

盛通股份 (002599.SZ)

少儿编程培训龙头，政策东风下需求增长可期

立足出版业务，发力素质教育培训。公司主营业务包括出版综合服务以及素质教育培训服务。2017年1月完成全资并购乐博乐博后，公司进军少儿编程素质教育领域，至今已形成覆盖B端、C端与G端，涵盖青少年编程培训与测评、教具销售以及编程教育校园服务的行业头部企业。乐博乐博2020/2021H1营收同增-33.2%/219.8%至2.21/1.76亿元，净亏损1.39/0.09亿元，2021H1经营情况取得明显改善。公司2021年实行第二期股权激励计划，有效将员工利益与公司发展绑定。

“双减”后需求转移+政策支持，2022年少儿编程培训有望集中释放。“双减”政策后，家长对素质教育的重视程度提升，且多个学科类机构已明确将在2021年末终止学科类培训运营，培训需求有望向包括少儿编程在内的非学科类培训转移，2022年有望集中放量。此外，少儿编程教育自身亦从2017年起屡获政策支持，全国多个地区已将编程教育纳入中小学科目。市场规模方面，我国2021年少儿编程行业市场规模为278亿元，2025年有望达到515亿元，CAGR=16.7%，当前渗透率仅2%，政策利好之下，渗透率提升有望成为未来规模提升的核心驱动力。“双减”过后对培训机构预收费进行资金监管，行业扩张速度受到管控，运营能力成熟、渠道建设完善的培训机构有望获益。

课程体系及渠道领先，C/B/G端全产业布局。乐博乐博已经积淀面向涵盖3-18岁群体的较为完整的线下+线上课程体系，并于2020年成立盛通教育研究院，对课程持续优化迭代。此外，公司与产业上游供应商紧密合作，以确保优质的教具供应。渠道方面，截至2021H1公司拥有167家直营中心以及450家加盟中心，覆盖全国31个省市及自治区。依托ToC培训，公司进行ToB及ToG的编程教育全产业布局，并购机器人编程教具提供商中鸣数码布局B端业务，并成立了科技进校园事业部布局G端业务。此外，公司积极举办/参加机器人竞赛，学员在竞赛中取得优异成绩，提升业内影响力。

投资建议：公司拥有出版综合服务+素质教育培训服务双主营业务，旗下乐博乐博作为我国少儿编程领先企业，具备面向3-18岁的线上+线下完整课程体系，进行编程教育全产业布局。素质教育政策利好之下，少儿编程培训需求有望于2022年放量，乐博乐博有望充分享受政策利好。我们预计公司2021-2023年归母净利润1.32/2.17/2.60亿元，CAGR=40.3%，给予公司目标市值56亿元，目标价10.32元，对应2021/2022年42/26倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险，培训监管政策趋严，市场竞争加剧，加盟商管控风险，业务拓展过程中盈利不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,953	2,040	2,399	2,817	3,168
增长率 yoy (%)	5.9	4.5	17.6	17.4	12.5
归母净利润(百万元)	141	-346	132	217	260
增长率 yoy (%)	13.8	-345.0	138.2	64.1	19.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.26	-0.64	0.24	0.40	0.48
净资产收益率(%)	8.4	-25.8	9.2	12.9	13.3
P/E(倍)	24.2	-9.9	25.9	15.8	13.1
P/B(倍)	2.0	2.5	2.3	2.0	1.7

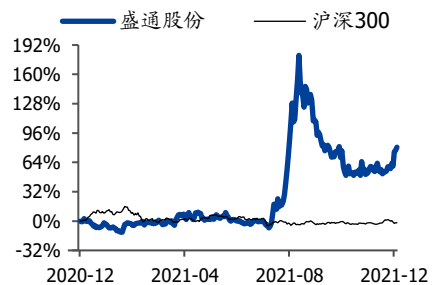
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年12月24日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	包装印刷
12月24日收盘价(元)	6.31
总市值(百万元)	3,421.70
总股本(百万股)	542.27
其中自由流通股(%)	73.82
30日日均成交量(百万股)	32.55

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号: S0680520090003

邮箱: mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

邮箱: lixuanlin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,224	1,312	1,729	1,898	2,196
现金	347	399	566	664	747
应收账款	484	494	656	695	825
其他应收款	45	65	64	87	83
预付账款	41	68	60	91	79
存货	268	258	355	333	434
其他流动资产	39	27	28	28	28
非流动资产	1,446	1,191	1,244	1,299	1,352
长期投资	1	31	61	92	122
固定资产	720	695	724	750	775
无形资产	107	108	107	106	106
其他非流动资产	617	357	352	351	350
资产总计	2,669	2,503	2,974	3,197	3,549
流动负债	712	1,071	1,403	1,403	1,487
短期借款	30	79	615	475	537
应付账款	240	271	324	344	401
其他流动负债	442	720	463	583	549
非流动负债	188	44	41	38	35
长期借款	53	15	13	10	7
其他非流动负债	135	28	28	28	28
负债合计	900	1,114	1,443	1,441	1,522
少数股东权益	28	4	13	22	32
股本	548	548	548	548	548
资本公积	639	645	645	645	645
留存收益	572	225	367	593	863
归属母公司股东权益	1,741	1,385	1,517	1,734	1,995
负债和股东权益	2,669	2,503	2,974	3,197	3,549

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	311	310	-310	314	89
净利润	149	-358	141	226	270
折旧摊销	99	106	7	8	8
财务费用	11	8	7	15	8
投资损失	-4	-0	-9	-4	-5
营运资金变动	53	172	-458	69	-193
其他经营现金流	3	383	0	0	0
投资活动现金流	-91	-177	-52	-58	-57
资本支出	120	116	23	24	23
长期投资	-2	-58	-30	-30	-30
其他投资现金流	26	-118	-59	-63	-64
筹资活动现金流	-97	-175	-7	-18	-11
短期借款	-78	49	0	0	0
长期借款	53	-38	-3	-3	-3
普通股增加	224	-0	0	0	0
资本公积增加	-231	6	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-191	-4	-15	-8
现金净增加额	123	-42	-369	238	21

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,953	2,040	2,399	2,817	3,168
营业成本	1,500	1,699	1,980	2,223	2,479
营业费用	100	109	88	104	125
管理费用	146	158	109	167	192
研发费用	31	31	33	40	45
财务费用	11	8	7	15	8
资产减值损失	0	389	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	9	4	5
营业利润	172	-350	183	266	318
营业外收入	3	2	4	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	174	-349	187	268	320
所得税	25	9	45	42	49
净利润	149	-358	141	226	270
少数股东损益	7	-12	9	9	10
归属母公司净利润	141	-346	132	217	260
EBITDA	180	-342	202	291	336
EPS (元/股)	0.26	-0.64	0.24	0.40	0.48

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	5.9	4.5	17.6	17.4	12.5
营业利润 (%)	21.9	-304.0	152.4	44.7	19.6
归属母公司净利润 (%)	13.8	-345.0	138.2	64.1	19.9
获利能力					
毛利率 (%)	23.2	16.7	17.4	21.1	21.8
净利率 (%)	7.24	7.24	-16.97	5.5	7.7
ROE (%)	8.4	-25.8	9.2	12.9	13.3
ROIC (%)	7.4	-24.2	6.8	10.6	10.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.7	44.5	48.5	45.1	42.9
净负债比率 (%)	-14.9	-21.9	4.2	-10.0	-9.9
流动比率	1.7	1.2	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.79	0.88	0.91	0.94
应收账款周转率	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	-0.64	0.24	0.40	0.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	-0.15	-0.57	0.58	0.16
每股净资产 (最新摊薄)	3.21	2.55	2.80	3.20	3.68
估值比率					
P/E	24.2	-9.9	25.9	15.8	13.1
P/B	2.0	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.7	-9.3	17.7	11.5	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 24 日收盘价

内容目录

1.公司概况：立足出版业务，发力素质教育培训	4
1.1 发展历程：并购乐博乐博，持续深化素质教育领域布局	4
1.2 经营情况：印刷业务经营稳健，乐博乐博 2021H1 显著反弹	7
1.3 股权结构：公司为家族企业，股权激励覆盖	8
2.行业概况：少儿编程受政策支持，2022 年需求有望释放	10
2.1 政策支持：素质教育屡获鼓励，“双减”有望驱动培训需求释放	10
2.2 行业规模及特征：行业规模近 280 亿元，渗透率提升空间巨大	12
2.3 竞争格局：梯队初显，头部品牌课程体系完善	13
3.竞争优势：课程体系及渠道领先，C/B/G 端全产业布局	14
3.1 课程体系完整，研发团队持续优化迭代课程	14
3.2 渠道遍布全国，有效管理加盟商	16
3.3 依托 To C 培训，进行 To B 及 To G 的编程教育全产业布局	18
3.4 积极举办/参加机器人竞赛，提升业内影响力	18
4.盈利预测和估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值及投资建议	20
5.风险提示	21

图表目录

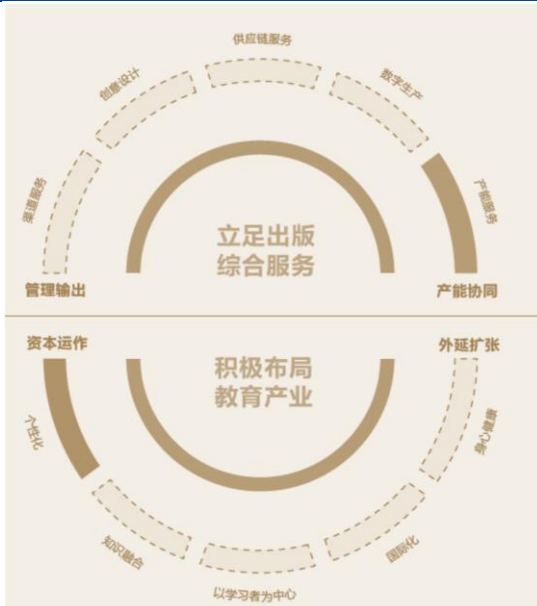
图表 1：公司战略布局	4
图表 2：公司 2021H1 营业收入构成（单位：百万元；%）	4
图表 3：公司 2011-2016 年营业收入及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	5
图表 4：公司 2011-2016 年归母净利润及同比增速（左轴：百万元；右轴：%）	5
图表 5：公司在素质教育领域布局	6
图表 6：乐博乐博发展历程	7
图表 7：公司营业收入拆分（单位：百万元）	7
图表 8：公司营收占比（单位：%）	7
图表 9：公司分业务毛利率（单位：%）	8
图表 10：全资子公司乐博乐博净利润及净利率（左轴：百万元；右轴：%）	8
图表 11：公司前 10 大股东（截至 2021/9/30）	8
图表 12：公司董事会及高级管理层	9
图表 13：公司 2021 年第二期股票期权激励计划考核目标	10
图表 14：少儿编程鼓励政策	11
图表 15：全球各国家/地区对少儿编程的支持	11
图表 16：K12 学科类课外培训机构 2021 年冬季课程培训人次	12
图表 17：我国少儿编程市场规模及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）	13
图表 18：硬件编程教具展示	13
图表 19：在线编程场景	13
图表 20：少儿编程行业融资事件（单位：起）	14
图表 21：少儿编程头部品牌横向对比	14
图表 22：乐博乐博线下课程体系	15
图表 23：乐博乐博在线课程体系	15
图表 24：公司研发成果展示	16
图表 25：公司校区数量（单位：个）	17
图表 26：公司门店布局	17
图表 27：公司鼓励学生参加各类机器人竞赛	19
图表 28：乐博乐博校区预测及财务数据预测（单位：所，百万元）	20
图表 29：教育培训业务可比公司估值表	20
图表 30：印刷综合服务业务可比公司估值表	21

1.公司概况：立足出版业务，发力素质教育培训

盛通股份成立于2000年，以出版物印刷为传统主营业务，2011年在深交所成功上市。2017年1月，公司完成并购乐博乐博100%股权，形成目前“出版综合服务+素质教育培训服务”的双主营业务架构。其后，公司通过投资并购以及战略合作，不断深化在素质教育领域的布局。公司业务情况如下：

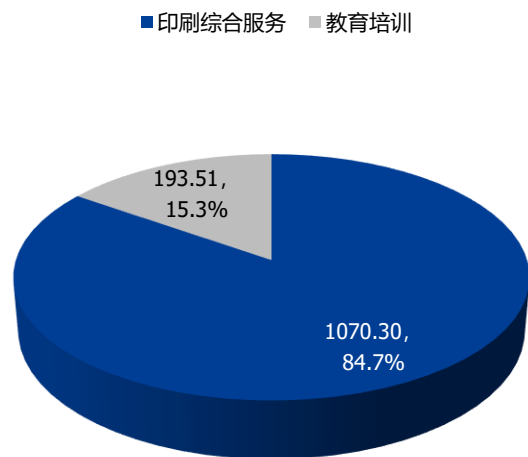
- **出版综合服务：**为客户提供面向出版全产业链的出版综合服务，涉及出版物印刷、包装印刷、商业印刷等多个行业细分领域。2020年/2021H1公司出版综合服务业务实现营收18.06/10.70亿元，同增11.3%/40.4%。
- **素质教育培训服务：**目前公司拥有乐博乐博（青少年机器人编程培训）、创想童年（少儿创新科学教育）、中鸣数码（To B 机器人编程教具）、乐益博（面向学校提供科技教育内容与服务）、中少童创（青少年编程能力等级测评考试服务）等品牌。2020年/2021H1公司素质教育培训服务业务营收2.35/1.94亿元，同增29.0%/212.8%。

图表1：公司战略布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：公司2021H1营业收入构成（单位：百万元；%）



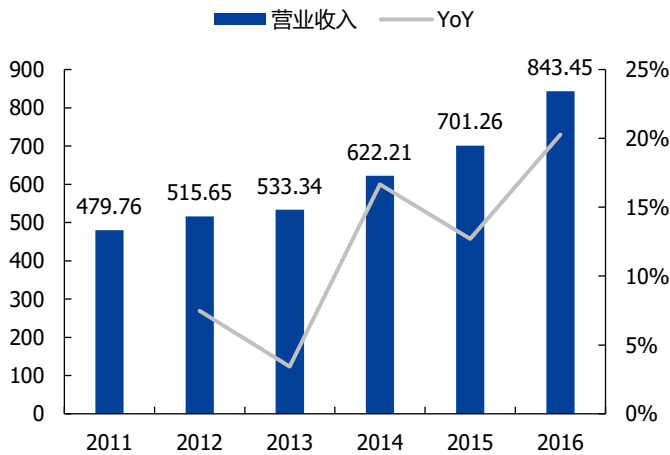
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

1.1 发展历程：并购乐博乐博，持续深化素质教育领域布局

以2017年1月公司完成并购乐博乐博划分，公司的发展历程经历以下两个阶段：

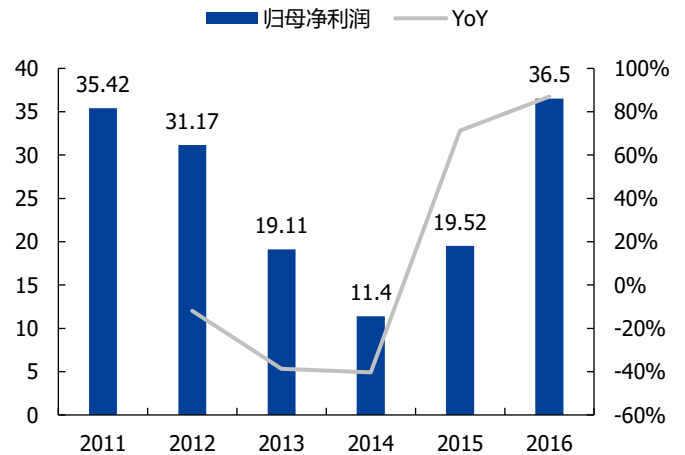
2000-2016年：印刷业务为单一主业，受互联网冲击谋求转型。该阶段内，公司以印刷相关业务为单一主业，立足出版物印刷，开拓包装印刷、商业印刷、云印刷等细分领域。但随着印刷业务受到互联网、移动终端等新媒体的冲击，公司发展面临一定压力，因此公司谋求业务转型。2016年4月，公司公告拟并购乐博乐博100%股权，对价4.30亿元，其中以发行股份方式支付3.99亿元，现金方式支付3053万元，标志公司向素质教育领域转型。

图表3: 公司2011-2016年营业收入及同比增速(左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表4: 公司2011-2016年归母净利润及同比增速(左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

2017-2021年: 完成并购乐博乐博, 持续深化少儿编程产业布局。2017年1月, 乐博乐博完成过户, 成为公司的全资子公司, 标志公司正式形成“出版综合服务+素质教育培训服务”的双主营业务架构。其后, 公司借助资本工具, 投资并购了编程猫、小橙堡、东方格希等一系列素质教育相关标的, 不断丰富自身在素质教育领域的布局。至今已形成覆盖B端、C端与G端, 业务涵盖青少年编程培训与测评、机器人编程教具销售以及编程教育校园服务等多领域行业头部企业。

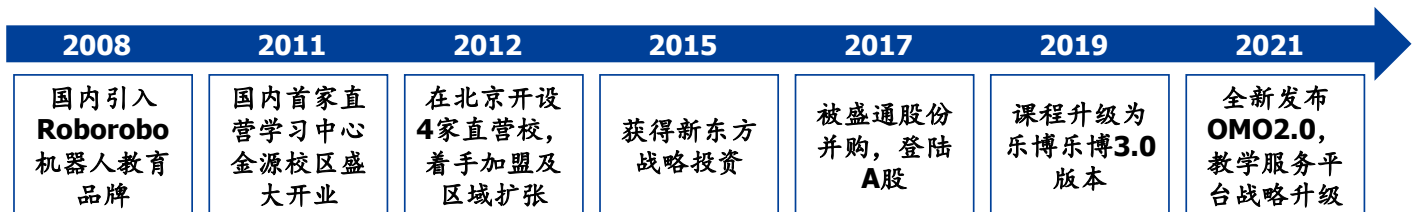
图表 5: 公司在素质教育领域布局

时间	事件
2016 年	
2016/4/29	拟向特定对象侯景刚、周炜、张拓、杨建伟、韩磊 5 名自然人及北京东方卓永投资管理有限公司、北京真格天创股权投资中心（有限合伙）以发行股份及支付现金相结合的方式购买其合计持有的北京乐博乐博教育科技有限公司 100% 的股权，交易作价 4.30 亿元。
2016/11/11	公司全资子公司香港盛通以现金方式出资 50 万美元（约合人民币 341.5 万元）认购 New Education Consultancy 发行的系列 A+ 优先股 59.09 万股；香港盛通指定的关联公司以 1694 元人民币的价格增资顿墨科技。顿墨科技是中国专注于教育产业信息挖掘与传递的行业内资讯服务媒体平台，旗下芥末堆看教育发布相应的行业消息、进行专业评析及判断来提供教育行业领域的信息推广服务。
2017 年	
2017/1/11	乐博乐博完成工商变更登记并取得北京市工商局海淀分局颁发的《营业执照》，成为公司的全资子公司。
2017/5/16	公司全资子公司知行教育拟出资 1421 万元向点猫科技增资，以持有点猫科技 5% 的股权。旗下编程猫主要为针对 6-16 岁青少年的系列在线编程课程以及图形化编程平台。
2017/6/7	公司全资子公司知行教育以 1500 万元向小橙堡增资，以获得小橙堡 3% 的股权。小橙堡是面向国内家庭的亲子类文化艺术综合服务提供商，以儿童剧业务为主，从事儿童剧的创作、制作和演出；以家庭亲子类艺术展览业务为辅，从事家庭亲子类艺术展览的策划和实施。
2017/9/29	公司全资子公司盛通知行与衡耘投资、CMS EDU 共同出资设立盛思数维，盛通知行出自 360 万元，占合资公司注册资本的 18%。借助合作方 CMS EDU 完善的少儿数学思维课程体系，推动青少年素质教育的提升。
2018 年	
2018/1/24	公司设立基金华控盛通与新东方等签署了关于东方格希的《投资协议》，华控盛通以 5635 万元对东方格希进行投资，东方格希公司旗下品牌迈格森为知名的青少年素质英语培训品牌。
2018/2/6	公司全资子公司盛通知行以 1530 万元的价格购买先锋兴业、仁合文化、创联科技合计转让的广州中鸣数码科技有限公司的 51% 股权。中鸣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。
2020 年	
2020/2/8	全资子公司香港盛通与北京未科（VIPCODE）及其实际控制人唐亮签署《股权投资框架协议》，拟对北京未科进行股权投资 2000 万元以获得其 18% 股权，该笔投资款全部用于北京未科经营线上少儿编程业务。
2020/7/8	公司全资子公司乐博乐博与新疆百旺科技签署《战略合作框架协议》，双方拟在教学硬件采购与销售、课程产品开发和落地、赛事授权与运营、俱乐部授权与运营、游学及研学营地运营等方面展开合作。
2020/7/29	公司全资子公司北京乐益博与北京北视英特维文化传播有限公司签署了《战略合作协议》。双方决定在“青少年人工智能素质培养知识付费类”等领域开展全面合作。
2020/8/13	公司全资子公司盛通知行拟以 1500 万元对创想童年进行增资，增资后将持有创想童年的 60% 股权。创想童年作为地处杭州的少儿机器人编程连锁培训机构。
2021 年	
2021/3/8	公司全资子公司的控股公司北京乐益博与广东禾旭教育签署《战略合作框架协议》。双方决定就“深圳青少年人工智能创新教育实践基地”项目的相关事宜开展合作。
2021/7/9	公司全资子公司盛通知行与商汤科技签署《战略合作框架协议》。双方拟在人工智能教育教学软硬件采购与销售、课程产品开发和落地、赛事运营、教材出版等方面展开合作。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

乐博乐博：国内领先的少儿机器人编程教育品牌。乐博乐博品牌早在 2008 年从韩国引入国内，2011 年于北京开设首家学习中心，早于国内绝大多数同业品牌。2015 年，乐博乐博获得新东方战略投资。乐博乐博课程体系完整，当前具备大颗粒、UARO、单片机等 7 项核心机器人编程课程，并配有线上课程，用户年龄段覆盖 3-18 岁青少年。截至 2021H1，乐博乐博拥有 167 家直营门店以及 450 家加盟门店组成的网络体系，基本实现了全国化运营。

图表6: 乐博乐博发展历程

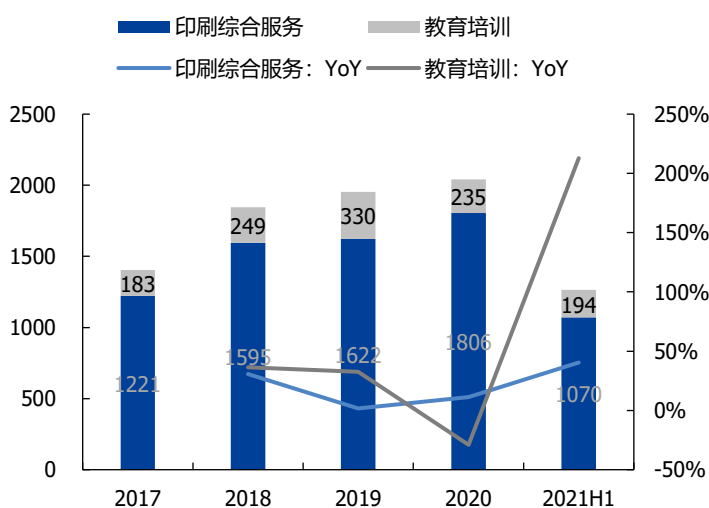


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 经营情况: 印刷业务经营稳健, 乐博乐博 2021H1 显著反弹

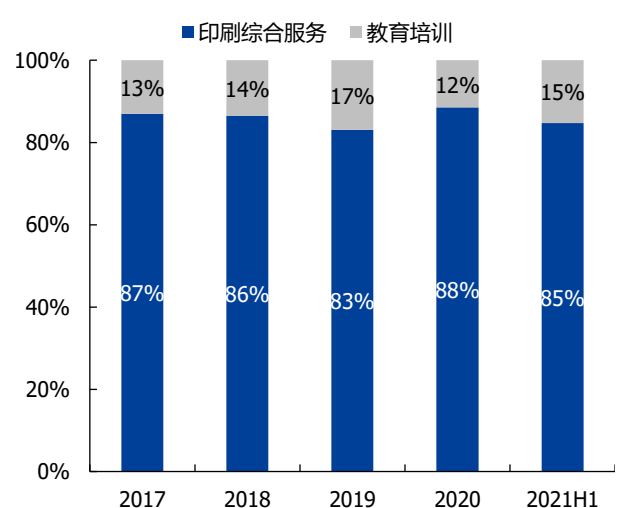
教育业务营收占比稳步提升, **2021H1** 取得明显反弹。2020 年/2021Q1-Q3 公司营收 20.40/18.32 亿元, 同增 4.5%/26.1%。分业务看, **1) 教育业务:** 作为公司转型后的重点布局业务, 教育培训业务 2017-2019 年营收占比持续提升, 从 13% 提升至 17%; 2020 年由于受到疫情影响营收同降 29% 至 2.35 亿元, 营收占比同降 5PCTs 至 12%; 2021H1 伴随疫情得到有效控制, 教育培训业务营收同增 212.8% 至 1.94 亿元, 营收占比恢复至 15%, 取得明显反弹。**2) 印刷综合服务:** 整体经营稳健, 营业收入从 2017 年的 12.21 亿元提升至 2020 年 18.05 亿元, CAGR=13.9%。但由于教育业务的快速发展, 营收占比从 2017 年的 87% 下降至 2019 年的 83%, 2021H1 占比为 85%。

图表7: 公司营业收入拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表8: 公司营收占比 (单位: %)



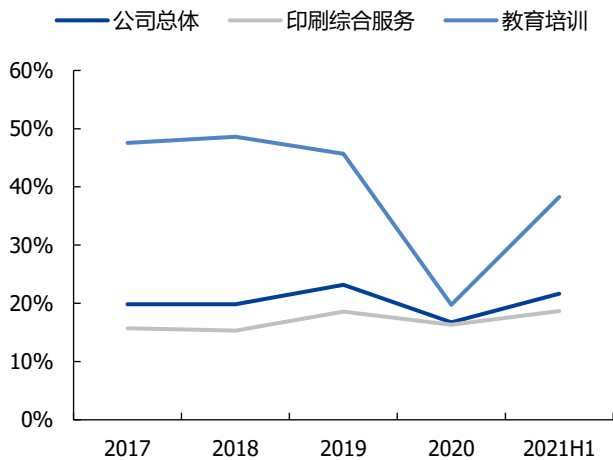
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

教育业务毛利率 2020 年受疫情冲击, 2021H1 明显恢复。2020/2021H1 公司毛利率分别为 16.7%/21.7%, 2020 年受疫情影响毛利率为近 5 年最低水平。分业务看, 印刷综合服务业务 2020/2021H1 毛利率分别为 16.3%/18.7%, 同增-2.3%/2.5%, 疫情影响下相对稳定; 而教育培训业务毛利率分别为 19.8%/38.3%, 受到较大冲击。

子公司乐博乐博 **2021H1** 净亏损已明显收窄, 且尚未实现盈利。从利润角度看, 公司

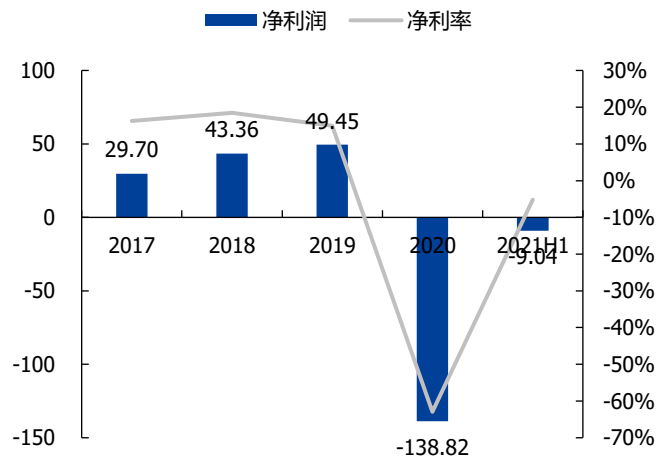
全资子公司北京乐博乐博教育科技有限公司 2017-2019 取得 29.0%的复合增长。2020/2021H1 受到疫情影响实现净亏损 1.39/0.09 亿元，2021H1 相较 2020H1 亏损 4637 万元实现了快速收窄。

图表 9: 公司分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 10: 全资子公司乐博乐博净利润及净利率 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

1.3 股权结构: 公司为家族企业, 股权激励覆盖

公司为家族企业, 栗延秋女士、贾春琳先生、贾子成先生、贾则平先生合计持股 **41.33%**。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司副董事长、总经理栗延秋持有公司 22.96% 的股份, 为公司第一大股东和实际控制人; 公司董事长贾春琳持有公司 11.55% 的股份, 为公司第二大股东。贾子成为栗延秋的儿子, 贾则平为贾春琳的父亲, 二人分别持股 3.53%、3.29%。栗延秋女士、贾春琳先生、贾子成先生、贾则平先生四人合计持股 41.33%。

图表 11: 公司前 10 大股东 (截至 2021/9/30)

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量 (股)
栗延秋	境内自然人	22.96%	124,498,098
贾春琳	境内自然人	11.55%	62,640,971
贾子成	境内自然人	3.53%	19,125,000
贾则平	境内自然人	3.29%	17,844,400
兴业银行股份有限公司 - 广发稳鑫保本混合型证券投资基金	其他	1.58%	8,589,004
侯景刚	境内自然人	1.48%	8,020,084
周炜	境内自然人	1.48%	8,009,836
中国工商银行 - 融通蓝筹成长证券投资基金	其他	1.08%	5,878,149
北京银行股份有限公司 - 广发盛锦混合型证券投资基金	其他	0.99%	5,368,700
中国建设银行股份有限公司 - 融通转型三动力灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.82%	4,451,040

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司董事会及高级管理层

姓名	年龄	职位	主要履历
贾春琳	48	董事长	厦门大学工学学士； 1997年9月至2000年10月就职于北京松下通信设备有限公司； 2000年11月至2008年9月历任公司副董事长、总经理； 2008年10月至今任公司董事长。
栗延秋	52	副董事长、总经理	中专学历； 1990年9月至2012年5月历任公司财务经理、财务总监、副董事长； 2012年7月至今任公司副董事长、总经理。
唐正军	44	董事、副总经理	本科学历； 1999年至2000年担任明光粮食局下属企业会计； 2000年至2002年担任安徽皖通邮电通讯股份有限公司成本会计； 2002年至2005年担任深圳华安液化石油气有限公司惠州运行分公司财务主管； 2005年至2006年8月担任北京中视大地广告有限公司财务经理； 2006年8月起2012年5月历任公司董事，财务部经理； 2012年7月至2019年7月任公司财务总监； 2019年8月至今任公司董事、副总经理。
蔡建军	41	董事、副总经理	清华大学工商管理硕士； 2007年-2011年任北京经济技术投资开发总公司法律事务部负责人； 2011年-2014年担任天和城（天津）置业投资有限公司副总经理； 2014年6月起担任公司战略发展部负责人，现任公司董事、副总经理。
汤武	28	董事	本科学历； 2015年至2018年分别任上海磐厚投资管理有限公司市场部主管、基金投资部主管、磐厚蔚然（上海）私募基金管理有限公司资本市场部经理、高级经理； 2019年起任盛通股份董事长助理； 2021年9月起担任公司董事。
肖薇	38	董事会秘书	硕士研究生学历； 2005年-2020年3月历任北京盛通股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书； 2019年9月5日荣获第十五届新财富金牌董秘称号； 2020年3月至2021年6月任湖南鼎一致远科技发展有限公司副总经理。
许菊平	37	财务总监	本科学历，中国注册会计师、中级会计师； 2007年至2014年就职于创业板上市公司北京合康亿盛变频科技股份有限公司任财务部经理； 2014年至2019年任公司书刊事业部财务总监； 2019年8月至今任公司财务总监。
王莎莎	39	盛通教育研究院执行院长、乐博乐博教研总监	清华大学工商管理硕士； 2006年至2013年任IBM中国研发中心高级软件工程师； 2014年至2016年任CCTV新科动漫：“少年创客养成计划”项目负责人； 2017年至2019年任北京青橙教育创新研究院院长； 2020年至今任盛通教育研究院执行院长和乐博乐博教研总监。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司实行股权激励计划，有效绑定骨干员工。公司上市后于2019年和2021年分别实行股票期权激励计划。在2021年第二期股权激励计划中，公司向董事、高级管理人员、核心技术/业务人员等159名（其中包括154名核心技术/业务人员）激励对象授予股票期权数量3000万份。通过设置股权激励计划，公司将员工利益与公司发展绑定。本次业绩考核目标如下：

图表 13: 公司 2021 年第二期股票期权激励计划考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一: (1) 2021 年公司营业收入不低于 23.00 亿元 (相较 2020 年同增 12.7%); (2) 2021 年公司净利润不低于 1.65 亿元 (2020 年归母净亏损 3.46 亿元)。
第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一: (1) 2022 年公司营业收入不低于 28.00 亿元 (相较 2021 年考核业绩同增 21.7%); (2) 2022 年公司净利润不低于 2.00 亿元 (相较 2021 年考核业绩同增 21.2%)。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业概况: 少儿编程受政策支持, 2022 年需求有望释放

2.1 政策支持: 素质教育屡获鼓励, “双减”有望驱动培训需求释放

中小学素质教育及编程教育受到政策支持。从 2017 年开始, 一系列对素质教育、信息技术教育的政策出台, 旨在使中小学生全面发展, 并且使中小学信息技术教育与时俱进, 增加适应信息时代、智能时代发展需要的人工智能和编程课程内容。教育部办公厅《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》明确要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。少儿编程教育获得政策明确鼓励。

图表 14: 少儿编程鼓励政策

时间	发布部门	政策	内容
2016/6/7	教育部	《教育信息化“十三五”规划》	提出将信息化教学能力纳入学校办学水平考评体系，将STEAM教育纳入基础科学。
2017/7/8	国务院	《新一代人工智能发展规划》	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。
2017/9/27	教育部	《中小学综合实践活动课程指导纲要》	提倡将编程活动融入实践课程。
2018/1/5	教育部	《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017年版）》	将人工智能、数据管理与分析、开源硬件项目设计等内容加入普通高中信息技术课程标准
2018/4/18	教育部	《教育信息化 2.0 行动计划》	提出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。
2019/3/1	教育部办公厅	《2019年教育信息化和网络安全工作要点》	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。
2019/11/30	教育部	《关于加强和改进中小学实验教育的意见》	注重加强实验教学与多学科融合教育、编程教育、创客教育、人工智能教育、社会实践等有机融合，有条件的地区可以开发地方课程和校本课程。
2020/1/13	教育部	《教育部关于在部分高校开展基础学科招生改革试点工作的意见》（强基计划）	强基计划聚焦高端芯片与软件、智能科技、新材料、先进制造和国家安全等关键领域以及国家人才紧缺的人文社会科学领域。

资料来源：教育部、国务院，国盛证券研究所

放眼全球，少儿编程在世界各主要国家均获得鼓励与肯定。由于少儿编程基于可视化图形编程工具和基础编程语言，通过寓教于乐的方式，可以让培养孩子的计算思维、推理能力以及创新能力，相较于传统的学科类培训，可以培养孩子的全面发展。因此，从全球来看，少儿编程受到美国、欧盟、日本、新加坡等多个国家的鼓励与肯定。

图表 15: 全球各国家/地区对少儿编程的支持

国家/地区	少儿编程支持政策
中国	中国发布《新一代人工智能发展规划》，强调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，鼓励社会力量参与编程教学软件和游戏的开发和推广。
美国	2012年，奥巴马为呼吁全美学生学习编程，开展每天编程一小时活动。2014年，美国白宫《STEAM 培育人才整合政策》编列预算 4.5 亿美元建设中小学生学习 STEAM 项目。2016年，美国政府宣布将投资 40 亿美元开展 K12 编程教育。
欧盟	2014年，11个欧洲国家将编程教学纳入中小学教学课程。2016年，芬兰、比利时研究讨论将编程列入核心教育大纲。法国、爱尔兰、西班牙、葡萄牙等 15 个欧盟国家将编程列入中小学课程。
英国	2014年，英国教育大纲规定计算机编程列入 5-16 岁中小学生学习必修课程。
日本	2015年，日本将编程纳入教学大纲。2019年，日本将编程纳入小学必修课，并将在 2020 年开始实施编程教学。
以色列	2000年，以色列将编程纳入高等学校的必修科目，要求孩子从小学一年级开始学习少儿编程。
新加坡	2017年，新加坡在中小学考试科目中加入编程考试。

资料来源：公开新闻整理，国盛证券研究所

政策支持下，各地区已将编程教育纳入中小学科目。2014年浙江省率先作为试点，将

信息技术（含编程）纳入2017年高考选考科目。此外，河南省《2018年河南省中小学创客教育工作要点的通知》中建议在中小学开设 Scratch、Python 等程序设计课程，培养编程思维、普及编程教育；重庆市教委2018年9月印发《关于加强中小学编程教育的通知》，将编程列为重庆市中小学必修课，要求小学3年级开始学习编程。从各地落实情况层面，少儿编程教育得到了有力推动。

少儿编程培训按非学科类管理，“双减”政策后需求有望得到释放。伴随2021年7月“双减”政策落地，学科类课外培训在牌照审批、资本化、培训时间等方面均受到严格监管，但对非学科类课外培训采取开放态度。根据教育部办公厅2021年7月29日《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》，“体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等按照非学科类进行管理。”“双减”政策生效后，家长对素质教育的重视程度有望提升，对参加少儿编程培训的需求亦有望增强。当前，K12 课外培训秋季课程即将结束，而新东方、学而思培优等机构已纷纷明确将在2021年末终止学科类培训运营，包括少儿编程在内的素质类培训需求有望于2022年开始放量。

图表 16: K12 学科类课外培训机构 2021 年冬季课程培训人次

培训机构	2021 冬季课人次	培训机构	2021 冬季课人次
学而思培优及好未来	314.47 万人	学而思网校	354.62 万人
其他线下培训	(FY2021Q4)		(FY2021Q4)
高途课堂	63.20 万人	有道精品课	30.69 万人
	(2021Q1)		(2021Q1)

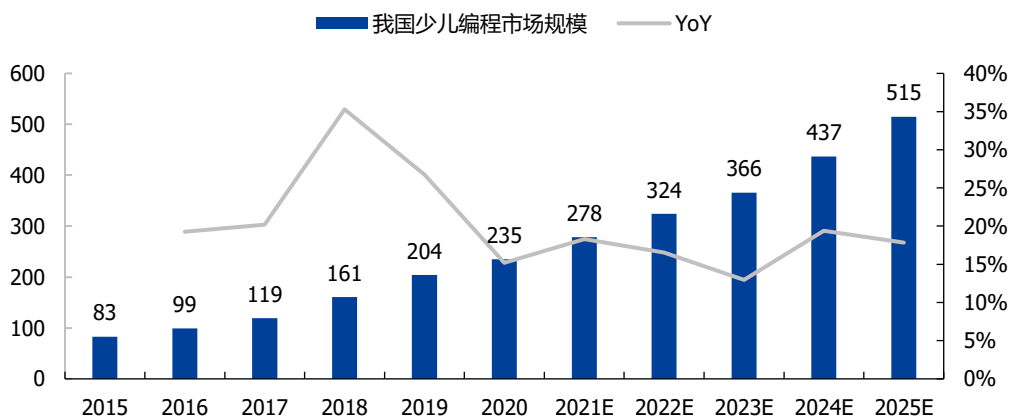
资料来源：公司财报，国盛证券研究所注：（1）好未来财年截止日为2月28/29日，FY2021Q4对应2020/12/1-2021/2/28；（2）高途集团和有道财年截止日为12月31日，2021Q1对应2021/1/1-2021/3/31

培训机构预收费资金监管抑制无序扩张，利好老牌优质培训机构。“双减”政策要求“通过第三方托管、风险储备金等方式，对校外培训机构预收费进行风险管控”，2021年10月教育部等六部门印发《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》，要求学科类和非学科类培训机构“要与符合条件的银行签订托管协议并报教育或其他主管部门备案，自主选择符合条件的银行，开立预收费资金托管专用账户（培训收费专用账户），将预收费资金与其自有资金分账管理”。资金监管下，培训机构难以使用预收款进行过度门店扩张以及营销投放，培训机构将以更加理性的方式扩大经营规模，更加利好具有优良口碑、运营历史较长的培训机构。

2.2 行业规模及特征：行业规模近 280 亿元，渗透率提升空间巨大

2021 年我国少儿编程行业规模约 280 亿元，至 2025 年有望突破 500 亿元。根据多鲸资本《2021 少儿编程教育行业报告》，我国 2021 年少儿编程行业市场规模为 278 亿元，2021 年渗透率仅 2%。至 2025 年市场规模有望达到 515 亿元，CAGR=16.7%。未来渗透率的提升为驱动行业规模增长的主要因素。其因素包括：1) 政策或进一步强调编程在升学考试中的重要性，有望提升少儿编程培训的刚需性；2) 学生家长对素质教育、编程教育的理念和认知有望持续加深；3) 技术升级有望为参培学员带来更好的学习体验，强化用户粘性。

图表 17: 我国少儿编程市场规模及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 多鲸资本, 国盛证券研究所

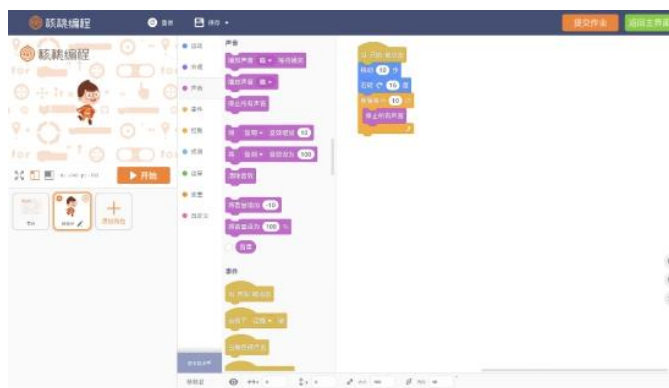
当前少儿编程主要以兴趣为导向, 包含硬件编程以及软件编程。当前少儿编程培训包括硬件编程和软件编程两大类。硬件编程(机器人编程)着重于培养少儿的动手能力及创造力, 使用机器人套件、机械部件、电子元件等, 通过积木、机械机器人等工具进行编程, 如乐博乐博的大颗粒课程、URAO 课程、积木课程等属于硬件编程范畴。软件编程则使用 Scratch、Python、LOGO 等编程语言, 通过游戏、动画、APP、网页等工具进行学习, 软件编程更多应用于在线教学以及面向 10 岁以上儿童的编程课程。当前少儿编程产业体现出“线上-软件, 线下-软硬件结合”的业务生态, 硬件编程需要孩子亲自动手, 因此更主要在线下场景进行, 培训机构通常需向上游教具供应商(乐高、大疆等)采购教具; 而在线编程主要采用软件编程形式。

图表 18: 硬件编程教具展示



资料来源: 乐博乐博官网, 国盛证券研究所

图表 19: 在线编程场景

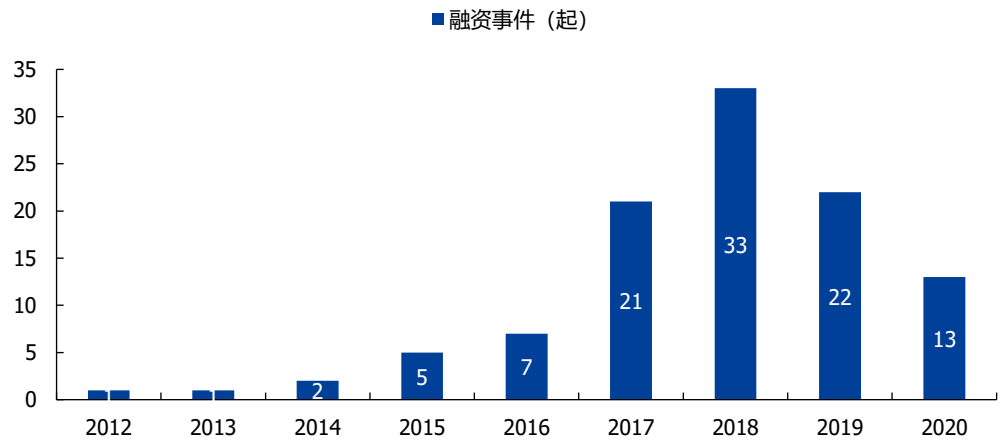


资料来源: 核桃编程, 国盛证券研究所

2.3 竞争格局: 梯队初显, 头部品牌课程体系完善

资本市场热度有所消退, 行业头部化格局初步体现。我国少儿编程培训市场从 2012 年开始兴起, 2017-2019 年进入火热发展阶段, 行业内融资事件密集。经过 2020 年新冠疫情、以及 2021 年监管政策带来的行业洗牌, 目前少儿编程培训赛道热度已有所消退, 商业头部化格局已初步体现。线下培训领域, 乐博乐博、童程童美(达内教育旗下)、极客晨星为目前头部品牌; 另一方面, 编程猫、VIPCODE、核桃编程、小码王为当前在线少儿编程头部品牌。此外, 头部品牌凭借较强的课程体系与资金支持, 具备“线上+线下”布局实力。

图表 20: 少儿编程行业融资事件 (单位: 起)



资料来源: 多鲸资本, 国盛证券研究所

头部品牌已打造较为完整的课程体系, 为学员提供全生命周期课程体系。乐博乐博作为运营历史较久的少儿编程品牌, 目前已形成线下+线上、涵盖 3-18 岁的完整课程体系。童程童美作为达内教育旗下品牌, 同样具备线下+线上运营能力, 且门店采用全直营模式。极客晨星、编程猫、VIPCODE、核桃编程、小码王成立于 2015-2017 年我国少儿编程赛道的风口期, 同样具备伴随孩子成长的学前-中学阶段的全生命周期课程体系。

图表 21: 少儿编程头部品牌横向对比

品牌	成立时间	课程体系	线下校区数量
乐博乐博	2008 年引入国内	线下: 大颗粒、UARO、积木、编程故事、单片机、Python、人工智能启蒙 在线: Scratch、Python、C++课程	截至 2021H1: 直营 167 所+加盟 450 所
童程童美	2015 年	线下: 图形化智能编程、Python 人工智能编程、智能机器人编程、信息学奥赛编程 在线: Scratch 游戏动画编程、Python 趣味游戏编程、Python Web 编程、AI 手机编程	截至 2021Q3: 238 所
极客晨星	2016 年	Scratch 图形化编程、模块代码互换编程、高级应用编程、信息学奥赛	215 所
编程猫	2015 年	源码编程课、3D 编程课、Python 编程课、移动端编程课、幼儿编程课	/
VIPCODE	2017 年	儿童编程思维、中文游戏编程、少儿 APP 趣味开发、Python 人工智能编程基础、AI 智能机器人开发、AI 深度学习开发、C/C++编程基础、信息学奥赛辅导	/
核桃编程	2017 年	少儿图形化编程、Python、C++	/
小码王	2016 年	Scratch 课程, App Inventor 手机开发课程, 少儿 Python 课程, C++信息学奥赛 NOIP 课程	83 所

资料来源: 公司财报、公司官网, 国盛证券研究所

3.竞争优势: 课程体系及渠道领先, C/B/G 端全产业链布局

3.1 课程体系完整, 研发团队持续优化迭代课程

课程体系完整, 覆盖 3-18 岁全年龄段。公司作为我国成立运营历史较久的少儿编程培训品牌, 已经积淀了较为完整的线下+线上课程体系, 目标客户涵盖 3-18 岁群体。公司课程包含面向学前低龄用户, 以激发孩子编程思维、动手能力和创造力的大颗粒电子积

木课程以及 UARO 课程；面向小学生群体的图形化编程、单片机和人形机器人课程；以及面向中学生群体、培养学生代码编程能力的 Python 及 C++ 课程。

图表 22: 乐博乐博线下课程体系

课程内容	适合年龄	课程介绍
大颗粒课程	3-5 岁	以游戏化的教学方式与幼儿共同感知与学习。关注幼儿学习与发展的整体性，尊重幼儿发展的个体差异。让幼儿在积极健康的人际关系中获得安全感和信任感，通过游戏情境和多种活动扩展幼儿的认知，丰富语言的内容，增强理解和表达能力。
UARO	3-5 岁	学习机器人从制作到控制的过程，孩子可以按照自己的想象，设计组装机器人，给机器人编排适当的程序，更好的进行自主性探究、提高创造力、解决问题等综合能力。
积木课程	4-6 岁	启蒙课程主要向儿童讲解机器人基本部件的识别和机器人基本功能的介绍；拓展课程让同学熟悉各种编程程序卡，并学会用卡片做简单的编程；进阶课程引导学员观察并思考积木机器人，搭建出机器人的基本构造，通过程序编辑模拟功能。
编程故事(RO-E)	6-7 岁	在 PC 中轻松学习模块编程的教育机器人用卡片编程实现模块编程(Scratch)提高孩子们兴趣的动画的构成通过模块编程共同学习机器人控制。
单片机机器人	7-10 岁	采用国际化的通用单片机器材和 Scratch 图形化界面编程软件，通过单片机课程的学习可以让学生学习到有关电子、电气、工程、力学以及传感器理论。学生在搭建过程需要用到螺丝刀以及各种小零件，可以很好的锻炼学生的动手能力，帮助孩子们更好的掌握人工智能时代所需的计算思维、工程素养和创新能力。
人形机器人	10-12 岁	人形机器人课程是通过学生自主搭建人形机器人，来了解机器人的组成部件、硬件结构以及运行方式。课程配备专门为中小学生学习的小型人形机器人，搭载大型 3D 图形化编程系统，对原有舵机进行升级，实现了从图形化编程到代码编程的转化。课程不仅有助于检验与提高单片机阶段学习，还能在了解相应的代码编写知识的过程中，达到提升逻辑分析能力、培养学生冷静，严谨面对问题的目的。
人工智能启蒙	10+	基于大疆 RoboMasterEP 机器人平台，学习 Python 语言编程，掌握人工智能基础知识，致力于为中小学生学习普及人工智能学科教育。使用动画或游戏作为编程结果，软硬件结合的教学平台，将抽象的编程表现具象的物理模型，让学生在物理任务中实践编程，培养学生的工程科学素养。
Python	10+	包含 Python 语言编程基础，变量、判断语句、循环语句、列表、函数，以及面向对象编程思想，应用数学思维实现经典教学思想，使用 pyqt 及 pygame 模块编程设计 2D 游戏。

资料来源：乐博乐博官网、乐博乐博机器人教育公众号，国盛证券研究所

图表 23: 乐博乐博在线课程体系

课程内容	适合年龄	课程介绍
Scratch 课程	7-10 岁	是基于 MIT 推出的 Scratch 3.0 优化课程，过积木块的方式，让学生可以在线创作有趣的动画、游戏作品，还能并在编程社区分享交流。引导孩子主动思考、主动创造、发现问题、解决问题，提升素质能力及科学素养。
Python 科恒	10-13 岁	参考 CSTA 美国计算机科学教育标准，使用人工智能时代广泛的编程语言 Python，采用图形+源码对照的编程模式，逐步让孩子过渡到源码编程的世界。为孩子奠定良好的源码编程基础，为以后人工智能的编程学习打下良好的基础。
积木课程	4-6 岁	以 C++ 语言为基础，学习数据结构与算法基础，解决算法问题，参加对应赛事。

资料来源：乐博乐博官网，国盛证券研究所

公司具备较强的课程研发能力，课程持续优化及迭代。2020 年，公司成立盛通教育研究院，与北京师范大学科学教育研究院签订合作协议，共同打造科技创新教育新平台。公司课程研发团队由盛通教育研究院执行院长、乐博乐博教研总监王莎莎领导，其具备 7 年软件研发以及 7 年少儿教育研发履历，带领研发团队持续升级旗下课程。公司研发团队 2021 年升级 OMO2.0 教学系统、2020 年构建“3STC 创新人才成长模型”，并研发基于大疆教具的人工智能启蒙课等，课程体系持续优化迭代。

图表 24: 公司研发成果展示

年份	研发成果
2021 年	推出乐博在线教学服务平台，升级 OMO2.0 教学系统，实现线下和线上业务的无缝衔接。
2020 年	2020 年 2 月，公司的 OMO 教学服务平台正式上线，包含学前测评、课前预习、课堂学习、课后拓展、学情报告、阶段性测评等学习流程。 构建了 3STC 创新人才成长模型”，从“自我-认知-素养”三个维度帮助学生成长； 研发大颗粒电子积木课、基于大疆教具的人工智能启蒙课、ScratchJr 课； 优化改进 C++ 编程课，实现乐博乐博课程体系的 4.0 升级。
2019 年	邀请来自北京师范大学、华东师范大学、首都师范大学等专家和中小学的一线教育骨干作为课程顾问； 发力 OMO 布局。
2018 年	新增适合 4-6 岁低龄儿童学习的 UARO 课程、小学低年级 Scratch 图形化编程课程、以及小学高年级到初中的 Python 编程课程等； 构建开放和通用的编程软件平台，将原有产品升级为开源硬件，使其可以与更多的平台和软件系统相连接，建立更为完善和多元化的课程产品体系。

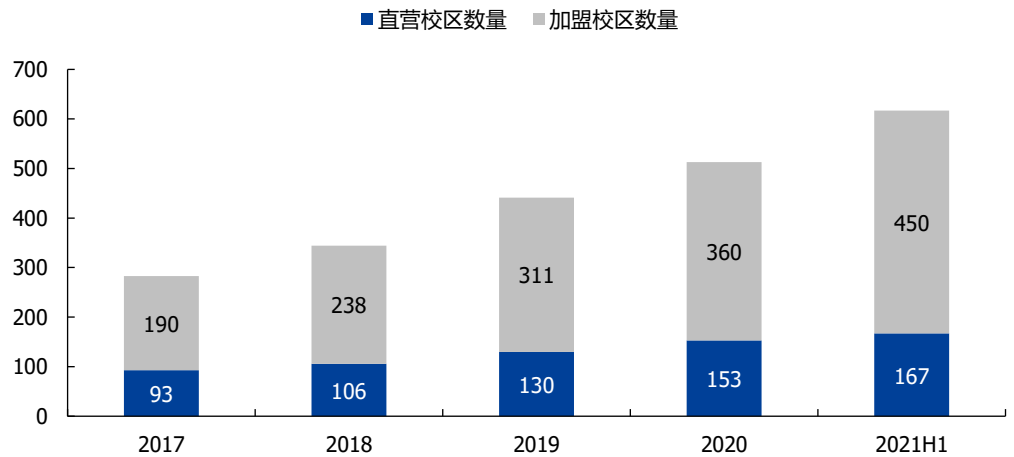
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

与产业上游供应商紧密合作，采购优质教具。2018 年 2 月，公司并购广州中鸣数码 51% 股权，其业务为面向教学机构研发与销售机器人编程教具，进一步保证乐博乐博优质的教具公应。此外，公司积极与业内龙头供应商紧密合作，2021 年 7 月，公司与商汤科技的战略合作协议中包括 AI 教育教学产品的采购与销售；2020 年 7 月公司与大疆合作，合作领域包括教学硬件采购与销售、课程产品开发和落地、赛事授权与运营等。通过于上游教具供应商的投资并购以及战略合作，公司具备业内突出的教具供应，以保公司课程质量的稳定。

3.2 渠道遍布全国，有效管理加盟商

采用直营+加盟模式，乐博乐博校区快速扩张。乐博乐博采用直营+加盟两种方式进行门店扩张，截至 2021H1 公司拥有 167 家直营中心以及 450 家加盟中心，相较 2020 年末分别增长 9.2% 和 25%。2017-2020 年，公司旗下直营/加盟校区 CAGR 分别为 18.1%/23.7%，网点扩张速度较快。

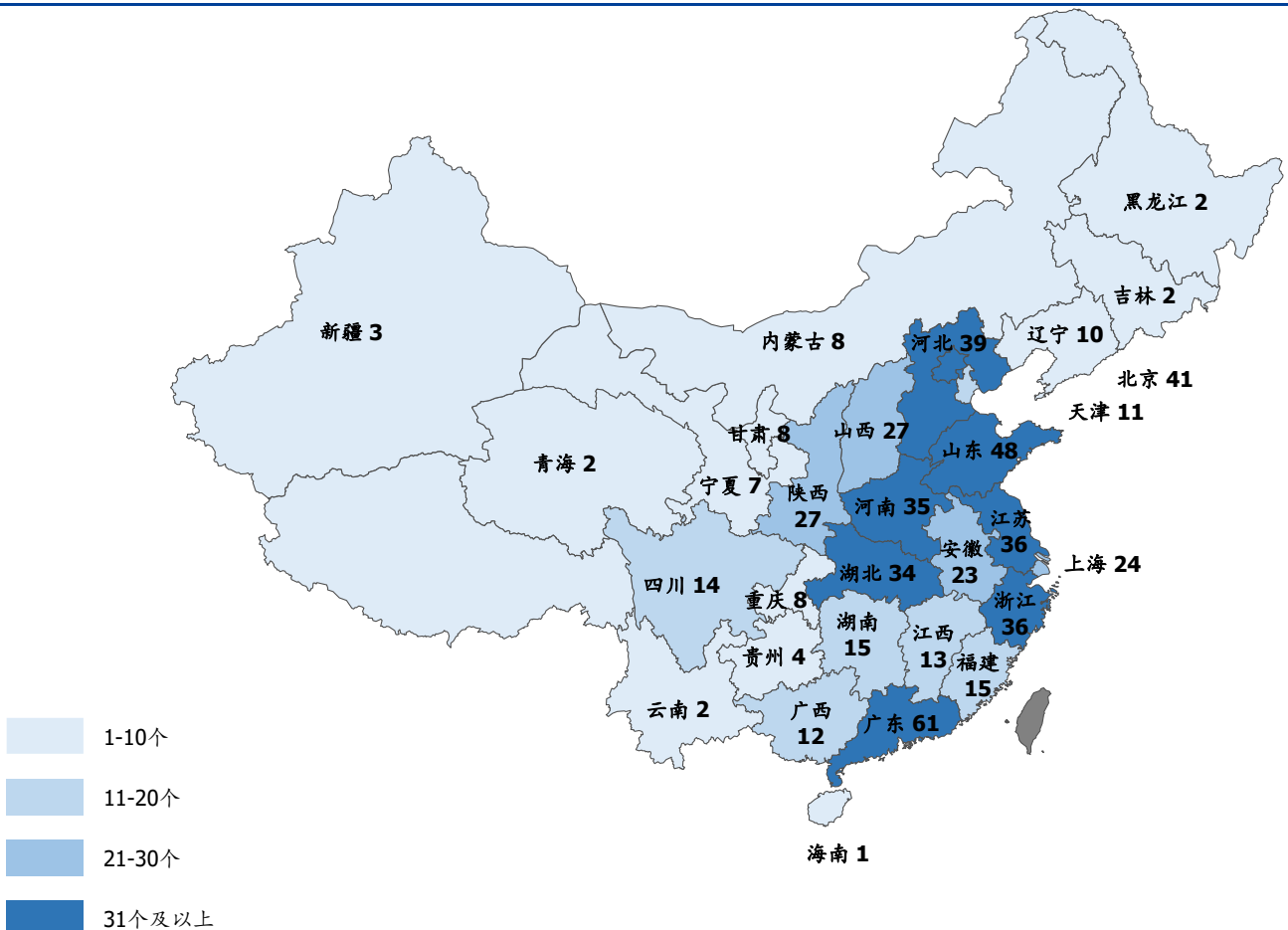
图表 25: 公司校区数量 (单位: 个)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

校区网络覆盖全国, 覆盖全国 31 个省市及自治区。直营校区主要覆盖国内一、二线城市核心城区和其他主要城市, 而加盟模式覆盖一、二线城市的郊区以及低线城市, 目前公司在华东及广东地区具有较为密集的稳门店布局。直营与加盟店采取差异化的布局思路, 满足各地区客户对培训的需求, 提高公司品牌的认知度及市场竞争力夯实基础。

图表 26: 公司门店布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所注: 部分领海未展示

公司对加盟商进行较为严格的甄选以及管理, 以确保加盟校区运营的标准化。加盟模

式中，乐博教育将自己所拥有的商标等以协议的形式授予加盟商使用，加盟期限一次为3年。公司有完整的加盟商筛选评估标准、体系和方法，对加盟商的行业经验、经济实力和商誉、经营理念、业务资源、业务能力和合作意愿六个方面采用面谈、市场调查、行业调查和背景调查等方式进行综合评分，引入符合标准的加盟商。公司秉承“统一理念、统一标准、统一形象、统一定价、统一采购、统一配送、统一培训”的宗旨，确保加盟校区运营的标准化。

3.3 依托 To C 培训，进行 To B 及 To G 的编程教育全产业链布局

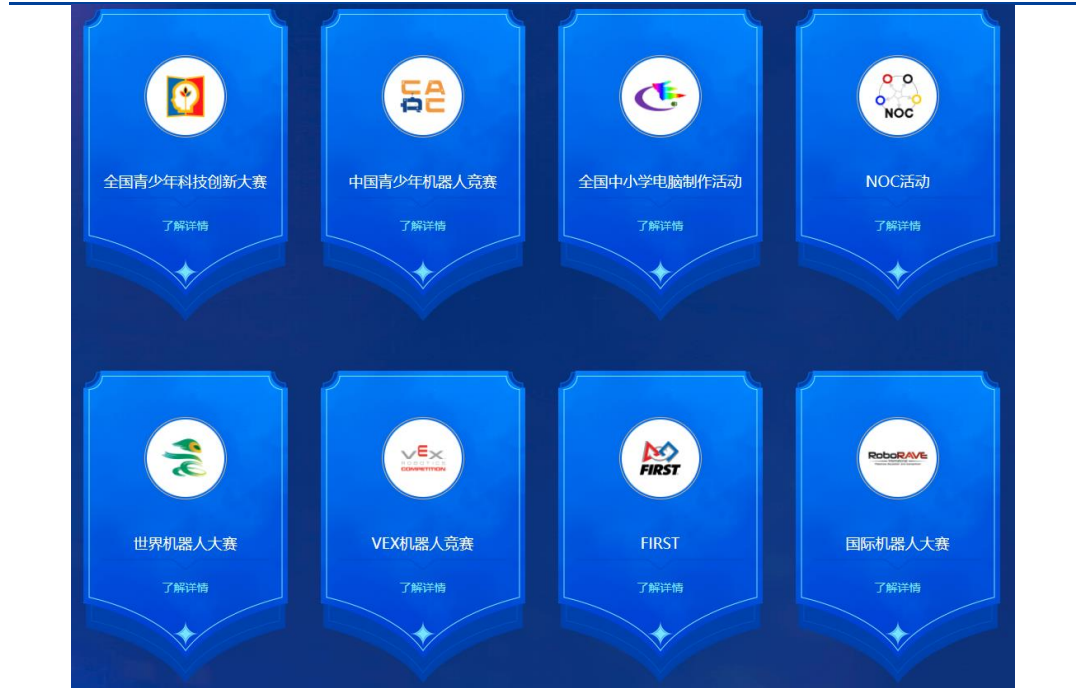
成立盛通教育集团，强化素质教育产业布局。依托旗下众多教育子品牌，公司2020年成立了盛通教育集团，致力于打造中国青少年科技教育领导品牌。目前，已经构建起青少年编程教育的完整生态体系，业务包括 To C、To B 及 To G，涵盖青少年编程培训与测评、机器人编程教育销售、以及编程教育校园服务等领域。

- **To C 业务：**公司拥有面向青少年提供机器人编程培训的**乐博乐博（100%股权）**、提供青少年编程能力等级测评考试服务的**中少童创（70%股权）**。2020年8月，公司并购面向少儿提供创新科学教育的**创想童年 60%股权**，创想童年杭州的少儿机器人编程连锁培训机构，基于乐高机器人编程的课程体系，有利于丰富和拓展公司的课程体系。
- **To B/To G 业务：**2018年2月，公司并购面向教学机构研发与销售机器人编程教具的**中鸣数码 51%股权**，其以全国中小学及各地市教育局、科协、青少年宫为主要客户，参与或主办了多项全国性机器人竞赛活动。**To G**方面，2021年8月，公司成立了科技进校园事业部，提出用“科学精神+创新实践”赋能教育，整合盛通教育旗下品牌科技教育优势，通过发挥现有的科技成果，助力科技校园建设。通过**To B/To G**业务的布局，公司打造了培训、教具销售、校园服务、比赛承办的完整少儿编程教育体系。

3.4 积极举办/参加机器人竞赛，提升业内影响力

公司与工信部下属的工信出版集团进行合作，教学体系全面对接国家“青少年人工智能技术水平测试”等测评体系。同时公司积极主办或参与中国青少年机器人竞赛活动，并在多类赛事中取得了优异机器人竞赛、VEX世界机器人大赛等10余项国际性和全国性的机器人竞赛活动。在2020-2021赛季VEX机器人亚洲公开赛中，乐博乐博学员获得初中组联队赛冠军、小学组联队赛亚军等奖项。此外，公司子公司广州中鸣数码拥有行业领先的竞赛资源。公司通过鼓励学员参加精彩活动并获得奖项的方式，打造乐博乐博品牌在业内的知名度。

图表 27: 公司鼓励学生参加各类机器人竞赛



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

我们对公司印刷综合服务业务和教育培训业务进行分别预测。

教育培训业务:我们预计乐博乐博 2021-2023 年直营校区同增 15%/10%/15%至 176/194/223 所, 贡献营业收入 2.54/3.35/4.24 亿元, 2022 年单店营收有望取得提升; 此外, 我们预计公司加盟门店同增 30%/20%/15%至 468/562/646 所, 加盟费收入 1422/1792/2164 万元; 综上我们预计教育培训营收同增 20.6%/31.8%/26.1%至 2.68/3.67/4.73 亿元。毛利率及费用率方面, 我们考虑 2021 年局部疫情仍对乐博乐博运营产生影响, 并预计 2022 年起疫情有望得到有效管控, 公司成本费用结构有望趋向正常、盈利能力有望逐步提升。我们预计乐博乐博 2021-2023 年毛利率达到 25%/45%/46%, 净利率-15%/15%/16%, 净利润-0.40/0.51/0.71 亿元, 2022 年有望实现盈利。

图表 28: 乐博乐博校区预测及财务数据预测 (单位: 所, 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单位: 所						
直营校区 (所)	106	130	153	176	194	223
加盟校区 (所)	238	311	360	468	562	646
单位: 百万元						
营业收入	234.83	330.08	220.58	268.00	366.86	473.08
营业利润	50.16	54.45	-146.11	-26.80	55.03	75.69
净利润	43.36	49.45	-138.82	-40.20	51.36	70.96

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所预测

印刷综合服务业务: 我们预计公司 2021 年营收同增 18% 至 21.31 亿元, 2022/2023 年营收同增 15%/10.0% 至 24.50/26.95 亿元。2021-2023 年实现归母净利润 1.73/1.67/1.90 亿元。

综上, 我们预计公司 **2021-2023 年营收同增 17.6%/17.4%/12.5% 至 23.99/28.17/31.68 亿元, 归母净利润 1.32/2.17/2.60 亿元。**

4.2 估值及投资建议

我们采用分部估值法对公司进行估值, 给予公司目标市值 **56 亿元**, 对应 **2021/2022 年 38/26 倍**, 分析如下:

教育培训业务: 由于乐博乐博受疫情影响导致 2020 年出现亏损, 我们采用 PS 估值法对公司教育培训业务进行估值。参考中公教育、传智教育、行动教育三家 A 股教育培训上市公司, 其 2022 年平均 PS 为 7 倍。考虑公司旗下乐博乐博作为少儿编程培训领先企业, 具备稀缺性且政策红利有望于 2022 年释放, 我们给予公司教育培训业务 2022 年 8 倍目标 PS, 对应市值 29.35 亿元。

图表 29: 教育培训业务可比公司估值表

		股价	每股营收 (元)			PE			总市值
		元	20A	21E	22E	20A	21E	22E	亿元
002607.SZ	中公教育	7.84	1.82	1.86	2.44	4	4	3	484
003032.SZ	传智教育	22.12	2.03	2.73	3.35	11	8	7	89
605098.SH	行动教育	54.64	4.49	6.44	8.25	12	8	7	46
	平均					12	8	7	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 12 月 24 日收盘价, 中公教育每股营收为 Wind 一致预期, 传智教育、行动教育每股营收为国盛证券研究所预测

印刷综合服务业务: 参考东风股份、东港股份、环球印务三家印刷相关业务上市公司, 其 2022 年平均 PE 为 16 倍, 我们据此给予公司印刷综合服务业务 2022 年目标市值 26.54 亿元。

图表 30: 印刷综合服务业务可比公司估值表

		股价		EPS (元)			PE			总市值 亿元
		元	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
601515.SH	东风股份	7.52	0.36	0.46	0.50	21	16	15	115	
002117.SZ	东港股份	8.27	0.30	0.40	0.45	28	21	18	45	
002799.SZ	环球印务	11.84	0.40	0.61	0.81	29	20	15	30	
	平均					26	19	16		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 24 日收盘价, EPS 为 Wind 一致预期

投资建议: 公司拥有出版综合服务+素质教育培训服务双主营业务, 旗下乐博乐博作为我国少儿编程领先企业, 具备面向 3-18 岁的线上+线下完整课程体系, 并且依托 To C 培训, 进行 To B 及 To G 的编程教育全产业布局。在“双减”政策及一系列素质教育政策利好下, 少儿编程培训需求有望于 2022 年放量, 乐博乐博作为运营相对成熟的优质品牌有望充分享受政策利好。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 1.32/2.17/2.60 亿元, CAGR=40.3%, 给予公司目标市值 56 亿元, 目标价 10.32 元, 对应 2021/2022 年 42/26 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

5.风险提示

疫情复发风险: 公司培训业务以线下为主要场景, 疫情复发或直接影响门店经营, 进而影响公司业绩。

培训监管政策趋严: 素质教育培训相关监管政策或导致公司合规成本提升, 进而影响公司盈利能力。

市场竞争加剧: 后“双减”时期, 各 K12 课外培训机构或加速用户素质教育领域, 进而导致市场竞争加剧。

加盟商管控风险: 若公司对乐博乐博加盟商日常经营管控不足, 或影响乐博乐博品牌形象, 进而导致公司增长不及预期;

业务拓展过程中盈利不达预期: 公司直营及加盟分校拓展过程中, 新分校存在一定爬坡期, 或导致公司盈利能力不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com