

2023年04月30日

Q1 收入淡季保持增长，疫后复苏正在兑现

盛通股份(002599)

评级:	买入	股票代码:	002599
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	7.74/3.89
目标价格:		总市值(亿)	36.56
最新收盘价:	6.80	自由流通市值(亿)	26.85
		自由流通股数(亿)	3.95

事件概述

公司 2022 年收入/归母净利润/扣非归母净利润/经营性现金流分别为 22.39/0.05/-0.04/2.49 亿元、同比增长 -6.91%/-92.85%/-107.39%/135.69%，非经主要来自政府补助 1542 万元；经营性现金流高于归母净利润主要由于预收学费增加。22Q4 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.46/0.04/0.01 亿元、同比增长 -5%/232%/109%。

公司 23Q1 年收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.96/-0.24/-0.26 亿元、同比增长 16.27%/1.75%/4.02%，淡季中收入保持增长。

分析判断:

印刷主业稳健，教育业务受损。出版/包装印刷/教育业务 2C（学员服务）/教育业务 2B（机构服务）2022 年收入分别为 16.08/2.68/2.71/0.92 亿元、同比增长-2%/-20%/-11%/-22%。我们分析，印刷主业基本在疫情期间也保持了稳健，包装业务主要由于去年同期有抗原盒子业务影响，教育业务则受疫情影响消课进展冲击较大。

预收款对教育业务提供一定保障。2022/23Q1 公司合同负债为 3.08/2.78 亿元，同比增长 17%/11%。

毛利率下降主要受乐博影响，净利率降幅低于毛利率主要由于管理费用率下降、投资收益增加及所得税率下降。2022 年毛利率为 15.62%、同比下降 4.31PCT，出版/包装印刷/教育业务 2C（学员服务）/教育业务 2B（机构服务）22 年毛利率分别为 13.90%/10.31%/21.41%/44.06%，同比增加-3/-5/-7/-6PCT。2022 年净利率 0.14%，同比下降 2.89PCT。从费用率看，22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.23%/7.95%/1.79%/0.22%、同比增长-0.10/-0.82/0.04/-0.15PCT，其中管理费用同比下降 16%，主要由于 21 年股权激励费用的增加使得基数较高。22 年 Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.13%/7.14%/1.83%/0.18%、同比增长 1.30/-3.33/-0.44/-0.34PCT。子公司北京盛通包装印刷/上海盛通时代印刷/北京盛通知行教育/北京乐博的收入分别为 2.01/2.20/1.19/2.53 亿元，同比增长-14%/-124%/-33%；净利润分别为 0.09/0.04/-0.35/-0.53 亿元。

23Q1 毛利率为 10.40%、同比下降 3.04PCT。23Q1 净利率为-4.09%、同比增长 0.91PCT。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.20%/7.72%/1.51%/0.34%、同比增长-1.43/-2.03/-0.44/-0.05PCT。

投资建议

我们分析，未来公司看点在于：（1）乐博有望在疫情后复苏，叠加行业集中度提升、自身积极改革，带动满班率提升、净利率修复；（2）中鸣机器人有望受益于低息贷款政策、鼓励高校更换仪器设备等教育信息化政策；（3）教育部发布新课标单独设置信息科技学科，对少儿机器人、编程等素质教育利好长远；公司也将抓住 ChatGPT 带来的产业变革机遇，探索 AI 相关课程。（4）行业预收款由年度改为季度、利好行业集中度提升。

维持 23/24 年收入预测 26.5/29.7 亿元、新增 25 年收入预测 34.2 亿元，维持 23/24 年归母净利润预测 1.6/1.9 亿元、新增 25 年归母净利润预测 2.3 亿元，维持 23/24 年 EPS 预测 0.29/0.35 元、新增 25 年 EPS 预测 0.42 元，2023 年 4 月 28 日收盘价 6.8 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 20/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示

线下满班率提升低于预期风险、疫情反复风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,405	2,239	2,651	2,970	3,423
YoY (%)	17.9%	-6.9%	18.4%	12.0%	15.3%
归母净利润(百万元)	68	5	160	190	228
YoY (%)	119.5%	-92.8%	3211%	18.9%	19.7%
毛利率 (%)	19.9%	15.6%	19.2%	19.7%	20.2%
每股收益 (元)	0.12	0.01	0.29	0.35	0.42
ROE	4.8%	0.3%	9.9%	10.6%	11.2%
市盈率	49.50	594.00	19.95	16.77	14.02

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,239	2,651	2,970	3,423	净利润	3	170	203	242
YoY (%)	-6.9%	18.4%	12.0%	15.3%	折旧和摊销	190	62	69	76
营业成本	1,889	1,891	2,084	2,326	营运资金变动	50	-199	239	-228
营业税金及附加	10	20	21	34	经营活动现金流	249	33	522	105
销售费用	117	265	297	377	资本开支	-71	-4	-13	-17
管理费用	178	239	267	323	投资	18	0	0	0
财务费用	5	-4	-5	-15	投资活动现金流	-33	2	-10	-14
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	6	4	3	债务募资	-106	0	0	0
营业利润	20	214	254	307	筹资活动现金流	-185	-1	-1	-1
营业外收支	-5	-4	-4	-4	现金净流量	34	33	511	90
利润总额	15	210	250	303					
所得税	12	40	48	61	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3	170	203	242	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	5	160	190	228	营业收入增长率	-6.9%	18.4%	12.0%	15.3%
YoY (%)	-92.8%	3210.5%	18.9%	19.7%	净利润增长率	-92.8%	3210.5%	18.9%	19.7%
每股收益	0.01	0.29	0.35	0.42	盈利能力 (%)				
					毛利率	15.6%	28.7%	29.8%	32.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润率	0.2%	6.0%	6.4%	6.7%
货币资金	274	308	818	908	总资产收益率 ROA	0.2%	6.2%	6.0%	7.0%
预付款项	131	55	43	43	净资产收益率 ROE	0.3%	9.9%	10.6%	11.2%
存货	340	256	401	332	偿债能力 (%)				
其他流动资产	567	630	651	761	流动比率	1.14	1.46	1.54	1.93
流动资产合计	1,313	1,248	1,913	2,044	速动比率	0.73	1.09	1.17	1.57
长期股权投资	33	33	33	33	现金比率	0.24	0.36	0.66	0.86
固定资产	744	744	744	744	资产负债率	46.6%	37.4%	42.8%	36.3%
无形资产	127	127	127	127	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,408	1,346	1,277	1,202	总资产周转率	0.84	1.00	1.03	1.06
资产合计	2,721	2,594	3,191	3,246	每股指标 (元)				
短期借款	47	47	47	47	每股收益	0.01	0.29	0.35	0.42
应付账款及票据	622	363	722	490	每股净资产	2.70	3.00	3.35	3.78
其他流动负债	481	441	477	522	每股经营现金流	0.46	0.06	0.97	0.20
流动负债合计	1,150	852	1,246	1,059	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	5	5	5	5	估值分析				
其他长期负债	114	114	114	114	PE	594.00	19.95	16.77	14.02
非流动负债合计	119	119	119	119	PB	1.91	1.98	1.77	1.57
负债合计	1,269	971	1,365	1,178					
股本	538	538	538	538					
少数股东权益	1	11	24	38					
股东权益合计	1,453	1,623	1,826	2,068					
负债和股东权益合计	2,721	2,594	3,191	3,246					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。