

日期: 2018 年 05 月 15 日

行业: 教育



投资“芝麻街英语”，幼教布局拓展高端少儿语培

分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

基本数据 (2018.5.14)

报告日股价 (元)	9.07
12mth A 股价格区间 (元)	8.92/15.26
总股本 (百万股)	913.59
无限售 A 股/总股本	91.44%
流通市值 (亿元)	75.77
每股净资产 (元)	3.81
PBR (X)	2.38

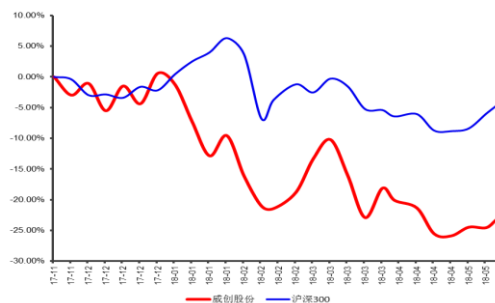
主要股东 (2018Q1)

威创投资	33.09%
和君咨询	3.95%
华泰瑞联基金	2.96%
程跃	2.40%
和信融智资管	1.85%

收入结构 (2017)

VW 业务	57.89%
幼教	42.11%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《威创股份 (002308) 2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 金色摇篮高速增长, 盈利能力增强》

《威创股份 (002308) 2017 年年报点评: 幼教业务快速增长, 多品牌运营领先优势突出》

《威创股份 (002308) 2018Q1 季报点评: 季度营收增速提升, 扣非业绩快速增长》

■ 公司动态事项

公司拟变更部分募资用途, 拟以 2.625 亿元 (占 2017 年 10 月定增总额 9.18 亿元的 28.59%) 用于收购凯瑞联盟 35% 股权。

■ 事项点评

凯瑞联盟: 儿童语培加盟校数量领先, “芝麻街英语”独家运营方

凯瑞联盟创立于 2013 年, 董事长王林为 ATA 创始人之一, 董事曹青曾任 ATA 首席运营官。凯瑞联盟主要运营“芝麻街英语”品牌的少儿英语培训业务, 是“芝麻街英语”在大陆 (除台湾及福建) 及港澳地区的独家被许可人。“芝麻街英语”是国内高端少儿英语培训品牌, 截止 2017 年末, 凯瑞联盟旗下共有直营店 6 家、签约加盟校 348 家, 截止目前已有 197 家开始运营, 覆盖了全国 150 个地区, 累计学员超过 5 万余名。“芝麻街英语”为 3-12 岁儿童提供 EFL (英语作为外语) 综合性多媒体教育课程, 包括 9 年完整的课程体系, 主要为三个阶段的主课程+辅助的美好品格课程, 其中三阶段主课程分别为 K1-K3 的幼儿园课程、P1-P2 的小学初级课程和 P3-P6 的小学高级课程。2016-2017 及 2018Q1, 凯瑞联盟的营收分别为 0.87/1.33/0.29 亿元, 扣非净利润分别为 1384/4695/680 万元。凯瑞联盟承诺 2018-2020 年净利润分别不低于 5000/6100/7400 万元。

凯瑞联盟发展“直盟”合作, CRM 和 ClassServer 提升校区运营水平

凯瑞联盟采取独特的“直盟”合作模式, 总部管控部门深度对接加盟店运营、市场、学术和销售部门, 为加盟商提供精准服务, 在总部和加盟校之间统一运营模式、服务体系和产品体系, 降低浅度加盟模式下的加盟商管控风险。目前签约加盟校数量达近 350 家, 凯瑞联盟成为国内儿童语培行业加盟校规模最大的公司之一, 未来威创入股后, 双方拟将通过建设新型直营中心、打通盟商体系发展优质加盟等方式开办百家芝麻街英语学习中心。另一方面, 凯瑞联盟不断利用技术优势提升校区运营水平, 完善的 CRM 系统从招生到后期运营为加盟商提供全方位服务, 自主研发的 ClassServer 云平台为校区提供新一代交互式互联网教育解决方案, 增强教学场景的互动性、提供教学大数据及有力的课程&学员管理工具, 2018 年初开始全面部署。

填充“儿童成长战略”版图, 发展幼儿园+高端英语产业链

公司已先后与贝聊、咿啦看书、华蒙星体育、Wonder Workshop 等多家儿童教育领域的优质企业建立了战略合作关系, 此次收购凯瑞联盟股权将拓展少儿英语培训类项目, 进一步填充“儿童成长战略”版图。此次战略投资后, 公司将和凯瑞联盟共享加盟客户资源, 并引荐部分公司体内优质加盟商参与到芝麻街英语的全国进一步布局。同时, 此次股权合作为公司与“芝麻街英语”品牌建立深度战略连接奠定基础, 未来有望围绕“芝麻街英语”知名 IP 开发与儿童成长相关产品或服务。公司发展幼儿园+高端英语产业链, 进一步打造陪伴儿童成长商业闭环。

■ 投资建议

暂不考虑收购凯瑞联盟 35% 股权影响, 我们维持盈利预测, 预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 2.89/3.59/4.34 亿元, 对于 EPS 分

别为 0.32/0.39/0.48 元，对于 PE 分别为 29/23/19 倍（按 2018/5/14 收盘价 9.07 元/股计算）。公司是全国幼教龙头，拥有红缨教育（三四线城市幼儿园加盟）、金色摇篮（一二线城市中高端园）、可儿教育（北京中高端园）、鼎奇幼教（内蒙古幼教龙头）四大品牌，未来将通过推进托管式加盟服务提升单园价值，并定增建设儿童艺体培训中心项目。此次入股凯瑞联盟，投资“芝麻街英语”，拓展高端少儿英语培训业务，幼教产业生态日渐丰富。维持“增持”评级。

■ 风险提示

政策风险、市场竞争加剧风险、幼儿园运营管理风险、收购整合风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1137.48	1412.44	1574.28	1769.21
年增长率	8.27%	24.17%	11.46%	12.38%
归属于母公司的净利润	189.91	288.84	359.00	434.33
年增长率	4.21%	52.09%	24.29%	20.98%
每股收益（元）	0.21	0.32	0.39	0.48
PER（X）	43.19	28.69	23.08	19.08

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2018/5/14）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1182	855	914	1371
应收和预付款项	346	443	435	551
存货	214	291	247	338
其他流动资产	146	146	146	146
长期股权投资	55	55	55	55
投资性房地产	36	30	24	18
固定资产和在建工程	421	804	1174	1075
无形资产和开发支出	1834	1817	1800	1783
其他非流动资产	70	64	62	60
资产总计	4305	4507	4857	5397
短期借款	24	0	0	0
应付和预收款项	736	687	657	738
长期借款	39	39	39	39
其他负债	34	3	3	3
负债合计	833	729	699	780
股本	914	914	914	914
资本公积	1422	1422	1422	1422
留存收益	1113	1402	1761	2195
归属母公司股东权益	3449	3737	4096	4531
少数股东权益	23	41	62	86
股东权益合计	3472	3778	4158	4617
负债和股东权益合计	4305	4507	4857	5397

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	249	283	515	442
投资活动产生现金流量	-386	-450	-468	0
融资活动产生现金流量	868	-13	11	15
现金流量净额	731	-180	59	457

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1137	1412	1574	1769
营业成本	518	617	658	715
营业税金及附加	17	21	24	27
营业费用	142	169	181	195
管理费用	304	311	331	363
财务费用	-3	-11	-11	-15
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
其他收益	61	55	55	55
营业利润	209	360	447	540
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	208	360	447	540
所得税	17	54	67	81
净利润	191	306	380	459
少数股东损益	1	17	21	25
归属母公司股东净利润	190	289	359	434

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	54.43%	56.33%	58.22%	59.59%
EBIT/销售收入	18.03%	24.68%	27.68%	29.67%
销售净利率	16.82%	21.68%	24.14%	25.95%
ROE	5.51%	7.73%	8.76%	9.59%
资产负债率	19.36%	16.17%	14.39%	14.45%
流动比率	2.48	2.53	2.65	3.26
速动比率	2.20	1.89	2.05	2.61
总资产周转率	0.31	0.31	0.32	0.33
应收账款周转率	5.29	3.47	4.02	3.50
存货周转率	2.44	2.12	2.66	2.12

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。