

## 教育

## 净利润恢复正增长, 经营性现金流改善

2019 年 10 月 26 日

—盛通股份 (002599.SZ) 2019 年三季报点评

### 公司评级：增持（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@cscs.com.cn

#### 核心观点：

- 净利润恢复正增长，经营性现金流改善。**2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 14 亿元，同比增长 2.42%；实现归母净利润 7865 万元，同比增长 8.79%，与上半年相比，由负转正，扣非净利润同比增长 10.49%，每股收益为 0.14 元；第三季度，公司实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 2.14%，实现归母净利润 3117 万元，同比增长 42.63%，扣非净利润同比增长 25.25%。现金流方面，公司经营性现金流量净额同比增加 24,279.69 万元，同比增长 222.3%，主要是公司书刊出版业务减少对原材料纸张的库存，运营效率提升。
- 综合毛利率提升，短期业绩受制于费用增加。**前三季度，公司综合毛利率为 22.15%，同比提升约 4 个 pct，主要是公司出版印刷业务及教育业务毛利率提升（上半年分别提升 2.85 个 pct、0.5 个 pct）；销售费用、管理费用分别同比增长 31.34%、29.92%，主要是公司制订了乐博教育三年“千店计划”，开店速度加快，市场投入增加。我们估计第 3 季度乐博教育净利润降幅收窄，但短期业绩增长仍将受费用增长拖累。
- 终止非公开发行股票，加大高端青少儿英语布局。**公司鉴于资本市场环境等相关因素发生变化，终止非公开发行股票，我们认为该事件对公司影响有限，公司主要的业绩增长点还在于机器人教育业务，之前深度报告的盈利预测也未考虑拟募投项目的影响；同时，公司公告拟增加对华控基金的持有份额，持股比例提升 13.5 个 pct 至 31.09%；华控基金持有东方格希国际教育 18.37% 股权，其旗下迈格森国际教育于 2011 年成立于纽约，是由新东方和美国知名教育出版公司麦格劳希尔 (Mc Graw Hill) 合力打造的青少高端英语品牌，我们认为，公司主要是借此加大与新东方的战略合作，对未来发展有着积极的影响。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2019E-2021E 年 EPS 为 0.23 元、0.30 元、0.37 元，对应 PE 为 18.17 倍、14.27 倍、11.61 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，维持“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险、大股东减持风险。

### 公司具备证券投资咨询业务资格

《盛通股份 (002599.SZ) 深度研究报告  
—崛起的国内机器人教育龙头》2019-  
09-05

盛通股份 (002599.SZ) 与沪深 300 对比表现



### 公司数据与预测

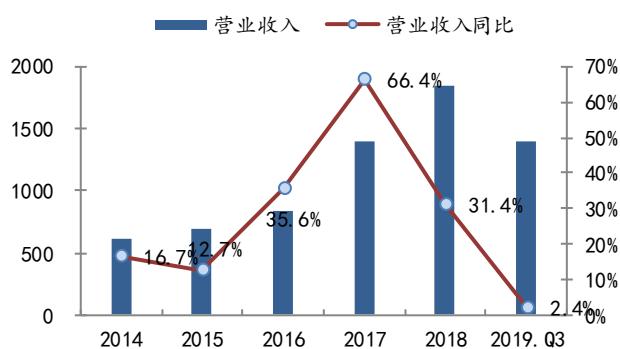
Wind 资讯

总市值 (亿元)	23.36
流通市值 (亿元)	14.55
总股本 (百万股)	548.30
流通股本 (百万股)	341.53
日均成交额 (百万)	34.06
近一个月换手 (%)	37.98
第一大股东	栗延秋
务必阅读文后重要声明及免责条款	

### 预测指标

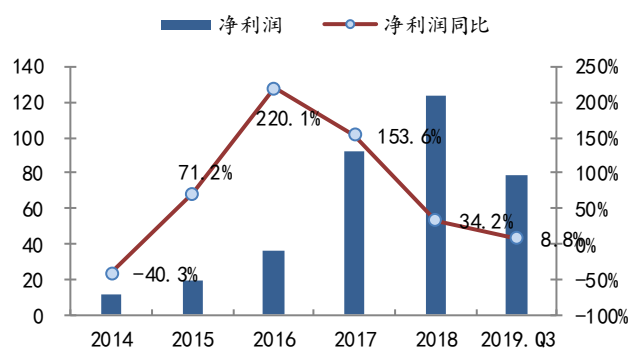
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	1844.40	2006.20	2302.47	2670.72
收入同比	31.42%	8.77%	14.77%	15.99%
净利润 (百万)	116.12	128.54	163.68	201.26
净利润同比	31.28%	10.69%	27.34%	22.96%
毛利率	19.82%	23.04%	23.68%	24.07%
归母净利率	6.37%	6.48%	7.19%	7.63%
EPS (元)	0.21	0.23	0.30	0.37
PE (倍)	20.12	18.17	14.27	11.61

Figure1 公司营业收入及增速 单位: 百万元



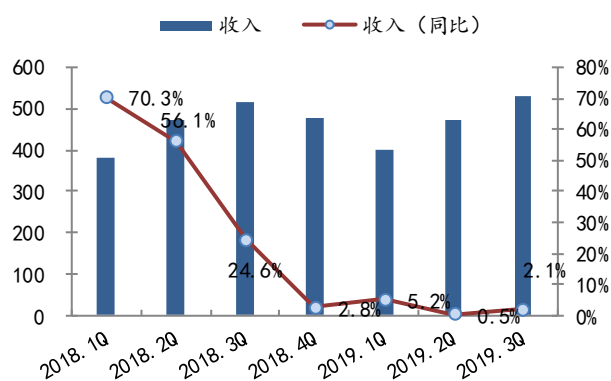
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure2 公司归母净利润及增速 单位: 百万元



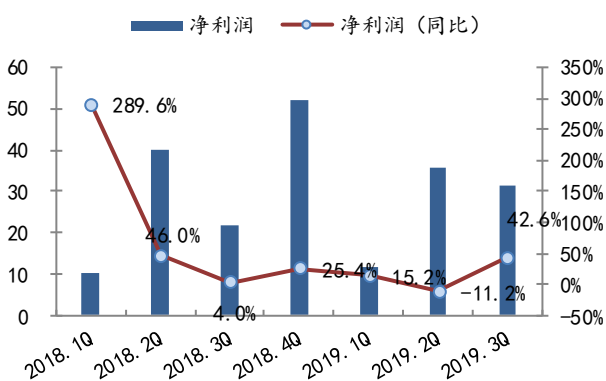
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure3 公司单季度营业收入及增速 单位: 百万元



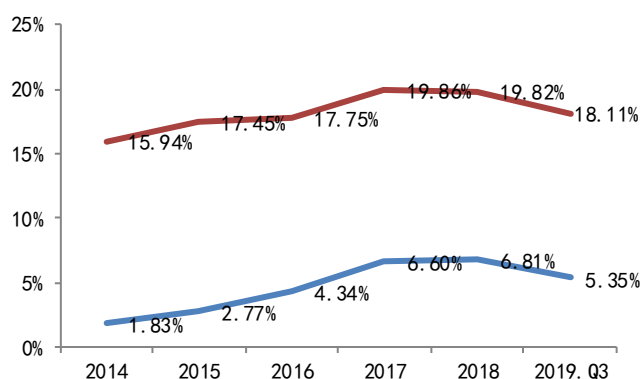
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure4 公司单季度归母净利润及增速 单位: 百万元



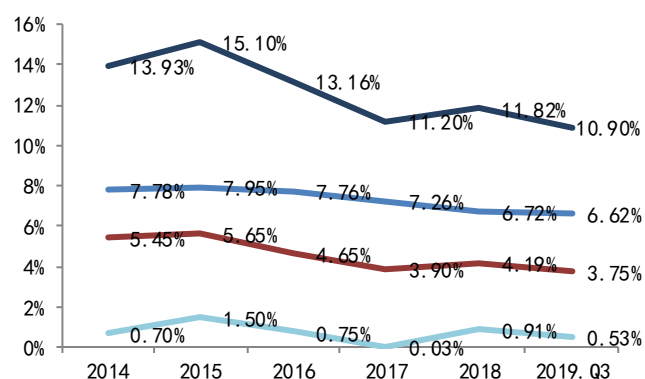
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure5 公司毛利率及净利率



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure6 公司三费情况



数据来源: wind, 世纪证券研究所

## 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 23 家/24 家/25 家，加盟店新增 80 家/100 家/110 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 41.11%/23.7%/20.58%，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 7 2019-2020 年公司教育业务收入&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	23	17.83%	2300	24	15.69%	2400	25	14.04%	2500
	2年店	10	9.43%	1450	13	10.08%	1885	23	15.03%	3335	24	13.48%	3480
	3年店	23	21.70%	3802	10	7.75%	1653	13	8.50%	2149	23	12.92%	3802
	4年店	24	22.64%	4681	23	17.83%	4486	10	6.54%	1951	13	7.30%	2536
	5年店	21	19.81%	4833	24	18.60%	5524	23	15.03%	5294	10	5.62%	2302
	6年店及以上	15	14.15%	3587	36	27.91%	8609	60	39.22%	14348	83	46.63%	19849
	合计	106	100.00%	19654	129	100.00%	24457	153	100.00%	29477	178	100.00%	34468
	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			25,373.41			31,780.83			38,646.62		
加盟店	店面	238			318			418			528		
	收入(万元)	2965.48			3962.28			5208.28			6578.88		
中鸣数码	收入(万元)				3800			4000			4200		
合计	收入(万元)	23483			33136			40989			49425		
	yoy	28.50%			41.11%			23.70%			20.58%		
	毛利率	48.61%			48.50%			49.00%			49.50%		

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%、49.50%。

## 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 5%、13%、15%。

**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 8 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	1675	1893	2176
	YOY	30.66%	5%	13%	15%
	营业成本	1351	1373	1548	1778
	毛利率	15.32%	18.00%	18.20%	18.30%
教育培训	营业收入	234.83	331.36	409.89	494.25
	YOY	28.50%	41.11%	23.70%	20.58%
	营业成本	120.68	170.65	209.04	249.60
	毛利率	48.61%	48.50%	49.00%	49.50%
合计	营业收入	1829.92	2006.20	2302.47	2670.72
	YOY	31.42%	9.63%	14.77%	15.99%
	营业成本	1471.40	1544.02	1757.17	2027.77
	综合毛利率	19.59%	23.04%	23.68%	24.07%

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%-15%。

## 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 9.63%、14.77%、15.99%; 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 10.69%、27.34%、22.96%。

## 2、估值与评级

我们预计公司 2019E-2021E 年 EPS 为 0.23 元、0.30 元、0.37 元，对应 PE 为 18.17 倍、14.27 倍、11.61 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，维持“增持”评级。

Figure 9 盛通股份历史估值走势



资料来源：Wind、世纪证券研究所

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	2006.20	2302.47	2670.72
减：营业成本	693.75	1124.74	1478.85	1544.02	1757.17	2027.77
营业税金及附加	6.34	7.91	7.21	10.03	11.51	13.35
营业费用	39.23	54.74	77.28	100.31	115.12	133.54
管理费用	65.46	116.62	124.01	174.54	198.01	227.01
财务费用	6.31	0.48	16.69	24.27	25.77	29.43
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	153.03	194.88	239.61
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	153.03	194.88	239.61
减：所得税	7.36	15.68	18.84	22.95	29.23	35.94
净利润	36.63	88.51	117.51	130.08	165.65	203.67
减：少数股东损益	0.13	0.06	1.39	1.54	1.96	2.41
归属母公司股东净利润	36.50	88.45	116.12	128.54	163.68	201.26

财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收益率</b>						
毛利率	17.75%	19.86%	19.82%	23.04%	23.68%	24.07%
三费/销售收入	13.16%	12.24%	11.82%	14.91%	14.72%	14.60%
EBIT/销售收入	5.65%	7.43%	7.87%	7.84%	8.58%	9.07%
EBITDA/销售收入	12.81%	14.15%	12.85%	12.91%	13.01%	12.39%
销售净利率	4.34%	6.31%	6.37%	6.48%	7.19%	7.63%
<b>资产获利率</b>						
ROE	5.31%	5.76%	7.40%	7.66%	9.00%	10.10%
ROA	3.57%	4.57%	6.20%	6.76%	7.79%	8.99%
ROIC	3.26%	11.07%	9.15%	8.83%	10.93%	12.75%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	20.28%	66.40%	31.42%	8.77%	14.77%	15.99%
EBIT 增长率	56.01%	119.03%	39.22%	8.29%	25.68%	22.63%
EBITDA 增长率	20.30%	83.77%	19.37%	9.24%	15.68%	10.53%
净利润增长率	88.48%	141.63%	32.77%	10.69%	27.34%	22.96%
总资产增长率	14.08%	70.75%	2.70%	-0.73%	9.12%	6.30%
股东权益增长率	5.86%	123.63%	2.04%	7.05%	8.39%	9.51%
经营营运资本增长率	-244.37%	270.47%	367.42%	33.03%	36.40%	43.71%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	48.52%	32.53%	32.82%	27.50%	27.93%	25.69%
投资资本/总资产	53.77%	57.09%	64.62%	66.12%	63.67%	67.53%
带息债务/总负债	21.54%	7.53%	14.15%	7.82%	7.06%	7.22%
流动比率	0.87	1.34	1.68	2.58	2.86	3.48
速动比率	0.63	0.93	1.11	1.77	2.15	2.73
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%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.63	0.62	0.79	0.86	0.91	0.99
固定资产周转率	1.25	1.99	2.54	3.07	3.98	5.31
应收账款周转率	2.93	3.65	4.17	4.08	3.20	2.66
存货周转率	4.78	4.38	5.58	5.72	6.39	7.24

资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 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。