社会服务

新增校区超预期，夯实在线教育

2020 年 02 月 24 日

—盛通股份（002599.SZ）公司跟踪研究报告

公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

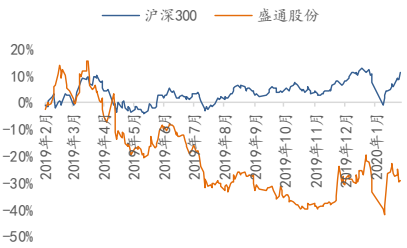
电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告:《盛通股份（002599.SZ）深度研究报告-崛起的国内机器人教育龙头》2019-09-05

盛通股份（002599.SZ）与沪深 300 对比表现



核心观点：

1) **新增校区超预期。**2020 年 2 月，根据《盛通股份董事长致投资者的一封信》，2019 年，公司总学员人数增加近 2 万人，达到 8 万多人。乐博教育新增直营与加盟校区 100 多家，直营与加盟校区的总数达到 468 家，新增 124 家，比我们预测的新增校区多 21 家，扩张速度高于预期。

2) **预计乐博教育业绩承诺大概率可完成。**出于谨慎性考虑，我们重新预测 2019 年的乐博教育净利润：预计实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 28.5%；参考过去几年公司快速扩张期的情况，我们下调毛利率至 47.5%，上调期间费用率为 27.5%；预计乐博教育可实现净利润 5037.7 万元，大概率可完成业绩承诺（净利润 4951 万元）。

3) **夯实在线教育，疫情影响可控。**1、线上授课，疫情影响有限。2019 年 4 月，乐博乐博课程 3.0 暨战略升级发布会上，正式发布了公司线上教学平台，战略布局了线上编程教育。2020 年 1 月 27 日，乐博教育通知将线下课程陆续调整为线上授课，积极应对疫情的负面影响。2、拟投资 VIPCODE，夯实在线教育。2 月 7 日，公司公告拟 2000 万战略投资已完成 A 轮 8500 万融资的 VIPCODE。对方承诺通过业务整合使之不再发生竞争关系，保证公司 90 日的排他期。通过双方优势互补和业务协同发展，预计公司未来将推出乐博乐博 4.0，打造 OMO（线上线下融合，Online-Merge-Offline）教学服务平台。

4) **盈利预测与投资评级。**2019-2021 年，我们预计 EPS 分别为 0.24 元、0.29 元、0.34 元，对应 PE 分别为 19.68 倍、16.31 倍、13.57 倍。2020 年，K12 上市公司 PE 估值为 22-35 倍，均值为 28.6 倍。出版印刷业务可比上市公司 PE 估值为 10-25 倍，均值为 16.7 倍。若保守给予公司教育业务 26 倍 PE，出版印刷业务 15 倍 PE，对应市值为 31.4 亿元。公司传统业务步入稳健增长，乐博教育是国内机器人教育培训龙头，国内尚未有可比上市公司，具有一定的稀缺性，公司当前估值仍处于历史低位，维持“增持”评级。

5) **风险提示：**乐博教育净利润或低于预期，大股东减持、限售股解禁风险等。

公司数据	Wind 资讯
总市值（亿元）	25.61
流通市值（亿元）	15.95
总股本（百万股）	548.30
流通股本（百万股）	341.53
日均成交额（百万）	59.87
近一个月换手（%）	59.51
第一大股东	栗延秋

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1844.40	2014.67	2312.97	2682.39
收入同比	31.42%	9.23%	14.81%	15.97%
净利润（百万元）	116.12	130.08	156.95	188.74
净利润同比	31.28%	12.03%	20.65%	20.26%
毛利率	19.82%	22.98%	23.53%	23.81%
归母净利率	6.37%	6.53%	6.87%	7.12%
EPS（元）	0.21	0.24	0.29	0.34
PE（倍）	22.05	19.68	16.31	13.57

一、乐博教育 2019 年业绩承诺指标

2019 年业绩承诺指标：净利润 4,951 万元。根据乐博教育业绩承诺，2016-2019 年经审计后的净利润累计不低于 14,880 万。2016-2018 年，乐博教育实现净利润合计 9929 万元，2019 年乐博教育需完成 4,951 万元，才能完成业绩承诺。

Figure 1 乐博教育 2019 年业绩承诺指标　　单位：万元

	2016	2017	2018	2019E
承诺净利润累计不低于		5,688	9,755	14,880
承诺净利润	2458	3,230	4,067	5,125
同比增速		31.41%	25.91%	26.01%
实现净利润	2623	2970	4336	?
同比增速		13.21%	45.98%	
实现净利润合计		5594	9929	
完成业绩承诺	106.73%	98.34%	101.79%	?
完成业绩承诺需实现净利润				**4,951**

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

二、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

1）关键假设

教育培训业务

收入：1）门店：公司规划到 2022 年，实现乐博系统内直营和加盟门店数量合计达到 1000 家，参考《盛通股份董事长致投资者的一封信》数据，2019-2021 年，我们预计公司分别新增直营店为 28 家/24 家/25 家，加盟店新增 96 家/100 家/110 家。**2）学费：**推算 2018 年人均学费为 7500 元/人，考虑提价空间，预计人均学费分别于 2020-2021 年上调 5%。**3）教具销售、加盟费：参照历史水平略有提高。**2019-2021 年，预计乐博教育营业收入分别为 3.02 亿元、3.8 亿元、4.64 亿元，同比增速分别为 28.53%/26.03%/21.96%。**4）中鸣数码：**参考中报数据，2019-2021 年，预计实现主营业务收入 3800 万元，4000 万元、4200 万元。

毛利率：参考过去几年公司快速扩张期的情况，2019-2021 年，我们下调毛利率至 47.5%左右。

Figure 2 2019-2020 年公司教育业务收入&毛利率预测

乐博教育	类型	2018A			2019E			2020E			2021E		
		店面	占比	学员	店面	占比	学员	店面	占比	学员	店面	占比	学员
直营店	1年店	13	12.26%	1300	28	20.90%	2800	24	15.19%	2400	25	13.66%	2500
	2年店	10	9.43%	1450	13	9.70%	1885	28	17.72%	4060	24	13.11%	3480
	3年店	23	21.70%	3802	10	7.46%	1653	13	8.23%	2149	28	15.30%	4628
	4年店	24	22.64%	4681	23	17.16%	4486	10	6.33%	1951	13	7.10%	2536
	5年店	21	19.81%	4833	24	17.91%	5524	23	14.56%	5294	10	5.46%	2302
	6年店及以上	15	14.15%	3587	36	26.87%	8609	60	37.97%	14348	83	45.36%	19849
	合计	106	100.00%	19654	134	100.00%	24957	158	100.00%	30202	183	100.00%	35294
	人均学费（元/年）	7500			7500			7875			8268.75		
	单店教具（万元/年）	54.5			54.50			56.00			57.00		
	收入(万元)	20517			26,020.91			32,631.77			39,615.03		
	yoy				26.82%			25.41%			21.40%		
加盟店	校区(家)	238			334			434			544		
	单店教具销售（万元/年）	9.15											
	单店加盟费（万元/年）	3.31											
	收入(万元)	2965.48			4161.64			5407.64			6778.24		
	yoy				40.34%			29.94%			25.35%		
合计	校区（家）	344			468			592			727		
	收入(万元)	23483			30183			38039			46393		
	yoy	28.50%			28.53%			26.03%			21.96%		
中鸣数码	收入(万元)				3800			4000			4200		
合计	收入（万元）	23483			33983			42039			50593		
	yoy	28.50%			44.71%			23.71%			20.35%		
	毛利率	48.61%			47.50%			47.50%			47.50%		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所
注：2018 年数据是根据当期及历史数据推算

出版印刷业务

收入：暂不考虑公司拟募投项目的影响，我们参考行业规模出版印刷企业的收入增速，考虑公司产品聚焦教育类，结合公司“出版服务云平台”将于 2019 年底运行，有助于公司拓展客户，我们预测公司 2019-2021 年收入增速分别为 5%、13%、15%。

毛利率：参考 2019 年中期水平，随着“出版服务云平台”的运行，公司将进一步降本增效，我们认为公司毛利率将呈现小幅上升的态势，预计公司 2019-2021 年毛利率分别为 18.00%、18.20%、18.50%。

Figure 3 公司主营业务关键假设条件　　单位：百万元

业务	财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
出版印刷	营业收入	1595	1675	1893	2176
	YOY	30.66%	5%	13%	15%
	营业成本	1351	1373	1548	1778
	毛利率	15.32%	18.00%	18.20%	18.30%
教育培训	营业收入	234.83	339.83	420.39	505.93
	YOY	28.50%	44.71%	23.71%	20.35%
	营业成本	120.68	178.41	220.71	265.61
	毛利率	48.61%	47.50%	47.50%	47.50%
合计	营业收入	1829.92	2014.67	2312.97	2682.39
	YOY	31.42%	10.10%	14.81%	15.97%
	营业成本	1471.40	1551.78	1768.83	2043.78
	综合毛利率	19.59%	22.98%	23.53%	23.81%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

期间费用率：参照出版印刷业务历史水平，综合考虑乐博教育开店速度加快，线上教育，期间费用率将提升，2019-2021 年，预计整体期间费用率分别为 15.03%/15.07%/15.03%。

Figure 4 公司期间费用率关键假设条件

期间费用率	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用率	6.72%	8.55%	8.60%	8.61%
销售费用率	4.19%	5.38%	5.36%	5.31%
研发费用率	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
合计	12.02%	15.03%	15.07%	15.03%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2）盈利预测

依据假设条件，预测 2019E-2021E 公司实现的营业收入分别为 20.15 亿元、23.13 亿元、26.82 亿元，同比分别增长 9.23%、14.81%、15.97%。2019-2021 年，归属于母公司净利润分别为 1.3 亿元、1.57 亿元、1.89 亿元，同比分别增长 12.03%、20.65%、20.26%。教育业务净利润占比分别为 44.3%、45.5%、45.6%。

2、估值与评级

2019-2021 年，我们预计 EPS 分别为 0.24 元、0.29 元、0.34 元，对应 PE 分别为 19.68 倍、16.31 倍、13.57 倍。2020 年，K12 上市公司 PE 估值为 22-35 倍，均值为 28.6 倍。出版印刷业务可比上市公司 PE 估值为 10-25 倍，均值为 16.7 倍。若保守给予公司教育业务 26 倍 PE，出版印刷业务 15 倍 PE，对应市值为 31.4 亿元。公司传统业务步入稳健增长，乐博教育是国内机器人教育培训龙头，国内尚未有可比上市公司，具有一定的稀缺性，公司当前估值仍处于历史低位，维持“增持”评级。

Figure5 国内外 K12 教育上市公司估值（2020/2/21） 单位：元

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600661.SH	昂立教育	19.87	(0.93)	0.49	0.61	0.71	/	40.73	32.40	27.89
EDU.N	新东方	137.81	1.51	2.98	3.95	5.06	91.38	46.17	34.91	27.23
TAL.N	好未来	59.47	1.86	1.04	2.66	3.83	31.94	57.39	22.32	15.55
300192.SZ	科斯伍德	14.16	0.12	0.41	0.60	0.71	122.65	34.87	23.47	20.04
均值							81.99	44.79	28.61	21.39
002599.SZ	盛通股份	4.67	0.23	0.26	0.34	0.42	20.62	17.75	13.93	11.20

资料来源：Wind、世纪证券研究所
注：新东方、好未来股价为 USD

Figure6 国内印刷出版上市公司估值（2020/2/21）　　单位：元

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002191.SZ	劲嘉股份	10.88	0.50	0.61	0.73	0.85	/	17.82	14.92	12.74
601515.SH	东风股份	6.46	0.56	0.57	0.63	0.00	11.53	11.40	10.34	/
002117.SZ	东港股份	14.26	0.47	0.50	0.57	0.65	30.30	28.30	24.99	21.78
均值								19.18	16.75	17.26
002599.SZ	盛通股份	4.67	0.12	0.33	0.82	0.96	38.92	14.04	5.73	4.87

资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure7 盛通股份历史估值走势

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附：财务预测摘要　　单位：百万元

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	843.45	1403.48	1844.40	2014.67	2312.97	2682.39
减：营业成本	693.75	1124.74	1478.85	1551.78	1768.83	2043.78
营业税金及附加	6.34	7.91	7.21	10.07	11.56	13.41
营业费用	39.23	54.74	77.28	108.39	123.98	142.44
管理费用	65.46	116.62	124.01	172.25	198.92	230.95
财务费用	6.31	0.48	16.69	22.30	24.82	29.10
资产减值损失	5.40	9.57	12.11	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.05	4.06	21.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-20.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.91	93.50	129.45	149.87	184.86	222.71
加：其他非经营损益	17.08	10.69	6.90	5.00	2.00	2.00
利润总额	43.99	104.19	136.35	154.87	186.86	224.71
减：所得税	7.36	15.68	18.84	23.23	28.03	33.71
净利润	36.63	88.51	117.51	131.64	158.83	191.00
减：少数股东损益	0.13	0.06	1.39	1.56	1.88	2.26
归属母公司股东净利润	36.50	88.45	116.12	130.08	156.95	188.74
财务分析	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
收益率						
毛利率	17.75%	19.86%	19.82%	22.98%	23.53%	23.81%
三费/销售收入	13.16%	12.24%	11.82%	15.04%	15.03%	15.00%
EBIT/销售收入	5.65%	7.43%	7.87%	7.90%	8.20%	8.48%
EBITDA/销售收入	12.81%	14.15%	12.85%	12.94%	12.60%	11.79%
销售净利率	4.34%	6.31%	6.37%	6.53%	6.87%	7.12%
资产获利率						
ROE	5.31%	5.76%	7.40%	7.74%	8.65%	9.54%
ROA	3.57%	4.57%	6.20%	6.83%	7.48%	8.47%
ROIC	3.26%	11.07%	9.15%	8.65%	10.37%	11.86%
增长率						
销售收入增长率	20.28%	66.40%	31.42%	9.23%	14.81%	15.97%
EBIT 增长率	56.01%	119.03%	39.22%	9.56%	19.19%	19.96%
EBITDA 增长率	20.30%	83.77%	19.37%	10.02%	11.78%	8.46%
净利润增长率	88.48%	141.63%	32.77%	12.03%	20.65%	20.26%
总资产增长率	14.08%	70.75%	2.70%	-0.53%	8.75%	6.01%
股东权益增长率	5.86%	123.63%	2.04%	7.14%	8.04%	8.94%
经营营运资本增长率	-244.37%	270.47%	367.42%	33.32%	36.22%	43.84%
资本结构						
资产负债率	48.52%	32.53%	32.82%	27.59%	28.01%	25.97%
投资资本/总资产	53.77%	57.09%	64.62%	66.04%	63.78%	67.87%
带息债务/总负债	21.54%	7.53%	14.15%	7.78%	7.04%	7.17%
流动比率	0.87	1.34	1.68	2.58	2.85	3.42
速动比率	0.63	0.93	1.11	1.77	2.14	2.68
股利支付率	11.10%	5.44%	13.98%	13.98%	13.98%	13.98%
收益留存率	88.90%	94.56%	86.02%	86.02%	86.02%	86.02%
资产管理效率						
总资产周转率	0.63	0.62	0.79	0.86	0.91	1.00
固定资产周转率	1.25	1.99	2.54	3.09	3.99	5.34
应收账款周转率	2.93	3.65	4.17	4.07	3.20	2.66
存货周转率	4.78	4.38	5.58	5.75	6.43	7.30

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。