

## 成本投入拖累利润率，幼教业务良性发展

### 投资要点

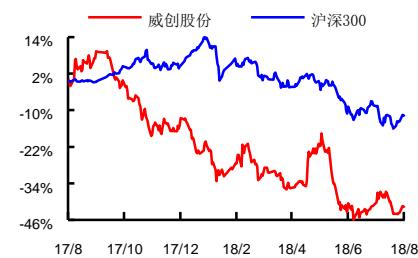
- 业绩总结:** 公司2018H1年实现营业收入5.2亿元，同比增长9.7%；实现归母净利润9607万元，同比-7.4%。
- 2018H1收入稳步增长，成本提升使得毛利率略有下滑:** 2018年H1，公司实现营业收入5.2亿元，同比增长9.7%，其中电子视像业务实现收入2.79亿元，同比减少2.51%，主要因超高分辨率数字拼接墙系统在国外市场销售收入同比减少所致；幼教业务实现收入2.4亿元，同比增长28.27%，实现稳定较快增长。2018H1实现归母净利润9606.69万元，同比下滑7.41%，主要原因在于公司数字拼接墙业务结构中LED产品销售占比提升，板块综合毛利率下降4.41pct；另外，公司在幼儿园运营管理方面加大了对托管加盟模式探索、专业人才队伍、教学产品研发和智慧幼教平台建设等方面的投资，使得幼教行业营业成本同比增加35.58%，公司整体毛利率水平下滑约3pct，净利率下滑约2.2pct。
- 电子视像业务稳步发展，领先地位依旧:** 2018H1，公司电子视像业务实现销售收入2.79亿元，同比略微下滑2.51%。在VW业务相关产品方面，公司持续技术创新，保持VW业务产品的市场竞争力；在显示产品方面，公司发布了采用三基色激光光源的新一代DLP显示单元；在软件和服务业务上，公司面向公共安全、高速、金融行业，超高分辨率可视化指挥调度软件ViSmart，先后完成包括北京城市副中心高端智能配电网软硬件一体化解决方案、济南轨道交通R1线开发的可视化综合展示平台等定制化开发，市场领先地位依旧。
- 园所覆盖领先，立足中高端优势显著。**公司是全国领先的幼儿园运营管理服务供应商，旗下共拥有连锁幼儿园6所，托管幼儿园54所，合作园所3所，加盟幼儿园5103所，特色课程覆盖113所，安特思库加盟406家，托管小学2家，品牌加盟小学3家，品牌加盟早教机构173家；2018H1增加合计近200家，总数排在行业首位。公司托管幼儿园定位中高端，集中于一二线城市，先发优势显著。

**红缨教育:** 2018H1红缨教育实现营收9337万元，净利润1250万元(YOY-54.38%)。业绩有所下滑的主要原因在于，红缨教育上半年，逐步淘汰联系不紧密的部分加盟园、减缓红缨悠久品牌代理商的开发，并暂缓连锁加盟业务，以储备更多优质客户；且红缨推出基于“托管式加盟”的“新红缨”项目，开启探索高端幼儿园托管。目前“新红缨”项目仍属探索孵化期，前期的

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.10
流通A股(亿股)	8.35
52周内股价区间(元)	7.53-15.26
总市值(亿元)	73.19
总资产(亿元)	43.05
每股净资产(元)	3.88

### 相关研究

- 威创股份(002308): 业绩完成度高，教育业务发展看好 (2018-04-17)
- 威创股份(002308): 加强费用管理，业绩持续快速增长 (2017-10-25)
- 威创股份(002308): 战略携手百度网讯，构建幼教生态体系 (2017-09-10)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1137.48	1311.89	1463.04	1624.62
增长率	8.27%	15.33%	11.52%	11.04%
归属母公司净利润(百万元)	189.91	222.34	281.01	326.44
增长率	4.21%	17.08%	26.39%	16.17%
每股收益EPS(元)	0.21	0.24	0.31	0.36
净资产收益率ROE	5.51%	6.44%	7.49%	8.01%
PE	39	33	26	23
PB	2.12	1.98	1.83	1.68

数据来源: Wind, 西南证券

成本投入和业务策略调整，影响当期盈利能力。目前，红缨拥有连锁幼儿园 6 所，品牌加盟园 1338 所（其中旗舰园 475 所），红缨悠久联盟园 3162 所，红缨悠久品牌代理商 182 家。预计下半年红缨调整战略，积极推进新红缨高端幼儿园托管、调整推进传统连锁加盟、悠久联盟在内的加盟业务拓展，全年业绩有所保障。

**金色摇篮：**2018H1 金色摇篮实现营业收入 1.1 亿元（YOY+24.28%），净利润 5159.6 万元（YOY-8.2%）。业绩小幅下滑的原因在于员工数量及薪酬水平大幅增长，人员成本费用快速增加，为未来业务持续增长奠定良好基础。目前，金色摇篮共有托管加盟幼儿园 24 所，加盟幼儿园 598 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 173 所。2018 年承诺业绩为 8260 万元，预计大概率能够完成。

**可儿教育：**2017 年 8 月，公司收购可儿教育 70% 股权，作为中高端市场渠道重要布局。报告期内，可儿教育拥有托管幼儿园 19 所，实现营业收入 2908 万元、净利润 2111 万元。2017-2019 年承诺业绩分别是 3846 万元、4400 万元和 5328 万元。可儿教育 2017 年实现净利润 4233 万元，预计 2018 年业绩承诺大概率能够兑现。

**鼎奇幼教：**2017 年 7 月，公司收购内蒙古区域高端幼教连锁品牌鼎奇幼教 70% 股权，是公司夯实幼教线下布局、拓展区域布局的重要举措。鼎奇教育拥有幼儿园所 19 所，其中托管加盟 11 所，合作园所 3 所，品牌加盟 5 所。实现营业收入 1300 万元，实现净利润 736 万元，标的公司 2018-2020 年业绩承诺分别为 1400 万元、1680 万元和 2016 万元，上半年已完成业绩承诺超 50%，预计业绩承诺大概率能够兑现。

- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.24 元、0.31 元、0.36 元，未来三年归母净利润将保持 20% 的复合增长率，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产业政策变动的风险，市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，业绩承诺或不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1137.48	1311.89	1463.04	1624.62	净利润	191.31	239.07	300.55	349.14
营业成本	518.34	597.23	660.80	728.76	折旧与摊销	44.68	67.30	67.30	67.30
营业税金及附加	17.00	19.02	21.21	23.56	财务费用	-2.80	13.12	14.63	16.25
销售费用	141.53	163.99	175.57	194.95	资产减值损失	18.55	5.00	5.00	5.00
管理费用	304.25	295.18	299.92	316.80	经营营运资本变动	365.15	-364.58	19.15	3.72
财务费用	-2.80	13.12	14.63	16.25	其他	-367.86	-10.24	-9.94	-9.98
资产减值损失	18.55	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流量净额	249.02	-50.33	396.69	431.43
投资收益	6.80	5.00	5.00	5.00	资本支出	-448.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	62.11	6.79	3.35	5.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-386.25	6.79	3.35	5.10
<b>营业利润</b>	<b>208.72</b>	<b>223.36</b>	<b>290.91</b>	<b>344.30</b>	短期借款	-67.47	-24.47	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.15	39.36	39.37	39.36	长期借款	38.84	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>208.57</b>	<b>262.72</b>	<b>330.27</b>	<b>383.67</b>	股权融资	904.92	0.00	0.00	0.00
所得税	17.26	23.64	29.72	34.53	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>191.31</b>	<b>239.07</b>	<b>300.55</b>	<b>349.14</b>	其他	-8.15	-12.57	-14.63	-16.25
少数股东损益	1.41	16.74	19.54	22.69	筹资活动现金流量净额	868.15	-37.04	-14.63	-16.25
归属母公司股东净利润	189.91	222.34	281.01	326.44	<b>现金流量净额</b>	<b>730.65</b>	<b>-80.58</b>	<b>385.41</b>	<b>420.28</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	1182.04	1101.46	1486.87	1907.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	345.68	400.35	446.54	492.41	销售收入增长率	8.27%	15.33%	11.52%	11.04%
存货	213.81	247.02	273.54	301.92	营业利润增长率	25.98%	7.01%	30.24%	18.36%
其他流动资产	146.08	225.71	230.44	263.76	净利润增长率	4.67%	24.97%	25.71%	16.17%
长期股权投资	55.48	55.48	55.48	55.48	EBITDA 增长率	17.38%	21.22%	22.73%	14.76%
投资性房地产	36.49	34.83	36.47	36.35	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	420.96	368.27	315.58	262.88	毛利率	54.43%	54.48%	54.83%	55.14%
无形资产和开发支出	1834.40	1820.85	1807.30	1793.75	三费率	38.94%	36.00%	33.50%	32.50%
其他非流动资产	70.59	69.41	68.35	67.31	净利率	16.82%	18.22%	20.54%	21.49%
<b>资产总计</b>	<b>4305.54</b>	<b>4323.37</b>	<b>4720.56</b>	<b>5181.02</b>	ROE	5.51%	6.44%	7.49%	8.01%
短期借款	24.47	0.00	0.00	0.00	ROA	4.44%	5.53%	6.37%	6.74%
应付和预收款项	293.44	309.07	352.30	410.19	ROIC	8.33%	8.70%	10.71%	12.95%
长期借款	38.84	38.84	38.84	38.84	EBITDA/销售收入	22.03%	23.16%	25.48%	26.34%
其他负债	476.82	263.87	317.28	370.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>833.58</b>	<b>611.78</b>	<b>708.43</b>	<b>819.75</b>	总资产周转率	0.31	0.30	0.32	0.33
股本	913.59	913.59	913.59	913.59	固定资产周转率	2.65	3.36	4.33	5.69
资本公积	1502.03	1502.03	1502.03	1502.03	应收账款周转率	5.29	5.15	5.16	5.12
留存收益	1113.30	1335.64	1616.65	1943.09	存货周转率	2.41	2.56	2.51	2.51
归属母公司股东权益	3448.65	3671.54	3952.56	4279.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.30%	—	—	—
少数股东权益	23.31	40.04	59.58	82.27	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3471.96</b>	<b>3711.59</b>	<b>4012.14</b>	<b>4361.27</b>	资产负债率	19.36%	14.15%	15.01%	15.82%
负债和股东权益合计	4305.54	4323.37	4720.56	5181.02	带息债务/总负债	7.60%	6.35%	5.48%	4.74%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	2.48	3.67	3.84	3.97
EBITDA	250.60	303.78	372.84	427.85	速动比率	2.20	3.21	3.41	3.57
PE	38.68	33.04	26.14	22.50	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.12	1.98	1.83	1.68	<b>每股指标</b>				
PS	6.46	5.60	5.02	4.52	每股收益	0.21	0.24	0.31	0.36
EV/EBITDA	24.17	20.14	15.36	12.41	每股净资产	3.80	4.06	4.39	4.77
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.27	-0.06	0.43	0.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn