

幼教龙头加速行业整合，打造全产业链生态链

——威创股份首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 并购开启行业整合，全方位布局幼教产业：

威创股份2014年切入幼教行业后通过收购进行行业整合，形成以红缨教育、金色摇篮、鼎奇幼教、可儿教育四大品牌为主的全方位、多层次产业布局，迅速成长为幼教龙头企业。此外公司不断进行安特思库项目、常青藤俱乐部等新的业务模式探索，培养新的业务增长点，提高办学品质和保教质量。

● 打造幼教生态圈，开启信息化变革：

公司采取“并购+战略合作”模式，通过投资贝聊、程博士育儿等家园共育、自媒体流量入口实现线上线下板块联动，建立起儿童成长生态圈。并通过与幼师口袋、睿艺、凯瑞联盟等各细分领域的专业公司建立战略合作伙伴关系，加速幼教生态链的延展。此外，公司目前已构建成儿童成长的智慧信息化底层，积累了大数据优势，将推动幼教领域的管理和信息变革。

● 多项利好政策扶持，行业前景广阔：

随着二胎政策的放开，新生儿数量、入园率、幼儿园费用全面增长，2020年幼教市场规模或达五千亿。2010年以来国家持续颁布多项政策鼓励幼教发展，资本、资源和人才大量涌入，给行业带来了快速发展的动力。2017年，《民办教育促进法》出台，民办教育的回报预期更加明确，前景十分广阔。

● 传统主业地位稳固，幼教业务持续看好，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018—2020年EPS分别为0.27/0.31/0.35元，当前股价对应2018-2020年PE分别为35/30/27倍。公司传统主业优势地位稳固，幼教业务规模和质量的持续提升，随着幼教生态圈的逐步建立，公司业绩增长潜力巨大，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：整合效果不及预期，政策落地不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1051	1,137	1,305	1,467	1,628
增长率(%)	12.1	8.3	14.7	12.4	11.0
净利润(百万元)	182.2	190	243	279	318
增长率(%)	52.5	4.2	27.8	15.0	13.8
毛利率(%)	55.6	54.4	54.4	54.3	54.3
净利率(%)	17.3	16.7	18.6	19.0	19.5
ROE(%)	7.8	5.5	6.6	7.1	7.6
EPS(摊薄/元)	0.20	0.21	0.27	0.31	0.35
P/E(倍)	51.29	49.2	38.5	33.5	29.4
P/B(倍)	3.99	2.7	2.6	2.4	2.2

资料来源：新时代证券研究所

推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.05.17

收盘价(元):	10.65
一年最低/最高(元):	8.88/15.65
总股本(亿股):	9.14
总市值(亿元):	97.3
流通股本(亿股):	8.35
流通市值(亿元):	88.97
近3月换手率:	63.29%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.06	12.73	-30.57
绝对	10.13	10.13	-17.25

相关报告

《幼教生态布局不断完善，三费减少助力净利增长45.43%》2017-08-21

目 录

1、 跨界教育开启双主业驱动，并购扩张幼教龙头成型	4
1.1、 大屏拼接主业见顶，DLP 龙头跨界幼教领域	4
1.2、 持续扩展幼教业务，拉开行业整合大幕	4
1.3、 “PE+上市公司”推动资本运作，管理层凝聚力强	6
2、 大屏拼接竞争日趋激烈，传统主业向增值服务转型	7
2.1、 超高分辨率数字拼接墙系统业务平稳发展	7
2.2、 DLP 产品整体增长受阻，公司转型增值服务	8
3、 幼教业务增速可观，市场前景广阔	9
3.1、 全方位布局幼教业务，业绩增速迅猛	9
3.2、 打造立体品牌体系，覆盖多层次市场	10
3.3、 五千亿市场前景广阔，行业集中度低	12
4、 “并购+战略合作”打造幼教生态链	14
4.1、 提高平台服务能力，开启幼教管理信息化变革	14
4.2、 线上线下板块联动，打造幼教生态链	15
4.3、 定增提供资金支持，加速幼教城市生态圈建设	16
5、 投资逻辑：传统主业优势地位稳固，幼教业务持续看好，首次覆盖给予“推荐”评级	17
6、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 威创股份历史沿革	4
图 2： 威创股份股权结构	6
图 3： 2012-2017VW 业务营收及增速	7
图 4： 2012-2017VW 毛利率及增速	7
图 5： 研发投入占营收比	8
图 6： 大陆 DLP 产业销售规模及预测	9
图 7： 2015-2017 幼教业务营收及增速	9
图 8： 2015-2017 幼教毛利率及增速	9
图 9： 红缨旗下“Yojo”业务模式	10
图 10： 金色摇篮架构	11
图 11： TOP5 幼儿园品牌园所占比	13
图 12： 威创儿童成长平台	14
图 13： 金色摇篮潜能教育研究院架构	15
图 14： 芝麻街课程体系	16
图 15： 芝麻街校区分布	16
图 16： 威创幼教城市生态圈的战略布局	17
表 1： 威创股份旗下部分幼教子公司	5
表 2： 红缨教育、金色摇篮业绩承诺及完成情况（百万元）	5
表 3： 威创股份管理层概览	6
表 4： 鼎奇幼教成长之路	11
表 5： 可儿教育收购前后股权结构情况	12
表 6： 民办幼教市场规模	12
表 7： 学前教育相关政策	13

表 8: 威创股份战略合作方	15
----------------------	----

1、跨界教育开启双主业驱动，并购扩张幼教龙头成型

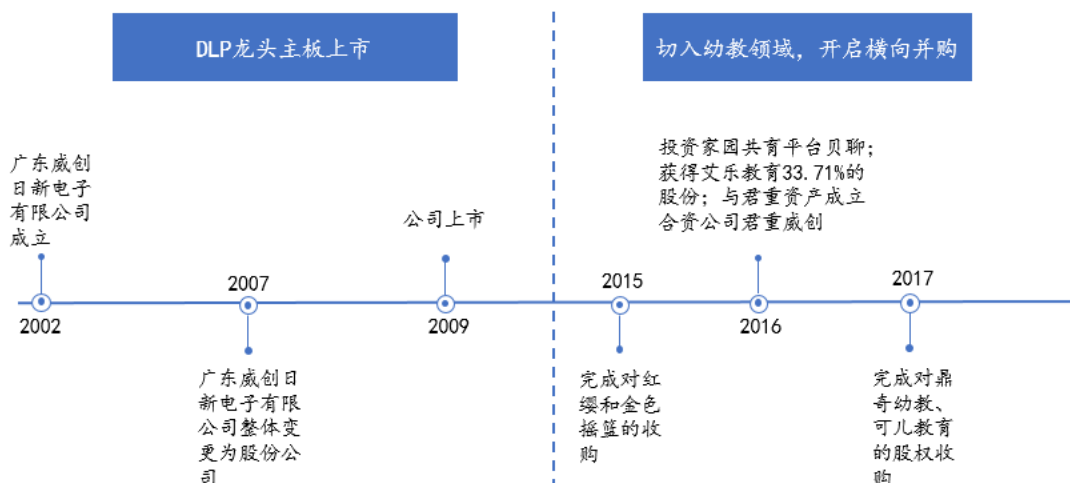
1.1、大屏拼接主业见顶，DLP 龙头跨界幼教领域

威创股份前身为广东威创日新电子有限公司，成立于 2002 年，注册资本 16,035 万元。成立之初何小远任董事长，2006 年由何正宇任董事长。2007 年 8 月，广东威创变为中外合资经营企业，同年 10 月董事会决议通过将广东威创日新电子有限公司整体变更为股份公司，法定代表人为何正宇。

2009 年公司上市，成为国内拼接显示行业的首家上市企业。公司成立之初主营业务包括 VW（超高分辨率数字拼接墙系统）和 IDB（交互数字平台）的研发、生产、销售和服务。其后经过十多年的发展，威创已经成长为一个国际化的创新型科技企业，业务范围遍布全球 50 多个国家和地区，超高分辨率数字拼接墙系统（DLP、LED、LCD）及解决方案业务在全球处于领先地位。

受到行业格局变动和竞争加剧的影响，公司盈利能力在 2014 年出现大幅下滑。为此威创股份在 2014 年开始切入幼教领域，明确双轮驱动的发展战略，开始从单一业务经营向多元业务经营的转变，主要是面向教育行业转型。

图1：威创股份历史沿革



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、持续扩展幼教业务，拉开行业整合大幕

为实现转型，公司引入战略投资者和君咨询成为第二大股东并实施员工持股计划，通过资本运作在幼教领域快速进行了一系列布局。

2015 年，在和君集团“一体两翼”体系助力下，威创股份完成了对红缨和金色摇篮两家民办幼儿园连锁加盟品牌的收购，二者均为国内幼教加盟品牌中的佼佼者。金色摇篮面向中高端幼教市场、红缨面向中低端幼教市场、红缨教育旗下的悠久品牌则针对县域幼教市场，至此公司实现了幼教市场的多层次品牌覆盖。后又引入战略合作伙伴安赐资本，迅速成长为儿童成长产业龙头。

2016 年 1 月，公司投资家园共育平台贝聊获 16.67% 股权，同年 2 月获得艾乐

教育 33.71%的股份; 2016 年 8 月, 威学教育拟与君重资产成立合资公司君重威创, 并设立 50 亿元幼教产业并购基金, 用于并购一线城市幼儿园。

2017 年 7、8 月公司先后以 1.059 亿、3.85 亿元完成对鼎奇幼教、可儿教育的股权收购, 开拓内蒙古、大连、贵阳等地的中高端幼教市场。

2018 年 5 月, 公司以 2.625 亿元收购北京凯瑞联盟教育科技有限公司 35% 的股权, 布局儿童语言培训赛道, 进一步夯实公司在幼教领域的线下布局。

表1: 威创股份旗下部分幼教子公司

子公司名称	收购时间	股权占比	简介
红缨教育	2015 年	100%	中国幼儿园加盟连锁经营的领先品牌, 是国内首家上市的幼教机构, 截至 2017 年末共有连锁幼儿园 6 所, 品牌加盟园 1349 所, 红缨悠久联盟园 3,039 所, 红缨悠久品牌代理商 179 家。
金色摇篮	2015 年	100%	国内知名的高端幼儿园加盟品牌, 创办于 1995 年, 目前在全国拥有近 500 所品牌加盟园, 逾 10 万名婴幼儿同时在园就读。
贝聊	2016 年	16.67%	幼儿园家长工作平台, 帮助幼儿园解决展示、通知、沟通等家长工作中的问题。
艾乐教育	2016 年	33.71%	面向国际的互联网+幼儿园连锁加盟教育品牌公司。艾乐教育团队来自香港, 澳洲, 英国, 美国和中国内地等, 致力于为客户提供一站式高端教育服务。
鼎奇幼教	2017 年	70%	为内蒙古地区的幼教龙头企业, 截止 2017 年末鼎奇幼教共有园所 17 家, 其中托管加盟园所 9 家。
可儿教育	2017 年	70%	定位中高端市场的幼教机构, 截至 2017 年末共有托管加盟幼儿园 19 所, 目前主要分布在北京、大连、贵阳三地。
凯瑞联盟	2018 年	35%	主营业务为运营“芝麻街英语”品牌的少儿英语培训业务。截至 2017 年末旗下共拥有直营店 6 家, 签约加盟校 348 家, 到目前为止已开始运营的加盟校有 197 家, 覆盖全国 150 个地区, 累计学员人数超 50000 余名。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2015 年-2017 年, 红缨教育和金色摇篮实际利润均较大幅度超过并购业绩承诺, 有力增厚公司业绩。2017 年红缨教育收入 2.62 亿元, 同比下降-8.49%, 净利润 0.76 亿元, 同比下降-26.05%。金色摇篮实现营业收入 19,820.09 万元, 实现净利润 10,675.48 万元, 较去年同期增加 4,636.56 万元, 增幅 76.78%。

红缨教育业绩下滑主要源于主动的战略调整。红缨教育关注点由单纯的园所数量扩张转为精耕细作, “新红缨”项目淘汰联系不紧密的部分加盟园和低端园所, 另一方面减缓红缨悠久品牌代理商的开发。

表2: 红缨教育、金色摇篮业绩承诺及完成情况 (百万元)

	2015 年		2016 年		2017 年	
	承诺净利润	实际净利润	承诺净利润	实际净利润	承诺净利润	实际净利润
红缨教育	33.00	56.48	43.00	102.00	53.00	73.67
金色摇篮	11.00 (8-12 月)	11.28	53.00	60.39	66.30	105.60

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

截至 2017 年末, 公司旗下的幼教品牌共拥有加盟幼儿园近 5000 家, 成为行业内管理幼儿园数量最多的公司。

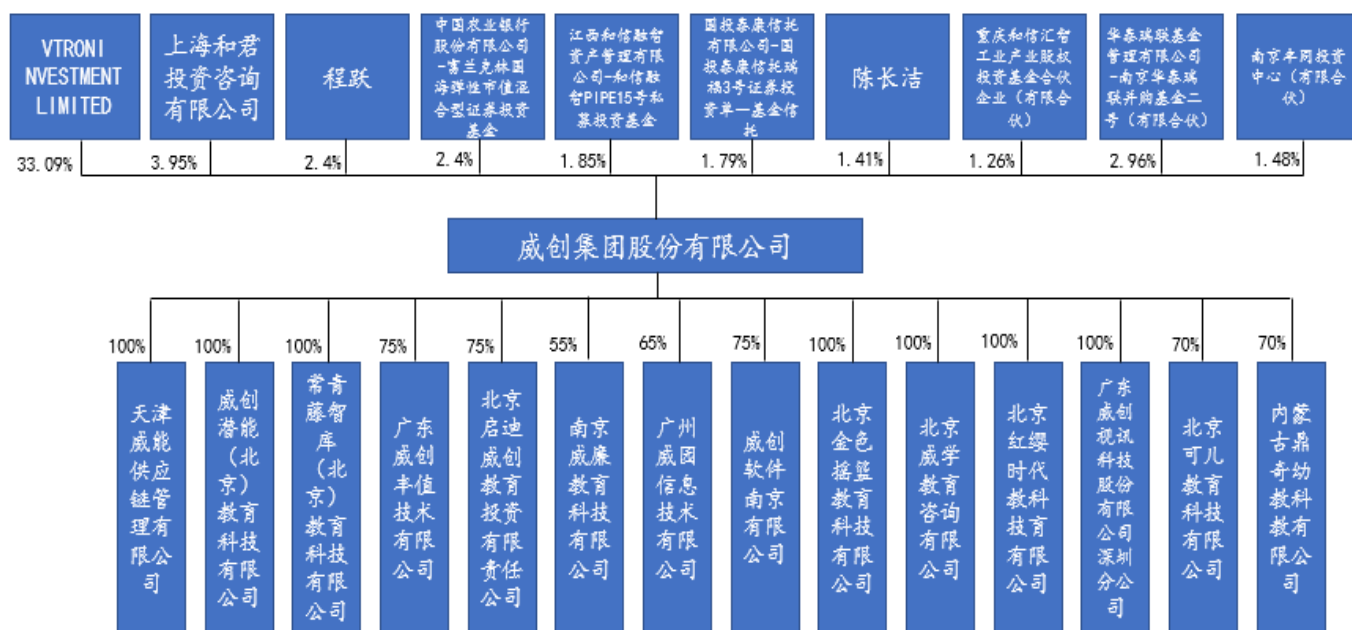
1.3、“PE+上市公司”推动资本运作，管理层凝聚力强

公司曾多次采用“PE+上市公司”的模式优化股东结构。2014年7月，上海和君投资咨询、鄂尔多斯东联和君接手威创投资减持的4168万股公司股份，这两家公司均为和君系成员。此后，威创投资于2015年2月宣布向和信融智及其他关联方转让不超过威创股份总股本10%的股权，信融智同样隶属和君系。和君系的介入推动了公司的资本运作，为公司实现幼儿教育领域的生态布局和长期战略发挥了协同作用。

2017年3月，威创投资再次减持，此次受让的主体为安赐创业及陈长洁、殷敏、陈让三位自然人。安赐创业是安赐资产管理有限公司旗下企业，安赐资管旗下基金投资了文投控股、南洋股份等上市公司，以及微影时代、华强文化等项目，市场资源丰富。

三位自然人均为安赐资管高管，其中陈长洁拥有十余年上市公司并购重组和产业整合的从业经验；殷敏拥有十余年私募股权投资和管理咨询的从业经验；陈让是国内最早的互联网创业者之一，在TMT领域有着丰富的投资经验和项目资源。

图2：威创股份股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

管理层团队均在视讯、教育或管理领域有多年的从业经历，其中包含2002-2004年间进入公司的骨干，说明公司具有非常强的凝聚力，团队稳定。公司董事长兼总经理何正宇先生1982年即在深圳爱华电子有限公司担任研发工程师，后赴美、澳进修，拥有丰富的专业及管理经验，在公司成立之初的战略选择上发挥了重要作用，为公司积累了充足的客户和技术资源。

表3：威创股份管理层概览

姓名	职位	简介
Ken Zhengyu	总经理	本公司董事长，总经理；兼任华南理工大学计算机科学与工程学院客座

HE(何正宇)

教授, 曾获广东省专家局“外国专家”称号

李亦争 副总理 曾任投资银行部高级副总裁;2015 年 5 月起任本公司战略投资部总经理, 董秘理, 2016 年 4 月至今任本公司副总经理, 董事会秘书。

王红兵 副总理 红缨教育创始人, 中国未来研究会教育分会理事长,

何一名 副总理 曾任花旗集团投行部分析师, 经理, 本公司战略投资部经理, 董事长助理

李竞一 副总理 曾先后担任 IBM 公司电信事业部经理, 华北分公司总经理, 全球科技服务部北方区总经理, 全球科技服务部系统服务产品线总经理

江玉兰 副总理 自本公司设立即在本公司从事财务工作

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

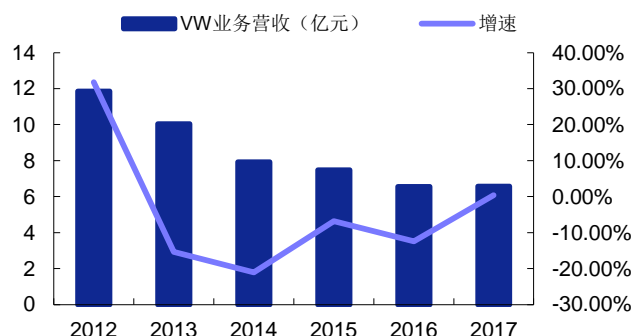
2、大屏拼接竞争日趋激烈, 传统主业向增值服务转型

2.1、超高分辨率数字拼接墙系统业务平稳发展

公司传统主业为超高分辨率数字拼接墙系统(VW)的研发、生产、销售和服务。VW 应用于能源、交通、政府等领域的监控、指挥与调度, 如电力调度中心、交通指挥中心、安全监控中心等。自成立以来, 公司完成了多个 VM 大型工程, 包括深圳地铁 OCC 调度系统、中国联通网管中心以及三峡梯级调度监控中心等。

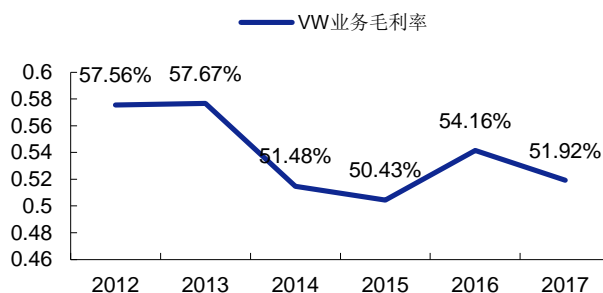
目前公司的 VW 业务进入平稳发展期, 2012 年-2017 年营收分别为 11.86 亿、10.04 亿、7.93 亿、7.49 亿、6.56 亿、6.58 亿, 毛利率为 57.56%、57.67%、51.48%、50.43%、54.16%、51.92%。

图3: 2012-2017VW 业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 2012-2017VW 毛利率及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

业务经营方面公司采用“微笑曲线”战略, 重视价值链两端的研发和营销投入, 有效提高产品的附加值。

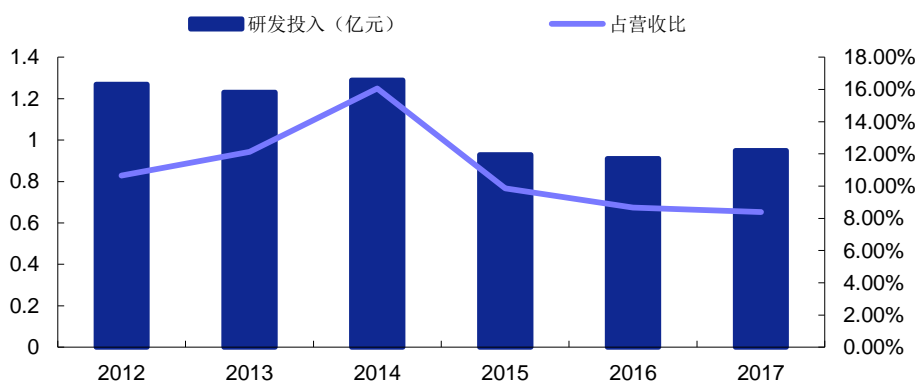
渠道方面, 公司采用代理商销售为主的销售方式, 采取按照行业区分一级代理商、然后按照区域划分二三级代理的独特模式, 目前已建立起覆盖全国的代理商网络, 众多的代理商使得公司可以更好理解不同客户的需求, 成为公司的核心竞争力

之一。

众多代理商并没有对公司的利润率产生显著削弱，因为公司自成立之初秉持开拓政府行业客户的策略。政府行业客户对价格相对并不敏感，因而公司有可以投入较多资金在研发上，从而获得技术更新的高溢价。

研发方面公司持续进行技术创新，截至 2017 年末，公司已获授权专利 1000 余项，其中发明专利超过 70%，在公共安全、交通、能源、金融等重点行业的样板项目荣获中国电子视像行业协会“2017 年中国音视频产业创新奖”之年度应用创新奖。此外，公司不断加大研发投入，2017 年研发人员达 322 人，研发投入 9539.50 万，同比增长 4.87%。

图5： 研发投入占营收比

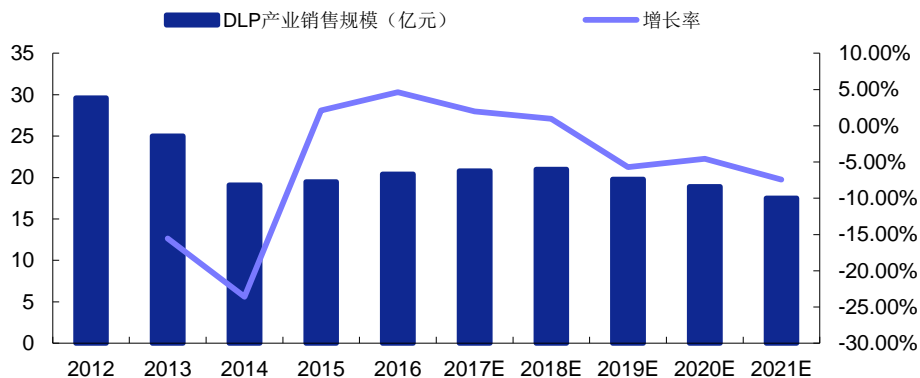


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、DLP 产品整体增长受阻，公司转型增值服务

2012 年以来，伴随着经济增速的放缓及固定资产投资比例的下降，高端市场控制中心新增建设立项数量和数额出现明显的下降，加之小间距 LED、超窄边 LCD 的技术更新，DLP 市场规模不断缩小，销售额从 2012 年的 29.6 亿减少至 2014 年的 19.1 亿。2015 年随着激光光源等技术的成熟市场有所回暖。根据奥维云网(AVC)的预测，2018 年后 DLP 拼接市场进入下降通道，DLP 产品整体增长受阻。

DLP 拼接市场集中度高，且业绩分化明显。威创、台达、GQY 稳居前三，行业 CH3 达，其中威创领先优势明显，2017 年市场占有率超过 30%。公司业务覆盖全球 50 余个国家和地区，在海外也具有领先优势，主要的竞争对手是比利时 BARCO 公司、三菱电机及美国平达。

图6：大陆 DLP 产业销售规模及预测

资料来源：奥维云网（AVC），新时代证券研究所

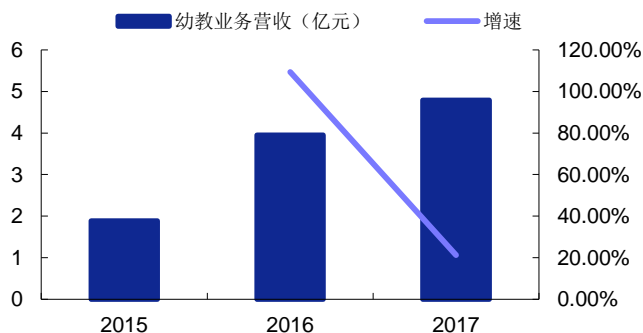
DLP 拼接产品的上游产业链主要是光阀和光机产品。其中，光阀只由 TI 一家垄断，市场缺乏竞争。光机方面，虽然供应商并没有形成垄断，但是考虑到整体市场规模的限制，产业链依然难以形成具有高效竞争和充分规模实力的格局。

为了应对行业竞争日益加剧、产品价格进一步降低的形势，公司在提升产品力的基础上，持续推行由硬件产品制造商向解决方案以及增值服务提供商的转变。同时在 COB 小间距 LED 方面进一步加大和上下游厂家的紧密合作，打通产业链，持续提升产品的成熟度、可靠性和稳定性。

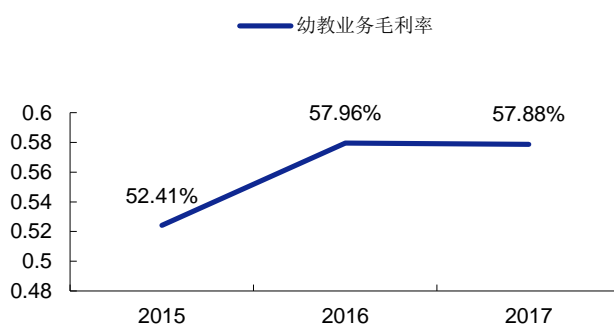
3、幼教业务增速可观，市场前景广阔

3.1、全方位布局幼教业务，业绩增速迅猛

公司 2014 年开始进入幼教行业，其后迅速展开全方位布局，成为幼教行业龙头企业。幼儿园运营管理服务业务营收增速迅猛，2017 年占总营收比达 42.11%，毛利率基本稳定。

图7：2015-2017 幼教业务营收及增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8：2015-2017 幼教毛利率及增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司目前主要的幼教服务模式包括品牌加盟、品牌联盟、托管加盟三种形态。截至 2017 年末，红缨共有连锁幼儿园 6 所，品牌加盟园 1349 所（其中旗舰园 475 所），红缨悠久联盟园 3,039 所，红缨悠久品牌代理商 179 家；金色摇篮共有托管

加盟幼儿园 20 所，加盟幼儿园 534 所；托管小学 2 所，品牌加盟小学 3 所；托管加盟早教中心 1 所，服务早教中心 122 所。

此外，公司在业务模式上不断探索创新，2017 年发起成立中国幼教常青藤俱乐部，旨在打造中国幼教第一高端人脉与学习成长平台，并积极探索托管式加盟的模式，通过对实际运营的切入加大服务深度。

3.2、打造立体品牌体系，覆盖多层次市场

红缨教育

红缨教育成立于 2001 年，是国内首家登陆资本市场的幼教机构，目前旗下拥有“新红缨”、“HOING”和“Yojo”（悠久）三大品牌。公司在全国拥有幼儿园 4000 多家，覆盖中国大陆全部省份；拥有幼儿教师 10 万名，师资力量雄厚。

在公司的三大品牌中，“Yojo”的定位是为县域幼儿园提供一体化解决方案，采取区域品牌代理招收联盟园的组织架构和服务模式，截至 2017 年底已有品牌代理商 179 家；“HOING”则针对市级市场，自 2007 年推出至今已有连锁幼儿园 1300 多家，覆盖中国大陆全部省份；“新红缨”是公司 2018 年基于“托管式加盟”推出的新项目，即在常规加盟服务之外，直派园长运营幼儿园，通过园长植入高水准运营体系实现流程化的规范管理，更能满足目前民促法改革下幼儿园实际需求。

图9：红缨旗下“Yojo”业务模式



资料来源：雪球，新时代证券研究所

红缨教育的核心竞争力在于其特有的管理、培训及研发模式，是国内为数不多的产学研一体化的幼教机构。红缨研究院由国家副总督学郭福昌亲自出任院长，专家组成员由来自哈佛大学、北京大学等国内外顶尖院校和研究机构的专家学者构成，专门为连锁园提供的特色课程。

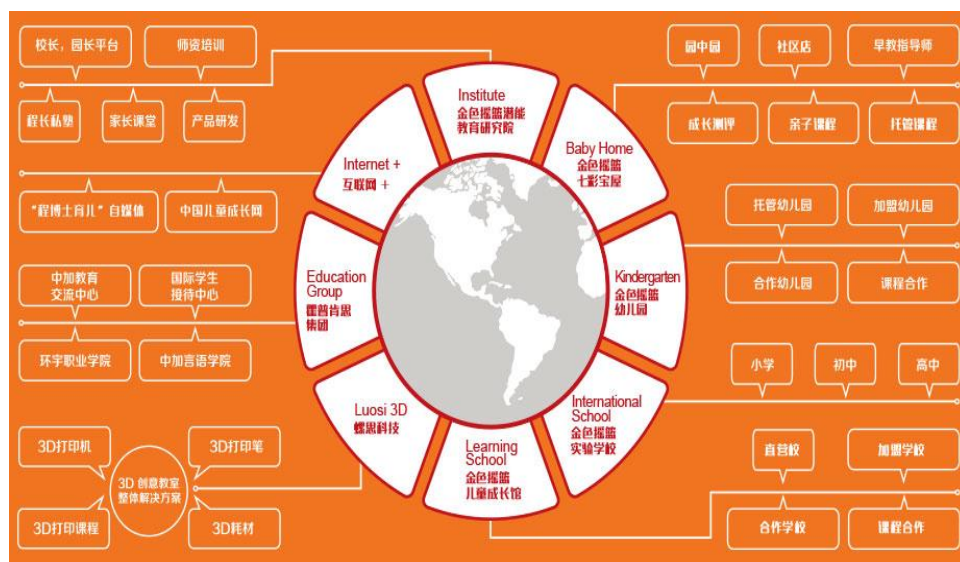
金色摇篮

金色摇篮成立于 1995 年，经过 20 余年的发展，建立了以 0-3 岁婴儿家庭教育、3-6 岁幼儿学前教育、5-12 岁培训学校、6-15 岁中小学教育，以及 15 岁以上国际教育文化交流为业务核心的成长管理优质教育生态系统。截至 2017 年年底，旗下

幼儿园托管、加盟等业务遍布中国 26 个省，262 个市，在境内拥有千余所园校，境外教育业务分布在北美。

金色摇篮同样拥有自主研发体系，2017 年金色摇篮研究院独立成立公司并升级为威创潜能研究院，实现课程内容产品化，市场化，国际化，并丰富玩教具种类，进一步提升金色摇篮的核心竞争力。

图10: 金色摇篮架构



资料来源：金色摇篮官网，新时代证券研究所

金色摇篮具有很好的教育理念和商业模式，但营销扩张、激励机制等方面存在不足，威创完成收购后重新对其进行战略规划，调整了组织结构。调整后金色摇篮步入了发展的快车道，并购后的一年加盟店的数量已激增至 500 家，较并购前翻了近十倍，业绩也呈现爆发态势，2017 年实现营业收入 1.98 亿元，实现净利润 1.07 亿元，增幅达 76.78%。

鼎奇幼教

鼎奇幼教创办于2003年，是内蒙古地区规模最大的专业幼教机构，除内蒙古外旗下园所还遍及北京、上海、河北等地，目前已拥有12家幼儿园和1家儿童之家，涵盖0-6岁儿童早期教育，在册学生超过3000人，教职工超过300人。

表4: 鼎奇幼教成长之路

年份	内容
2003	鼎奇亲子园成立，填补了内蒙古地区在0—3岁早教市场空白，鼎奇开始进入幼儿教育的探索征程。
2005	建立幼教专业团队，为鼎奇的专业化发展奠定坚实的基础。
2007	呼和浩特市鼎奇幼教科教有限公司成立，标志着鼎奇开始进入集团化发展阶段。 同年，鼎奇加盟香港跨世界国际教育集团。
2008	鼎奇第一个VIP园东岸国际园开园，标志鼎奇发展优质教育品牌的愿景逐步成型。 同年内蒙古鼎奇幼教科教有限公司正式成立。
2011	鼎奇幼教成为美国西南大学研究生教育基地。
2015	鼎奇教育首家特约加盟园——东方领海幼儿园正式签约，成为鼎奇向异地园、连锁园、集团化、国际化进程发展迈出的又一重要步伐。
2016	北京鼎奇未来幼儿教育科技发展有限公司在北京股权交易中心四板市场挂牌成功。

资料来源：鼎奇幼教官网，新时代证券研究所

可儿教育

可儿教育成立于 2009 年，但自 2016 年下半年才开始实际运营，为北京地区中高端国际高品质幼儿园的代表，经营范围包括技术推广服务、教育咨询等，公司拥有丰富的国内幼儿教育资源，在国际化的教育教学体系、美育教育课程研发、幼儿教师培训、园所设计及环创、儿童水上运动教程等领域有较为独到的经验。

截至 2017 年末可儿教育共有托管加盟幼儿园 19 所，目前主要分布在北京、大连、贵阳三地，其中北京地区拥有托管加盟园 13 家。

表5：可儿教育收购前后股权结构情况

序号	股东名称或姓名	收购前出资额 (万元)	收购前持股比 例 (%)	收购后出资额 (万元)	收购后持股比 例 (%)
1	赣州高裕股权投资合伙企业	1050	70	-	-
2	刘可夫	450	30	450	30
3	威创股份	-	-	1050	70
合计		1500	100	1500	100

资料来源：多知网，新时代证券研究所

威创股份 2017 年 8 月与赣州高裕以自有资金出资 3.85 亿元购买北京可儿教育科技有限公司 70% 股权，可儿教育成为威创股份的控股子公司。收购完成后公司旗下托管加盟园运转稳定，2017 年实现并表营业收入 1,381.16 万元，实现并表净利润 1,089.34 万元。

3.3、五千亿市场前景广阔，行业集中度低

二胎政策的持续推进使得适龄入园儿童数目不断增长，预计 2020 年新生儿总数将达 1900 万。但幼儿园教育资源，尤其是优质资源十分稀缺，民办幼儿园作为主要力量前景十分广阔。民办幼教市场目前已达三千亿，随着新生儿数量、入园率、幼儿园费用全面增长，2020 年或将达五千亿。

表6：民办幼教市场规模

年份	适龄幼儿人数 (万人)	毛入园率	市场总需求 (万人)	民办幼儿园总需求 (万人)	民办幼儿园年平均费用 (元)	民办幼儿园市场规模
2016	5855	78%	4567	2466	12580	3102
2017	5954	81%	4823	2604	13586	3539
2018	5978	84%	5022	2712	14673	3979
2019	6012	87%	5230	2824	15847	4476
2020	6367	90%	5730	3094	17115	5296

资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

2010 年以来国家持续颁布多项政策鼓励幼教发展，资本、资源和人才大量涌入，给行业带来了快速发展的动力。2017 年，《民办教育促进法》在各地陆续出台实施细则，分类管理办法将更加明确民办教育的回报预期，同时学前教育方面发布《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》，提出到 2020 年全国学前三年毛入园

率由目前的 75% 提升至 85%。

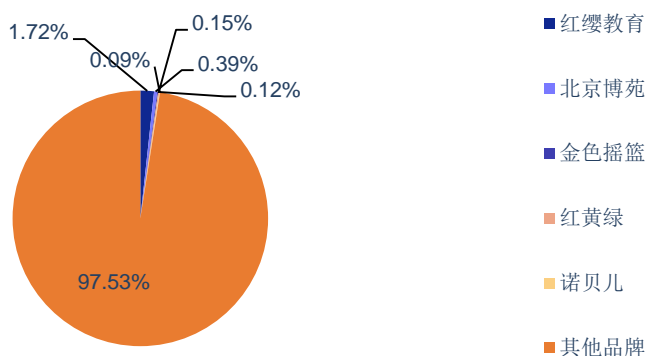
表7： 学前教育相关政策

名称	年份	内容
《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》	2010	把发展学前教育摆在更加重要的位置，多种形式扩大学前教育资源，多种途径加强幼儿教师队伍建设，多种渠道加大学前教育投入，加强幼儿园准入管理。
《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	2010	积极发展学前教育，建立政府主导、社会参与、公办民办并举的办园体制，大力发展公办幼儿园，积极扶持民办幼儿园，到 2020 年全面普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育。
《3-6 岁儿童学习与发展指南》	2012	遵循幼儿身心发展规律，规范办园行为，以游戏为基本活动形式，科学安排幼儿一日生活，制订科学、合理的幼儿教育内容和方法。
《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》	2014	进一步加大学前教育投入，将家庭负担控制在合理范围，解决入园难的问题，到 2016 年全国学前 3 年毛入园率达到 75% 左右。
《民办教育促进法》	2017	对民办教育实行分类管理——分为营利性的民办教育与非营利性的民办教育。
《关于实施第三期学前教育行动计划的意见》	2017	到 2020 年，基本建成广覆盖、保基本、有质量的学前教育公共服务体系。全国学前三年毛入园率达到 85%，普惠性幼儿园覆盖率达到 80% 左右。

资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

行业集中度方面，前五家最大加盟和直营幼儿园之和不足幼儿园总数的 2.5%，格局比较分散，行业集中度比较低。

图11： TOP5 幼儿园品牌园所占比



资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

从市场占有率上来说，公司是目前幼教行业内管理幼儿园数量最多的公司，相较于同行业竞争对手具有较大的领先优势。另外，公司目前的托管幼儿园主要集中在以北京为代表的一、二线城市，且托管加盟园所整体定位于中高端幼儿园，具有较强的地理位置优势和品牌影响力。

4、“并购+战略合作”打造幼教生态链

4.1、提高平台服务能力，开启幼教管理信息化变革

公司 2016 年正式推出幼教天地平台，将旗下各类幼教品牌有效地集中在一起，实现了行业资源整合与专业化分工，同时集中采购优势，优化幼教产品输出渠道。公司未来将提高平台服务能力，全面为品牌赋能。

威创股份的平台系统过渡到用户运营的商业模式后将实现投资、并购、平台运营三线并行，打通旗下 5000 余家园所，实现资源共享，大幅降低优质产品获客成本，率先获得精准的营销渠道和高效的变现能力，推动幼教产业走向 2.0 新时代

图12：威创儿童成长平台

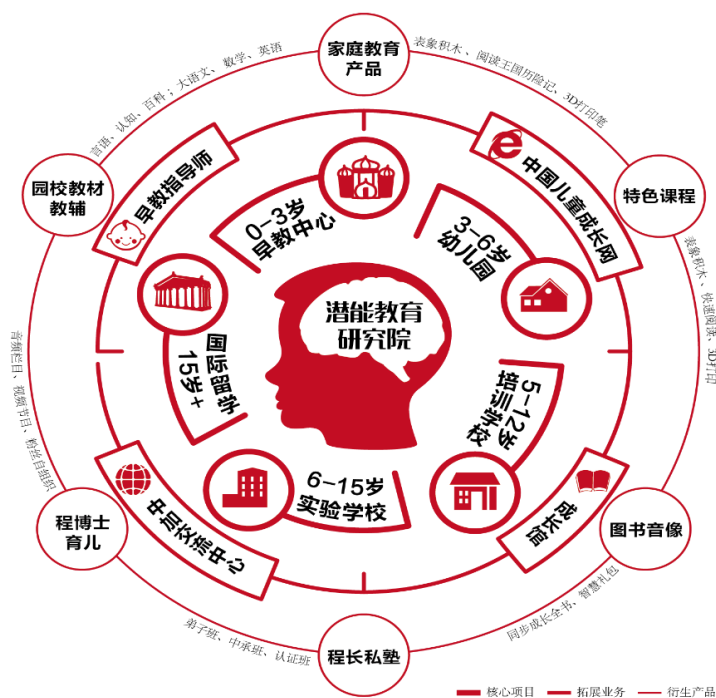


资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

公司具有强大的教育科研能力和信息化基础。经过公司专业团队多年打造，目前公司幼教信息化体系已经成型。目前包括园所管理系统(招生管理、考勤/晨检管理、收退费管理、园长管理看板等)、运营管理系统(供应链管理、协同办公、网络培训等)以及家园共育系统(班级圈、家长课堂、家长助手等)三大板块，已于 2017 年下半年在公司旗下服务幼儿园全面实施和推广。

信息化体系构建成公司儿童成长的智慧信息化底层，形成公司幼教大数据的重要来源，推动幼教领域的管理和信息变革。旗下金色摇篮已经累计超过 20 年的儿童成长数据，且目前公司的智慧幼教团队也和百度等顶级人工智能领域专家机构在儿童成长数据的积累和分析上进行不断的推进，未来在儿童成长大数据的积累上将逐步成为公司主要的核心竞争力。

图13: 金色摇篮潜能教育研究院架构



资料来源：金色摇篮官网，新时代证券研究所

为深耕儿童成长产业，打开儿童成长的“黑匣子”，公司还与领先的AI技术平台百度达成战略合作，将儿童行为在线化、数据化，通过对大数据得出儿童客观科学的成长状况报告，并以此制定出针对孩子的个性化教育解决方案，例如即将针对教育过程封闭化问题开发的“今日宝宝”客户端产品等。

4.2、线上线下板块联动，打造幼教生态链

威创欲打造以线下幼儿园为流量入口，一方面向以园所运营管理为核心的前端业务和以提供各项衍生服务及产品为核心的后端业务延伸打通幼教全产业链，一方面通过收购线上平台实现线上线下品牌联动的幼教生态链。

公司将对线下加盟、直营园的连续投资并购视为打造幼教生态链的第一步，此后投资了贝聊、程博士育儿等家园共育、自媒体流量入口，并将线上平台的功能引入实体园所实现板块联动，从教学角度打通产业链，利用线上线下一体化的方式，建立起了一个相对完善的儿童成长生态圈。

2017年公司采取投资与战略合作双管齐下的方式，与幼师口袋、睿艺、咿啦看书、华蒙星体育、Wonder Workshop（奇幻工房）、Cloud School等各细分领域的专业公司建立战略合作伙伴关系，同时与南京康轩、蓝迪、巧虎等优质幼教品牌达成了初步战略合作意向，形成优势互补，加速幼教生态链的延展。

表8: 威创股份战略合作方

名称	简介
幼师口袋	幼儿园教师资源分享应用，可以帮助幼儿教师轻松发现、收纳与相互分享幼儿园环境布置、个别化学习活动等素材、制作方法。
睿艺	提供应用软件服务、组织文化艺术交流活动、教育咨询、文化咨询等

名称	简介
咿啦看书	儿童移动端数字阅读平台，采用全新交互式的阅读方式，重新定义儿童阅读。
华蒙星体育	幼儿教育品牌“walmonos 华蒙星”旗下的幼儿体育教育机构。业务包括幼儿体育项目的教学研究、师资培训、幼儿培训及相关配套体育设备研发等。
Wonder Workshop	为 6 岁及以上儿童设计编程语言，让他们掌握游戏编程能力。
Cloud School	专注于为中国幼教行业提供信息化云服务应用平台及周边解决方案的 IT 互联网公司。

资料来源：公开资料，新时代证券研究所

4.3、定增提供资金支持，加速幼教城市生态圈建设

公司于 2016 年 1 月启动非公开发行股份融资，于 2017 年 10 月完成，引入战略股东并融入 9.18 亿的资金，募集资金将用于儿童艺体培训中心的建设，延伸公司服务价值链，加速幼教城市生态圈建设。

2018 年 5 月公司变更 2.625 亿元募集资金用途用于收购北京凯瑞联盟教育科技有限公司 35% 股权，占募集资金总额的 28.59%。凯瑞联盟主营业务为运营“芝麻街英语”品牌的少儿英语培训业务，与公司当前幼教业务能形成有效协同且与“艺体培训中心项目”的建设内容高度契合。凯瑞联盟自 2013 年成立至今已拥有直营店 6 家，签约加盟校 348 家，覆盖全国 150 个地区，累计学员人数超 50000 余名。

语言培训是儿童成长的重要环节，具有刚需、产品生命周期长（3 岁-12 岁）、市场空间大等特点，是艺体培训产业中最具投资价值的细分行业之一。凯瑞联盟作为儿童语言培训行业加盟学校数量最多的公司之一，对公司具有重要的战略价值，未来双方将进一步在儿童语言培训赛道布局方面展开合作，加快幼教业务发展。

图 14： 芝麻街课程体系



资料来源：芝麻街官网，新时代证券研究所

图 15： 芝麻街校区分布



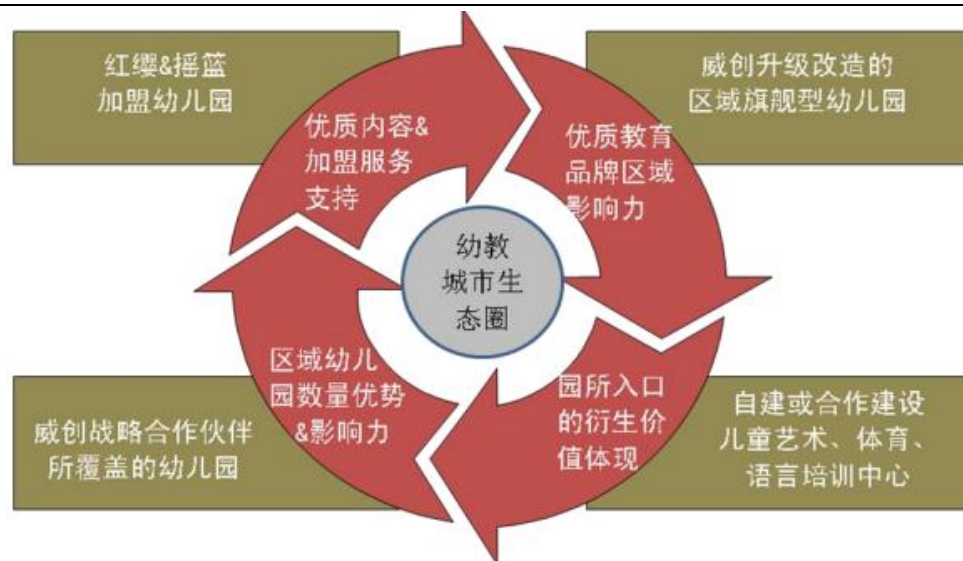
资料来源：芝麻街官网，新时代证券研究所

除艺体中心建设外，幼教城市生态圈战略还包括“旗舰型幼儿园”升级改造服务。公司将通过这些举措提升品牌影响力，发挥旗下加盟幼儿园的协同效应，构建园所服务层次和体系层级，在重点城市、重点区域形成竞争优势和品牌影响力，逐

步构建公司幼教城市生态圈。

同时战略股东的资源支持将帮助公司进一步得到提高,也获得公司进一步发展所需要的资金,为未来公司持续投入和增长奠定坚实基础。

图16: 威创幼教城市生态圈的战略布局



资料来源: 多知网, 新时代证券研究所

根据 2017 年公司年报披露信息, 公司未来将继续投资并购具有协同价值的幼教集团, 并利用资金、资源以及人才的优势去帮助体系内的幼教集团成长和发展壮大, 从而实现在集团层面和单园层面的园所覆盖程度均不断提高。

此外, 公司积极开拓创新业务。2017 年 3 月金色摇篮推出安特思库项目, 项目一经推出迅速得到市场认可, 全年新增客户 280 家。同年 6 月, 威创股份成立幼教常青藤俱乐部, 有望达成幼教领域政策、市场、人才等资源的进一步整合。

5、投资逻辑: 传统主业优势地位稳固, 幼教业务持续看好,

首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27/0.31/0.35 元, 当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 35/30/27 倍。公司传统主业优势地位稳固, 幼教业务规模和质量的持续提升, 随着幼教生态圈的逐步建立, 公司业绩增长潜力巨大, 首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

整合效果不及预期, 政策落地不及预期, 行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1225	1888	1821	2286	2307
现金	451	1182	1017	1429	1351
应收账款	186	244	249	305	310
其他应收款	18	20	24	26	29
预付账款	5	16	8	19	11
存货	210	214	273	275	334
其他流动资产	354	212	250	232	271
非流动资产	1898	2418	2514	2604	2689
长期投资	27	55	84	112	141
固定资产	440	417	481	538	587
无形资产	114	122	125	130	138
其他非流动资产	1317	1824	1824	1824	1824
资产总计	3122	4306	4335	4890	4996
流动负债	725	760	592	901	725
短期借款	92	24	24	24	24
应付账款	69	58	87	76	106
其他流动负债	564	678	480	800	595
非流动负债	46	73	66	58	50
长期借款	0	39	31	24	16
其他非流动负债	46	34	34	34	34
负债合计	771	834	658	959	776
少数股东权益	8	23	25	27	29
股本	847	914	914	914	914
资本公积	663	1502	1502	1502	1502
留存收益	923	1113	1324	1559	1830
归属母公司股东权益	2344	3449	3652	3905	4192
负债和股东权益	3122	4306	4335	4890	4996

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	303	249	-28	539	49
净利润	183	191	244	281	320
折旧摊销	48	45	34	40	46
财务费用	-0	-3	-33	-37	-43
投资损失	-3	-7	0	0	0
营运资金变动	65	-7	-274	255	-274
其他经营现金流	9	30	0	0	0
投资活动现金流	-376	-386	-130	-130	-131
资本支出	15	34	68	62	57
长期投资	-245	-128	-28	-28	-28
其他投资现金流	-607	-480	-91	-97	-103
筹资活动现金流	172	868	-6	3	4
短期借款	92	-67	0	0	0
长期借款	0	39	-8	-8	(8)
普通股增加	12	66	0	0	0
资本公积增加	85	839	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-8	1	11	12
现金净增加额	98	731	-165	412	-78

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1051	1137	1305	1467	1628
营业成本	467	518	595	670	744
营业税金及附加	17	17	20	22	25
营业费用	164	142	157	169	179
管理费用	239	304	294	330	366
财务费用	-0	-3	-33	-37	-43
资产减值损失	1	19	7	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	7	0	0	0
营业利润	166	209	266	306	348
营业外收入	48	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	0	0
利润总额	213	209	266	306	349
所得税	30	17	22	25	29
净利润	183	191	244	281	320
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属母公司净利润	182	190	243	279	318
EBITDA	253	222	270	312	355
EPS(元)	0.20	0.21	0.27	0.31	0.35

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	12.1	8.3	14.7	12.4	11.0
营业利润(%)	83.3	26.0	27.3	15.1	13.8
归属于母公司净利润(%)	52.5	4.2	27.8	15.0	13.8
获利能力					
毛利率(%)	55.6	54.4	54.4	54.3	54.3
净利率(%)	17.3	16.7	18.6	19.0	19.5
ROE(%)	7.8	5.5	6.6	7.1	7.6
ROIC(%)	6.6	4.6	5.8	6.3	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	24.7	19.4	15.2	19.6	15.5
净负债比率(%)	-6.8	(32.2)	(25.9)	(34.9)	-30.9
流动比率	1.7	2.5	3.1	2.5	3.2
速动比率	1.4	2.2	2.6	2.2	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	5.5	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	6.9	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.21	0.27	0.31	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.65	-0.03	0.59	0.05
每股净资产(最新摊薄)	2.57	3.77	4.00	4.27	4.59
估值比率					
P/E	51.29	49.21	38.51	33.48	29.42
P/B	3.99	2.71	2.56	2.39	2.23
EV/EBITDA	36.40	37.3	31.2	25.7	22.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>