



分析师：周菁  
Tel：021-53686158  
E-mail：zhoujing@shzq.com  
SAC 证书编号：S0870518070002

### 基本数据 (2018.8.30)

报告日股价 (元)	7.60
12mth A 股价格区间 (元)	7.49-15.18
总股本 (百万股)	910.36
无限售 A 股/总股本	91.76%
流通市值 (亿元)	63.49
每股净资产 (元)	3.88
PBR (X)	1.96

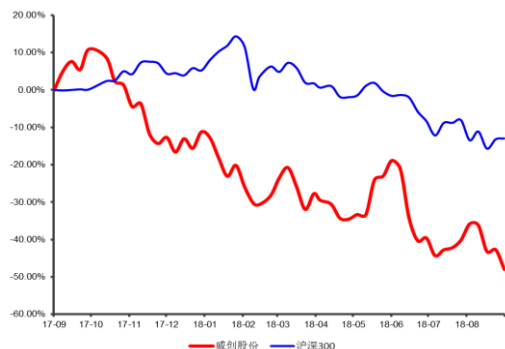
### 主要股东 (2018H1)

威创投资	33.20%
和君咨询	3.97%
华泰瑞联基金	2.97%
程跃	2.41%
和信融智资管	1.86%

### 收入结构 (2018H1)

VW 业务	53.62%
幼教	46.38%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

《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》

《威创股份 (002308) 动态点评：投资“芝麻街英语”，幼教布局拓展高端少儿语培》

## 幼教收入同增 28%，成本费用增加致短期盈利下降 ——2018H1 业绩点评

### ■ 公司动态事项

公司发布2018半年报，上半年实现营收5.21亿元，同比增长9.70%，实现归属净利润9607万元，同比下降7.41%，扣非后归属净利润6981万元，同比下降21.30%，EPS为0.11元/股。

### ■ 事项点评

#### 幼教收入同增 28%，成本费用增加致短期盈利下降

分业务看，上半年 VW 业务收入 2.79 亿元，同比下降 2.51%，其中国外市场销售收入同比减少，毛利率下降 4.41pct 至 49.42%；幼教业务收入 2.42 亿元，同比增长 28.27%，毛利率下降 2.30pct 至 57.36%，主要系新增并表范围及业务扩张导致人工成本增加，幼教收入占比同比提升 6.71pct 至 46.38%。分季度看，Q1/Q2 公司营收增速分别为 20.02%、3.39%，季度增速放缓。受各业务毛利率下滑影响，公司综合毛利率下降 3.04pct 至 53.10%；公司销售/管理/财务费用率分别为 11.72% (-1.94pct)、26.39% (+2.60pct)、0.76% (+0.85pct)，管理费用增加主要系职工薪酬、管理咨询及物业综合费增加，期间费用率合计较去年同期增加 1.52pct。综合影响下，公司归属净利率同比下降 3.41pct 至 18.45%。公司预计 2018 年 1-9 月实现归属净利润 1.05 亿元 -1.58 亿元，同比下降 10%-40%，主要系幼教加大人才建设、平台和产品研发等推高成本费用及 VW 业务订单交付集中在 Q4，Q3 收入预计下降。

#### 红缨教育内部调整阵痛期，金色摇篮新业务发展态势良好

公司幼教稳步发展，期末旗下幼儿园数量接近 5200 家。(1) 红缨教育积极内部调整、升级品牌、探索高端幼儿园“托管式加盟”的“新红缨”项目，上半年实现收入 9337 万元，同比下降 6.77%，主要系上半年主动暂缓连锁加盟业务、减缓悠久品牌代理商开发、淘汰联系不紧密加盟园等导致加盟服务收入同比下降 17.65%；商品销售业务与去年基本持平，其中悠久代理销售客单价同比增长 17.57%至 13.92 万元。“新红缨”仍处于孵化期，成本投入较大，导致整体盈利能力下降，上半年实现净利润 1250 万元，同比下降 54.38%，净利率约为 13.38% (-13.96pct)。(2) 金色摇篮上半年实现收入 1.10 亿元，同比增长 24.28%，增速放缓，主要系服务业务收入增速降至 11.70%，其中托管园校因装修改造导致可贡献收入下降，政策因素等导致客户无法获得办园场所致幼儿园品牌加盟收入下降。新开拓的安特思库幼小衔接实现收入 2295 万元，同比增长 108.27%；早教收入 361.79 万元，同比增长 56.78%，发展态势良好。商品销售业务收入增长 124.04%，主要系安特思库幼小衔接和加盟幼儿园的商品销售快速增长。上半年，金色摇篮实现净利润 5160 万元，同比下降 8.19%，主要系员工数量增加及人均薪酬上涨导致人员成本费用快速增加，净利率约为 47.10% (-16.66pct)。(3) 可儿教育 (持股 70%) 上半年实现收入 2908 万元、净利润 2111 万元，探索深度托管新业务。(4) 鼎奇幼教 (持股 70%) 上半年实现收入 1300 万元、净利润 737 万元，加速推进托管和加盟业务，深耕内蒙古区域。(5) 5 月公司投资“芝麻街英语”，跨入少儿英语赛道，拟在共建直营店、幼儿园引进优质英语教学内容等方面深入合作，完善幼教产业生态。芝麻街英语累积学员超过 5 万余人次。此外，公司构建智慧幼教“云+端”赋能体系，现已覆盖红缨超过 50%

的连锁加盟园，家园共育平台用户达近 90 万，其他板块下半年将在旗下园所实施和推广，B2B2C 数字化产品体系初步形成。

### ■ 投资建议

由于红缨教育业绩不及预期、金色摇篮增速放缓且 VW 业务下滑，暂不考虑凯瑞联盟投资影响，我们调整盈利预测，预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 2.05/2.39/2.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.23/0.26/0.29 元，对应 PE 分别为 34/29/26 倍（按 2018/8/30 收盘价计算）。公司红缨教育内部积极结构调整，短期业绩承压，未来品牌升级完成有望逐步恢复盈利水平；金色摇篮业务拓展致人工成本上涨，随着规模效应体现预计盈利将有所回升。公司持续在幼教产业布局，投资凯瑞联盟完善线下幼教生态，并积极开展幼教信息化建设。中长期看好公司未来幼教发展，暂维持“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	1288.32	1399.11	1508.89
年增长率		13.26%	8.60%	7.85%
归属于母公司的净利润	189.91	204.68	238.78	264.29
年增长率		7.78%	16.66%	10.68%
每股收益（元）	0.21	0.23	0.26	0.29
PER（X）	36.2	33.8	29.0	26.2

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2018/8/30）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1182	1449	1757	2059
应收和预付款项	346	376	407	437
存货	214	282	245	314
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	398	369	330
无形资产和开发支出	1834	1817	1800	1783
其他非流动资产	70	72	68	64
<b>资产总计</b>	<b>4305</b>	<b>4627</b>	<b>4873</b>	<b>5206</b>
短期借款	24	0	0	0
应付和预收款项	736	661	647	691
长期借款	39	269	269	269
其他负债	34	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>833</b>	<b>933</b>	<b>919</b>	<b>963</b>
股本	914	914	914	914
资本公积	1422	1422	1422	1422
留存收益	1113	1317	1556	1820
归属母公司股东权益	3449	3653	3892	4156
少数股东权益	23	41	62	86
<b>股东权益合计</b>	<b>3472</b>	<b>3694</b>	<b>3954</b>	<b>4243</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4305</b>	<b>4627</b>	<b>4873</b>	<b>5206</b>

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	223	307	286
投资活动产生现金流量	-386	-25	-10	0
融资活动产生现金流量	868	216	11	15
<b>现金流量净额</b>	<b>731</b>	<b>414</b>	<b>308</b>	<b>301</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1137</b>	<b>1288</b>	<b>1399</b>	<b>1509</b>
营业成本	518	606	644	683
营业税金及附加	17	19	21	23
营业费用	142	142	154	166
管理费用	304	335	350	377
财务费用	-3	-10	-10	-15
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
其他收益	61	65	65	65
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>261</b>	<b>306</b>	<b>340</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>261</b>	<b>306</b>	<b>340</b>
所得税	17	39	46	51
净利润	191	222	260	289
少数股东损益	1	17	21	25
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>190</b>	<b>205</b>	<b>239</b>	<b>264</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	54.43%	52.96%	53.96%	54.74%
EBIT/销售收入	18.03%	19.46%	21.07%	21.51%
销售净利率	16.82%	17.24%	18.57%	19.16%
ROE	5.51%	5.60%	6.13%	6.36%
资产负债率	19.36%	20.16%	18.86%	18.50%
流动比率	2.48	3.41	3.95	4.28
速动比率	2.20	2.76	3.35	3.61
总资产周转率	0.31	0.28	0.29	0.29
应收账款周转率	5.29	3.74	3.82	3.77
存货周转率	2.44	2.15	2.63	2.18

数据来源：WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

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。