



现金流转好，校区扩张提速，期间费用提升短期压制利润

2019.08.30

强烈推荐 (首次覆盖)

传媒行业

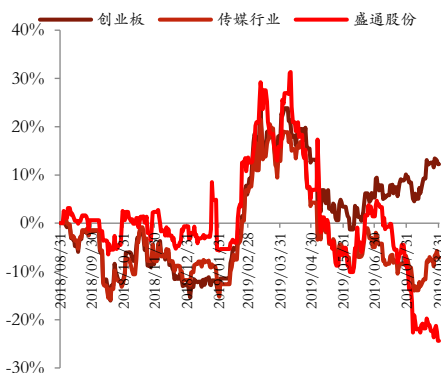
肖明亮(分析师) 叶锐(分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

事件: 公司发布 2019 年半年报, 2019 年 H1 实现营收 8.7 亿元, 同比增长 2.6%, 实现归母净利润 4748 万元, 同比减少 5.9%。

核心观点:

- **教育营收同增 39.5%，扩张期费用上涨压力利润释放，现金流质量大幅好转。** 报告期内，公司教育培训业务实现营收 1.22 亿元，同增 39.5%，其中乐博教育营收同增 18%，同时新增中鸣数码并表确认 1946 万元所致，毛利率同比提升 0.5pct，基本持平；印刷业务实现营收 7.5 亿元，同减 1.66%，毛利率同比提升 2.85pct，实现扣非归母净利润为 3538 万元，同增 25%。受乐博教育线下门店的扩张影响，销售费用率/管理费用率同比提升 1.1/2.1pct，同时受教育板块研发投入影响，研发费用同增 47%。受短期期间费用提升的影响，报告期内归母净利润同比减少 5.8%。此外，报告期内实现经营活动现金流 1.08 亿元，同比增长 243%。
- **制定 3 年千店计划加速扩张，政策加持+产品优化助推成长。** 公司今年制定了“千店计划”，预计在 2022 年公司直营+加盟门店数量达到一千家，报告期内，公司拥有直营 116、加盟 288 合计 404 家门店，同比 2018 年年底增加直营 10 家 (+9.4%) 以及加盟 44 家 (+18.5%)，后续将继续通过新建或收购的方式拓展直营门店。从政策层面看，目前机器人、人工智能、编程等 STEM 元素已经纳入校内课标，且明确表示后续将纳入初高中水平考试。公司积极围绕编程机器人做产品服务升级：①推出乐博乐博 3.0 教学升级；②积极拓展赛事体系，目前公司主办、承办或合作的各项赛事已涵盖国内几乎全部知名赛事；③与中国青少年宫协会签订合作协议，共同合作开展青少年编程能力测评认证项目。我们认为，公司通过布局赛事和测评认证项目，有望通过赋予编程机器人一个客观的评价体系，提高学生对该领域的认知程度，提高行业参培率；同时公司有望通过推出更加针对性的培训课程获得收入贡献。
- **出版主业稳定，“出版服务云平台”提高利用率。** 公司印刷业务通过了中国印刷科学技术研究院的 C9 国内自主评价体系，功入选“北京市出版物印刷服务首都核心功能重点保障企业”。公司继续推进“出版服务云平台”项目，利用数字化技术进行统一生产调度和质量监控进行标准化生产，实现京津冀沪四地生产联动，聚合出版机构的生产需求，提高工作效率。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.5/1.9/2.3 亿元，对应 EPS 为 0.27、0.34、0.42 元/股，对应 PE 为 16/12/10 倍。考虑公司近期扩张提速，内生+外延持续推进，产品结构调整进一步切入用户痛点，伴政策东风成长可期，首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧，报名人数大幅下滑，传统主业大幅下滑

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
盛通股份	-16.6	-20.3	-33.43
传媒行业	0.34	-2.00	-12.84
沪深 300	2.58	8.58	4.90

公司基本资料

总市值(亿元)	24.19
总股本(亿股)	3.25
流通股比例	61.82%
资产负债率	34.82%
大股东	粟延秋
大股东持股比例	24.11%

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1844.40	2116.10	2400.01	2734.00
增长率(%)	31.42%	14.73%	13.42%	13.92%
归属母公司净利润	124.15	150.11	188.36	231.02
增长率(%)	34.16%	20.91%	25.48%	22.65%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.34	0.42
销售毛利率	19.82%	21.22%	22.16%	23.02%
销售净利率	6.81%	7.71%	8.53%	9.18%
净资产收益率	7.92%	8.88%	10.21%	11.36%
市盈率	19.48	16.11	12.84	10.47



盈利预测表:

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	128.77	270.86	213.51	211.61	313.06	551.49	营业收入	843.45	1403.48	1844.40	2116.10	2400.01	2734.00
应收票据及账款	287.44	384.05	441.82	506.90	574.91	654.92	营业成本	693.75	1124.74	1478.85	1667.00	1868.23	2104.63
预付账款	9.97	45.67	32.52	506.90	574.91	654.92	营业税金及附加	6.34	7.91	7.21	9.79	10.10	12.08
其他应收款	13.08	33.18	49.76	53.56	62.75	70.34	销售费用	39.23	54.74	77.28	94.42	109.42	128.62
存货	145.14	257.03	265.21	42.19	48.84	54.15	管理费用	65.46	116.62	124.01	154.28	174.98	199.33
其他流动资产	6.38	45.76	73.44	42.59	48.31	55.03	研发费用	0.00	0.00	20.37	26.68	30.26	34.48
流动资产总计	590.78	1036.56	1076.26	1363.76	1622.78	2040.84	财务费用	6.31	0.48	16.69	3.89	1.35	-1.51
长期股权投资	2.44	3.68	12.13	12.13	12.13	12.13	其他经营损益	-5.40	-9.57	-12.11	-5.35	-5.35	-5.35
固定资产	676.79	706.14	725.82	614.68	505.17	394.79	投资收益	-0.05	4.06	21.57	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.48	0.48	3.29	7.74	7.20	6.65	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	65.63	74.52	106.12	90.52	76.58	61.81	营业利润	26.91	93.50	149.82	181.36	230.58	285.49
长期待摊费用	3.56	11.79	26.38	15.69	2.50	2.50	其他非经营损益	17.08	16.71	18.40	11.83	11.83	11.83
其他非流动资产	51.51	515.63	476.03	480.70	484.71	488.04	利润总额	43.99	110.21	168.23	193.19	242.41	297.32
非流动资产合计	802.41	1312.23	1349.78	1221.46	1088.28	965.92	所得税	7.36	17.61	22.31	30.02	37.67	46.21
资产总计	1393.18	2348.79	2426.03	2585.22	2711.06	3006.76	净利润	36.63	92.60	145.92	163.16	204.73	251.11
短期借款	110.00	40.98	108.79	104.27	0.00	0.00	少数股东损益	0.13	0.06	1.39	13.05	16.38	20.09
应付票据及账款	406.48	563.90	357.54	403.03	451.68	508.84	归属母公司股东净利	36.50	92.54	144.53	150.11	188.36	231.02
其他流动负债	115.85	143.90	178.95	161.56	172.86	202.70	EBITDA	110.73	204.95	256.35	345.39	396.94	438.16
流动负债合计	632.33	748.78	645.27	668.86	624.54	711.54	NOPLAT	27.66	78.97	124.09	156.46	195.89	239.84
长期借款	29.61	14.86	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.07	0.17	0.23	0.27	0.34	0.42
其他非流动负债	43.69	46.48	207.27	207.27	207.27	207.27	主要财务比率						
非流动负债合计	73.31	61.34	207.27	207.27	207.27	207.27	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	705.64	810.12	852.54	876.13	831.81	918.81	成长能力						
股本	135.00	324.01	324.55	324.55	324.55	324.55	营收增长率	20.28%	66.40%	31.42%	14.73%	13.42%	13.92%
资本公积	317.54	860.53	804.19	804.19	804.19	804.19	EBIT增长率	53.06%	120.03%	48.66%	19.77%	23.69%	21.35%
留存收益	234.66	352.27	439.43	561.99	715.76	904.38	EBITDA增长率	20.16%	85.08%	25.08%	34.73%	14.92%	10.39%
归属母公司权益	687.20	1536.80	1568.18	1690.73	1844.51	2033.12	净利润增长率	88.48%	152.81%	35.57%	29.96%	25.48%	22.65%
少数股东权益	0.34	1.87	5.31	18.37	34.75	54.84	盈利能力						
股东权益合计	687.54	1538.67	1573.49	1709.10	1879.25	2087.95	毛利率	17.75%	19.86%	19.82%	21.22%	22.16%	23.02%
负债和股东权益合计	1393.18	2348.79	2426.03	2585.22	2711.06	3006.76	净利率	4.34%	6.60%	6.81%	7.71%	8.53%	9.18%
							ROE	5.31%	6.02%	7.92%	8.88%	10.21%	11.36%
							ROA	2.62%	3.94%	5.12%	5.81%	6.95%	7.68%
							ROIC	3.50%	10.50%	8.97%	9.61%	10.95%	13.47%
							估值倍数						
							P/E	66.27	26.14	19.48	16.11	12.84	10.47
							P/S	2.87	1.72	1.31	1.14	1.01	0.88
							P/B	3.52	1.57	1.54	1.43	1.31	1.19
							股息率	0.20%	0.67%	0.00%	1.14%	1.43%	1.75%
							EV/EBIT	13.12	11.52	9.06	7.76	5.61	4.00
							EV/EBITDA	5.96	6.22	5.82	4.43	3.45	2.70
							EV/NOPLAT	23.87	16.15	12.02	9.77	6.98	4.93

数据来源: 同花顺iFind



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学会计学硕士，目前担任广证恒生 TMT 团队负责人，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。