

## 业绩快速增长, 素质教育布局逐步完善

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入5.2亿元, 同比增长39.3%, 归母净利润3020万元, 同比大幅增长113.4%, 扣非后归母净利润2007万元, 同比大幅增长423.8%。2017年前三季度预计实现归母净利润3972万至4966万元, 同比大幅增长100%至150%。
- **乐博教育并表是业绩变动主因。** 受乐博教育和传统主业增长影响, 公司业绩实现较快增长。报告期内, 公司毛利率降低1.35pp, 主要是由于毛利率较高的乐博教育并表所致。期间费用率基本与去年同期持平, 其中财务费用同比减少79.7%, 主要系报告期内募集配套资金偿还贷款后利息支出减少及本期募投项目专项资金形成利息收入增加所致。
- **外延拓展不断推进, 素质教育持续布局。** 公司是领先的综合印刷服务供应商, 定位高端印刷, 设备领先, 规模优势显著。2016年, 公司斥资4.3亿元收购国内最大的儿童机器人培训企业——乐博教育100%股权, 后者主要为4-16岁儿童提供机器人的设计、组装、编程等训练服务。公司计划通过扩校区、扩品类的方式实现公司规模的持续扩张和快速发展。

**1) 扩校区:** 报告期内, 公司异地扩张步伐持续推进, 目前在25个省市拥有83家直营店, 160家加盟店, 是国内素质教育领域实现全国异地规模化扩张的培训机构。

**2) 扩品类:** 公司深耕机器人培训业务, 开发了积木课程、单片机课程, 引入Dash&Dot、UARO机器人。此外, 公司研发Python、Scratch等新品课程, 目前已在北京、上海、杭州、南京等地开立, 将逐步铺向全国。

报告期内, 乐博教育业绩增长稳定, 实现营业收入7163万元, 同比增长14.9%, 实现净利润655万元, 同比增长13.2%。标的公司承诺2016年实现经审计后的净利润2458万元, 2016年度和2017年度经审计后的净利润累计不低于5688万元, 2016年度、2017年度和2018年度经审计后的净利润累计不低于9755万元, 2016年度、2017年度、2018年度和2019年度经审计后的净利润累计不低于14880万元, 其中2016年实现扣非后归母净利润2623万元, 超额完成165万元。

在实现与乐博教育顺利融合之后, 公司通过增资等方式投资多个素质教育项目:

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	843.45	1138.63	1292.58	1469.84
增长率	20.28%	35.00%	13.52%	13.71%
归属母公司净利润(百万元)	36.50	73.03	97.38	117.69
增长率	86.98%	100.08%	33.35%	20.85%
每股收益EPS(元)	0.11	0.23	0.30	0.36
净资产收益率ROE	5.33%	4.92%	5.20%	4.97%
PE	130	65	49	40
PB	6.91	3.19	2.53	2.00

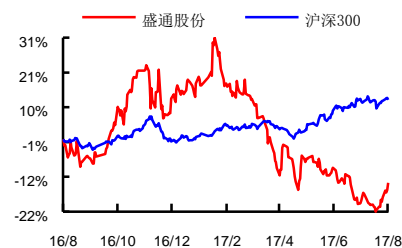
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517030001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.24
流通A股(亿股)	1.82
52周内股价区间(元)	13.15-44.49
总市值(亿元)	47.47
总资产(亿元)	21.52
每股净资产(元)	4.44

### 相关研究



1) **编程猫**: 出资 1421 万元向点猫科技增资, 获得 5% 股权。标的公司主营在线编程课程、图形化编程培训服务, 已进入全国 1000 多所中小学、拥有注册学员近 30 万人, 月活用户 8 万余人, 客户基础较好;

2) **小橙堡**: 出资 1500 万元向小橙堡增资, 获得 3% 股权。标的公司是针对 2-12 岁孩子及亲子家庭的亲子文化艺术综合服务提供商, 连续两年儿童剧机构票房收入排名第一。

通过整合行业优秀团队和行业资源, 协同效应将逐步显现, 公司素质教育核心竞争力不断提升。

- **激励充分上下齐心, 助力实现战略目标。**为激励员工积极性、实现公司战略目标, 公司分别开展了限制性股票激励和员工持股计划。其中, 限制性股票激励以 9.485 元/股的价格共授予 328 万股, 占总股本比例 1.02%, 涉及核心员工 197 人。与此同时, 公司开展员工持股计划, 目前已通过二级市场集中竞价方式累计购买 257 万股, 占总股本的 0.79%, 交易均价为 13.7982 元/股, 涉及金额 3546 万元。至此, 公司完善了股东、公司和员工利益共享机制, 充分调动员工的凝聚力, 提升了公司综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年归母净利润为 7303 万、9738 万和 1.2 亿元, 对应的 EPS 为 0.23 元、0.30 元和 0.36 元。公司是 A 股素质教育优质标的, 有望借助行业发展契机实现快速成长, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险, 业务整合或不及预期的风险, 门店扩张或不及预期的风险, 业绩承诺或不达预期的风险, 商誉减值风险。

**关键假设：**

假设 1：图书出版印刷行业平稳增长，带动公司印刷综合服务业务销量保持稳定，毛利率维持在 17% 左右；

假设 2：乐博教育线下终端拓展步入正轨，随着新老校区比例逐步下降，公司教育业务毛利率逐步提升，2017-2019 年毛利率分别为 45%、48% 和 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
印刷综合服务	收入	843.5	957.8	1075.6	1209.5
	增速	20.3%	13.6%	12.3%	12.4%
	毛利率	17.7%	17.3%	17.2%	17.1%
教育	收入	-	180.9	217.0	260.4
	增速	-	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	-	45.0%	48.0%	50.0%
合计	收入	843.4	1138.6	1292.6	1469.8
	增速	20.3%	35.0%	13.5%	13.7%
	毛利率	17.7%	21.7%	22.4%	22.9%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	843.45	1138.63	1292.58	1469.84	净利润	36.63	73.17	97.58	117.92
营业成本	693.75	891.97	1003.64	1132.70	折旧与摊销	60.42	51.45	51.45	51.45
营业税金及附加	6.34	7.40	8.14	9.11	财务费用	6.31	2.32	3.25	3.69
销售费用	39.23	56.93	59.46	67.61	资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
管理费用	65.46	97.92	107.28	122.00	经营营运资本变动	68.69	5.85	-0.59	6.96
财务费用	6.31	2.32	3.25	3.69	其他	-27.24	-5.00	-3.00	-6.00
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>150.21</b>	<b>132.80</b>	<b>153.70</b>	<b>179.02</b>
投资收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-65.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-11.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-77.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>26.91</b>	<b>77.09</b>	<b>105.80</b>	<b>129.73</b>	短期借款	-9.50	-110.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.08	9.00	9.00	9.00	长期借款	-10.97	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>43.99</b>	<b>86.09</b>	<b>114.80</b>	<b>138.73</b>	股权融资	5.58	735.14	0.00	0.00
所得税	7.36	12.91	17.22	20.81	支付股利	-4.05	-7.30	-14.61	-19.48
净利润	36.63	73.17	97.58	117.92	其他	-17.79	-2.32	-3.25	-3.69
少数股东损益	0.13	0.15	0.20	0.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-36.73</b>	<b>615.52</b>	<b>286.67</b>	<b>376.30</b>
归属母公司股东净利润	36.50	73.03	97.38	117.69	<b>现金流量净额</b>	<b>36.92</b>	<b>748.31</b>	<b>440.37</b>	<b>555.33</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	128.77	877.08	1317.45	1872.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	310.33	393.43	453.81	517.05	销售收入增长率	20.28%	35.00%	13.52%	13.71%
存货	145.14	186.61	207.98	235.98	营业利润增长率	194.18%	186.43%	37.24%	22.62%
其他流动资产	6.54	8.83	10.02	11.39	净利润增长率	88.48%	99.77%	33.35%	20.85%
长期股权投资	2.44	2.44	2.44	2.44	EBITDA 增长率	18.63%	39.73%	22.66%	15.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	679.27	635.26	591.24	547.23	毛利率	17.75%	21.66%	22.35%	22.94%
无形资产和开发支出	65.63	58.54	51.46	44.37	三费率	13.16%	13.80%	13.15%	13.15%
其他非流动资产	55.07	54.71	54.36	54.00	净利率	4.34%	6.43%	7.55%	8.02%
<b>资产总计</b>	<b>1393.18</b>	<b>2216.91</b>	<b>2688.76</b>	<b>3285.25</b>	ROE	5.33%	4.92%	5.20%	4.97%
短期借款	110.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.63%	3.30%	3.63%	3.59%
应付和预收款项	450.10	562.18	634.90	720.03	ROIC	3.83%	9.44%	13.58%	17.59%
长期借款	29.61	29.61	29.61	29.61	EBITDA/销售收入	11.10%	11.49%	12.42%	12.58%
其他负债	115.93	136.57	148.19	161.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>705.64</b>	<b>728.36</b>	<b>812.70</b>	<b>911.28</b>	总资产周转率	0.64	0.63	0.53	0.49
股本	135.00	324.01	324.01	324.01	固定资产周转率	1.40	1.74	2.12	2.59
资本公积	317.54	863.67	863.67	863.67	应收账款周转率	3.40	3.53	3.34	3.31
留存收益	234.66	300.39	383.17	481.38	存货周转率	4.70	5.38	5.06	5.07
归属母公司股东权益	687.20	1488.06	1875.37	2373.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.54%	—	—	—
少数股东权益	0.34	0.49	0.68	0.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>687.54</b>	<b>1488.55</b>	<b>1876.06</b>	<b>2373.97</b>	资产负债率	50.65%	32.85%	30.23%	27.74%
负债和股东权益合计	1393.18	2216.91	2688.76	3285.25	带息债务/总负债	19.79%	4.07%	3.64%	3.25%
					流动比率	0.93	2.24	2.69	3.15
					速动比率	0.70	1.95	2.41	2.87
					股利支付率	11.10%	10.00%	15.00%	16.55%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	93.65	130.86	160.51	184.88	<b>每股指标</b>				
PE	130.05	65.00	48.74	40.33	每股收益	0.11	0.23	0.30	0.36
PB	6.91	3.19	2.53	2.00	每股净资产	2.12	4.59	5.79	7.32
PS	5.63	4.17	3.67	3.23	每股经营现金	0.46	0.41	0.47	0.55
EV/EBITDA	20.68	29.40	23.54	17.44	每股股利	0.01	0.02	0.05	0.06
股息率	0.09%	0.15%	0.31%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn