

2018年战略转型，全面布局幼教产业链形成幼教生态圈

——威创股份 半年报点评

半年报点评

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

●事件:

根据威创股份2018年8月29日发布的半年报，公司上半年实现营业收入5.21亿元，同比增长9.7%；实现归母净利润0.96亿元，同比下降7.41%。

●公司持续转型双业务驱动，红缨教育战略转型：

2018年上半年，VW业务占比进一步减少至53.58%，营收规模2.79亿，同比下降2.58%。教育业务营收规模2.42亿，同比增长28.53%，占比达46.47%。应对市场变化，红缨教育主动调整战略，由园所数扩张转为品质化品牌化。公司逐步探索“新红缨”项目，对于业绩有一定影响。

●线上线下战略投资，打造幼教生态圈：

2018年5月，公司以2.63亿战略投资凯瑞联盟(芝麻街英语)35%股份。“芝麻街”英语作为少儿英语的优质品牌，在儿童教育领域已累积一定的客户群体，具有较大的影响力。公司积极探索与凯瑞集团相关业务的全面合作，加上与贝聊、幼师口袋、奇幻工房等平台的战略合作，公司持续完善幼教产业链，打造幼教生态圈。

●政策扶持民办教育待落地，行业发展可期

2018年，预计中国幼儿教育市场规模将突破2300亿元，市场潜力巨大。此外，多项政策积极推进我国毛入园率，支持民办幼儿园发展弥补公办幼儿园不足导致幼教市场的空缺。民促法在送审稿中修改了多条政策，鼓励地方政府支持民办教育的发展，为民办幼儿园或学校提供优惠和便利。

●传统主业地位稳固，幼教业务持续看好，维持“推荐”评级：

由于公司半年报业绩略低于预期，我们调整公司2018-2020年净利润分别为2.02(-0.41)、2.08(-0.70)、2.25(-0.93)亿元，对应EPS分别为0.22、0.23、0.25元，当前股价对应2018-2020年PE分别为34、33和31倍。威创股份战略转型的同时积极寻求方式扩大收入来源，并购+战略投资模式布局幼教产业链，未来业绩有望实现增长，因此我们维持“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)	1,051	1,137	1,272	1,426	1,580
增长率(%)	12.1	8.3	11.8	12.1	10.8
净利润(百万元)	182	190	202	208	225
增长率(%)	52.5	4.2	6.1	3.0	8.3
毛利率(%)	55.6	54.4	53.6	53.5	53.5
净利率(%)	17.3	16.7	15.8	14.6	14.2
ROE(%)	7.8	5.5	5.6	5.4	5.6
EPS(摊薄/元)	0.20	0.21	0.22	0.23	0.25
P/E(倍)	38.0	36.4	34.3	33.3	30.8
P/B(倍)	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7

推荐(维持评级)

市场数据	时间	2018.08.30
收盘价(元):		7.6
一年最低/最高(元):		7.4/15.65
总股本(亿股):		9.1
总市值(亿元):		69.19
流通股本(亿股):		8.35
流通市值(亿元):		63.49
近3月换手率:		93.94%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.72	-15.75	-30.5
绝对	-1.11	-26.72	-42.18

相关报告

《幼教龙头加速行业整合，打造全产业链》2018-05-18

《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

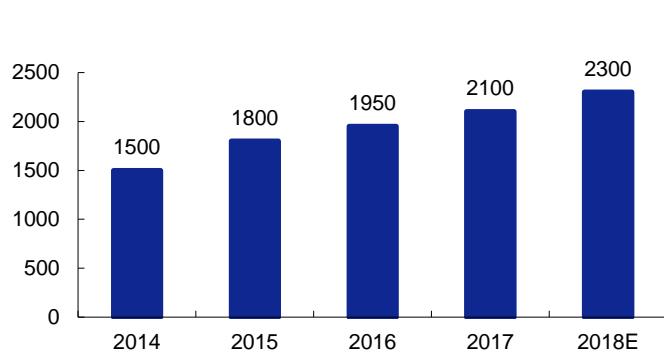
1. 民办教育景气，公司业务双轮驱动

1.1、行业景气+政策待落地，行业发展潜力大

根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》，计划到2020年，我国幼儿园学前一年的毛入园率需要达到95%，学前两年的毛入园率要达到80%，学前三年的毛入园率要达到70%。预计2018年中国在园儿童数量将达4886万人，毛入园率将达79%，中国幼教市场规模将突破2300亿元。

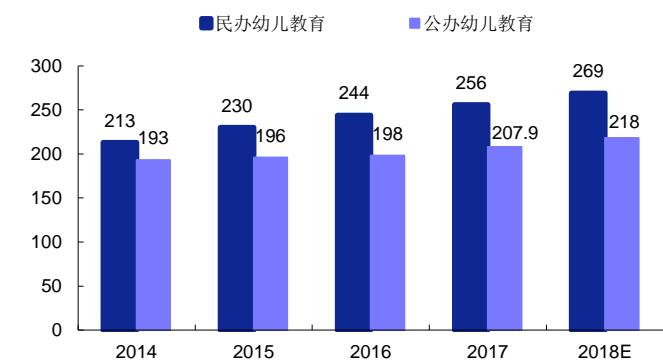
随着二胎政策的开放，未来市场规模会进一步扩大。民办幼儿园的发展能够弥补公办幼儿园的稀缺，是对中国幼教市场的有力补充。民促法送审稿中放开了民办教育融资方式，新增营利性民办园可以自主定价的条例。利好政策虽然还未落地，但是从送审稿中可以体现政府对于民办教育的支持以及鼓励发展。行业发展潜力巨大。

图1：2014-2018年中国幼教行业市场规模（亿元）



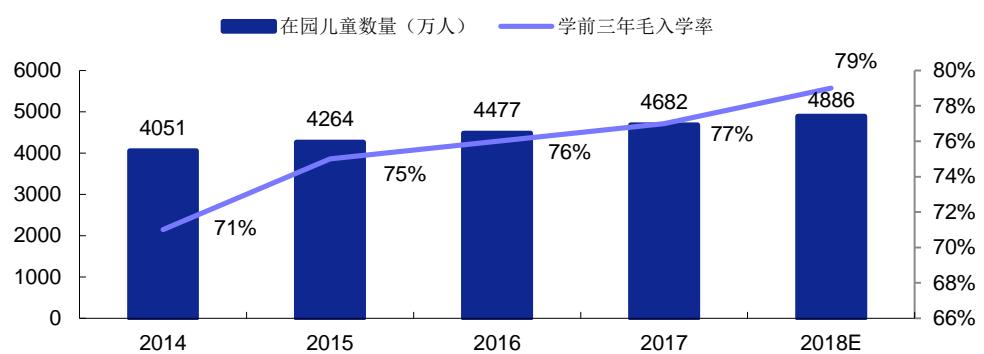
资料来源：中商产业研究院预测，新时代证券研究所

图2：中国幼教行业不同机构学生人数统计（万人）



资料来源：中商产业研究院预测，新时代证券研究所

图3：2014-2018年在园儿童数量及毛入学率情况



资料来源：中商产业研究院预测，新时代证券研究所

1.2、坚定双轮驱动，幼教业务稳步发展

2018年上半年，公司幼教业务营收占比进一步上升至46.47%，营收规模达2.42亿，同比增长28.53%。公司旗下幼教品牌共管理和服务5200家幼儿园，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5,103所，特色课程

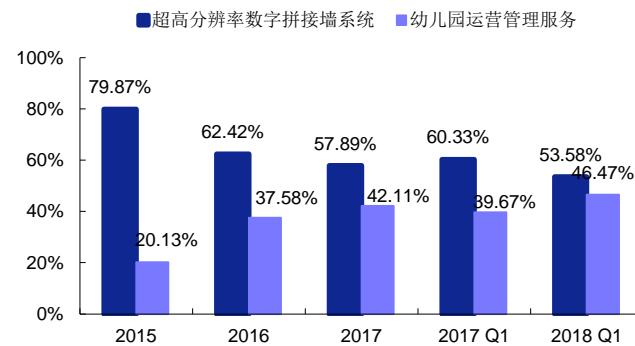
覆盖 113 所, 安特思库加盟 406 家, 托管小学 2 家, 品牌加盟小学 3 家, 品牌加盟早教机构 173 家, 是幼教行业内服务幼儿园数量最多的公司。

图4: 2014-2018年上半年营业收入及增速



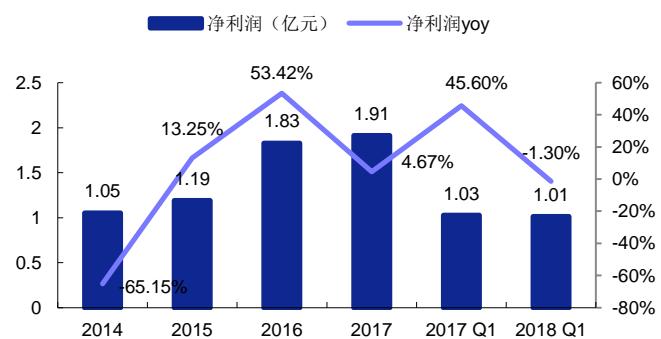
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 2015-2018上半年VW业务和幼教业务占比



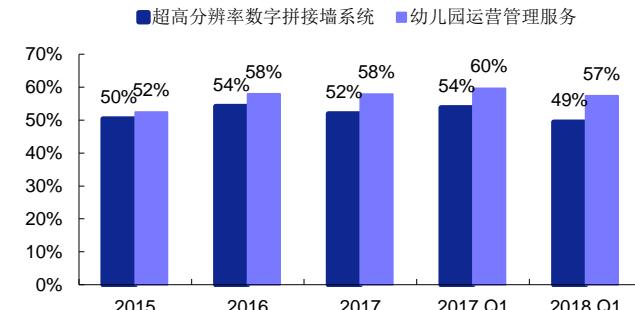
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 2014-2018上半年净利润规模及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图7: 2015-2018上半年分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2. 品牌升级+优化转型, 净利润下降

2.1、红缨教育: 品牌升级探索“新红缨”项目

2.1.1、服务业务收紧, 积极战略转型

2018年上半年, 红缨教育实现营收 9336.73 万元, 其中服务业务营收 3125.19 万元, 同比下降 17.65%; 实现净利润 1249.52 万元, 同比下降 54.38%。红缨教育共有连锁幼儿园 6 所, 品牌加盟园 1338 所, 红缨悠久联盟园 3162 所, 红缨悠久品牌代理商 182 家。公司由单纯的园所数量扩张转为精耕细作, 提升单园价值从而升级品牌。

一方面公司逐步淘汰联系不紧密的部分加盟园, 导致品牌加盟园的数量有所减少。并且减缓了红缨悠久品牌代理商的开发, 连锁加盟业务的暂缓导致服务收入下降。

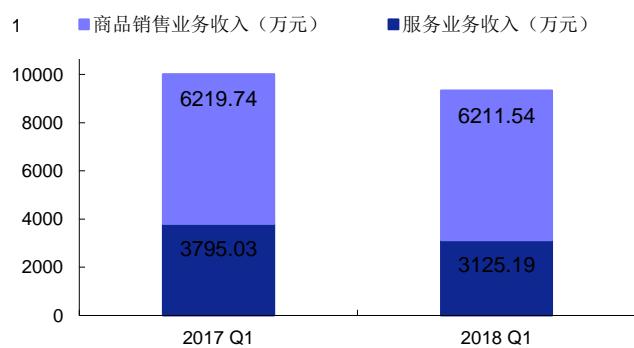
另一方面, 公司积极探索基于“托管式加盟”的“新红缨”项目, 即直派园长运营幼儿园, 通过园长植入高水准运营体系, 实现流程化的规范管理, 提升园所的办学品质和管理水平。而“新红缨”项目目前仍在孵化期。从长远来看, 品牌升级有利于公司在行业中巩固领先的地位, 提高议价能力。同时, 红缨教育将于下半年

同步推进包括新红缨托管、传统连锁加盟、悠久联盟在内的加盟业务拓展，扩充收入来源。

2.1.2、业务稳定，研发教材上市为重要增长点

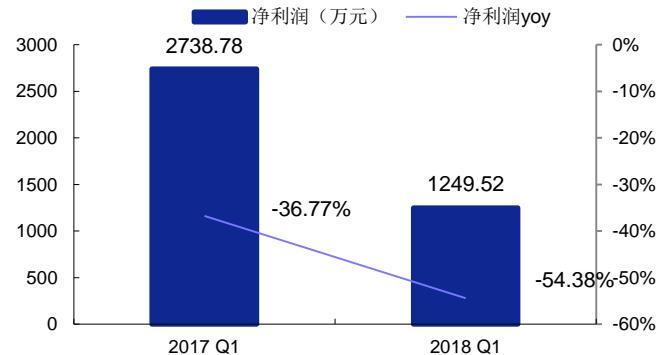
2018上半年，红缨教育商品销售业务实现营收6211.54万元，与去年基本持平。红缨悠久代理销售客单价13.92万元，同比增长17.57%。上半年红缨研究院精心研发的《音乐星球》、《美术大师》等系列教材将陆续上市，为下半年业绩提供重要增长点。

图8：2017Q1-2018Q1 红缨教育分业务收入



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图9：2017Q1-2018Q1 红缨教育净利润规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

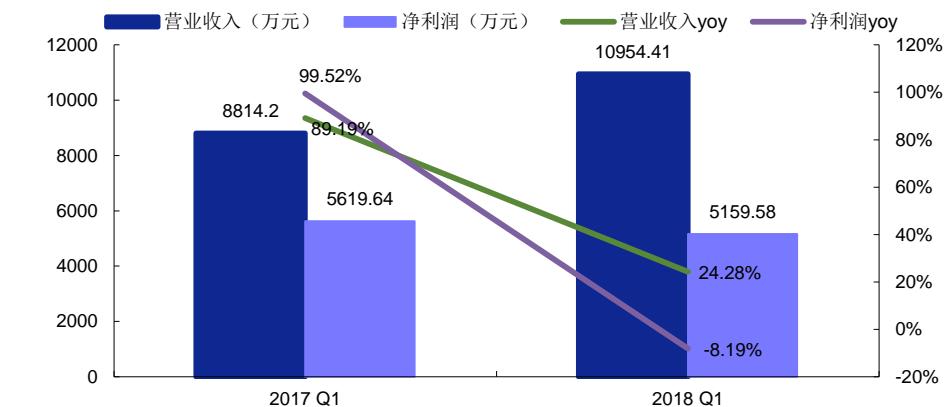
2.2、金色摇篮：业务成熟营收增长，薪酬增加利润略降

2018年上半年，金色摇篮实现营收1.09亿元，同比增长24.28%；实现净利润5159.58万，同比下降8.19%。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，加盟早教中心173所，特色课程覆盖113所，安特思库课程覆盖406所。

随着安特思库幼小衔接项目和早教项目成熟完善，客户的认可度进一步提高。安特思库幼小衔接项目实现收入2295万元，同比增长108.27%；早教业务实现收入361.79万元，同比增长56.78%。由于公司新建加盟园逐渐开园、满园率提高，公司人员需求增长；为稳定人员团队，引进高端人才，公司提高薪酬比例；为提升园所品牌影响力，公司对园所进行了装修改造，多管齐下导致人员成本费用快速增加。2018年上半年公司整体管理费用率提高2.6个百分点，同比增长10.94%。

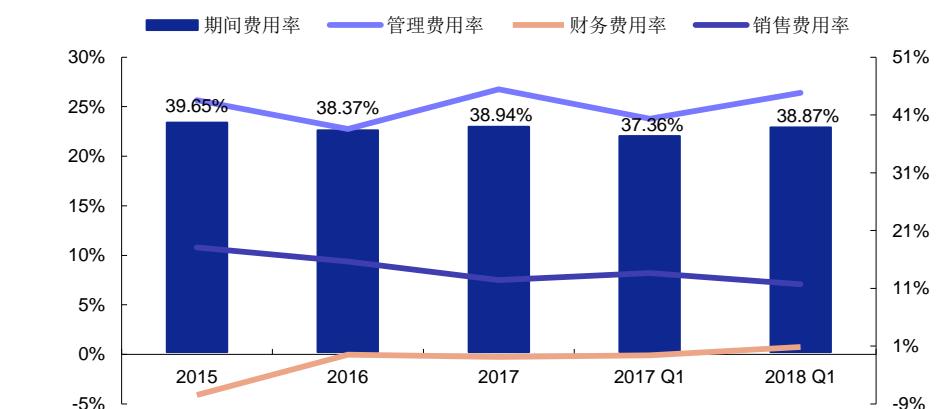
未来，随着满园率的提升以及加盟园数量的增加，金色摇篮的商品销售有望进一步增长。园所的装修改造、高端人才的引进以及管理团队的稳定有利于公司为渠道客户提供更优质的服务与产品，形成优质的品牌口碑，打造良好的品牌效果，吸引更多的加盟商以及客户。2018年下半年，金色摇篮将加速0-3岁早教课程与其它幼儿园及教育品牌的合作；并就3-6岁幼儿园的存量市场进行重点突破，打开更大的幼儿园市场；同时，安特思库计划将其业务由5-6岁的幼小衔接延伸至5-12岁教育综合体，结合市场刚需和政府教育政策导向，拓宽市场消费群体，进一步升级教育体验。

图10：2017Q1-2018Q1 金色摇篮营收、净利润规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图11：2015-2018上半年威创股份期间费用率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、战略投资“芝麻街”，推进“儿童成长战略”

3.1、线上线下协同完善幼教产业链

公司意在打造喜达屋式的多品牌幼教管理集团，除了已拥有的红缨教育、金色摇篮、可儿教育和鼎奇教育四个幼教品牌，公司进一步战略投资+并购其他线上线下品牌。2018年5月，公司以2.6亿元战略投资凯瑞联盟（芝麻街英语），收购其35%股权。“芝麻街英语”是高端的少儿英语培训品牌，目前拥有直营店6家，签约加盟校348家，累计学员人数超50000余名。公司将积极推进与美国芝麻街工作室在儿童教育领域其他方面的合作探索、与凯瑞集团共建直营店计划以及优质英语教学内容进幼儿园等相关业务的全面合作，更加完善公司在儿童成长领域的业务布局。

线上平台方面，公司与幼师口袋、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了战略合作伙伴关系，从资金、产业资源、行业经验等多个方面进行支持力输出，与战略伙伴的专业优势形成互补。

3.2、智慧幼教“云+端”体系，打造幼教生态圈

公司的信息化和产品研发团队打造的智慧幼教“云+端”体系已初步完成，目

前包括园所管理系统、运营管理系統、精细化經營管理系统、个性化教学系統和家园共育系統五大板块，已经形成适合幼教行业且功能较为完善的产品。未来，公司会持续推进同领先互联网企业在人工智能与大数据领域结合幼教业务场景的合作。通过儿童信息大数据的积累以及开发，公司能够形成信息优势，与形成的幼教产业链相结合打造幼教生态圈，保持在行业中的优势。

4、投资建议

由于公司半年报业绩略低于预期，我们调整公司 2018-2020 年净利润分别为 2.02 (-0.41)、2.08 (-0.70)、2.25 (-0.93) 亿元，对应 EPS 分别为 0.22、0.23、0.25 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 34、33 和 31 倍。威创股份战略转型的同时积极寻求方式扩大收入来源，并购+战略投资模式布局幼教产业链，未来业绩有望实现增长，因此我们维持“推荐”评级。

5、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	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1225	1888	1783	2193	2122	营业收入	1051	1137	1272	1426	1580
现金	451	1182	1003	1342	1196	营业成本	467	518	590	663	735
应收账款	186	244	236	302	294	营业税金及附加	17	17	18	22	23
其他应收款	18	20	22	25	28	营业费用	164	142	127	157	166
预付账款	5	16	8	18	11	管理费用	239	304	254	299	347
存货	210	214	269	273	328	财务费用	-0	-3	33	38	51
其他流动资产	354	212	245	231	265	资产减值损失	1	19	25	18	32
非流动资产	1898	2418	2500	2588	2671	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	27	55	86	115	144	投资净收益	3	7	6	5	6
固定资产	440	417	465	519	566	营业利润	166	209	229	234	232
无形资产	114	122	125	130	138	营业外收入	48	0	3	3	3
其他非流动资产	1317	1824	1824	1824	1824	营业外支出	1	1	1	1	0
资产总计	3122	4306	4283	4781	4793	利润总额	213	209	231	236	235
流动负债	725	760	583	898	710	所得税	30	17	29	28	9
短期借款	92	24	24	24	24	净利润	183	191	202	208	226
应付账款	69	58	86	75	104	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他流动负债	564	678	472	798	582	归属母公司净利润	182	190	202	208	225
非流动负债	46	73	66	58	50	EBITDA	253	222	235	243	244
长期借款	0	39	31	24	16	EPS (元)	0.20	0.21	0.22	0.23	0.25
其他非流动负债	46	34	34	34	34						
负债合计	771	834	649	956	761	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	8	23	24	25	26	成长能力					
股本	847	914	914	914	914	营业收入(%)	12.1	8.3	11.8	12.1	10.8
资本公积	663	1502	1502	1502	1502	营业利润(%)	83.3	26.0	9.7	2.2	-0.8
留存收益	923	1113	1294	1481	1676	归属于母公司净利润(%)	52.5	4.2	6.1	3.0	8.3
归属母公司股东权益	2344	3449	3611	3801	4007	获利能力					
负债和股东权益	3122	4306	4283	4781	4793	毛利率(%)	55.6	54.4	53.6	53.5	53.5
						净利率(%)	17.3	16.7	15.8	14.6	14.2
						ROE(%)	7.8	5.5	5.6	5.4	5.6
						ROIC(%)	6.6	4.6	4.8	4.6	4.7
经营活动现金流	303	249	3	525	54	偿债能力					
净利润	183	191	202	208	226	资产负债率(%)	24.7	19.4	15.1	20.0	15.9
折旧摊销	48	45	34	39	45	净负债比率(%)	-6.8	-32.2	-25.8	-33.6	-28.5
财务费用	-0	-3	33	38	51	流动比率	1.7	2.5	3.1	2.4	3.0
投资损失	-3	-7	-6	-5	-6	速动比率	1.4	2.2	2.6	2.1	2.5
营运资金变动	65	-7	-260	244	-262	营运能力					
其他经营现金流	9	30	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
投资活动现金流	-376	-386	-110	-122	-123	应收账款周转率	5.5	5.3	5.3	5.3	5.3
资本支出	15	34	52	59	54	应付账款周转率	6.9	8.2	8.2	8.2	8.2
长期投资	-245	-128	-30	-30	-29	每股指标(元)					
其他投资现金流	-607	-480	-89	-92	-98	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.21	0.22	0.23	0.25
筹资活动现金流	172	868	-73	-64	-78	每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.65	0.00	0.58	0.06
短期借款	92	-67	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.58	3.79	3.97	4.18	4.40
长期借款	0	39	-8	-8	-8	估值比率					
普通股增加	12	66	0	0	0	P/E	38.0	36.4	34.3	33.3	30.8
资本公积增加	85	839	0	0	0	P/B	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7
其他筹资现金流	-16	-8	-65	-56	-70	EV/EBITDA	26.9	26.4	25.7	23.5	23.9
现金净增加额	98	731	-179	340	-146						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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提供。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	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	手机: 18221821684
	邮箱: lvyouqi@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23楼2317室

邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>