

投资评级 优于大市 维持

## 3Q19 收入同比增 236%，看好龙头成长性

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	12.77
52周股价波动(元)	11.54-25.00
总股本/流通A股(百万股)	591/544
总市值/流通市值(百万元)	7546/6951

### 相关研究

《拟定增募资不超 16.5 亿元，优化债务结构》  
2019.09.10

《1Q19 收入增 218%，净利增 875%，并表增厚业绩》2019.04.30

《布局早教龙头，把握起跑线上的商机》  
2018.10.18

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.2	1.5	-3.3
相对涨幅 (%)	0.9	0.2	-4.6

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

公司 10 月 25 日发布 2019 年三季报。2019 年前三季度实现收入 4.82 亿元，同比增长 203.75%，毛利率 67.57%，同比增 23.26pct，归母净利润 8345.58 万元，同比增长 523.06%，符合此前业绩预告（7500-8500 万元），扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 1912.24%；加权平均净资产收益率为 6.70%，经营活动产生的现金流量净额为 1.24 亿元。

### 简评及投资建议

公司前三季度营收同增 203.75%，美杰姆并表增厚业绩。美杰姆并表助公司营业收入同比增长 203.75% 至 4.82 亿元，毛利率同比增 23.26pct 至 67.57%，归母净利润同比增长 523.06% 至 8345.58 万元。公司 1Q、2Q 及 3Q 分别实现营业收入 1.24 亿元（+218.14%）、1.53 亿元（+160.52%）以及 2.05 亿元（+236.14%）；1-3Q 毛利率各为 67.74%（+40.68pct）、65.78%（+25.37pct）以及 68.80%（+9.75pct）。1-3Q 归母净利润分别同增 875.29%、196.68%、747.27%。其中 3Q19 公司实现归母净利润 4918.50 万元。

前三季度期间费用率同比降 10.11pct 至 30.88%，主因管理费用率降低。1-3Q 公司销售费用率同比增 0.36 个百分点至 6.99%；管理费用率同比降 11.24 个百分点至 19.99%，其中 3Q19 同比降 31.46 个百分点至 16.61%；1-3Q 财务收益增加 669.92 万元至 581.79 万元，其中 3Q 增加 165.79 万元至 208.29 万元；最终前三季度整体期间费用率同比降低 10.11pct 至 30.88%。

更新盈利预测。不考虑定增影响，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.48 亿元、1.57 亿元、1.96 亿元，分别同比增长 368.99%、5.84%、25.31%。

对公司的判断。我们认为，公司于 2018 年 11 月收购美杰姆，进一步扩大教育板块市场份额。美杰姆是国内优秀儿童早期教育企业，拥有行业领先品牌“美吉姆”，营收和盈利水平均处于行业领先。早教行业参培率较低，参培率提升有望带动行业发展，美杰姆作为龙头企业有望优先受益。考虑到公司为早教行业细分领域龙头企业，估值上可享有一定的溢价。①PE 估值方法：给予 2019 年 45-50 倍 PE，对应合理价值区间 11.25 元/股-12.50 元/股。②EV/EBITDA 估值方法：给予 2019 年 28-32 倍 EV/EBITDA，对应合理价值区间 12.71 元-14.39 元。综合两种结果给予公司 11.25 元-14.39 元合理价值区间，维持“优于大市”评级。

风险提示。市场竞争风险，人员流失风险，商誉减值风险。

分析师：许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@htsec.com

证书:S0850517050001

分析师：汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	177.17	265.36	716.95	864.45	1009.07
(+/-)YoY(%)	165.17%	49.78%	170.18%	20.57%	16.73%
净利润(百万元)	18.35	31.55	147.97	156.61	196.25
(+/-)YoY(%)	82.68%	71.90%	368.99%	5.84%	25.31%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.05	0.25	0.27	0.33
毛利率(%)	39.15%	52.58%	60.25%	60.05%	59.33%
净资产收益率(%)	1.60%	2.62%	10.96%	10.39%	11.52%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司年度损益表分析

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	136.22	66.81	177.17	265.36	716.95	864.45	1009.07
同比增长(%)		-50.95	165.17	49.78	170.18	20.57	16.73
营业成本(百万元)	76.66	44.30	107.81	125.82	285.00	345.34	410.37
同比增长(%)		-42.22	143.38	16.71	126.51	21.17	18.83
毛利润(百万元)	59.56	22.52	69.36	139.53	431.95	519.11	598.70
毛利率(%)	43.72	33.70	39.15	52.58	60.25	60.05	59.33
销售费用(百万元)	5.87	5.95	10.75	14.82	43.02	51.87	60.54
销售费用/营业收入(%)	4.31	8.91	6.07	5.59	6.00	6.00	6.00
管理费用(百万元)	19.44	20.65	37.89	75.84	139.81	155.60	171.54
管理费用/营业收入(%)	14.27	30.91	21.38	28.58	19.50	18.00	17.00
营业利润(百万元)	67.94	10.88	28.91	60.13	230.36	243.72	305.45
营业利润率(%)	49.88	16.28	16.32	22.66	32.13	28.19	30.27
税前利润(百万元)	68.85	11.25	29.44	60.49	230.46	243.92	305.65
所得税(百万元)	13.43	1.66	11.55	21.46	81.75	86.52	108.42
归母净利润(百万元)	55.22	10.05	18.35	31.55	147.97	156.61	196.25
同比增长(%)		-81.81	82.68	71.90	368.99	5.84	25.31
净利率(%)	40.69	14.36	10.09	11.89	20.64	18.12	19.45

资料来源: WIND, 重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 美吉姆 2018 年年报, 美吉姆 2019 年第三季度报告, 海通证券研究所

表 2 公司单季度合并损益表分析(1Q2018-3Q2019)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	1-3Q2018	1-3Q2019
营业收入(百万元)	38.88	58.67	61.01	106.79	123.69	152.86	205.08	158.57	481.64
同比增长(%)	145.08	33.39	-11.28	119.98	218.14	160.52	236.14	23.28	203.75
营业成本(百万元)	28.36	34.97	24.98	37.51	39.90	52.30	64.00	88.31	156.20
同比增长(%)	183.06	23.99	-25.69	4.29	40.70	49.58	156.15	22.92	76.88
毛利润(百万元)	10.52	23.71	36.03	69.28	83.79	100.56	141.09	70.26	325.44
毛利率(%)	27.06	40.41	59.05	64.87	67.74	65.78	68.80	44.31	67.57
销售费用(百万元)	1.73	6.66	2.12	4.32	8.03	13.86	11.78	10.51	33.67
销售费用/营业收入(%)	4.45	11.35	3.47	4.04	6.49	9.07	5.74	6.63	6.99
管理费用(百万元)	10.98	9.22	29.32	26.32	32.08	30.13	34.06	49.52	96.27
管理费用/营业收入(%)	28.23	15.71	48.06	24.65	25.93	19.71	16.61	31.23	19.99
营业利润(百万元)	2.05	7.60	10.74	39.73	38.07	40.89	92.76	20.39	171.72
营业利润率(%)	5.28	12.96	17.61	37.20	30.78	26.75	45.23	12.86	35.65
税前利润(百万元)	2.16	7.50	10.75	40.08	38.42	39.65	92.71	20.41	170.79
所得税(百万元)	0.47	1.62	4.97	14.40	11.10	8.90	24.54	7.06	44.54
归母净利润(百万元)	1.73	5.86	5.81	18.16	16.89	17.38	49.19	13.39	83.46
同比增长(%)	-59.91	32.48	-67.22	324.19	875.29	196.68	747.27	-49.37	523.06
净利率(%)	4.46	9.98	9.51	17.00	13.66	11.37	23.98	8.45	17.33

资料来源: WIND, 公司 2019 年半年报, 美吉姆 2018 年年报, 1Q19 和 3Q19 季报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表(A 股根据 2019 年 10 月 25 日收盘价, 美股根据 2019 年 10 月 25 日收盘价)

	威创股份	昂立教育	盛通股份	中公教育	红黄蓝(RYB.N)	平均值
EV/EBITDA(2019 年)	-	31.97	8.96	55.74	6.77	25.86
PE(2019 年, 倍)	23.15	38.18	15.21	69.26	33.89	35.94

资料来源: Wind, S&amp;PCapitalIQ, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>265.36</b>	<b>716.95</b>	<b>864.45</b>	<b>1009.07</b>
每股收益	0.05	0.25	0.27	0.33	营业成本	125.82	285.00	345.34	410.37
每股净资产	3.46	2.29	2.55	2.88	毛利率%	52.58%	60.25%	60.05%	59.33%
每股经营现金流	0.52	0.17	0.16	1.04	营业税金及附加	4.57	12.35	14.89	17.38
每股股利	0.020	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	14.82	43.02	51.87	60.54
P/E	239.15	50.99	48.18	38.45	营业费用率%	5.59%	6.00%	6.00%	6.00%
P/B	3.69	5.59	5.01	4.43	管理费用	75.84	139.81	155.60	171.54
P/S	28.44	10.52	8.73	7.48	管理费用率%	28.58%	19.50%	18.00%	17.00%
EV/EBITDA	120.09	28.15	22.46	17.73	EBIT	44.30	236.78	296.75	349.24
股息率 (%)	<b>0.16%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	-2.69	7.32	53.93	44.79
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.01%	1.02%	6.24%	4.44%
毛利率	52.58%	60.25%	60.05%	59.33%	资产减值损失	4.66	0.00	0.00	0.00
净利润率	14.71%	20.74%	18.21%	19.55%	投资收益	24.44	0.90	0.90	1.00
净资产收益率	2.62%	10.96%	10.39%	11.52%	<b>营业利润</b>	<b>60.13</b>	<b>230.36</b>	<b>243.72</b>	<b>305.45</b>
资产回报率	0.76%	3.43%	3.57%	3.95%	营业外收支	0.36	0.10	0.20	0.20
投资回报率	2.25%	11.37%	12.92%	19.74%	<b>利润总额</b>	<b>60.49</b>	<b>230.46</b>	<b>243.92</b>	<b>305.65</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	58.98	249.03	311.19	363.84
营业收入增长率	49.78%	170.18%	20.57%	16.73%	所得税	21.46	81.75	86.52	108.42
EBIT 增长率	141.02%	434.51%	25.33%	17.69%	有效所得税率%	35.47%	35.47%	35.47%	35.47%
净利润增长率	118.25%	281.00%	5.84%	25.31%	少数股东损益	7.48	0.74	0.79	0.99
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>31.55</b>	<b>147.97</b>	<b>156.61</b>	<b>196.25</b>
资产负债率	58.8%	56.7%	53.8%	55.2%					
流动比率	0.28	0.35	0.40	0.56	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.24	0.29	0.33	0.49	货币资金	463.23	536.22	555.31	1093.30
现金比率	—	—	—	—	应收款项	63.29	98.21	118.42	138.23
<b>经营效率指标</b>					存货	101.26	118.02	144.32	171.04
应收帐款周转天数	55.12	50.00	50.00	50.00	其它流动资产	34.89	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	287.11	150.00	150.00	150.00	流动资产合计	696.53	850.77	927.44	1523.17
总资产周转率	0.10	0.17	0.20	0.22	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	4.05	10.87	15.83	23.41	固定资产	71.57	72.57	73.57	74.57
					在建工程	5.96	6.26	6.46	6.66
					无形资产	1300.32	1300.32	1298.30	1296.29
					非流动资产合计	3479.36	3468.41	3455.17	3441.77
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4175.89</b>	<b>4319.19</b>	<b>4382.62</b>	<b>4964.94</b>
净利润	31.55	147.97	156.61	196.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	7.48	0.74	0.79	0.99	应付账款	9.22	11.71	14.19	16.86
非现金支出	19.34	12.25	14.44	14.60	预收账款	140.29	573.56	691.56	807.26
非经营收益	-20.42	28.10	76.50	76.40	其它流动负债	1.72	1.72	1.72	1.72
营运资金变动	141.64	-86.68	-151.54	327.35	流动负债合计	2444.29	2438.86	2344.89	2729.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>179.59</b>	<b>102.39</b>	<b>96.79</b>	<b>615.59</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-2.16	-1.20	-1.00	-1.00	其它长期负债	11.18	11.18	11.18	11.18
投资	-1234.77	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	11.18	11.18	11.18	11.18
其他	68.63	-0.90	-0.90	-1.00	<b>负债总计</b>	<b>2455.47</b>	<b>2450.04</b>	<b>2356.07</b>	<b>2741.17</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1168.31</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.00</b>	实收资本	347.60	590.88	590.88	590.88
债权募资	200.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	1202.37	1350.35	1506.96	1703.21
股权募资	593.28	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	518.05	518.79	519.58	520.57
其他	-3.38	-29.10	-77.60	-77.60	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4175.89</b>	<b>4319.19</b>	<b>4382.62</b>	<b>4964.94</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>789.91</b>	<b>-29.10</b>	<b>-77.60</b>	<b>-77.60</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-198.81</b>	<b>72.99</b>	<b>19.09</b>	<b>537.99</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露 分析师声明

许樱之 社会服务行业  
汪立亭 商贸零售行业, 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国东方教育,百洋股份,美吉姆,中国国旅,中公教育,锦江股份,欧亚集团,鄂武商 A,拉芳家化,莱绅通灵,凯撒旅游,首旅酒店,大商股份,永辉超市,海底捞,百联股份,步步高,周大生,王府井,合肥百货,丸美股份,美团点评-W,小米集团-W,老凤祥,红旗连锁,家家悦,爱婴室,利群股份,苏宁易购,黄山旅游,天虹股份,宋城演艺

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。