

## 三垒股份(002621)/教育

## 美杰姆并表增厚业绩

**评级: 买入(维持)**

分析师: 范欣悦

执业证书编号: S0740517080004

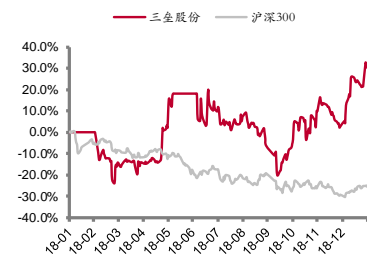
Email: fanxy@r.qizq.com.cn

研究助理: 吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	348
流通股本(百万股)	271
市价(元)	21.50
市值(百万元)	7482
流通市值(百万元)	5827

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1.发布草案,收购美杰姆顺利推进
- 2.美杰姆原股东拟增持,实现利益绑定
- 3.楷德加大扩张力度,下半年待发力
- 4.深度报告:收购美杰姆70%股权,领跑A股早教行业

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	67	177	616	744	875
增长率 yoy%	-51.0	165.2	247.8	20.7	17.7
净利润	10	18	165	193	220
增长率 yoy%	-81.8	82.7	796.6	17.3	13.8
每股收益(元)	0.03	0.05	0.49	0.57	0.65
每股现金流量	0.66	-0.64	2.01	1.81	3.15
净资产收益率	0.9	1.6	13.1	12.9	12.3
P/E	722	395	44	38	33
PEG	-9	5	0	2	2
P/B	6.4	6.3	5.5	4.8	4.2

备注: 股价为 2019 年 1 月 30 日收盘价。为增强业绩的可对比性, 2018 年数据为假设美杰姆全年并表的备考数据。

**投资要点**

- **事件:** 公司发布业绩预告, 预计 2018 年实现归母净利润 2202.53-3120.26 万元, 同增 20%-70%。
- **点评:**
- **美杰姆并表增厚业绩。**美杰姆自 12 月 1 日起正式并表, 根据业绩承诺, 2018/19/20 年扣非后归母净利分别不低于 1.8/2.38/2.9 亿元, 我们估计美杰姆并表一个月的净利润在千万级别。除美吉姆以外的业绩主要受到股权激励费用的影响。
- **门店加速扩张。**美杰姆以“加盟为主, 直营为辅”, 早教中心开立及运营服务体系标准化且可复制, 加盟粘性强、关店率低。根据官网信息, 截至目前, 已在全国 30 个省份合计开设 400 多家门店。在教育各个细分板块中, 早教受政策影响较小, 美杰姆作为行业龙头, 有望依托强大的品牌影响力及上市公司的资本优势, 实现加盟中心加速扩张。
- **绑定美杰姆原股东利益。**截至 2019 年 1 月 17 日, 美杰姆原股东以“天津迈格理”为主体累计增持公司股票 673.66 万股, 占公司总股本的 1.94%, 增持总价 1.19 亿元, 顺利完成原定增持计划。增持股份将根据美杰姆业绩承诺的完成情况分 3 年进行解锁。同时, 原股东拟继续增持公司股份, 总价不低于交易价款(税后)总额的 30%, 并于 3 月 31 日前完成本次增持价款的 40%。
- **高管及控股股东相继完成增持。**截至 2019 年 1 月 7 日, 控股股东珠海融诚累计增持公司股票 303 万股, 占公司总股本的 0.87%, 顺利完成增持计划。此外, 公司高管中, 董事长及两位副总经理合计增持 91 万股, 占总股本的 0.26%, 另一位副总经理暂未完成增持计划, 将于三个月内继续增持约 4135 万元。
- **投资建议:** 公司业绩符合预期, 教育业务发展良好, 估计美杰姆和楷德完成业绩承诺问题不大。内生角度, 看好美杰姆依托强大品牌影响力持续扩张加盟中心的能力; 外延角度, 后续存在收购美杰姆直营业务的潜在可能。早教受政策影响较小, 美杰姆作为行业龙头, 有望依托品牌和资本的优势不断提升市场份额。考虑借款的财务费用, 维持 19/20 年净利润 1.93/2.20 亿元(其中教育业务贡献 1.99/2.41 亿元, 传统业务包含财务费用贡献-0.06/-0.21 亿元)的盈利预测, 公司目前市值 75 亿元, 对应 19/20 年估值 38x/33x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 加盟中心扩张进度不及预期; 对早教行业出台法律法规带来的政策风险。

**图表 2: 公司主要财务数据及预测**

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	67	177	616	744	875	货币资金	381	82	760	1,370	2,433
营业成本	44	108	202	225	254	存货	91	97	68	67	65
毛利率	33.70%	39.15%	67.28%	69.75%	70.97%	应收账款	13	17	17	21	25
营业税金及附加	1	2	5	6	7	其他流动资产	520	672	746	864	963
营业费用	6	11	35	41	47	流动资产	1,005	868	1,591	2,321	3,486
营业费用率	8.91%	6.07%	5.71%	5.54%	5.37%	固定资产	63	59	25	-11	-49
管理费用	21	38	102	118	137	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	30.91%	21.38%	16.50%	15.93%	15.66%	无形资产	71	71	71	71	71
财务费用	-14	-1	-1	16	33	其他长期资产	13	304	316	328	341
财务费用率	-21.31%	-0.33%	-0.13%	2.18%	3.79%	非流动资产	147	434	411	388	363
投资收益	19	15	17	17	17	资产总计	1,152	1,302	2,003	2,710	3,849
营业利润	11	29	290	353	412	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	16.28%	16.32%	47.14%	47.46%	47.07%	应付账款	6	9	8	9	10
营业外收入	1	1	1	1	1	其他流动负债	14	138	217	256	283
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	20	147	225	265	293
利润总额	11	29	291	353	412	长期负债	0	0	400	800	1,600
所得税	2	12	72	89	106	其他长期负债	0	7	10	13	17
所得税率	14.75%	39.24%	24.59%	25.19%	25.61%	非流动性负债	0	7	410	813	1,617
少数股东损益	0	0	55	71	87	负债合计	20	154	635	1,078	1,910
归属于母公司股东的净利润	10	18	165	193	220	股本	225	338	338	338	338
净利率	15.04%	10.36%	26.71%	25.96%	25.10%	资本公积	508	395	395	395	395
每股收益(元)(摊薄)	0.03	0.05	0.49	0.57	0.65	股东权益合计	1,132	1,148	1,368	1,632	1,939
						少数股东权益	5	3	58	129	216
						负债股东权益总计	1,152	1,302	2,003	2,710	3,849
现金流量表 (百万元)						比率分析					
指标名称	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
净利润	10	18	165	193	220	增长率(%)					
少数股东损益	0	0	55	71	87	营业收入	-51.0	165.2	247.8	20.7	17.7
折旧和摊销	15	14	38	38	38	营业利润	-84.0	165.8	904.5	21.5	16.7
营运资金变动	-23	5	38	-81	-72	净利润	-81.8	82.7	796.6	17.3	13.8
其他	-10	-5	-23	0	17	利润率(%)					
经营现金流	-8	32	272	221	290	毛利率	33.7	39.1	67.3	69.7	71.0
资本支出	-8	-2	-2	-2	0	EBIT Margin	-7.7	10.4	44.2	47.4	49.1
投资收益	19	14	17	17	17	EBITDA Margin	15.4	18.2	50.4	52.6	53.5
资产变卖	148	0	-10	-10	-10	净利率	15.0	10.4	26.7	26.0	25.1
其他	0	-302	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	159	-290	5	5	7	净资产收益率	0.9	1.6	13.1	12.9	12.3
发行股票	2	-2	0	0	0	总资产收益率	0.9	1.4	10.1	8.5	7.1
负债变化	0	50	400	400	800	其他(%)					
股息支出	0	0	0	0	0	资产负债率	1.7	11.8	31.7	39.8	49.6
其他	-14	-3	1	-16	-33	所得税率	14.8	39.2	24.6	25.2	25.6
融资现金流	-12	45	401	384	767	股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	140	-213	678	610	1,063						

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。