



## 季度营收增速放缓，围绕幼教生态布局 ——2018Q3 业绩点评

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

### 基本数据 (2018.10.30)

报告日股价 (元)	5.10
12mth A 股价格区间 (元)	4.80-13.60
总股本 (百万股)	910.36
无限售 A 股/总股本	99.06%
流通市值 (亿元)	45.99
每股净资产 (元)	3.93
PBR (X)	1.30

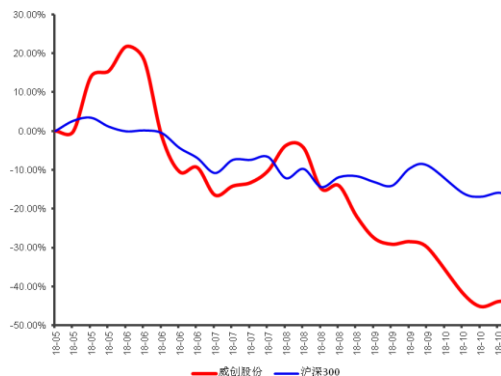
### 主要股东 (2018Q3)

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》  
《威创股份 (002308) 2018H1 业绩点评：幼教收入同增 28%，成本费用增加致短期盈利下降》

### ■ 公司动态事项

公司发布 2018 年三季度报，Q3 实现营收 3.04 亿元，同比下降 6.31%，归属净利润为 5103 万元，同比下降 29.19%，EPS 为 0.06 元/股。

### ■ 事项点评

#### 季度营收增速放缓，费用率上升致盈利放缓

前三季度，公司共实现营收 8.25 亿元，同比增长 3.19%，Q1、Q2、Q3 的营收增速分别为 20.02%、3.39%、-6.31%，逐季下滑，主要系 VW 业务收入同比下降，幼教业务收入保持稳定增长。1-9 月公司毛利率合计约为 54.81%，较去年同期小幅提升，其中 Q3 毛利率为 57.73%，同比提高 5.68pct。2018Q3，公司期间费用率上升明显，其中管理费用率同比提高 1.41pct，主要是子公司管理费用增加；研发支出 2180 万元，主要为幼教信息化投入等，研发费用率达到了 7.16%；财务费用率同比提高 0.12pct，主要是银行贷款利息支出增加；销售费用率则同比下降 0.66pct，期间费用率整体同比提高 8.03pct。受收入增速下降、费用率上升影响，公司前三季度共实现归属净利润 1.47 亿元，同比下降 16.34%，Q1、Q2、Q3 的盈利增速分别为 15.23%、-15.31%、-29.18%。公司预计 2018 全年归属净利润约为 1.52 亿元-2.09 亿元，同比变动幅度约为 -20% 至 10%。

#### 围绕幼教产业链进行生态布局

公司是国内最大的幼儿园运营和服务公司，截止上半年，旗下幼儿园数量接近 5200 家，拥有红缨教育、金色摇篮、可儿教育、鼎奇教育四大品牌。红缨教育现处于内部调整、品牌升级期，受加盟业务拓展主动暂缓影响，收入端有所下滑，推进高端园“托管式加盟”的“新红缨”项目导致费用增长较快，短期盈利承压。金色摇篮因部分园所装修改造、政策影响场地获取等，收入端增速有所下降。可儿和鼎奇保持稳定增长，未来将进行重点区域扩张。围绕幼教产业链，公司投资“芝麻街英语”跨入少儿英语赛道；以现金 5000 万元增资阳光视界，持有其 12.50% 股权，布局互联网幼教课程生产端；与天风天睿共同成立 5 亿元规模的产业基金，公司拟出资不超过 1 亿元，投资儿童教育赛道，进一步推进儿童成长平台战略。

#### 回购股份，彰显信心

公司拟以不低于 5000 万元、不超过 1 亿元的自有资金回购股份，回购价格不超过 11.95 元/股。截止 10 月 16 日，公司合计回购 573.02 万股，占总股本的 0.63%，累计成交金额约 3000 万元。

### ■ 投资建议

由于 VW 业务持续下滑，且管理/研发费用开支较大，我们调整盈利预测，暂不考虑凯瑞联盟投资影响，预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 1.85/2.21/2.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.24/0.28 元/股，对应 PE 分别为 25/21/18 倍（按 2018/10/30 收盘价计算）。公司是幼教龙头，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

监管趋严带来的不确定性风险、VW 业务持续下滑风险、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	1248.81	1334.19	1443.32
年增长率		9.79%	6.84%	8.18%
归属于母公司的净利润	189.91	185.27	221.00	257.64
年增长率		-2.44%	19.29%	16.58%
每股收益 (元)	0.21	0.20	0.24	0.28
PER (X)	24.29	25.06	21.01	18.02

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2018/10/30）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1182	1456	1737	2042
应收和预付款项	346	354	393	414
存货	214	266	234	297
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>4595</b>	<b>4827</b>	<b>5149</b>
短期借款	24	0	0	0
应付和预收款项	736	648	639	678
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>920</b>	<b>911</b>	<b>950</b>
股本	914	914	914	914
资本公积	1422	1422	1422	1422
留存收益	1113	1298	1519	1777
归属母公司股东权益	3449	3634	3855	4113
少数股东权益	23	41	62	86
<b>股东权益合计</b>	<b>3472</b>	<b>3675</b>	<b>3917</b>	<b>4199</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4305</b>	<b>4595</b>	<b>4827</b>	<b>5149</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	230	280	289
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>421</b>	<b>281</b>	<b>304</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>1249</b>	<b>1334</b>	<b>1443</b>
营业成本	518	586	611	649
营业税金及附加	17	19	20	22
营业费用	142	144	147	159
管理费用	304	337	347	361
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>238</b>	<b>285</b>	<b>332</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>238</b>	<b>285</b>	<b>332</b>
所得税	17	36	43	50
净利润	191	203	242	282
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>185</b>	<b>221</b>	<b>258</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	54.43%	53.08%	54.20%	55.00%
EBIT/销售收入	18.03%	18.24%	20.53%	21.97%
销售净利率	16.82%	16.23%	18.14%	19.57%
ROE	5.51%	5.10%	5.73%	6.26%
资产负债率	19.36%	20.03%	18.87%	18.45%
流动比率	2.48	3.43	3.93	4.27
速动比率	2.20	2.79	3.33	3.62
总资产周转率	0.31	0.27	0.28	0.28
应收账款周转率	5.29	3.85	3.78	3.80
存货周转率	2.44	2.21	2.61	2.19

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。