

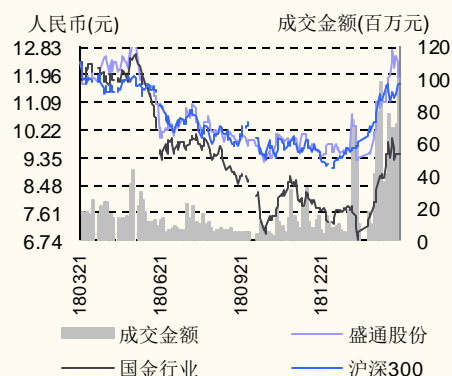
盛通股份 (002599.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.81 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	202.27
总市值 (百万元)	3,832.92
年内股价最高最低 (元)	12.86/9.22
沪深 300 指数	3835.44
中小板综	9743.67



盛通股份：科创兴国，科创教育先行，STEAM 教育龙头一直在路上

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.270	0.286	0.387	0.463	0.532
每股净资产 (元)	5.09	4.74	4.98	5.39	5.87
每股经营性现金流 (元)	1.10	-0.03	-0.33	0.63	0.76
市盈率 (倍)	146.06	41.35	30.25	25.27	21.99
净利润增长率 (%)	86.98%	153.55%	35.75%	19.71%	14.90%
净资产收益率 (%)	5.31%	6.02%	7.79%	8.61%	9.08%
总股本 (百万股)	135.00	324.01	324.55	324.55	324.55

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国家相关政策陆续出台，我国的 STEAM 教育处于窗口期，迎来快速发展。** 2015 年，教育部首次提到要探索 STEAM 教育。2018 年 1 月发布的“中学新课标”中课程设有机器人及人工智能相关模块。2018 年 4 月的《教育信息化 2.0 行动计划》提出将学生信息素养纳入学生综合素质评价，完善人工智能和编程课程内容。2019 年 2 月 27 日，教育部发布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》中提到要“启动中小学生信息素养测评。推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育”。
- **各地方教育部门高度重视 STEAM 教育的发展和落实。** 2014 年 9 月，浙江省新高考改革方案把信息技术（含编程）正式纳入高考的考查科目之一。2017 年以来，各地高校和中学加大了对编程教育的倾斜。2018 年 4 月，天津市多所普通高中将信息学奥赛、信息技术、人工智能等纳入了招生范畴。2018 年 7 月，浙江省提出要探索在中小学校设置机器人和人工智能课程。2018 年 9 月，重庆市规定中小学开足开齐编程课程，并且小学 3 年级就要开始学。我们认为，随着各地对于机器人、编程、人工智能等课程的重视程度逐步提高，相应的素质教育培训需求将会有所增加，带来更多发展机会。根据赛迪顾问统计，2017 年素质类教育市场规模达 4320 亿元，同比增长达 25%，预计到 2020 年，将超过 7550 亿元，年复合增速超过 20%。
- **盛通股份：出版服务+教育齐头并进。** 自 2016 年收购乐博乐博切入素质教育领域之后，公司坚持其教育、出版文化综合服务生态圈的发展战略。公司 2018 年预计实现营收 18.5 亿元，+32%YOY；归母净利润为 1.3 亿元，+36%YOY。其中乐博教育扣非后的归母净利润约 4284 万元（未经审计），预计成功完成业绩承诺，+43%YOY。截至 2018 年末，乐博教育在全国 25 个省及直辖市，拥有 105 家直营店（+12）和 228 家加盟店（+38）。三大因素驱动业绩增长：①网点稳步扩张；②课程饱和度增长；③单价提高。
- **引国资入股&拟募资拓展素质教育业务。** 股东贾则平先生拟将其所持有的 6.92%股份转让给时代出版，通过引进国有出版公司入股，业务上有望产生协同效应，也体现国有出版公司对于公司价值和前景的认可。公司拟发行非公开发行股票 8.55 亿元，其中 4 亿元计划用于“少儿综合素质学习与发展中心项目”拓展素质教育业务范围，期待未来进一步推进。
- **投资建议：**我们预计 19-20 年归母净利润为 1.50/1.73 亿元，对应 PE 为 25/22x，维持买入评级，目标价 15 元。
- **风险提示：**主业成本增加；教育业务拓展不及预期；解禁风险等

相关报告

- 1.《1.92 亿引入国资出版公司入股，基础价值凸显-1.92 亿引入...》，2018.11.28
- 2.《盛通股份 18Q3 点评：前三季度利润同增 41%，预计全年利润增...》，2018.10.28
- 3.《盛通股份发布 2018 中报：归母净利润同增 67%，出版和教育业...》，2018.8.6
- 4.《盛通股份发布 2018H1 快报：出版和教育业务实现双增长，归母...》，2018.7.23
- 5.《盛通股份 2017&2018Q1 业绩点评——2017、2018...》，2018.4.28

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

内容目录

1. STEAM 教育：政策&需求双方拉动，未来大发展可期.....	4
1.1 国家相关政策陆续出台，STEAM 教育发展窗口期已至.....	4
1.2 中国现状：亟待起飞，受过训练的青少年在未来竞争中优势明显.....	8
1.3 机器人教育：完美切合 STEAM 教育理念的新兴行业.....	8
2. 盛通股份：STEAM 教育第一股，出版服务+教育齐头并进，2018 年预计净利同增 36%.....	9
3. 乐博教育：深耕机器人教育，不断完善丰富课程体系.....	11
3.1 全国 333 家门店，管理优，课程佳，服务好.....	11
3.2 未来增长：网点扩张+课程饱和度提升+客单价提高.....	14
4. 素质教育 2C+2B 两头开花，国资入股凸显基础价值.....	15
4.1 教育 2C 板块不断丰富建设：编程猫&小橙宝等.....	15
4.2 教育 2B 板块积极拓展中：收购中鸣数码，参与主办多项机器人赛事.....	15
4.3 引入国资出版公司入股，基础价值凸显，有望产生协同效应.....	16
4.4 拟募资 4 亿建设少儿综合素质中心项目，进一步拓展素质教育业务范围.....	17
投资建议.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：中国 2015 年以来正式推出 STEAM 教育的支持政策.....	5
图表 2：2019 年度面向中小学生的全国性竞赛活动名单——科技创新类.....	6
图表 3：中国 2014 年以来地方响应 STEAM 教育发展的举措.....	7
图表 4：中国素质教育培训市场规模及增长预测.....	8
图表 5：盛通股份收入增长情况.....	9
图表 6：盛通股份净利润增长情况.....	9
图表 7：盛通股份战略布局.....	10
图表 8：盛通股份出版综合服务业务收入及增长情况.....	10
图表 9：盛通股份出版综合服务业务净利润及增长情况.....	10
图表 10：乐博教育收入及增长情况.....	11
图表 11：乐博教育净利润及增长情况.....	11
图表 12：乐博教育直营店数量变化情况.....	12
图表 13：乐博教育直营+加盟店数量变化.....	12
图表 14：韩国 ROBOROBO 公司是世界最大的机器人教育公司之一.....	12
图表 15：乐博教育课程科学合理，进阶分明.....	13
图表 16：乐博教育直营和加盟模式一览.....	13
图表 17：随着成熟度的提高，单店盈利能力逐渐增强.....	14
图表 18：乐博课程学费历史变动情况.....	14

图表 19: 乐博学费草根调研 (上海某网点) -课时单价有所提高	14
图表 20: 江苏省机器人工程挑战赛国际赛-包揽前三名	16
图表 21: VEX-EDR 国际赛-获得第五名, 第六名	16
图表 22: 乐博组织的乐博杯国际机器人竞赛比赛 (不完全统计)	16
图表 23: 乐博参加比赛取得的成绩 (不完全统计)	16
图表 24: 股权结构 (截止 2018 年三季报)	17
图表 25: 募集资金计划投入项目	17
图表 26: 少儿综合素质学习与发展中心项目涉及培训内容.....	18
图表 27: 预计未来三年内陆续开设综合素质学习与发展培训门店共计 40 个.	18
图表 28: 内容购买——已签署《素质教育课程合作框架协议》	19

1. STEAM 教育：政策&需求双方拉动，未来大发展可期

- STEAM 教育：多学科融合，注重兴趣和动手能力。**STEAM 教育是一种新的基于混合学科背景的素质教育理念，于上个世纪 80 年代起源于美国。STEAM 是科学 (Science)、技术 (Technology)、工程 (Engineering)、艺术 (Art)、数学 (Mathematics) 的缩写，提倡将各个领域的知识综合学习。STEAM 教育最早只有 STEM 四个部分，提倡将科学、数学等较为深奥的思辨型学科与技术、工程等贴近现实生活的应用性学科共同学习以达到融会贯通的目的，鼓励“玩中学”和“做中学”，强调培养青少年的兴趣和动手能力。后期，将艺术 (Art) 也纳入了理念体系中，旨在让学生在应用的综合环境中学习，在项目获得中同时应用多个学科的知识解决问题，培养青年理性和感性双方面的创造力。

1.1 国家相关政策陆续出台，STEAM 教育发展窗口期已至

- 目前，我国的 STEAM 教育处于窗口期，迎来快速发展。**2001 年，教育部发布的《基础教育课程改革纲要》提出要面向现代化，全面推进素质教育，而 STEAM 教育理念是切合素质教育的一种先进的教育理念。我国真正将 STEAM 教育这个概念引入时间相对较晚，2015 年，教育部的《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》首次提到要探索 STEAM 教育。2017 年 7 月，《国务院关于印发新一代人工智能发展规划的通知》指出，“在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育，鼓励社会力量参与寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广”。2018 年 1 月发布的“中学新课标”中通用技术的选择性必修课程中，有一个模块是机器人设计与制作，信息技术的课程结构中，选择性必修课程包括人工智能初步与开源硬件项目设计。2018 年 4 月的《教育信息化 2.0 行动计划》提出将学生信息素养纳入学生综合素质评价，完善人工智能和编程课程内容，将信息技术纳入初、高中学业水平考试。2019 年 2 月 27 日，教育部发布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》中提到要“启动中小学生信息素养测评。推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育”。我们认为，我国不断推进政策支持 STEAM 教育发展，尤其重视对学生信息素养的提高、对中小学人工智能课程和编程教育的推进，STEAM 教育处于窗口期，有望迎来快速发展。

图表 1：中国 2015 年以来正式推出 STEAM 教育的支持政策

2001-06	《基础教育课程改革纲要》	教育部	课程改革“面向现代化，面向世界，面向未来”，全面推进素质教育。
2015-10	《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》	教育部	探索 STEAM 教育、创客教育等新教育模式， 首次提出 STEAM 概念。
2016-03	《教育部教育装备研究与发展中心 2016 年工作要点》	教育部	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，培养学生的创新能力、综合设计能力和动手实践能力。
2016-06	《教育信息化“十三五”规划》	教育部	将信息化教学能力纳入学校办学水平考评体系。有条件的地方要积极探索信息技术在众创空间、跨学科学习（STEAM 教育）、创客教育等新的教育模式的应用。
2017-02	教育部教育装备研究与发展中心工作要点	教育部	持续关注 STEM 教育和创客等对中小学教育、课程发展的影响，开展移动学习、虚拟现实、3D 打印等技术在教育教学中的实践研究。
2017-07	《国务院关于印发新一代人工智能发展规划的通知》	国务院	实施全民智能教育项目， 在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育，鼓励社会力量参与寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广。
2018-01	《普通高中课程方案和语文等学科标准的有关情况》/中学新课标	教育部	人工智能进入课堂，编程技术被纳入高考——通用技术的选择性必修课程中，有一个模块是机器人设计与制作，该模块由机器人结构和传动机械、机器人感知与传播器、机器人控制器、机器人控制策略四个单元组成。 信息技术的课程结构中，选择性必修课程包括人工智能初步，与开源硬件项目设计，选修包括算法初步
2018-04	《教育信息化 2.0 行动计划》	教育部	充分认识提升信息素养对于落实立德树人目标、培养创新人才知识、技能、应用能力以及信息意识、信息伦理等方面的培育， 将学生信息素养纳入学生综合素质评价。完善课程方案和课程标准，充实适应信息时代、智能时代发展需要的人工智能和编程课程内容。 推动落实各级各类学校的信息技术课程， 并将信息技术纳入初、高中学业水平考试。
2019-02-27	《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》	教育部	实施学生信息素养培育行动，完成义务教育阶段学生信息素养评价指标体系，建立评估模型， 启动中小学生信息素养测评。推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育。

来源：教育部，国务院，国金证券研究所整理

- 教育部公示中小学全国性竞赛名单，科技创新类占据 40%，体现 STEAM 教育重要性。**2019 年 1 月 28 日，教育部办公厅公示了 2019 年度面向中小学生的全国性竞赛活动名单，总共有 31 项，其中科技创新类共 12 项（约占 40%），中国青少年机器人竞赛面向小学到高中学生，同时全国青少年创意编程与智能设计大赛，“童创未来”全国青少年人工智能创新挑战赛，第六届全国青少年电子信息智能创新大赛，全国中小学信息技术创新与实践大赛等比赛也与 STEAM 教育，尤其是机器人教育和编程教育有着密不可分的关系，体现其在教育评价体系中的重要性。

图表 2：2019 年度面向中小学生的全国性竞赛活动名单——科技创新类

序号	竞赛名称	主办单位	竞赛面向群体
科技创新类			
1	全国青少年科技创新大赛	中国科协青少年科技中心	小学、初中、高中学生
2	中国青少年机器人竞赛	中国科协青少年科技中心	小学、初中、高中学生
3	全国青少年创意编程与智能设计大赛	中国科协青少年科技中心	小学、初中、高中学生
4	“童创未来”全国青少年人工智能创新挑战赛	中国少年儿童发展服务中心	初中、高中学生
5	第六届全国青少年电子信息智能创新大赛	中国电子学会	小学、初中、高中学生
6	全国中小学信息技术创新与实践大赛	城乡统筹发展研究中心	小学（三年级以上）、初中、高中学生
7	全国中小学生创·造大赛	科技日报社	小学、初中、高中学生
		中国发明协会	
8	青少年科学调查体验竞赛	中国科协青少年科技中心	小学、初中学生
9	“明天小小科学家”竞赛	中国科协青少年科技中心	高中学生
10	全国青年科普创新实验暨作品大赛	中国科学技术协会	初中、高中学生
11	全国中学生天文知识竞赛	中国天文学会	初中、高中学生
12	全国防震减灾知识大赛	中国地震灾害防御中心	初中、高中学生

来源：教育部，国金证券研究所

- 各地方教育部门高度重视 STEAM 教育的发展和落实。**2014 年 9 月，《浙江省深化高校考试招生制度综合改革试点方案》提出，把信息技术（含编程）正式纳入高考的考查科目之一。2017 年，各地高校和中学加大了对编程教育的倾斜，17 所 985 高校给出科技特长生加分条件，211 高校紧随其后。全国包清华附中、人大附中、上外附中等 600 多所全国一流中学相继开设了编程教育相关课程。在各线城市，开课的公立中小学数量都正呈指数级增长。2018 年 2 月，山西省教育厅发布政策提出以项目学习方式积极推进创客教育、STEAM 教育和机器人教育。2018 年 4 月，河南省教育厅发布政策建议在中小学开设 Scratch、Python 等程序设计课程，培养编程思维，普及编程教育；南京教育局发布的明确指出具备科技特长生和学科特长生招生资格的学校，要统筹考虑招生项目和计划，天津市多所普通高中将信息学奥赛、信息技术、人工智能等纳入了招生范畴。2018 年 7 月，浙江省发布《关于开展教育机器人应用试点示范建设工作的通知》中提出要“探索在中小学校设置机器人和人工智能课程，通过结构组装、编程控制、创意创作等培养学生对机器人的兴趣以及动手、协作和创新能力，提升科学素养和信息素养。力争到 2020 年，建成 100 所特色鲜明、具有示范引领作用的教育机器人应用试点示范学校，引领带动中小学校推进智慧教育。”2018 年 9 月，重庆市教育委员会就下发了《关于加强中小学编程教育的通知》，规定中小学开齐开足编程课程，并且小学 3 年级就要开始学，初中阶段累计不少于 36 课时，高中课时按照国家信息技术课程要求开设。任何学校和个人不得以任何理由挤占编程教育课时。我们认为，随着各个地方教育部门对于机器人、编程、人工智能等相关课程的重视程度逐步提高，具体课程逐步落实，以及越来越多高中对于科技特长生的招生计划的推进，相应的素质教育培训需求将会有所增加，带来更多发展机会。

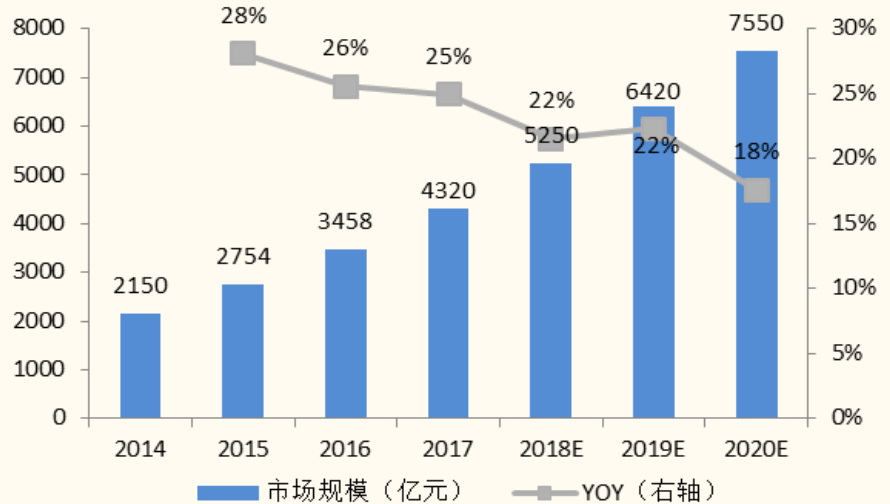
图表 3：中国 2014 年以来地方响应 STEAM 教育发展的举措

2014-09	《浙江省深化高校考试招生制度改革试点方案》	浙江省	把 信息技术(含编程) 正式纳入高考的考查科目之一。考生根据本人兴趣特长和拟报考学校及专业的要求,从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物、技术(含通用技术和信息技术)等 7 门设有加试题的高中学考科目中,选择 3 门作为高考选考科目。
2017-03	《山东省学校创客空间建设指导意见》	山东省	开办全省学生机器人联赛 ,实现竞赛视频直播,发挥融媒体时效性强、覆盖面广、影响面大的优势,扩大创客活动的影响力,营造浓厚的创客文化氛围。
2017-05	《关于推进中小学创客教育实验室建设实施方案》	西安市	要用创客教育的理念和方式来改造日常的教育教学,结合道德课堂理念,形成新的教育模式,实现课堂形式的创新与转变。以整合的课程体系和教学方式,融合的 STEAM 教育的跨学科、趣味性、体验性、情境性、协作性、设计性、艺术性、实证性和技术增强性等核心特征,把创客教育课程体系渗透到各个学科的日常教学活动中去。
2017-11	《关于进一步加强中小学校科技教育工作通知》	厦门市	大力推进 STEM 课程。通过择优引进与自主开发相结合,探索形成适合我市学生需求和中小学衔接的 STEM 课程体系,促进科学、技术、工程和数学知识的融合,引导学生以问题为导向,在观察、提问、设想、实验等探究过程中形成良好的创新素养。
2018-02	《山西省基础教育信息化“十三五”推进意见》	山西省	开发创新教育课程,将培养学生的创新精神与实践能力作为重点,以项目学习方式积极推进 创客教育、STEAM 教育和机器人教育 ,开展创新教育模式实验研究,每市至少建设 3 所创新教育基地学校。
2018-03	《陕西省教育信息化建设三年行动计划(2018-2020 年)》	陕西省	有条件的地区要积极探索信息技术在“跨学科学习(STEAM 教育)、创客教育等新的教育模式中的应用,着力提升学生的信息素养、创新意识和创新能力,养成良好的网络应用习惯,促进学生的全面发展,发挥信息化面向未来培养高素质人才的支撑引领作用。
2018-04	《2018 年河南省中小学创客教育工作要点的通知》	河南省	各试点校应进一步解放思想,汇聚多方力量,充分利用现有条件,研发校本课程。 建议在中小学开设 Scratch、Python 等程序设计课程,培养编程思维,普及编程教育。
2018-04	《四川省教育厅关于进一步推进四川省中小学创客教育发展的通知》	四川省	中小学创客教育课程研发,应以培养学生创新精神和实践能力为目的,全面提升学生核心素养,以“项目式学习、探究性学习”为主要学习方式,融合 STEAM 教育理念,注重与各学科深度融合的创新、实践和研究。
2018-04	《2018 天津科技特长生招生计划》	天津市	多所普通高中将信息学奥赛、信息技术、人工智能等纳入了招生范畴。
2018-04	《关于做好 2018 年南京市普通高中科技、学科特长生招生工作的通知》	南京市	明确指出具备 科技特长生 和学科特长生招生资格的学校,要统筹考虑招生项目和计划。
2018-07	《关于开展教育机器人应用试点示范建设工作的通知》	浙江省	探索在中小学校设置机器人和人工智能课程 ,通过结构组装、编程控制、创意创作等培养学生对机器人的兴趣以及动手、协作和创新能力,提升科学素养和信息素养。 力争到 2020 年,建成 100 所特色鲜明、具有示范引领作用的教育机器人应用试点示范学校 ,引领带动中小学校推进智慧教育。
2018-09	《关于加强中小学编程教育的通知》	重庆市	规定中小学开足开齐编程课程,并且小学 3 年级就要开始学,初中阶段累计不少于 36 课时,高中课时按照国家信息技术课程要求开设。

来源：地方政府文件，国金证券研究所整理

- **预计素质教育培训 2020 年市场规模超过 7550 亿元。**总体来看，随着国家政策不断强调支持，各地教育部门重视发展落实，中国家长对素质类教育重视程度提高，教育投入加大，为素质教育培训行业带来广泛的市场需求，根据赛迪顾问统计，2017 年中国家长重视素质类教育的比例高达 80%，素质类教育的市场规模达 4320 亿元，同比增长达 25%，预计到 2020 年，素质教育培训市场规模将超过 7550 亿元，年复合增速超过 20%。

图表 4：中国素质教育培训市场规模及增长预测



来源：盛通股份《2018 年度非公开发行 A 股股票预案》，赛迪顾问，国金证券研究所

1.2 中国现状：亟待起飞，受过训练的青少年在未来竞争中优势明显

- **中国中小學生 STEAM 教育尚存在很大不足。**中国目前的科学、工程等方面的教育，主要都在本科之后的阶段，中小学 STEAM 教育尚有很大欠缺。以 STEAM 教育中非常重要的一环编程教育为例，中国中学生的编程能力与欧美等国家差距甚大，编程教育亟待补充，北京大学信科学院教授李文新提议希望将程序设计纳入高考可选科目，浙江大学的计算机学院教授陈越也希望开展编程早教。对比国际上其他国家的情况。我们认为未来编程教育等 STEAM 理念的教育模式，大概率也将在中国普及。
- **受过训练的青少年在未来竞争中优势明显。**虽然我国中小学教育中，编程教育较为缺失，但到了本科阶段，计算机相关专业却是我国最大的专业。目前国内大学中 1180 所高校有计算机系/学院，全国拥有 80 万计算机的在校大学生，位列所有专业第一位。根据北京大学信科学院李文新教授统计，北大计算机系 11-13 级的在校的本科生中，排名前 20 名的学生大部分都在中学期间参与过信息学奥赛（即编程竞赛），在中学阶段接受过机器人教育 & 编程教育的中学生，升入大学和以后的工作中，具有明显的竞争优势。

1.3 机器人教育：完美切合 STEAM 教育理念的新兴行业

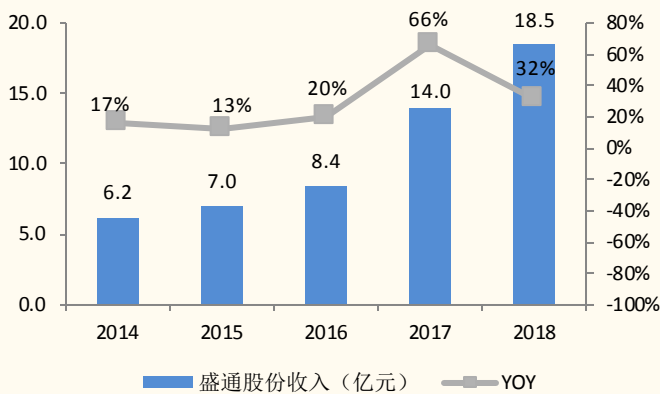
- **STEAM 教育理念的最佳诠释——机器人教育**是指通过组装、搭建、运行机器人，激发学生学习兴趣、培养学生综合能力。在机器人教育的过程中，学生会接触传感器、电子电路、工业设计、编程、人工智能等多方面的技术，每个机器人的制作，都是需要多方面知识的融合和操作才能完成的。在激发青少年兴趣的同时，融合了多方面学科知识，寓教于乐，引导青少年在项目中学习、在动手中学习，完美地诠释了 STEAM 教育的理念，为青少年将来成为复合型科学工程人才打下了坚实的基础。

- **赛事丰富，社会参与度高。**机器人一方面具有较强的趣味性，另一方面也具有较强竞技性。国内外均有较为成熟的机器人大赛，适合各个年龄段的机器人学习者参与。国内赛事包括面对大学生的 Robocon（中央电视台举办）、Robomaster（共青团及全国学联举办）等，面对中学生的青少年机器人竞赛（中国科协青少年工作部举办），国际赛事包括机器人足球世界杯，机器人灭火比赛，FLL 机器人世界锦标赛等，全世界 100 多个国家积极参赛，进行机器人竞技。国内外机器人赛事丰富，从另一方面加强了机器人教育的市场基础。
- **科技变革，未来需求广泛。**目前，机器人越来越多地应用于工业生产和科学研究，工业界“机器人换人”已经成为了一种趋势，而民用机器人如扫地机器人也渐渐进入人们的视野。未来，机器人产业本身市场需求变得越来越广泛，而机器人教育也将会从中受益。

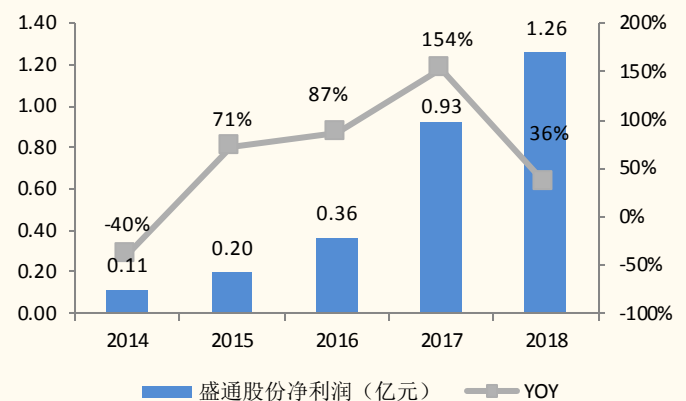
2.盛通股份：STEAM 教育第一股，出版服务+教育齐头并进，2018 年预计净利同增 36%

- **出版服务+教育齐头并进，教育、出版文化综合服务生态圈雏形已现。**自 2016 年收购乐博乐博切入素质教育领域之后，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。2018 年业绩快报显示，公司 2018 年预计实现营收 18.5 亿元，同比增长 32%；归母净利润为 1.3 亿元，同比增长 36%。其中乐博教育扣除非经常性损益后的归母净利润约 4284 万元（未经审计），同比增长约 43%，预计贡献公司 34% 净利。增长的主要原因：①素质教育业务持续增长，2C 方面，全资子公司乐博乐博的机器人培训业务稳步增长，青少年编程培训、青少年人工智能技术水平测试等新业务实现快速发展。2B 方面，中鸣数码在报告期内实现并表（全资子公司盛通知行以自有资金 1530 万元收购其 51% 股权），素质教育业务体系初步完善；②出版综合服务收入规模持续提升。

图表 5：盛通股份收入增长情况



图表 6：盛通股份净利润增长情况



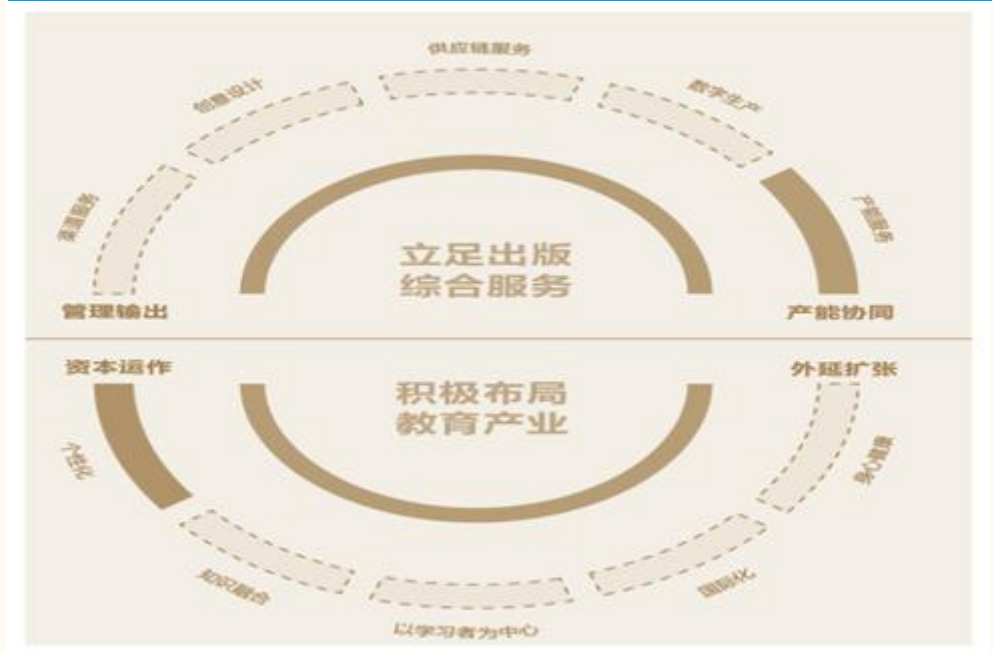
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：2018 年为业绩快报数据

注：2018 年为业绩快报数据

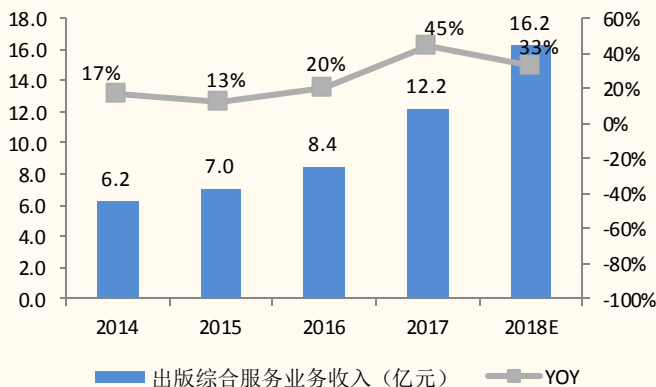
图表 7：盛通股份战略布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- **印刷龙头，行业集中度提升+云平台业务贡献增长，主业稳步拓展。**盛通股份是我国印刷业龙头之一，立足北京，辐射全国，定位于出版物和商业印刷的高端市场。2015-2017 年，公司出版综合服务业务分别实现营业收入 7.0 亿元、8.4 亿元和 12.2 亿元，年复合增长率超过 30%。近年来，我国印刷业一方面面临提高信息化、智能化的内在要求，另一方面绿色印刷、清洁生产等环保标准进一步提高，行业洗牌加剧，公司作为行业龙头之一，受益于行业集中度提升，实现增长。2017 年，公司全面推进“出版综合服务云平台”项目，云平台项目以出版机构和中小印刷企业为主要服务对象，在挖掘和聚合出版机构图书产品印制需求和变化趋势的基础上，整合优化生产产能，利用数字化技术进行标准化生产，简化图书生产流程，提高效率，降低成本。2018 年，公司继续推进该项目，巩固了公司在印刷服务上的优势，同时为公司开辟了产能管理、供应链服务等新兴业务增长点。2018H1“出版服务云平台”项目营收同比增长 105%。公司出版业务收入的盈利能力和可持续发展实力有望不断增强。

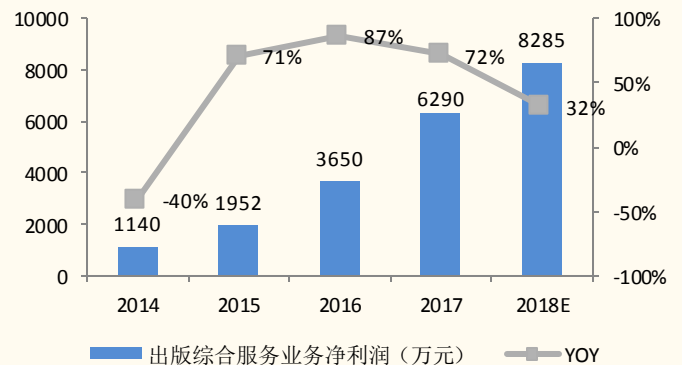
图表 8：盛通股份出版综合服务业务收入及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2018 年收入为国金证券预测值

图表 9：盛通股份出版综合服务业务净利润及增长情况

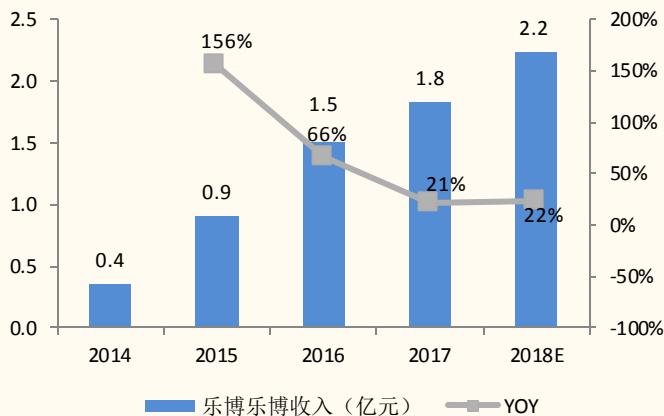


来源：公司公告，国金证券研究所

注：2018 年为结合公司业绩快报及《非公开发行股票申请文件的反馈意见之回复报告》公告数据推算

- **2016 年收购乐博乐博切入素质教育领域，2018 年乐博教育预计成功完成业绩承诺。**2016 年，公司以发行股份（3.99 亿元）及支付现金（0.31 亿元）的方式收购乐博教育 100% 股权，并于 2017 年 1 月 11 日完成工商变更登记，开始并表。乐博主营业务为机器人教育，而机器人教育是最贴合 STEAM 教育领域的一种素质教育模式。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。乐博教育业绩承诺人（即侯景刚、周炜、张拓、杨建伟、韩磊五名自然人）做出业绩承诺，2016 年净利润不低于 2458 万元、2016-2017 两年净利润累计不低于 5688 万元、2016-2018 三年间净利润累积不低于 9755 万元、2016-2019 四年间，净利润累计不低于 14880 万元。根据 2018 年度的未审报表，乐博教育扣非后归母净利润为 4284 万元，预计 2016-2018 年扣非后归母净利润为 9859 万元，累计完成率为 101%，2018 年度预计成功完成业绩承诺。

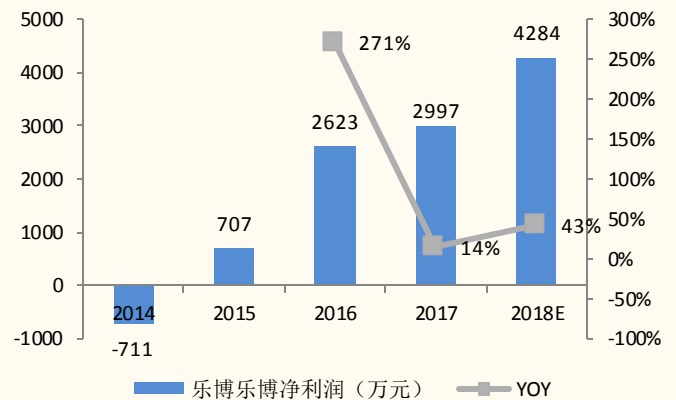
图表 10：乐博教育收入及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2018 年收入为国金证券预测值

图表 11：乐博教育净利润及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

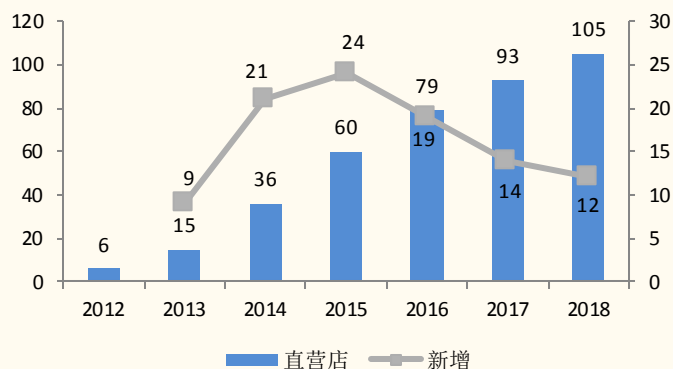
注：2018 年为结合公司业绩快报及《非公开发行股票申请文件的反馈意见之回复报告》公告数据推算

3.乐博教育：深耕机器人教育，不断完善丰富课程体系

3.1 全国 333 家门店，管理优，课程佳，服务好

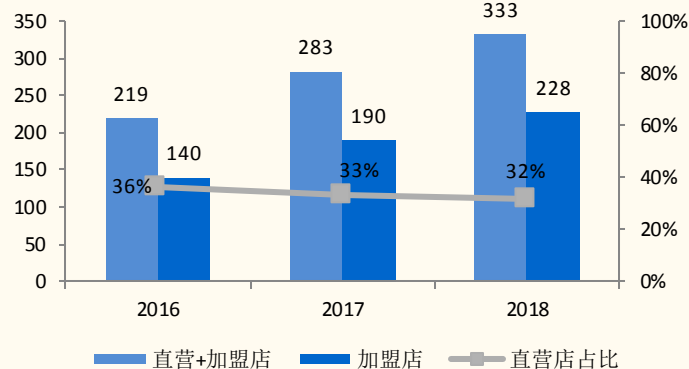
- 乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位，在课程体系、营销模式、业务拓展方面深入挖掘，为 STEAM 品牌塑造提供有力保障。截至 2018 年 12 月 31 日，乐博教育在全国 25 个省及直辖市，拥有 105 家直营店和 228 家加盟店，覆盖全国所有一线、二线城市，涉及所有三、四线发达城市，较 17 年末增加 12 家直营店和 38 家加盟店。公司积极完善课程体系和扩充产品品类，在延续原有的机器人培训的基础之上，不断研发新课程，青少年编程培训、青少年人工智能技术水平测试等新业务实现快速发展，已形成成为 4-14 岁青少年提供 10 年机器人和编程学习的课程体系；招生方面，实行以地推为主，同时采用线上线下结合方式进行获客；公司积极拓展赛事体系，可为学员提供多样化机器人赛事机会。

图表 12: 乐博教育直营店数量变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 乐博教育直营+加盟店数量变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **乐博教育为韩国 ROBOROBO 公司在中国区域独立代理。**乐博教育成立于 2012 年, 2016 年乐博教育和韩国 ROBOROBO 公司签订了有效期为 10 年的《独家代理协议》, 根据协议: 韩国乐博公司授权乐博教育为中国区域独家代理, 销售韩国乐博公司机器人产品及培训课程, 同时乐播教育可自由向经销商或加盟商销售 ROBOROBO 的机器人教育产品, 该协议约定代理期有效期为十年 (协议期满之后将自动续期)。韩国 ROBOROBO 是韩国最大的机器人培训学校, 也是韩国最大的机器人教育供应商, 具有首尔大学工学教授团队进行技术方面的研究和设计, ROBOROBO 机器人在韩国青少科学探究大赛上连续 5 年获得了“教育部长官奖”, 并曾获得“教育产业大奖”, ROBOROBO 机器人应用于韩国 1200 家学校, 每年有 12 万名韩国学生学习 ROBOROBO 的机器人课程。依托韩国 ROBOROBO 多年来积淀的品牌优势和教研优势, 乐博教育有望持续拓展中国机器人教育市场, 不断提高市场占有率, 打造中国机器人教育第一品牌。


图表 14: 韩国 ROBOROBO 公司是世界最大的机器人教育公司之一

覆盖韩国学校数量	1200
每年学习 ROBOROBO 课程的韩国学生	12 万人
所获奖项	连续 5 年获得了“教育部长官奖”, 并曾获得“教育产业大奖”

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **创始人深耕教育行业多年, 经验丰富。**乐博教育创始人侯景刚在新东方任职多年, 曾任新东方泡泡少儿英语全国推广管理中心市场部主管等职位, 对教育理念及教育市场推广有着深刻的理解, 现担任公司教育事业部总经理, 全面负责教育事业部的经营管理。
- **课程科学合理, 逐层递进符合教育规律。**乐博教育针对不同年龄段的青少年设置了不同的课程, 从积木模型搭建到单片机编程到电路组装, 全方位培养青少年的想象能力、动手能力、创造能力、沟通能力, 以“做中学”, “玩中学”的模式, 启发青少年对于自动化工程、机器人工程、工业设计等多方面科学和工程的兴趣。科学合理的课程设置, 一方面激发了青少年的兴趣, 让更多青少年参与机器人课程的学习, 另一方面, 也加强了学员的黏性, 使得学员可以在乐博教育中的学习时间有效延长。我们认为, 内容始终是教育的核心竞争力, 能够提供优秀内容的教育公司, 将具有更蓬勃的生命力和更强大的发展潜力。

图表 15: 乐博教育课程科学合理, 进阶分明

课程名称	适合年龄	课程特色	课程内容	成功展示
UARO 编码机器人	3~5岁	按照自己的想象, 设计组装机器人, 给机器人编排适当的程序。	机器人学习和制作、组装。	
积木机器人	4~8岁	通过设计与组装机器人、输入预设的程序, 培养孩子动手能力与创造力。	讲解机器人基本部件的识别和机器人基本功能的介绍。	
单片机机器人	8~12岁	有关电器、电子、构造以及传感器理论, 搭建过程需要用到螺丝刀以及各种小零件。	依次学习信号显示部件、声音部件、传感器部件的原理、应用和编程。	
PYTHON	10~16周岁的青少年	1. 趣味性; 2. 重基础; 3. 课程互动性强; 4. 软硬件结合; 5. 二级及以上专业教师授课。	通过游戏的方式学习编程, 由易到难完成各种编程任务。	

来源: 公司课程资料, 公司官网, 国金证券研究所

“直营+加盟”业务结构特色突出, 根基稳固扩张提速可期。乐博教育拥有“直营”和“加盟”两种经营模式。其中, 直营模式主要是在国内一、二线城市核心城区设立分/子公司进行本地化经营, 直营模式下管理控制强, 服务质量高, 有利于公司打造品牌优势; 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, 允许其向公司采购乐博产品并经营乐博教育品牌业务, 加盟商也采取乐博教育的统一业务模式经营, 有利于扩大品牌影响力。

图表 16: 乐博教育直营和加盟模式一览

经营模式	盈利模式	目标地域	管理体系
直营	教学服务+教具销售	一二线城市核心区域	<ul style="list-style-type: none"> √ 一站式服务, 即销售课程与课程后续服务相挂钩 √ “接单、持续服务、效果评估、循环销售”的模式, 注重口碑营销 √ 网点从事销售工作的主要人员为网点主要负责人 √ 将公司所拥有的商标、商号、产品、专利和专有技术授予代理商使用
加盟	加盟费+教具销售	一二线城市郊区、三四线城市	<ul style="list-style-type: none"> √ 乐博教育执行总体销售计划、业务指导、统一采购、培训指导等职能 √ 公司对加盟商收取加盟费, 按照不同城市消费市场具体情况确定合理价格, 一次性收取三年

来源: 国金证券研究所绘制

- **体验式营销提高获客率。**乐博教育在学校和机构以及互联网广泛地推之后, 会采取体验式营销提高获客率, 传统营销模式较难向家长阐述机器人教育的意义, 乐博教育采取后营销服务, 让家长和孩子一样, 一同组装调试机器人, 来进行产品和服务的推广, 是国内最早的做家长体验式营销的机器人教育机构之一, 效果显著。
- **一体化服务, 用心提高服务质量。**乐博教育的一站式服务有三层含义: ①第一层含义是营销一体化, 即销售课程与课程后续服务相挂钩, “接单、持续服务、效果评估、循环销售”的模式, 注重口碑的积累。②第二层含义是课程一体化, 即为不同的年龄的青少年设置进阶课程, 让学员从 4-8岁, 8-12岁, 12岁以上, 都可以在乐博乐博进行学习, 不断进阶, 在产品上也进行优化, 如使用读卡器, 使得 6-7 岁的儿童就可以使用读卡器来代替电脑进行编程的启蒙教育。③第三层含义是产品一体化, 即将课程和产品打包在一起, 进行配合销售, 这与市场上其他竞争对手是不同的, 大部分机器人教育机构选择仅销售课程或者仅销售产品, 而乐博教育的打包销售, 使得孩子们回到家中也能跟着乐博乐博的课程自己动手做出自己的机器人,

教学效果突出。这三层一体化服务，使得乐博教育在服务上建立起竞争优势，保证了其服务质量。

3.2 未来增长：网点扩张+课程饱和度提升+客单价提高

- **三大因素驱动业绩增长：**①**网点的稳步扩张：**2016-2018 乐博教育以平均每年 15 家的速度开设新的直营网点，品牌对全国各个城市的覆盖力度不断增强，带动学员数的增长。②**课程饱和率的增长：**直营网点初期布置和推广支出较大，课程饱和度较低，一家新开设网点的成熟大约需要 2-5 年，而随着早期开设网点的逐渐成熟，课程饱和率会逐渐提高，推动营收增长的同时，收入和成本得到匹配，管理销售费用率有望下降，单店盈利会逐渐增强。③**学员单价的提高：**随着品牌知名度的不断提升，叠加家长对机器人教育的逐渐认可，学员单价仍存在很大提升空间。

图表 17：随着成熟度的提高，单店盈利能力逐渐增强

单店平均收入 (万元)	一线城市	二线城市
一年店	107.5	89.7
二年店	150.0	146.0
三年店	170.4	169.7
四年店	221.1	190.1
五年店	286.6	209.8
六年 (及以上) 店	295.2	216.1

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：乐博课程学费历史变动情况

课程名称	学费 (教具和课时费)		
	2015 年 10 月至今	2014 年 10 月-2015 年 9 月	2014 年 1-9 月
启蒙 拓展	6600 (64 课时)	6000 (64 课时)	5600 (64 课时)
单片机 1	新生 4280, 续班 4080 (32 课时)	新生 3880, 续班 368 (32 课时)	新生 3680, 续班 328 (32 课时)
单片机 2 期	4080 (32 课时)	3680 (32 课时)	3280 (32 课时)
单片机 3 期	4080 (32 课时)	3680 (32 课时)	3280 (32 课时)
单片机 4 期	4080 (32 课时)	3680 (32 课时)	3280 (32 课时)
单片机 5 期	4080 (32 课时)	3680 (32 课时)	3280 (32 课时)
单片机 6 期	4080 (32 课时)	3680 (32 课时)	3280 (32 课时)

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：乐博学费草根调研 (上海某网点) - 课时单价有所提高

课程	课时	课时时间	每课时单价
UARO 机器人 (共四期)	15 课时/期	1.5 小时/每课时	200 元-300 元
积木机器人 (共四期)	15 课时/期	1.5 小时/每课时	200 元-300 元
单片机机器人 (共六期)	30 课时/期	1.5 小时/每课时	200 元-300 元
PYTHON (共六期)	30 课时/期	1.5 小时/每课时	200 元-300 元

来源：国金证券研究所草根调研

4. 素质教育 2C+2B 两头开花，国资入股凸显基础价值

4.1 教育 2C 板块不断丰富建设：编程猫&小橙堡等

- 2017 年以来，公司聚焦 4-12 岁青少年素质教育领域，聚合行业资源推动公司教育培训业务深入布局和快速发展。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，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。

4.2 教育 2B 板块积极拓展中：收购中鸣数码，参与主办多项机器人赛事

- **成为推进中小学机器人教育相关课程、教材研发的成员单位。**2018 年 1 月，乐博教育正式成为教育部教育装备研究与发展中心“现代教育装备应用协同创新中心”成员单位，研发中小学生学习机器人教育相关课程、教材、评价标准和相关技术设备，推广中小学机器人创客实验室。
- **子公司成功收购中鸣数码，中鸣数码参与或主办了多项全国性机器人竞赛活动。**2018 年 2 月，乐博教育与工信部旗下北京信通有限责任公司签署合作框架协议，开始进行机器人赛事的开发和升级、机器人科普实践活动的落地推广。在乐博教育支持和推动下，上市公司全资子公司北京盛通知行教育科技有限公司于 2018 年初以自有资金 1530 万元收购广州中鸣数码科技有限公司 51% 股权。中鸣数码是以全国中小学及各地市教育局、科协、青少年宫为主要客户的中国教育机器人行业的知名企业，国家高新技术企业。拥有 60 余项专利知识产权的机器人产品，在全国设立了 100 多个办事处和经销商，中鸣参与或主办了多项全国性机器人竞赛活动，在广大中小学生学习中具有较大的影响力，拥有面向全国中小学的完善销售渠道和良好用户基础，利于业务拓展。
- **2018 年以来，公司积极主办和参与了多项机器人竞赛。**乐博教育不仅举办了多场乐博杯机器人大赛，还以乐博乐博代表队的形式参加国际性机器人竞赛并取得了良好的成绩，在机器人教育领域的知名度进一步增强。
 - 2018 年 7 月 27 日，乐博乐博队伍在世界机器人大赛拿到金牌一等奖（20%比例），乐博乐博学员分别参加了中鸣超级轨迹赛和星际迷航赛，超级轨迹小学组有 300 队参赛选手，取得了第 16 名的好成绩，星际迷航小学组第 4 名的成绩，进入决赛。
 - 2018 年 11 月 25 日，来自全省 130 多所中小学校的 1300 多名学生参加了由江苏省科协主办的 2018 首届江苏省机器人工程挑战赛国际赛，南京乐博 18 支队伍 11 支进入决赛，包揽前三名，斩获冠、亚、季军。
 - 2018 年 12 月 1-3 日，第十二届腾讯杯青少年 VEX 机器人亚洲锦标赛于澳门举行，来自亚太地区的 450 余支队伍近 2000 名机器人爱好者参与其中，乐博乐博队伍在 VEX 澳门亚锦赛夺得亚军。
 - 2019 年 2 月 12 日，乐博乐博两支代表队在由英国 Vex Robotics 国际组织协会主办的 VEX-EDR 国际赛中分别获得了第五名、第六名的优异成绩。
 - 2019 年 2 月 24 日，乐博乐博摘下第一个 VEX 机器人亚洲公开赛冠军和 VEX 最高荣誉“全能奖”。

图表 20: 江苏省机器人工程挑战赛国际赛-包揽前三名



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 21: VEX-EDR 国际赛-获得第五名, 第六名



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 22: 乐博组织的乐博杯国际机器人竞赛比赛 (不完全统计)

时间	赛事
2015年2月7日	第八届乐博杯国际机器人竞赛
2015年7月18日	第九届乐博杯国际机器人竞赛
2016年1月30日	第十届乐博杯国际机器人竞赛
2016年7月24日	第十一届乐博杯国际机器人竞赛
2017年1月8日	第十二届乐博杯国际机器人竞赛·浙江赛区
2017年7月29日	第十三届乐博杯国际机器人竞赛
2017年12月31日	第十四届乐博杯国际机器人竞赛·西安赛区
2018年1月7日	第十四届乐博杯国际机器人竞赛·浙江赛区
2018年1月27日	第十四届乐博杯国际机器人竞赛·北京赛区
2018年6月10日	第十五届乐博杯国际机器人竞赛
2018年12月9日	第十六届乐博杯国际机器人竞赛·广东赛区
2018年12月30日	第十六届“乐博杯”国际机器人大赛·上海赛区

来源: 公司官网, 国金证券研究所整理

图表 23: 乐博参加比赛取得的成绩 (不完全统计)

时间	赛事	成绩
2018年7月27日	世界机器人大赛	金牌一等奖
2018年11月25日	首届江苏省机器人工程挑战赛国际赛	前三名
2018年12月3日	第十二届腾讯杯青少年VEX机器人亚洲锦标赛	亚军
2019年2月12日	VEX-EDR 国际赛	第五名、第六名
2019年2月24日	VEX 机器人亚洲公开赛	冠军、VEW 最高荣誉“全能奖”

来源: 公司官网, 国金证券研究所整理

4.3 引入国资出版公司入股, 基础价值凸显, 有望产生协同效应

- 2018年11月27日, 盛通股份股东贾则平先生与时代出版传媒股份有限公司(600551.SH)签署了《股份转让协议》。贾则平先生拟通过协议转让方式将其所持有的6.92%的上市公司股份转让给时代出版。转让价格为协议前一日收盘价的90%(即8.55元/股), 共2247.3万股, 转让总额为1.92亿元, 支付方式为现金。转让方承诺, 若本次交易完成12个月届满后连续20个交易日盛通股份在二级市场的股票交易均价低于成交价格的1.1倍(即9.41元/股), 转让方将根据受让方持有标的股份具体数额, 给予受让方差额补偿或回购标的股份, 具体方案另行签订补充协议约定。
- 截止2018年三季报, 栗延秋、贾春琳、贾则平为盛通股份前三大股东, 分别持有24.10%/12.83%/6.92%的股权。交易完成后, 时代出版将成为盛

通股份的第三大股东。时代出版（600551.SH）是安徽出版集团（国有独资）以其所持有的出版、印刷等文化传媒类资产，认购科大创新定向发行股份，成为第一大股东（持股比例 58.45%），在全国率先以出版业务整体上市，2017 年营收 66 亿元，在同行业上市公司中排名第 6。主营业务包括图书出版、印刷发行、期刊传媒等业务，教材教辅和一般图书等均有覆盖。

图表 24：股权结构（截止 2018 年三季度报）

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
栗延秋（副董事长，总经理）	7826	24.1%
贾春琳（董事长）	4167	12.8%
贾则平	2247	6.9%
周炜（业绩承诺人之一）	1196	3.7%
侯景刚（业绩承诺人之一）	1170	3.6%
贾子成	1125	3.5%
董颖	945	2.9%
贾子裕	892	2.8%
其他	12887	39.8%
合计	32455	100.0%

来源：wind，国金证券研究所

- 通过引进国有出版公司入股，业务上有望产生协同效应，有更多的合作机遇，同时体现国有出版公司对于盛通股份公司价值和发展前景的认可。盛通股份的素质教育板块建设持续进行，通过收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造 STEAM 教育第一股。2B 业务方面，公司与工信部旗下信达传媒达成合作，共同推进青少年机器人技术培训教材的制定、等级考试规划和机器人赛事合作等。未来通过与国有出版公司股东的深度合作，乐博乐博的教育产品推广和 2B 业务的推进有望借助股东资源获得进一步发展。

4.4 拟募资 4 亿建设少儿综合素质中心项目，进一步拓展素质教育业务范围

- 公司拟发行非公开发行股票 8.55 亿元，其中 4 亿元拟用于“少儿综合素质学习与发展中心项目”，拓展素质教育业务范围，期待未来进一步推进。2018 年 5 月 25 日，公司发布《2018 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟通过非公开发行的方式募集资金不超过 8.55 亿元人民币，发行定价基准日为发行期首日，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价的 90%，发行股份数不超过 6450 万股（发行前总股本为 3.25 亿股）。2019 年 3 月 16 日，公司发布《非公开发行股票申请文件的反馈意见之回复报告》。

图表 25：募集资金计划投入项目

项目名称	拟投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
教育出版综合服务产业园一期—智能印刷生产中心项目	6.41	4.56
少儿综合素质学习与发展中心项目	4.42	3.99
合计	10.82	8.55

来源：公司公告，国金证券研究所

- 一方面，公司拟通过“教育出版综合服务产业园一期--智能印刷生产中心项目”加速实现智能化印刷升级。通过加大智能印刷设备和产品的投入，引进高端数字化、智能化印刷装订设备和管理软件，同时配合工业互联网技术，按照数字化、网络化、智能化的原则进行工艺设计和设备选型，打造智能化工厂，实现智能化印刷升级，实现精益生产、智能生产，减少人工成本及资源浪费，大幅提高生产效率。

- 另一方面，公司拟通过“少儿综合素质学习与发展中心项目”拓展教育领域业务范围。通过内容购买的方式引入思维与科学素养、阅读与沟通、信息技术与数理逻辑、艺术创造、音乐能力、运动健康、协作与元认知等影响力较大、关注度较高的素质教育培训课程，在北京及其他多个城市分批开设综合素质学习与发展旗舰中心、综合馆和精品馆，打造“一站式、高品质儿童综合素质培训门店网络”，消费者可实现素质课程的一站式采购，以满足不同能力培养的需求。既有利于公司现有教育培训资源的整合，又有利于公司抢占国内教育培训市场，有效提升公司在教育培训行业的市场知名度和品牌影响力。

图表 26：少儿综合素质学习与发展中心项目涉及培训内容

培训内容	涉及课程
思维与科学素养	相关培训涉及：STEAM 综合课程等。
信息技术与数理逻辑	相关培训涉及：围棋、少儿编程等课程。
艺术创造	相关培训涉及：绘画、书法、造型设计等课程。
音乐能力	相关培训涉及：钢琴、电子琴、电子鼓、戏剧、戏曲、合唱等课程。
运动健康	相关培训涉及：少儿舞蹈、跆拳道、乒乓球、羽毛球等课程。
阅读与沟通	相关培训涉及：诗词朗诵、口才训练、古典阅读、即兴演讲等课程。
协作与元认知	相关培训涉及：脑力开发、自我认知等课程。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **少儿综合素质学习与发展中心项目最新进展：**拟在北京、上海、深圳、成都、西安等全国一、二线城市，以租赁场地的方式，分批开设综合素质学习与发展旗舰中心、综合馆和精品馆。计划在未来三年内陆续开设综合素质学习与发展培训门店共计 40 个，目前，公司全资子公司盛通知行已就第一年 11 家拟建设门店与场地出租方签署了相关租赁意向协议。根据项目整体规划，公司拟通过内容购买的方式引入素质教育培训课程，目前，公司根据培训内容市场价格及交易双方的谈判结果，已与 CMS Edu Co.,Ltd 等签署项目所需的全部《素质教育课程合作框架协议》。

图表 27：预计未来三年内陆续开设综合素质学习与发展培训门店共计 40 个

门店类型	第 1 年新增数量	第 2 年新增数量	第 3 年新增数量	累计数量
旗舰中心	-	1	2	3
综合馆（一线）	2	3	3	8
综合馆（二线）	2	2	2	6
精品馆（一线）	4	5	5	14
精品馆（二线）	3	3	3	9
合计	11	14	15	40

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：内容购买——已签署《素质教育课程合作框架协议》

合作方名称	授权使用内容	金额（万元）
上海学怡商贸有限公司	少儿情商教育等	1573
CMS Edu Co.,Ltd	少儿思维培训等	1573
Because learning. Inc.	STEM 相关教育等	1415
北京蒙斯坦教育科技有限公司	少儿舞蹈等相关内容	1415
深圳市小橙堡文化传播有限公司	少儿话剧培训等相关内容	1507
西安缤纷鸟文化传播有限公司	少儿美术等相关内容	1481
苏州音妙文化发展有限公司	少儿音乐培训等相关内容	1415

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- **国家相关政策陆续出台，我国的 STEAM 教育处于窗口期，迎来快速发展。**2015 年，教育部首次提到要探索 STEAM 教育。2018 年 1 月发布的“中学新课标”中课程设有机器人及人工智能相关模块。2018 年 4 月的《教育信息化 2.0 行动计划》提出将学生信息素养纳入学生综合素质评价，完善人工智能和编程课程内容。2019 年 2 月 27 日，教育部发布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》中提到要“启动中小学生信息素养测评。推动在中小学阶段设置人工智能相关课程，逐步推广编程教育”。
- **各地方教育部门高度重视 STEAM 教育的发展和落实。**2014 年 9 月，浙江省新高考改革方案把信息技术（含编程）正式纳入高考的考查科目之一。2017 年以来，各地高校和中学加大了对编程教育的倾斜。2018 年 4 月，天津市多所普通高中将信息学奥赛、信息技术、人工智能等纳入了招生范畴。2018 年 7 月，浙江省提出要探索在中小学校设置机器人和人工智能课程。2018 年 9 月，重庆市规定中小学开足开齐编程课程，并且小学 3 年级就要开始学。我们认为，随着各地对于机器人、编程、人工智能等课程的重视程度逐步提高，相应的素质教育培训需求将会有所增加，带来更多发展机会。根据赛迪顾问统计，2017 年素质类教育市场规模达 4320 亿元，同比增长达 25%，预计到 2020 年，将超过 7550 亿元，年复合增速超过 20%。
- **盛通股份：出版服务+教育齐头并进。**自 2016 年收购乐博乐博切入素质教育领域之后，公司坚持其教育、出版文化综合服务生态圈的发展战略。公司 2018 年预计实现营收 18.5 亿元，+32%YOY；归母净利润为 1.3 亿元，+36%YOY。其中乐博教育扣非后的归母净利润约 4284 万元（未经审计），预计成功完成业绩承诺，+43%YOY。截至 2018 年末，乐博教育在全国 25 个省及直辖市，拥有 105 家直营店（+12）和 228 家加盟店（+38）。三大因素驱动业绩增长：①网点稳步扩张；②课程饱和度增长；③单价提高。
- **引国资入股&拟募资拓展素质教育业务。**股东贾则平先生拟将其所持有的 6.92%股份转让给时代出版，通过引进国有出版公司入股，业务上有望产生协同效应，也体现国有出版公司对于公司价值和前景的认可。公司拟发行非公开发行股票 8.55 亿元，其中 4 亿元计划用于“少儿综合素质学习与发展中心项目”拓展素质教育业务范围，期待未来进一步推进。
- **维持买入评级，目标价 15 元。**STEAM 教育需求持续增长，叠加政策持续催化，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利，公司作为 STEAM 教育最大供应商之一或将受益。此外，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。我们预计 19-20 年归母净利润为 1.50/1.73 亿元，对应 PE 为 25/22x，维持买入评级，目标价 15 元。

风险提示

- **印刷业务成本增加或环保要求增高：**随着国家对环保工作的重视，企业的环保投入及治理成本逐步增加，可能对公司利润率有一定影响。
- **教育业务拓展可能不及预期：**新开网点数量不急预期，由于行业竞争激烈，新开网点招生不及预期，可能会对教育业务拓展造成影响，也存在并购整合状况不及预期的可能性。收购乐博教育形成商誉 3.96 万元，占 2018 年 3 月末公司总资产的 16.6%，若业绩不及预期，可能存在商誉减值的风险。
- **解禁风险：**2019 年 1 月 15 日 2019 年 3 月 6 日分别有 240 万和 906 万股解禁，分别占总股本 0.74%和 2.79%。
- **募集资金投资项目计划仍存在不确定性：**2018 年 5 月 25 日，公司发布《2018 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟通过非公开发行的方式募集资金不超过 8.55 亿元人民币，募投项目为“教育出版综合服务产业园一期--智能印刷生产中心项目”和“少儿综合素质学习与发展中心项目”。募集资金投资项目经过了充分的可行性论证，但在实际运营过程中，由于市场本身具有的不确定因素及项目建设过程中可能会遇到的不确定性因素，可能会对项目的实施进度、投资回报和公司的预期收益产生影响。2019 年 3 月 16 日，公司发布《非公开发行股票申请文件的反馈意见之回复报告》，尚未有下一步进展公告。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	701	843	1,403	1,848	2,200	2,543	货币资金	70	129	271	233	257	279
增长率		20.3%	66.4%	31.6%	19.1%	15.5%	应收账款	228	300	417	630	750	867
主营业务成本	-579	-694	-1,125	-1,465	-1,728	-1,967	存货	150	145	257	281	331	377
%销售收入	82.5%	82.3%	80.1%	79.3%	78.5%	77.3%	其他流动资产	16	17	92	118	131	142
毛利	122	150	279	383	473	576	流动资产	464	591	1,037	1,262	1,469	1,665
%销售收入	17.5%	17.7%	19.9%	20.7%	21.5%	22.7%	%总资产	37.5%	42.4%	44.1%	47.8%	51.1%	53.8%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-11	-13	-15	长期投资	22	33	85	75	85	95
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	614	679	707	720	725	730
营业费用	-40	-39	-55	-83	-103	-140	%总资产	49.6%	48.8%	30.1%	27.3%	25.2%	23.6%
%销售收入	5.6%	4.7%	3.9%	4.5%	4.7%	5.5%	无形资产	67	69	483	553	565	576
管理费用	-56	-65	-117	-148	-176	-211	非流动资产	774	802	1,312	1,378	1,405	1,431
%销售收入	7.9%	7.8%	8.3%	8.0%	8.0%	8.3%	%总资产	62.5%	57.6%	55.9%	52.2%	48.9%	46.2%
息税前利润 (EBIT)	23	39	99	141	180	210	资产总计	1,237	1,393	2,349	2,640	2,874	3,096
%销售收入	3.3%	4.6%	7.1%	7.6%	8.2%	8.3%	短期借款	120	110	41	165	349	305
财务费用	-11	-6	0	-2	-12	-16	应付款项	361	506	686	623	737	842
%销售收入	1.5%	0.7%	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	其他流动负债	21	16	22	29	35	40
资产减值损失	-3	-5	-10	0	0	0	流动负债	502	632	749	818	1,121	1,187
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	41	30	15	8	5	4
投资收益	0	0	4	0	0	0	其他长期负债	45	44	46	200	0	0
%税前利润	n.a.	n.a.	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	588	706	810	1,026	1,126	1,191
营业利润	9	27	100	139	168	194	普通股股东权益	649	687	1,537	1,612	1,747	1,903
营业利润率	1.3%	3.2%	7.1%	7.5%	7.6%	7.6%	少数股东权益	0	0	2	2	2	2
营业外收支	13	17	11	11	11	12	负债股东权益合计	1,237	1,393	2,349	2,640	2,874	3,096
税前利润	22	44	110	150	179	206							
利润率	3.2%	5.2%	7.9%	8.1%	8.1%	8.1%	比率分析						
所得税	-3	-7	-18	-24	-29	-33		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	13.1%	16.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	19	37	93	126	150	173	每股收益	0.145	0.270	0.286	0.387	0.463	0.532
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.809	5.090	4.743	4.977	5.391	5.874
归属于母公司的净利润	20	36	93	126	150	173	每股经营现金净流	0.302	1.103	-0.032	-0.328	0.629	0.758
净利率	2.8%	4.3%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	每股股利	0.030	0.030	0.050	0.050	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.01%	5.31%	6.02%	7.79%	8.61%	9.08%
净利润	19	37	93	126	150	173	总资产收益率	1.58%	2.62%	3.94%	4.76%	5.23%	5.58%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	2.47%	3.89%	5.22%	6.61%	7.20%	7.96%
非现金支出	62	65	99	97	111	126	增长率						
非经营收益	2	8	-3	-11	6	10	主营业务收入增长率	12.70%	20.28%	66.40%	31.65%	19.09%	15.55%
营运资金变动	-43	40	-198	-319	-64	-63	EBIT增长率	54.43%	68.10%	157.21%	41.29%	28.13%	16.50%
经营活动现金净流	41	149	-10	-106	204	246	净利润增长率	71.20%	86.98%	153.55%	35.75%	19.71%	14.90%
资本开支	-120	-79	-105	-161	-118	-130	总资产增长率	14.46%	12.62%	68.59%	12.39%	8.88%	7.71%
投资	-22	-11	7	10	-10	-10	资产管理能力						
其他	37	13	6	0	0	0	应收账款周转天数	100.4	107.2	86.0	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-105	-77	-92	-151	-128	-140	存货周转天数	97.9	77.6	65.3	70.0	70.0	70.0
股权募资	43	0	327	-34	0	0	应付账款周转天数	90.6	88.5	68.5	55.0	55.0	55.0
债权募资	19	-25	-84	276	-19	-46	固定资产周转天数	274.7	292.9	183.6	141.4	118.8	103.0
其他	6	-11	-59	-23	-33	-38	偿债能力						
筹资活动现金净流	68	-36	184	219	-52	-83	净负债/股东权益	13.89%	1.58%	-13.97%	-3.73%	5.55%	1.55%
现金净流量	4	36	82	-38	24	22	EBIT利息保障倍数	2.2	6.1	207.4	70.0	14.9	13.0
							资产负债率	47.51%	50.65%	34.49%	38.85%	39.17%	38.46%

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
买入	1	2	3	4	9
增持	1	2	5	6	10
中性	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.80	1.78	1.73	1.73

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	2017-08-25	买入	14.65	22.00~22.00
2	2017-10-27	买入	14.06	N/A
3	2018-01-31	买入	11.81	17.00~17.00
4	2018-04-28	买入	12.42	N/A
5	2018-07-23	买入	10.93	15.00~15.00
6	2018-08-06	买入	10.34	14.00~14.00
7	2018-10-28	买入	9.42	13.00~13.00
8	2018-11-28	买入	9.77	13.00~13.00

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的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