

盛通股份 (002599.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

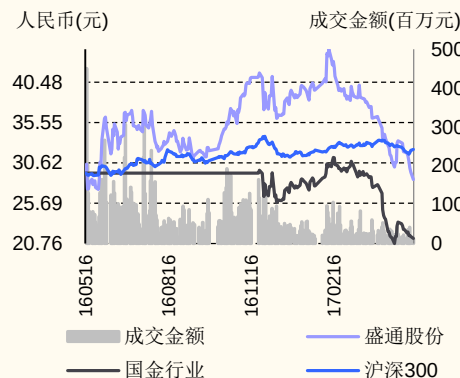
市场价格(人民币): 28.60 元

入股编程猫，或进军少儿编程领域

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	91.13
总市值(百万元)	3,861.00
年内股价最高最低(元)	44.49/27.36
沪深 300 指数	3399.19
深证成指	9845.60



相关报告

1. 《2016 年年报点评：印刷主业现回暖，教育业务完成业绩承诺稳步...》，2017.4.27
2. 《拟设立第二期员工持股计划，业绩持续超预期或可期-拟设立第二期...》，2017.4.12
3. 《股权激励预案发布，骨干员工利益深度绑定注入长期增长动力》，2017.4.5
4. 《盛通股份业绩快报点评：主业经营回暖，教育产业扬帆起航》，2017.2.28
5. 《收购乐博教育过会，STEAM 教育第一股扬帆起航》，2016.11.24

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.145	0.270	0.463	0.701	0.945
每股净资产(元)	4.81	5.09	5.43	6.27	7.39
每股经营性现金流(元)	0.30	1.10	1.39	1.37	2.22
市盈率(倍)	197.24	105.93	61.77	40.80	30.26
行业优化市盈率(倍)	96.96	96.96	96.96	96.96	96.96
净利润增长率(%)	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
净资产收益率(%)	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
总股本(百万股)	135.00	135.00	160.36	160.36	160.36

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 盛通股份全资子公司知行教育拟使用自有资金以现金方式出资 0.14 亿元向深圳点猫科技有限公司增资，增资后占有编程猫 5%的股份。

事件点评

- **编程猫作为少儿编程行业的领先者，具有独特的优势：**编程猫可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；以用户为核心构建适合孩子的社群，用于满足其多方面需求，增强用户粘性。高效的 IP 研发及制作及运营能力，将使编程猫持续不断的获得更多的客户资源。编程猫拥有完整的课程体系。
- **少儿编程行业发展迅猛，未来或将继续迅速发展：**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。在全球范围内，多地教育部门已陆续将少儿编程纳入课堂教学；高考内容的加入以及当今互联网技术的需求致使少儿编程行业发展迅猛。

投资建议

- 盛通教育此次入股编程猫，或进军少儿编程领域，少儿编程领域市场前景广阔。
- 编程猫具有较强进校资源，或与乐博教育产生协同作用，实现资源上的融合。
- 建议买入，预测 17-19 年 EPS 为 0.46 元，0.70 元，0.95 元。对应 PE 为 62x, 41x, 30x，目标价 50 元，维持买入评级。
- 风险提示：少儿编程教育业务发展或不及预期。

吴劲草

联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

基本情况：北京盛通印刷股份有限公司全资子公司知行教育投资编程猫

- 盛通股份全资子公司知行教育近期与李天驰、孙悦、北京金山安全软件有限公司、林家敏、上海海言投资中心（有限合伙）、天津紫牛基业资产管理合伙企业（有限合伙）、珠海市四海点猫股权投资企业（有限合伙）、惠州腾牛一号投资合伙企业（有限合伙）、深圳展博创业投资合伙企业（有限合伙）签订投资协议，知行教育拟使用自有资金以现金方式出资 0.14 亿元向深圳点猫科技有限公司增资，拿下编程猫 5%的股权。
- 此交易不构成重大资产重组。

编程猫作为少儿编程行业的领先者，具有独特的优势

- 编程猫主要为针对 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。目前，编程猫已进入中国几百所中小学信息技术课堂和美国校园，拥有国内外学员 20 余万人，为广大中小学生提供了优质的编程教育资源。编程猫主营业务及产品为：在线编程课程、科技主题的青少年冬夏令营等活动、国际化赛事、技术平台、产品等。

图表 1：编程猫主要业务

在线编程课程	开发 150 余课近 11 个主题的课程内容，跨学科融合
科技主题的冬/夏令营活动	面向青少年的时长 7 天的项目式学习
国际化赛事	“编程猫杯全国少年编程挑战赛”等，致力于培养国际化视野
技术平台	自主研发搭建底层技术架构，吸引并引导孩子学习
产品	web 端，app 端，在线社区等，激励学生创造性

来源：公司公告，国金证券研究所

- 编程猫具有独特的资源优势：目前标的公司已累计注册用户 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。

图表 2：编程猫课程遍布全国



来源：编程猫官网，国金证券研究所

- 编程猫将人工智能技术与教学相结合开发和应用在线教学辅助系统，大大减少了教师重复性的工作，直接提升教学效率。可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**。编程猫以用户为核心构建适合孩子的社群，用于满足其多方面需求，**增强用户粘性**。**高效的 IP 研发及制作及运营能力**，将使编程猫持续不断的获得更多的客户资源并推动企业的发展。编程猫拥有**完整的课程体系**，课程内容覆盖面积广泛，满足用户多方位需求。编程猫采用 PBL 式的教学方法，将编程与中小学主要学科相结合，包括数学、英语、科学、生物、化学等学科，让孩子在学习编程的过程中，也学习到了其他学科的知识。

图表 3：编程猫教学界面丰富



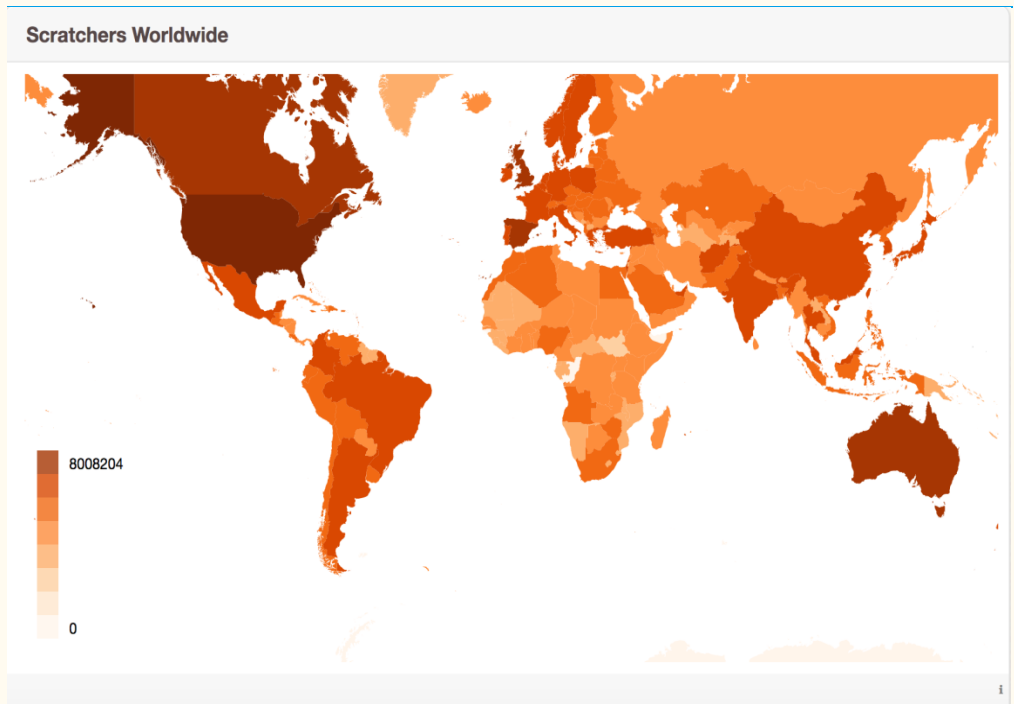
来源：编程猫官网，国金证券研究所

少儿编程行业发展迅猛，未来或将继续迅速发展

■ 少儿编程行业发展迅猛，编程教育正逐步成为学校正式课程

- 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。在全球范围内，多地教育部门已陆续将少儿编程纳入课堂教学。2012年，日本相关政府部门要求中小学开始进行编程教育；同年，爱沙尼亚将少儿编程纳入教学计划。2014年，英国、新加坡将少儿编程编入小学正式课程。2017年，新加坡将在中小学 O-Level 中加入编程考试。
- 全球覆盖面最广的在线少儿编程教育公益平台 Scratch 和商业化服务机构 Tynker。

图表 4：Tynker 全球用户分布图



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 需求及供给变化下，少儿编程行业将实现快速增长

- 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。
- 互联网行业 and 大数据的高速发展，让人们更容易认知和接受对编程的学习。在消费升级趋势下，中国中高端家庭对教育需求的不断提升，学习的需求呈现国际化的趋势，并快速向欧美发达国家靠拢。

■ 少儿编程未来将更偏重思维教育，注重教学体验

- 家长对孩子学习编程的意识将进一步增强，用户数量将大幅增长；在线授课+以互动系统为主的教学将成为主要模式；游戏化教学将是普遍采用的教育理念；编程学习将更偏重计算思维而不是代码语言；编程学习与硬件结合将更为紧密；本土产品国际化和国外产品本地化都更为容易；重服务+高附加值+高收费+较少用户体量和轻服务+低附加值+低收费+大用户将呈现为两种不同商业模式。

投资建议

- 盛通股份是出版印刷领域龙头企业。目前已完成并购的乐博教育拥有强大的营销推广能力，市场招生能力和运营管理能力等。而编程猫有优质的编程教育资源以及先进的技术平台。标的公司与上市公司优势互补，差异化

成长，通过整合多方面的 STEAM 教育资源，共同致力于推动广大青少年编程教育的提升。未来有望稳步进军少儿编程领域，市场前景广阔。

- 编程猫具有较强的进校资源，或与乐博教育的机器人教育业务产生协同作用，实现资源上的融合。
- 预测 17-19 年 EPS 为 0.46 元，0.70 元，0.95 元。对应 PE 为 62x，41x，30x，目标价 50 元，维持买入评级。
- 风险提示：少儿编程教育业务发展或不及预期。

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	622	701	843	1,094	1,227	1,357
增长率		12.7%	20.3%	29.7%	12.2%	10.6%
主营业务成本	-523	-579	-694	-837	-910	-982
%销售收入	84.1%	82.5%	82.3%	76.5%	74.1%	72.3%
毛利	99	122	150	257	318	376
%销售收入	15.9%	17.5%	17.7%	23.5%	25.9%	27.7%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-5	-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	-49	-55	-61
%销售收入	5.4%	5.6%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-48	-56	-65	-109	-123	-136
%销售收入	7.8%	7.9%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	15	23	39	93	134	172
%销售收入	2.4%	3.3%	4.6%	8.5%	10.9%	12.7%
财务费用	-4	-11	-6	-8	-7	0
%销售收入	0.7%	1.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.0%
资产减值损失	-1	-3	-5	-3	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%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	9	27	82	126	171
营业利润率	1.5%	1.3%	3.2%	7.5%	10.3%	12.6%
营业外收支	3	13	17	3	3	3
税前利润	12	22	44	85	129	174
利润率	2.0%	3.2%	5.2%	7.8%	10.5%	12.8%
所得税	-1	-3	-7	-11	-17	-23
所得税率	6.7%	13.1%	16.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	11	19	37	74	112	152
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	74	112	152
净利率	1.8%	2.8%	4.3%	6.8%	9.2%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11	19	37	74	112	152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	62	65	63	64	67
非经营收益	4	2	8	15	8	2
营运资金变动	-12	-43	40	34	0	78
经营活动现金净流	68	41	149	187	185	300
资本开支	-178	-120	-79	-93	-105	-107
投资	0	-22	-11	-1	0	0
其他	0	37	13	0	0	0
投资活动现金净流	-178	-105	-77	-94	-105	-107
股权募资	0	43	0	-28	0	0
债权募资	36	19	-25	18	-68	-103
其他	-33	6	-11	-11	-11	-5
筹资活动现金净流	3	68	-36	-21	-79	-108
现金净流量	-107	4	36	71	0	85

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	86	70	129	200	200	285
应收款项	180	228	300	298	334	370
存货	161	150	145	181	197	213
其他流动资产	18	16	17	9	10	11
流动资产	445	464	591	688	741	878
%总资产	41.1%	37.5%	42.4%	45.3%	45.8%	48.9%
长期投资	0	22	33	34	33	33
固定资产	512	614	679	730	778	821
%总资产	47.4%	49.6%	48.8%	48.0%	48.1%	45.7%
无形资产	68	67	69	67	66	64
非流动资产	636	774	802	831	876	919
%总资产	58.9%	62.5%	57.6%	54.7%	54.2%	51.1%
资产总计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797
短期借款	108	120	110	172	104	0
应付款项	331	361	506	565	616	667
其他流动负债	14	21	16	19	21	101
流动负债	454	502	632	756	741	768
长期贷款	32	41	30	30	30	31
其他长期负债	5	45	44	0	0	0
负债	491	588	706	786	771	799
普通股股东权益	590	649	687	733	846	997
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.086	0.145	0.270	0.463	0.701	0.945
每股净资产	4.472	4.809	5.090	5.433	6.266	7.389
每股经营现金净流	0.512	0.302	1.103	1.386	1.367	2.221
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.93%	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
总资产收益率	1.05%	1.58%	2.62%	4.89%	6.96%	8.43%
投入资本收益率	1.90%	2.47%	3.89%	8.67%	11.87%	14.55%
增长率						
主营业务收入增长率	16.66%	12.70%	20.28%	29.70%	12.19%	10.60%
EBIT 增长率	-33.71%	54.43%	68.10%	140.89%	43.39%	28.71%
净利润增长率	-40.32%	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
总资产增长率	9.35%	14.46%	12.62%	9.09%	6.42%	11.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.9	100.4	107.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	103.9	97.9	77.6	79.0	79.0	79.0
应付账款周转天数	89.3	90.6	88.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	291.6	274.7	292.9	226.1	200.8	179.9
偿债能力						
净负债/股东权益	9.28%	13.89%	1.58%	0.18%	-7.89%	-25.51%
EBIT 利息保障倍数	3.4	2.2	6.1	11.8	19.2	366.2
资产负债率	45.39%	47.51%	50.65%	51.72%	47.67%	44.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	11
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-23	买入	35.35	44.87~44.87
2	2016-11-10	买入	39.00	44.87~44.87
3	2016-11-15	买入	40.30	50.00~50.00
4	2016-11-24	买入	41.06	50.00~50.00
5	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00
6	2017-04-05	买入	36.10	50.00~50.00
7	2017-04-12	买入	33.44	50.00~50.00
8	2017-04-27	买入	30.71	50.00~50.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD