



**谨慎
买入**

14% ↑

目标价格:人民币 31.35

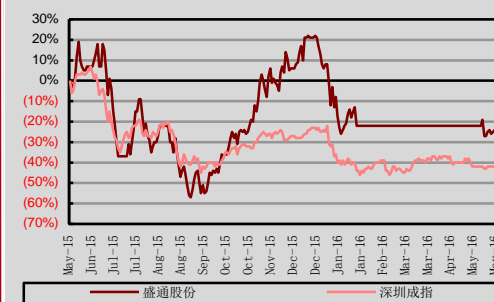
002599.CH

价格:人民币 27.60

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(24.7)	(6.1)	(6.1)	(26.6)
相对深证成指	0.7	(2.6)	(8.6)	15.6

发行股数(百万)	135
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	2,479
3 个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2016E)	3
主要股东(%)	
栗延秋	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 5 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 包装印刷

杨志威*

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵综艺为本报告重要贡献者

盛通股份

拥抱 STEAM 教育蓝海, 打造教育、出版文化综合服务生态圈

公司拟收购北京乐博教育 100% 股权, 介入 STEAM 教育领域。机器人教育行业市场成熟度低, 乐博凭借人才、品牌、资金优势有望脱颖而出。公司是拥有教育基因的印刷企业, 高管激励到位, 后续拓展值得期待, 有望打造教育、出版文化综合服务生态圈。我们给予公司印刷板块 8.19 亿元市值, 教育板块 43.22 亿元市值, 合计市值 51.41 亿元, 以摊薄后股本计算对应目标价 31.35 元/股, 给予谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **收购乐博教育, 介入 STEAM 教育领域。**公司拟收购北京乐博教育 100% 股权, 作价 4.3 亿元。高管团队长期深度绑定 (核心高管锁定 4 年, 63 名高管参与定增)+新东方参股是本次交易方案的亮点。ROBOROBO 是韩国最大的教育机器人提供商, 也是韩国最大的机器人培训学校, 乐博教育是韩国乐博在中国区的总代理 (代理期限至 2026 年, 期满后自动续期)。凭借优质的课程和品牌, 通过校区数量快速扩张 (目前校区总数 178 家), 公司快速做大营收规模。未来校区扩张+业务链、产业链、渠道拓展奠定公司高成长性。按每年最小累计承诺利润计算, 公司 2016-2019 年净利润分别为 2,458 万元、3,230 万元、4,067 万元、5,125 万元, 分别同比增长 248%、31%、26%、26%。
- **机器人教育行业市场成熟度低, 乐博凭借人才、品牌、资金优势有望脱颖而出。**政府逐渐重视 STEAM 教育体现其对于增强国家竞争力的重要意义, 未来发展前景良好。我国青少年机器人教育处于发展初期, 当前市场规模 100 亿元, 过去三年 CAGR 超 70%。我们预计到 2020 年市场规模将超 400 亿元。STEAM 教育行业极为分散, 大型连锁机构较少。在教育培训方面, 西觅亚、乐博、乐创规模最大。乐博牵手上市公司后, 凭借人才、品牌、资金的优势, 有望脱颖而出。
- **盛通是拥有教育基因的印刷企业, 高管激励到位, 后续拓展值得期待。**公司教育出版服务收入占比较大, 拥有向教育产业转型的文化基因。此前已经参股教育出版策划和发行公司、与清华大学旗下基金华控投资共同设立产业基金。此次公司收购乐博教育, 引进了新东方系股东, 标志着公司向教育产业转型之路的升华。未来有望依托在出版文化领域的行业地位、客户基础和核心资源, 打造教育、出版文化综合服务生态圈。去年 11 月, 公司股权激励和员工持股计划均落地, 高管动力十足, 后续在教育产业的进一步布局值得期待。

评级面临的主要风险

- 定增方案审批风险

估值

- 假设乐博教育于 2016 年年中开始并表, 以本次发行股份后总股本 1.64 亿股计算, 公司 2016-2018 年摊薄后每股收益分别为 0.24、0.41、0.49 元/股。我们给予公司印刷板块 8.19 亿元市值, 教育板块 43.22 亿元市值, 合计市值 51.41 亿元, 以摊薄后股本计算对应目标价 31.35 元/股, 给予谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	622	701	857	1,035	1,142
变动(%)	n.a.	13	22	21	10
净利润(人民币 百万)	11	20	40	67	80
全面摊薄每股收益(人民币)	0.069	0.119	0.242	0.408	0.487
变动(%)	n.a.	71.5	102.7	68.7	19.6
全面摊薄市盈率(倍)	397.2	231.6	114.3	67.7	56.6
价格/每股现金流量(倍)	66.5	109.5	54.5	45.5	37.7
每股现金流量(人民币)	0.41	0.25	0.51	0.61	0.73
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.2	49.8	37.1	28.2	25.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.025	0.048	0.082
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.1	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

投资摘要.....	3
收购乐博教育，介入 STEAM 教育领域.....	4
机器人教育行业：增长速度快，市场集中度低.....	10
盛通股份：拥有教育基因的印刷公司，后续拓展值得期待.....	21
盈利预测.....	24
研究报告中所提及的有关上市公司.....	26

投资摘要

- **收购乐博教育，介入 STEAM 教育领域。**公司拟收购北京乐博教育 100% 股权，作价 4.3 亿元。高管团队长期深度绑定（核心高管锁定 4 年，63 名高管参与定增）+ 新东方参股是本次交易方案的亮点。ROBOROBO 是韩国最大的教育机器人提供商，也是韩国最大的机器人培训学校，乐博教育是韩国乐博在中国区的总代理（代理期限至 2026 年，期满后自动续期）。凭借优质的课程和品牌，通过校区数量快速扩张（目前校区总数 178 家），公司快速做大营收规模。未来校区扩张+业务链、产业链、渠道拓展奠定公司高成长性。按每年最小累计承诺利润计算，公司 2016-2019 年净利润分别为 2,458 万元、3,230 万元、4,067 万元、5,125 万元，分别同比增长 248%、31%、26%、26%。
- **机器人教育行业市场成熟度低，乐博凭借人才、品牌、资金优势有望脱颖而出。**政府逐渐重视 STEAM 教育体现其对于增强国家竞争力的重要意义，未来发展前景良好。我国青少年机器人教育处于发展初期，当前市场规模 100 亿元，过去三年 CAGR 超 70%。我们预计到 2020 年市场规模将超 400 亿元。STEAM 教育行业极为分散，大型连锁机构较少。在教育培训方面，西觅亚、乐博、乐创规模最大。乐博牵手上市公司后，凭借人才、品牌、资金的优势，有望脱颖而出。
- **盛通是拥有教育基因的印刷企业，高管激励到位，后续拓展值得期待。**公司教育出版服务收入占比较大，拥有向教育产业转型的文化基因。此前已经参股教育出版策划和发行公司、与清华大学旗下基金华控投资共同设立产业基金。此次公司收购乐博教育，引进了新东方系股东，标志着公司向教育产业转型之路的升华。未来有望依托在出版文化领域的行业地位、客户基础和核心资源，打造教育、出版文化综合服务生态圈。去年 11 月，公司股权激励和员工持股计划均落地，高管动力十足，后续在教育产业的进一步布局值得期待。

估值

总量低速增长、行业向技术领先、有规模优势的企业集中将是印刷行业未来的发展特征，我们预计公司传统印刷主业增速未来三年将保持稳定增长，云印刷业务拓展则因投入加大有望加速。预计 2016-2018 年印刷主业贡献 2730、3439、3931 万元的净利润，我们给予 16 年净利润 30 倍市盈率，对应市值 8.19 亿元。

我们测算 2020 年机器人培训市场规模将达 443 亿元，乐博教育作为国内校区数量第一，营收规模第二的机构，处于领先地位，假设 2020 年市占率达到 2%，则营收规模为 8.86 亿元，以公司公告中预测的永续期 19% 的净利率计算对应净利润为 1.68 亿元，给予 45 倍市盈率，对应市值为 75.6 亿元，按 15% 的回报率折现至 2016 年市值为 43.22 亿元。

假设乐博教育于 2016 年年中开始并表，以本次发行股份后总股本 1.64 亿股计算，公司 2016-2018 年摊薄后每股收益分别为 0.24、0.41、0.49 元/股。我们给予公司印刷板块 8.19 亿元市值，教育板块 43.22 亿元市值，合计市值 51.41 亿元，以摊薄后股本计算对应目标价 31.35 元/股，给予谨慎买入评级。

收购乐博教育，介入 STEAM 教育领域

乐博高管长期深度绑定+新东方参股是收购方案亮点

2016 年 5 月，公司公告以发行股份及支付现金方式收购北京乐博乐博教育科技有限公司 100% 股权，交易作价 4.3 亿元。并发行股份募集配套资金 4.13 亿元，用于支付本次重组对价、支付中介费用、出版云平台项目和补充流动资金。

图表 1. 收购乐博教育方案

标的资产	交易对方	现金支付 (万元)	股份支付 (万元)	交易金额 (万元)	股份支付 (股)
乐博教育 100.00% 股权	侯景刚	-	14,830.70	14,830.70	5,677,909
	周炜	-	15,166.10	15,166.10	5,806,316
	北京东方卓永投资管理有限公司	-	6,579.00	6,579.00	2,518,759
	北京真格天创股权投资中心 (有限合伙)	1,608.20	-	1,608.20	-
	张拓	696.60	1,625.40	2,322.00	622,281
	杨建伟	464.40	1,083.60	1,548.00	414,854
	韩磊	283.80	662.20	946.00	253,522
合计		3,053.00	39,947.00	43,000.00	15,293,641

资料来源：公司公告

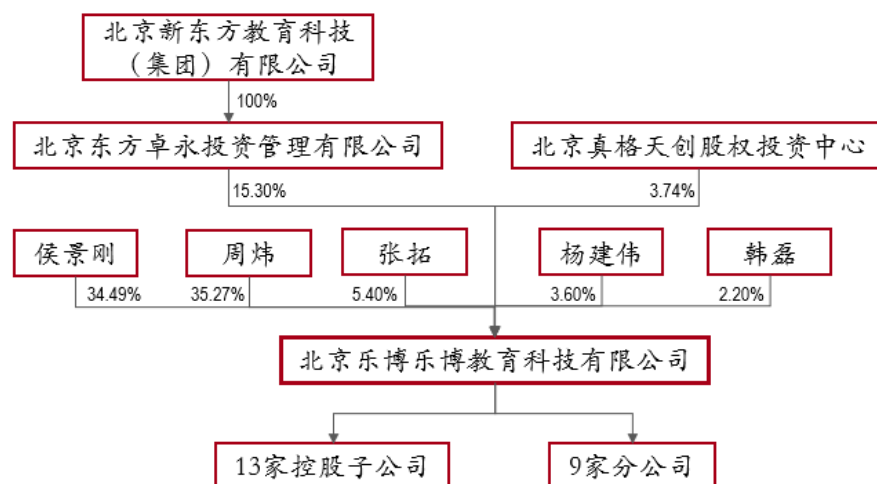
图表 2. 募集配套资金方案

序号	配套资金认购方	本次认缴的配套资 金金额 (万元)	认购的股份发 行数量 (股)
1	栗延秋	8,000.00	2,637,653
2	贾春琳	6,142.00	2,025,058
3	上海瀚叶财富管理顾问有限公司	10,000.00	3,297,065
4	上海田鼎投资管理有限公司	6,000.00	1,978,239
5	北京万安汇利投资有限责任公司	4,000.00	1,318,826
6	揭阳市奔越贸易有限公司	4,000.00	1,318,826
7	天津方刚启诚企业管理合伙企业 (有限合伙)	2,065.50	681,009
8	天津炜华启航企业管理合伙企业 (有限合伙)	553.50	182,493
9	天津景华启铭企业管理合伙企业 (有限合伙)	549.00	181,009
合计		41,310.00	13,620,178

资料来源：公司公告

本次方案亮点颇多，高管长期深度绑定+新东方参股。乐博教育 5 位高管股东获得上市公司股份均锁定 4 年，其中董事长与总经理 2 年后解锁 40%、4 年后全部解锁，其余三位高管 3 年后解锁 60%、4 年后全部解锁。乐博股东承诺公司 2016-2019 年累计净利润分别为 2,458、5,688、9,755、14,880 万元。共有 63 名高管通过参与募集配套资金持有公司股票 104.45 万股，并锁定三年。该方案深度绑定了乐博教育核心人员的利益，并彰显了乐博教育原股东和高管对于未来发展的信心。此外，新东方旗下的东方卓永投资通过此次方案持有公司股票 251.87 万股，公司也因此成为首支新东方参股的 A 股上市公司，有助于公司后续整合教育资源。

图表 3. 乐博乐博股权结构 (本次交易前)



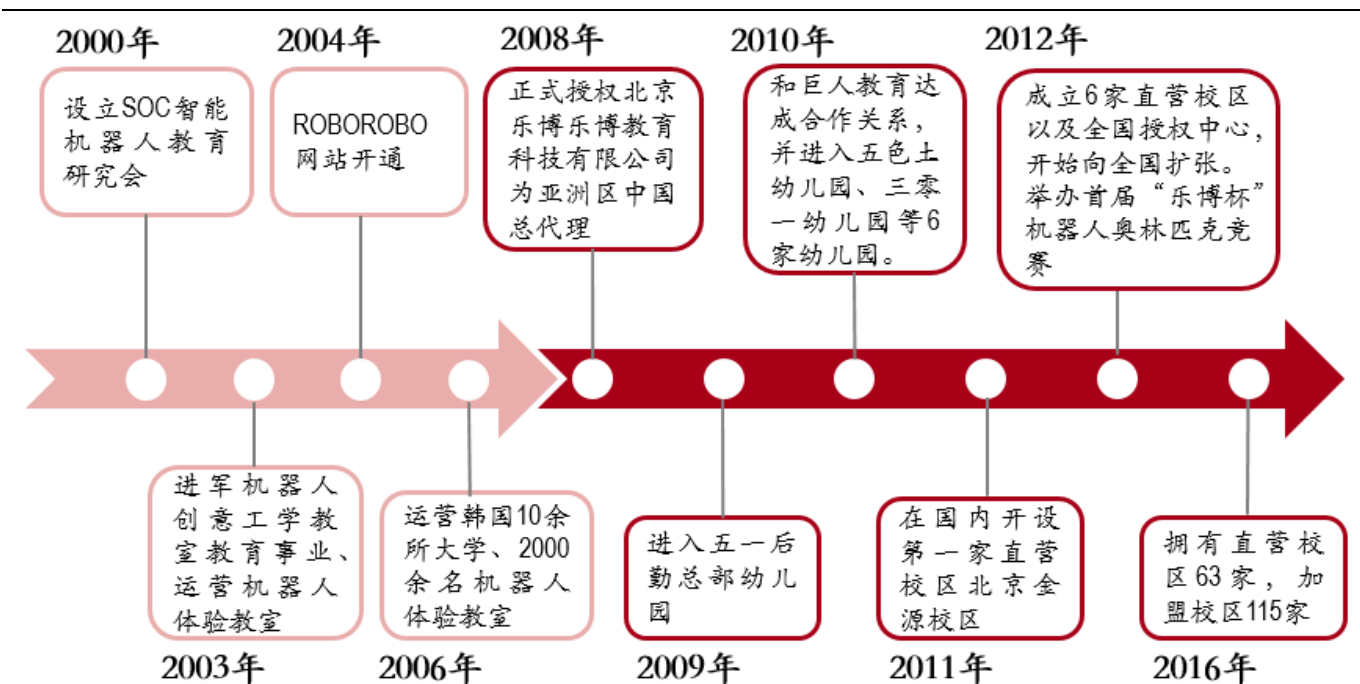
资料来源：公司公告

北京乐博教育：中国最大的机器人教育机构之一

ROBOROBO 是韩国最大的教育机器人提供商，也是韩国最大的机器人培训学校。其创意机器人是由首尔大学的工学教授设计，被韩国 1,200 多所中小学以及幼儿园指定为科技器材，每年都有 12 万名韩国小朋友同期学习 ROBOROBO 的机器人课程。同时 ROBOROBO 机器人远销美国，英国，瑞士，德国，新加坡，中国，台湾，中国香港等 15 多个国家和地区，全球每年都有 20 万名小朋友选择学习 ROBOROBO 机器人课程。

2008 年，韩国乐博乐博正式授权北京乐博乐博教育科技有限公司为亚洲区中国总代理，乐博乐博机器人培训学校开始进入中国。经过多年的发展，乐博乐博在北京、上海、南京、广州等地设立了 13 家控股子公司和 9 家分公司，分别经营机器人培训、教育咨询等业务。目前，乐博乐博已经在全国 25 个省市建立了 178 家校区。根据公告的最新协议，北京乐博教育的代理期限有效期为 10 年，自 2016 年 1 月 1 日至 2026 年 1 月 2 日止，协议期满后若双方无异议自动续约至 3026 年。

图表 4. roborobo 公司发展历程



资料来源：公司公告，网络公开资料

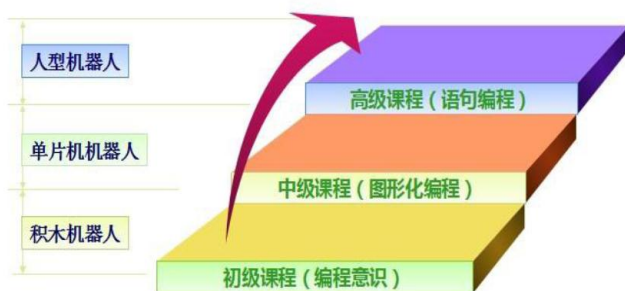
乐博教育主要从事儿童机器人教育行业，以教育机器人课程为主要培训内容，为儿童提供机器人的设计、组装、编程与运行等训练服务。公司针对不同年龄段的儿童，为其设置不同阶段的课程：面向 4-8 岁儿童的积木课程、面向 8-12 岁儿童的单片机课程以及面向 12 岁以上儿童的人型机器人课程。

- 初级课程使用积木机器人进行教学，机器人各个零部件均为积木模块，使得年龄较小幼儿能够进行搭建和编程的学习。初级课程又分为启蒙课程、拓展课程以及进阶课程（一）、（二）四个部分，使学员能由浅入深、由少到多学习和掌握机器人的相关知识。

- 单片机课程从最基础的单片机模块讲解开始，学习信号显示部件、声音部件、动力部件、传感器部件等各种部件的原理、应用和编程，并在老师的带领下搭建、组装机器人。包括单片机基础课程、单片机应用课程以及 DP801 系列课程。
- 人形机器人主要内容包括教授人形机器人概念、对人形机器人介绍，学习硬件装载和设定、软件的下载和装载，使用环境、基本动作、服务编程以及应用编程。人形机器人的课程使学员在建机器人过程中充分发挥的想象能力；设置的机器人竞赛，培养学员团队协作能力和创造能力。

乐博教育每年会定期举办面向儿童的机器人大赛——乐博杯国际机器人大赛，比赛项目包括幼儿亲子赛、少儿编程任务赛以及单片机任务编程赛。目前比赛已经举办到第十届。公司还会选拔学员赴韩国参加韩国国际机器人竞赛。

图表 5. 乐博乐博课程设置



资料来源：公司公告

图表 6. 乐博乐博学员参加国际机器人竞赛

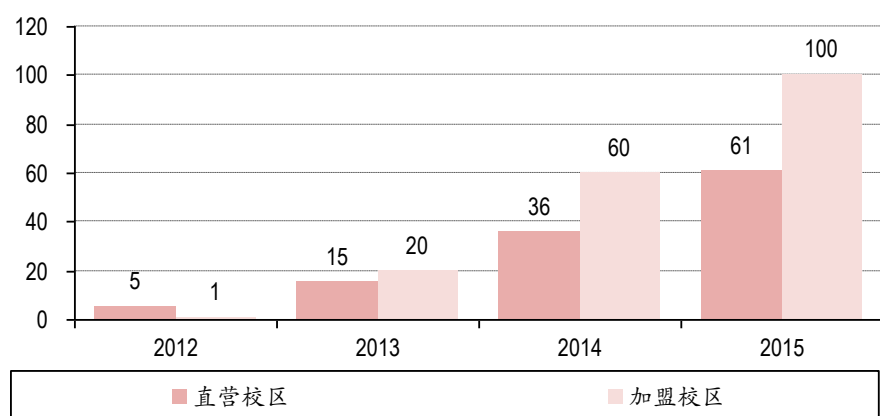


资料来源：网络公开信息

校区数量快速扩张，承诺利润增速高

乐博教育主要销售模式为直营和加盟两种方式。其中，直营模式主要通过在国内一、二线城市核心城区设立分/子公司进行本地化经营，销售机器人教育课程，兼顾一些其他个性化服务项目，包括假期出国游学、机器人夏令营等。加盟模式公司为一、二线城市郊区以及三、四线城市的加盟商提供特许经营，加盟商支付加盟费用，获得公司的商标、产品等使用权利，并由公司为其提供指导和培训。

校区数量快速扩张。截至 2016 年 4 月，乐博教育已在全国 25 个省市建立了 178 家校区，其中直营校区 63 家，主要集中在北上广等一线城市和浙江、江苏等发达省份；加盟校区 115 家，渗透到湖南、湖北等中西部省份。乐博教育 2012 年仅 6 家校区，目前校区总数已经达到 178 家，扩张速度之快可见一斑。

图表 7. 乐博教育学习中心数量 (2012-2015)


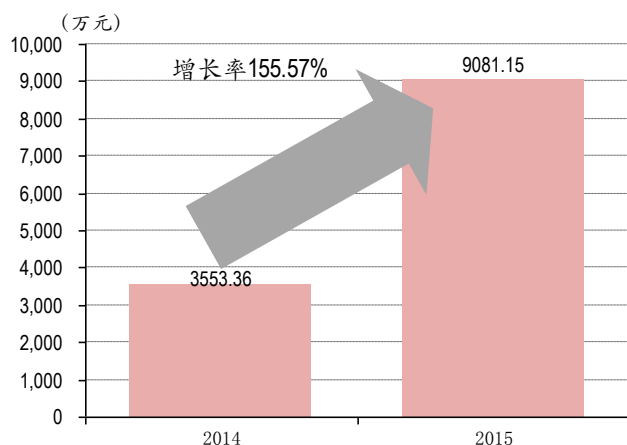
资料来源：中银证券

图表 8. 乐博乐博在各地学校数量 (截至 2016 年 4 月)

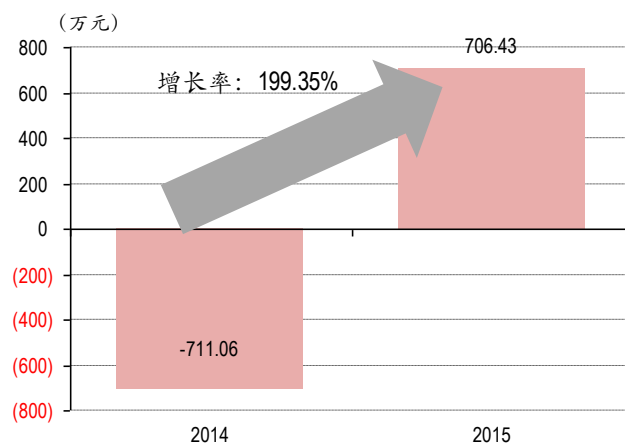
省市	直营	加盟	省市	直营	加盟
北京	15	11	湖南省	-	7
浙江省	9	12	湖北省	-	5
四川省	5	6	吉林省	-	4
福建省	1	-	重庆市	-	3
上海	11	6	安徽省	-	2
陕西省	2	1	黑龙江省	-	2
山东省	1	9	新疆	-	2
江苏省	7	6	甘肃省	-	1
天津市	3	2	江西省	-	3
广东省	6	8	辽宁省	-	1
河南省	3	5	内蒙古	-	1
河北省	-	9	宁夏	-	1

资料来源：公司公告

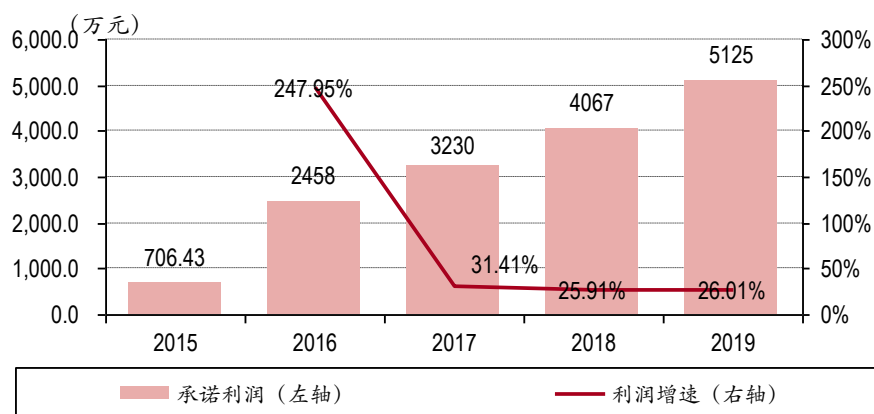
承诺利润增速高。乐博教育 2015 年营业收入为 9,081.15 万元，同比增长 155.57%；因规模效应扭亏为盈，净利润达到 706.43 万。若按每年最小累计承诺利润兑现，公司 2016-2019 年净利润分别为 2,458 万元、3,230 万元、4,067 万元、5,125 万元，分别同比增长 31%、26%、26%。

图表 9. 乐博乐博近两年营业收入情况


资料来源：公司公告

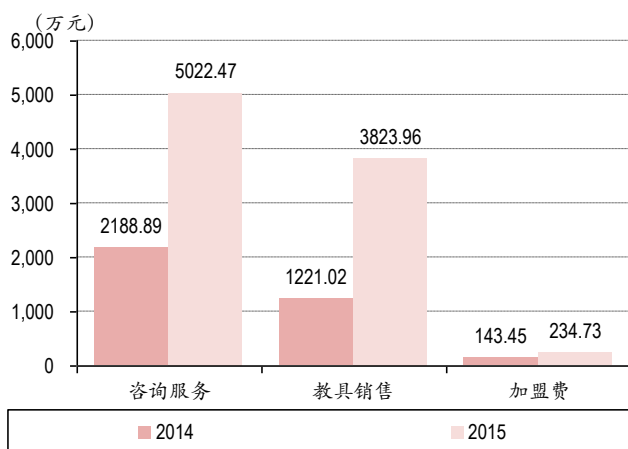
图表 10. 乐博乐博近两年净利润变化情况


资料来源：公司公告

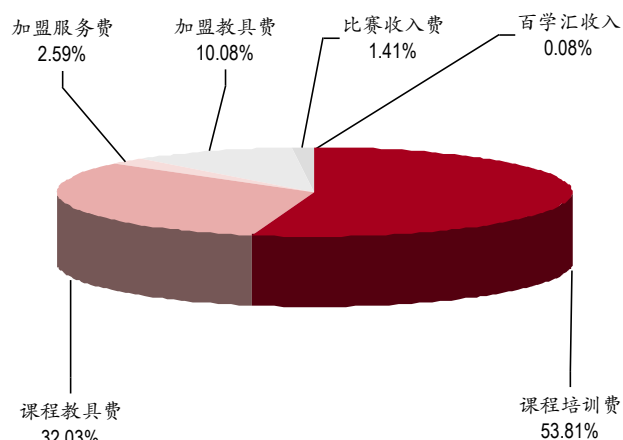
图表 11. 乐博教育承诺利润及其增速


资料来源：公司公告

课程培训和直营教具收入是公司收入主要来源。公司的收入来源主要有3类，分别是咨询服务费、教具销售以及加盟费。咨询服务费是公司的主要收入来源，占2015年公司总收入的55.31%，主要包括课程收入、比赛收入、百学汇收入。其中百学汇收入为公司从和新东方百学汇合作开展的项目中获得的收入。教具销售收入包括直营模式和加盟模式两种，公司的教具收入主要来源于直营模式，2015年直营模式教具收入占教具总收入的76.06%。

图表 12. 2014-2015 年乐博教育分项目收入情况


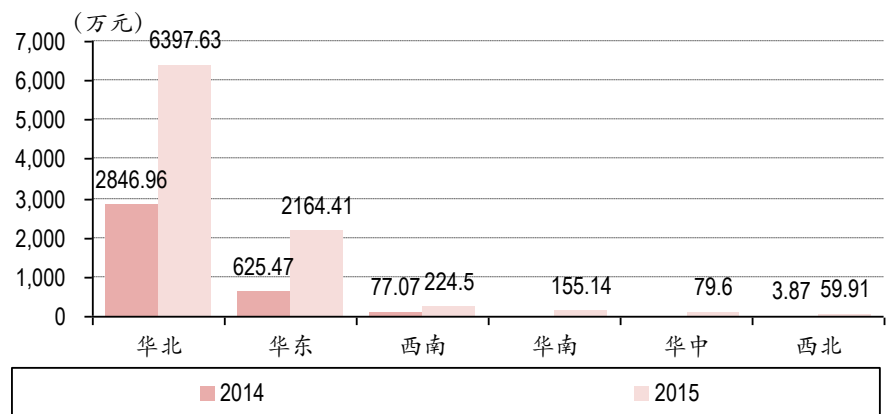
资料来源：公司公告

图表 13. 2015 年乐博教育不同项目收入占比


资料来源：公司公告

华北地区收入占比最高，其他区域快速增长。从收入区域上划分，由于乐博教育在北京成立，且北京经济较为发达，家庭教育意识强，乐博教育在华北地区收入占比最大。随着公司业务的全国化布局，华东等地的收入也开始不断增长。2014-2015年间，乐博教育除了和华北地区收入增长124.72%，在华东地区增长了2倍，在份额更小的西南、西北地区增速更快。同时，乐博教育在2015年也打开了华南和华中地区的市场，营业收入分别为155.14万元和79.6万元。

图表 14. 乐博乐博分地区收入情况 (2014-2015)



资料来源: 公司公告

校区扩张+业务链、产业链、渠道拓展奠定公司高成长性。校区方面, 乐博教育拟继续扩张直营校区, 计划在 2016-2018 年期间新开设 57 家直营校区; 同时继续执行加盟校区扩张计划, 拟在未来 3-5 年内, 在直营校区无法覆盖的区域加大吸收加盟商, 提高公司覆盖率。在业务方面, 乐博教育还计划大力扩展推广国内外机器人比赛、科技游学营以及百学汇等业务, 扩大业务范围。在产业方面, 公司计划拓展教育类产品, 包括无人机、3D 打印、少儿编程等, 打造素质教育综合培训学校。渠道方面, 一方面, 公司拟加强和幼儿园、小学的合作, 进入幼儿园、小学课堂; 另一方面, 计划拓展线上业务, 实现线上线下全覆盖, 迈入互联网教育行列。

图表 15. 乐博乐博直营校区发展规划

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
新开校数量	23	19	15	0	0
老校数量	60	83	102	117	117
新老店比(%)	38	23	15	0	0
合计	83	102	117	117	117

资料来源: 公司公告

机器人教育行业：增长速度快，市场集中度低

政府重视体现 K12 STEAM 教育的前景，国内青少年机器人培训市场高速发展

政策推动+城镇化率提升、课外培训渗透率提升、消费能力增长促进 K12 教育快速发展。近两年，国家对教育极为重视，推出了一系列鼓励教育产业的政策。可以预见，未来几年将是国内教育消费的高速增长期，尤其是家长最愿意付出的 K12 教育领域。根据腾讯课堂发布的《2014 年 K12 教育市场分析报告》，2014 年我国 K12 教育市场规模为 2,549 亿元，人均花费 5,121 元/人。虽然 K12 人口总基数变化不大，但随着城镇化率提升、校外培训渗透率提升以及消费能力增长，根据瑞士信贷的预测，2020 年我国 K12 校外培训市场规模将达到 5,500 亿元。

图表 16. 2014 年我国 K12 教育市场情况



资料来源：《2014 年 K12 教育市场分析报告》

STEAM 是美国政府提出的教育倡议，是 Science（科学）、Technology（技术）、Engineering（工程）、Arts（艺术）、Maths（数学）的缩写。最初的倡议只有四个字母 STEM，由 1986 年美国国家科学委员会发表的报告《本科的科学、数学和工程教育》中提出，该报告被视为 STEM 教育的开端并引导着此后美国十几年的高等教育改革。此后，STEM 教育的面向对象由本科延伸到 K12。之后，STEM 教育中又被加入了 Arts（艺术），形成了 STEAM 教育理论。

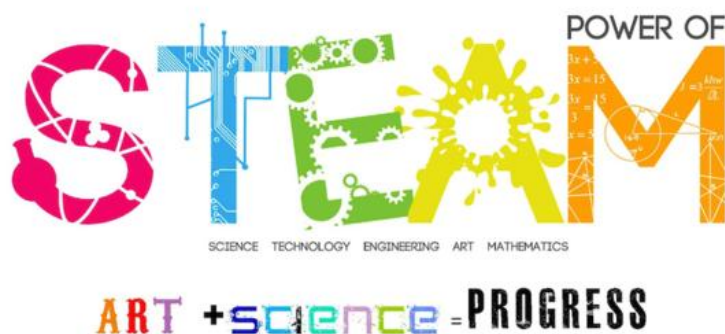
STEAM 教育主要有 3 个关键词：跨学科、自主学习、解决问题的能力。STEAM 教育注重科学、技术、工程、艺术以及数学的跨学科综合应用。这种教育理念强调学生需要掌握这五个学科，并能将这五个学科融会贯通，思考解决方案和实现方法。在这一过程中如果遇到的问题，则需要通过自主学习过程探索 and 解决问题，使学生构建起自己的知识体系，并培养自己解决问题的能力。

以设计制作机器人吊车为例：

- 学生需要运用计算机语言编写各种程序；需要运用物理和数学知识，计算左右轮的速度差为多少时，才能实现转弯、机器人吊臂振幅多大，才能将积木扔进指定区域；还需要拥有艺术感知能力，保证机器人外观的和谐美观。

- 机器人的设计过程，就是一个跨学科知识综合运用过程。对于小学生，可能刚开始学习编程，并且现有的学校教育中并没有教授物理，因此在设计制作机器人吊车的过程，他就需要利用课外时间去搜集和学习这方面的知识，攻克设计制作机器人的过程中遇到的问题。

图表 17. STEAM 教育含义

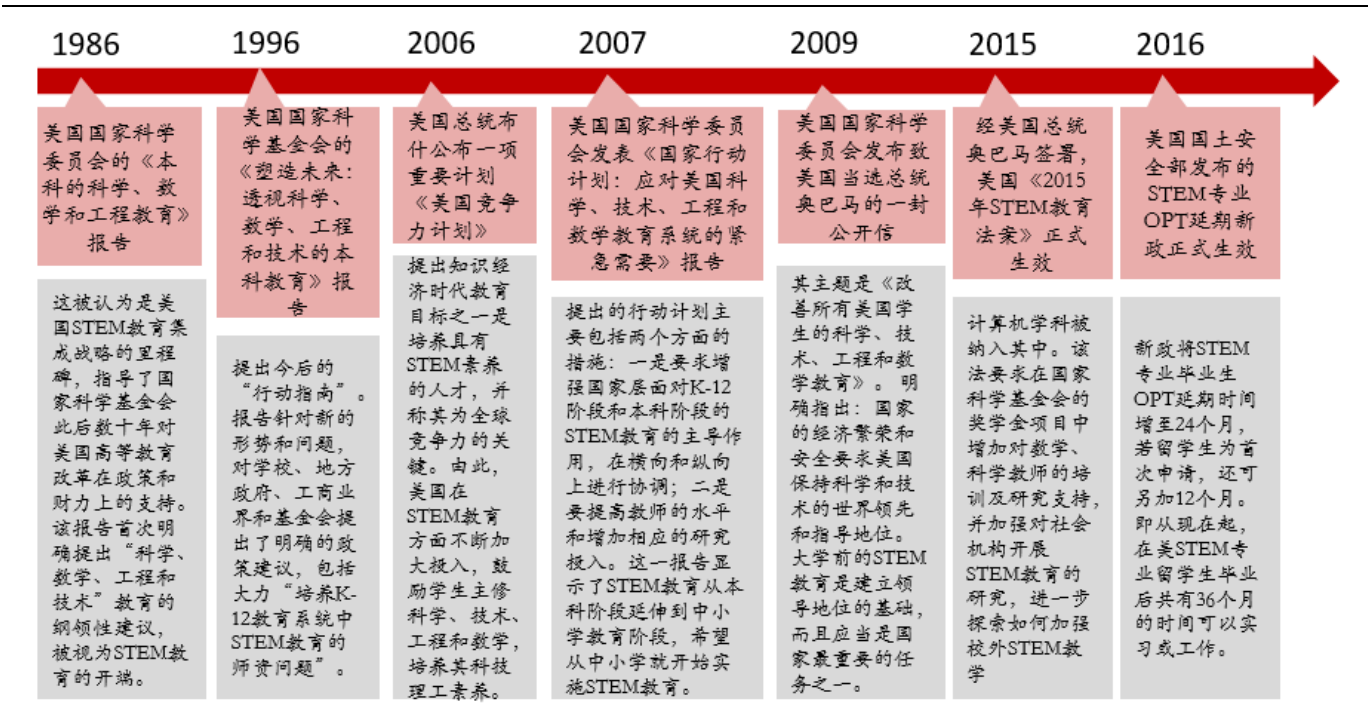


资料来源：互联网资料

K12 STEAM 教育近年来在美国受重视，体现了其对于增强国家竞争力的重要意义。STEAM 教育在美国受到极大的重视。2009 年美国国家科学委员会代表美国国家科学基金委发布致总统奥巴马的公开信《改善所有美国学生的科学、技术、工程和数学教育》中提出“大学前的 STEM 教育是建立（国家）领导地位的基础，应当是国家最重要的任务之一”。2011 年，奥巴马总统推出的《美国创新战略》指出美国未来的经济增长和国际竞争力取决于其创新能力。“创新教育运动”指引着公共和私营部门联合，以加强 STEM 教育。

2012 年初，美国政府决定在未来四年内在 1,000 所美国中小学引入“创客空间”，配备开源硬件、3D 打印机和激光切割机等数字开发和制造工具。2014 年地平线报告（基础教育版）里，“创客空间”入选未来 5 年内影响基础教育 12 项关键技术名单，是促进基础教育学习变革的数字策略之一。2015 年地平线报告中，STEAM 学习的兴起被列为影响教育技术规划和决策制定的六大趋势之一。

图表 18. 美国 Steam 教育发展历程



资料来源：中银证券

图表 19. 美国政府对 STEM 教育投入

年份	相关项目/计划	具体投资内容
2006	-	美国教育部共设立 105 个 STEM 项目，投资 31.2 亿美元
2007	-	美国政府对 STEM 教育领域，投入经费约 34.7 亿美元
2007	国家竞争力法	批准从 2008 年到 2010 年，向 STEM 研究和教育计划提供 433 亿美元经费
2009	竞争卓越计划：提高学生 STEM 科目的成绩	联邦教育部提供 43.5 亿美元，供各州政府申请，以推动中小学 STEM 学科的教育改革。
2009	为创新而教计划：提高美国学生在 STEM 方面的参与和表现	为 STEM 领域教师的专业发展承诺提供超过 2.6 亿美元的财政和实物支持。
2012	尊重项目，解决 STEM 领域教师短缺的问题	联邦政府为该项目 2013 年的预算为 50 亿美元。
2014	STEM 人才培育国家整合策略	预算 4.5 亿美元用于中小学的 STEM 教育建设，并改进教育基金

资料来源：中银证券

我国也正逐渐加强推动青少年 STEAM 教育。2014 年，在中国科学院第十七次院士大会、中国工程院第十二次院士大会上的讲话指出：“机器人革命”有望成为“第三次工业革命”的切入点和重要增长点，将影响全球制造业格局，而且我国将成为全球最大的机器人市场。在“大众创业，万众创新”的政策背景下，许多地方正在筹建适合中小学的创客教室，制定适合中小学生的创客课程，其中使用开源硬件 Arduino、开源可视化编程软件 Scratch，并结合 3D 打印机是目前广泛的使用形式。

2015 年 9 月，教育部发布《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见（征求意见稿）》，提出“要积极推动信息技术与教育融合创新发展”，“以教育信息化构建网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系，建设‘人人皆学、处处能学、时时可学’的学习型社会”。并且要求“有条件的地区要积极探索新技术手段在教学过程中的日常应用，有效利用信息技术推进‘众创空间’建设，探索 STEAM 教育、创客教育等新教育模式，使学生具有较强的信息意识与创新意识，养成数字化学习习惯”。可见当前我国教育对自主学习以及信息技术的重视，对培养能够符合当前信息化社会发展的的人才的要求，以及新的教育模式的需求。

机器人教育是我国当前规模最大的 STEAM 教育方式。国内的青少年 STEAM 教育方式主要有机器人教育、3D 打印教育以及编程教育等，其中机器人教育是当前规模最大的方式。K12 机器人教育即通过教授机器人设计、组装、编程以及拼接，激发儿童的学习兴趣，培养儿童的创造力、思考解决问题的能力以及动手能力。机器人教育分为多个阶段，通常针对儿童的第一阶段，主要以积木学习为主，通过积木学习和感知世界，第二阶段，则开始涉及思考和探索通过机器人解决问题的内容。

我国青少年机器人教育培训处于发展初期，当前市场规模 100 亿元，过去三年 CAGR 超 70%。目前国内大约有 1 万家机器人教育中心，每家中心约 100 个学生，根据乐博教育（行业中端）的学费和教育收入估计整个行业当前 ARPU 约 1 万元，由此推算当前行业规模为 100 亿元。而在 2012 年，全国机器人培训中心仅 2,000-3,000 家，行业规模 10-20 亿元。按 2012 年 20 亿元计算，2012-2015 年行业规模 CAGR 为 71%。

预计到 2020 年市场规模将超 400 亿元。目前韩国幼儿园和中小学学生人数约 700 万，光学习 ROBOROBO 的学生就有 12 万，渗透率 1.71%。根据人口普查数据比例，我国 5-14 岁人口约 1.48 亿，按照 1.71% 的渗透率和 1 万元的 ARPU 静态测算我国机器人教育市场空间就可达 253 亿元。若假设 2020 年达到 1.71% 的渗透率，每年 ARPU 增长率为 15%，则到 2020 年我国机器人培训市场规模将达到 443 亿元，是现在的 4.4 倍。

图表 20.国内机器人教育市场规模预测

	2016	2017	2018	2019	2020
中国渗透率(%)	0.67	0.93	1.19	1.45	1.71
机器人学生人数(万人)	99.16	137.64	176.12	214.6	253.08
ARPU(万元)	1	1.15	1.32	1.52	1.75
ARPU 增长率(%)		15	15	15	15
市场规模(亿元)	99	158	233	326	443

资料来源：中银证券

国内 STEAM 教育行业格局：单店为主，连锁机构少

STEAM 教育行业极为分散，大型连锁机构较少。国内面向学龄前和中小学学生进行科技类教育的公司数量较多保守估计 4,000-5,000 家，但多以单店形式存在于社区中或幼儿园附近，普遍规模较小、缺乏教学研究能力、盈利能力较弱。仅有少数连锁，有 30 家以上分校区的不超过 15 家公司，70 家以上校区的约 5 家。此外，行业的信息化管理普及率低，且大部分情况下，加盟商缺乏有效的课程内容支持。

在教育培训方面，西觅亚、乐博、乐创是国内最大的三家科技类教育机构，根据公开的 latest 资料，其机构数量分别为 112、178、99 家。其中西觅亚是乐高教育在中国的唯一代理商，乐创的教具是乐高、志高、慧鱼等国际品牌的组合。乐博则是使用韩国乐博的产品。其余较大的科技类培训机构包括博佳机器人俱乐部、棒棒贝贝机器人科技、好小子机器人科技教育机构、鲨鱼公园、小牛顿科学启蒙教育等。

图表 21. 国内主要机器人教育机构

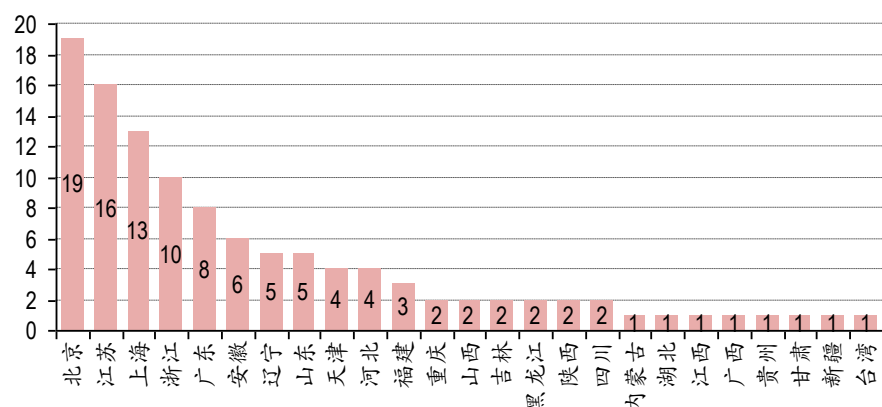
机构名称	面向用户年龄	机构数量
西觅亚	4+	112
乐博乐博	4+	178
乐创教育	3+	99 (10 家直营, 89 家加盟)
博佳机器人俱乐部 (大连)	3+	87
鲨鱼公园	3+	63
棒棒贝贝机器人科技机构	3+	43
好小子机器人科技教育机构 (上海)	3+	35

资料来源：乐创教育公告，互联网公开资料，中银证券

在此，我们选择了具有代表性的西觅亚、乐创教育和鲨鱼公园进行介绍：

1. 西觅亚：乐高教育在中国的唯一代理商，综合实力优越

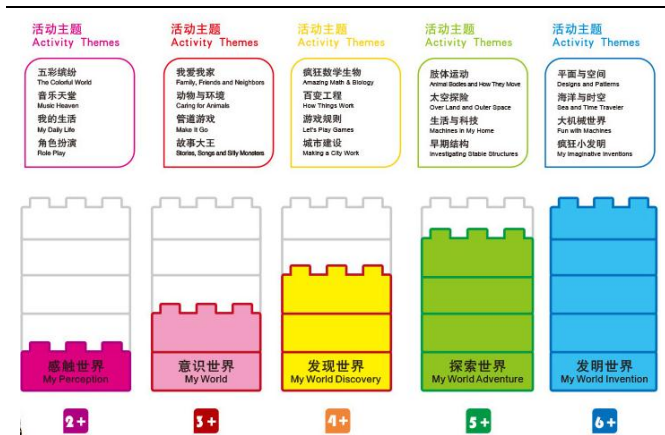
乐高教育是乐高集团旗下的教育机构，可提供内容丰富、具有挑战性、趣味性和可操作性的学习工具和教学解决方案。在中国，西觅亚是乐高教育的唯一代理商，设立乐高活动中心，为 3-16 岁的儿童及青少年提供认知世界的方法和途径。目前，西觅亚在全国共设有 112 个校区，分布在 48 个大中型城市。

图表 22. 乐高活动中心分布


资料来源：中银证券

循序渐进的课程设置完成从积木到机器人的培训。乐高活动中心的课程根据儿童的认知发展，分为 2-6 岁的学前活动体系和 7-12 岁的学龄活动体系。针对 2-6 岁的儿童，又将年龄层划分为 5 个认知世界：感触世界、意识世界、发现世界、探索世界、发明世界，通过乐高积木，让孩子培养动手能力的同时开始认识世界，并在搭建积木的同时，学习探索和思考。针对 7-12 岁儿童，包括“科学与技术”系列、“头脑风暴机器人”系列，让孩子在搭建积木的过程中，发现身边事物的运作规律，学习探索-研究-解决问题的流程。其中，对于 8 岁以上的儿童，则开始学习机器人编程、智能控制等科学技术。对于 11 岁以上的儿童，则可以为了参加 FLL、WRO 等国际机器人赛事而准备。

图表 23. 2-6 岁学前活动体系



资料来源：网络公开资料

图表 24. 7-12 岁学龄活动体系

探索 Exploring	7+	秘密特工 Secret Agent	荒岛求生 Deserted Island	马戏团的故事 Circus Caamity	百变生物 Magnificent Creatures
研究 Researching	8+	结构与力 Forces & Structure	动力机械 Machines & Mechanisms	能源世界 Energy World	机器人入门 The ABC of Robot
解决问题 Problem solving	9+	心脏医生 Dr. Heartbeat and the Nano-bots	警犬学校 The Police Dog Academy	机器人家庭 The Bot-family	机器人秀 (上) Show-Bot I
	10+	机器人游戏地带 Game Zone	机器人奥林匹克 Robot Olympics	机器人动物园 Robot Zoo	机器人秀 (下) Show-Bot II
	11+	FLL, WRO 机器人比赛 FLL, WRO robot competitions			
	12+	FLL, WRO 机器人比赛 FLL, WRO robot competitions			

资料来源：网络公开资料

提供幼儿教育解决方案，与教育部的合作体现乐高教育的高认可度。除了提供幼儿教育，乐高教育在中国的唯一代理西觅亚，也提供基于乐高教育理念的教學解决方案，为幼儿园、小学、中学以及大学提供 STEAM 教育服务。乐高教育理念在创新人才培养方面的成就也获得了国家教育部的信任。2010 年 1 月西觅亚作为乐高在中国的代表，促成了国家教育部与乐高集团的合作，签署了“教育部—乐高技术教育创新人才培养计划”，在全国的 421 所中小学，组织学生展学生创新竞赛活动，重点培养一批学科骨干教师。2011 年 9 月，“教育部—乐高技术教育创新人才培养计划”二期项目“区域性技术教育教师培训基地建设”启动，向全国 48 所高校及教师进行培训基地建设，计划以此带动全国的技术教育创新人才培养。

和国际机器人赛事无缝对接，在赛事方面独具优势。西觅亚在国内发起和组织参与各种国内外知名赛事，包括美国非盈利机构 FIRST 和乐高集团联合举办的 Jr. FLL (5-8 岁)、FLL 机器人世锦赛 (9-16 岁)、FTC (14-18 岁)、FRC (高中生、大专生) 比赛，以及 RCJ 机器人足球世界杯、WRO 国际青少年机器人奥林匹克竞赛。多项赛事的组织和支特经验让西觅亚对机器人大赛更加了解，从而能更好地帮助学员参加比赛。

2. 乐创教育：教学模式、课程产品领先的科技教育公司，转型推出科技教育服务平台

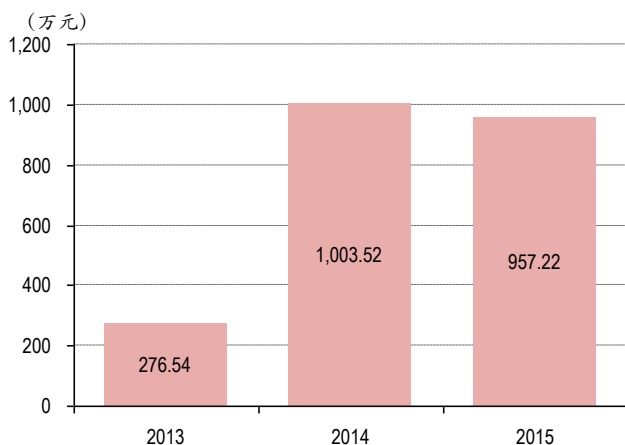
乐创教育专注于 3-12 岁儿童及青少年科技动手创新能力的培养与开发。公司依托内部团队和外部专家策划教研课程，以知名品牌乐高、志高等器材为教具，以 5I 引导式教学方式和“做中学”的学习方式，通过“乐创活动中心”线下体验门店和线上 O2O 课程，培养儿童及青少年的创新、自我学习、解决问题、团队协作和交流能力。目前拥有 10 家直营和 89 家加盟网点，2014、2015 年分别营收 1,003 万元和 957 万元，2014 年净利润 57 万元，2015 年因投入加大亏损 1,329 万元。

图表 25. 乐创教育服务内容介绍



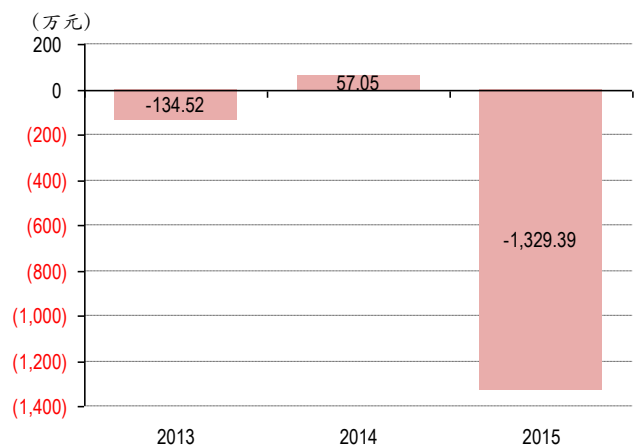
资料来源：网络公开资料

图表 26. 2013-2015 乐创教育营业收入



资料来源：公司公告

图表 27. 2013-2015 乐创教育净利润



资料来源：公司公告

教学模式领先，翻转课堂+混龄教学+O2O 课程模式提升教学质量。传统的儿童教育机构课程内容较单一，教学活动以老师向孩子单项进行，学习效果无法评估。公司则整合了全球现金的翻转课堂教育和混龄团队教育理念，再结合互联网推出 O2O 课程。学生课前在线上完成学习任务，再到现场参与混龄团队课程，完成更丰富的学习任务，全面提升综合素质。同时学校会对孩子的学习数据进行随堂采集，定期提供成长报告和发展建议。

课程产品具有优势，团队专业程度高。2014 年 11 月，乐创教育在中国教育科学研究院课程教学研究中心、北师大、中科院等教育专家的支持下，推出乐创教育课程 2.0，奠定了教育课程优势。2015 年研发了 O2O 混合式教育体系，打造家庭榜样教育、学校体系教育、社会实践教育三位一体的青少年科技课程体系。公司的团队具有竞争力，聘请了包含中科院、清华大学、高级软件工程师、幼儿教育及北京科协等单位的 16 人专家团队，熟知科技教育的业务知识、客户需求、产品研发和市场开拓等。

战略转型推出“乐创家”，打造开放式的科技教育服务平台。去年4月，公司经营战略调整，开始研发“乐创家”科技教育服务平台项目，“乐创家”1.0版本线上产品于去年9月份上线。11月，公司正式向其他教育机构免费开放乐创家平台，12月，乐创家中心版与APP“家”频道以及微信版上线，内容与功能更偏向为机构服务，提供课程乃至装修建议等服务。目前公司产品分为线下、线上两类。线下体验中心产品包含“3-4岁发现世界”“5-6岁认识世界”“7-8岁探索世界”“8岁以上创造世界”系列难度循序渐进的课程。线上产品则是“乐创家”服务平台的O2O课程产品，学生可以在线上预复习，在有认知基础的前提下再去上线下团体课。

3. 北京鲨鱼公园：趣味性科学教育机构，IP形象助力品牌推广

鲨鱼公园成立于2014年，由环球雅思创始人张永琪创办，是国内青少年科技教育知名机构，致力于为3-12岁儿童提供动手科学产品以及依托于这些产品进行的趣味性的线上线下教学，教学内容主要包括生命科学、地球与宇宙科学、物质科学、技术与工程科学。同时，鲨鱼公园还通过和社区以及小学合作，增大品牌的覆盖面。

图表 28. 鲨鱼公园的课程内容



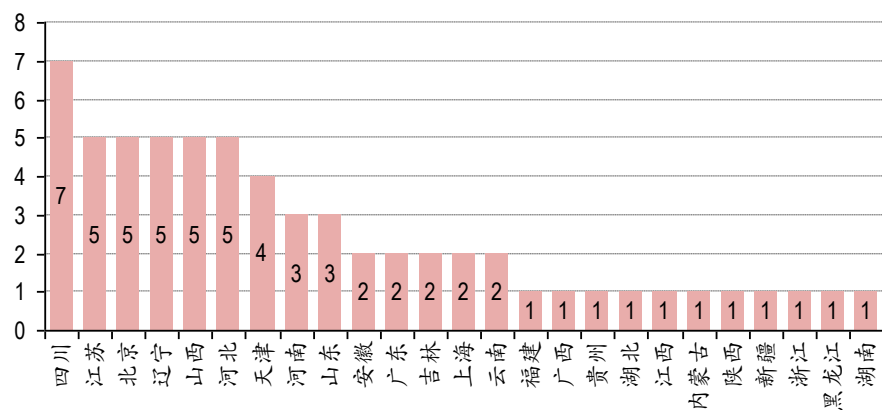
资料来源：网络公开资料

鲨鱼公园的课程分为家庭在线课堂、全国学习中心以及科学与人文营队三部分内容。

- 家庭在线课堂：家长可通过购买拉比盒子（3-6岁）或者鲨鱼盒子（7-11岁）等科学教具，在家协助孩子完成科学实验。孩子可以通过看网站的动漫科学视频，了解其中的科学原理。
- 全国学习中心：参与线下培训课程，由专业老师进行指导和讲解，学习各种科学实验和科学知识。
- 科学与人文营队：即户外课程，让孩子在户外世界接触科学、体验科学。另外，鲨鱼公园还开发了APP来进行户外课程的管理和招募。

鲨鱼公园的学习中心在全国47个城市有63家校区，其中有9个正在筹建。鲨鱼公园在北京成立，其校区主要集中在北方。

图表 29. 鲨鱼公园的校区分布



资料来源：中银证券

运营鲨鱼公园 IP 形象，助力品牌推广。鲨鱼公园十分注重品牌形象打造，希望通过鲨鱼 IP 带动品牌的推广。创始人团队中，来自中央美院毕业的知名动漫创作人王云飞为鲨鱼公园创造了一系列卡通形象：学员小小鲨和他的伙伴们、鲨尔文老师、鲨莉老师、鲨顿老师以及白尼老师。鲨鱼公园买下了一个电视频道，每天播放自行制作的科学儿童节目，希望通过趣味讲科学的方式来推广鲨鱼公园的品牌形象。鲨鱼公园创始人张永琪也在考虑是否要做一套完整的鲨鱼公园动画。当前，鲨鱼公园已经出了一系列动漫化产品和衍生品，包括动漫 T 恤、图书以及卡片等。

图表 30. 鲨鱼公园动漫形象



资料来源：网络公开资料

在产品方面，欧美系的乐高、慧鱼、VEX，韩国系的乐博趣、韩端，中国的钟鸣、紫光、哈工大教育机器人是市场上比较知名的品牌。从各品牌的介绍中可以看出，教育机器人生产制造对技术水平要求较高，尤其是欧美系的产品大多是公司与知名科研机构共同参与研发。

图表 31. 机器人产品品牌一览

欧美	乐高	乐高机器人是集合了可编程主机、电动马达、传感器、Lego Technic 部分（齿轮、轮轴、横梁、插销）的统称。乐高机器人起源于益智玩具中可编程传感器模具。第一个零售版本在 1998 年上市，最近的版本是 2013 年上市的 Lego Mindstorms EV3。乐高机器人套件是针对 12 岁以上的小孩或大人，对机器人有兴趣（或者启发自动控制教育）的教育玩具。这项产品计划始于 1986，由丹麦乐高公司和美国麻省理工学院的媒体实验室进行的一项可编程式积木的合作案。其最吸引人之处，就像传统的乐高积木一样，玩家可以自由发挥创意，拼凑各种模型，而且可以让它真的动起来。
	慧鱼	慧鱼创意组合模型（FISCHERCHNIK）是德国慧鱼推出的技术含量很高的工程技术类智趣拼装模型。慧鱼创意组合模型构件的工业燕尾槽专利设计使六面都可拼接，可以无限扩充。慧鱼创意组合模型主要有组合包、培训模型、工业模型三大系列，涵盖了机械、电子、控制、气动、汽车技术、能源技术和机器人技术等领域和高新学科，在美国被 PLTW（Project Lead The Way-非营利官方机构，即专为培训全国的中小学教师及学生）作为工程项目教学实践和基础性研究的首选产品。
	VEX	VEX 是美国太空总署（NASA）、美国易安信公司（EMC）、亚洲机器人联盟（Asian Robotics League）雪佛龙，德州仪器，诺斯罗普·格鲁曼公司，和其他美国公司大力支持的机器人项目。学生以及成人可以大胆发挥自己的创意，根据当年发布的规则，用手中的工具和材料创作出自己的机器人。
韩国	乐博趣	乐博趣机器人由韩国 ROBORTON 公司开发并设计课程，经过多年发展，ROBORTON 机器人教育课程在韩国幼儿园以及中小学被设为必修课程。香港乐博趣于 2013 年成立，并于 2014 年进入内地，代理乐博趣机器人，推广乐博趣机器人教育项目。目前乐博趣的加盟校区分布在全国 30 个省或直辖市，为当地儿童提供机器人教育。
	韩端	韩端机器人是中韩合资企业，于 2002 年在韩国成立。2008 年公司在深圳成立事业部，2009 年在中国成立研发部。公司专注于教育器材的制作，产品销往全球 23 个国家。韩端机器人是器材提供商，专门为培训机构提供器材，目前全国已经有 800 多家培训机构使用韩端机器人，包括熊孩子、中科乐、好小子等。韩端的产品和乐高产品不同，其模块有 6 个面，在搭建过程中会有更高的出错率，对儿童有更好的思维锻炼。
中国	钟鸣	中鸣机器人由广州中鸣数码科技有限公司开发。广州中鸣数码科技有限公司是一家专门从事教学机器人、娱乐机器人、实验机器人、仿生机器人产品研发的高科技企业。公司拥有一系列自主知识产权的机器人产品，包括积木式机器人、IQ 系列智能机器甲虫、15 自由度 6 足机器兽、15 自由度 4 足机器狗、6 自由度机器手等最具代表性的机器人产品、学习套件以及控制软件。
	紫光	紫光机器人由南京紫光科教仪器有限公司生产经营，销售网络覆盖全国各省。南京紫光是中国青少年机器人竞赛委员会委员单位，国际机器人奥林匹克委员会委员单位，并与中国科协合作，承担“中国青少年机器人竞赛”活动常规比赛项目的专项竞赛任务——IARC。
	哈工大	哈工大教育机器人是哈工大机器人集团旗下专注于机器人教育的业务板块。依托哈工大多年关于机器人研发技术的沉淀、政府对高新产业的支持力度，先后开发了由易到难、适用不同成长阶段的教育机器人产品。公司产品分为学前系列（4-8 岁）CUBEWORKS、小学系列（8-12 岁）ROKITSAMRT 以及中学系列 HUNOI。公司为儿童设计了一系列机器人课程，包括入门课程、教授机器人知识的中高级课程以及教授机器人应用的特别课程。同时，公司还为比赛、教师以及专业人士制定了一系列特殊课程。

资料来源：中银证券

乐博教育牵手上市公司，打造人才、品牌、资金三重壁垒

儿童科技教育行业市场成熟度低，即便是龙头企业也尚未展现明显的规模优势和壁垒。我们认为具有人才、品牌、和资金优势的企业将在各路玩家的竞争中处于优势，有望脱颖而出。

乐博创始人经验丰富，核心团队利益深度绑定。人才团队是教育公司的核心竞争力。乐博教育董事长侯景刚从事教育行业多年，在成立乐博教育之前，先后在新东方、安博等机构工作，并有过 3 次幼儿教育行业创业经历，对幼儿教育行业有着深入的了解和独到的看法。公司 5 名团队成员在本次方案中均持有上市公司股份，锁定 4 年，并作出业绩承诺。63 位高管通过参与募集配套资金参股，并锁定三年。核心团队的利益与上市公司深度绑定，未来团队稳定性无虞。

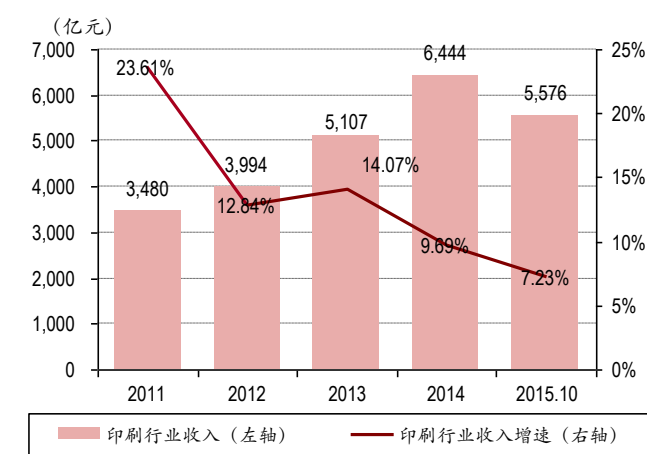
借力韩国最大的教育机器人品牌，处于国内 STEAM 教育第一集团。ROBOROBO 是韩国最大的教育机器人提供商，也是韩国最大的机器人培训学校，除韩国外，产品远销欧美、新加坡和港台。公司作为乐博中国总代理，在品牌和教育方式上具有独到的优势，赢在了起跑线。此外，公司目前共有 178 家校区，在校区数量上领先于同行业竞争对手，在营收规模上仅次于乐高。广泛的渠道和优质的课程有助于公司塑造品牌，打造护城河。

牵手上市公司，为下一步扩张提供资金后盾。教育行业跑马圈地的扩张模式对资金要求较高，乐博教育牵手盛通之后，渠道扩张将更加游刃有余。此外，研发投入、业务链延伸、产业链延伸均对资本有较高的要求，上市公司持续的资金投入将助力乐博教育提升核心竞争力、增强客户粘性。

盛通股份：拥有教育基因的印刷公司，后续拓展值得期待

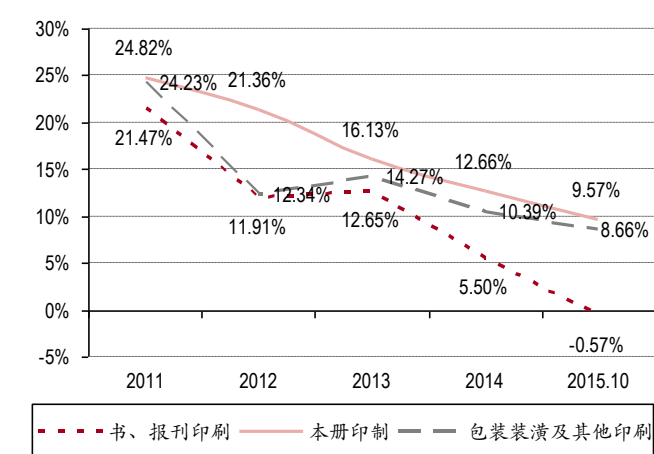
印刷行业增速趋稳，技术领先、有规模优势企业将受益于集中度提升。受电子媒介和经济增速下滑等因素冲击，印刷行业近几年由高增长转向增速趋稳。2014年和2015年前10个月增速分别为9.69%和7.23%。其中，受新媒体冲击严重的书、报刊印刷行业增速下滑最明显，包装印刷子行业情况相对较好。在产能过剩、环保加严的背景下，我们认为总量低速增长、行业向技术领先、有规模优势的企业集中将是印刷行业未来的发展特征。

图表 32. 2011-2015.10 印刷行业营业收入及其增速



资料来源：万得

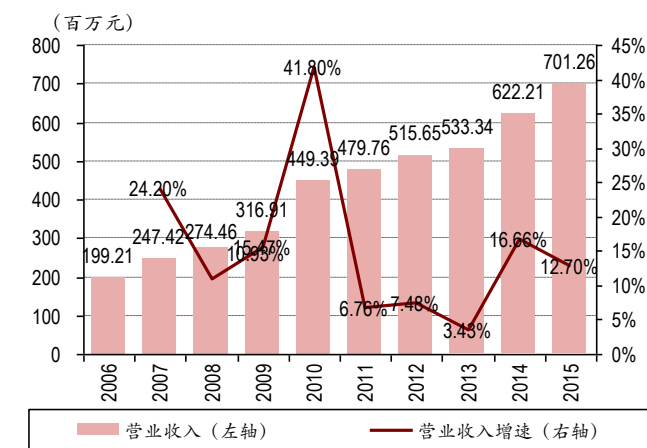
图表 33. 2011-2015.10 各类印刷子行业增速



资料来源：万得

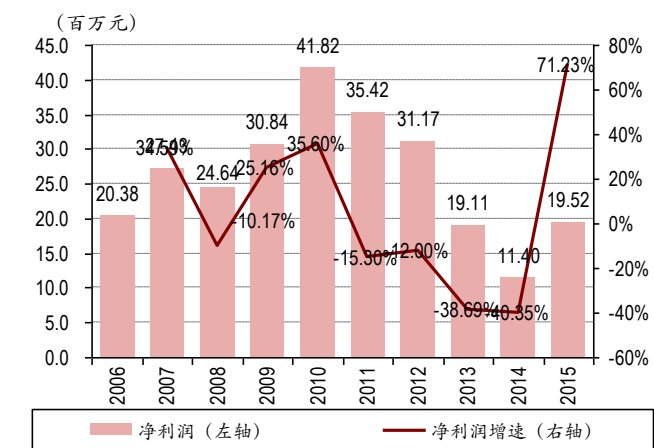
盛通股份印刷收入逐年增长，良好现金流为转型提供子弹。公司拥有北京、上海、廊坊5家生产基地，专注于文化出版物、大型商务印刷，并积极开拓云印刷业务。在行业景气度下滑的情况下，公司通过调整产品结构等方式维持收入连续增长。同时，公司经营现金流情况也较为良好，为后续转型提供子弹。

图表 34. 2006-2015 年盛通股份营收及其增速

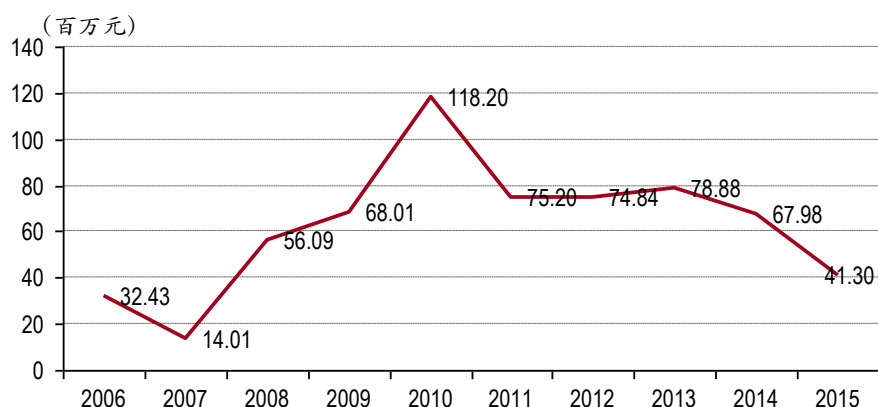


资料来源：公司公告

图表 35. 2006-2015 年盛通股份净利润及其增速

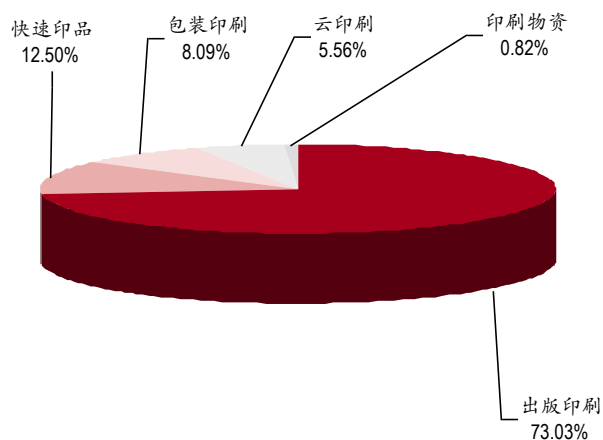


资料来源：公司公告

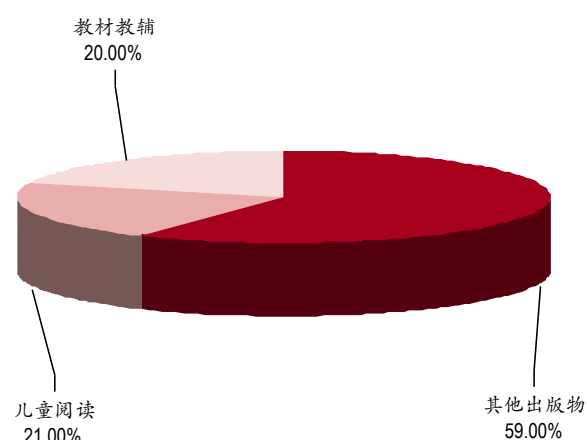
图表 36. 2006-2015 年盛通股份经营现金流


资料来源：公司公告

公司教育出版服务收入占比较大，拥有向教育产业转型的文化基因。出版印刷是公司的主要收入来源，在出版服务收入中，儿童阅读材料占比 21%，教材教辅占比 20%。此外，公司服务的客户包含人民教育出版社、外语与教研出版社、高等教育出版社、北师大出版社、团中央少儿出版社等，拥有教育产业相关的内容与渠道资源，具备向教育产业转型的基因。

图表 37. 2015 年盛通股份收入分类


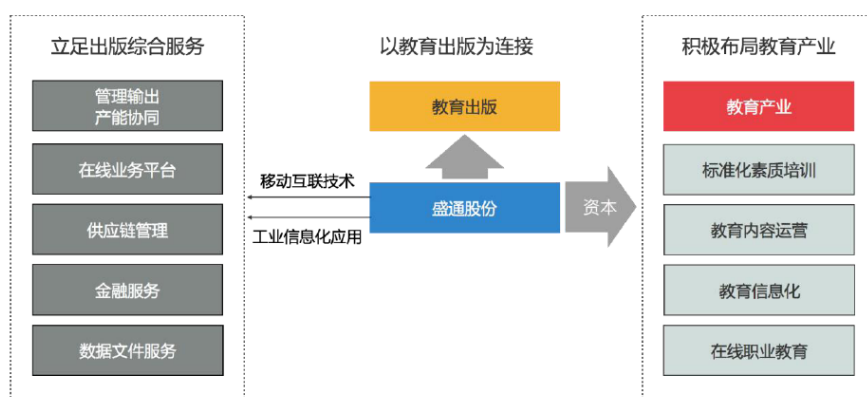
资料来源：公司公告

图表 38. 盛通股份 2015 年出版服务产品类别占比


资料来源：中银证券

以教育出版为连接，坚定布局教育产业。教育和出版具有天然的联系，公司利用自身的文化基因，以教育出版为纽带，坚定布局教育产业。未来外延方向将聚焦教育行业，借助资本工具整合教育产业资源。依托在出版文化领域的行业地位、客户基础和核心资源，打造教育、出版文化综合服务生态圈。

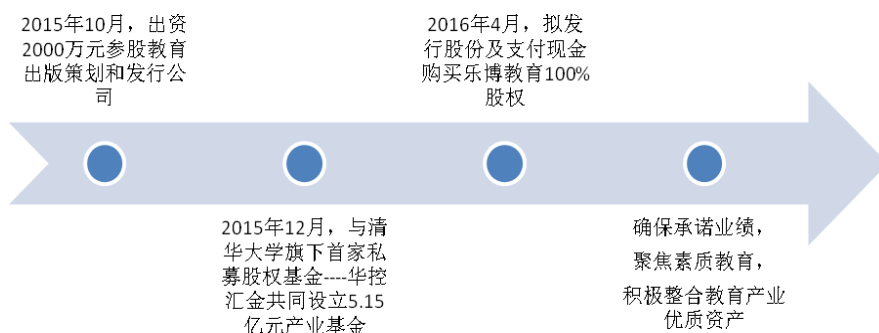
图表 39. 盛通股份战略布局



资料来源：公司公告

2015 年起教育产业布局循序渐进，后续拓展值得期待。公司此前已经在教育领域有所布局，包括参股教育出版策划和发行公司、与清华大学旗下基金华控投资共同设立产业基金。此次公司收购乐博教育，介入市场成熟度低、整体增速较快的素质教育领域，同时又通过增发方案引进了新东方系股东，标志着公司向教育产业转型之路的升华。去年 11 月，公司股权激励和员工持股计划均落地，高管动力十足，后续在教育产业的进一步布局值得期待。

图表 40. 盛通股份教育产业布局规划



资料来源：中银证券

盈利预测

总量低速增长、行业向技术领先、有规模优势的企业集中将是印刷行业未来的发展特征，我们预计公司传统印刷主业增速未来三年将保持稳定增长，云印刷业务拓展则因投入加大有望加速。预计 2016-2018 年印刷主业贡献 2,730、3,439、3,931 万元的净利润，我们给予 16 年净利润 30 倍市盈率，对应市值 8.19 亿元。

我们测算 2020 年机器人培训市场规模将达 443 亿元，乐博教育作为国内校区数量第一，营收规模第二的机构，处于领先地位，假设 2020 年市占率达到 2%，则营收规模为 8.86 亿元，以公司公告中预测的永续期 19% 的净利率计算对应净利润为 1.68 亿元，给予 45 倍市盈率，对应市值为 75.6 亿元，按 15% 的回报率折现至 2016 年市值为 43.22 亿元。

假设乐博教育于 2016 年年中开始并表，以本次发行股份后总股本 1.64 亿股计算，公司 2016-2018 年摊薄后每股收益分别为 0.24、0.41、0.49 元/股。我们给予公司印刷板块 8.19 亿元市值，教育板块 43.22 亿元市值，合计市值 51.41 亿元，以摊薄后股本计算对应目标价 31.35 元/股，给予 **谨慎买入** 评级。

图表 41.2014-18E 年公司收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入					
出版印刷	440.47	512.18	563.40	591.57	621.15
同比增长(%)	5.64	16.28	10.00	5.00	5.00
快速印品	81.54	87.63	92.01	96.61	101.44
同比增长(%)	36.00	7.47	5.00	5.00	5.00
包装印刷	40.72	56.72	73.73	88.48	101.75
同比增长(%)	56.22	39.29	30.00	20.00	15.00
云印刷	42.91	38.98	40.93	45.02	54.03
同比增长(%)	79.21	(9.16)	5.00	10.00	20.00
乐博	35.53	90.81	157.29	203.04	251.89
同比增长(%)		155.57	73.20	29.09	24.05
毛利率(%)					
其中：出版印刷	15.45	18.62	18.00	18.00	18.00
快速印品	15.09	13.64	15.00	15.00	15.00
包装印刷	13.03	16.29	18.00	20.00	20.00
云印刷	17.30	13.06	15.00	15.00	15.00
乐博	30.17	45.66	49.87	50.27	50.97
费用率(%)					
销售费用率	5.45	5.65	6.46	7.44	7.67
管理费用率	7.78	7.95	8.46	9.10	9.25

资料来源：公司资料，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	622	701	857	1,035	1,142
销售成本	(523)	(579)	(682)	(786)	(856)
经营费用	(24)	(46)	(74)	(120)	(149)
息税折旧前利润	75	77	101	128	136
折旧及摊销	(62)	(57)	(62)	(60)	(54)
经营利润(息税前利润)	14	20	39	68	82
净利息收入/(费用)	2	(2)	(6)	(3)	(1)
其他收益/(损失)	(62)	(50)	(49)	(47)	(41)
税前利润	12	22	46	77	92
所得税	(1)	(3)	(6)	(10)	(12)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	11	20	40	67	80
核心净利润	9	6	26	54	67
每股收益(人民币)	0.069	0.119	0.242	0.408	0.487
核心每股收益(人民币)	0.052	0.039	0.161	0.327	0.407
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.025	0.048	0.082
收入增长(%)	n.a.	13	22	21	10
息税前利润增长(%)	n.a.	43	97	76	20
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	2	32	27	6
每股收益增长(%)	n.a.	71	103	69	20
核心每股收益增长(%)	n.a.	(27)	317	103	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	12	22	46	77	92
折旧与摊销	62	57	62	60	54
净利息费用	1	4	7	5	4
运营资本变动	(18)	(14)	(20)	0	0
税金	1	3	6	10	12
其他经营现金流	11	(31)	(17)	(52)	(41)
经营活动产生的现金流	68	41	83	99	120
购买固定资产净值	(77)	171	0	0	0
投资减少/增加	0	(2)	0	0	0
其他投资现金流	(101)	(274)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(178)	(105)	0	0	0
净增权益	0	3	0	29	0
净增债务	32	8	0	0	0
支付股息	0	0	(4)	(8)	(13)
其他融资现金流	(29)	57	(26)	(5)	(4)
融资活动产生的现金流	3	68	(30)	16	(17)
现金变动	(107)	5	53	116	103
期初现金	171	86	70	123	238
公司自由现金流	(107)	(61)	84	101	123
权益自由现金流	(78)	(59)	76	95	116

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	86	70	123	238	341
应收帐款	176	210	256	310	342
库存	161	150	177	204	222
其他流动资产	22	34	41	49	54
流动资产总计	445	464	597	801	959
固定资产	497	528	554	495	443
无形资产	68	66	64	63	61
其他长期资产	66	167	81	81	81
长期资产总计	636	774	712	651	598
总资产	1,081	1,237	1,309	1,452	1,557
应付帐款	142	146	172	198	216
短期债务	108	120	100	100	100
其他流动负债	204	236	266	296	316
流动负债总计	454	502	538	594	631
长期借款	32	41	41	41	41
其他长期负债	5	45	45	45	45
股本	132	135	135	164	164
储备	458	514	550	609	675
股东权益	590	649	685	772	839
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,081	1,237	1,309	1,452	1,557
每股帐面价值(人民币)	3.60	3.96	4.18	4.71	5.12
每股有形资产(人民币)	3.96	4.32	4.60	4.33	4.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.41	0.67	0.13	(0.60)	(1.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	10.9	11.8	12.4	11.9
息税前利润率(%)	2.2	2.8	4.5	6.6	7.2
税前利润率(%)	2.0	3.2	5.3	7.4	8.0
净利率(%)	1.8	2.8	4.6	6.5	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.1	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	4.0	2.9	5.2	10.4	12.5
净权益负债率(%)	9.3	13.9	2.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2
估值					
市盈率(倍)	397.2	231.6	114.3	67.7	56.6
核心业务市盈率(倍)	526.0	715.8	171.5	84.4	67.9
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	597.5	813.1	194.8	95.9	77.1
市净率(倍)	7.7	7.0	6.6	5.9	5.4
价格/现金流(倍)	66.5	109.5	54.5	45.5	37.7
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	50.2	49.8	37.1	28.2	25.9
周转率					
存货周转天数	112.2	97.9	87.4	88.3	90.7
应收帐款周转天数	103.4	109.2	99.3	99.8	104.1
应付帐款周转天数	83.0	75.9	67.6	65.2	66.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.2	11.9	16.7
净资产收益率(%)	1.9	3.0	5.9	9.2	9.9
资产收益率(%)	1.2	1.4	2.7	4.3	4.8
已运用资本收益率(%)	2.3	2.8	4.9	8.1	9.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

盛通股份 (002599.CH/人民币 27.60, 谨慎买入)

以 2015 年 5 月 27 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371