学，自然，人文），完全衔接美国最新共同州立核心课程大纲（CCSS）。注重提高学员在全英语环境中不同学科语境内的课堂协作能力，以举证为基础的精读能力，批判性思维及分析协作能力。

图 21：贝乐使用的美国原版教材

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

结合中国孩子特点，自主研发教学课件与教案，标准化教学流程。贝乐学科英语课外辅导产品使用的教学课件与教案，从幼儿园到美国小学六年级级别，均由公司独立研发，结合中国小孩学习英语的特点，辅助美版教材进行教学。其中在低龄幼儿学科英语中，突出绘本阅读特色。此外，公司教案细化到教学活动每五分钟的安排，包括教师语言、动作、习题、课堂管理方法与安排等等，结合教学督导、中心管理人员监督执行，有利于课堂学习体验的标准化。据悉，目前公司有 30 多名全职专业人员从事教研工作。

内容为本、注重研发，行业内认可度不断提高。贝乐学科英语 2015 年被新浪教育评选为“2015 中国品牌影响力教育集团奖”；2015 年北京市西城区贝乐培训学校经北京市西城区民政局评估，荣获 4A 级社会组织；2015 年由中国日报社主办的“出彩教育人”大会上，公司获得了 2015 年出彩教育人“倍受青睐外语培训品牌”大奖。长期品牌积淀与客户口碑，形成公司的品牌优势，有助于获得消费者和其他教育机构的认同，进一步拓展市场。

图 22：近年来贝乐学科英语所获荣誉

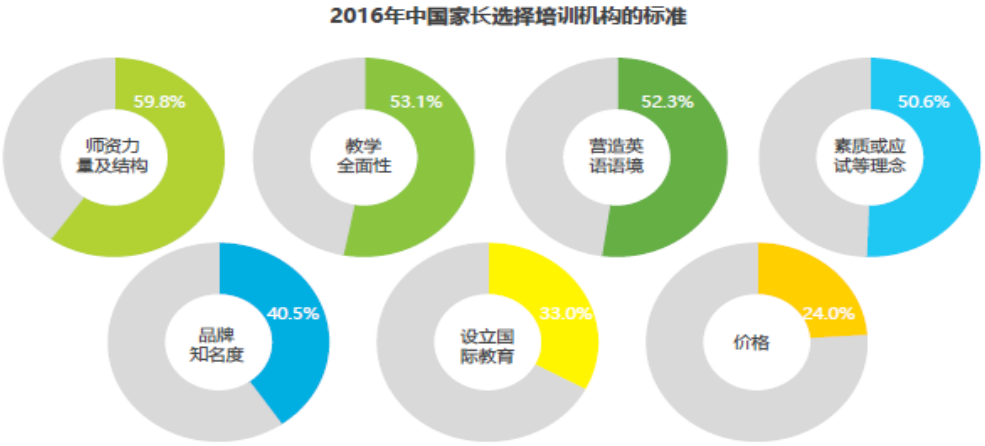
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 外教获国际资格认证，教学质量有保障

师资力量及结构是少儿英语培训机构的核心竞争力。艾瑞咨询发布的《2016 中国少

儿英语学习现状白皮书》表示，家长选择培训机构最看重的是师资力量及结构，其次是教学全面性、营造英语语境。

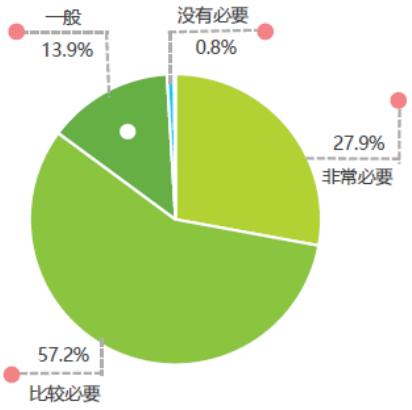
图 23：2016 年中国家长选择培训机构的标准



资料来源：艾瑞咨询《2016 中国少儿英语学习现状白皮书》，东兴证券研究所

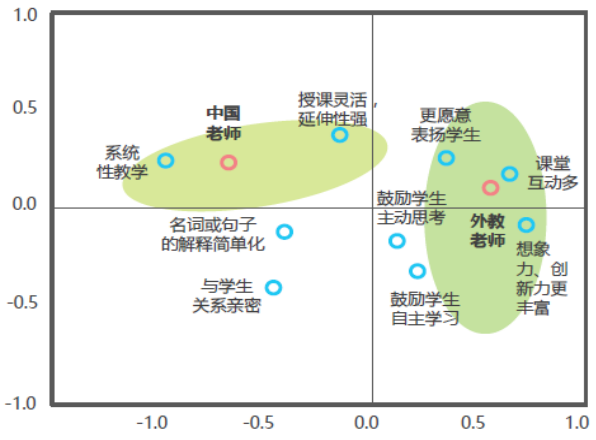
更多家长认可外教在少儿英语培训教育中的作用。艾瑞咨询发布的《2016 中国少儿英语学习现状白皮书》表示，有 85.1%的家长认为外教在孩子学习英语的过程中很有必要。家长认为中国老师在教学系统性方面更好，而外教老师课堂互动性更好，外教更具想象力、创新力。在与学生关系方面，家长普遍认为中国老师和外教老师旗鼓相当。

图 24：2016 中国家长对外教的态度



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 25：2016 中国家长对中外教的印象



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

贝乐学科英语聘用北美外教，获得 TESOL、TEFL 双重国际认证，师资力量强大。截止目前，贝乐学科英语聘请了超过 3200 名全职外教任课，外教全部来自北美，拥有纯正北美语音，熟悉北美文化。目前贝乐外教 90%来自美国，10%来自加拿大。并且，外教都经过 TESOL、TEFL 专业国际英语教师资格认证，熟悉教学理念及方法，保障专业化教学水准。

图 26：2016 年中国家长选择培训机构的标准

资料来源：贝乐官网，东兴证券研究所

教师考评机制规范且严格，综合打分，优胜劣汰。贝乐学科英语将教师考评制度融入日常教学中，每个校区设有外教组长、中教组长、副校长，由他们分别对教师进行打分，此外还设有公开课家长打分，总部督导部抽查打分，综合考评教师教学质量，淘汰教学质量不佳的教师，保证高质量教学水平。

3.3 深耕幼儿学科英语培训多年，品牌优势凸显

公司注重品牌质量，坚持引用美国原版教材，坚持北美外教全程授课。公司与其他少儿英语培训机构比较而言，优势在于师资力量结构和教学内容。在师资方面，贝乐学科少儿英语在北美当地直接雇佣外教，保证纯正北美口音；教学过程中坚持每一节课都有外教参与授课，坚持使用美国原版教材，保证原汁原味“北美课堂”。

表 2：主要少儿学科英语品牌对比

品牌	教材	师资	外教课程安排
贝乐学科英语	麦格劳-希尔美国主流核心课程教材	全为北美教师，90%来自美国，10%来自加拿大。	全程外教上课
瑞思学科英语	霍顿·米夫林·哈考特教育集团研发的教材	全中教，无外教	无外教
励步英语	自主研发教材	英国、澳大利亚教师较多	1/4 外教上课，3/4 中教上课

资料来源：资料整理,东兴证券研究所

4. 布局线上业务，贝乐在线将产业链延伸至 K12 领域

从美国原版教材 Wonders online 课程着手，全面打造贝乐在线教育品牌。

- 贝乐以 8 年扎实的线下实体教学经验为基础，基于提升孩子学习效果为导向出发，沿用贝乐学科英语课程体系，采用原版 Wonders 体系教材，将原汁原味的美国小学课堂搬到线上。
- 同时推出个性化与协作学习结合的小班教学，1V3/1V4 课堂技术，还原美国小组课题学习模式，培养孩子自主探索与协作能力。
- 运用全新翻转课堂、自适应学习设置，通过场景化学习内容的打造，增加多功能互动教学模块，英文阅读能力的系统培养，给孩子营造全面的语言环境，在英语环境的浸泡下，提升全英文思维、全英文学习、全英文沟通三个维度的语言应用能力与学习效果。

图 27：贝乐在线优势

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

推出自主研发的“贝乐云 OS”，开启 K12 英语(精品课)教学智能化时代。“贝乐云 OS 是“技术手段＋内容”的产物，包含人工智能、自适应学习、贝乐云学生端、贝乐云教师端、贝乐云后台服务系统及 AR+VR 技术。贝乐教育将在线练习评测系统与数据系统打通，将虚拟现实游戏+语音交互+多学科+TOEFL Primary 第三方结业测评实现完美统一，通过孩子立体多维个性化学习数据的记录与分析，帮助孩子达到更好的学习效果。同时依托强大的后台系统实现智能化教学及流畅的用户体验。

图 28：贝乐自主研发的线上产品贝乐云 OS

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

借助贝乐在线，延伸业务至 K12 领域。贝乐学科英语服务对象主要是 2-12 岁幼儿园和小学的孩子，而贝乐在线针对的目标客户是 K12 阶段学生。初中学生课业压力加大，课余时间减少，上课外英语培训课程的时间成本增大，贝乐在线可以减少学生的时间成本，打破时空限制，根据自己时间安排随时随地学英语。公司也借贝乐在线成功地延伸了产业链。

开展 2B 合作，实现三四线城市业务扩张。贝乐在线将会和各地学校和培训机构洽谈合作，推广贝乐在线教育业务。2B 推广模式节约引流成本，可以实现贝乐英语在三四线等城市的业务扩张，实现盈利的快速增长。且此举也弥补了三四线城市的地理位置缺陷，让三四线孩子享受一线城市甚至国外丰富而优质的教育资源，扩大贝乐的品牌影响。

5. 盈利预测及估值

我们选取了五家从事 K12 培训和幼儿教育行业的美股、新三板公司作为可比对象，截止 2016 年 12 月 28 日，K12 课外和幼儿教育行业 15 年、ttm 平均估值分别为 49.49，38.30。

根据公司目前业务进展及行业趋势，我们预测公司 2016-2018 年营业收入 2.60/3.45/4.13 亿元，增长率分别达到 72.23%/32.50%/20.00%，净利润 -0.31/0.04/0.38 亿元。截至报告日期 2016/12/28，按照公司总股本 5000 万股计算，则对应公司 2016-2018 年预测 EPS 分别为-0.61/0.09/0.76 元，对应 PE 分别为 -21.79X/155.90X/17.62X，给予 18 年 20 倍 pe，公司目标价为 15.20 元，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级。

表 2：倍乐股份企业估值对比

公司简称	股票代码	市值（亿）	收盘价	收入（万）		净利润（万）		PE	
				2014	2015	2014	2015	2015	ttm
龙门教育	838830.OC	20.87	16.1	2842.04	15063.38	405.07	4820.09	42.67	32.20
佳一教育	833142.OC	7.96	15.46	4569.75	6228.6	1004.45	1697.58	47.00	43.22
爱立方	831797.OC	3.81	14.5	1230.58	2503.47	30.76	738.2	51.59	46.11
爱乐祺	831643.OC	1.98	5.13	3676.75	4048.94	438.34	292.22	67.59	38.12
仙剑文化	430223.OC	36.65	24.43	31323.69	40726.69	8669.66	9498.29	38.58	31.87
均值								49.49	38.30

资料来源：wind,东兴证券研究所

6. 风险提示

贝乐在线教育开展不及预期；

少儿英语培训行业竞争加剧；

业务拓展不及预期；

表 3：公司盈利预测表

资产负债				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合	47	207	1428	1659	1962	**营业收入**	119	151	260	345	413
货币资金	22	28	1239	1462	1757	**营业成本**	91	113	189	227	260
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	5	8	11	14
其他应收款	9	10	17	22	27	营业费用	23	33	48	53	55
预付款项	2	3	5	7	9	管理费用	31	38	52	62	62
存货	1	2	3	3	4	财务费用	2	2	-6	-14	-16
其他流动资	13	165	165	165	165	资产减值损失	0.27	0.04	0.04	0.04	0.04
非流动资产	21	22	21	19	18	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投	0	0	0	0	0	投资净收益	0.03	0.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.80	3.55	3.23	2.91	2.59	**营业利润**	-31	-39	-31	4	38
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收入	0.01	0.24	0.24	0.24	0.24
其他非流动	0	0	0	0	0	营业外支出	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
资产总计	68	229	1448	1678	1980	**利润总额**	-31	-39	-31	4	38
流动负债合	83	160	325	551	815	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	20	0	0	0	0	**净利润**	-31	-39	-31	4	38
应付账款	0	0	1	1	1	少数股东损益	-1	0	0	0	0
预收款项	60	156	321	540	803	归属母公司净利	-30	-39	-31	4	38
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	-27	-34	-37	-9	22
非流动负债	0	0	0	0	0	**EPS（元）**	-9.06	-0.79	-0.61	0.09	0.76
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	83	160	325	551	815	**成长能力**					
少数股东权	-2	-2	-2	-2	-2	营业收入增长	42.11%	26.40%	72.23%	32.50%	20.00%
实收资本（或	3	50	50	50	50	营业利润增长	358.61%	25.21%	-21.06%	-113.47%	810.71%
资本公积	30	57	1141	1141	1141	归属于母公司净	-21.59%	-113.98%	-21.59%	-113.98%	784.87%
未分配利润	-46	-35	-65	-61	-23	**获利能力**					
归属母公司	-13	72	1125	1130	1167	毛利率(%)	23.44%	25.47%	27.50%	34.00%	37.00%
负债和所有	68	229	1448	1678	1980	净利率(%)	-26.03%	-25.98%	-11.76%	1.24%	9.14%
现金流量				单位:百万元		总资产净利润	-44.20%	-17.00%	-2.11%	0.25%	1.91%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	227.24%	-54.43%	-2.72%	0.38%	3.24%
经营活动现	-23	56	120	210	280	**偿债能力**					
净利润	-31	-39	-31	4	38	资产负债率(%)	122%	70%	22%	33%	41%
折旧摊销	2.27	2.66	0.00	0.32	0.32	流动比率	0.57	1.30	4.39	3.01	2.41
财务费用	2	2	-6	-14	-16	速动比率	0.55	1.29	4.38	3.01	2.40
应收账款减	0	0	0	0	0	**营运能力**					
预收帐款增	0	0	165	219	263	总资产周转率	1.67	1.02	0.31	0.22	0.23
投资活动现	-13	-154	0	0	0	应收账款周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2879.13	579.16	447.25	431.16	441.09
长期股权投	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新	-9.06	-0.79	-0.61	0.09	0.76
筹资活动现	19	103	1090	14	16	每股净现金流	-5.22	0.11	24.22	4.46	5.91
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	-3.99	1.43	22.51	22.59	23.35
长期借款增	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	47	0	0	0	P/E	-1.47	-16.86	-21.79	155.90	17.62
资本公积增	0	27	1084	0	0	P/B	-3.34	9.30	0.59	0.59	0.57
现金净增加	-17	6	1211	223	296	EV/EBITDA	-1.54	-18.90	15.63	88.61	-49.72

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，关注新三板、社会服务领域。

联系人简介

张高艳

清华大学工业工程硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

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关服务。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：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。