

盛通股份(002599.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

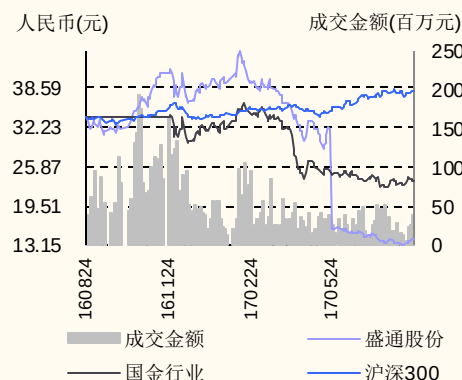
公司点评

市场价格(人民币): 14.65 元
目标价格(人民币): 22.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	182.27
总市值(百万元)	4,626.81
年内股价最高最低(元)	44.49/13.15
沪深 300 指数	3756.09
深证成指	10619.34



相关报告

- 1.《入股编程猫，或进军少儿编程领域-入股编程猫，或进军少儿编程领域...》，2017.5.16
- 2.《2016 年年报点评：印刷主业回暖，教育业务完成业绩承诺稳步...》，2017.4.27
- 3.《拟设立第二期员工持股计划，业绩持续超预期或可期-拟设立第二期...》，2017.4.12
- 4.《股权激励预案发布，骨干员工利益深度绑定注入长期增长动力》，2017.4.5
- 5.《盛通股份业绩快报点评：主业经营回暖，教育产业扬帆起航》，2017.2.28

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

盛通股份 2017 半年报点评——营收同增 39%，净利同增 113%，各项业务稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.145	0.270	0.229	0.347	0.468
每股净资产(元)	4.81	5.09	5.43	6.27	7.39
每股经营性现金流(元)	0.30	1.10	1.39	1.37	2.22
市盈率(倍)	101.03	54.26	63.97	42.22	31.30
行业优化市盈率(倍)	96.96	96.96	96.96	96.96	96.96
净利润增长率(%)	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
净资产收益率(%)	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
总股本(百万股)	135.00	135.00	324.01	324.01	324.01

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 8月24日晚，盛通股份发布2017年半年报。2017H1，公司实现营业收入5.25亿元，同比增长39.32%；实现归属于上市公司股东的净利润0.30亿元，同比增长113.38%。
- 出版+教育齐头并进，教育、出版文化综合服务生态圈雏形已现。报告期内，印刷综合服务业务营业收入4.53亿，同比增长20.28%，占公司总收入的86.34%，毛利率17.30%。教育业务营业收入7169万元，毛利率38.63%。
- 业务领域不断延拓，素质教育板块建设持续进行。公司加快投资并购的步伐，持续布局STEAM教育健康格局。公司2016年收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造STEAM教育第一股。乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位，为STEAM品牌塑造提供有力保障。报告期内，子公司入股编程猫（少年编程）、小橙堡（儿童剧），实现优势互补、资源整合。盛通进一步塑造STEAM教育品牌，有利于吸纳整合优质教育资源，未来教育产业链可期。
- 报告期内，公司发布第二期员工持股计划。本次员工持股计划向员工募集3000万元劣后级份额，按照1:2的杠杆，优先级份额为6000万元，共9000万元。已购买公司股票257万股，共计3546万元，占总数的39.4%。

投资建议

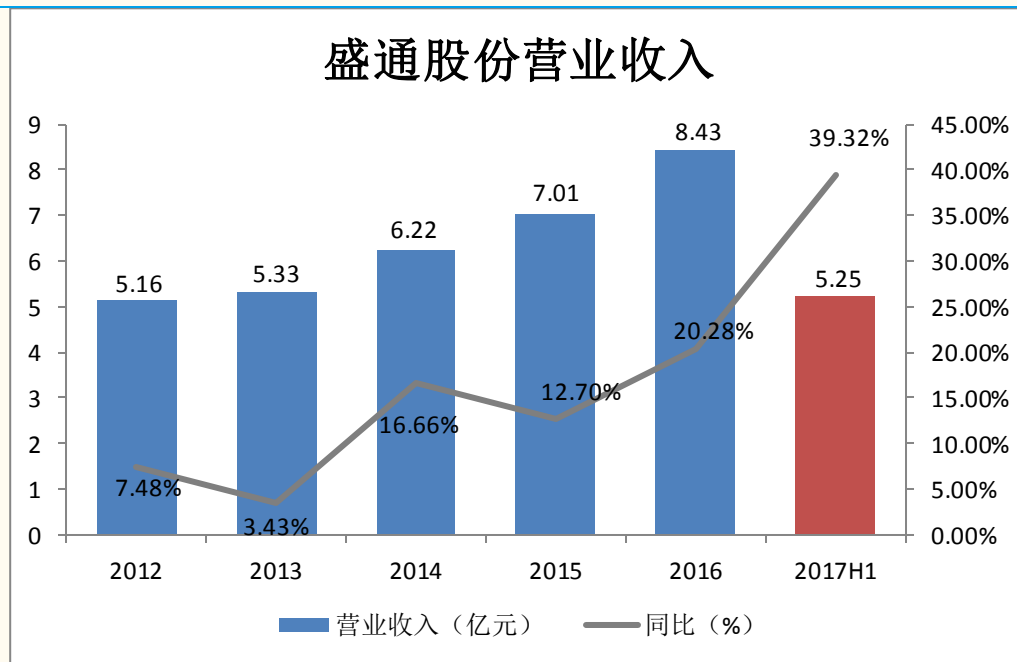
- 投资建议：报告期内，盛通股份业绩增长显著。其印刷综合服务业务保持增长趋势，收入同比增长20.28%至4.53亿元。乐博教育实现营业收入7163万元，同比增长14.9%，实现净利润655.4万元，同比增长13.2%，业绩稳定增长。直营网点有计划地在扩张，预计2017年将新增19个直营网点，总网点数达102个。教育业务利润有望继续增长，预计乐博教育全年能顺利完成业绩承诺。预计公司2017-2019年EPS为0.23元、0.35元、0.47元，对应PE64x,42x,31x，目标价22元，维持买入评级。
- 风险提示：教育业务拓展或不达预期

1 盛通股份 2017 年半年报财务数据：营收 5.25 亿元净利 0.30 亿元，持续高增长

1.1 营收 39.32%增速上升，净利高增长 113.38%

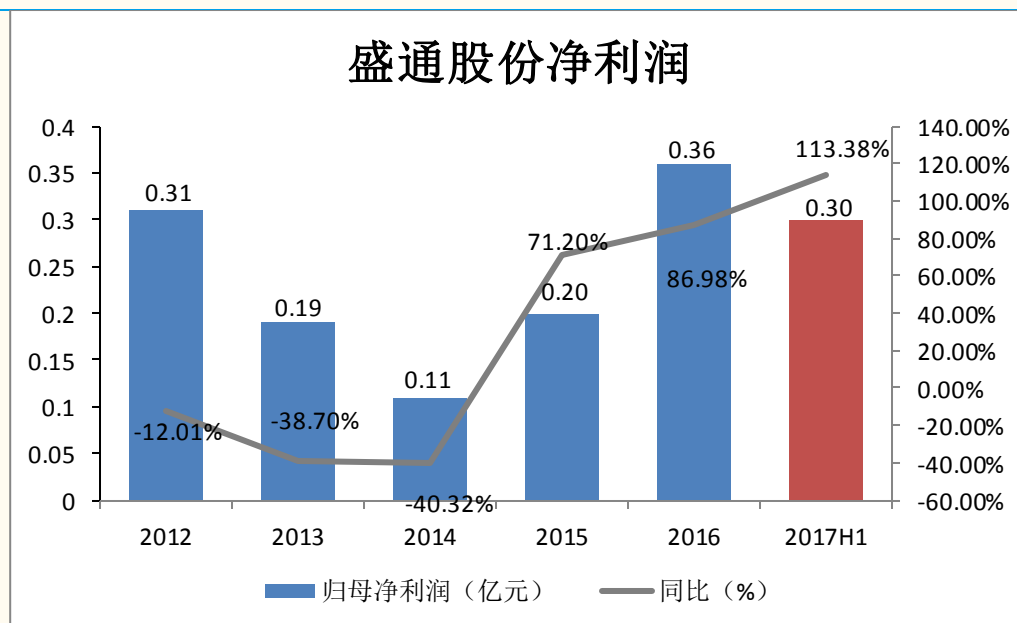
- 8 月 24 日晚，盛通股份发布 2017 年半年报。2017H1，公司实现营业收入 5.25 亿元，同比增长 39.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.30 亿元，同比增长 113.38%。

图表 1：盛通股份营业收入



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 2：盛通股份净利润

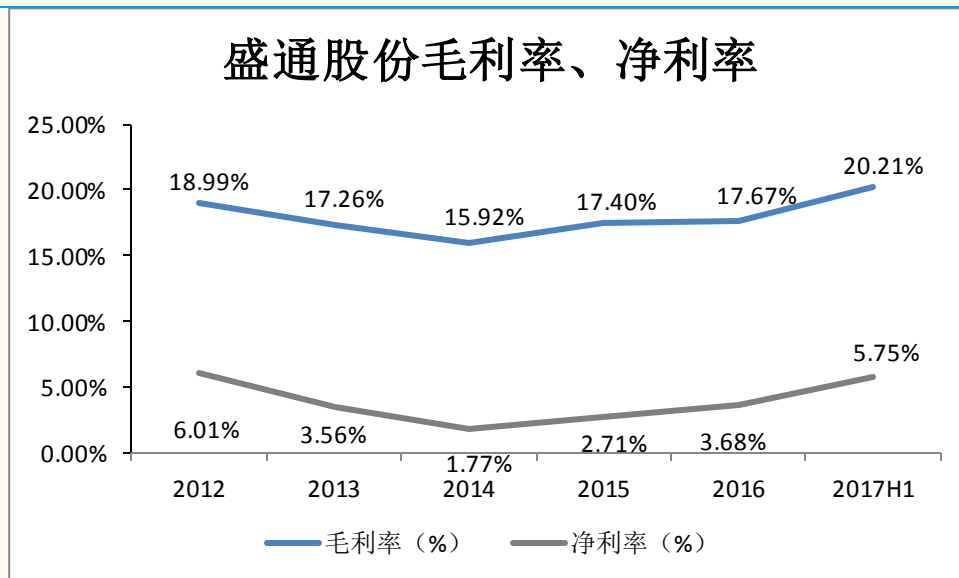


来源：公司公告, 国金证券研究所

1.2 毛利率 20.21%净利率 5.75%，呈逐年上升趋势

- 2017 年上半年，公司整体毛利率 20.21%，与上年同期持平；公司整体净利率 5.75%。且可以看出，公司毛利率、净利率呈逐年上升的趋势。

图表 3：盛通股份毛利率、净利率

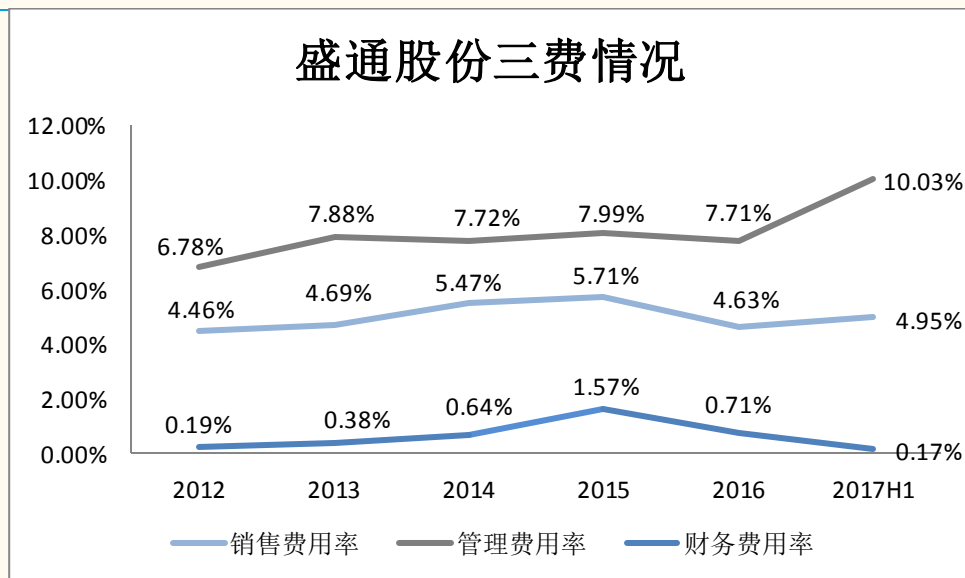


来源：公司公告, 国金证券研究所

1.3 销售、管理费用占比上升，财务费用占比下降

- 2017H1，公司销售费用率，管理费用率上升，主要原因是乐博教育并入报表。财务费用下降较大，减幅为 79.65%，主要原因为借款利息支出减少及本期募投项目专项资金形成的利息收入增加。

图表 4：盛通股份三费情况



来源：公司公告, 国金证券研究所

2 出版+教育齐头并进，教育、出版文化综合服务生态圈雏形已现

- 盛通股份坚持其教育、出版文化综合服务生态圈的发展战略。报告期内，公司完成乐博教育的并购，投资编程猫、小橙堡；并充分利用“出版服务云平台”，深挖出版业务增长能力。

- 报告期内，印刷综合服务业务营业收入 4.53 亿，同比增长 20.28%，占公司总收入的 86.34%，毛利率 17.30%。
- 教育业务营业收入 7169 万元，毛利率 38.63%。2017 年上半年，乐博教育实现营业收入 7163 万元，同比增长 14.9%，实现净利润 655.4 万元，同比增长 13.2%，业绩稳定增长。

2.1 机器人教育龙头，打造最科学合理的教育体系

- 2016 年，公司发行股份&现金合计 4.3 亿元收购乐博教育 100%股权，并于 2017 年 1 月 11 日完成工商变更登记，本报告期顺利并表。乐博教育系全国最大的机器人教育机构，发展迅速。其创始人深耕教育行业多年，经验丰富。且课程科学合理，逐层递进符合教育规律。
- 报告期内，乐博教育实现营业收入 7163 万元，同比增长 14.9%，实现净利润 655.4 万元，同比增长 13.2%。乐博教育业绩稳定增长，直营网点有计划扩张，预计 2017 年将新增 19 个直营网点，总网点数达 102 个，盈利能力将持续释放。
- 深耕机器人教育，研发新品类课程。乐博在延续原有的机器人培训的基础之上，不断研发新课程，其中 Python, Scratch 课程已在多地开展。我们认为，目前较为分散的机器人教育市场中，乐博教育已经成为最大规模的机构，而未来凭借优秀的课程体系，合理的管理体系，高质量的服务，有望进一步扩张，强化品牌知名度，扩大市场占有率，成为机器人教育的龙头企业，并引领整个市场的标准制定以产生超额利润。

入股编程猫、小橙堡，持续布局素质教育

- 进军少年编程，呼应乐博机器人教育。编程猫进校资源极强，用户体量领先绝大多数国内竞争对手。目前已累计注册用户 20 余万人，进入几百所中小学，月活达到 4 万余人，二次购买率达到 83%。编程猫将协同乐博教育的机器人业务，实现优势互补、资源整合，稳步进军少儿编程领域，进一步完善编程教育资源配置。
- 关注儿童剧，延续教育文化基因。小橙堡系亲子类文化艺术综合服务提供商，聚焦儿童剧业务，并在 15 年、16 年连续两年儿童剧机构票房收入排名第一。儿童剧业务与先前布局的编程教育具有差异化，能有效实现领域互补，并有协同效应。且公司主业为出版印刷，天然具有优秀的教育文化基因，增资小橙堡或助力公司打造教育文化生态圈。
- 业务领域不断延拓，素质教育板块建设持续进行。公司加快投资并购的步伐，持续布局 STEAM 教育健康格局。公司 2016 年收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造 STEAM 教育第一股。乐博教育凭借其在在机器人教育市场领先地位，为 STEAM 品牌塑造提供有力保障。盛通 STEAM 教育品牌的进一步塑造，有利于吸纳整合优质教育资源，未来教育产业链可期。

股权激励协同二期员工持股计划，深度绑定骨干员工利益

- 报告期内，公司发布限制性股权激励计划。本次股权激励计划已于 6 月 13 日向符合授权条件的 197 名激励对象授予限制性股票 328 万股，授予价格为每股 9.485 元。本激励计划的解除限售考核年为 2017-2019 年三个会计年，每个会计年考核一次，以达到绩效考核目标作为解除限售条件。
- 报告期内，公司发布第二期员工持股计划。本次员工持股计划向员工募集 3000 万元劣后级份额，按照 1:2 的杠杆，优先级份额为 6000 万元，共 9000 万元。已购买公司股票 257 万股，共计 3546 万元，占总数的 39.4%。本次员工持股计划的对象为公司高管 6 人及其余核心骨干员工 248 人，锁定期为 12 个月，存续期为 24 个月。

- 本次股权激励计划协同二期员工持股计划将深度绑定骨干员工利益，注入长期增长动力。公司进一步建立健全员工长效激励机制，充分调动核心员工的积极性，促使员工和公司齐心协力，共谋未来长久发展。且股权激励计划解锁条件和业绩等考核绑定，有效激励公司业绩增长。

3 投资建议

- 报告期内，盛通股份业绩增长显著。其印刷综合服务业务保持增长趋势，收入同比增长 20.28%至 4.53 亿元。乐博教育实现营业收入 7163 万元，同比增长 14.9%，实现净利润 655.4 万元，同比增长 13.2%，业绩稳定增长。直营网点有计划地在扩张，预计 2017 年将新增 19 个直营网点，总网点数达 102 个。教育业务利润有望继续增长，预计乐博教育全年能顺利完成业绩承诺。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.23 元、0.35 元、0.47 元，对应 PE64x,42x,31x，目标价 22 元，维持买入评级。
- 风险提示：教育业务拓展或不达预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	622	701	843	1,094	1,227	1,357
增长率		12.7%	20.3%	29.7%	12.2%	10.6%
主营业务成本	-523	-579	-694	-837	-910	-982
%销售收入	84.1%	82.5%	82.3%	76.5%	74.1%	72.3%
毛利	99	122	150	257	318	376
%销售收入	15.9%	17.5%	17.7%	23.5%	25.9%	27.7%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-5	-6	-7
%销售收入	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-34	-40	-39	-49	-55	-61
%销售收入	5.4%	5.6%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-48	-56	-65	-109	-123	-136
%销售收入	7.8%	7.9%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	15	23	39	93	134	172
%销售收入	2.4%	3.3%	4.6%	8.5%	10.9%	12.7%
财务费用	-4	-11	-6	-8	-7	0
%销售收入	0.7%	1.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.0%
资产减值损失	-1	-3	-5	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	9	27	82	126	171
营业利润率	1.5%	1.3%	3.2%	7.5%	10.3%	12.6%
营业外收支	3	13	17	3	3	3
税前利润	12	22	44	85	129	174
利润率	2.0%	3.2%	5.2%	7.8%	10.5%	12.8%
所得税	-1	-3	-7	-11	-17	-23
所得税率	6.7%	13.1%	16.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	11	19	37	74	112	152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	11	20	36	74	112	152
净利率	1.8%	2.8%	4.3%	6.8%	9.2%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11	19	37	74	112	152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	62	65	63	64	67
非经营收益	4	2	8	15	8	2
营运资金变动	-12	-43	40	34	0	78
经营活动现金净流	68	41	149	187	185	300
资本开支	-178	-120	-79	-93	-105	-107
投资	0	-22	-11	-1	0	0
其他	0	37	13	0	0	0
投资活动现金净流	-178	-105	-77	-94	-105	-107
股权募资	0	43	0	-28	0	0
债权募资	36	19	-25	18	-68	-103
其他	-33	6	-11	-11	-11	-5
筹资活动现金净流	3	68	-36	-21	-79	-108
现金净流量	-107	4	36	71	0	85

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	86	70	129	200	200	285
应收款项	180	228	300	298	334	370
存货	161	150	145	181	197	213
其他流动资产	18	16	17	9	10	11
流动资产	445	464	591	688	741	878
%总资产	41.1%	37.5%	42.4%	45.3%	45.8%	48.9%
长期投资	0	22	33	34	33	33
固定资产	512	614	679	730	778	821
%总资产	47.4%	49.6%	48.8%	48.0%	48.1%	45.7%
无形资产	68	67	69	67	66	64
非流动资产	636	774	802	831	876	919
%总资产	58.9%	62.5%	57.6%	54.7%	54.2%	51.1%
资产总计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797
短期借款	108	120	110	172	104	0
应付款项	331	361	506	565	616	667
其他流动负债	14	21	16	19	21	101
流动负债	454	502	632	756	741	768
长期贷款	32	41	30	30	30	31
其他长期负债	5	45	44	0	0	0
负债	491	588	706	786	771	799
普通股股东权益	590	649	687	733	846	997
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,081	1,237	1,393	1,520	1,617	1,797

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.086	0.145	0.270	0.229	0.347	0.468
每股净资产	4.472	4.809	5.090	5.433	6.266	7.389
每股经营现金净流	0.512	0.302	1.103	1.386	1.367	2.221
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.93%	3.01%	5.31%	10.13%	13.30%	15.19%
总资产收益率	1.05%	1.58%	2.62%	4.89%	6.96%	8.43%
投入资本收益率	1.90%	2.47%	3.89%	8.67%	11.87%	14.55%
增长率						
主营业务收入增长率	16.66%	12.70%	20.28%	29.70%	12.19%	10.60%
EBIT 增长率	-33.71%	54.43%	68.10%	140.89%	43.39%	28.71%
净利润增长率	-40.32%	71.20%	86.98%	103.62%	51.36%	34.69%
总资产增长率	9.35%	14.46%	12.62%	9.09%	6.42%	11.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.9	100.4	107.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	103.9	97.9	77.6	79.0	79.0	79.0
应付账款周转天数	89.3	90.6	88.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	291.6	274.7	292.9	226.1	200.8	179.9
偿债能力						
净负债/股东权益	9.28%	13.89%	1.58%	0.18%	-7.89%	-25.51%
EBIT 利息保障倍数	3.4	2.2	6.1	11.8	19.2	366.2
资产负债率	45.39%	47.51%	50.65%	51.72%	47.67%	44.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	5
增持	0	0	1	1	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	1.75	1.75	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-10	买入	39.00	44.87~44.87
2	2016-11-15	买入	40.30	50.00~50.00
3	2016-11-24	买入	41.06	50.00~50.00
4	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00
5	2017-04-05	买入	36.10	50.00~50.00
6	2017-04-12	买入	33.44	50.00~50.00
7	2017-04-27	买入	30.71	50.00~50.00
8	2017-05-16	买入	28.60	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD