

盛通股份 (002599.SZ)

评级：买入 维持评级

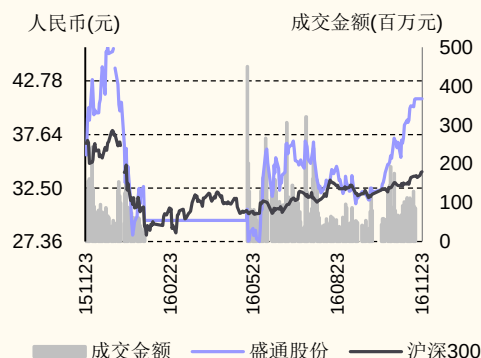
公司深度研究

市场价格 (人民币): 41.06 元
目标价格 (人民币): 50.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 91.13
总市值 (百万元) 5,543.10
年内股价最高最低 (元) 46.00/27.36
沪深 300 指数 3474.73
深证成指 10973.80



收购乐博教育过会，STEAM 教育第一股扬帆起航

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.086	0.145	0.200	0.679	1.006
每股净资产 (元)	4.47	4.81	5.01	9.68	10.69
每股经营性现金流 (元)	0.52	0.31	0.96	0.55	1.80
市盈率 (倍)	166.25	281.76	205.05	60.49	40.81
行业优化市盈率 (倍)	21.05	48.32	39.48	39.48	39.48
净利润增长率 (%)	-40.32%	71.20%	38.49%	311.61%	48.23%
净资产收益率 (%)	1.93%	3.01%	4.00%	7.01%	9.42%
总股本 (百万股)	132.00	135.00	135.00	163.91	163.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购乐博教育，联手新东方打造 STEAM 教育第一股：**公司拟收购机器人教育公司乐博教育，支付对价共 4.3 亿元，交易中新东方对盛通股份战略入股 1.54%，交易后，盛通股份将成为唯一一家新东方战略入股的 A 股上市公司。
- **STEAM 教育理念：科教兴国战略发动机，2015 年以来已站在风口：**①STEAM 是科学 (Science)、技术 (Technology)、工程 (Engineering)、艺术 (Art)、数学 (Math) 的缩写，提倡“做中学”和多学科融合，强调培养青少年的兴趣和动手能力。②STEAM 教育理念是未来科教兴国战略的重要发动机，中国 2015 年以来正式将 STEAM 教育写入政策，STEAM 教育已迎来发展窗口期。
- **机器人教育-完美诠释 STEAM 教育理念：**①机器人教育融合电子电路、设计、编程等多方面的技术，激发兴趣的同时，引导学员在项目和动手中学习，完美地诠释了 STEAM 教育的理念。②我们预测至 2022 年市场规模将达 546 亿，2015 年-2022 年复合增速 20.38%。③机器人教育市场分散，未来或将迎来整合，规模最大的乐博教育或将受益，在整合中借助资本的力量进一步确立龙头地位。
- **乐博教育-全国最大机器人教育机构，未来有望量价齐升：**①乐博教育已是全国最大的机器人培训机构，拥有 76 家直营网点及 129 家加盟商。②直营为主加盟为辅的模式与其他竞争对手不同，有效提升其管理效率，保证其优质服务。③课程标准化+直营为主的管理体系使乐博具有快速复制扩张的能力。④乐博教育大部分网点为 0-1 年的新网点，未来随着网点的成熟，业务有望量价齐升。此外，教育的预收款性质决定了其实际盈利能力强于财务上反映的利润。
- **入股芥末堆，未来产业整合可期：**公司入股教育行业内最专业、深入的资讯平台芥末堆，彰显公司未来向教育行业持续拓展的决心，并不断落实内涵增长和外延扩张并重的发展战略。公司未来或与芥末堆深度合作，借助芥末堆丰富的教育行业资源和深度的教育行研经验，进一步进行教育行业内的并购整合。
- **收购乐博教育将有效增厚公司业绩。**乐博教育盈利能力强，受益于企业优势和行业红利，保持良好的盈利成长性。根据乐博业绩承诺，其 2016-2019 年的盈利将达到 2458 万元，3230 万元，4067 万元，5125 万元，有效增厚公司业绩。

投资建议

- 我们认为机器人教育市场前景广阔，乐博教育是行业内竞争力最强的龙头公司，盈利能力强且成长性强，未来有望借助资本确立行业龙头地位，有效增厚盛通股份业绩，给予买入评级。

风险提示：教育业务发展或不及预期。

相关报告

1. 《盛通股份：入股芥末堆，持续产业链整合或扬帆起航》，2016.11.15
2. 《收购乐博教育事项重新报会，相关事项顺利推进》，2016.11.10
3. 《三季报点评：传统业务回暖营收净利双增，重组乐博教育收购事项或...》，2016.10.23
4. 《对韩国乐博乐博增资事项顺利推进，STEAM 教育第一股未来可期》，2016.10.20
5. 《主业经营回暖，收购乐博教育持续推进》，2016.8.19

吴劲草

联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1.成功收购乐博教育，联手新东方打造 STEAM 教育第一股.....	4
1.1 收购乐博教育顺利完成，正式切入 STEAM 教育领域.....	4
1.2 引入新东方战略入股，携手打造 STEAM 教育第一股.....	5
1.3 增资参股韩国乐博事项顺利推进，转型教育决心坚定	6
2.STEAM 教育：政策&需求双方拉动，未来大发展可期	6
2.1 STEAM 教育理念：科教兴国战略良方，投资窗口期已到	6
2.2 机器人教育：完美切合 STEAM 教育理念的新兴行业.....	8
2.3 机器人教育市场：市场分散，未来龙头隐现.....	9
3.乐博教育：规模大、管理优、服务好，打造机器人教育第一品牌	10
3.1 乐博教育：全国最大的机器人教育机构，发展迅速	10
3.2 深耕机器人教育领域，打造最科学合理的教育体系	12
3.3 直营为主打造尖端品牌，竞争优势突出——不仅最大，还要最好	13
3.4 财务数据亮眼盈利能力突出，未来价量齐升可期.....	15
4.入股芥末堆持续产业链整合或扬帆起航.....	19
4.1 芥末堆——专注教育行业的专业新媒体平台	19
4.2 入股芥末堆，未来产业链整合可期.....	22
5.盛通股份：印刷出版龙头，天然教育基因优良.....	22
5.1 印刷主业稳健，业务拓展成效显著.....	23
5.2 高管/员工激励到位，上下一心共谋发展	24
5.3 天然教育文化基因，延伸服务链条打造教育文化生态圈	24
6.投资建议.....	225

图表目录

图表 1：收购乐博教育交易结构.....	4
图表 2：募集配套资金投向	4
图表 3：交易前后公司股权结构变化.....	5
图表 4：中国 2015 年以来正式推出 STEAM 教育的支持政策.....	6
图表 5：全国 600 余所中学已经引入 STEAM 教育理念	7
图表 6：上海市教委认定的 10 种科技类竞赛中，机器人教育占 5 席.....	8
图表 7：国内三大机器人教育派系	9
图表 8：全国机器人教育机构 CR5 不到 8%	9
图表 9：机器人教育市场规模测算	10
图表 10：乐博教育为全国最大的机器人教育机构	11
图表 11：韩国 ROBOROBO 公司是世界最大的机器人教育公司之一.....	11
图表 12：乐博教育发展理念	12
图表 13：乐博教育课程科学合理，进阶分明.....	13

图表 14: 乐博教育直营和加盟模式一览	13
图表 15: 国内主要机器人教育机构经营情况	14
图表 16: 乐博教育标准化教学流程	14
图表 17: 乐博教育体验式营销	15
图表 18: 乐博教育教学现场	15
图表 19: 乐博教育直营网点增长迅速	16
图表 20: 乐博教育发展迅速	17
图表 21: 乐博教育营收增速快, 毛利率改善	17
图表 22: 三大驱动因素推动营收持续增长	17
图表 23: 2015 年乐博教育净利润由负转正	18
图表 24: 乐博经营现金流入大于财务营收	18
图表 25: 乐博经营净现金流入大于财务净利润	18
图表 26: 随着成熟度的提高, 单店盈利能力逐渐增强	18
图表 27: 成熟直营网点仍为少数	19
图表 30: 芥末堆文章区	20
图表 31: 芥末堆月刊	20
图表 30: 芥末堆研究报告	21
图表 31: 芥末堆数据库	21
图表 32: 芥末堆 GET 大会	22
图表 33: 公司实际控制人为栗延秋女士	23
图表 34: 公司营收持续增长	23
图表 35: 公司利润波动较大	23
图表 36: 公司毛利率处于低点	24
图表 37: 公司业务拓展成效显著, 但仍需适应期	24
图表 38: 公司 2015 年推出限制性股票激励计划有效绑定高管利益	24

1.成功收购乐博教育，联手新东方打造 STEAM 教育第一股

1.1 收购乐博教育顺利完成，正式切入 STEAM 教育领域

- **4.3 亿收购，切入 STEAM 教育领域。**2016 年 4 月，盛通股份公告，拟以发行股份（3.99 亿元）及支付现金（0.31 亿元）的方式收购机器人教育公司北京乐博科技有限公司（简称乐博教育），支付对价共 4.3 亿元，增发 1529.36 万股，股份作价为 26.12 元/股。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，目前中国机器人教育市场前景广阔，我们将在下文中详细讨论。公司本次收购乐博为 A 股公司首例收购机器人教育标的的交易，公司将借收购乐博教育切入 STEAM 教育领域，或将打造 A 股 STEAM 教育第一股。本次收购乐博教育的交易结构如图表 1 所示：

图表 1：收购乐博教育交易结构

交易对方	现金支付（亿元）	股份支付（亿元）	交易总金额（亿元）	股份作价	增发股份数
侯景刚	0	1.48	1.48	26.09 元/股	567.79 万
周炜	0	1.51	1.51	26.09 元/股	580.63 万
北京新东方卓永投资管理有限公司	0	0.66	0.66	26.09 元/股	251.88 万
北京真格天创股权投资中心	0.16	0	0.16		0
张拓	0.07	0.16	0.23	26.09 元/股	62.23 万
杨建伟	0.05	0.11	0.16	26.09 元/股	41.48 万
韩磊	0.03	0.07	0.1	26.09 元/股	25.35 万
合计	0.31	3.99	4.3		1529.36 万

来源：公司公告，国金证券研究所

- **募集配套资金 4.13 亿，彰显大股东转型信心。**同时，公司拟发行股份并募集配套资金 4.13 亿元，增发 1362.01 万股，股份作价为 30.33 元/股，用于①支付本次重组现金对价和中介机构费用（0.44 亿元），②出版服务云平台项目（2.29 亿元），③补充上市公司流动资金及偿还银行贷款（1.4 亿元）。本次发行股份募集配套资金中，实际控制人栗延秋认购 8000 万元（263.76 万股），董事长贾春琳认购 6142 万元（202.51 万股），彰显出公司股东对于本次项目的前景的看好及对公司转型 STEAM 教育的坚定信心。

图表 2：募集配套资金投向

募投方向	金额（亿元）
支付重组现金对价及中介费用	0.44
出版服务云平台项目	2.29
偿还银行贷款及补充流动资金	1.4
总计	4.13

来源：公司公告，国金证券研究所

- **收购事项成功过会，交易风险消除。**10 月 25 日公司召开董事会，会议审议并通过了《关于向中国证监会申请恢复行政许可项目审查的议案》。公司向中国证监会申请恢复行政许可项目审查并报送相关申请文件，即重启收购机器人教育公司乐博教育。11 月 9 日晚，盛通股份发布公告，收购乐博教育事项重新报会，交易方案保持不变。同时，公司重新提交的草案中，补

充了乐博教育截至 2016 年 8 月的经营情况、管理情况、乐博教育经营网点履行相关登记手续的说明，以及与韩国乐博签署的《独家代理协议》情况等内容。11 月 16 日，公司接到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）通知，中国证监会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）将召开工作会议，审核公司发行股份购买资产并募集配套资金事项。11 月 24 日，公司接到证监会通知，收购事项成功过会，交易风险消除。

- **乐博教育并表或有效增厚公司业绩。**标的方业绩承诺人（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。若按照 2016 年净利润 2458 万计算，则 2017、2018、2019 年的承诺净利润依次不低于：3230 万元，4067 万元，5125 万元。盛通股份 2015 年净利润为 1943 万元，若业绩承诺如约实现，以 2015 年公司原业务利润不变的情况计算，2017 年公司净利润将相对 2015 年增长 309%。

1.2 引入新东方战略入股，携手打造 STEAM 教育第一股

- **新东方战略入股，教育业务延伸可期。**本次交易将引入若干新股东，除了侯景刚、周炜等标的公司原股东外，最值得关注的是本次交易引入了北京东方卓永投资管理有限公司。而从股份架构上可以看出，**东方卓永是教育巨头新东方的全资子公司，本次交易新东方通过东方卓永对盛通股份战略入股 1.54%，交易完成后，盛通股份将成为唯一一家新东方战略入股的 A 股上市公司。**

图表 3：交易前后公司股权结构变化

	交易前		交易后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
栗延秋	3648.75	27.03%	3912.51	23.87%
贾春琳	1800	13.33%	2002.51	12.22%
贾则平	1446.15	10.71%	1446.15	8.82%
贾子成	562.5	4.17%	562.5	3.43%
贾子裕	446.01	3.30%	446.01	2.72%
侯景刚	0	0.00%	567.79	3.46%
周炜	0	0.00%	580.63	3.54%
北京东方卓永投资管理有限公司	0	0.00%	251.87	1.54%
其他股东	5596.59	41.46%	8021.32	48.94%
合计	13500	100%	16391	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **新东方教育资源丰富，已与乐博教育开展合作。**新东方作为教育巨头，在教育资源、教育分支机构上具有绝对的优势，在 50 个城市具有超过 600 家学习中心，且其二十余年来，在中国已经打造了“教育培训第一家”的品牌，具有强大的品牌效应，同时其在教育科技上也处于世界领先水平。乐博教育本身为新东方战略合作伙伴，已与新东方合作开展了“百学汇”合作项目：新东方百学汇提供经营场所、项目营销平台、管理团队，乐博教育提供教学产品，包括教师、课程内容以及教学服务。
- **乐博教育携手新东方，或共拓 STEAM 教育蓝海。**本次交易新东方对盛通股份战略入股，未来或将在教育业务展开业务与管理多方面的合作，共同开拓 STEAM 教育蓝海。并不排除进行其他教育业务方面的拓展，打造教育大版图。

1.3 增资参股韩国乐博事项顺利推进，转型教育决心坚定

- **增资参股韩国乐博事项顺利推进。**2016 年 11 月，盛通股份全资子公司香港盛通拟以 1070 万元增资参股韩国乐博，增资完成后，公司将持有韩国乐博 18% 的股份。合作框架协议签订后，香港盛通对韩国乐博进行了尽职调查，并于与韩国乐博签订了《新股认购协议》。
- **签订长期《独家代理协议》，未来合作预期稳定。**公司与韩国乐博基于对儿童机器人教育市场的发展前景的信心以及良好的合作基础，稳定未来的合作关系，2016 年双方签订的《独家代理协议》约定代理期限为 10 年。同时，基于乐博教育所处儿童机器人教育行业未来市场前景广阔以及乐博教育的竞争力不断增强，业务规模不断扩大，双方协议中约定最低采购金额也具有较强的可实现性。
- **积极扩展产业链，拓展教育产业版图。**韩国乐博为乐博教育的供应商和教材提供方，我们认为，公司增资参股韩国乐博并同韩国乐博签订长期独家代理协议展现出乐博教育对所在市场及公司未来发展前景的信心；同时公司积极拓展上游产业链，提升了其竞争壁垒，巩固了其在机器人教育市场的领先地位，为打造 STEAM 教育品牌提供有力保障。

2. STEAM 教育：政策&需求双方拉动，未来大发展可期

2.1 STEAM 教育理念：科教兴国战略良方，投资窗口期已到

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，旨在让学生在实际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，培养青年年理性和感性双方面的创造力。

中国 2015 年以来推出支持政策，STEAM 教育发展窗口期已至

- 目前，我国 STEAM 教育正处于发展的窗口期。1995 年，江泽民总书记提出“科教兴国”战略，确立了科技和教育是兴国的基础方针，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。而我国真正将 STEAM 教育这个概念引入时间相对较晚，2015 年教育部的十三五规划纲要正式提出“推进众创空间建设，探索 STEAM 教育”，而 2016 年 3 月的《教育部教育装备研究与发展中心 2016 年工作要点》明确提出将为 STEAM 教育提供装备支持，培养学生的创新能力、综合设计能力和动手能力。我们认为，在 2015-2016 年这个时点，我国正式发布了政策支持了支持 STEAM 教育发展，STEAM 教育已经来到窗口期，未来有望迎来大发展。

图表 4：中国 2015 年以来正式推出 STEAM 教育的支持政策

1995	《科教兴国战略》	全国科技大会	江泽民总书记提出，确立科技和教育是兴国的手段和基础的方针，增强了对科学技术是第一生产力的理解
2001	《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	《教育部十三五规划纲要》	教育部	有效利用信息技术推进“众创空间”建设，探索 STEAM 教育、创客教育等新教育模式，使学生具有较强的信息意识与创新意识
2016	《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。

来源：国金证券研究所

- 15 年，推进 STEAM 教育的政策方针发布以来，我国一些地区已经展开了试点。2015 年上海科学教育中心联合 200 余家单位成立“上海 STEM 教育联盟”，以更好的推广 STEAM 教育的理念。目前全国包括北京清华大学附中、中国人民大学附中、上海中学、上海外国语大学附中等在内的 600 余所中学已开设 STEAM 教育课程，STEAM 教育已经由大学本科教育进入中小学教育。

图表 5：全国 600 余所中学已经引入 STEAM 教育理念



来源：国金证券研究所

中国 STEAM 教育现状：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。
- 教委认为，政策支持机器人教育大发展。2016 年 11 月 4 日，上海市教委发布了上海市市级中小学生竞赛活动项目名录，除教育部及上海市教委另有文件通知的竞赛活动外，未列入上表的竞赛项目（含竞赛许可证已过有效期的竞赛项目），不得参与举办、宣传、动员和组织等活动。机器人教育在科技类竞赛的 10 种比赛中，占 3 席（上海市青少年机器人知识与实践比赛，上海市未来工程师大赛，Robocup 青少年世界杯中国赛区），同时计算机应用操作竞赛及头脑创新思维竞赛也与机器人教育有密不可分的关系。政策的支持或将推动机器人教育大发展。

图表 6：上海市教委认定的 10 种科技类竞赛中，机器人教育占 5 席

科技类			
上海市中学生科普英语竞赛	中学生	10 月-次年 3 月	上海市科技艺术教育中心
上海市青少年物理实验竞赛	高中生	10-12 月	上海市科技艺术教育中心
上海市青少年应用化学与技能竞赛	中学生（高一学生除外）	10-12 月	上海市科技艺术教育中心
上海市青少年机器人知识与实践比赛	中小學生	9-12 月	上海市科技艺术教育中心
上海市青少年计算机应用操作竞赛	中学生	8-12 月	上海市科技艺术教育中心
上海市头脑奥林匹克创新大赛	中小學生	12 月-次年 3 月	上海市科技艺术教育中心
上海市未来工程师大赛	中小學生	11-12 月	上海市科技艺术教育中心、上海科普教育发展基金会
上海青少年头脑创新思维竞赛（DI）活动	中小學生	11 月	上海市科技艺术教育中心、青年报社、上海科普教育促进中心
RoboCup 青少年世界杯中国赛区上海地区选拔赛	中小學生	10-12 月	上海市科技艺术教育中心
“国际科学与和平”第二十七届上海市青少年金钥匙科技竞赛	小学三年级以上小学生	9-12 月	共青团上海市委员会

来源：上海市教委、国金证券研究所

- **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。

2.2 机器人教育：完美切合 STEAM 教育理念的新兴行业

机器人教育本质：STEAM 教育理念的最佳诠释

- **机器人科学教育**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。

机器人教育社会效应：群众基础深厚，未来需求广泛

- **趣味性强，群众基础广泛。**机器人组装本身就有较强的趣味性，容易引起人们的兴趣。2000 年前后，央视曾每周固定时间播出过《机器人大擂台》节目，吸引了数量众多的忠实粉丝。《机器人大擂台》是由英国 TNN 电视台发起组织的世界上规模最大的科普类游戏节目，在该节目中，不同团队

设计并制造远程控制的战斗机器人以角斗士的方式进行战斗，竞争者依赖对充满想象力和有效性的设计以及灵敏的临场控制来击败对手。《机器人大擂台》节目在央视播出之后，涌现了一大批忠实粉丝，我们认为，机器人教育在中国是具有广泛的群众基础的。

- **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的竞技性。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。

2.3 机器人教育市场：市场分散，未来龙头隐现

- **国内主要机器人教育机构主要有哪几类？**目前，中国机器人教育的流派主要有三种，①第一种“乐高系”，如西觅亚，从数量上来说，乐高系的机构目前仍然是最多的，但是“乐高系”机器人教育机构鱼龙混杂，代理权问题混乱，在名义上西觅亚是乐高在国内唯一的代理商，但是有许多其他机器人教育机构通过其他渠道取得乐高系机器人产品，然后开设机构进行机器人教育。我们认为，“乐高系”产品体系成熟，知名度高，但竞争格局较为混乱，质量参差不齐，需要关注其分支机构的质量和管理体系。②第二种是“进口系”，即将乐高以外的外国品牌引入中国，包括韩国品牌“乐博乐博”，德国品牌“慧鱼”等。这一类品牌的特点是体系完善，产品质量好。主要问题是本地化做的不够好，知名度还不够，我们认为，随着机器人教育的接受度的提高，这一点会在未来不断改善。③第三种是“国产系”，以中鸣机器人，哈工大机器人教育等。这一类机构的特点是接地气，相对亲民，主要缺点是教学体系还不够完善，规模也相对较小。

图表 7：国内三大机器人教育派系

机器人教育派系	代表	优势	劣势
乐高系	西觅亚	产品体系完善，知名度强	代理情况混乱，机构鱼龙混杂参差不齐
进口系	乐博乐博，慧鱼	产品及服务体系完善，产品质量好	本地化进程一般，知名度仍需提高
国产系	中鸣，哈工大	接地气，风格较为亲民	产品体系不够完善，规模较小

来源：国金证券研究所

- **机器人教育机构有多少，未来会是什么格局？**截至 2015 年，国内机器人教育机构达到 7000 多家（包括直营和加盟），而机器人教育目前市场集中度还较低，CR5 仅 7.5%，最大的五家机构的分支数量之和不到所有机构数量的 8%。我们认为，未来随着人们对机器人教育的接受度逐渐变高，资本会推动市场集中度提高，机器人教育机构将会迎来一波大的整合，而龙头企业如乐博教育会受益于整合，市占率进一步提高，进而一定程度上取得市场定价权。

图表 8：全国机器人教育机构 CR5 不到 8%

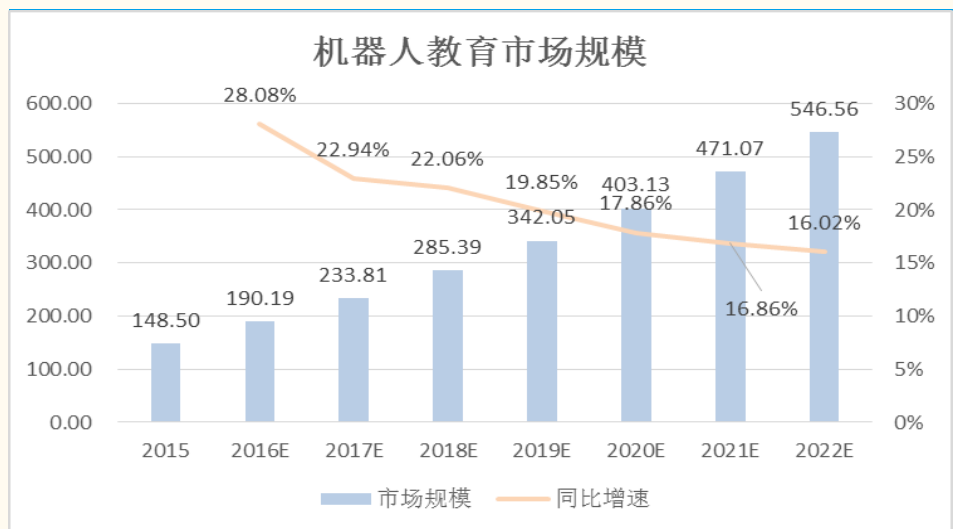
教育机构名称	分支机构数量
乐博教育	约 170 家
西觅亚	约 110 家
乐创教育	约 100 家
大连博佳	约 90 家
搭搭乐乐	约 50 家

教育机构名称	分支机构数量
...	...
全国总数	约 7000 家
CR5	约 7.5%

来源：国金证券研究所

- **机器人教育市场有多大？** 机器人教育主要面对的群体是 5-14 岁的青少年，根据 2014 年人口抽样比例，估算 5-19 岁的青少年总数量为 2.25 亿人，大约家庭收入情况位于前 50% 的青少年，有意愿参与机器人教育，根据草根调研，目前渗透率空间为 2%，而 15 年学生单价为 6600 元，**市场测算=青少年数量*具有付费能力的比例*渗透率*单价=148.5 亿元**。我们预计，未来 5-7 年内，机器人教育在中国会逐渐普及，渗透率会提高，而其收费也会随着 CPI 和消费意愿的提高不断提高。我们预测，收费每年增速 9%，渗透率将不断增长到 2022 年的 4.5%，到 **2022 年，机器人教育的市场规模会达到 546 亿，2015-2022 年复合增速为 20.38%**。

图表 9：机器人教育市场规模测算

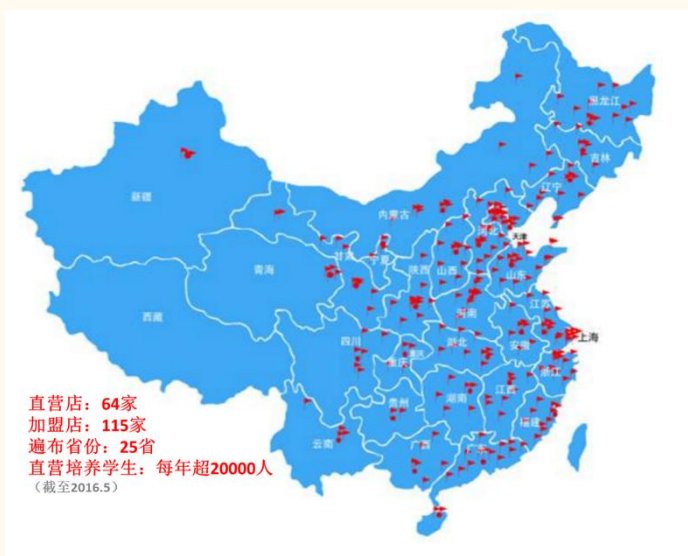


来源：国金证券研究所

3. 乐博教育：规模大、管理优、服务好，打造机器人教育第一品牌

3.1 乐博教育：全国最大的机器人教育机构，发展迅速

图表 10：乐博教育为全国最大的机器人教育机构



来源：国金证券研究所

- **全国最大机器人教育培训机构，创新开拓 STEAM 教育蓝海。**北京乐博乐博教育科技有限公司（简称乐博教育），主营业务为机器人教育，是一家以 STEAM 教育理念为指导的创新性科技企业。目前乐博教育已成为全中国最大的机器人教育机构，分支机构遍布 25 个省及直辖市，拥有 76 家直营网点及 129 家加盟商，2016 年直营学生或超过 4 万人（同比增长 100%）且继续处于快速增长阶段。
- 08 年，乐博教育将韩国 ROBOROBO 的教育模式引入中国，2015 年，乐博教育和韩国 ROBOROBO 公司签订了《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。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 11：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

- **新东方入股+盛通股份收购，三方战略合作加快扩张脚步。**2015 年 4 月，新东方通过东方卓永，对乐博教育进行了战略投资。本次盛通股份收购乐博教育，使得盛通股份、新东方、乐博教育形成了三方合作关系，依托新东方的教育产业链资源和盛通股份的资本平台优势，乐博教育有望进一步加快扩张步伐。我们认为，目前较为分散的机器人教育市场中，乐博教育已经成为最大规模的机构，而未来凭借优秀的课程体系，合理的管理体系，

高质量的服务，有望进一步扩张，强化品牌知名度，扩大市场占有率，成为机器人教育的龙头企业，并引领整个市场的标准制定以产生超额利润。

3.2 深耕机器人教育领域，打造最科学合理的教育体系

- **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。公司力图打造中国最尖端的机器人学校，以最尖端的产品、最优秀的机器人教程、最佳的教育人员，培养未来的科学家。

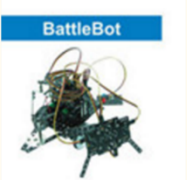
图表 12：乐博教育发展理念



来源：公司官网，国金证券研究所

- **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。

图表 13：乐博教育课程科学合理，进阶分明

	适用年龄	课程特色	课程内容	成果展示
初级课程	4-8 岁	使用积木机器人进行教学，其各个零部件均为积木模块，使得幼儿也能进行搭建和编程的学习	基础模块的搭建 传感器使用的体验	
中级课程	8-12 岁	学习有关电器、电子、构造以及传感器理论，学员逐步学习如何制作一个机器人。	单片机的基本原理和初步应用 传感器和马达的应用 比赛的单片机器人	
高级课程	12 岁+	使用基于图形编程语言 VPL RoboBuilder，组建各个模块，制作人形机器人和更自由化的机器人	模拟器 组织设计 远程操纵共享	

来源：公司课程资料，国金证券研究所

- 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。

3.3 直营为主打造尖端品牌，竞争优势突出——不仅最大，还要最好

“直营+加盟”业务结构特色突出，根基稳固扩张提速可期

直营为主打造品牌，加盟为辅高速扩张。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/子公司进行当地化经营，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。乐博教育已成为全国最大的机器人教育机构，拥有 76 家直营网点和 129 家加盟商，在品牌和规模上具备了明显的优势。

图表 14：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	√ 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	√ 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

- 直营经营模式的特色优势：而从乐博教育的营收情况来看，直营占了更重要的地位，2015 年直营模式的营收占比达 87%，这体现了乐博教育持续强化管理体系、打造最尖端品牌的战略。这与市场上其他机器人教育机构是不同的，目前国内其他主要的机器人教育机构的加盟商比重明显更大，这也是乐博教育的重要竞争优势，即以直营为根基，统一管控，构建管理、渠道上的优势，同时达到①强化品牌效应和②优化学员体验的目的。从下表中可以看出，乐博教育的直营占比是同类机构中最大的。

图表 15：国内主要机器人教育机构经营情况

	直营网点	加盟商	直营网点数量占比	合计
乐博教育	76 家	129 家	37%	205 家
西觅亚	20 余家	80 余家	约 20%	约 110 家
乐创教育	10 家	89 家	10%	99 家

来源：公司公告，互联网资料，国金证券研究所

- 综上所述，我们认为乐博教育在国内机器人教育市场已经占据了明显的市场优势：①一方面规模全国最大，②另一方面，其直营为主的经营模式构筑了良好的管理体系根基，打造了强大的品牌优势，不仅要“最大”，还要做“最好”的机器人教育机构。

打造标准化流程，构筑异地复制根基

- 标准化流程助力快速扩张。乐博教育的直营网点的管理和加盟商的筛选都较为严格，采取统一的教材、课程和教具，以激发兴趣为导向，让学员自己动手制作机器人，让学员可以全面了解编程、单片机的各方面知识，标准化的教学流程，使得公司分支网点能够实现复制和标准化，从而实现快速复制扩张。

图表 16：乐博教育标准化教学流程



来源：公司官网，国金证券研究所

体验式营销俘获家长心，一体化服务保障服务质量

- 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

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。

图表 17：乐博教育体验式营销



来源：国金证券研究所

图表 18：乐博教育教学现场



来源：国金证券研究所

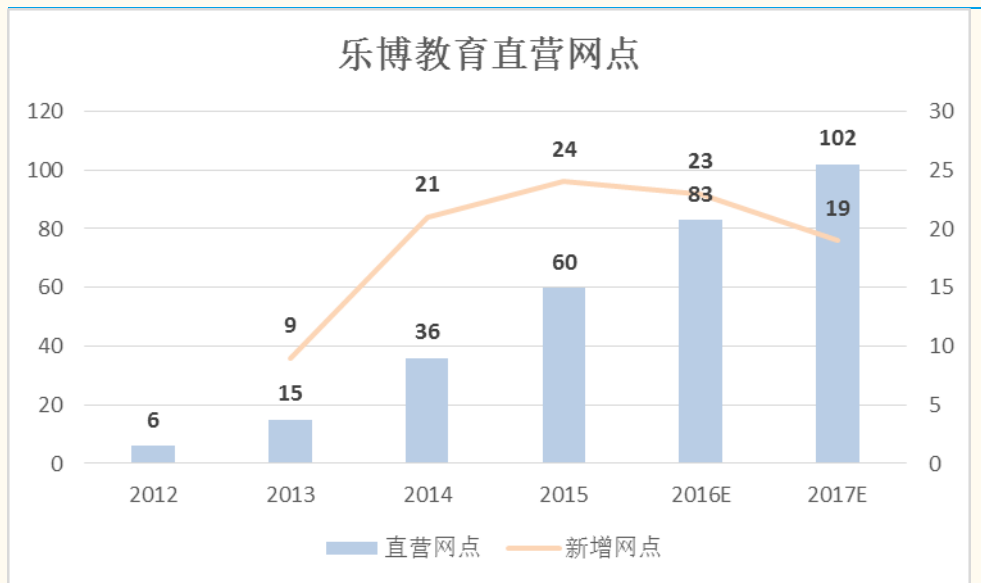
一体化服务，用心提高服务质量。乐博教育的一站式服务有三层含义。①**第一层含义是营销一体化**，即销售课程与课程后续服务相挂钩，“接单、持续服务、效果评估、循环销售”的模式，注重口碑的积累。②**第二层含义是课程一体化**，即为不同的年龄的青少年设置进阶课程，让学员从 4-8 岁，8-12 岁，12 岁以上，都可以在乐博乐博进行学习，不断进阶，在产品上也进行优化，如使用读卡器，使得 6-7 岁的儿童就可以使用读卡器来代替电脑进行编程的启蒙教育。③**第三层含义是产品一体化**，即将课程和产品打包在一起，进行配合销售，这与市场上其他竞争对手是不同的，大部分机器人教育机构选择仅销售课程或者仅销售产品，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强大的竞争优势，保证了其服务质量。

3.4 财务数据亮眼盈利能力突出，未来价值齐升可期

根基稳固，网点扩张迅速成长性强。

- 依托优秀的产品、科学的理念和精细的管理，乐博教育近年来扩张迅速，通过一二线城市布局直营店，三四线城市发展加盟商，满足各地区用户对课程的需求，提高品牌认知度的同时，保持收入和利润。近年来，公司直营网点迅速，2013-2015 年，基本上每年扩张 20 家以上的新直营网点。预计 2016 年和 2017 年会继续保持每年 20 家直营网点的扩张速度，预计最终全国直营网点达到 120 家左右的时候会覆盖大部分一二线城市的核心区域，届时公司直营网点的新增速度，即量的增长会减缓，进入价的增长和附加价值的创造阶段。

图表 19：乐博教育直营网点增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

强有力的管理体系助力乐博教育健康快速发展

- 随着民办教育促进法的通过，未来 A 股教育资产的稀缺性或将不断降低，而真正突出的模式和管理能力将是教育企业的核心竞争力，乐博教育自 2012 年成立至 2016 年，4 年内成为机器人教育领域最具竞争力的公司，也得益于其强大的管理能力。

①直营校区完善的收入确认管控制度：公司为合理保证收入确认的准确性，公司在授权控制、职责分工控制、独立稽核控制等方面建立了有效的控制制度。在直营校区的管理和控制上，公司设立自上而下的运营制度、激励制度及监管制度，保证直营校区的健康运营。

②强有力的加盟商管理制度：

A、采取市一级区域独家代理的加盟模式，以确保加盟商的利益和规模的发展。

B、建立了完善的培训体系。通过深入完善的培训体系，乐博教育有效地向加盟商输出“文化与理念、标准与制度”，构建利用标准化体系实施加盟商管控的基础。公司加盟部对加盟商进行制度、业务流程等方面培训，包括对教师、教务和销售人员的业务培训以及负责人培训。

C、标识及采购的统一化。标的公司对加盟商进行统一的 VI 设计，秉承“统一理念、统一标准、统一形象”的宗旨，确保加盟商有统一的标识，提升品牌的识别度；加盟商的教具由乐博教育进行统一供应，保证教具产品质量，维护乐博教育品牌。

D、加盟商考核机制。对加盟商的销售业绩、服务水平、员工培训等方面进行严格考核，不合格的加盟商将予预警，并视情节轻重采取单独跟进、强制培训、驻点指导等措施。强制整改、培训后的效果仍不理想的，乐博教育将考虑终止其加盟合作关系。同时，对于加盟商违背加盟协议规定条款，公司有权取消加盟商资格。

财务数据亮眼，未来持续盈利能力突出

- **三大因素驱动营收快速增长。**乐博教育近年来营收快速增长，2015 年营收达到 9081 万元，同比增长 156%，我们认为，营收快速增长的主要驱动因素有三条：①网点的稳步扩张：乐博教育以每年 20 余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：直营网点前期推广过程中，课程饱和率较低，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。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，15 年 10 月起，北京地区单学员收费提升 15%，预计未来其他地区的收费也会合理提高。我们认为，未来这三大因素的驱动力还会逐渐增强，网点部分以每年 20 家的速度持续扩张，而 14-15 年新开设的网点会逐渐成熟，课程饱和率有望继续提高，参考北京地区的提价，学员单价也有望就提升，综上所述，乐博教育的营收未来有望持续保持高增长。

- 经营模式逐渐成熟推动毛利率提高。乐博教育毛利润从 14 年的 1070 万增长至 15 年的 4145 万，同比增长 287%，而毛利率由 30.17% 增长至 45.66%，15 年毛利率显著提高。毛利率提升主要原因有四：①直营网点的逐渐成熟：2013-2014 年乐博教育大量开设新直营网点，新网点初期课程饱和率较低，且初期网点布置和营销的支出较大，导致新网点收入和成本不匹配，15 年随着 13-14 年开设网点的逐渐成熟，收入提升，相应的支出也下降并稳定下俩，收入和成本得到匹配。公司管理销售费用率持续下降，分别为 13.72%，9.25%，7.84%。②学员单价的提升：上文营收中已提到，不再赘述。③公司资质转变：2014 年 10 月公司由小规模纳税人转为一般纳税人，公司单位成本降低提升毛利率。我们认为，未来网点的逐渐成熟和学员单价的提高可期，此外，公司在直营网点数量稳定之后或将重点发展加盟商，而加盟商的加盟服务费毛利率是 100%，若其占比增加也有助于毛利率提升，综上所述，我们认为未来毛利率仍有上升空间。

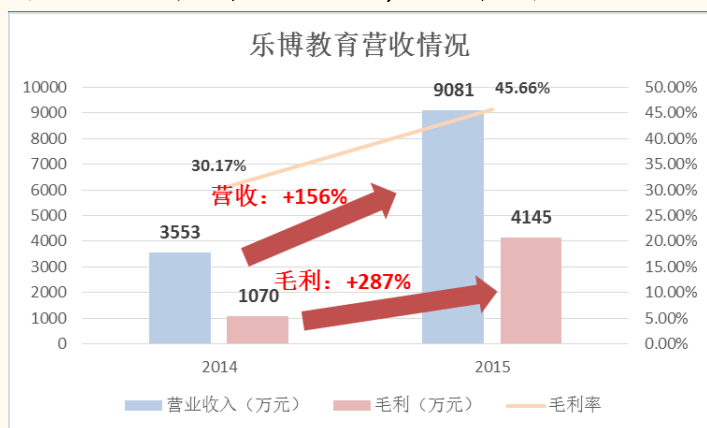
图表 20：乐博教育发展迅速

项目	2016 年 1-8 月	2015 年	2014 年
直营校区数量 (个)	75	60	36
学员人数 (人次)	31,761	25,190	11,646
培训课时 (小时)	708,092	807,254	360,378
课时单价 (元)	62.84	60.53	59.10

注：学员人数为报告期间参加上课的总人数。

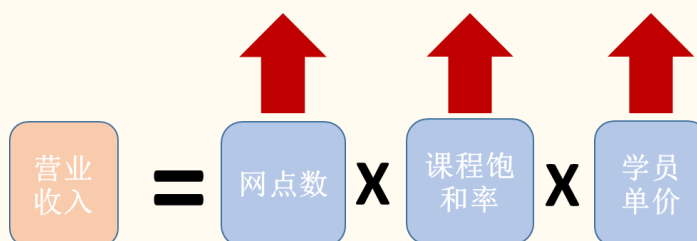
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：乐博教育营收增速快，毛利率改善



来源：公司公告，国金证券研究所

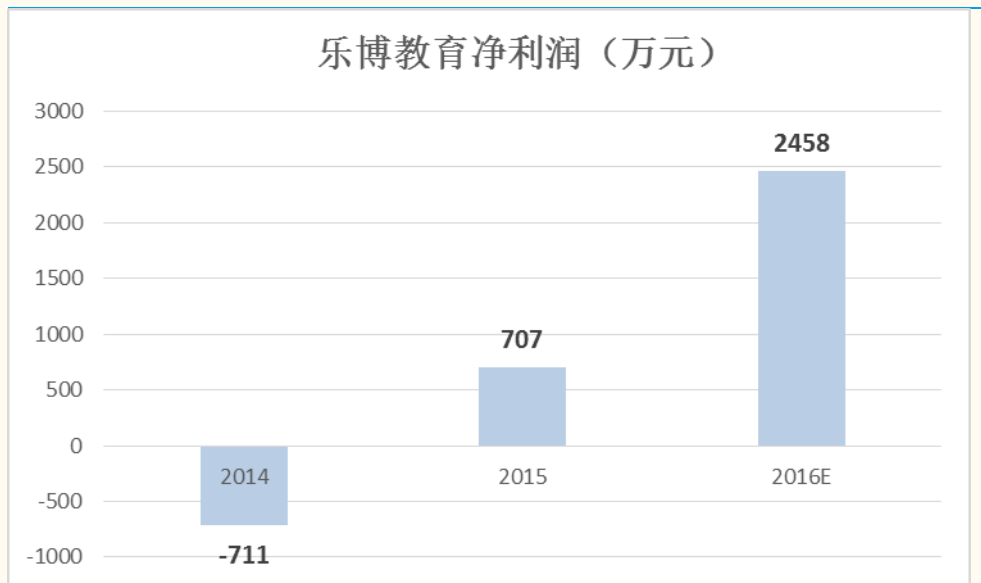
图表 22：三大驱动因素推动营收持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 净利负转正实现盈利，未来盈利有望持续增长。2015 年，乐博教育的净利润由负转正，从 2014 年的亏损 711 万到 2015 年的盈利 707 万，标志着其模式的逐渐成熟。未来，随着业务模式的逐渐稳定，乐博教育盈利能力有望持续增长，预计 2016 年净利润将会达到 2458 万。

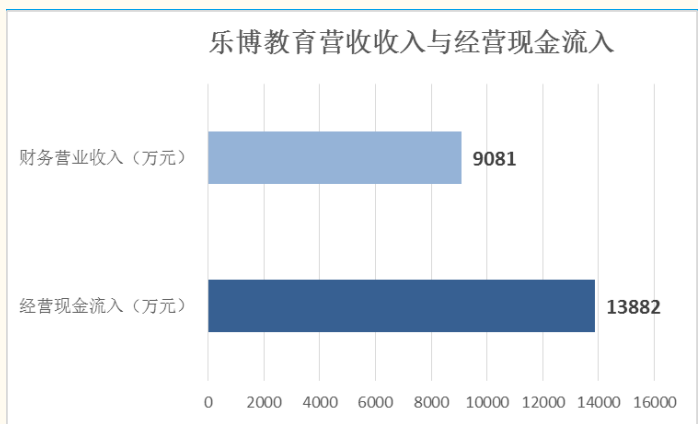
图表 23：2015 年乐博教育净利润由负转正



来源：公司公告，国金证券研究所

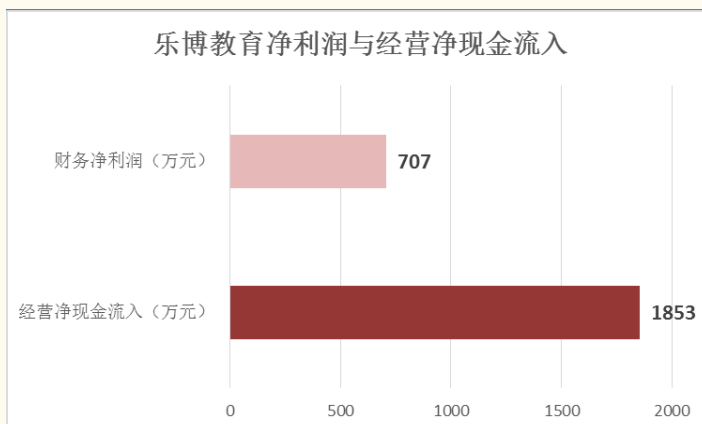
- **现金流充沛，后期收入持续确认空间大。**乐博教育的收入确认方法符合传统教育行业的特点即：先收费，之后按期或按课时确认收入。故乐博教育的实际经营现金收入是高于其财务营收的，这部分收入会确定性地地在之后的期间内逐渐确认，公司未来的业绩一部分是来自于未来即将收费的部分，另一部分是来源于过去已经完成收费的部分。

图表 24：乐博经营现金流入大于财务营收



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：乐博经营净现金流入大于财务净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

仍处发展前期，未来量价齐升可期。

- **随着成熟度的提高，单店盈利能力逐渐增强。**乐博教育的直营网点的成熟大约需要 2-5 年，随着网点的逐渐成熟，单店盈利会逐渐增强，老店的盈利能力会强于新店。

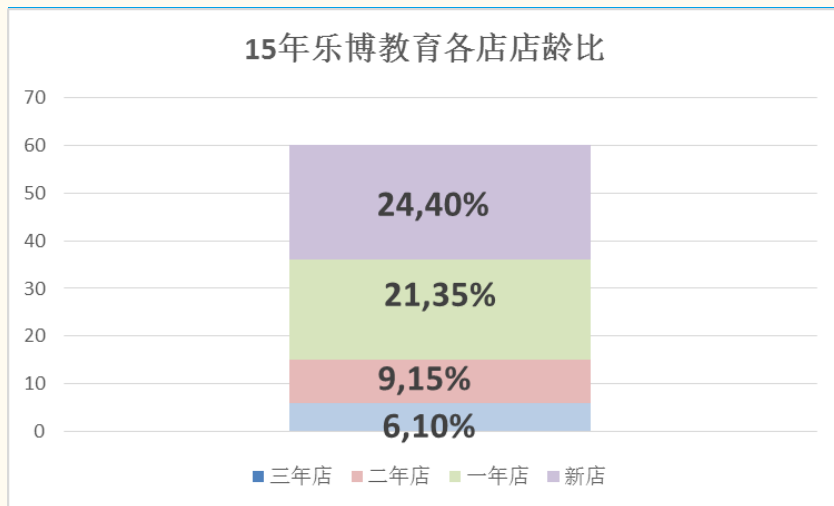
图表 26：随着成熟度的提高，单店盈利能力逐渐增强

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

- **成熟的直营网点仍为少数，已有网点盈利成长空间大。**目前乐博教育仍处于发展前期，2015 年所有直营店中新店占比 40%，一年店占比 35%，而 2 年以上的店仅占 25%，随着时间的推移，老店占比逐渐增大，乐博教育直营网点的盈利能力会逐渐增强。

图表 27：成熟直营网点仍为少数



来源：公司公告，国金证券研究所

- **资本助力，未来价量齐升可期。**资本的支持对于乐博教育的整合和扩张有着重要的作用：①一方面资本的支持使得乐博教育拥有充足的资金进行扩张、营销和教研，能在保证服务质量提高的同时进行扩张；②另一方面，并入上市公司有助于提升公司的品牌信誉，有助于公司未来学员单价的提升，15 年新东方入驻以来，乐博教育即在北京区域进行了提价。我们认为，未来并入盛通股份之后，乐博教育有望实现量价齐升，盈利能力持续增长。

4.入股芥末堆持续产业链整合或扬帆起航

- 盛通股份全资子公司香港盛通于 2016 年 11 月 11 日与 New Education Consultancy、顿墨科技、创始股东梅莎签订投资协议，香港盛通使用自有资金以现金方式出资 50 万美元（约合人民币 342 万元）增资 New Education Consultancy 发行的系列 A+优先股 57.1 万股，每股认购价格为 0.8758 美元；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，其中顿墨科技为 New Education Consultancy 的 VIE 实体。

4.1 芥末堆——专注教育行业的专业新媒体平台

顿墨科技：芥末堆的运营实体

- 顿墨科技为专注教育产业信息挖掘传递的咨询服务媒体平台。旗下拥有“芥末堆看教育”微信公众号、芥末堆官网、芥末堆 APP 等产品。公司通过这些平台观察整个教育产业的政策变化和市场动态，及时发布最新的教育资讯，并提供专业的分析，深入挖掘业内最有价值的公司和产品，为业内各方和中国教育行业的企业管理者提供发展和决策参考。同时，公司积极开辟国外市场，是中国在线教育的主要内容输出方。未来两年有望与全球教育企业建立联系，搭建沟通桥梁，引进优质教育资源进入中国市场。

芥末堆：国内领先教育资讯垂直平台

- 芥末堆现已成为国内领先的教育科技传媒机构，现拥有芥末堆网站（jiemodui.com）和 GET 两个品牌。同时开展了 Eduer 思享会、全球教育精英考察团等形式丰富的线下活动。芥末堆致力于为教育行业的媒体业务、数据行研业务、会展&考察相关活动等业务，为数十家主流平台、数千家

教育企业、数十万教育从业者提供精确、丰富、深度的教育行业资讯和教育咨询服务，是中国在线教育的主要内容输出方之一。

(1) 媒体业务：以文章、图文直播、月刊、专题等多种形式为教育行业提供新鲜丰富的原创内容。内容数据月均 200 万+浏览量，月均发布 220 篇文章，原创占比 70%以上。分发渠道包含主流平台数十家，精准覆盖数千家中国教育企业和 30 万以上的中国教育从业人群，从上市公司到初创企业，从 C-level 管理层到骨干员工，是今日头条教育产业领域中最大的内容来源。芥末堆的用户中，76.4%为教育公司高管，12%为教育科技的投资人和投资机构，7%为行业用户（从业者、教师、校长、政府、NGO 组织等），4.6%为行业内第三方服务机构(咨询机构、二级市场、教育媒体等)。

图表 28：芥末堆文章区



来源：国金证券研究所

图表 29：芥末堆月刊



来源：国金证券研究所

(2) 数据行研业务：自 2015 年底起，公司陆续发布了《2016 教育行业蓝皮书》、《2016 年 Q1 教育行业投融资报告》、《2016 年 Q2 教育行业投融资报告》、《2015 年中国教育科技现状蓝皮书》、《2015 China Education TechnologyReport》等教育行业报告，用户可以付费在线阅读或下载阅读。

图表 30：芥末堆研究报告



来源：国金证券研究所

2016年5月底，公司正式发布了全球教育科技公司数据库 Beta 版本，经过公司数据行研团队的数据收集、整理，该数据库目前包括了数千家中外教育科技企业的基本信息，目前，用户可以免费在线浏览，以实现用户对行业信息的深度挖掘需求。

图表 31：芥末堆数据库



来源：国金证券研究所

(3) 活动相关业务：公司作为主办单位,举办了 GET 教育科技大会(Global Education Technology)、GET-MIND 智会教育科技沙龙(中国巡回)、芥末堆全球教育考察团(已走访 20+座城市)、一丢思享会(已发起 20+期活动)。其中,全球教育精英考察团是由芥末堆网组织并发起,致力于全球教育行业高端考察与交流,不仅开拓视野,更向世界展示中国教育科技的发展,打开全球教育科技跨境商务合作。自 2014 年以来,芥末堆教育精英考察团已出国 8 次,飞过 6 个国家 14 座城市。期间超过百家中国教育科技公司参与其中,已走访全球范围内百余家极具创新力和影响力的教育科技公司,参与了多次全球顶级教育科技盛会。

GET 全球教育科技大会是中国教育从业者的一次高端聚会。大会意在打开全球视野,大会聚集国内外优秀的教育实践者来分享自己的经验和见解,并与数百位极具创新意识教育从业者共同发现并探讨前沿教育科技产品,从而鼓励教育创新、推动教育发展。凭借着高端的规格,开放的平台,踏实的服务和前沿的行业趋势内容,GET 全球教育科技大会目前已经发展成为行业内最具规模、最为专业、最有价值的标志性品牌活动。

图表 32：芥末堆 GET 大会



来源：国金证券研究所

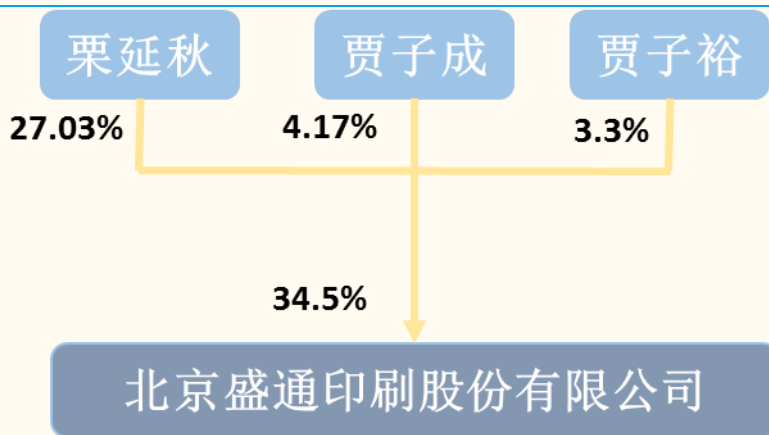
4.2 入股芥末堆, 未来产业链整合可期

- 芥末堆作为行业内最专业、深入的资讯平台,拥有丰富的国内外教育资产资源。本次公司增资入股芥末堆,表明了公司未来向教育行业持续拓展的决心,不断落实内涵增长和外延扩张并重的发展战略。公司未来或将与芥末堆深度合作,借助芥末堆丰富的教育行业资源和深度的教育行研经验,进一步进行教育行业内的并购整合。

5. 盛通股份：印刷出版龙头，天然教育基因优良

- 盛通股份(SZ.002599)全称为北京盛通印刷股份有限公司。成立于 2000 年 11 月,注册资本 1.32 亿元,主要从事全彩出版物综合印刷服务。公司作为民营企业,于 2011 年 7 月上市,实际控制人为栗延秋女士(栗延秋为贾子成和贾子裕的母亲),董事长为贾春琳先生。

图表 33：公司实际控制人为栗延秋女士

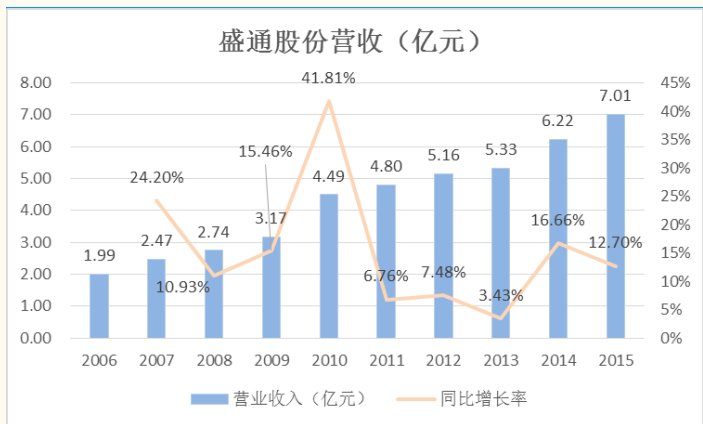


来源：公司年报，国金证券研究所

5.1 印刷主业稳健，业务拓展成效显著

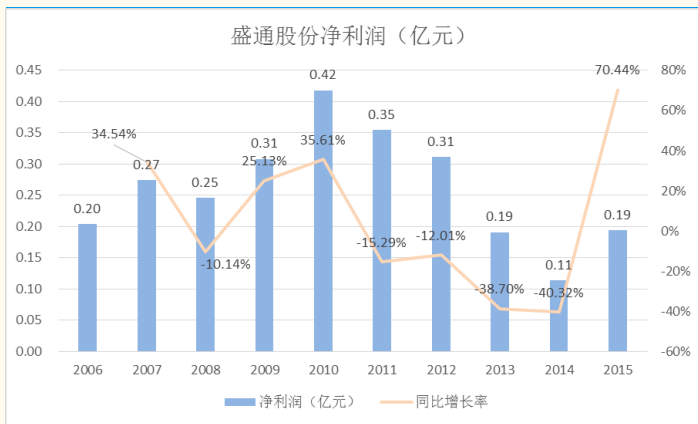
- **印刷龙头，主营业务稳步拓展。** 公司为我国印刷业龙头之一，立足北京，辐射全国。定位于出版物和商业印刷的高端市场，主要承印大型高档全彩杂志、豪华都市报、大批量商业宣传资料等快速印品以及高档彩色精装图书。公司印刷主业稳步拓展，营收持续增长，自 2011 年上市以来，公司营收以每年 10% 左右的增速持续增长。

图表 34：公司营收持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：公司利润波动较大

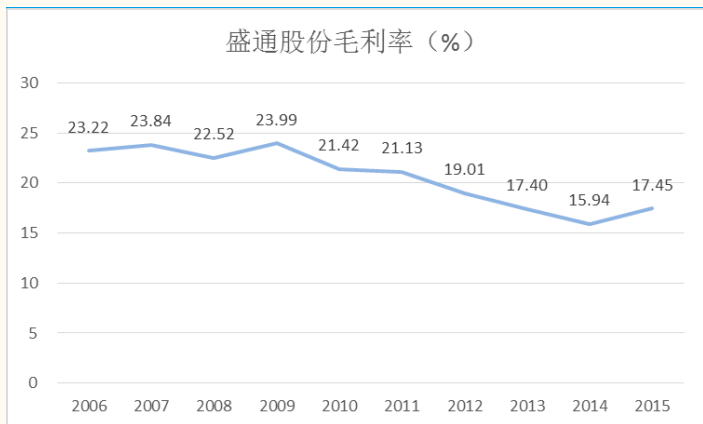


来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司利润波动较大，我们认为主要原因有两点：1. 公司主业印刷业务作为轻工业，毛利率受上下游影响较大，毛利率本身波动较大。2. 公司近年来在传统业务的基础上进行地域上的拓展和渠道上的升级，如公司的“云印刷”业务，13、14、15 年净利润分别为 -141 万，-36 万，161 万，于 15 年成功实现扭亏，而上海子公司 14、15 年净利润分别为 -631 万，-126 万，亏损开始收窄。新业务的拓展具有一定探索期和适应期，故盈利上存在一定不确定性。2016 年的增发预案中，拟募集资金 2.29 亿元用于打造出版服务云平台项目，未来公司云印刷业务发展值得期待。
- **今年以来业绩回暖、增长迅速。** 公司三季报显示，2016 年 1-9 月，公司实现营收 6.22 亿，同比增长 18.95%；归母净利润 0.20 亿，同比增长 28.47%，其重 16 年三季度营收 2.45 亿，同比增长 29.85%；归母净利润 0.06 亿，同比增长 87.32%。公司预计 2016 年全年实现净利润 0.32-0.40 亿元。
- **业绩稳步增长的主要原因为：**（1）公司出版物印刷由期刊印刷向图书方向的转变，销售订单中图书产品不断增加，弥补了近年来期刊市场下降对公司经营业绩的影响。（2）随着公司以出版服务为中心建立平台运营的服务

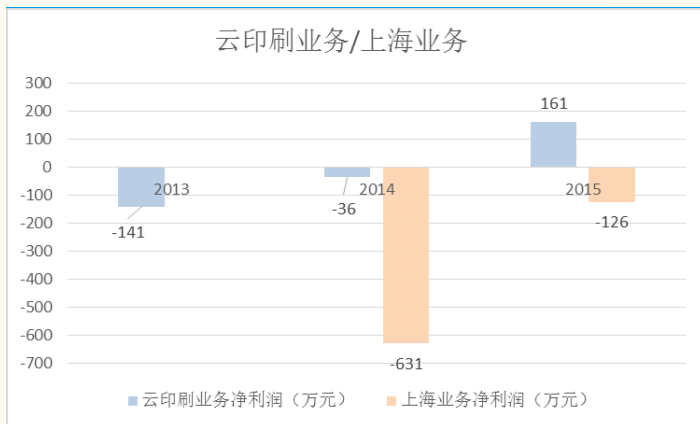
模式，未来一段时间公司的订单数量将会增长，运营效率将进一步提升。
(3) 公司内部管理升级，成本控制将更加科学。

图表 36：公司毛利率处于低点



来源：国金证券研究所

图表 37：公司业务拓展成效显著，但仍需适应期



来源：国金证券研究所

5.2 高管/员工激励到位，上下一心共谋发展

限制性股票激励绑定高管利益，解锁条件推动业绩增长

- 2015 年 8 月，盛通股份发布公司，推出限制性股票激励计划，向财务总监、董事会秘书等 4 名高管董事及其他 16 名骨干成员共 20 人授予限制性股票，共 300 万股，占公司总股本 2.27%，价格为 14.11 元/股，于 2015 年 11 月 5 日授予完毕。限制性股票将于 2016-2019 年间分三次解锁，而该部分限制性股票的解锁需要基于业绩的增长，解锁条件为 2015-2017 年公司扣非后净利润相对 2014 年增长 100%，120%和 140%。公司推出基于业绩增长解锁的股票激励计划，将有效绑定高管和业务骨干的利益，解锁条件将有效激励公司业绩增长。

图表 38：公司 2015 年推出限制性股票激励计划有效绑定高管利益

解锁安排	解锁期	解锁条件	解锁比例
第一次解锁	2016.11-2017.11	以 2014 年业绩为基数，2015 年扣非净利润增长率不低于 100%	30%
第二次解锁	2017.11-2018.11	以 2014 年业绩为基数，2016 年扣非净利润增长率不低于 120%	30%
第三次解锁	2018.11-2019.11	以 2014 年业绩为基数，2017 年扣非净利润增长率不低于 140%	40%

来源：国金证券研究所

员工持股计划顺利开展，中长期员工激励到位

- 2015 年 7 月，盛通股份发布公告，启动了公司第一期员工持股计划，本次持股计划为公司 2011 年上市以来首次推出的持股计划，对公司治理具有重要的意义，参与人员为包括部分高管在内的 120 名骨干员工，存续期为 24 个月。至 2015 年 11 月，公司已经完成了第一期员工持股计划的股票购买，员工持股计划从二级市场上购买公司股票共 1.13 亿元，占公司总股本 3.45%，均价 24.78 元/股。员工持股计划的顺利落地，或将为公司吸引和保留业务和管理骨干，绑定员工利益，有效加强公司中长期的经营效率。

5.3 天然教育文化基因，延伸服务链条打造教育文化生态圈

- 天然教育文化基因，延伸服务链打造教育文化生态。公司主业为出版印刷，天然具有优秀的教育文化基因。未来将依托在出版文化领域的行业地位和深厚的客户基础，延展服务链条，打造教育、出版文化综合服务生态圈。
- 成立产业并购基金，或对外投资布局教育领域。2015 年 12 月，公司发布公告，与北京华控、霍尔果斯华控创投、深圳益鸿铭投资共同出资设立总规模为人民币 5.15 亿元的产业并购基金，其中盛通股份以自有资金出资

0.92 亿元。将通过股权投资等方式着力布局教育和延伸出版产业链，构建教育、出版产业及合作生态圈。

- **收购乐博教育，切入机器人教育领域蓝海。**2016 年 4 月，公司拟发行股份以 4.3 亿元收购机器人教育公司乐博教育 100%股权，切入机器人教育领域。收购事项已与 11 月正式过会成功，打造 STEAM 教育第一股。
- **增资韩国乐博，拓展教育产业版图。**2016 年 11 月，全资子公司增资乐博教育的供应商和教材提供方韩国乐博，并同韩国乐博签订长期独家代理协议，充分彰显其对乐博教育所在市场及公司未来发展前景的信心；同时公司积极拓展上游产业链，提升了其竞争壁垒，巩固了其在机器人教育市场的领先地位，为打造 STEAM 教育品牌提供有力保障。
- **入股芥末堆，未来产业链整合可期。**2016 年 11 月，全资子公司入股教育行业内最专业、深入的资讯平台芥末堆，彰显公司未来向教育行业持续拓展的决心，并不断落实内涵增长和外延扩张并重的发展战略。公司未来或将与芥末堆深度合作，借助芥末堆丰富的教育行业资源和深度的教育行研经验，进一步进行教育行业内的并购整合。

6.投资建议

我们认为

- ①STEAM 教育自 2015 年起已进入投资窗口期，未来发展空间巨大。机器人教育市场前景广阔。
- ②乐博教育规模已是全国最大，“直营+加盟”管理体系优良，盈利能力强。
- ③乐博教育成长性强劲，目前还只在发展初期，未来随着网点的逐渐成熟，有望迎来价量齐升。
- ④此外，乐博教育未来有望借助资本力量，在机器人教育行业整合中，进一步稳固行业龙头地位，确立品牌价值。
- ⑤收购乐博教育顺利过会，盛通股份将成为“印刷+教育”的双元业务发展模式，盈利能力和抗风险能力明显增强，给予买入评级。我们预计公司将于 2017 年初完成乐博教育资产的过户，上调盈利预测，预计公司 17-18 年 EPS 为 0.68 元、1.01 元，对应 PE 为 60x、41x，维持买入评级。

风险提示：未来教育业务的发展或不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	533	622	701	785	1,134	1,357
增长率		16.7%	12.7%	11.9%	44.5%	19.7%
主营业务成本	-441	-523	-579	-644	-842	-973
%销售收入	82.6%	84.1%	82.5%	82.0%	74.3%	71.7%
毛利	93	99	122	141	292	384
%销售收入	17.4%	15.9%	17.5%	18.0%	25.7%	28.3%
营业税金及附加	-4	-2	-4	-4	-6	-7
%销售收入	0.8%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-25	-34	-40	-44	-66	-79
%销售收入	4.6%	5.4%	5.6%	5.6%	5.8%	5.8%
管理费用	-42	-48	-56	-63	-97	-114
%销售收入	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%	8.5%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	22	15	23	31	124	185
%销售收入	4.2%	2.4%	3.3%	3.9%	10.9%	13.6%
财务费用	-2	-4	-11	-9	-8	-8
%销售收入	0.3%	0.7%	1.5%	1.1%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	9	9	22	116	177
营业利润率	3.8%	1.5%	1.3%	2.8%	10.2%	13.0%
营业外收支	3	3	13	10	15	17
税前利润	23	12	22	32	131	194
利润率	4.3%	2.0%	3.2%	4.1%	11.5%	14.3%
所得税	-4	-1	-3	-5	-20	-29
所得税率	16.8%	6.7%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	19	11	19	27	111	165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	19	11	20	27	111	165
净利率	3.6%	1.8%	2.8%	3.4%	9.8%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	19	11	19	27	111	165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	64	63	68	88	111
非经营收益	3	4	2	-33	-5	70
营运资金变动	-2	-12	-43	67	-94	-51
经营活动现金净流	79	68	41	129	100	294
资本开支	-116	-178	-120	-86	-707	-185
投资	0	0	-22	-1	-9	0
其他	0	0	37	0	0	0
投资活动现金净流	-116	-178	-105	-87	-716	-185
股权募资	0	0	43	0	799	0
债权募资	80	36	19	-72	75	-79
其他	-48	-33	6	-11	-10	-10
筹资活动现金净流	31	3	68	-83	864	-89
现金净流量	-6	-107	5	-40	249	21

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	171	86	70	30	247	152
应收款项	147	180	228	222	323	387
存货	137	161	150	179	240	277
其他流动资产	28	18	16	16	27	26
流动资产	483	445	464	448	838	841
%总资产	48.9%	41.1%	37.5%	36.2%	35.8%	33.4%
长期投资	0	0	22	23	31	31
固定资产	483	512	614	698	978	1,155
%总资产	48.9%	47.4%	49.6%	56.4%	41.8%	45.9%
无形资产	19	68	67	67	488	489
非流动资产	505	636	774	790	1,499	1,677
%总资产	51.1%	58.9%	62.5%	63.8%	64.2%	66.6%
资产总计	988	1,081	1,237	1,238	2,337	2,519
短期借款	111	108	120	48	123	43
应付款项	277	331	361	441	504	539
其他流动负债	15	14	21	32	48	61
流动负债	403	454	502	521	675	644
长期贷款	0	32	41	41	41	42
其他长期负债	3	5	45	0	66	143
负债	406	491	588	561	750	767
普通股股东权益	583	590	649	676	1,587	1,751
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	988	1,081	1,237	1,238	2,337	2,519

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.145	0.086	0.145	0.200	0.679	1.006
每股净资产	4.415	4.472	4.809	5.009	9.679	10.685
每股经营现金净流	0.598	0.515	0.306	0.958	0.551	1.796
每股股利	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.28%	1.93%	3.01%	4.00%	7.01%	9.42%
总资产收益率	1.93%	1.05%	1.58%	2.18%	4.76%	6.55%
投入资本收益率	2.70%	1.89%	2.34%	3.40%	7.08%	9.40%
增长率						
主营业务收入增长率	3.43%	16.66%	12.70%	11.94%	44.45%	19.70%
EBIT 增长率	-42.39%	-33.71%	54.43%	33.05%	304.72%	49.34%
净利润增长率	-38.70%	-40.32%	71.20%	38.49%	311.61%	48.23%
总资产增长率	11.33%	9.35%	14.46%	0.06%	55.14%	7.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.7	93.9	100.4	99.5	100.1	100.1
存货周转天数	103.6	103.9	97.9	101.8	104.2	103.9
应付账款周转天数	90.8	89.3	90.6	92.7	94.3	95.1
固定资产周转天数	329.4	291.6	274.7	261.0	254.7	246.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.33%	9.28%	13.89%	8.63%	11.44%	4.21%
EBIT 利息保障倍数	13.4	3.4	2.2	3.5	15.5	23.1
资产负债率	41.04%	45.39%	47.51%	45.35%	32.12%	30.44%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-22	买入	36.45	44.87~44.87
2	2016-08-19	买入	33.88	44.87~44.87
3	2016-10-20	买入	35.01	44.87~44.87
4	2016-10-23	买入	35.35	44.87~44.87
5	2016-11-10	买入	39.00	44.87~44.87
6	2016-11-15	买入	40.30	50.00~50.00

来源：国金证券研究所

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD