

## 盛通股份 (002599.SZ) 买入 (维持评级)

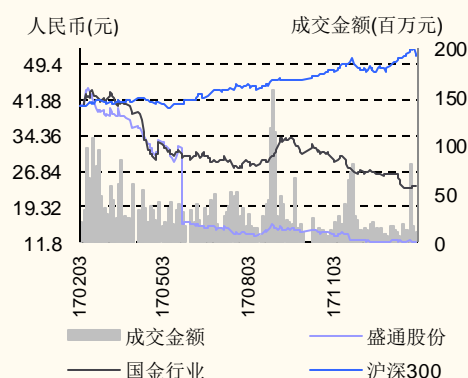
公司点评

市场价格 (人民币): 11.81 元

目标价格 (人民币): 17.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	184.64
总市值 (百万元)	3,826.51
年内股价最高最低 (元)	44.49/11.80
沪深 300 指数	4256.10
深证成指	11278.78



## 盛通股份修正 2017 年年度业绩预告, 预计归母净利润达 0.9-1 亿元超预期

## 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	0.293	0.416	0.526
每股净资产 (元)	4.81	5.09	9.01	9.85	10.91
每股经营性现金流 (元)	0.30	1.10	1.24	1.25	1.97
市盈率 (倍)	281.76	146.06	40.26	28.36	22.45
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%	160.41%	41.97%	26.33%
净资产收益率 (%)	3.01%	5.31%	6.58%	8.54%	9.74%
总股本 (百万股)	135.00	135.00	324.01	324.01	324.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2018 年 1 月 30 日, 公司公告预计 2017 年度归母净利润达 0.9 亿元-1 亿元, 高于预期主要原因是乐博教育实现业绩快速增长, 同时出版服务云平台项目带动出版服务板块实现显著增长。

## 点评

- 收购机器人教育龙头乐博教育, 2017 年 1 月开始并表, 驱动业绩增长。2016 年, 公司发行股份&现金合计 4.3 亿元收购乐博 100% 股权。乐博系全国最大的机器人教育机构, 其直营网点有计划扩张, 预计 17 年将新增 19 个直营网点, 总网点数达 102 个, 盈利能力或将持续释放。乐博 2017 年 1 月并表后驱动公司业绩增长, 未来公司教育业务有望持续保持较高速度增长。
- 入股编程猫、小橙堡、东方格希, 持续布局素质教育。公司通过入股主营少儿编程的编程猫、提供儿童剧业务的小橙堡和提供素质英语的东方格希, 进一步完善素质教育领域战略布局, 有利于公司完善资源配置, 实现领域互补, 保障其在素质教育领域的领先地位。
- 股权激励协同二期员工持股计划, 深度绑定骨干员工利益。公司以 9.485 元/股向 197 名激励对象授予限制性股票 328 万股, 同时向公司高管和核心骨干员工共 254 人发布员工持股计划。两者协同推进有利于充分调动员工积极性, 且股权激励解锁条件和业绩等考核绑定, 有效激励业绩增长。

## 盈利预测及投资建议

- 根据乐博教育业绩承诺情况, 17/18/19 年净利润分别为 0.32/0.41/0.51 亿元, 我们预计公司 17 年业绩中乐博教育贡献利润约为 0.34 亿。STEAM 教育需求持续增长, 政策催化不断, 如近期教育部门拟将编程纳入必修体系, 认知需求提升+政策持续催化下, 未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利, 公司作为 STEAM 教育最大的供应商之一, 将很大程度上享受行业的红利。此外, 公司印刷主业同样迎来快速增长, 主要原因是去产能背景下, 公司作为印刷龙头企业, 体现出较强竞争优势。本次公司上修全年盈利预期, 我们上调盈利预测, 预计 18 年、19 年 EPS 分别为 0.416 元、0.526 元, 对应 PE 为 28x、22x。建议 18 年积极关注盛通股份, 给予买入评级, 目标价 17 元。

风险提示: 教育业务拓展不及预期; 新开网点招生不及预期; 行业竞争激烈等风险。

## 相关报告

1. 《盛通股份三季报: Q1-Q3 乐博教育并表致业绩高增, 净利同比增...》, 2017 10 27
2. 《盛通股份公司点评》, 2017.8.25
3. 《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...》, 2017 5 16
4. 《2016 年年报点评: 印刷主业现回暖, 教育业务完成业绩承诺稳步...》, 2017 1 27
5. 《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

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 事件

- 2018年1月30日，公司公告，预计2017年度归属于上市公司股东的净利润达0.9亿元-1亿元，同比增幅146.58%-173.98%，相较2017年三季报的2017年年度业绩预告的0.75亿元-0.85亿元有所提升，增幅高于预期。业绩增幅高于预期主要原因是乐博教育实现业绩快速增长，同时出版服务云平台项目带动出版综合服务板块实现显著增长，收入规模及主营业务盈利能力均超预期。

## 点评

- **收购机器人教育龙头乐博教育，2017年1月开始并表，驱动业绩增长。** 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。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。乐博教育作为机器人教育市场中规模最大的机构，拥有强大的营销推广能力、市场招生能力、客户服务能力以及高效的运营管理能力。未来有望持续扩大市占率，提升品牌知名度，成为公司教育业务发展的有力基石，其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，盈利能力或将持续释放。乐博教育于2017年1月开始并表，驱动公司业绩增长，未来公司教育业务有望持续保持较高速度增长。
- **入股编程猫、小橙堡、东方格希，持续布局素质教育。** ①**编程猫**主要为针对6至16岁青少年的系列在线编程课程以及图形化编程平台。其用户体量领先绝大多数国内竞争对手，进校资源极强。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%；编程猫自主研发的图形化编程平台具有高性能及高执行效率的特点，通过社群、IP、游戏化教学激发学习兴趣，增强用户粘性。收购编程猫有助于培养孩子逻辑思维及计算思维能力、问题解决能力以及STEAM相关的多方面能力。②**小橙堡**系亲子类文化艺术综合服务提供商，拥有全产业链运营能力、标准化扩张能力及品牌建设能力，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。③**东方格希**作为青少年素质英语领域的领先者，课程内容覆盖面积广泛，满足各年龄段用户多方位需求，在开设门店、教学和人才培养方面都具有高效标准化的复制能力，目前在全国拥有23家直营门店。公司通过入股主营少儿编程的编程猫、提供儿童剧业务的小橙堡和提供素质英语的东方格希，进一步完善素质教育领域的战略布局。此外，盛通股份全资子公司盛通知行与CMS EDU等共同出资设立**盛思教维**，将充分利用CMS EDU在少儿数学思维培训领先地位，进一步深化素质教育领域的战略布局。公司通过整合多方面的STEAM教育资源，实现领域互补，保障公司在素质教育领域的领先地位。
- **政策鼓励素质教育的发展，为STEAM教育兴起提供有力的支持。** 2015年9月，十三五期间强调探索STEAM教育、创客教育等教育模式，使学生具有较强的信息意识和创新意识；2016年3月，教育部推出加强创新创造教育研究，彻底贯彻国家双创要求，为创客教育、“STEAM”课程提供教育装备支撑，探索将新的教育装备融入课堂，培训学生的创新能力、综合设计能力和动手能力；2017年2月，教育部修订完善《义务教育小学科学课程标准》，为素质教育指明方向，STEAM教育地位再次提升；2017年9月，浙江省高考改革，将技术（含通用技术和信息技术）纳入七门候选科目之一；2017年8月，国务院印发《新一代人工智能发展规划》，明确指出要在“中学学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育”；2018年1月16日，教育部印发《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017年版）》，将通用技术和信息技术的课标分别加入了机器人设计与制作、STEAM科技人文融合专题、数据管理与数据分析、人工智能初步等，以专题学习或项目学习的方式进行问题解决与科技创新。盛通股份在素质教育领域的全面布局，未来或将受益于政策利好。
- **拟携手真格基金设立产业专项基金，增强产业资本合作。** 2017年8月11日，盛通股份发布公告称，近期筹划与真格基金或其关联方共同设立教育

产业专项基金。目前公司投资金额尚未确定。本次对外投资事项不涉及关联交易。此举有助于进一步完善公司的产业布局，增强产业和资本合作，提升公司投资能力。

### 盈利预测及投资建议

- 根据乐博教育业绩承诺情况，17/18/19 年净利润分别为 0.32/0.41/0.51 亿元，我们预计公司 17 年业绩中乐博教育贡献利润约为 0.34 亿。STEAM 教育需求持续增长，政策催化不断，如近期教育部门拟将编程纳入必修体系，认知需求提升+政策持续催化下，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利，公司作为 STEAM 教育最大的供应商之一，将很大程度上享受行业的红利。此外，公司印刷主业同样迎来快速增长，主要原因是去产能背景下，公司作为印刷龙头企业，体现出较强竞争优势。本次公司上修全年盈利预期，我们上调盈利预测，预计 18 年、19 年 EPS 分别为 0.416 元、0.526 元，对应 PE 为 28x、22x。建议 18 年积极关注盛通股份，给予买入评级，目标价 17 元。

风险提示：教育业务拓展不及预期；新开网点招生不及预期；行业竞争激烈等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>622</b>	<b>701</b>	<b>843</b>	<b>1,094</b>	<b>1,227</b>	<b>1,357</b>	货币资金	86	70	129	344	437	645
增长率		12.7%	20.3%	29.7%	12.2%	10.6%	应收账款	180	228	300	298	334	370
<b>主营业务成本</b>	<b>-523</b>	<b>-579</b>	<b>-694</b>	<b>-829</b>	<b>-908</b>	<b>-982</b>	存货	161	150	145	179	196	213
%销售收入	84.1%	82.5%	82.3%	75.8%	74.0%	72.3%	其他流动资产	18	16	17	9	10	11
<b>毛利</b>	<b>99</b>	<b>122</b>	<b>150</b>	<b>265</b>	<b>319</b>	<b>376</b>	流动资产	445	464	591	830	977	1,238
%销售收入	15.9%	17.5%	17.7%	24.2%	26.0%	27.7%	%总资产	41.1%	37.5%	42.4%	40.4%	43.5%	48.6%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-5	-6	-7	长期投资	0	22	33	34	33	33
%销售收入	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	512	614	679	730	778	821
营业费用	-34	-40	-39	-46	-50	-56	%总资产	47.4%	49.6%	48.8%	35.5%	34.6%	32.2%
%销售收入	5.4%	5.6%	4.7%	4.2%	4.1%	4.1%	无形资产	68	67	69	459	458	456
管理费用	-48	-56	-65	-104	-117	-129	非流动资产	636	774	802	1,224	1,268	1,311
%销售收入	7.8%	7.9%	7.8%	9.5%	9.5%	9.5%	%总资产	58.9%	62.5%	57.6%	59.6%	56.5%	51.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>39</b>	<b>110</b>	<b>146</b>	<b>184</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,237</b>	<b>1,393</b>	<b>2,054</b>	<b>2,246</b>	<b>2,549</b>
%销售收入	2.4%	3.3%	4.6%	10.0%	11.9%	13.6%	短期借款	108	120	110	0	0	0
财务费用	-4	-11	-6	-1	6	9	应付款项	331	361	506	560	615	666
%销售收入	0.7%	1.5%	0.7%	0.1%	-0.5%	-0.7%	其他流动负债	14	21	16	19	21	101
资产减值损失	-1	-3	-5	-3	0	0	流动负债	454	502	632	579	636	768
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	32	41	30	30	30	31
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	45	44	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>491</b>	<b>588</b>	<b>706</b>	<b>609</b>	<b>666</b>	<b>798</b>
<b>营业利润</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>106</b>	<b>152</b>	<b>193</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>590</b>	<b>649</b>	<b>687</b>	<b>1,445</b>	<b>1,580</b>	<b>1,750</b>
营业利润率	1.5%	1.3%	3.2%	9.7%	12.4%	14.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	13	17	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,237</b>	<b>1,393</b>	<b>2,054</b>	<b>2,246</b>	<b>2,549</b>
<b>税前利润</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>44</b>	<b>109</b>	<b>155</b>	<b>196</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.0%	3.2%	5.2%	10.0%	12.6%	14.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1	-3	-7	-14	-20	-25	<b>每股指标</b>						
所得税率	6.7%	13.1%	16.7%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.086	0.145	0.270	0.293	0.416	0.526
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	<b>95</b>	<b>135</b>	<b>170</b>	每股净资产	4.472	4.809	5.090	9.009	9.850	10.913
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.512	0.302	1.103	1.238	1.249	1.970
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>95</b>	<b>135</b>	<b>170</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	1.8%	2.8%	4.3%	8.7%	11.0%	12.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	1.93%	3.01%	5.31%	6.58%	8.54%	9.74%
							总资产收益率	1.05%	1.58%	2.62%	4.63%	6.01%	6.69%
							投入资本收益率	1.90%	2.47%	3.89%	6.48%	7.91%	9.00%
							<b>增长率</b>						
							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%	184.07%	33.27%	25.78%
							净利润增长率	-40.32%	71.20%	86.98%	160.41%	41.97%	26.33%
							总资产增长率	9.35%	14.46%	12.62%	47.43%	9.34%	13.49%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	9.28%	13.89%	1.58%	-21.73%	-25.76%	-35.09%
							EBIT利息保障倍数	3.4	2.2	6.1	141.6	-24.3	-20.2
							资产负债率	45.39%	47.51%	50.65%	29.65%	29.65%	31.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	2	2	3	4	12
	1	1	2	3	14
	1	1	2	2	4
	1	1	1	1	1
	<b>2.20</b>	<b>2.20</b>	<b>2.13</b>	<b>2.00</b>	<b>1.81</b>

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-24	买入	41.06	50.00~50.00
2	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00
3	2017-04-05	买入	36.10	50.00~50.00
4	2017-04-12	买入	33.44	50.00~50.00
5	2017-04-27	买入	30.71	50.00~50.00
6	2017-05-16	买入	28.60	N/A
7	2017-08-25	买入	14.65	22.00~22.00
8	2017-10-27	买入	14.06	N/A

来源：国金证券研究所



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作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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH