

2022年08月23日

疫情下 Q2 逆势减亏，预收学费仍保持增长

盛通股份(002599)

评级:	买入	股票代码:	002599
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	11.28/3.95
目标价格:		总市值(亿)	29.30
最新收盘价:	5.45	自由流通市值(亿)	21.57
		自由流通股数(百万)	395.86

事件概述

2022H 年公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 10.13/-0.33/-0.36 亿元，同比增长-19.84%/-157.29%/-164.37%，其中 Q2 实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5/-0.08/-0.09 亿元，同比增长-22.38%/-124.01%/-125.84%，在 Q2 受疫情影响下、业绩保持微亏实属不易。

公司于 7 月 29 日公告第四期员工持股计划草案，回购价格为 3.8 元，不超过 1500 万股，行权条件需满足：22/23 年收入不低于 24 亿元/较 21 年增长不低于 10%，或 22/23 年净利不低于 0.5 亿元/较 21 年增长 137%。22-24 年股份支付费用为 427.5/997.5/285 万元。

分析判断：

主业及教育业务均受到疫情影响。分业务看，出版/包装印刷/学员服务/机构服务 2022H 年收入分别为 7.17//1.39/1.18/0.4 亿元、同比增长-20%/-19%/-19%/-17%。1) 主业印刷包装下滑主要由于所在生产基地上海、河北、天津工厂受疫情影响物流受限、交付困难、生产效率降低；2) 教育业务 2C 端在今年 1-2 月改善明显，但 Q2 由于北京、上海、深圳、郑州等城市受到疫情影响处于大规模的停业状态，其他地区亦受到不同程度的影响，交付受限；3) 教育业务 2B 端也因疫情导致学校等机构限制接待而受影响。

预收学费保持增长。2022H 年公司合同负债为 2.79 亿元，较 Q1 提升 12%，我们分析，这一方面得益于公司的人员调整、内部挖潜，另一方面受益于双减政策及行业洗牌、较多中小机构出清。

Q2 逆势减亏。22Q1 公司亏损 2481 万元，Q2 虽然受疫情影响、线下停课，但 Q2 仅亏损 811.6 万元，我们认为疫情背景下实属不易，得益于 Q2 进入旺季、公司人员改革、行业洗牌。

投资建议

我们分析，未来公司看点在于：(1) 教育板块关注后双减时代，学科培训竞争减弱、素质教育满班率有望提升，带来净利率修复，但这会受到疫情阶段性扰动；(2) 教育部发布新课标单独设置信息科技学科，对少儿机器人、编程等素质教育利好长远；(3) 行业预收款由年度改为季度、利好行业集中度提升。

近期教育部门在 2022 年新课标调整方案中，语文、数学占比进一步提升，英语类占比下降，而体育等素质类的占比进一步提升，并新设了“信息科技”与“劳动”两项课程。我们分析，此次“信息科技”学科强调的重点在于：(1) 在此轮课程设置中按中央要求被正式从“综合实践活动”中独立，落实为全国统一开设的独立课程科目；在此之前，与信息科技相关的内容在义务教育阶段仅被纳入在综合实践活动课程中，或以地方课程形式在部分省市开设。(2) 根据标准，“信息科技”将覆盖 1-9 年级，并在 3-8 年级单独开设，折算九年总课时占比须达到 1%-3%。(3) 从“信息技术”到“信息科技”，背后反映了从教授计算机的操作、软硬件使用转变为提升学生的数字素养，促进学生了解和认知信息背后的科学本质；信息科技课程围绕数据、算法、网络、信息处理、信息安全、人工智能六条主线设计了义务教育全学段内容模块与跨学科主题，而“算法”曾经在高中阶段才开设。

考虑疫情影响，将 22-24 年收入预测从 26.29/29.70/33.4 亿元下调至 24/26.5/29.68 亿元，将 22-24 年归母净利预测从 1/1.2/1.4 亿元下调至 0.5/0.77/0.9 亿元，对应将 22-24 年 EPS 预测从 0.19/0.22/0.26 元下调至 0.09/0.14/0.17 元，2022 年 8 月 22 日收盘价 5.45 元对应 22/23/24 年 PE 分别为 59/39/33X，维持“买入”评级。

风险提示

线下满班率提升低于预期风险、疫情反复风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,040	2,405	2,400	2,650	2,968
YoY (%)	4.5%	17.9%	-0.2%	10.4%	12.0%
归母净利润(百万元)	-346	68	50	77	90
YoY (%)	-345.0%	119.5%	-26.3%	54.1%	17.4%
毛利率 (%)	16.7%	19.9%	21.2%	21.4%	21.7%
每股收益 (元)	-0.64	0.12	0.09	0.14	0.17
ROE	-25.0%	4.8%	3.4%	5.0%	5.5%
市盈率	-8.53	43.71	59.30	38.48	32.78

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,405	2,400	2,650	2,968	净利润	73	53	82	96
YoY (%)	17.9%	-0.2%	10.4%	12.0%	折旧和摊销	157	62	69	76
营业成本	1,926	1,891	2,082	2,325	营运资金变动	-135	26	78	26
营业税金及附加	10	10	11	12	经营活动现金流	105	171	250	225
销售费用	128	172	171	193	资本开支	-185	-4	-12	-15
管理费用	211	204	227	249	投资	-5	0	0	0
财务费用	9	6	6	7	投资活动现金流	-190	-2	-12	-16
资产减值损失	0	-23	-4	-5	股权募资	2	0	0	0
投资收益	3	3	1	-1	债务募资	167	20	20	20
营业利润	92	69	105	124	筹资活动现金流	-24	15	14	13
营业外收支	0	-4	-4	-4	现金净流量	-110	184	253	223
利润总额	92	65	101	120	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	19	12	19	244	成长能力 (%)				
净利润	73	53	82	96	营业收入增长率	17.9%	-0.2%	10.4%	12.0%
归属于母公司净利润	68	50	77	90	净利润增长率	119.5%	-26.3%	54.1	17.4%
YoY (%)	119.5%	-26.3%	54.1%	17.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.12	0.09	0.14	0.17	毛利率	19.9%	21.2%	21.4%	21.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润率	3.0%	2.2%	3.1%	3.2%
货币资金	205	339	641	864	总资产收益率 ROA	2.6%	2.1%	3.0%	3.3%
预付款项	55	55	50	50	净资产收益率 ROE	4.8%	3.4%	5.0%	5.5%
存货	299	294	324	361	偿债能力 (%)				
其他流动资产	606	572	603	576	流动比率	1.08	1.22	1.34	1.45
流动资产合计	1,166	1,310	1,618	1,920	速动比率	0.75	0.89	1.06	1.17
长期股权投资	32	32	32	32	现金比率	0.19	0.36	0.55	0.67
固定资产	1,299	1,237	1,618	1,43	资产负债率	46.2%	51.8%	52.7%	52.3%
无形资产	111	111	111	111	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,442	1,379	1,260	1,185	总资产周转率	0.92	1.03	1.05	1.08
资产合计	2,608	2,689	2,878	3,105	每股指标 (元)				
短期借款	140	150	160	170	每股收益	0.12	0.09	0.14	0.17
应付账款及票据	495	486	535	597	每股净资产	2.58	2.71	2.86	3.03
其他流动负债	446	440	475	519	每股经营现金流	0.19	0.31	0.46	0.41
流动负债合计	1,081	1,076	1,170	1,286	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	16	26	36	46	估值分析				
其他长期负债	109	109	109	109	PE	43.71	59.30	38.48	32.78
非流动负债合计	125	135	145	155	PB	2.97	1.65	1.65	1.64
负债合计	1,206	1,211	1,315	1,441					
股本	542	542	542	542					
少数股东权益	5	8	13	19					
股东权益合计	1,402	1,420	1,424	1,429					
负债和股东权益合计	2608	2689	2878	3105					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。