盛通股份(002599)/包装印刷

增资少儿编程点猫教育，未来进入校园潜力巨大

评级：买入(维持)

市场价格：28.60

目标价格：50.00

分析师：王晛

执业证书编号：S0740516060001

电话：021-20315165

Email：wangxian@r.qlzq.com.cn

联系人：张欣

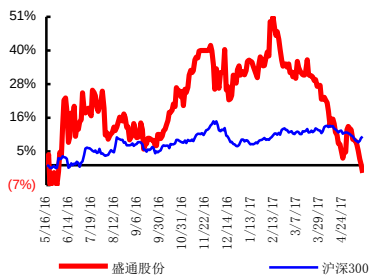
电话：021-20315165

Email：zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	91
市价(元)	28.6
市值(百万元)	4,586
流通市值(百万元)	2,606

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《并表费用影响一季报，二季度教育贡献继续高增长》 2017-05-02

《传统业务回暖超预期，股权激励+高送转利好发展》 2017-04-27

《业绩略超预期，主业发力叠加STEAM 教育驱动成长》2017-02-27

《牵手美商奇幻工坊，STEAM 再下一城 再》 2016-11-09

《收购“乐博教育”进军 STEAM 教育，注入“新东方”基因增添新活力》2016-05-17

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	701.26	843.45	1,147.71	1,291.02	1,435.06
增长率 yoy%	12.70%	20.28%	36.07%	12.49%	11.16%
净利润（百万元）	19.52	36.50	101.42	122.24	141.18
增长率 yoy%	71.20%	86.98%	177.87%	20.53%	15.50%
每股收益（元）	0.14	0.27	0.63	0.76	0.88
每股现金流量	0.31	1.11	1.03	1.55	1.63
净资产收益率	3.01%	5.31%	6.79%	7.57%	8.04%
P/E	281.76	146.06	52.90	43.86	37.88
PEG	3.96	1.68	0.30	2.14	2.44
P/B	8.47	7.76	3.30	3.05	2.80
备注：					

投资要点

- **事件：公司 5 月 15 晚公告子公司知行教育签订协议增资点猫教育 5%股权。**
- **点猫科技为在线编程类课程，是公司对 STEAM 教育的拓深和强化。**点猫科技的编程猫基于 PBL 项目驱动式的教学方式、游戏化的学习方法和多维度的考核方式为 6 至 16 岁青少年的系列在线编程课程以及图形化编程平台，使孩子在多功能编程平台下使用图形化编程工具创作游戏、软件、动画和故事等，我们认为公司作为 STEAM 教育的先发者，此次增资表明公司对 STEAM 教育优质资源和先进平台的重视，在利用好公司上市公司、行业地位、客户基础等协同优势下强化公司做大做强 STEAM 教育的格局。
- **少儿编程发展迅猛，未来有望进入学校正式课程，市场规模约 300 亿。**少儿编程教育已逐步在世界各国的中小学课内外教育中实施与推广，例如目前全球覆盖面最广之一的 Scratch 已被 MIT 媒体实验室终生幼儿园小组使用、美国最大的商业化少儿编程服务机构 Tynke 已合作院校 6 万所并且对家庭或者学校收费，而在在全球范围内，日本、爱沙尼亚、英国、新加坡等多地教育部门已陆续将少儿编程纳入课堂教学。2017 年新加坡将在中小学 O-Level 中加入编程考试。且国内高校已公布各专业应包含选考科目中，有 36%专业的选考科目包含技术，假设在少儿编程行业发展至中期，在全国适龄在校（园）少儿中有同样参培渗透率，未来全国参与少儿编程培训的少儿人数约为 581 万人，我们按照课单价 5000 元计算，则少儿编程行业未来市场规模可达 290 亿元。
- **从经营数据来看，**点猫科技已累计注册用户 20 余万人，进入几百所中小学，月活达到 4 万余人，二次购买率达到 83%。从用户体量上领先于绝大多数国内竞争对手，并且其打造的自主研发的图形化编程开放式平台使用人工智能技术与教育辅助系统，大大减少教师重复工作，能为客户定制化，在扩大用户规模的同时实现边际成本下降，具有规模化效应。
- **盈利预测。**我们认为增资点猫科技是公司在教育转型里程上又一力作，公司此前加码韩国乐博、美商奇幻工房、以及教育媒介平台芥末堆打造的“产品+IP 教具+渠道优势”生态布局将继续强化，我们预测 2017、2018 未来两年业绩 1.01、1.22 亿，业绩增速 177.87%、20.53%，对应 EPS 分别为 0.63 元、0.76 元，给予 2017 年 79PE，维持目标价位为 50 元，对应“买入”评级。
- **风险提示：**收购效应不达预期；市场竞争加剧；系统性风险

图表1：盈利预测模型

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**622**	**701**	**843**	**1,148**	**1,291**	**1,435**
增长率	*16.66%*	*12.7%*	*20.3%*	*36.1%*	*12.5%*	*11.2%*
营业成本	-523	-579	-694	-876	-976	-1,077
% 销售收入	*84.1%*	*82.5%*	*82.3%*	*76.3%*	*75.6%*	*75.0%*
毛利	99	122	150	272	315	358
% 销售收入	*15.9%*	*17.5%*	*17.7%*	*23.7%*	*24.4%*	*25.0%*
营业税金及附加	-2	-4	-6	-6	-6	-7
% 销售收入	*0.3%*	*0.6%*	*0.8%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-34	-40	-39	-52	-58	-65
% 销售收入	*5.4%*	*5.6%*	*4.7%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*
管理费用	-48	-56	-65	-90	-96	-106
% 销售收入	*7.8%*	*7.9%*	*7.8%*	*7.8%*	*7.4%*	*7.4%*
息税前利润（EBIT）	15	23	39	125	155	180
% 销售收入	*2.4%*	*3.3%*	*4.6%*	*10.9%*	*12.0%*	*12.6%*
财务费用	-4	-11	-6	-8	-9	-11
% 销售收入	*0.7%*	*1.5%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.8%*
资产减值损失	-1	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	—	—	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	9	9	27	117	146	169
营业利润率	*1.5%*	*1.3%*	*3.2%*	*10.2%*	*11.3%*	*11.8%*
营业外收支	3	13	17	10	5	5
税前利润	**12**	**22**	**44**	**127**	**151**	**174**
利润率	*2.0%*	*3.2%*	*5.2%*	*11.1%*	*11.7%*	*12.1%*
所得税	-1	-3	-7	-26	-29	-32
所得税率	*6.7%*	*13.1%*	*16.7%*	*20.2%*	*19.0%*	*18.5%*
净利润	11	19	37	102	123	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**11**	**20**	**36**	**101**	**122**	**141**
净利率	*1.8%*	*2.8%*	*4.3%*	*8.8%*	*9.5%*	*9.8%*
				177.87%		

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11	19	37	102	123	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	63	66	84	95	107
非经营收益	4	2	8	-1	7	10
营运资金变动	-12	-43	40	-21	24	3
经营活动现金净流	**68**	**41**	**150**	**165**	**250**	**262**
资本开支	178	120	79	73	84	85
投资	0	-22	-11	0	0	0
其他	0	37	13	0	0	0
投资活动现金净流	**-178**	**-105**	**-77**	**-73**	**-84**	**-85**
股权募资	0	43	0	704	0	0
债权募资	36	19	-25	50	50	50
其他	-33	6	-11	-9	-12	-15
筹资活动现金净流	**3**	**68**	**-36**	**745**	**38**	**35**
现金净流量	**-107**	**5**	**37**	**836**	**203**	**212**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	86	70	129	965	1,168	1,379
应收款项	180	228	300	347	393	438
存货	161	150	145	213	232	254
其他流动资产	18	16	17	34	28	32
流动资产	445	464	591	1,559	1,822	2,104
% 总资产	*41.1%*	*37.5%*	*42.4%*	*66.1%*	*69.6%*	*73.0%*
长期投资	0	22	33	33	33	33
固定资产	512	614	679	674	666	646
% 总资产	*47.4%*	*49.6%*	*48.8%*	*28.6%*	*25.4%*	*22.4%*
无形资产	68	67	69	73	75	78
非流动资产	636	774	802	801	795	778
% 总资产	*58.9%*	*62.5%*	*57.6%*	*33.9%*	*30.4%*	*27.0%*
资产总计	**1,081**	**1,237**	**1,393**	**2,360**	**2,617**	**2,882**
短期借款	108	120	110	160	210	260
应付款项	331	361	506	588	666	736
其他流动负债	14	21	16	46	51	55
流动负债	454	502	632	794	927	1,051
长期贷款	32	41	30	30	30	30
其他长期负债	5	45	44	44	44	44
负债	**491**	**588**	**706**	**867**	**1,001**	**1,125**
普通股股东权益	590	649	687	1,493	1,615	1,756
少数股东权益	0	0	0	1	1	1
负债股东权益合计	**1,081**	**1,237**	**1,393**	**2,360**	**2,617**	**2,882**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.086	0.145	0.270	0.632	0.762	0.880
每股净资产(元)	4.472	4.809	5.090	9.308	10.070	10.950
每股经营现金净流(元)	0.515	0.306	1.113	1.027	1.555	1.633
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.93%	3.01%	5.31%	6.79%	7.57%	8.04%
总资产收益率	1.05%	1.58%	2.62%	4.30%	4.67%	4.90%
投入资本收益率	2.15%	2.79%	4.84%	14.59%	19.22%	23.12%
增长率						
营业总收入增长率	16.66%	12.70%	20.28%	36.07%	12.49%	11.16%
EBIT增长率	-33.71%	54.43%	68.10%	223.69%	24.08%	15.95%
净利润增长率	-40.32%	71.20%	86.98%	177.87%	20.53%	15.50%
总资产增长率	9.65%	14.46%	12.62%	69.43%	10.85%	10.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.9	100.4	107.2	102.7	103.8	104.0
存货周转天数	103.9	97.9	77.6	88.8	86.6	85.8
应付账款周转天数	89.3	90.6	88.5	67.5	67.5	71.0
固定资产周转天数	287.0	266.7	260.6	216.2	193.8	174.9
偿债能力						
净负债/股东权益	9.28%	13.89%	1.58%	-51.91%	-57.44%	-61.99%
EBIT利息保障倍数	3.4	2.2	6.1	16.1	17.1	15.8
资产负债率	45.39%	47.51%	50.65%	36.74%	38.25%	39.02%

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。