

“顶风作案”收购早教美杰姆，三垒股份能否华丽转身？

本文来源于[财经网](#) 2018-12-03 13:44:00

11月29日，三垒股份（002621.SZ）披露重大资产重组实施进展公告，美杰姆已于11月28日领取了新的营业执照，完成股东变更登记。这也意味着，从年初至年末，三垒股份的重大资产重组事项基本尘埃落定。

在最新季报中，三垒股份预测2018年净利润变动幅度为-30%—20%。据公司解释，对于业绩预测的不确定因素，则是公司正在进行的并购重组能否在年内完成。如果可以在本年度将标的企业纳入合并范围，则会大幅增加公司净利润。

如此看来，美杰姆的并表对三垒股份业绩而言，至关重要。不过，对于业绩陷入滑坡的三垒股份来说，美杰姆真是的“白衣骑士”吗？

债权、股权融资并行

历时近一年时间，三垒股份重组事项才基本落幕，或与其囊中羞涩相关。23.1亿元对于公司来说，并不是一笔小数目。

按照双方交易协议，标的公司美杰姆交易对价33亿元，溢价20倍。其中，三垒股份及控股子公司启星未来出资23.1亿元，其他股东出资9.9亿元。但截至9月末，三垒股份净资产仅11.8亿元。

根据11月9日三垒股份公布的交易草案，三垒股份拟使用自有资金、关联方借款或银行借款、前次募集资金用于本次现金收购。从彼时三垒股份0.5亿元自有资金和IPO募集的剩余资金6.6亿元筹资来看，还有16亿元的资金缺口。

1、上市公司拟投入23.10亿元的资金来源

上市公司拟使用自有资金、关联方借款或银行借款、前次募集资金增资启星未来用于本次现金收购，

为筹措资金，11月27日，三垒股份向控股股东珠海融诚关联方中植启星投资管理有限公司借款2亿元，以银行4.75%的贷款基准利率为准。随后，11月28日，在三垒股份发布的《收购美杰姆可行性研究报告》中，公司在原来收购资金来源的基础上，还加上了股权融资的方式。

上市公司对启星未来的23.10亿元出资拟通过使用自有资金（含前次募集资金约7.10亿元）、银行借款或关联方借款等债权融资、以及股权融资等方式筹集。三垒股份实际控制人控制的子公司中海融承诺为本次交易的收购主体提供直接或间接的资金支持以完成上市公司在本次交易中所间接负有的交易价款支付义务，提供资金支持的方式为包括但不限于委托贷款等方式；同时上市公司关联方中植启星公司承诺为本次交易的收购主体所负有的付款义务提供保证担保。

而凑巧的是，在发布上述公告一日之后，三垒股份发布了一份公司部分高级管理人员增持计划的公告。

公司董事长陈鑫、副总经理徐小强、副总经理田恩泽拟合计增持金额不低于 1600 万元。至于增持原因，则是基于对公司发展前景的信心，以及看好国内资本市场长期投资的价值。

增持公告一出，三垒股份股价应声上涨。截至 11 月 29 日，公司股价报收 18.14 元/股，涨幅为 7.4%。公开资料显示，三垒股份控股股东目前股票尚无质押或冻结情况。

债权、股权融资双管齐下，三垒股份对美杰姆势在必得。转行教育行业，三垒股份能完成华丽转身吗？

标的毛利率预测“虚高”

根据收购草案，2018—2020 年，美杰姆承诺业绩为扣非后净利润不低于 1.80 亿元、2.3 亿元、2.9 亿元，对应的毛利率预测水平为 77.73%、80.35%、79.89%，整体呈现小幅上涨走势。

但是，今年以来，同行上市公司毛利率水平却出现不同程度的小幅下滑。与此同时，美杰姆的毛利率预测水平要远高于可比上市公司旗下相关教育业务毛利率。

2018 年上半年，威创股份、盛通股份、秀强股份、电光科技旗下幼儿教育培训的毛利率分别为 57.36%、44.04%、41.80%、49.35%，与美杰姆的毛利率预测水平相差 20-30 个百分点。

	2017	2018.6	幅度
威创股份（幼教产品及服务）	57.88%	57.36%	-0.52%
盛通股份（教育培训）	47.57%	44.04%	-3.53%
秀强股份（教育学杂费及教育咨询费）	45.19%	41.80%	-3.39%
电光科技（教育培训及留学服务）	67.32%	49.35%	-17.97%

财经网梳理发现，其实美杰姆高企的毛利率预测，是建立在营业收入增速高于营业成本增速的水平上。

按照美杰姆的预测水平，2018 年-2020 年，分别实现营收 3.84 亿元、4.81 亿元、5.75 亿元，同比增速为 76.96%、25.26%、19.54%。然而，相对应年份的营业成本同比增速为 21.43%、10.59%、23.40%。

追本溯源，早教行业的领先地位、开拓市场的美好预期等，则是美杰姆业绩承诺的主要支撑。

美杰姆主要收入来源于向加盟商收取的各项服务费收入和产品销售收入。2018年-2020年，美杰姆预测加盟中心数量分别为424家、500家、573家，分别同比增长25.82%、17.92%、14.60%。

年份	中心数量(个)	增速
2010年	32	-
2011年	67	109.38%
2012年	98	46.27%
2013年	119	21.43%
2014年	145	21.85%
2015年	189	30.34%
2016年	251	32.80%
2017年	337	34.26%
2018年	424	25.82%
2019年	500	17.92%
2020年	573	14.60%

然而，实际上，2016年-2018年上半年，美杰姆早教中心的开班饱和率在30%-35%之间，远未达到饱和水平。

三垒股份在收购草案中也表示，由于学员年龄、工作日影响，单一教室每天实际开课量低于6节，且每节课上课人数未达到教室容量上限，中心开班饱和率尚有一定提升空间。

月份	2016年	2017年	2018年
1月	30.69%	22.68%	34.40%
2月	16.02%	24.54%	30.78%
3月	31.28%	32.68%	37.24%
4月	33.20%	35.81%	36.19%
5月	33.66%	33.45%	36.51%
6月	31.62%	33.66%	37.70%
7月	37.54%	36.90%	-
8月	31.71%	33.13%	-
9月	31.74%	33.34%	-
10月	29.53%	29.24%	-
11月	31.27%	32.32%	-
12月	33.51%	34.06%	-
平均值	30.98%	31.82%	35.47%

开班饱和率较低，换言之，美杰姆对加盟商的吸引力也不会太高。这对于依赖加盟商收入完成业绩承诺的美杰姆来说，似乎不容乐观。

幼儿园限令成“紧箍咒”

最新出台的“幼儿园限令”，或才是悬在三垒股份头上的“达摩克利斯之剑”。

2018年11月15日，新华社授权发布《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》（以下简称《意见》）。其中进一步明确幼儿教育基本公共服务职能属性，并首次对幼儿园资本运作做出禁止性规定。

一石激起千层浪，《意见》发布后，不但业界反应强烈，而且资本市场上幼教板块也遭遇罕见暴跌，当日红黄蓝股价暴跌52.97%，两次触发熔断。

随后 11 月 28 日，教育部官网发布《若干意见》称，“针对部分民办园过度逐利行为”的规定填补制度空白。这也意味着，部分上市公司在幼教领域的投资将受一定限制，过度逐利将迎来“紧箍咒”。

针对上述意见，三垒股份一位高管在接受《证券日报》采访时曾表示：“我们不受影响，学前教育新政规范对象是纳入国民教育体系的学前教育，即幼儿园教育，而公司此次重大资产重组的收购标的主营儿童早期教育，美吉姆主要针对学龄前的 0-3 岁幼童”。

然而，美杰姆官网显示，在欢动课、艺术课、音乐课的课程中，3-6 岁的儿童同样也是授课对象。而这一阶段，也正是幼儿园适龄教育时期。

针对授课对象，财经网曾致电美杰姆问询，相关人员表示，3-6 岁的儿童是在授课对象内。但美杰姆平时开展的课程与幼儿园课程之间存在区别，是对后者课程的补充，双方是错位发展。



The screenshot displays a webpage with course information for different age groups. It includes three main sections:

- 阶段五：2.5岁-3.5岁**: 除了更加有序和结构化的游戏、有趣的探索活动以及连接操练习之外，孩子...
- 阶段六：3.5岁-4.5岁**: 随着孩子独立性的增强，进入阶段六的课程后，孩子开始独立上课了...
- 阶段七：4.5岁-6岁**: 孩子的大动作：加跑、跳、蹲、爬、滚、翻、投掷、握握及抓握能力在进...

Below these is a section for **My Art 2: 3岁-6岁**, which includes a list of benefits:

- 儿童学习艺术、色彩、造型和构图，培养艺术鉴赏力，同时学习其他重要的学前教育，如听从指令的能力、认知能力以及语言能力等。孩子们在过程中建立自信，提高解决问题的能力、时间管理能力和专注力。

At the bottom, there is a description of the music course: **美吉姆音乐课是以培养儿童音乐基本能力为目的的家庭音乐课，专注于为8个月-5岁的儿童提供专业早期音乐教育课程。通过Lap song、手指游戏、稳定节拍的感受和练习、器乐自由演奏、无歌词吟唱、自由**

目前，《意见》细则的实施方案尚未出台，新规影响几何尚无法判断。不过，“幼儿园限令”下，原先拟转型教育行业的群兴玩具，已终止设立群兴彩虹蜗牛幼儿园并购基金。

未来，“幼儿园限令”细则是否会对早教行业造成冲击，还是未知数。而这对于美杰姆来说，或是“不定时炸弹”。

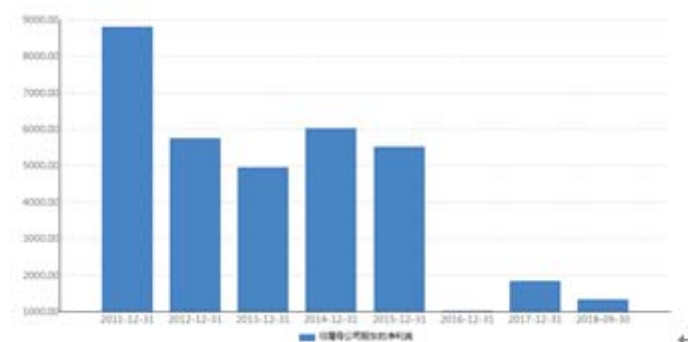
针对拟收购早教中心是否违反教育监管政策，深交所也高度关注。

11 月 30 日，三垒股份收到深交所问询函。深交所要求公司根据《中共中央、国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》核查，说明是否违反上述规定。同时，要求公司

认真核查和评估若干意见以及相关监管政策对美杰姆主营业务的影响，充分提示相关不确定性。

跨界教育领域，商誉高企

三垒股份成立于 2003 年，2011 年上市。公司原主营业务为塑料管道成套制造装备的研发、设计、生产与销售。上市以后，三垒股份业绩表现并不理想。2016 年，三垒股份归母净利润 1004.75 万元，同比下滑 81.81%。



业绩不佳下，2016 年初，三垒股份曾谋划过重大资产重组事项来“自救”，拟向第三方现金购买其控股持有的金融类资产公司，但却以失败告终。

随后，2016 年末，三垒股份便开始了“卖壳”之路，“中植系”珠海融诚成为公司控股股东。新东家入主后，三垒股份便开始收购教育资产进行转型。

2017 年 2 月，三垒股份拟以自有资金 3 亿元收购楷德教育 100% 的股权，后者原股东承诺，2017-2019 年，扣非净利润分别不低于 2000 万元、2600 万元、3200 万元。

年报显示，2017 年，楷德教育实现净利润 2288.25 万元，占三垒股份当期净利润的 124.67%，完成当年的业绩对赌。不过 2018 年上半年，楷德教育实现净利润 229.33 万元，同比下降 39%。

按照三垒股份的说法，由于楷德教育的业绩贡献特点由其行业的季节性决定，美国高中、本科升学培训服务业务的高峰期在每年 7、8、9 三个月，参照历史情况，在此期间能够完成全年业绩的 70% 以上，以往在第四季度业绩贡献幅度较小。

如今，楷德教育上半年业绩已出现放缓迹象，那么全年能否完成业绩对赌，仍然存在一定的不确定性。

值得一提的是，三垒股份在收购楷德教育时，商誉增加了 2.89 亿元。若再加上收购美杰姆形成的 21.26 亿元商誉，三垒股份商誉累计高达 24.15 亿元。一旦并购标的年度实现净利润未达评估预测数，那么商誉可能存在减值迹象，而这则将直接影响三垒股份的当期利润。

如今，“A股早教并购第一案”已实现收官，“美吉姆”也正式步入资本市场，成为三垒股份核心业务。然而，早教行业还面临着诸多不确定性政策风险和考验，美杰姆能否助力三垒股份转型成功，小编拭目以待。