



东兴证券
DONGXING SECURITIES

高端日用瓷龙头，切入教育直播蓝海

——松发股份（603268）深度报告

2017年6月19日

推荐/首次

松发股份

公司深度

报告摘要：

公司成立于 2002 年，是一家位于广东潮州的日用瓷行业的龙头企业，主要生产日用瓷、精品瓷和陶瓷酒瓶等产品。公司于 5 月 25 日公告终止创显科教、金商祺重大资产重组，拟以现金 2.3 亿收购醍醐兄弟 51% 股权，进军互联网教育直播。

- 公司为定位于中、高端市场的专业化、高品质日用瓷供应商，通过并购+募投共同实现产能扩张。公司收购联骏 80% 的股权，未来助力公司陶瓷主业产能扩张。公司募投新建 600 万件骨质瓷生产车间和 1700 万件日用瓷生产车间，在扩张产能的同时提升产品附加值以优化产品结构。
- 收购醍醐兄弟，切入在线教育直播蓝海。拟收购的醍醐兄弟主要为线上教育机构提供在线教育直播技术服务及音视频互动直播服务，旗下拥有多贝云、多贝网以及多贝网校通等产品。公司有雄厚客户资源，为 VIPKID、环球雅思等教育巨头提供直播技术服务，17-20 年承诺净利润为不低于 2500 万元、3250 万元、4225 万元、5225 万元。
- 并购基金增持明师，布局 K12 教育。公司与深圳市前海联合创赢投资管理有限公司合作设立广东松发共赢产业并购基金，基金分别于 16 年 12 月、17 年 3 月受让明师教育 3.85%、10.13% 股份，目前共持有明师教育 13.98% 的股权。参股明师使得标志着公司新业务增长点的拓展方向确立，明师作为广州第二 K12 课外培训机构，未来有望和醍醐兄弟在线上教育深入合作。

公司盈利预测。 预测公司 2017-2019 年营业收入 6.07/6.89/7.60 亿元，净利润 0.68/0.89/1.00 亿元，增长率分别达到 99.77%/39.05%/14.69%。公司 2017-2019 年预测 EPS 分别为 0.77/1.01/1.14 元，对应 PE 分别为 42/32/28，首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

风险提示： 募投项目进展缓慢；外销市场需求萎靡；教育业务拓展不及预期

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	290.88	351.36	606.63	689.16	760.10
增长率 (%)	-5.23%	20.79%	72.65%	13.60%	10.29%
归母净利润(百万)	36.89	39.11	67.50	88.71	99.96
增长率 (%)	-24.26%	9.43%	99.77%	39.05%	14.69%
净资产收益率 (%)	6.89%	6.91%	11.03%	13.20%	13.52%
每股收益(元)	0.45	0.44	0.77	1.01	1.14
PE	71.67	73.30	42.04	31.99	28.39
PB	5.30	5.01	4.64	4.22	3.84

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：杨若木

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

S1480510120014

分析师：洪一

hongyi@dxzq.net.cn

010-65424406

S1480516110001

联系人：刘哲

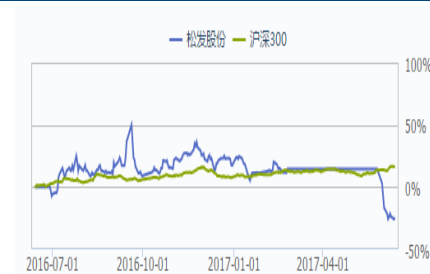
010-66554025

liuzhe@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	31.47-65.31
总市值 (亿元)	28.49
流通市值 (亿元)	13.32
总股本/流通股 (非限售) (万股)	8800/4114
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0
52 周日均换手率 (%)	6.22

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 深耕陶瓷行业十四余载日用瓷供应商	5
1.1 公司简介：定位中高端市场的专业化、高品质日用瓷供应商.....	5
1.2 公司陶瓷主业盈利能力稳定.....	6
2. 优化产品结构，并购+募投促进产能扩张	8
2.1 支持技术研发和产品创新设计以优化产品结构.....	8
2.2 收购联骏实现产能扩张.....	8
2.3 募投包括骨质瓷在内的日用瓷生产线实现产能扩张.....	9
3. 在线教育蓬勃发展，收购醍醐分享千亿市场	10
3.1 在线教育市场高速增长，教育直播受热捧.....	10
3.1.1 在线教育市场规模扩大，线上语言培训成为重要组成部分.....	10
3.1.2 直播互动类在线少儿英语受热捧.....	11
3.1.3 双师课堂推动在线教育未来新发展.....	14
3.2 收购醍醐兄弟，切入教育直播蓝海.....	14
4. 公司战略：基于主业转型新兴产业，推进新型战略布局	18
4.1 加强“自主品牌+O2O”建设，双轮驱动传统陶瓷业务发展.....	18
4.2 设立松发创赢产业并购基金，增持明师教育推进战略布局.....	20
5. 盈利预测及估值	21
6. 风险提示	21

表目录

表 1:松发股份企业估值对比.....	21
表 2:公司盈利预测表.....	22

插图目录

图 1: 公司部分代表产品.....	5
图 2: 公司产品类型.....	6
图 3: 公司毛利主要由日用瓷毛利贡献（2016）.....	6
图 4: 2012-2016 年公司的营业收入及增长情况.....	6
图 5: 2012-2016 年公司的归母净利润及增长情况.....	6
图 6: 2011-2016 年公司毛利率及与同业可比公司、行业平均对比.....	7
图 7: 2012-2016 年公司产品构成及变化（万元）.....	7
图 8: 生产工艺流程.....	8
图 9: 国之器方盘.....	8
图 10: “海鸥”系列餐瓷、双层杯.....	8
图 11: 公司收购联骏以整合资源，实现产能扩张.....	9
图 12: 公司产能利用率较高、产能不足.....	9
图 13: 骨质瓷.....	10
图 14: 釉烧程序.....	10
图 15: 中国在线教育市场规模（单位：亿元）.....	10
图 16: 中国在线教育用户规模（单位：万人）.....	10
图 17: 中国在线语言教育市场规模（单位：亿元）.....	11
图 18: 中国在线语言教育用户规模（单位：万人）.....	11
图 19: 中国在线语言教育市场规模（单位：亿元）.....	12
图 20: 中国在线语言教育用户规模（单位：万人）.....	12
图 21: 在线少儿英语市场梯队划分.....	12
图 22: VIPKID 教学模式.....	13
图 23: 51talk 课程体系.....	13
图 24: 双师课堂授课场景.....	14
图 25: 多贝云产品.....	15
图 26: 多贝云主要客户.....	15
图 27: 多贝网公开课主要课程内容.....	16
图 28: 多贝网部分精品公开课.....	16
图 28: 多贝网络教室 1 对 1 界面.....	17
图 29: 多贝网络教室大班教学界面.....	17
图 30: 多贝网络教室客户.....	17
图 31: 醍醐兄弟 2016-2017Q1 营业收入（单位：万元）.....	18
图 32: 醍醐兄弟 2016-2017Q1 净利润（单位：万元）.....	18
图 33: 公司在境内的自主品牌建设日趋增强.....	18
图 34: 公司借助别早科技享受电商服务.....	19
图 35: 天猫购物平台的 songfa 旗舰店.....	19
图 36: 京东购物平台的松发瓷器官方旗舰店.....	19
图 37: 松发股份设立产业并购基金.....	20
图 38: 明师教育 2014-2016H1 营业收入（单位：万元）.....	21

图 39: 明师教育 2014-2016H1 净利润 (单位: 万元)21

1. 深耕陶瓷行业十四余载日用瓷供应商

1.1 公司简介: 定位中高端市场的专业化、高品质日用瓷供应商

公司成立于 2002 年, 是一家位于广东潮州的专业化、高品质日用瓷供应商, 其集研发、设计、生产、销售及服务于一体, 主营日用瓷、精品瓷和陶瓷酒瓶等产品, 其中日用瓷业务占比最大。公司代表性的高端产品包括: 人民大会堂国宴用瓷系列 (国徽瓷)、蓝宝牡丹系列餐具、腾飞茶具、汉风、胜利杯等。公司生产具有高技术指标和丰富文化内涵的陶瓷产品, 通过直销、经销、商超等渠道满足星级酒店、餐厅、中高端家庭用瓷及商品定制等需求。

图 1: 公司部分代表产品

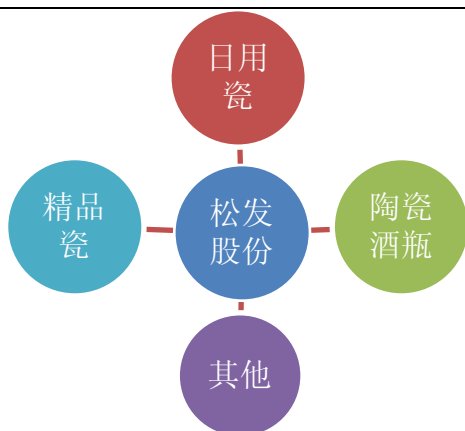


资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

1、人民大会堂国宴用瓷 (国徽瓷) 2、酒店瓷《国之器》 3、家庭用瓷《花开富贵》 4、《汉风》系列餐具

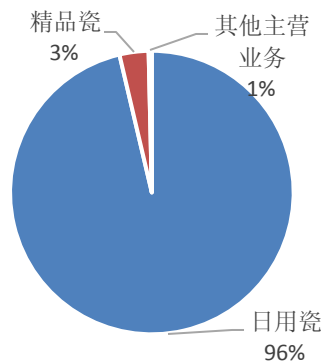
日用瓷业务占比最高, 其毛利贡献最大。公司主要产品包括日用瓷、精品瓷和陶瓷酒瓶, 其中日用瓷业务占比较高, 精品瓷和陶瓷酒瓶业务占比相对较低。日用瓷包括家庭用瓷、酒店用瓷、餐厅用瓷等产品系列。精品瓷是高端日用瓷产品, 材料优质、工艺精细, 其产品定位为以文化内涵提升价值。陶瓷酒瓶用于酒类包装, 其产品定位为满足包装市场的需求。2016 年公司各产品毛利占比构成为: 日用瓷 96.32%, 精品瓷 3.31%, 其他产品 0.37%, 公司毛利主要由日用瓷业务毛利贡献。陶瓷酒瓶是以销定产, 受到高端白酒市场萎靡的影响, 公司 2016 年未接到陶瓷酒瓶订单, 故未生产销售陶瓷酒瓶。

图 2: 公司产品类型



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 3: 公司毛利主要由日用瓷毛利贡献 (2016)

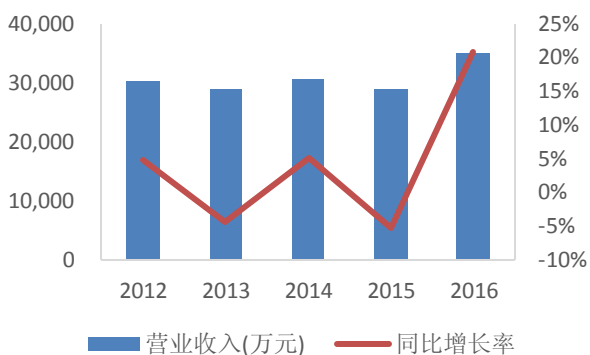


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.2 公司陶瓷主业盈利能力稳定

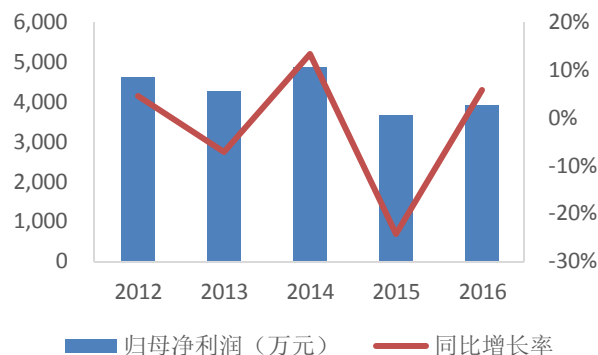
公司陶瓷主业盈利能力稳定, 毛利率高于行业平均。公司 2016 年实现营业收入 35,135.95 万元, 同比增长 20.79%; 实现净利润 3,910.89 万元, 同比增长 6.02%。随着年全球经济整体下行, 陶瓷行业出现需求疲软态势, 而公司定位于中高端市场, 日用瓷、精品瓷需求随经济大势在一定程度上降低。16 年公司收购联骏 80% 的股权, 并表 3 个月, 使得 16 年营收增速提升。2016 年公司综合毛利率为 31.18%, 同比下降了 0.15 个百分点。公司综合毛利率在近六年中保持稳定, 在 31%-35% 范围内波动, 且高于行业平均水平, 显示了公司良好的盈利能力。

图 4: 2012-2016 年公司的营业收入及增长情况



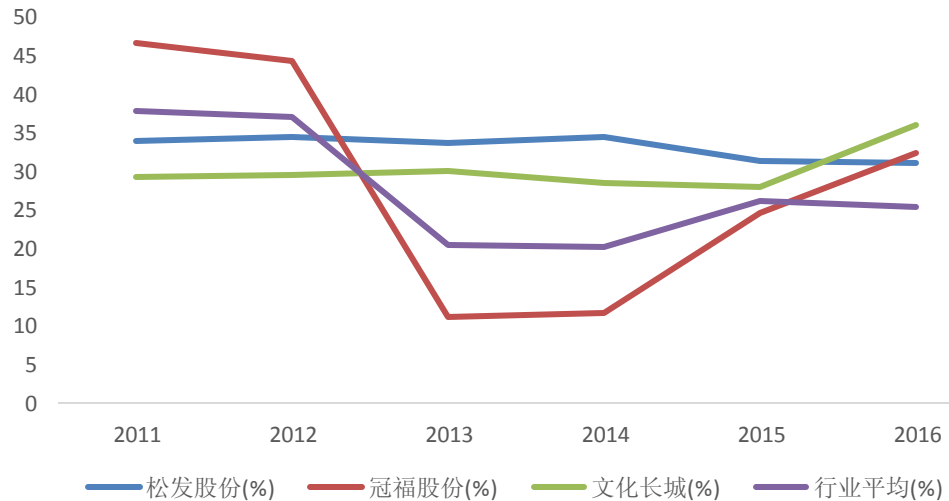
资料来源: 公司年报, wind, 东兴证券研究所

图 5: 2012-2016 年公司的归母净利润及增长情况



资料来源: 公司年报, wind, 东兴证券研究所

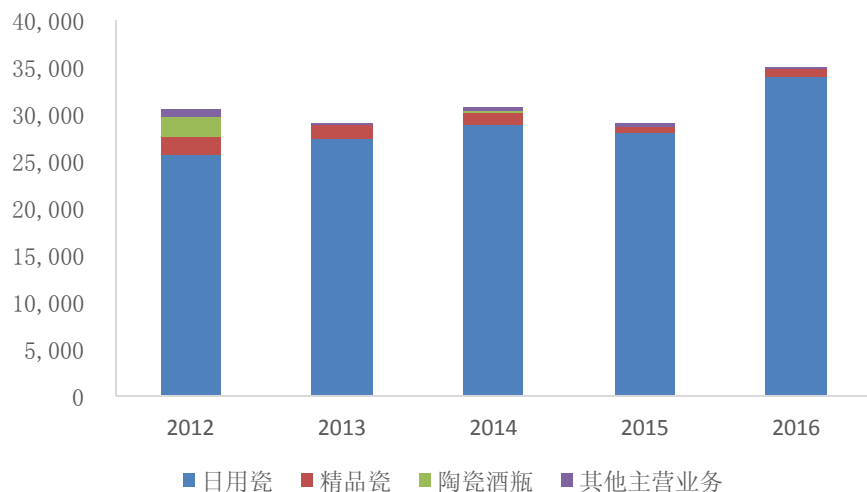
图 6: 2011-2016 年公司毛利率及与同业可比公司、行业平均对比



资料来源: 招股说明书, wind, 东兴证券研究所

公司业务结构仍以日用瓷为主, 精品瓷为辅, 陶瓷酒瓶受行业宏观因素影响, 产销量下降。从业务构成来看, 日用瓷营业收入从 2012 年的 2.57 亿元增加到 2016 年的 3.40 亿元, 日用瓷业务在保持绝对量增长的同时, 所占总体业务的比例也在逐步上升。精品瓷业务营业收入自 2012 年以来, 一直呈下降趋势, 同时高端白酒市场萎靡带动陶瓷酒瓶供应业务萎缩, 2016 年全年未生产销售陶瓷酒瓶。

图 7: 2012-2016 年公司产品构成及变化 (万元)



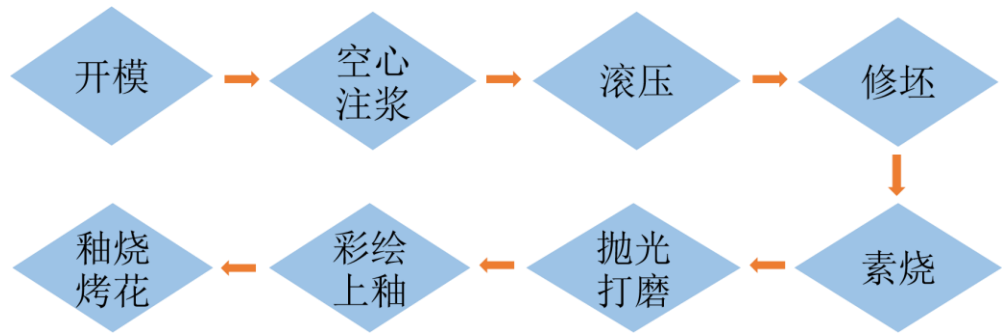
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 优化产品结构，并购+募投促进产能扩张

2.1 支持技术研发和产品创新设计以优化产品结构

公司重视技术研发和产品设计，效果显著。公司拥有“广东省日用陶瓷工程技术研究中心”和“广东省省级企业技术中心”，研发中心配备热稳定性全自动测试仪、自动白度分析仪、全自动成型生产线等先进的设备和仪器及相配套的工器具。公司目前具备塑压成型工艺技术、中温大红、黄釉技术、新型材料、高强度骨质瓷等多项核心技术，日用陶瓷智能化自动生产线等正在研发。

图 8：生产工艺流程



资料来源：松发瓷官网，东兴证券研究所

公司参与国家火炬计划项目，独家供应北京奥运会开幕欢迎宴会用瓷，成为首个承担人民大会堂国宴用瓷、中南海用瓷研发项目的陶瓷企业。公司专门设立设计创意部支持产品创新设计，其中产品“国之器方盘”获“中国专利外观设计优秀奖”，“海鸥”系列餐瓷、双层杯分获“德国红点设计大奖优胜奖”等多项专业奖项。

图 9：国之器方盘



资料来源：松发瓷官网，东兴证券研究所

图 10：“海鸥”系列餐瓷、双层杯



资料来源：松发瓷官网，东兴证券研究所

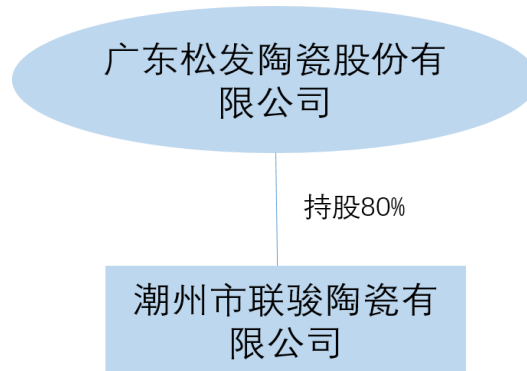
2.2 收购联骏实现产能扩张

收购联骏扩张产能，并表促业绩大增。2016年8月25日，公司用21120万元人民

币收购曾文光、蔡少玲合计持有的潮州市联骏陶瓷有限公司 80%的股权，其中自筹资金 12120 万元，募集资金 9000 万元。收购完成后，联骏成为公司的控股子公司。

联骏陶瓷主营范围包括设计、生产、销售陶瓷制品、卫生洁具、瓷泥、陶瓷颜料等陶瓷配套制品，其拥有 70 米智能自动化隧道窑 30 条、烤花窑 3 条、新型节能辊道窑 1 条，公司可直接利用联骏现有的厂房设备和专业技术人员，这大大节约了从自行投资建设到投产的时间，有效促进产能扩张。联骏陶瓷 16 年实现营业收入 2.59 亿营收，净利润 3469 万元，16-19 年承诺净利润分别为 3,000 万元、3,300 万元、3,600 万元、3,800 万元。

图 11：公司收购联骏以整合资源，实现产能扩张

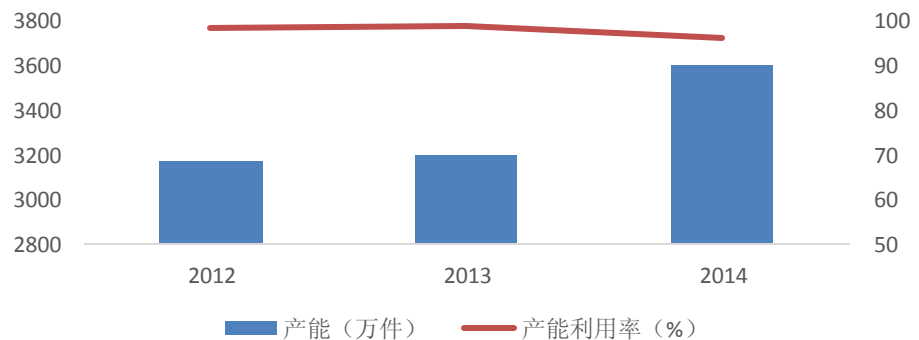


资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

2.3 募投包括骨质瓷在内的日用瓷生产线实现产能扩张

公司新建 600 万件骨质瓷生产车间，1700 万件日用瓷生产车间与一座创意中心、办公楼。项目建设周期为 18 个月，计划从募集资金到位后的 18 个月内建设完成。公司大部分产品产能利用率已接近饱和状态，产能严重不足，该项目达产后，公司的产能不足现状将得以缓解，规模瓶颈得以突破。

图 12：公司产能利用率较高、产能不足



资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

产品升级，骨质瓷为新的利润增长点。骨质瓷是在瓷土中加入食草动物骨粉经过高温素烧和低温釉烧两次烧制，质地轻盈、细密坚硬、不易磨损且具备一定透光性，既经济实用又提升了产品档次和品味。骨质瓷产品定价略高，但市场反映较好、销量大，毛利大，公司扩大生产骨质瓷产品，将促进公司的产品结构升级，高毛利产品比重提升。

图 13：骨质瓷



资料来源：松发瓷器官网,东兴证券研究所

图 14：釉烧程序



资料来源：松发瓷器官网,东兴证券研究所

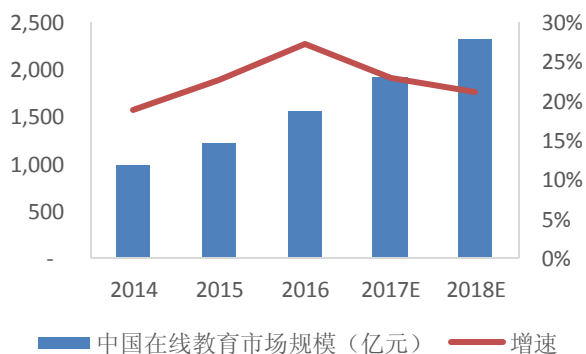
3. 在线教育蓬勃发展，收购醍醐分享千亿市场

3.1 在线教育市场高速增长，教育直播受热捧

3.1.1 在线教育市场规模扩大，线上语言培训成为重要组成部分

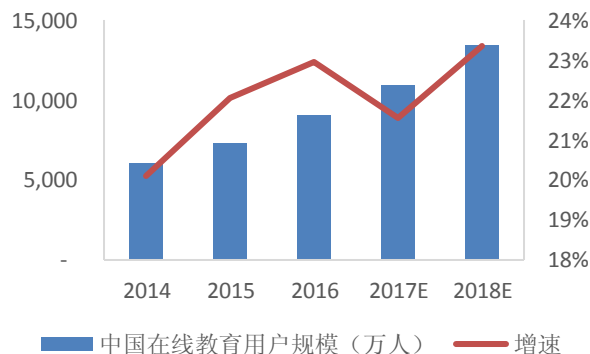
在线教育市场规模稳步扩大。2016 年在线教育市场规模达到 1560.2 亿元，同比增长 27.3%；在线教育用户规模达到 9001 万人，同比增长 23%。预计 2018 年在线教育市场规模将突破 2000 亿，2014-2018 年的 CAGR 预计为 23.5%。

图 15：中国在线教育市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

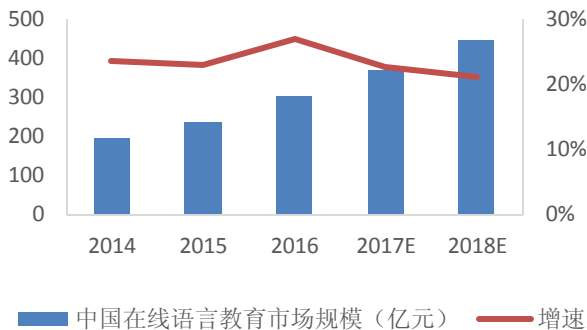
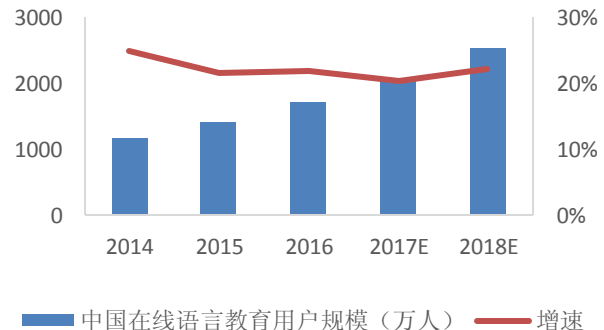
图 16：中国在线教育用户规模（单位：万人）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

在线教育市场的不断增长主要得益于四个原因：**1) 互联网技术**：日益普及的互联网技术让在线教育精品课程可以通过各种形式达到用户；**2) 利用碎片化时间**：相对于传统的线下教育，在线教育满足了移动互联网时代的用户其学习时间呈现碎片化的需求；**3) 满足个性化需求**：一对一直播、一对多直播和录播直播相结合等多种在线教育形式的兴起也在不断的满足个人定制化的学习需求；**4) 节省成本**：在线教育由于节省了大量的人工、房租等成本，课程也可以通过大量销售的方式降低销售价格，从而在价格方面具有较大优势。松发股份此次收购醍醐兄弟股权，有望在未来分享快速增长的在线教育蓝海市场。

在线语言教育成为在线教育市场的重要组成部分。2016年，中国在线语言教育市场规模达到302.2亿元，同比增长26.9%，占在线教育市场规模的19.4%；用户规模达到1723.8万人，同比增长21.9%。预计2018年，在线语言教育市场规模将达到448.6亿元，2014-2018的CAGR为23.3%。

图 17：中国在线语言教育市场规模（单位：亿元）

图 18：中国在线语言教育用户规模（单位：万人）


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

在线语言教育市场的增长主要得益于：**1) 国际化进程加速**：随着中国国际化进程的加速，外语培训需求增强，同时教育市场体量巨大，进一步促进语言培训行业的发展；**2) 在线直播符合语言教育的形式**：一对一直播等在线教育形式具有重沟通交流，低信息延迟的特征，这符合语言教育重反馈的特征，可以提高语言教育产品的实际效果；**3) 解决外教跨地域的问题**：在线教育跨时间跨地域的特征使用户可以轻松通过互联网连接世界各地的语言教学老师，这相比于传统的线下语言教育更加高效便捷。

3.1.2 直播互动类在线少儿英语受热捧

在线少儿英语市场迎来爆发期。2016年在线少儿英语行业规模达到19.7亿元，同比增长45.4%，用户规模达到321.5万人，同比增长40.0%，预计未来市场规模和用户规模将继续维持30%以上的高速增长。

图 19：中国在线语言教育市场规模（单位：亿元）

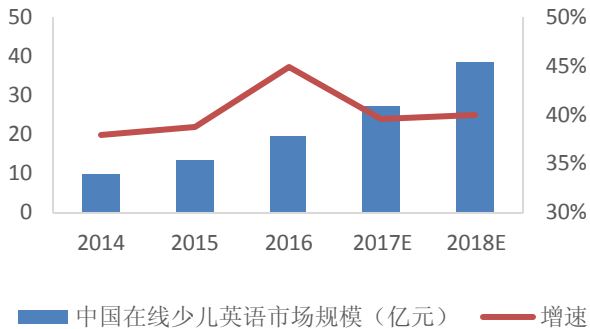
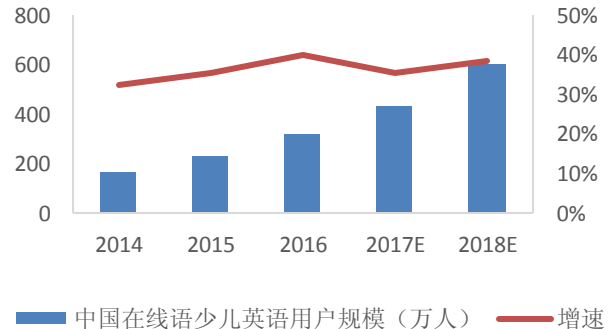


图 20：中国在线语言教育用户规模（单位：万人）

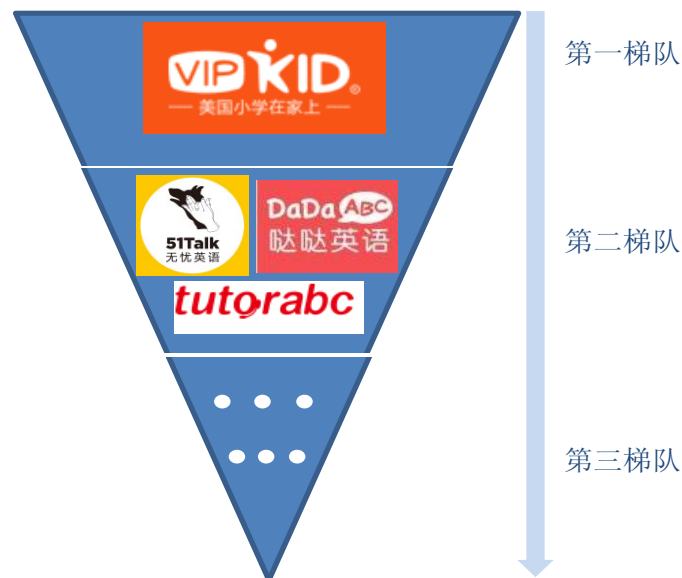


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

第一梯队优势突出，一二梯队占据市场大部分份额。在少儿英语直播领域，VIPKID在营业收入、学院规模以及行业影响力等方面具有较强的优势，成为行业领先龙头。第二梯队的51talk和tutorabc从成人英语转战青少年市场，凭借已有的品牌知名度和运营能力，跻身少儿英语市场前列，同时，哒哒英语凭借精准的市场定位，获得市场认可。

图 21：在线少儿英语市场梯队划分



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

VIPKID：优质北美外教，对标 CCSS 课程标准。VIPKID 成立于 2013 年，专注于北美外教 1 对 1 在线课程，面向 4-12 岁的非英语母语学习者。公司于 2016 年完成 1 亿美元的 C 轮融资以及科比投资基金“Bryant Stibel”战略投资。目前公司拥有学员超过 80 万名，在册北美外教超过 10,000 名。VIPKID 要求教师必须为纯北美外教，

且具有一定的教学经验, 此外, 教材根据美国共同核心州立课程标准 (CCSS) 编制, 并结合中国学生特点进行优化。VIPKID 以其优质的教师资源和国际化优势, 未来将迎来进一步增长。

图 22: VIPKID 教学模式



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

51talk: 全年龄段英语教学, 注重交际式英语。51talk 成立于 2011 年, 于 2016 年 6 月在美国纽交所上市。公司目前已超过拥有 800 万的注册会员和超过 8000 名的优质外教。51talk 课程体系分为美国小学、青少英语和成人英语。美国小学对标 CCSS 课程标准, 成人英语对标 CEFR 欧洲共同语言参考标准。

图 23: 51talk 课程体系



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.1.3 双师课堂推动在线教育未来新发展

双师课堂进一步增加在线教育渗透率。由于我国存在着优质教育资源分布不均的情况，通过“一个课堂+两位名师”的远程在线进行课外辅导的双师模式将成为在线教育未来发展的全新趋势。新东方预计在 2017 财年将双师课堂扩展至包括湘潭、徐州、石家庄、泰安等在内的 18-20 个非一线城市，同时，学而思的双师课堂也已落地河南嵩县等教育资源匮乏地区。未来随着双师课堂的进一步扩张，在线教育的渗透率有望得到进一步的提高。

图 24：双师课堂授课场景



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.2 收购醍醐兄弟，切入教育直播蓝海

公司于 2017 年 5 月 25 日发布公告称，拟以自筹资金收购北京醍醐兄弟科技发展有限公司 51% 股权，交易金额为 22,950 万元。醍醐兄弟是领先的互联网教育直播云和虚拟教育网络运营商。公司主要为线上教育机构提供在线教育直播技术服务及音视频互动直播服务，旗下拥有多贝云、多贝网以及多贝网校通等产品。

多贝云：“可定制+稳定服务+跨国直播”三大特点打造在线教育直播云巨头。多贝云提供基于在线教育场景的音频、视频互动的全球范围直播服务。1) 定制化服务：对已有在线学习网站、视频和账户的教育机构，多贝云的直播服务可以通过 API 嵌入原网站，在原网站上参与直播。对没有技术的公司，多贝云帮助对接 API，从教室功能、样式、价格、甚至直播环境的搭建和硬件选择等方面进行定制化开发。；2) 多形式的稳定服务：多贝云支持多终端（PC 端+移动端）、多形式（1 对 1+小班教学+大班讲座）的直播，并且与数十家宽带运营商合作，配合数据流智能算法，解决了不同运营商和不同地域之间的网络不畅问题；3) 覆盖全球的服务网络：多贝云在资源和技术两个方向解决跨国直播的问题。资源方面，多贝云在全球部署了服务器节点；技术方面，多贝云研发了智能调度系统，让每个人都使用最畅通的网络通道来听课。

图 25：多贝云产品



资料来源：公司官网,东兴证券研究所

多贝云改进“按点收费”方式，降低在线直播成本。多贝云针对以往传统直播服务商“按点收费”的模式进行了改进，解决了实际参与人数与预计人数不符造成的在线资源浪费或紧缺问题，并且按直播次数进行收费，而非直播时间段进行收费。这大大降低了教育机构进行在线直播的成本。目前多贝云的收费标准为音频课 2 元/人，视频课 4 元/人，也有包年收费方式。

多贝云拥有雄厚客户资源，为多家知名教育机构提供在线直播服务。多贝云的主要客户包括少儿英语在线教育企业 VIPKID、出国留学语言培训领军品牌环球雅思、出国考试线上学习平台智课网、大型留学中介百利天下以及好未来旗下的乐外教等。其中，VIPKID 是线上少儿英语教育细分市场的巨头，拥有雄厚客户资源。截止 2016 年 11 月，智课网已拥有 400 万注册用户，付费用户超过 6 万，课程完成率达 97%，拥有 155 位全职老师和 160 位专家。庞大的用户群体使得多贝云成为我国领先的教育直播云和行业大数据中心。

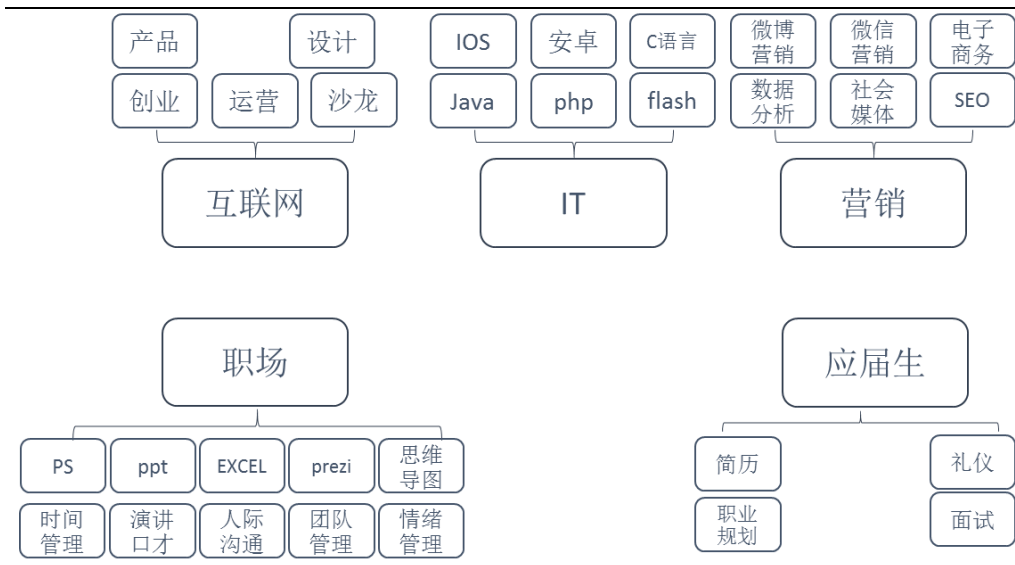
图 26：多贝云主要客户



资料来源：公司官网,东兴证券研究所

多贝网: 领先的互联网职业教育 C2C 平台。多贝网以公开课直播和录播为中心进行知识分享, 覆盖了多个领域的网络公开课, 是具备在线教学功能的网络教室。多贝网搭建了一个免费传播知识的平台, 在这个平台上, 任何人都可以成为老师, 通过网络课堂进行知识传播。截止 2017 年 6 月, 多贝网的用户超过 1768 万, 教师数超过 37 万, 共产生 34 万余节课程。多贝网公开课课程目前主要覆盖互联网、IT、营销、职场培训以及应届生服务五大领域。

图 27: 多贝网公开课主要课程内容



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 28: 多贝网部分精品公开课



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

多贝网校通: 创建完全独立的网校系统。多贝网络教室集成多媒体技术和网络信息技术, 为教学者和培训者提供免费、便捷的网络教室工具。教师可自己设定域名, 创建自己独立的网校, 学生直接访问教师个性化的域名即可登陆上课, 不用访问第三方网

站。网络教室由教师自定容量,最高可支持千人同时在线,同时能够支持学生的举手、发言,实现师生实时互动,并且支持多格式课件上传和白板涂鸦功能,模拟真实教学场景,提高教学效率。

图 29: 多贝网络教室 1 对 1 界面



资料来源: 公司年报,东兴证券研究所

图 30: 多贝网络教室大班教学界面



资料来源: 公司年报,东兴证券研究所

多贝网校通高品质的上课质量收获大量优质客户。多贝网校通为保证教学效果,采用比多贝网更优质的服务器,在主流网络中,多贝网校通学生上课语音与视频流畅率超过 97%。多贝网校通通过解决跨国网络问题,为快酷英语提供在线外教 1 对 1 在线网校,并且开发英文版本,同时通过进行 API 对接,网络教室直接与教学平台打通,提升上课体验。多贝网校通通过实现高质量实时视频直播和多角度切换,为 icanmusic 提供一对多线上乐器教学。高品质的上课质量与方便易行的网校建设为多贝积攒大量客户资源。

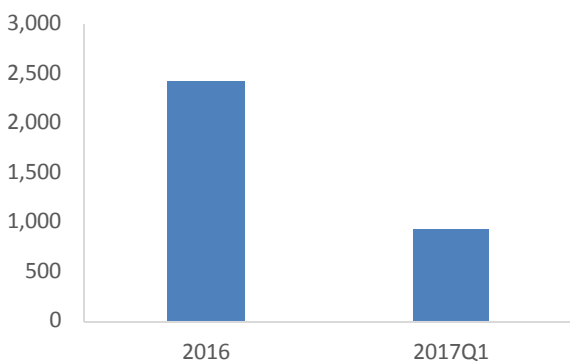
图 31: 多贝网络教室客户



资料来源: 公司官网,东兴证券研究所

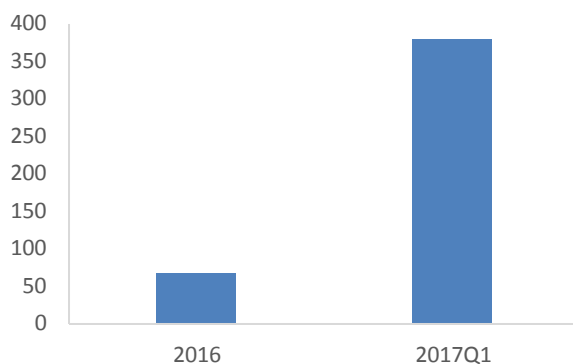
醴醴兄弟有望实现净利润高速增长。醴醴兄弟 2016 年营业收入和净利润分别为 2,435.89 万元、68.75 万元, 2017 年 Q1 营收和净利润分别为 935.78 万元、380.05 万元。仅 2017 年 Q1 的净利润已经大幅超越 2016 年全年净利润, 预计今年有望实现净利润的高速增长。公司承诺 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度实现的净利润分别不低于 2500 万元、3250 万元、4225 万元、5225 万元, 累计净利润总数不低于 1.52 亿元。

图 32: 醴醴兄弟 2016-2017Q1 营业收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 33: 醴醴兄弟 2016-2017Q1 净利润 (单位: 万元)



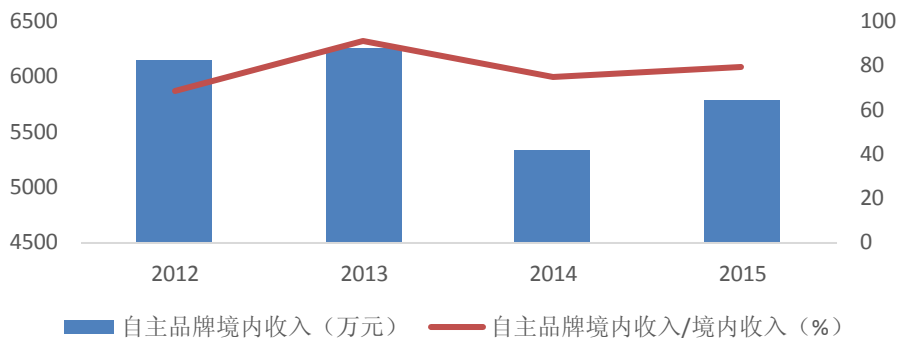
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

4. 公司战略: 基于主业转型新兴产业, 推进新型战略布局

4.1 加强“自主品牌+O2O”建设, 双轮驱动传统陶瓷业务发展

通过外销市场、内销市场双重强化自主品牌建设。外销产品方面, 公司通过加强与国外经销商的合作来增加海外市场份额, 扩张品牌影响力; 内销产品方面, 公司主要采取直销经营方式, 在不同地区设立专柜体验店, 自主品牌境内收入占境内总收入的比例从 2012 年的 68.36% 增长到 79.57%, 境内自主品牌建设日趋增强, 品牌化模式取得一定效果。公司通过外销市场、内销市场双重强化自主品牌建设。

图 34: 公司在境内的自主品牌建设日趋增强



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

参股别早科技, 试水电商平台, 寻求新的发展机遇。2015年12月, 公司以自有资金750万以现金方式增资参股广州别早网络科技有限公司, 目前持股13.98%。别早科技是O2O移动电商平台, 为传统消费零售企业提供整体O2O移动电商解决方案, 包括商业模式咨询、供应链改造等服务和移动商城、会员系统、分销系统、一品一码等产品。该平台已有3000多家企业用户, 800万消费者用户, 并且与多家连锁百货公司达成战略合作关系, 打造区域性O2O垂直电商平台。

借助别早科技开启电商模式。增资旨在加强互联网O2O电商领域合作, 为公司进一步开拓O2O电商业务的发展做准备。别早科技可以为公司在社会化营销、销售渠道管理、客户关系管理、电商运营等方面带来新的方式和专业经验, 同时也为公司培养新的增长点等方面带来新的机遇。公司目前已在天猫、京东、亚马逊、当当等互联网购物平台均设立旗舰店, 线上销售日用瓷产品。

图 35: 公司借助别早科技享受电商服务



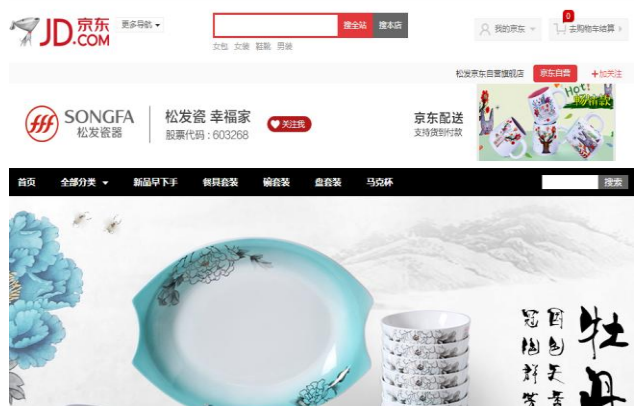
资料来源: 别早科技官网, 东兴证券研究所

图 36: 天猫购物平台的 songfa 旗舰店



资料来源: 淘宝官网, 东兴证券研究所

图 37: 京东购物平台的松发瓷器官方旗舰店

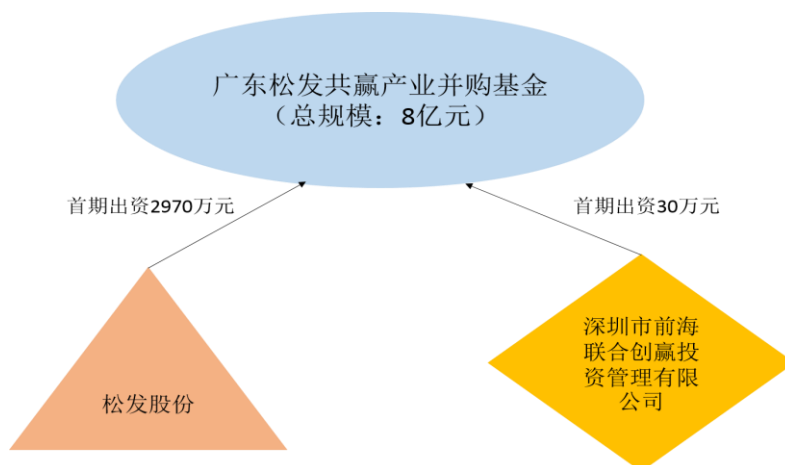


资料来源: 京东官网, 东兴证券研究所

4.2 设立松发创赢产业并购基金，增持明师教育推进战略布局

设立产业并购基金，推进新型产业战略布局。2015年8月，公司与深圳市前海联合创赢投资管理有限公司合作设立广东松发共赢产业并购基金（有限合伙），基金总规模为8亿元，首期募集规模为3000万元人民币，其中公司作为有限合伙人认缴出资2970万元，深圳市前海联合创赢投资管理有限公司作为普通合伙人认缴出资30万元。该基金将重点对新兴产业进行股权并购投资，为广东松发陶瓷股份有限公司寻找更好的投资标的。

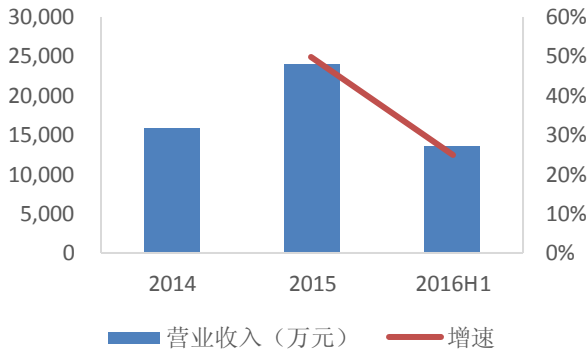
图 38：松发股份设立产业并购基金



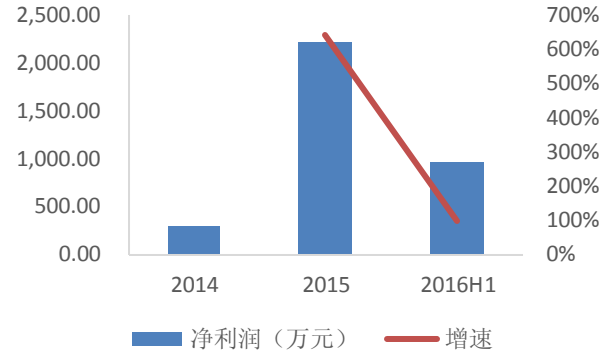
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

增持明师教育显决心，拓展 K12 领域业务。公司分别于 2016 年 12 月、2017 年 3 月以自有资金 2503 万元、8102 万元受让明师教育 3.85%、10.13% 的股权。目前共持有明师教育 13.98% 的股权。明师教育盈利能力强，成长性优，深耕教育行业十余年，华南地区品牌优势凸显，广州排名第二，截至 2016 年上半年，明师教育共有 692 名专职辅导教师，拥有 70 个教学点，教学点学生达到 20356 人。此外，公司积极拓展在线教育业务，自主研发了三大考 APP，实现了线上线下学、练、测、评的教育闭环，2016 年公司开始在广州周边二、三线城市拓展在线教育业务，2016H1，佛山、珠海、中山以及顺德等地区的营业收入同比增长 31.81%。公司作为传统的线下教育机构，未来可与醍醐兄弟在线上教育领域进行深入合作，打开异地扩张瓶颈。

明师教育业绩稳定，今年有望实现净利润高速增长。2016 上半年明师教育实现营业收入 13,696.85 万元，同比增长 24.77%，归母净利润 955.68 万元，同比增长 95.50%。公司此次增资明师教育，有望拓展在 K12 课外辅导领域的业务。

图 39: 明师教育 2014-2016H1 营业收入 (单位: 万元)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 40: 明师教育 2014-2016H1 净利润 (单位: 万元)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们选取了 6 家陶瓷行业的公司作为可比对象, 截止 2017 年 06 月 13 日, 陶瓷行业企业平均市值 52.50 亿元, ttm、16 年、17 年平均估值分别为 57、33、26 倍。

根据公司目前业务进展, 我们预测公司 2017-2019 年营业收入 6.07/6.89/7.60 亿元, 净利润 0.68/0.89/1.00 亿元, 增长率分别达到 99.77%/39.05%/14.69%。截至报告日期 2017/6/14, 按照公司总股本 8800 万股计算, 则对应公司 2016-2018 年预测 EPS 分别为 0.77/1.01/1.14 元, 对应 PE 分别为 42/32/28, 首次深度报告覆盖并给予公司“推荐”评级。

表 1: 松发股份企业估值对比

公司简称	股票代码	市值 (亿)	收盘价 (元)	收入 (万元)		净利润 (万元)		PE		
				2015	2016	2015	2016	ttm	2017	2018
松发股份	603268.SH	28.43	32.31	28765.44	35135.95	3688.65	3910.89	76.84	42.04	31.99
四通股份	603838.SH	38.96	14.61	46093.99	42047.05	5469.18	5982.16	66.43	-	-
冠福股份	002102.SZ	109.04	4.14	130793.75	88720.69	19328.99	24540.11	45.45	12.17	10.15
帝王洁具	002798.SZ	34.27	39.68	38418.00	42745.73	5342.19	5063.11	62.72	31.16	27.32
海鸥卫浴	002084.SZ	39.38	8.63	170472.58	178656.22	4613.65	8497.55	42.07	33.17	22.70
文化长城	300089.SZ	64.92	14.93	44132.64	45239.42	1239.01	13679.72	46.58	44.38	39.56
均值		52.50	19.05	76446.07	72090.84	6613.61	10278.92	56.68	32.58	26.34

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

募投项目进展不顺利

外销市场需求持续萎靡不达预期

教育业务拓展不及预期

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合	470	455	563	627	708	营业收入	291	351	607	689	760
货币资金	207	186	121	138	175	营业成本	200	242	400	430	465
应收账款	100	112	193	220	242	营业税金及附加	3	7	12	13	15
其他应收款	14	32	55	62	68	营业费用	16	31	52	55	61
预付款项	6	16	16	16	16	管理费用	32	35	55	62	68
存货	80	101	168	180	195	财务费用	-5	-4	-5	-4	-1
其他流动资产	52	6	6	6	6	资产减值损失	1.61	-1.28	-1.28	-1.28	-1.28
非流动资产	172	415	359	333	307	公允价值变动收	-0.33	-0.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.48	5.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	110.32	208.14	198.43	178.81	159.18	营业利润	45	47	96	133	153
无形资产	44	75	68	61	55	营业外收入	5.22	4.14	4.14	4.14	4.14
其他非流动	3	11	0	0	0	营业外支出	4.99	2.51	2.51	2.51	2.51
资产总计	642	870	922	960	1015	利润总额	45	49	97	135	155
流动负债合	101	209	211	165	124	所得税	8	8	17	23	27
短期借款	80	102	92	44	0	净利润	37	40	80	112	128
应付账款	8	19	30	33	35	少数股东损益	0	1	13	23	28
预收款项	5	6	6	6	6	归属母公司净利	37	39	68	89	100
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	94	132	117	156	178
非流动负债	5	64	55	55	55	BPS (元)	0.45	0.44	0.77	1.01	1.14
长期借款	0	42	42	42	42	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	106	273	266	220	179	成长能力					
少数股东权	0	32	44	68	96	营业收入增长	-5.23%	20.79%	72.65%	13.60%	10.29%
实收资本(或	88	88	88	88	88	营业利润增长	-15.35%	5.24%	103.23%	39.71%	14.87%
资本公积	243	243	243	243	243	归属于母公司净	72.60%	31.41%	72.60%	31.41%	12.68%
未分配利润	186	214	223	236	250	获利能力					
归属母公司	535	566	612	672	739	毛利率(%)	31.33%	31.18%	34.11%	37.58%	38.84%
负债和所有	642	870	922	960	1015	净利率(%)	12.65%	11.46%	13.26%	16.23%	16.87%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润	5.75%	5.75%	4.49%	7.32%	9.24%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	6.89%	6.91%	11.03%	13.20%	13.52%
经营活动现	4	74	-68	89	111	偿债能力					
净利润	37	40	80	112	128	资产负债率(%)	17%	31%	29%	23%	18%
折旧摊销	53.80	88.46	0.00	19.63	19.63	流动比率	4.63	2.18	2.67	3.81	5.72
财务费用	-5	-4	-5	-4	-1	速动比率	3.84	1.69	1.88	2.71	4.14
应收账款减	0	0	-81	-26	-23	营运能力					
预收帐款增	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.46	0.68	0.73	0.77
投资活动现	-85	-115	30	1	1	应收账款周转率	3	3	4	3	3
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	40.69	26.58	24.87	21.95	22.45
长期股权投资	0	0	17	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	5	0	0	0	每股收益(最新)	0.45	0.44	0.77	1.01	1.14
筹资活动现	232	14	-27	-73	-75	每股净现金流	1.72	-0.32	-0.73	0.19	0.42
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	6.08	6.43	6.95	7.63	8.40
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	22	0	0	0	0	P/E	71.67	73.30	42.04	31.99	28.39
资本公积增	196	0	0	0	0	P/B	5.30	5.01	4.64	4.22	3.84
现金净增加	151	-28	-64	17	37	EV/EBITDA	28.97	21.24	24.27	17.84	15.17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注教育、社会服务领域。

联系人简介

刘哲

中国社会科学院研究生院硕士，曾就职于北京歌华有线电视网路股份有限公司（600037），2017年加入东兴证券，从事传媒行业研究，重点关注数字营销。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。