

2023年08月23日

Q2 亏损收窄，期待行业出清

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:	11.18/3.89
目标价格:		总市值(亿)	36.56
最新收盘价:	6.80	自由流通市值(亿)	22.53
		自由流通股数(百万股)	331.37

事件概述

公司 2023H1 收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 11.65/-0.31/-0.33/-0.05 亿元、同比增长 14.96%/5.22%/7.73%/-105.45%，根据母子公司净利情况，我们估计，亏损主要来自教育业务亏损约 4000 万、主业印刷盈利 900 万。非经主要来自政府补助 443 万元；经营性现金流高于归母净利主要由于折旧增加、存货及应收账款减少，但同比下降我们分析主要由于教育方面执行预收款季度收费政策趋严。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.69/-0.07/-0.07 亿元、同比增长 13.76%/15.8%/19.4%，Q2 经营状况环比 Q1 好转、Q1/2 亏损分别为-0.24/-0.07 亿元，主要由于 Q1 为教育业务最淡的季度。

分析判断:

印刷业务受经济放缓影响，教育业务弱复苏，均未恢复至疫情前。23H1 出版/包装印刷/教育业务 2C (学员服务)/教育业务 2B (机构服务) 收入分别为 8.46/1.34/1.38/0.47 亿元、同比增长 17.99%/-3.66%/17.13%/19.09%，但较 21H1 下降 4%/22%/5%/2%。

课程培训预收款基本持平，下半年教育业务仍有保障。2023H1 公司合同负债为 2.56 亿元、同比下降 8.1%，其中贷款/课程培训收款/加盟收款/教具教材收款分别为 0.19/2.30/0.03/0.04 亿元、同比下降 47%/1%/51%/-211%。课程培训预收款同比基本持平，为下半年教育业务经营提供一定的确定性保障。

毛利率下降主要受印刷业务影响，净利率微增主要受益于费用率下降。(1) 2023H1 毛利率为 12.31%、同比下降 1.9PCT，分业务来看主要由于印刷主业毛利率下降，23H1 出版/包装印刷/教育业务 2C (学员服务)/教育业务 2B (机构服务) 毛利率分别为 9.44%/7.65%/21.54%/49.84%，同比增加-4.22%/-3.01%/10.66%/3.35PCT，但教育业务 2C/2B 较 21H1 仍下降 11.1/5.3PCT。(2) 2023H1 净利率-2.68%，同比增长 0.57PCT。从费用率看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.42%/8.03%/1.62%/0.02%、同比下降 0.3/1.5/0.3/0.26PCT，其中管理费用下降主要由于股权激励费下降；财务费用下降主要由于利息费用减少。(3) 23Q2 毛利率/净利率分别为 14.3%/-1.2%，同比增长-0.7/0.42PCT，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.69%/8.44%/1.78%/-0.27%、同比下降-0.8/0.87/0.22/0.4PCT，23Q2 所得税率同比下降 0.55PCT 至-0.35%。(4) 子公司上海盛通时代印刷/北京盛通知行教育/北京乐博的收入分别为 0.81/0.64/1.30 亿元，同比增长-9%/28%/15%；净利润分别为-0.07/-0.15/-0.28 亿元，净利率分别为-8.6%/-23.4%/-21.5%，同比增加 7.9/24.5/12.9PCT。

投资建议

我们分析，未来公司看点在于：(1) 乐博乐博于 6 月 1 日起在全国门店执行按季度收费，现金流压力下半年即将消化完，下半年有望迎来单班人数提升、带动净利率修复；(2) 盛通知行也与腾讯教育达成战略合作，双方将在 AI+教育、创新性科技人才培养和行业大模型等层面开展深度合作；(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；公司成功研发了 AI 绘画课程并完成内测，反馈良好，后期将开展推广和招生。考虑到主业受宏观经济及行业影响增长不及预期，下调 23-25 年收入预测由 26.5/29.7/34.2 亿元下调至 23.8/26.6/30.8 亿元，归母净利预测由 1.6/1.9/2.3 亿元下调至 0.61/1.33/1.63 亿元，对应 23-25 年 EPS 预测由 0.29/0.35/0.42 元下调至 0.11/0.25/0.30 元，2023 年 8 月 23 日收盘价 6.80 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 60/27/22X，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	2,381	2,660	3,080
YoY (%)	17.9%	-6.9%	6.3%	11.7%	15.8%
归母净利润(百万元)	68	5	61	133	163
YoY (%)	119.5%	-92.8%	1158.4%	118.8%	22.6%
毛利率 (%)	19.9%	15.6%	20.5%	21.7%	24.5%
每股收益 (元)	0.12	0.01	0.11	0.25	0.30
ROE	4.8%	0.3%	4.0%	8.1%	9.0%
市盈率	56.67	680.00	60.08	27.46	22.39

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	2,381	2,660	3,080	净利润	3	65	142	174
YoY (%)	-6.9%	6.3%	11.7%	15.8%	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	-82	131	-113
营业税金及附加	10	11	12	14	经营活动现金流	249	45	352	151
销售费用	117	124	138	157	资本开支	-71	-4	-12	-15
管理费用	178	251	206	310	投资	18	0	0	0
财务费用	5	-4	-5	-12	投资活动现金流	-33	1	-9	-13
研发费用	40	40	48	62	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-106	0	0	0
投资收益	1	5	3	2	筹资活动现金流	-185	-1	-1	-1
营业利润	20	84	179	221	现金净流量	34	45	341	136
营业外收支	-5	-4	-4	-4					
利润总额	15	80	175	217	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	12	15	33	43	成长能力 (%)				
净利润	3	65	142	174	营业收入增长率	-6.9%	6.3%	11.7%	15.8%
归属于母公司净利润	5	61	133	163	净利润增长率	-92.8%	1158.4%	118.8%	22.6%
YoY (%)	-92.8%	1158.4%	118.8%	22.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.01	0.11	0.25	0.30	毛利率	15.6%	20.5%	21.7%	24.5%
					净利率	0.2%	2.6%	5.0%	5.3%
					总资产收益率 ROA	0.2%	2.4%	4.4%	5.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	0.3%	4.0%	8.1%	9.0%
货币资金	274	319	660	797	偿债能力 (%)				
预付款项	131	55	43	43	流动比率	1.14	1.34	1.40	1.71
存货	340	256	401	332	速动比率	0.73	0.97	1.04	1.35
其他流动资产	567	510	639	633	现金比率	0.24	0.38	0.53	0.75
流动资产合计	1,313	1,139	1,744	1,805	资产负债率	46.6%	38.9%	45.1%	39.1%
长期股权投资	33	33	33	33	经营效率 (%)				
固定资产	744	744	744	744	总资产周转率	0.84	0.91	0.97	1.02
无形资产	127	127	127	127	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,408	1,346	1,277	1,202	每股收益	0.01	0.11	0.25	0.30
资产合计	2,721	2,485	3,021	3,007	每股净资产	2.70	2.81	3.06	3.36
短期借款	47	47	47	47	每股经营现金流	0.46	0.08	0.65	0.28
应付账款及票据	622	363	722	490	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	481	438	474	519	估值分析				
流动负债合计	1,150	849	1,243	1,056	PE	680.00	60.08	27.46	22.39
长期借款	5	5	5	5	PB	1.91	2.42	2.22	2.02
其他长期负债	114	114	114	114					
非流动负债合计	119	119	119	119					
负债合计	1,269	968	1,362	1,174					
股本	538	538	538	538					
少数股东权益	1	5	14	24					
股东权益合计	1,453	1,518	1,659	1,833					
负债和股东权益合计	2,721	2,485	3,021	3,007					

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。