

## 战略转型前期投入加大, 幼教生态良性发展

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年前三季度实现营业收入8.3亿元, 同比增长3.2%; 实现归母净利润1.5亿元, 同比-16.3%; 实现扣非归母净利润1.1亿元, 同比减少27.0%。公司预计2018年全年实现归母净利润1.5亿元-2.1亿元, 同比减少20%-增长10%。
- **2018前三季度收入稳步增长, 业务结构调整使得毛利率略有下滑:** 公司2018年前三季度实现营业收入8.3亿元, 同比增长3.2%; 分季度来看, 2018年Q1-Q3分别实现营业收入2.16亿元(YOY+20.02%)、3.05亿元(YOY+3.39%)、3.04亿元(YOY-6.31%), 三季度收入同比增速有所减缓。2018年前三季度实现归母净利润1.5亿元, 同比-16.3%; 实现扣非归母净利润1.1亿元, 同比减少27.0%。分季度来看, 2018年Q1-Q3实现分别实现归母净利润3095万元(+15.21%)、6512万元(-15.31%)、5103万元(YOY-29.19%), 公司前三季度利润端增速均低于收入端, 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, 使得板块综合利润率有所下滑。公司预计2018年全年实现归母净利润1.5亿元-2.1亿元, 同比减少20%-增长10%。主要原因在于公司在幼儿园运营管理服务业务上对托管加盟模式探索、专业人才队伍打造、教学产品研发和智慧幼教平台建设等方面加大投入, 预计将推高公司成本费用; 另外, 由于金色摇篮2016-2017年均超额完成业绩承诺, 公司将依照前期协议约定, 于2018年度计提完成三年业绩承诺激励奖金, 列支为管理费用, 预计将对公司全年业绩造成一定影响。
- **电子视像业务稳步发展, 领先地位依旧:** 公司自上市以来一直专注于DLP电子显示拼接屏市场, 市场占有率超过30%。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, 服务及管理的幼儿园接近5200家, 总数排在行业首位, 在全国23.8万所幼儿园中, 公司市场占有率约2%。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。2015年, 公司战略性地并购了红缨教育和金色摇篮;

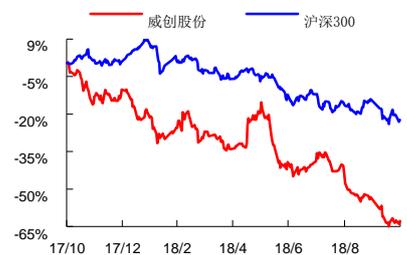
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1137.48	1162.75	1239.51	1356.51
增长率	8.27%	2.22%	6.60%	9.44%
归属母公司净利润(百万元)	189.91	197.85	224.21	263.01
增长率	4.21%	4.18%	13.32%	17.30%
每股收益EPS(元)	0.21	0.22	0.25	0.29
净资产收益率ROE	5.51%	5.77%	6.11%	6.69%
PE	25	24	21	18
PB	1.34	1.26	1.19	1.11

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
电话: 010-57758600  
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)	9.02
52周内股价区间(元)	4.8-13.67
总市值(亿元)	46.43
总资产(亿元)	44.19
每股净资产(元)	3.93

### 相关研究

1. 威创股份(002308): 成本投入拖累利润率, 幼教业务良性发展 (2018-08-30)
2. 威创股份(002308): 业绩完成度高, 教育业务发展看好 (2018-04-17)



2017年，公司并购了可儿教育和鼎奇教育，布局儿童成长领域。2018年上半年，红缨教育、金色摇篮、可儿教育、鼎奇教育分别实现净利润 1250 万元（YOY-54.38%）、5159.6 万元（YOY-8.2%）、2111 万元、736 万元，其中红缨教育业绩下滑原因主要在于 2018 年推动战略转型，加盟业务拓展主动暂缓使得收入有所下滑，探索业务费用增加使得成本增加；金色摇篮业绩下滑主要原因在于对部分园所进行装修改造以及部分幼儿园受政策影响，场地获取受到限制，导致签单数略有下降，使得收入端有所下滑；且部分园所推动人才补充与储备使得成本上升。可儿教育、鼎奇教育均保持稳步增长，未来其基于现有幼儿园布局，进行重点区域扩张，上半年均已完成业绩承诺 50% 左右，预计全年业绩承诺将大概率能够兑现。

- **盈利预测与评级。**由于公司 2018 年红缨教育推动战略转型，教学产品研发和智慧幼教平台建设等方面加大投入，我们下调盈利预测，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22 元、0.25 元、0.29 元，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。

**关键假设：**

假设 1：传统主业维持稳健，由于业务结构调整，毛利率水平较上年有所下滑，为 49%；

假设 2：幼教业务处于战略转型期间，部分业务暂停，扩张增速较上年有所减缓；战略转型期间成本、费用投入较高，利润率水平有所下滑，毛利率水平为 55%。

根据以上假设得到公司收入成本预测如下表：

**表 1：分业务收入成本**

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	937.1	1,050.6	1,137.5	1,162.7	1,239.5	1,356.5
yoy	16.7%	12.1%	8.3%	2.2%	6.6%	9.4%
营业成本	460.8	466.6	518.3	562.8	616.5	670.4
毛利率	50.8%	55.6%	54.4%	51.6%	50.3%	50.6%
<b>超高分辨率数字拼接墙系统</b>						
收入	748.5	655.8	658.5	659.8	661.1	662.4
yoy	-5.6%	-12.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
成本	371.1	300.6	316.6	336.5	350.4	351.1
毛利率	50.4%	54.2%	51.9%	49.0%	47.0%	47.0%
<b>幼教产品及服务</b>						
收入	188.6	394.9	479.0	502.9	578.4	694.1
yoy		109.3%	21.3%	5.0%	15.0%	20.0%
成本	89.8	166.0	201.7	226.3	266.1	319.3
毛利率	52.4%	58.0%	57.9%	55.0%	54.0%	54.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1137.48	1162.75	1239.51	1356.51	净利润	191.31	212.74	239.80	281.29
营业成本	518.34	562.82	616.45	670.36	折旧与摊销	44.68	67.30	67.30	67.30
营业税金及附加	17.00	16.86	17.97	19.67	财务费用	-2.80	-18.33	-21.90	-30.58
销售费用	141.53	145.34	148.74	162.78	资产减值损失	18.55	5.00	5.00	5.00
管理费用	304.25	261.62	254.10	264.52	经营营运资本变动	365.15	-317.10	37.90	10.86
财务费用	-2.80	-18.33	-21.90	-30.58	其他	-367.86	-10.24	-9.94	-9.98
资产减值损失	18.55	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>249.02</b>	<b>-60.62</b>	<b>318.16</b>	<b>323.90</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-386.25</b>	<b>6.79</b>	<b>3.35</b>	<b>5.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>208.72</b>	<b>194.43</b>	<b>224.15</b>	<b>269.75</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>233.79</b>	<b>263.51</b>	<b>309.11</b>	股权融资	904.92	0.00	0.00	0.00
所得税	17.26	21.04	23.72	27.82	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	191.31	212.74	239.80	281.29	其他	-8.15	18.88	21.90	30.58
少数股东损益	1.41	14.89	15.59	18.28	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>868.15</b>	<b>-5.59</b>	<b>21.90</b>	<b>30.58</b>
归属母公司股东净利润	189.91	197.85	224.21	263.01	<b>现金流量净额</b>	<b>730.65</b>	<b>-59.42</b>	<b>343.41</b>	<b>359.58</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1182.04	1122.62	1466.02	1825.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	345.68	355.63	379.78	412.71	销售收入增长率	8.27%	2.22%	6.60%	9.44%
存货	213.81	232.64	255.00	277.51	营业利润增长率	25.98%	-6.85%	15.28%	20.35%
其他流动资产	146.08	200.05	195.23	220.23	净利润增长率	4.67%	11.20%	12.72%	17.30%
长期股权投资	55.48	55.48	55.48	55.48	EBITDA 增长率	17.38%	-2.87%	10.74%	13.70%
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%	51.60%	50.27%	50.58%
无形资产和开发支出	1834.40	1820.85	1807.30	1793.75	三费率	38.94%	33.42%	30.73%	29.25%
其他非流动资产	70.59	69.41	68.35	67.31	净利率	16.82%	18.30%	19.35%	20.74%
<b>资产总计</b>	<b>4305.54</b>	<b>4259.77</b>	<b>4579.22</b>	<b>4951.83</b>	ROE	5.51%	5.77%	6.11%	6.69%
短期借款	24.47	0.00	0.00	0.00	ROA	4.44%	4.99%	5.24%	5.68%
应付和预收款项	293.44	285.02	317.02	362.87	ROIC	8.33%	6.56%	7.30%	8.92%
长期借款	38.84	38.84	38.84	38.84	EBITDA/销售收入	22.03%	20.93%	21.75%	22.59%
其他负债	476.82	250.65	298.30	343.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>833.58</b>	<b>574.51</b>	<b>654.16</b>	<b>745.48</b>	总资产周转率	0.31	0.27	0.28	0.28
股本	913.59	913.59	913.59	913.59	固定资产周转率	2.65	2.98	3.67	4.75
资本公积	1502.03	1502.03	1502.03	1502.03	应收账款周转率	5.29	4.85	5.05	5.08
留存收益	1113.30	1311.15	1535.36	1798.37	存货周转率	2.41	2.49	2.50	2.49
归属母公司股东权益	3448.65	3647.06	3871.27	4134.28	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	38.20	53.79	72.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3471.96</b>	<b>3685.26</b>	<b>3925.06</b>	<b>4206.35</b>	资产负债率	19.36%	13.49%	14.29%	15.05%
负债和股东权益合计	4305.54	4259.77	4579.22	4951.83	带息债务/总负债	7.60%	6.76%	5.94%	5.21%
					流动比率	2.48	3.81	3.95	4.07
					速动比率	2.20	3.35	3.51	3.66
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.21	0.22	0.25	0.29
					每股净资产	3.80	4.03	4.30	4.60
					每股经营现金	0.27	-0.07	0.35	0.35
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	250.60	243.40	269.55	306.48					
PE	24.54	23.55	20.78	17.72					
PB	1.34	1.26	1.19	1.11					
PS	4.10	4.01	3.76	3.43					
EV/EBITDA	13.45	14.01	11.36	8.82					
股息率	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。

本报告版权为西南证券所有，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn