

教育

崛起的国内机器人教育龙头

2019 年 09 月 05 日

——盛通股份 (002599.SZ) 深度研究报告

公司评级：增持（首次）

分析师：顾静

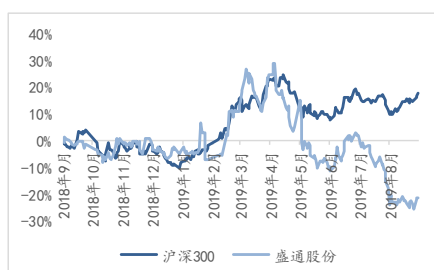
执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

盛通股份 (002599.SZ) 与沪深 300 对比表现



核心观点：

- 1) 国内机器人教育服务市场空间广阔，具备“产品+营销+管理能力”核心竞争优势的公司将迎来长期发展。目前国内机器人教育适龄人数近 2 亿，我们预计国内机器人教育市场空间将超 700 亿元；未来国家政策支持、中小学推广、与升学挂钩、家长支付意愿增强，驱动国内机器人教育持续发展；国内机器人教育分化较大，“产品+营销+管理能力”是核心竞争优势。
- 2) 公司是国内机器人教育培训龙头，竞争优势显著。1) 独家代理韩国乐博，完善的课程体系：公司产品体系 3.0 在产品线中加入人工智能技术的应用，课程包括幼儿乐机器人、积木机器人、编程故事、单片机器人、人形机器人、Python 编程、C++ 课程等，相比而言，内容更加丰富、有针对性；2) 渠道拓展，规模优势：截至 2019 年上半年，公司拥有 116 家乐博直营店和 278 家加盟店，涉及所有发达城市，线下培训规模最大，中鸣数码拥有面向全国中小学的完善的销售渠道和良好的用户基础；3) 与新东方战略合作，管理层经验丰富。
- 3) 公司现有店面课程饱和率上升、提价空间显现带动业绩持续增长；开店速度加快，提升市场占有率，储备业绩增长动力。从公司新老店比率来看，已经从 2014 年的 140% 下降至 2018 年的 13.98%；公司的课程单价偏低，涨价空间超过 30%；2019 年上半年，公司开店速度加快，制订了三年“千店计划”，规划到 2022 年，实现乐博系统内直营和加盟门店数量合计达到 1000 家，我们预计未来 2-3 年，公司有可能整合行业内优质企业。
- 4) 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2019E-2021E 年 EPS 为 0.24 元、0.31 元、0.39 元，对应 PE 为 20.23 倍、15.39 倍、12.18 倍；盛通股份是国内机器人教育龙头企业，未来市场空间广阔，出版印刷业务步入稳健增长，国内尚未有可比上市公司，有一定的稀缺性，参比公司历史 PE 情况，当前估值处于历史低点，首次覆盖给予“增持”评级。
- 5) 风险提示：市场竞争风险加大、募集资金投资项目实施风险。

公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (亿元)	24.79
流通市值 (亿元)	15.37
总股本 (百万股)	548.46
流通股本 (百万股)	340.05
日均成交额 (百万)	20.96
近一个月换手 (%)	29.00
第一大股东	栗延秋

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1844.40	2056.64	2402.48	2854.67
收入同比	31.42%	11.51%	16.82%	18.82%
净利润(百万)	116.12	130.38	171.38	216.63
净利润同比	31.28%	12.29%	31.44%	26.41%
毛利率	19.82%	22.95%	23.71%	24.13%
归母净利率	6.37%	6.42%	7.22%	7.68%
EPS (元)	0.21	0.24	0.31	0.39
PE (倍)	22.72	20.23	15.39	12.18

目录

一、国内机器人教育培训&区域性印刷出版龙头	3
1、国内机器人教育培训&区域性印刷出版龙头	3
2、公司是家族企业，股权激励绑定核心骨干	4
3、教育业务利润占比提升	5
二、国内机器人教育服务市场空间广阔	6
1、国内教育机器人市场高速发展	6
2、国内机器人教育市场空间广阔	8
3、四因素共振，驱动国内机器人教育持续发展	10
4、机器人教育核心竞争力：产品+营销+管理能力	13
三、公司核心竞争力显著，教育业务未来增长点明确	14
1、乐博机器人竞争优势：课程设计、品牌、渠道等	14
2、现有店面课程饱和率上升、提价空间显现	16
3、开店速度加快，提升市场占有率	17
4、公司拟募投素质教育项目值得期待	18
四、国内印刷业缓慢复苏，公司业绩步入稳步增长	20
1、国内印刷业缓慢复苏，规模企业增速较好	20
2、公司出版印刷业务聚焦教育类出版，业绩步入稳健增长	22
3、出版服务云平台、拟募投项目助推公司业绩增长	24
五、盈利预测及投资评级	25
1、盈利预测	25
2、估值与评级	27
六、风险提示	27

图表目录

Figure1 公司战略布局：立足出版综合服务，积极布局教育产业	3
Figure2 公司是区域性印刷出版龙头	3
Figure3 公司十大股东明细（最新）	4
Figure4 公司第三期员工持股计划	5
Figure5 公司主营业务收入构成	5
Figure6 公司毛利构成	5
Figure7 公司教育培训业务收入及同比增长	6
Figure8 机器人教育市场分类及代表企业	7
Figure9 2018 年中国教育机器人主要企业市场份额	7
Figure10 全球教育机器人市场规模及增速	8

Figure11 中国教育机器人市场规模及增速	8
Figure12 2018 年中国 3-14 岁少儿人口数量规模及比例	8
Figure13 国内机器人教育市场空间预测	9
Figure14 国内机器人教育市场规模敏感性分析	9
Figure15 机器人教育相关行业政策	10
Figure16 2018 年海淀区初中入学科技特长生招生计划	11
Figure17 中国家长对孩子能力培养诉求	12
Figure18 城镇居民人均可支配收入及同比增速	12
Figure19 家长选择教育培训机构首要考虑 师资、课程	13
Figure20 乐博乐博课程体系	14
Figure21 童程童美课程体系	14
Figure22 公司教育理念及师资情况	15
Figure23 公司近年来乐博教育新老店比率	16
Figure24 北京区域直营店面大部分成立于 2012-2013 年，2014-2015 年开始提价	16
Figure25 北京区域直营店面教具和课时费	17
Figure26 公司乐博机器人教育直营店面及计划	18
Figure27 应试教育与素质教育对比	18
Figure28 国内素质教育培训市场规模及增长预测	19
Figure29 公司“少儿综合素质学习与发展中心项目”各类门店开设数量和时间进度	19
Figure30 公司已经签署《素质教育课程合作框架协议》	20
Figure31 国内印刷业总产值及同比增速	21
Figure32 2017 年不同类别图书对市场增速的贡献比例	21
Figure33 少儿图书在零售市场的销售比重	21
Figure34 中国少儿图书码洋及同比增速	22
Figure35 公司出版印刷业务品类占比	23
Figure36 出版印刷业务收入及增速	23
Figure37 出版印刷业务扣非净利润及增速	23
Figure38 公司 2013-2018 年财务指标说明	24
Figure39 公司出版印刷业务毛利率水平	24
Figure40 2019-2020 年公司乐博教育收入&毛利率预测	25
Figure41 公司主营业务关键假设条件	26
Figure42 盛通股份历史估值走势	27
附：财务预测摘要	28

一、国内机器人教育培训&区域性印刷出版龙头

1、国内机器人教育培训&区域性印刷出版龙头

国内机器人教育培训龙头。2016 年,公司 100%收购乐博教育,乐博教育专注于国内儿童科技启蒙教育,是国内最大的 2C 机器人培训公司,主要业务是为儿童提供机器人的设计、组装、编程与运行等培训服务。截至 2019 年上半年末,公司在 25 个省及直辖市,拥有 116 家直营店和 278 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,线下培训规模国内最大。

区域性印刷出版龙头。目前,公司在北京、上海、河北、天津拥有五个生产基地,涉及出版物印刷、包装印刷、商业印刷等多个行业细分领域,为客户提供面向出版全产业链的出版综合服务。根据《2015 年印刷统计年鉴》,北京盛通印刷在其统计的 112 家企业中,营业收入排名第六,占比 3.98%;资产总额排名第三;2019 年上半年,公司在《印刷经理人》杂志发布的“2019 中国印刷包装企业 100 强排行榜”上,公司排名居于全国第 20 名,名次较去年上升 4 名。

Figure 1 公司战略布局:立足出版综合服务,积极布局教育产业



料来源:公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司是区域性印刷出版龙头

序号	主营业务收入		资产总额	
	单位名称	万元	单位名称	万元
1	湖南天闻新华印务有限公司	96447	江西新华印刷集团有限公司	163478
2	浙江印刷集团有限公司	85702	湖南天闻新华印务有限公司	128688

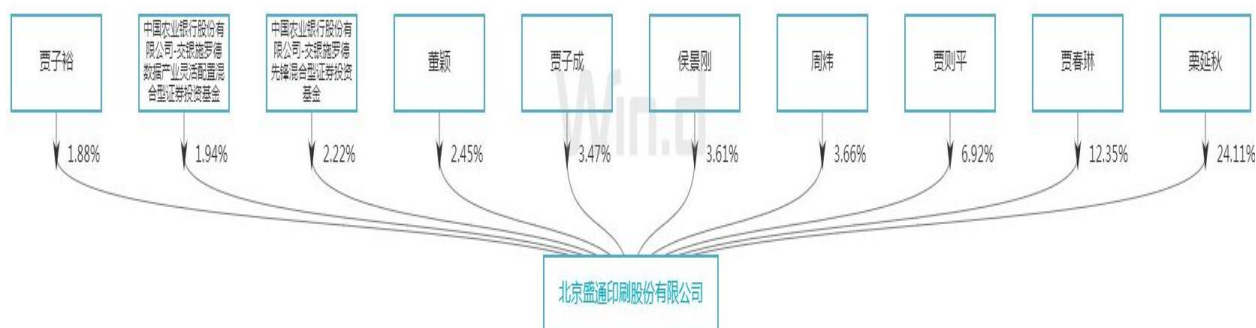
3	安徽新华印刷股份有限公司	78709	北京盛通印刷股份有限公司	108600
4	江西新华印刷集团有限公司	75258	河北新华联合印刷有限公司	104673
5	河北新华联合印刷有限公司	64956	江苏凤凰新华印务有限公司(合并)	92074
6	北京盛通印刷股份有限公司	53828	安徽新华印刷股份有限公司	85822
7	江苏凤凰新华印务有限公司(合并)	48282	北京雅昌艺术印刷有限公司	67445
8	北京利丰雅高长城印刷有限公司	43688	浙江印刷集团有限公司	64530
9	宁波报业印刷发展有限公司	41371	云南出版印刷(集团)有限责任公司	55263

资料来源：《2015 年印刷统计年鉴》、世纪证券研究所

2、公司是家族企业，股权激励绑定核心骨干

公司是家族企业，各成员合计控股 51.18%。公司控制人是栗延秋，实际控制股份比例为 29.46%。栗女士具有 20 年印刷行业从业经验，熟悉印刷行业内部生产管理，具有丰富的印刷企业经营管理和财务控制经验，其持股比例为 24.11%，贾子裕、贾子成享有的股东权利由其地作为法定监护人代为行使，其实际控制比例为 29.46%；公司董事长是贾春琳，实际控制股份比例为 21.72%。

Figure 3 公司十大股东明细（最新）



源：wind、世纪证券研究所

股权激励绑定业务骨干。2019 年 7 月，公司公告将进行第三期员工持股计划：本期员工持股计划参与对象为公司及下属子公司在职的员工，总人数为 99 人，其中公司董事、监事、高级管理人员共 6 名。标的股票来源为 2018 年 8 月至 2019 年 4 月期间公司回购的股票（不超过 8,284,627 股），占公司总股本比例不超过 2.55%，员工持股计划拟受让公司回购股票的价格为 6.5 元/股。通过股权激励可充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

Figure 4 公司第三期员工持股计划

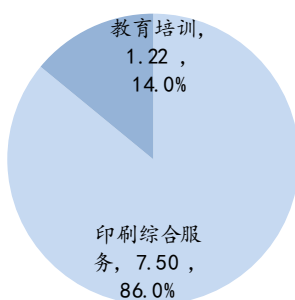
序号	持有人	认购金额上限（万元）	占持股计划的比例上限（%）
1	董事、监事和高级管理人员，包括：蔡建军、唐正军、侯景刚、肖薇、殷庆允、张友林等共 6 人。	1,236	19.31%
2	其他员工（各业务板块、子公司负责人以及符合条件的核心员工）共 93 人。	5,164	80.69%
3	合计（99 人）	6,400	100%

料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、教育业务利润占比提升

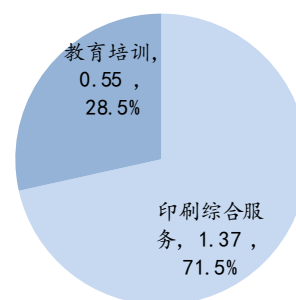
教育业务利润贡献提高。目前，公司业务板块涵盖印刷综合服务和教育培训业务两大板块。2018 年，营业收入分别占比 13.52%和 86.48%，营业利润占比分别为 66.85%和 33.15%。相比 2017 年，教育业务收入占比从 13.02%上升至 13.52%，利润占比从 31.19%上升至 33.15%，提高近 2 个百分点；2019 年上半年，公司教育培训收入占比从 10.3%提升至 14%，利润占比从 24.74%提升至 28.48%。

Figure 5 公司主营业务收入构成 单位：亿元



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 6 公司毛利构成 单位：亿元



资料来源：wind、世纪证券研究所

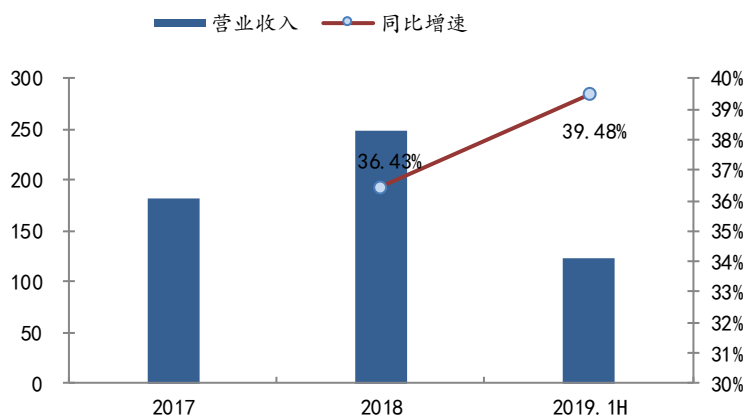
2018 年教育业务净利润大幅增长。2018 年，公司教育培训业务主营业务收入 24,930.62 万元，同比增长 36.43%，净利润 5226.69 万元，同比增长 78.44%。主要是公司教育培训业务不断发展，其中机器人培训学员人数、收入规模和盈利能力保持快速增长；其次是 2018 年 2 月，公司以现金收购广州中鸣数码科技有限公司 51%股权，实现中鸣数码并表，合作推广青少年人工智能技术水平测试，实现 2B2C 协同发展。

2019 年中期净利润低于收入增速，长期成长依旧。2019 年上半年，公司教育培训业务主营业务收入 12,248.46 万元，同比增长 39.49%，毛利率为 44.54%，同比增加 0.5 个百分点，实现净利润 1,037.62 万元，同比增长 18.04%，主要是并表中鸣数码贡献业绩增长，公司实现主营业务收入 1,945.72 万元，贡献净利润 373.20 万元。

报告期，乐博教育收入同比增长 19.4%，净利润增速有同比下降 24.42%，净利润增速下滑主要是公司加大了教育业务的投入，包括开拓新店、装修升级老店、教育人员增加等，短期费用投入上升。

我们认为，由于季节性因素及费用的摊销方式，如 2018 年上半年，乐博教育收入和净利润全年占比分别为 37.4%、20.3%，因此 2019 年下半年的净利润更加的值得关注。公司机器人教育业务目前仍处于成长期，为提高市场占有率，还需持续扩张店面，未来随着店面课程饱和率的提升，公司净利润增速将加快。

Figure 7 公司教育培训业务收入及同比增长 单位：百万元



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

二、国内机器人教育服务市场空间广阔

1、国内教育机器人市场高速发展

机器人教育是指通过设计、组装、编程、运行机器人，激发学生学习兴趣、培养学生综合能力，融合了机械原理、电子传感器、计算机软硬件及人工智能等众多先进技术。

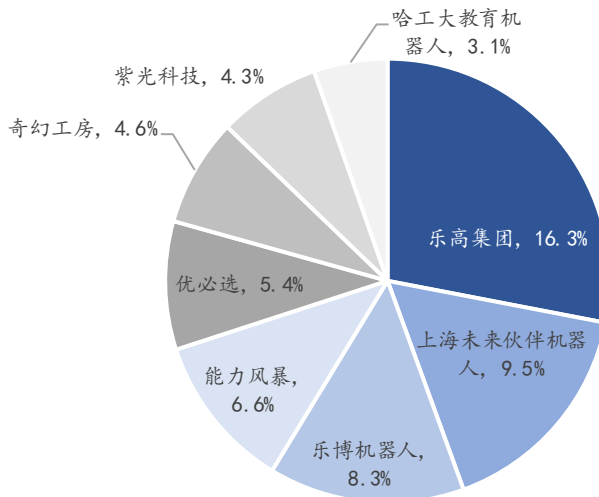
国内机器人教育主要分为两类，一类是设备提供商，一类是服务提供商。从教育机器人产品类型来看，乐高系目前在国内市场份额最大、中国系和韩国系也具有一定的市场份额。目前国内机器人教育培训教具 70%都是丹麦的乐高，乐高教育是总代理，业务模式是合作伙伴分销乐高产品，并提供相关服务，比如西觅亚、乐创等；乐博乐博独家代理韩国乐博机器人；国内主要是哈工大机器人、能力风暴机器人；从机器人教育服务提供来看，目前国内规模较大的机器人教育企业主要有乐博乐博、童程童美、乐创教育、博佳机器人、棒棒贝贝机器人、好小子机器人、凤凰机器人等。

Figure 8 机器人教育市场分类及代表企业

机器人教育分类	
设备提供商	乐高、韩国乐博、哈工大机器人、能力风暴机器人、优必选、奇幻工坊、德国慧鱼等。
服务提供商	乐博乐博、童程童美、乐创教育、博佳机器人、棒棒贝贝机器人、好小子机器人、凤凰机器人等。

资料来源：世纪证券研究所

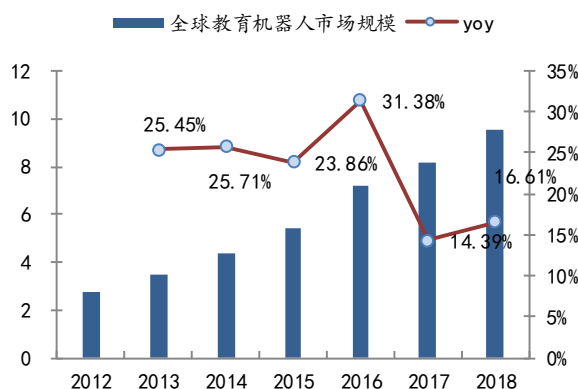
Figure 9 2018 年中国教育机器人主要企业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

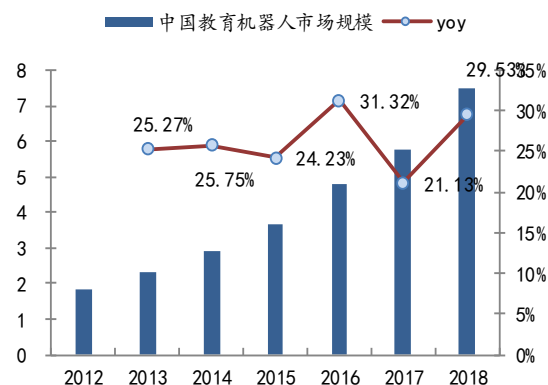
全球教育机器人市场稳步增长，中国市场增速较快。根据前瞻产业研究院数据，2018 年全球教育机器人市场规模约为 9.55 亿美元，较上年同比增长 16.61%；2018 年中国教育机器人市场规模约为 7.5 亿元，较上年增长 29.53%，与全球增速相比，国内教育机器人市场增速高出 13 个百分点，说明中国的教育机器人市场方兴未艾，还处于较高增速的成长期。

Figure 10 全球教育机器人市场规模及增速 单位: 亿元



资料来源: 前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure11 中国教育机器人市场规模及增速 单位: 亿元

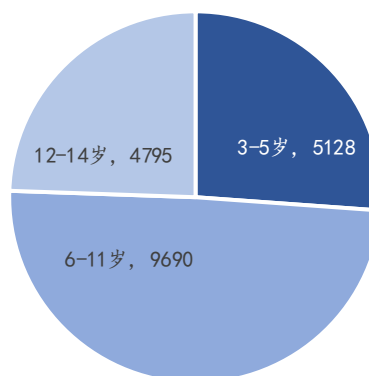


资料来源: 前瞻产业研究院、世纪证券研究所

2、国内机器人教育市场空间广阔

国内机器人教育适龄人数近 2 亿。考虑到高中阶段学生的升学压力, 我们认为机器人教育市场主要的适龄学员是 3-14 岁少儿, 根据统计局数据, 截止 2018 年, 我国 3-14 岁人口数量高达 1.96 亿人;

Figure 12 2018 年中国 3-14 岁少儿人口数量规模及比例 单位: 万人



资料来源: 国家统计局、世纪证券研究所

国内机器人教育市场空间预计将超 700 亿元。目前机器人教育主要集中在国内经济相对发达城市, 一、二、三线城市是国内目前主要的机器人教育市场。按照机器人教育市场潜在市场规模=适龄学员*具有付费能力的比例*渗透率*单价 (目前) 进行预测;

根据我们的测算,参照韩国机器人教育成熟市场渗透率(7%-8%),结合国情,考虑到各个城市不同的市场渗透率,若我国机器人教育平均普及率达到 5%,对应的国内机器人教育市场空间为 706 亿元;

Figure 13 国内机器人教育市场空间预测

指标	机器人教育适龄人数					合计
	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	
占比	11.5%	18.50%	25%	26%	19.0%	/
人数(万人)	2249	3628	4903	5099	3733	19613
市场渗透率	14%	10%	6%	1.0%	0.30%	5.0%
学员	315	363	294	51	11	972
学费(元/年)	8000	7000	6000	4000	3000	7266
市场规模(亿元)	252	254	177	20	3	706

资料来源:国家统计局、世纪证券研究所

如果考虑未来考虑家长支付能力和消费意愿的提高不断提高,机器人教育人均学费的增长,根据我们的敏感性分析,则对应的机器人教育市场规模近千亿元,国内机器人教育市场空间广阔;

从市场参与企业来看,即使是 2018 年采取战略性亏损,进行快速扩张的童程童美,实现现金收入 4.6 亿元,业内排名第一,但与行业的潜在市场空间比较,后期可拓展的市场空间还很大。

Figure 14 国内机器人教育市场规模敏感性分析 单位:亿元

人均学费 (元/年)	渗透率							
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
7000	137	275	412	549	680	824	961	1098
7266	143	285	428	570	706	855	998	1140
7500	147	294	441	588	729	883	1030	1177
8500	167	333	500	667	826	1000	1167	1334
9000	177	353	530	706	875	1059	1236	1412
9500	186	373	559	745	923	1118	1304	1491
10000	196	392	588	785	972	1177	1373	1569

资料来源:国家统计局、世纪证券研究所

3、四因素共振，驱动国内机器人教育持续发展

国家政策：支持机器人教育：2017 年 7 月，国务院在《新一代人工智能发展规划》中明确表示要在中小学阶段推广编程教育；2017 年 12 月，教育部出台《普通高中课程方案和语文等学科课程标准》，新修订的通用技术和信息技术的课程标准里，加入了机器人、STEAM 和人工智能、大数据方面的学习内容和知识点；

2019 年 3 月，教育部公布《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》，提出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；推动大数据、虚拟现实、人工智能等新技术在教育教学中的深入应用。

Figure 15 机器人教育相关行业政策

日期	部门	文件	内容
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》。	文件指出，支持开展形式多样的人工智能科普活动，鼓励广大科技工作者投身人工智能的科普与推广，全面提高全社会对人工智能的整体认知和应用水平。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。支持开展人工智能竞赛，鼓励进行形式多样的人工智能科普创作。
2018 年 1 月	教育部	《普通高中课程方案和各学科课程标准》	在新课标的 14 门课程中，《普通高中通用技术课程标准》和《普通高中信息技术课程标准》中均设置了大量与机器人、编程等相关的课程内容。
2018 年 4 月	教育部	《教育信息化 2.0 行动计划》	加强学生课内外一体化的信息技术知识、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。继续办好各类应用交流与推广活动，创新活动的内容和形式，全面提升学生信息素养。
2019 年 2 月	教育部	《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》	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。推动大数据、虚拟现实、人工智能等新技术在教育教学中的深入应用。继续办好全国职业院校技能大赛教学能力比赛、全国中小学生电脑制作等应用交流与推广活动，开展职业院校学生信息化职业能力提升项目，创新活动的内容和形式，提高师生信息素养。

资料来源：世纪证券研究所

中小学：机器人教育课程推广进校，“特长加分”是教育机器人培训的重要驱动力。通过机器人比赛获奖可以为升学加分：2018 年，北京、南京、广州等城市纷纷将编程列入中考特招项目。目前北京市开设“机器人”相关课程的中小学达到 200 余所，其中海淀区约有 60 所。2018 年 4 月，南京市教育局将编程纳入南京中考特招生的考试范畴。2018 年 9 月，重庆发布了《关于加

强中小学编程教育的通知》，将编程教育课程纳为中小学必修科目。

Figure 16 2018 年海淀区初中入学科技特长生招生计划

学校名称	招生专业	招生人数
五十七中	机器人、无线电测向、天文、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克	15
理工附中（东校区）	天文、无线电测向、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克、科技创新、机器人、单片机（智能控制）	15
交大附中	机器人、航空航天模型、无线电测向、科技创新、金鹏科技论坛、天文、信息技术	13
八一学校	机器人、DI 创新思维、科技创新、金鹏科技论坛、航空航天模型	12
中关村中学	单片机（智能控制）、机器人、无线电测向、科技创新、金鹏科技论坛、信息技术、航海模型、建筑模型、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克	16
十九中	无线电测向、业余电台、机器人、天文、电子技术、信息技术、建筑模型、航空航天模型	11
科大附中	无线电测向、天文、单片机（智能控制）、机器人、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克	17
一〇一中	科技创新、金鹏科技论坛、信息技术、机器人、天文、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克、航空航天模型、航海模型	29
北京市第二十中学	机器人、无线电测向、单片机（智能控制）、科技创新、金鹏科技论坛、信息技术、OM 头脑奥林匹克	6
农大附中	科技制作、机器人、天文	10
人大附中	信息技术、机器人、科技创新、金鹏科技论坛	9
北航实验学校	科技创新、机器人、航空航天模型	8
首师大附中	信息技术、天文、科技创新	8
上地实验学校	科技创新、天文、单片机（智能控制）、机器人、DI 创新思维、OM 头脑奥林匹克、金鹏科技论坛、信息技术、建筑模型、航空航天模型、航海模型、无线电测向、皮影	44
中法实验学校	单片机（智能控制）、天文、纸飞机	19

资料来源：海淀教育、世纪证券研究所

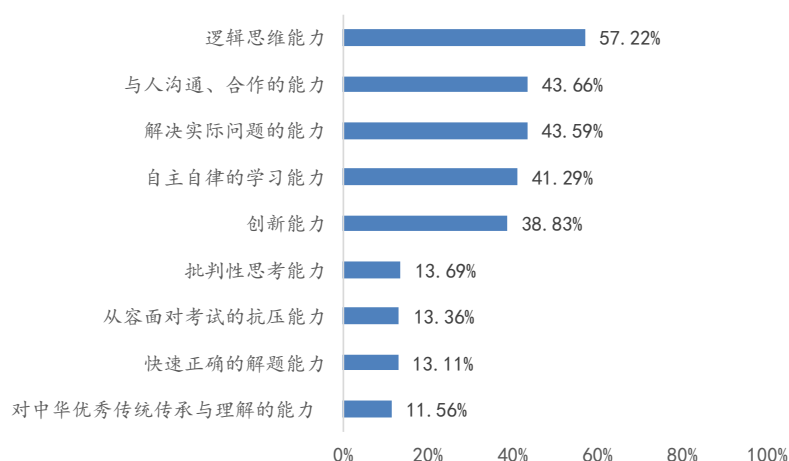
应试：编程科目将上升至高考层面，浙江等地区已经开始推广。浙江省、北京市、山东省已将编程纳入课程和考试的基础科目体系中。2017 年浙江省将信息技术（包含编程）作为高考选考科目（7 选 3）中的一门，与传统理化生科目具有同等地位，不仅如此，北京、山东等教育大省也预备紧随其后。与升学相关的政策向来是我国家长选择课外辅导班的向导之一，将编程上升到高考层面会直接带动少儿编程市场的蓬勃发展。

家长：当前家长支付能力提高，教育理念提升。根据国家统计局发布的统计公报，2010-2018 年我国城镇人均可支配收入均保持增长态势，复合增长率为 9.4 %。随着居民可支配收入增长，意味着家长对孩子教育的投资能力也提升；当前中国年轻一代父母普遍接受了较高水平的教育，能够理解机器人教育对孩子能力提升以及未来成长的重要性，使得家长更加注重对教育等领域的支出。

根据睿艺和家长帮共同发布的《2017 中国家庭素质教育消费报告》数据显示，80.05%的家长愿意为孩子选报校外专业的素质教育培训机构进行学习，而每年在孩子素质教育上投入费用超过 1 万元以上的家庭合计占比 60%；

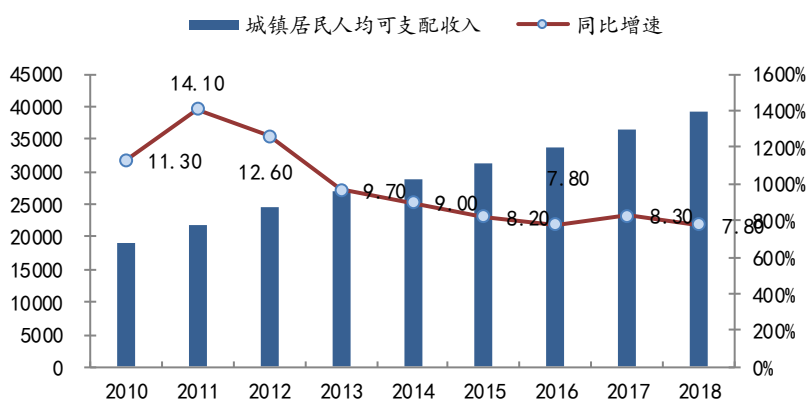
根据《2018 年中小学生减负调查报告》显示，2018 年家长对孩子的各方面能力培养有明显诉求，其中家长最关注“逻辑思维能力”（57.2%）、“与人沟通、合作的能力”（43.7%）与“解决实际问题的能力”（43.6%），而传统家长看重的应试技巧和能力的培养占比只有 13%，这说明家长对于孩子学习能力的关注变得更加科学与多元。

Figure 17 中国家长对孩子能力培养诉求



资料来源：《2018 年中小学生减负调查报告》、世纪证券研究所

Figure 18 城镇居民人均可支配收入及同比增速 单位：元



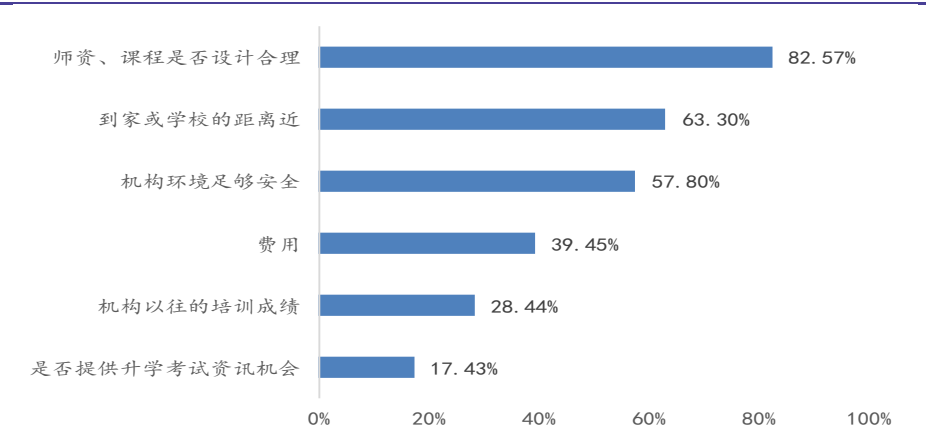
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

4、机器人教育核心竞争力：产品+营销+管理能力

国内机器人教育分化较大。由于国内机器人教育机构的营运模式主要就是通过代理/加盟方式，租用场地，提供教育培训服务，行业门槛相对低，资产较轻，很快能达到盈亏平衡，但分化非常大：根据中国机器人教育联盟 2017 年公布的数据显示，全国共有约 7600 家机器人教育机构，最近五年增长近 15 倍。其中绝大多数机构仅以单店的形式存在于社区或中小学附近，规模较小，研发和盈利能力较弱，规模较大（拥有 30 家以上校区的）、全国连锁的机构不超过 15 家。

我们认为，这主要是各家企业“产品+营销+管理能力”的差异导致的。根据南方都市报在家长群中做了关于“小学生培训机构市场状况的调查”：师资、课程设计是否合理是家长们考虑的首因，其中八成以上家长都会考虑。其次是距离家或者学校是否近方便，另外一个重要的考虑因素是“机构环境是否安全”，近六成家长会考虑这一问题，近四成的家长表示，也会考虑机构的收费。而“机构以往培训成绩、能够提供升学考试资讯、机会”等相对于前面几项，并不是家长们最为关心的问题。

Figure 19 家长选择教育培训机构首要考虑 师资、课程



资料来源：南方都市报、世纪证券研究所

产品能力：软硬件结合是未来发展方向。我们认为，完全线上的编程学习对学生的自驱力和自主性要求较高，目前国内编程教育企业推行的软件课程体系主要参考美国少儿编程课程体系，如 Scratch 图形编程课程体系适用于 7 岁以上，而机器人教育若前期课程通过纯机械的组装、积木式的拼搭设计，通过锻炼孩子的空间结构及动手能力激发学习兴趣，后期硬件结合编程学习，年龄的覆盖范围更广，因此将软硬件结合，线上线下协同的机器人教育课程设计更加适合大部分少儿。

营销能力：品牌、渠道。主要体现在企业的品牌和渠道上，目前家长基本倾向给孩子选择有品牌影响力的产品，认为可信度更高；教育是重场景的，优质的渠道可以方便学员学习，续课，利于扩大生源。

管理能力：监管、激励。机器人教育机构管理能力主要包括监管（跨区域、加盟管理），员工激励、分工的细致程度，教研和产品的打磨，最终体现为机构组织的稳定性和市场口碑。

三、公司核心竞争力显著，教育业务未来增长点明确

1、乐博机器人竞争优势：课程设计、品牌、渠道等

完善的机器人和编程课程体系。公司对乐博乐博未来的发展定位定义为“机器人教育+编程教育+人工智能启蒙教育”。乐博乐博课程体系 3.0 在产品线中加入人工智能技术的应用，课程包括幼儿乐机器人、积木机器人、编程故事、单片机器人、人形机器人、Python 编程、C++ 编程等，实现了 3-16 岁全年龄段覆盖，同时在现有课程中编排了人工智能启蒙的相关内容。另外公司还在今年推出线上小班课模式的编程教学平台“编程高手”，实现线下线上的融合。

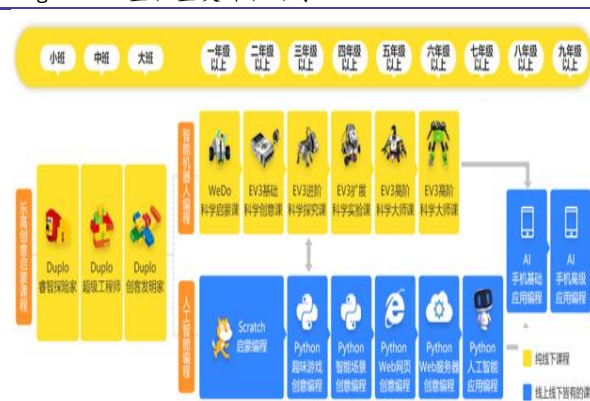
与童程童美的课程比较而言，虽然年龄覆盖大同小异，但乐博乐博针对不同年龄阶段的教学内容更加丰富、有针对性。比如乐博的积木机器人是动态的可编程的积木，而乐高仅仅是积木的搭建；乐博课程针对 6 到 7 岁的孩子新加入“编程故事”，来帮助孩子们完成实物化编程到图形化编程的过度，便于孩子们理解图形化编程，此为乐博首创。

Figure 20 乐博乐博课程体系



资料来源：芥末堆、世纪证券研究所

Figure 21 童程童美课程体系



资料来源：童程童美官网、世纪证券研究所

独家代理韩国乐博，品牌影响力强：乐博教育是韩国乐博中国地区总代理，韩国乐博创意机器人是由首尔大学的工学教授设计，被 1200 多所中小学以及幼儿园指定为科技器材，业务覆盖韩国 25 个城市，出口国家达到 30 余个；韩国乐博公司具有丰富的机器人研发和课程开发经验，其产品在韩国教育用机器人市场占有率超过 50%。

渠道拓展，规模优势：公司具备链接全产业链的能力，实现线上与线下、ToB 与 ToC 的融合发展；公司采用直营与加盟两种方式，组建的强大队伍在全国主要一二线城市进行快速布局直营店，运用加盟的模式迅速扩张至一二线城市郊区及三四线城市地区，满足各地区客户对课程的需求，提高对品牌的认知度。截至 2018 年末，公司在 25 个省及直辖市，拥有 106 家直营店和 238 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，规模国内最大，相比排名第二的童程童美（少儿中心数量达到了 148 家）多近 200 家教学点。

公司持股比例为 51%的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。目前，中鸣拥有面向全国中小学的完善的销售渠道和良好的用户基础，在全国设立了 100 多个办事处和经销商，拥有遍布全国的中小学、各地市教育客户资源。

Figure 22 公司教育理念及师资情况



资料来源：乐博教育官网

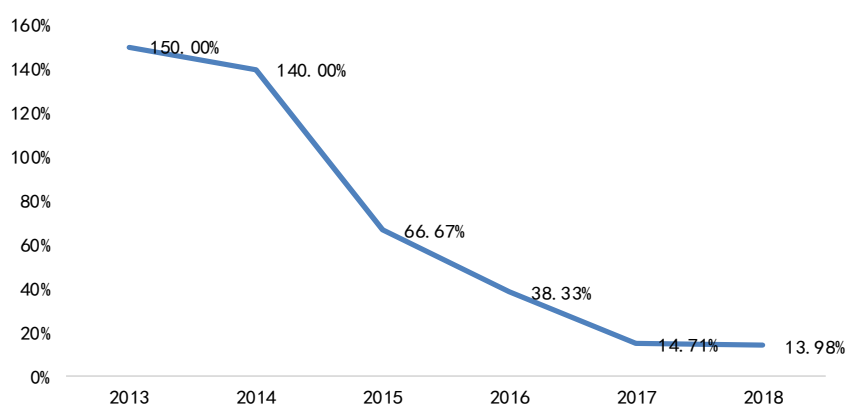
与新东方战略合作，管理层经验丰富。2016 年盛通股份通过发行股份方式获得东方卓永持有的 15.3%乐博乐博所有股份，股权交换后，新东方将持有盛通股份 1.54%。乐博教育团队拥有丰富的教学运营经验，公司高管多来自于新东方、好未来、安博教育等知名教育培训机构，对排班率、教师带班率等工作内容十分熟悉，如乐博创始人侯景刚介绍，公司运营效率高，比很多做小班的运营效率还要高，基本上平均一个店能够每天放四百人；目前公司所

有老师全职任教，教学经验丰富，专业性比较强，均有教育、心理学、理工科背景。

2、现有店面课程饱和率上升、提价空间显现

新/老店比逐渐降低，课程饱和率上升。根据公司的公告，1 年以上的店被称为老店，从公司近五年的新老店比率来看，已经从 2014 年的 140% 下降至 2018 年的 13.98%。伴随的是课程饱和率显著提升，另外根据公司各直营校区的历史数据，续班率一般维持在 70%-80%。

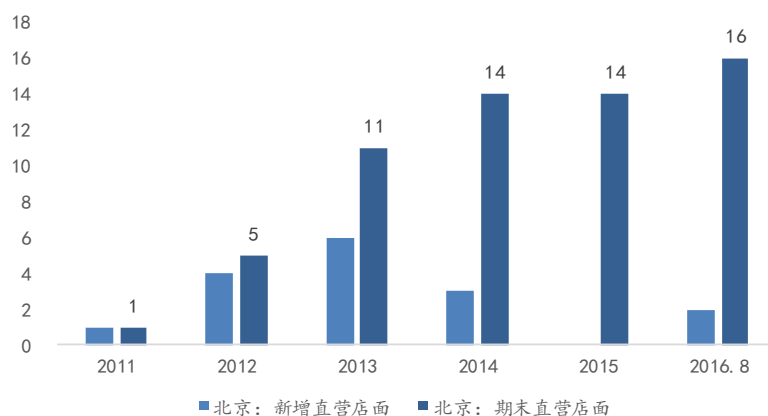
Figure 23 公司近年来乐博教育新老店比率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

课程单价将逐步提升，涨价空间超 30%。a. 相对成熟的成熟直营店面已逐步提价。根据公司公告，以北京区域为例，直营校区分别于 2014 年 10 月 1 日、2015 年 10 月 1 日调增课程培训收费标准（教具价格不变），幅度分别为 10% 左右和 15% 左右。2016 年以来，公司对上海、天津、深圳等地的校区对部分课程单价进行调整，调增幅度 10% 左右。

Figure 24 北京区域直营店面大部分成立于 2012-2013 年，2014-2015 年开始提价



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 25 北京区域直营店面教具和课时费

课程名称	2015 年 10 月至今	2014 年 10 月-2015 年 9 月	2014 年 1-9 月
启蒙	6600 (64 课时)	6000 (64 课时)	5600 (64 课时)
拓展			
单片机 1 期	新生 4280 续班 4080 (32 课时)	新生 3880 续班 3680 (32 课时)	新生 3680 续班 3280 (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)

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

b. 未来门店升级有利于提价。2018 年年报，公司计划于 2019 至 2021 年，对现有培训门店进行改造，实现品牌和门店形象的全面升级。我们认为通过门店升级改造，提供更好的学习环境和服务，提升品牌知名度和美誉度，有利于提高学费，也容易被接受。未来，公司具备继续进行单价的调整可能。

c. 低于业内同行价格。快速扩张少儿编程业务的达内科技，招生人数快速增长，2018 年底童程童美学员人数为 4.44 万人，现金收入 4.6 亿元，估算年人均学费超过一万元，另外根据我们的草根调研，童程童美已经在 2019 年 1 月 1 日全面涨价，年均客单价为 1 万以上，而公司客单价相对较低，根据我们的推算 2018 年人均学费为 7500 元左右，相比而言，公司课程涨价空间超过 30%。

我们认为，随着乐博机器人网点学员规模逐渐稳定，网点服务品质已经获得学员和家长的认可，在周边区域的客户群体中形成了较好口碑，具备了课时单价上调的基础。

3、开店速度加快，提升市场占有率

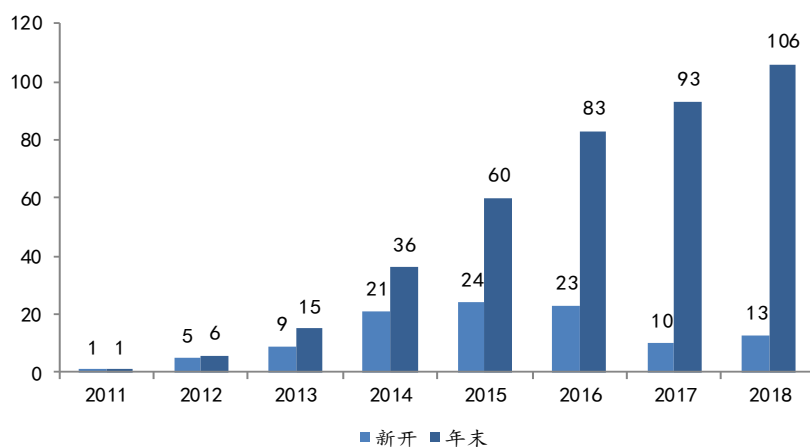
根据公司的计划，2019 年实现直营培训门店数量同比增长不少于 30%，公司 2018 年直营门店是 106 家，相当于 2019 年公司直营门店至少为 137 家，预计未来将进一步扩张核心城市的直营店数量；2019 年上半年，公司通过新建、收购等多种方式，已经新增直营店 10 家，合计 116 家。

在加盟店方面，公司目前开放的是一二线城市郊区及三四线城市地区，有助于公司快速扩大乐博机器人的市场占有率，满足各地区客户对课程的需求，

提高对品牌的认知度。2019 年上半年，公司加大加盟商招商力度，新增加盟店 40 家，合计 278 家，直营店和加盟店比例从之前的 1:2 提升至 1:4，开店速度明显加快。

截止 2019 年上半年，目前公司直营店（116 家）和加盟店（278 家）合计 394 家，同期公司制订了三年“千店计划”，公司规划到 2022 年，实现乐博系统内直营和加盟门店数量合计达到 1000 家；我们预计未来 2-3 年行业面临着良好的整合机遇，公司有可能整合行业优质企业。此举将进一步提升公司的规模优势和品牌优势，巩固公司在 steam 机器人编程教育领域的龙头地位。

Figure 26 公司乐博机器人教育直营店面及计划



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

4、公司拟募投素质教育项目值得期待

素质教育是指一种以提高受教育者诸方面素质和素养为目标的教育模式。它重视人的素养和能力的培养，主要包括精神素养、身体素养、认知能力、创造力以及社交能力教育。素质教育是与应试教育相对应的，但也并非绝对对立的概念。

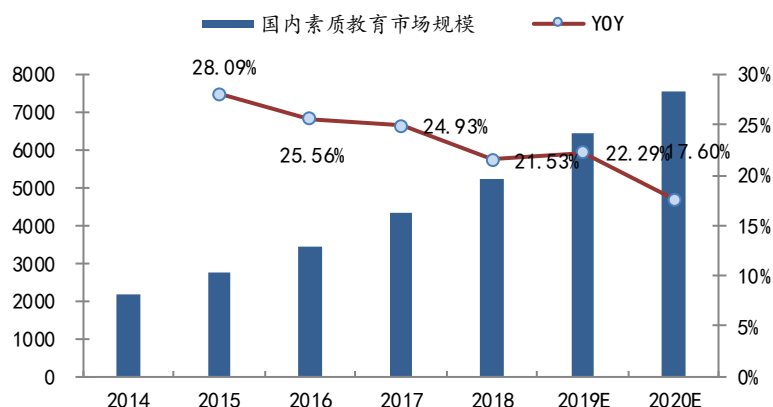
Figure 27 应试教育与素质教育对比

	应试教育	素质教育
时代需求	工业时代的人才需求	信息/AI 时代的人才需求
素养	死记硬背、强记忆	人文素养、创造力
能力	刷题，强逻辑思维	动手实践、解决问题的能力
综合评估	容易标准化/规模化	难标准化/规模化

资料来源：36Kr、世纪证券研究所

国内素质教育培训产业稳步增长。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 4,320 亿元，同比增长达 24.9%，预计到 2020 年，素质教育培训市场规模将超过 7,550 亿元，增速将始终保持在 22% 以上。

Figure 28 国内素质教育培训市场规模及增长预测 单位：百万元



资料来源：赛迪顾问、世纪证券研究所

公司募集资金项目，值得期待。公司拟非公开发行股票募集“少儿综合素质学习与发展中心项目”，拟由盛通知行（全资子公司）采用直营模式在北京、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中心旗舰中心、综合馆和精品馆，合计 40 家。

项目总投资 44,159.39 万元，其中建设投资 41,899.77 万元，铺底流动资金 2,259.62 万元；拟使用本次非公开募集资金投入 38,836.27 万元，全部用于建设投资。本项目建设周期 36 个月，经测算，投资回收期（含建设期）6.40 年，税后内部收益率 16.99%。

Figure 29 公司“少儿综合素质学习与发展中心项目”各类门店开设数量和时间进度

门店类型	新增数量			累计数量	平均单店面 积 (m ²)
	第 1 年	第 2 年	第 3 年		
旗舰中心	-	1	2	3	3500
综合馆（一线）	2	3	3	8	2000
综合馆（二线）	2	2	2	6	2000
精品馆（一线）	4	5	5	14	500
精品馆（二线）	3	3	3	9	500
合计	11	14	15	40	-

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司将拓展教育领域业务范围。公司“少儿综合素质学习与发展中心项目”拟采用购买优质课程 IP 的方式，引进部分影响力较大、关注度较高、教材较先进的精品课程，搭建完善的综合素质学习与发展门店网络，开展少儿素质教育培训业务，满足家长、少儿对于各种不同能力培养和学习的需求。

通过在思维与科学素养、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、协作与元认知等素质教育领域拓展业务，既有利于公司现有教育培训资源的整合，又有利于公司快速抢占未来国内教育培训市场，有效提升盛通股份在教育培训行业的市场知名度和品牌影响力。

Figure 30 公司已经签署《素质教育课程合作框架协议》

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

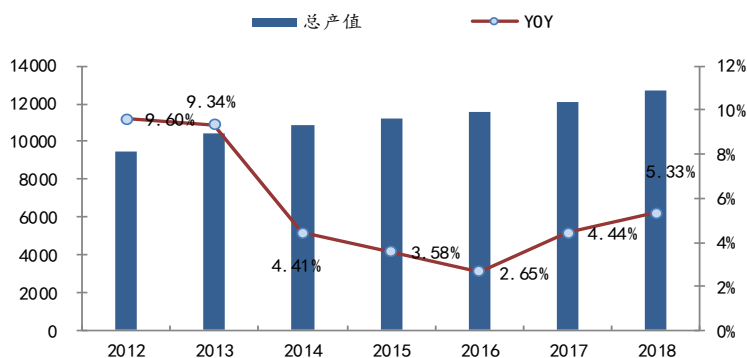
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

四、国内印刷业缓慢复苏，公司业绩步入稳步增长

1、国内印刷业缓慢复苏，规模企业增速较好

国内印刷业缓慢复苏。我国印刷业呈现缓慢复苏的态势，截至 2018 年实现 1.27 万亿总产值。近年来，受数字化阅读影响，我国印刷业增长速度逐年放缓，2012 年增速跌破两位数，达到 9.60%；随后的 2013-2015 年，增速分别为 9.34%、5.30%、3.60%；到 2016 年增速创近年新低，达到 2.7%；随后触底反弹，2017 年和 2018 年印刷业增速分别为 4.60%和 5.40%。

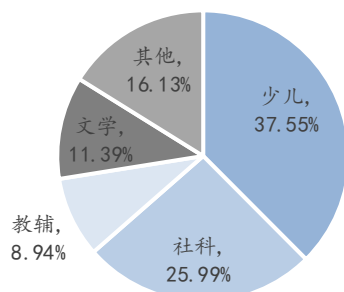
Figure 31 国内印刷业总产值及同比增速 单位：万亿元



资料来源：《印刷经理人》杂志、世纪证券研究所

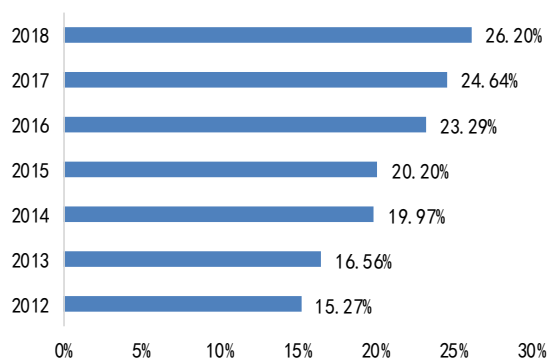
少儿类图书是市场增长的重要引擎。2017 年图书零售市场的增长有三分之一以上都是来自于少儿类图书，高于社科、文学和教辅等品类对于图书市场增长的贡献；截至 2018 年我国少儿图书码洋占比已经从 2012 年的 15.27% 上升至 25.2%，上升了 10 个百分点，比重进一步上升。

Figure 32 2017 年不同类别图书对市场增速的贡献比例



资料来源：开卷信息、世纪证券研究所

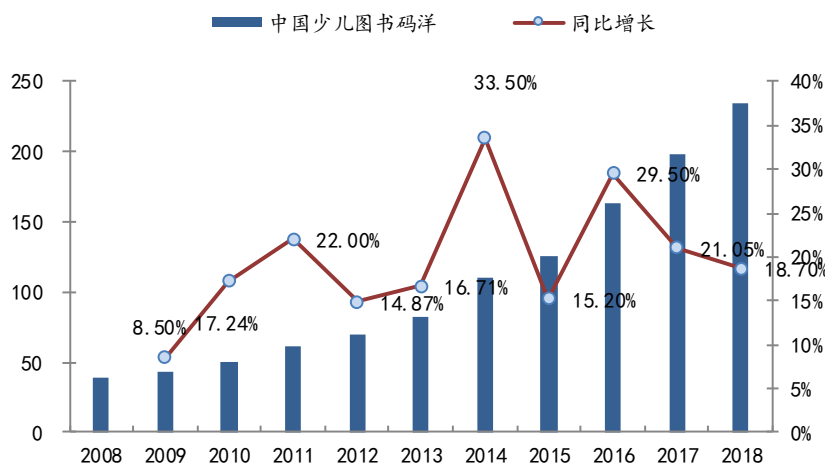
Figure 33 少儿图书在零售市场的销售比重



资料来源：开卷信息、世纪证券研究所

少儿类图书仍将稳健增长。2018 年中国少儿图书码洋规模为 234.59 亿元，同比增长 18.7%，2008-2018 年复合年均增长率为 19.5%。我们认为，由于目标读者群的特殊性，少儿、教育类图书较少受到互联网、新媒体发展的影响，相对刚需，随着 15 岁以下人口数量增长，少儿教育及培训市场深化发展，家长对教育的投入意愿和能力增强、消费升级等多重因素的影响下，少儿图书未来几年仍将保持 10% 以上的增速。

Figure 34 中国少儿图书码洋及同比增速 单位：亿元



资料来源：开卷信息、世纪证券研究所

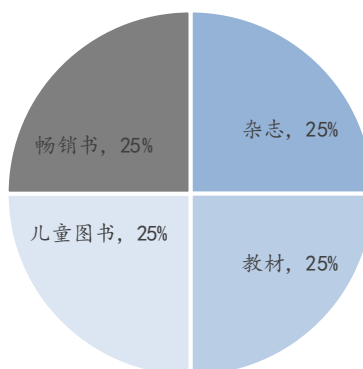
规模以上企业业绩增速高于平均水平，未来发展前景良好。截至 2018 年底，我国共有 9.8 万家印刷企业，规模以上印刷企业营收已占到全国文化及相关产业规模以上企业营收的 7.2%；根据科印传媒《印刷经理人》杂志发表的百强报告显示，2018 年规模以上重点企业（产值超过 5000 万元）总产值同比去年的 6926 亿元，增长 10.6%，高于行业平均增长幅度。

未来，在加强“供给侧改革”的大形势下，低端印刷产能市场空间将被进一步压缩，头部企业的优势不断加大，行业呈现集约化发展的趋势。新闻出版广电总局在《印刷业“十三五”时期发展规划》中明确指出，鼓励示范企业利用资本市场，实现集约发展，打造若干家具有国际影响力的服务品牌和龙头企业。

2、公司出版印刷业务聚焦教育类出版，业绩步入稳健增长

聚焦教育类出版。经过前期品类调整，杂志目前占公司出版业务比重的 25%，书籍 75% 占大头，其中教材占比 25%、儿童图书占比 25%，还有畅销书占比 25%。教育类合计占比约 50%。

Figure 35 公司出版印刷业务品类占比

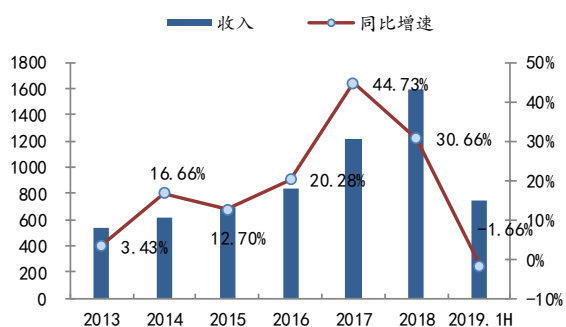


资料来源：印刷经理人杂志、世纪证券研究所

毛利率提升，业绩步入稳健增长。2017 年，公司的全资子公司天津兴泓盛印刷有限公司正式投入生产运营，实现京津冀沪四地联动生产；2018 年，公司出版印刷业务实现营业收入 15.95 亿元，扣非净利润同比增长 24.47%；2019 年 1-6 月，公司出版综合服务业务营业收入 7.5 亿元，同比增长-1.66%，毛利率为 18.27%，同比增加 2.85 个百分点，扣除非经常性损益后的净利润为 3,538.24 万元，同比增长 24.69%；

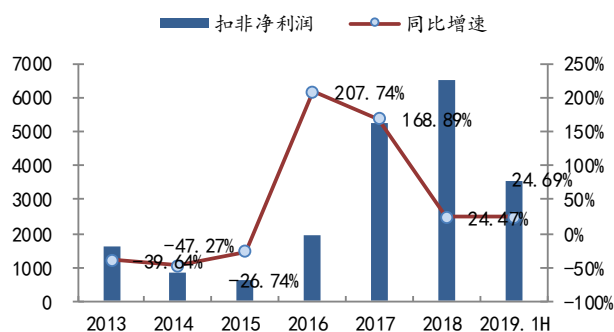
我们认为，公司 2019 年上半年收入同比增速下滑主要是受去年同期高基数影响（2018.1H 同比增长 68.43%；2018.2H 同比增长 19.54%），毛利率显著回升，综合考虑行业增长情况，长期公司业绩将步入稳健增长。

Figure 36 出版印刷业务收入及增速 单位：百万元



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 37 出版印刷业务扣非净利润及增速 单位：万元



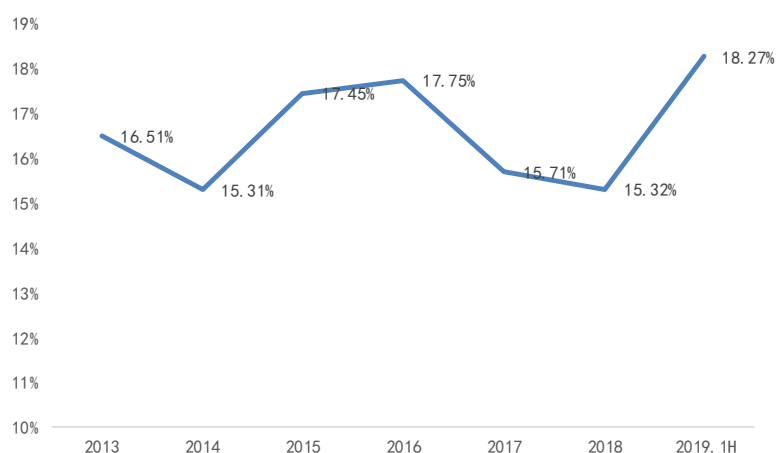
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 38 公司 2013-2018 年财务指标说明

指标/说明	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业外收入/净利润	19.76%	25.33%	69.47%	49.78%	18.69%	10.26%
净利润同比增速	-38.70%	-40.32%	71.20%	86.99%	72.34%	14.28%
扣非净利润同比增速	-39.64%	-47.27%	-26.74%	207.74%	168.89%	24.47%
说明	业务调整期		政府补助影响较大		项目投产	业绩步入稳健增长

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 39 公司出版印刷业务毛利率水平



资料来源：wind、世纪证券研究所

3、出版服务云平台、拟募投项目助推公司业绩增长

“出版服务云平台项目”：2019 年底将达到预订可使用状态。2018 年，由于“出版服务云平台项目”中的数字生产业务所需的数码设备处在不断升级的过程中，相应的设备更新较快，出版管理软件平台的相关技术方案亦在快速迭代，为确保募集资金的使用效果与质量，推动出版服务产业的工业信息化和互联网化有效落地，公司预计 2019 年 12 月 31 日达到可使用状态，我们认为，项目完工后将有利于公司拓展客户，进一步降本增效，提高出版印刷业务的毛利率水平。

公司拟募集资金项目以少儿、教育类图书为主，目标明确。为满足特殊印制需求，公司募投项目以少儿、教育类图书为主，兼顾其他精品图书，根据目标市场的工艺要求配备先进生产工艺和高端设备，能够更好地服务于出版行业的用户，满足图书市场个性化、精品化及对印刷服务商快速响应能力的需求。位于公司项目核心区域市场的四个省市拥有全国 50%左右的出版社，同时北京地区还集中了大量民营图书策划工作室，保守估计本项目面向的少儿图书印制市场约占全国市场的 50%，目标市场明确。

公司将在天津宝坻节能环保工业区新建年产能 97.92 万令纸张的教育图书智能印刷中心，解决公司日益凸显的产能不足的发展瓶颈，实现公司产能规模的持续增长。公司预计项目建设周期 24 个月，经公司测算，税后投资回收期（含建设期）7.53 年，税后内部收益率 12.21%。

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

1) 关键假设

教育培训业务

收入：1) 门店：公司规划到 2022 年，实现乐博系统内直营和加盟门店数量合计达到 1000 家，参考 2019 年上半年开店季进度，2019-2021 年，我们预计公司分别新增直营店为 20 家/30 家/30 家，加盟店新增 80 家/100 家/120 家；
2) 学费：推算 2018 年人均学费为 7500 元/人，考虑提价空间，预计人均学费分别于 2020-2021 年上调 5%；
3) 教具销售、加盟费：参照历史水平略有提高。预计 2019-2021 年的收入同比增速分别为 34.92%/30.68%/27.63%，对应的收入分别为 3.17 亿元、4.14 亿元、5.28 亿元；
4) 参考中报数据，预计 2019-2021 年，中鸣数码实现主营业务收入 3800 万元、4000 万元、4200 万元。

Figure 40 2019-2020 年公司乐博教育收入&毛利率预测

类型		2018A			2019E			2020E			2021E		
		店面	占比	学员	店面	占比	学员	店面	占比	学员	店面	占比	学员
直营店	1年店	13	12.26%	1300	25	19.08%	2500	30	18.63%	3000	30	15.71%	3000
	2年店	10	9.43%	1450	13	9.92%	1885	25	15.53%	3625	30	15.71%	4350
	3年店	23	21.70%	3802	10	7.63%	1653	13	8.07%	2149	25	13.09%	4133
	4年店	24	22.64%	4681	23	17.56%	4486	10	6.21%	1951	13	6.81%	2536
	5年店	21	19.81%	4833	24	18.32%	5524	23	14.29%	5294	10	5.24%	2302
	6年店及以上	15	14.15%	3587	36	27.48%	8609	60	37.27%	14348	83	43.46%	19849
	合计	106	100.00%	19654	131	100.00%	24657	161	100.00%	30367	191	100.00%	36168
	人均学费 (元/年)	7500			7500			7875			8268.75		
	单店教具 (万元/年)	54.5			54.50			56.00			57.00		
	收入(万元)	20517			25,632.41			32,929.71			40,793.80		
加盟店	店面	238			318			418			538		
	收入(万元)	2965.48			3962.28			5208.28			6703.48		
中鸣数码	收入(万元)				3800			4000			4200		
合计	收入(万元)	23483			33395			42138			51697		
	yoy	28.50%			42.21%			26.18%			22.69%		
	毛利率	48.61%			48.50%			49.60%			50.50%		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：2018 年数据是根据当期及历史数据推算

毛利率：随着公司老校区占比的提升，综合考虑课程价格上调，毛利率趋势向上，预计 2019-2021 年的毛利率分别为 48.50%、49.60%、50.50%。

出版印刷业务

收入：暂不考虑公司拟募投项目的影响，我们参考行业规模出版印刷企业的收入增速，考虑公司产品聚焦教育类，结合公司“出版服务云平台”将于 2019 年底运行，有助于公司拓展客户，我们预测公司 2019-2021 年收入增速分别为 8%、15%、18%。

毛利率：参考 2019 年中期水平，随着“出版服务云平台”的运行，利于公司进一步降本增效，我们认为公司毛利率将呈现小幅上升的态势，预计公司 2019-2021 年毛利率分别为 18.00%、18.20%、18.50%。

Figure 41 公司主营业务关键假设条件 单位：百万元

业务	财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
出版印刷	营业收入	1595	1723	1981	2338
	YOY	30.66%	8%	15%	18%
	营业成本	1351	1413	1621	1910
	毛利率	15.32%	18.00%	18.20%	18.30%
教育培训	营业收入	234.83	333.95	421.38	516.97
	YOY	28.50%	42.21%	26.18%	22.69%
	营业成本	120.68	171.98	212.38	255.90
	毛利率	48.61%	48.50%	49.60%	50.50%
合计	营业收入	1829.92	2056.64	2402.48	2854.67
	YOY	31.42%	12.39%	16.82%	18.82%
	营业成本	1471.40	1584.59	1832.92	2165.80
	综合毛利率	19.59%	22.95%	23.71%	24.13%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

期间费用率：参照公司历史水平，结合 2019 年上半年费率变化，考虑未来乐博教育开店速度加快的影响，综合考虑公司管理效率的提升，我们预测公司该业务 2019-2021 年的期间费用率为 14% 左右。

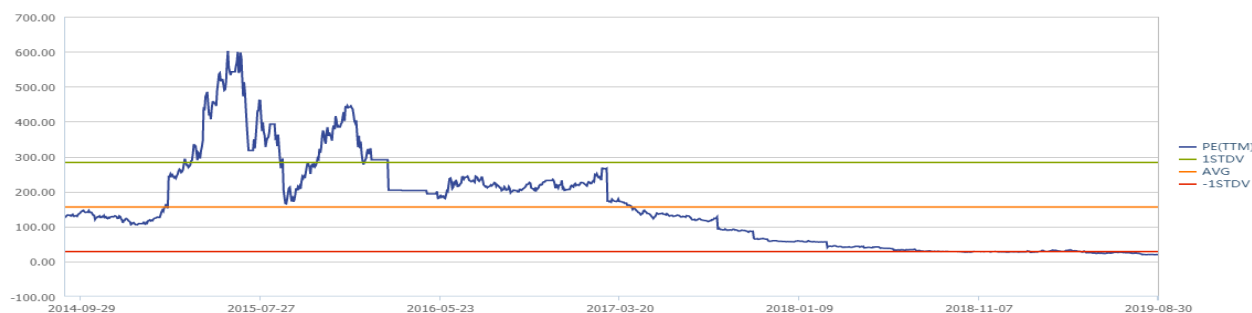
2) 盈利预测

依据假设条件，预测 2019E-2021E 公司实现的营业收入分别为 20.4 亿元、24 亿元、28.66 亿元，同比分别增长 10.58%、17.44%、19.67%；2019E-2021E 公司归属于母公司净利润分别为 1.26 亿元、1.69 亿元、2.2 亿元，同比分别增长 8.17%、34.75%、30.02%。

2、估值与评级

我们预计公司 2019E-2021E 年 EPS 为 0.24 元、0.31 元、0.39 元，对应 PE 为 18.55 倍、14.11 倍、11.16 倍；盛通股份是国内机器人教育龙头企业，未来市场空间广阔，传统业务步入稳健增长，国内尚未有可比上市公司，有一定的稀缺性，参比公司历史 PE 情况，当前估值处于历史低点，首次覆盖，给予“增持”评级。

Figure 42 盛通股份历史估值走势



资料来源：Wind、世纪证券研究所

六、风险提示

1、市场竞争风险

未来随着国家和社会对教育投资力度的不断加大、家庭教育支出的不断增加，培训服务行业将继续保持高景气度。这势必引起产业投资力度加大，国内诸多企业将加速进入该行业，从而进一步加剧市场竞争。

2、规模扩大的风险

随着公司开店加速，公司的管理模式和人员结构也需相应的调整或改变，以适应公司迅速发展的需要。如果公司在人才储备、管理模式、市场开拓、技术创新等方面不能适应规模迅速扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着规模的扩大而及时调整和完善，将影响公司的高效运营，使公司面临一定的管理风险。

3、募集资金投资项目实施风险

在项目实施过程中，不排除因经济市场环境、产业政策等不确定或不可控因素，或项目建成投产后市场开拓、客户接受程度、销售价格等与公司预测存在差异所带来的风险，从而对项目的顺利实施和公司的预期收益造成不利影响。

附：财务预测摘要 单位：百万元

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	843.45	1403.48	1844.40	2056.64	2402.48	2854.67
减：营业成本	693.75	1124.74	1478.85	1584.59	1832.92	2165.80
营业税金及附加	6.34	7.91	7.21	10.28	12.01	14.27
营业费用	39.23	54.74	77.28	102.83	120.12	142.73
管理费用	65.46	116.62	124.01	174.81	204.21	242.65
财务费用	6.31	0.48	16.69	28.89	29.18	31.30
资产减值损失	5.40	9.57	12.11	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.05	4.06	21.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-20.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.91	93.50	129.45	155.23	204.04	257.92
加：其他非经营损益	17.08	10.69	6.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.99	104.19	136.35	155.23	204.04	257.92
减：所得税	7.36	15.68	18.84	23.28	30.61	38.69
净利润	36.63	88.51	117.51	131.95	173.43	219.23
减：少数股东损益	0.13	0.06	1.39	1.56	2.05	2.60
归属母公司股东净利润	36.50	88.45	116.12	130.38	171.38	216.63
财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	17.75%	19.86%	19.82%	22.95%	23.71%	24.13%
三费/销售收入	13.16%	12.24%	11.82%	14.90%	14.71%	14.60%
EBIT/销售收入	5.65%	7.43%	7.87%	7.75%	8.61%	9.13%
EBITDA/销售收入	12.81%	14.15%	12.85%	12.70%	12.85%	12.24%
销售净利率	4.34%	6.31%	6.37%	6.42%	7.22%	7.68%
资产获利率						
ROE	5.31%	5.76%	7.40%	7.76%	9.38%	10.76%
ROA	3.57%	4.57%	6.20%	6.80%	8.09%	9.46%
ROIC	3.26%	11.07%	9.15%	8.95%	11.37%	13.55%
增长率						
销售收入增长率	20.28%	66.40%	31.42%	11.51%	16.82%	18.82%
EBIT 增长率	56.01%	119.03%	39.22%	9.81%	29.70%	26.06%
EBITDA 增长率	20.30%	83.77%	19.37%	10.17%	18.21%	13.18%
净利润增长率	88.48%	141.63%	32.77%	12.29%	31.44%	26.41%
总资产增长率	14.08%	70.75%	2.70%	0.06%	9.09%	7.83%
股东权益增长率	5.86%	123.63%	2.04%	7.15%	8.77%	10.20%
经营营运资本增长率	-244.37%	270.47%	367.42%	35.40%	38.04%	47.79%
资本结构						
资产负债率	48.52%	32.53%	32.82%	28.01%	28.16%	26.52%
投资资本/总资产	53.77%	57.09%	64.62%	65.98%	63.98%	68.15%
带息债务/总负债	21.54%	7.53%	14.15%	7.62%	6.95%	6.84%
流动比率	0.87	1.34	1.68	2.53	2.84	3.34
速动比率	0.63	0.93	1.11	1.74	2.14	2.65
股利支付率	11.10%	5.44%	13.98%	13.98%	13.98%	13.98%
收益留存率	88.90%	94.56%	86.02%	86.02%	86.02%	86.02%
资产管理效率						
总资产周转率	0.63	0.62	0.79	0.88	0.94	1.04
固定资产周转率	1.25	1.99	2.54	3.15	4.15	5.68
应收账款周转率	2.93	3.65	4.17	4.00	3.20	2.61
存货周转率	4.78	4.38	5.58	5.87	6.67	7.74

资料来源：Wind、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

股市有风险 入市需谨慎

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，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。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。