

日期: 2018年04月27日

行业: 教育



# 出版盈利增长 72%，教育稳步推进

## ——2017 年年报点评

分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

### 基本数据 (2018.4.26)

报告日股价 (元)	12.12
12mth A 股价格区间 (元)	11.68-16.65
总股本 (百万股)	323.91
无限售 A 股/总股本	57%
流通市值 (亿元)	23.04
每股净资产 (元)	4.52
PBR (X)	2.68

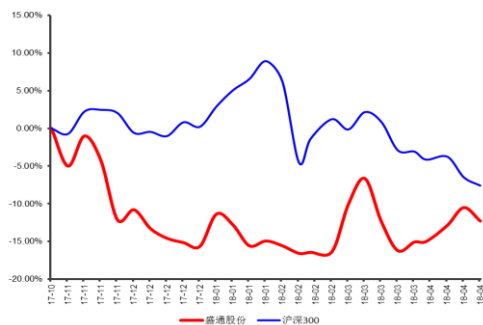
### 主要股东 (2017)

栗延秋	24.15%
贾春琳	12.86%
贾则平	6.94%
周炜	3.65%
侯景刚	3.57%

### 收入结构 (2017)

出版综合服务	86.98%
教育培训	13.02%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

《盛通股份 (002599) 2018Q1 业绩预告点评: Q1 业绩预告大增, 教育和出版齐头并进》

### ■ 公司动态事项

公司发布2017年年报, 全年实现营收14.03亿元 (+66.40%)、归属净利润9254万元 (+153.55%)、扣非归属净利润7479万元 (+248.31%)。公司拟每10股派现0.5元 (含税)。

### ■ 事项点评

#### 出版业务回暖, 盈利增长 71.7%

公司全年实现营收 14.03 元, 同比增长 66.40%, 其中出版业务收入 12.21 亿元, 同比增长 44.73%, 占比 86.98%。公司出版业务回暖, 2015-2017 年收入 CAGR 达 26.02%, 主要系环保政策引发“供给侧改革”, 低端出版印刷产能不断出清, 出版服务行业集中度提升, 公司作为出版印刷龙头企业受益于市场竞争格局的改善。公司 2017 年全面运营“出版服务云平台”项目, 适应图书产品多品种、小批量、个性化的趋势, 提升服务能力, 也带动了出版业务的增长。同时, 公司通过不断优化产能布局和运行效率提升出版业务盈利能力, 2017 年出版业务实现净利润 6290 万元, 同比大幅增长 71.73%, 占比 67.93%, 出版业务毛利率、净利率分别为 15.71% (-2.04pct) 和 5.15% (+0.81pct)。因高毛利率的教育业务并表, 公司综合毛利率提高 2.11pct 至 19.86%; 公司本期销售、管理、财务费用率分别为 3.90% (-0.75pct)、8.31% (+0.55pct)、0.03% (-0.71pct)。

#### 乐博教育: 开店放缓使得业绩增速下滑, 整体保持稳定发展

公司教育业务稳步发展, 乐博教育 2017 年实现营收 1.83 亿元, 同比增长 21.25%, 占总收入的 13.02%; 净利润 2970 万元, 同比增长 14.02%, 占总利润的 32.07%。乐博教育毛利率、净利率分别为 47.57% 和 16.25% (-1.03pct)。2016-2017 年两年累计扣非归属净利润 5620 万元, 业绩承诺完成率 98.81%, 主要系新开门店数量不及预期, 一是乐博 2017 年经营转为运营优化、师资和管理人员储备、现有校区升级改造等方面, 二是地方性民促法实施细则对培训机构选址要求尚不明确导致公司放缓门店扩张速度, 三是为 2B 业务储备团队一定程度影响业绩。截止期末, 乐博教育在 25 个省市拥有 93 家直营店 (+14) 和 190 家加盟店 (+54)。近期《民促法实施细则》(征求意见稿) 中指出“实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的培训机构, 可以直接申请法人登记”, 我们认为此条例将消除乐博新设校区的不确定因素, 预计 2018 年乐博的开店速度将有所恢复。乐博 2018-2019 年业绩承诺分别为 4069/5125 万元。截止期末, 公司账面预收款项余额为 1.14 亿元, 较期初增加 0.84 亿元, 其中与教育业务相关的预收款为 0.80 亿元。

#### 利用资本手段, 持续布局 4-12 岁儿童素质教育

公司通过控股、投资等手段整合行业资源, 持续布局 4-12 岁儿童素质教育领域: (1) 投资国内最大的青少年在线编程平台编程猫, 持股 5%, 编程猫拥有国内外注册学员近 30 万人, 月活 8 万多人; (2) 投资国内亲子演艺第一品牌小橙堡, 持股 3%, (3) 与韩国最大少儿数学思维培训上市公司 CMS 共同出资设立盛思数维, 公司持股 18%; (4) 投资迈格森, 持股 20%, 迈格森现已在北京、天津、成都、重庆、沈阳、广州开设了 23 个直营校区; (5) 控股中鸣数码, 持股 51%, 中鸣主

要客户为全国中小学及各地市教育局、科协、青少年宫等，有助于扩大乐博的B端业务。同时，公司与真格基金共同发起成立基金，进行教育领域天使轮至pre-IPO的全阶段投资。

### ■ 投资建议

由于出版业务回暖速度超预期，我们调整2018-2019年盈利预测并新增2020年盈利预测（暂不考虑收购中鸣数码51%股权影响），预计2018-2020年公司归属净利润分别为1.31/1.69/1.99亿元，对应EPS分别为0.40/0.52/0.61元/股，对应PE分别为30/23/20倍（2018年4月26日收盘价12.12元/股计算）。公司C/B端全面布局素质教育，教育业务稳定增长；出版印刷受益于市场集中度提升及云平台效益的增强，盈利能力显著提升。公司“教育+出版”双主业齐头并进，教育、出版综合服务生态圈显示成效。维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

外延收购不及预期、招生人数放缓或下降风险、办学许可证资质风险、出版业务增速放缓等。

### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1403.48	1826.21	2234.07	2636.04
年增长率	66.40%	30.12%	22.33%	17.99%
归属于母公司的净利润	92.54	130.84	168.72	198.89
年增长率	153.55%	41.39%	28.95%	17.88%
每股收益(元)	0.29	0.40	0.52	0.61
PE(X)	41.79	30.01	23.27	19.74

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2018/4/26收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	271	274	383	548
应收和预付款项	463	543	687	764
存货	257	265	373	379
其他流动资产	46	46	46	46
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	706	725	741	754
无形资产和开发支出	471	475	479	483
其他非流动资产	132	123	117	115
<b>资产总计</b>	<b>2350</b>	<b>2454</b>	<b>2829</b>	<b>3093</b>
短期借款	41	7	0	0
应付和预收款项	708	776	1007	1093
长期借款	15	15	15	15
其他负债	47	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>811</b>	<b>798</b>	<b>1021</b>	<b>1108</b>
股本	324	324	324	324
资本公积	861	861	861	861
留存收益	353	469	620	799
归属母公司股东权益	1537	1654	1805	1983
少数股东权益	2	2	2	2
<b>股东权益合计</b>	<b>1539</b>	<b>1656</b>	<b>1807</b>	<b>1985</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2350</b>	<b>2454</b>	<b>2829</b>	<b>3093</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	-5	133	154	202
投资活动产生现金流量	-92	-25	-25	-22
融资活动产生现金流量	185	-46	-20	-15
<b>现金流量净额</b>	<b>87</b>	<b>62</b>	<b>109</b>	<b>165</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1403</b>	<b>1826</b>	<b>2234</b>	<b>2636</b>
营业成本	1125	1459	1782	2102
营业税金及附加	8	10	13	15
营业费用	55	71	85	100
管理费用	117	148	174	206
财务费用	0	-1	-3	-6
资产减值损失	10	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
其他收益	6	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>100</b>	<b>139</b>	<b>184</b>	<b>219</b>
营业外收支净额	11	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>111</b>	<b>154</b>	<b>199</b>	<b>234</b>
所得税	18	23	30	35
净利润	93	131	169	199
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>93</b>	<b>131</b>	<b>169</b>	<b>199</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	19.86%	20.10%	20.23%	20.27%
EBIT/销售收入	7.86%	8.33%	8.71%	8.65%
销售净利率	6.60%	7.17%	7.56%	7.55%
ROE	6.02%	7.91%	9.35%	10.03%
资产负债率	34.49%	32.52%	36.11%	35.82%
流动比率	1.38	1.44	1.48	1.59
速动比率	1.04	1.04	1.06	1.20
总资产周转率	0.75	0.74	0.79	0.85
应收账款周转率	4.24	3.73	3.86	3.87
存货周转率	5.59	5.51	4.78	5.55

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。