

K12+国际教育+职业教育+在线教育，打造 A 股非学历教育产业链

投资要点：

收购昂立科技，打造 A 股非学历教育产业链。昂立教育是目前上海教学点最多、综合规模最大、全国加盟连锁学校最多的综合性非学历教育机构。业务范围涵盖少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务，形成了较为完整的终身教育产业链。

以上海交大为依托，强化品牌效应，提升盈利能力。昂立科技继承百年名校上海交大的品牌基因，自身在师资、研发方面长期积累，拥有了一定的品牌知名度及口碑效应，是区域性教育培训龙头企业，公司持续加强品牌效应，积极进行全国范围的大规模扩张。

定增 10 亿元加码 K12 教育及职业教育主业。面对教育市场及教育投入及回报的政策日益明朗带来的巨大的历史机遇，公司将发挥自身在 K12 教育和职业教育多年积累的经验、品牌、师资力量、课程体系等综合优势，加码 K12 及职业教育主业的投入，提高教学水平。

设立教育产业投资基金，搭建更大资本运作平台。公司与交大产业集团及其他机构一起共同发起设立教育投资产业基金，通过借助专业投资团队和融资渠道，整合各方资源优势，搭建更大的资本运作平台，推动公司教育培训主业的快速发展，实现主营业务产业链整合和扩张。

盈利预测：

公司是 A 股唯一的综合教育集团，标的稀缺，成长性良好，持续并购预期强烈，通过昂立教育、教育集团、海外教育发展公司三大平台，完成 K12 教育、职业教育、国际教育、高端管理培训及互联网业务布局，快速做大做强教育培训核心业务。预计 2015-2017 年 EPS 为 0.32 元、0.47 元、0.78 元，在“教育强国”大战略的背景下，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：教育培训行业的市场竞争风险；受教育者人数波动风险；服务价格竞争风险；在线教育对传统教育模式的冲击。

财务和盈利预测摘要	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	565.18	1165.60	1425.70	1851.75	3855.00
增长率	13.27%	106.23%	22.31%	29.88%	108.0%
净利润（百万）	14.95	63.08	75.20	107.20	237.90
增长率	130.01%	17.05%	19.21%	42.55%	121%
每股收益（EPS/元）	0.09	0.24	0.32	0.47	0.78
市盈率（P/E）	524.39	185.42	140.75	95.83	57.74

数据来源：Wind、众成研究

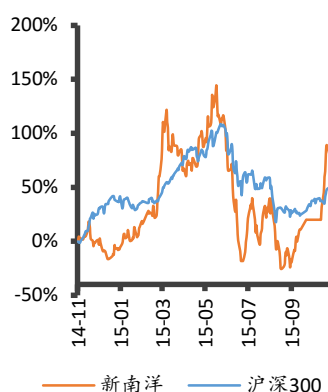
评级：增持

上次评级：无

2015年11月13日

收盘价（元）	45.04
52周内高（元）	61.99
52周内低（元）	18.51
总市值（亿元）	116.69
流通市值（亿元）	78.22

新南洋与沪深 300 的涨幅图



数据来源：Wind、众成研究

相关研究报告：无

分析师：杨凡
证书编号：S1320514090001
邮箱：yangfan2@zcgq.com

研究助理：丁倩云
证书编号：S1320115100006
邮箱：dingqianyun@zcgq.com
联系电话：0531-87037376

目录

1. 公司简介.....	4
2. 公司教育服务业务.....	4
2.1 收购昂立科技，打造“A股教育培训第一股”.....	4
2.2 定增10亿元加码K12教育及职业教育主业.....	6
2.3 设立教育产业投资基金，搭建更大资本运作平台.....	6
3. 教育行业.....	6
3.1 行业概况.....	6
3.2 行业发展前景.....	9
4. 竞争优势.....	11
4.1 核心竞争优势.....	11
4.2 品牌优势——以上海交大为依托.....	11
4.3 课程齐全、受众广.....	11
4.4 完善的教学服务体系.....	12
4.5 完善的后台支撑体系.....	12
4.6 以客户需求为中心、个性化服务为理念.....	12
4.7 教材+系统自主研发能力强.....	12
4.8 从研发、教研、师资和督学四方面严控教学质量.....	13
4.9 昂立教育高管政治背景深厚.....	13
4.10 进军在线教育，打造中国大学联盟式MOOC平台.....	13
5. 未来看点.....	13
5.1 昂立未来成长路径分为横向扩张和纵向挖潜.....	13
5.1.1 横向扩张.....	13
5.1.2 纵向挖潜.....	13
5.2 未来教育业务发展方向.....	13
6. 盈利预测.....	14
7. 风险提示.....	14

图表目录

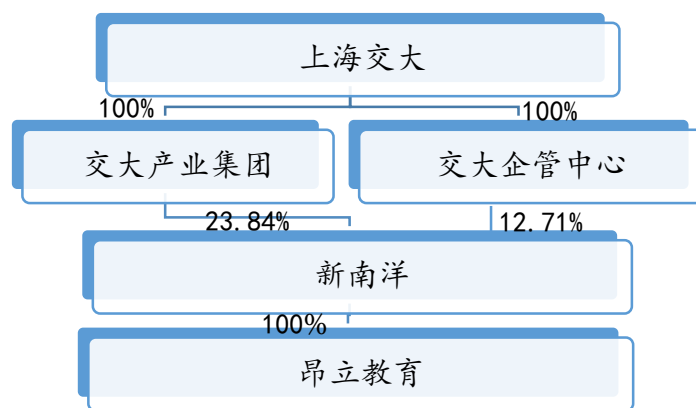
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 昂立教育股权结构	4
图 3: 公司营收情况	6
图 4: 中国财政性教育支出及占 GDP 比重	8
图 5: 中国教育市场总规模 (单位: 亿元)	8
图 6: 中国教育信息化投入	10
图 7: 教育信息化千亿级市场	10
图 8: 在线教育优势	10
图 9: 2009-2017 年中国在线教育市场规模 (单位: 百亿元)	11
图 10: 昂立教育受教育者年龄分布图	11
图 11: 昂立教学体系三大支柱	12
图 12: 昂立教育业务流程及盈利模式	12
表 1: 昂立教育教学点分布	5
表 2: 国民经济行业分类中对教育行业的划分	7
表 3: 我国近年关于教育的政策法规及教育的基本法	7
表 4: 2009-2020 年我国教育事业发展主要目标	9
表 5: 可比上市公司	14

1. 公司简介

上海新南洋股份有限公司成立于1992年12月18日，原名上海南洋国际实业股份有限公司，并于1993年6月14日在上海证券交易所挂牌。2008年公司由“上海交大南洋股份有限公司”更名为“上海新南洋股份有限公司”。

公司是由上海交通大学发起组建的企业，依托上海交通大学在科研、教育、人才和信息等方面的优势，积极探索高科技成果产业化的道路。截至2011年12月31日，公司拥有股权在50%以上(含)的控股公司8家，拥有参股企业4家。经过近几年持续的业务调整、整合和发展，公司目前在整体上已形成了教育服务（收入占比70%）、精密制造（收入占比22%）与数字电视（收入占比8%）三大业务板块。展望未来，公司蓄势待发，将发展主导业务放在首位，调整优化现有教育服务、现代制造业务，使其快速、健康发展。同时，积极建立投资创新型的经营模式，将高新技术产业化投资培育发展为公司重要的主导业务，从而走出一条实业经营与资本运作相结合的新路，实现公司的可持续发展。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告、众成研究

2. 公司教育服务业务

2.1 收购昂立科技，打造“A股教育培训第一股”

“昂立”始于1984年上海交通大学成立的全国第一个大学生勤工俭学中心，三十多年来，演绎出了教育培训行业中著名的“昂立教育”品牌。是目前上海教学点最多、综合规模最大、全国加盟连锁学校最多的综合性非学历教育机构。

图2：昂立教育股权结构



资料来源：公司公告、众成研究

昂立教育拥有教师、学生、教研、教室等核心教育元素，专注 K12 教育培训，运营少儿、中学生培训、智立方等事业部，并有新课程、高学网等在线教育平台。公司是教育事业单位改革范例，是首家实现民非转企改制的教育培训机构，享受非营利向营利性政策放开迸发的制度红利。

昂立教育是深耕上海的地方教育培训巨头。昂立教育目前的教育培训业务主要集中在上海，旗下培训机构设立的教学点共有 78 个，其中 61 个教学点位于上海。

表 1：昂立教育教学点分布

城市	教学点个数
上海	61
长沙	7
杭州	6
南京	1
南通	1
无锡	1
苏州	1
总计	78

资料来源：昂立教育官网、众成研究

昂立教育致力于建设终身教育产业链。昂立教育以上海交大雄厚教育背景为依托，已有 20 年的历史，从上世纪 90 年代最早的大学四六级和口语培训开始逐步发展到现在涵盖少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务，形成了较为完整的终身教育产业链。旗下机构主要包括：

1. 上海昂立进修学院（昂立学院，持股 100%，高等非学历教育培训）：

昂立学院主要从事高等及以下非学历教育培训业务，主要包括中学生课余兴趣培训、语言类培训、成人教育等业务；

2. 上海昂立培训中心（昂立中心，持股 60%，中等及以下非学历教育培训）：

昂立中心主要从事中等及中等以下非学历教育（语言类、文化类）业务，业务对象是学前幼儿（主要是即将升入小学的大班幼儿及部分中班幼儿）和小学生，主要提供优质的兴趣培训和技能培训；

3. 上海昂立教育发展有限公司（昂立发展，持股 100%，沪外直营）：

昂立发展在南京、苏州、南通、无锡开设培训学校，主要提供日语语言培训项目，资产规模较小，收入占昂立科技合并收入比重较小；

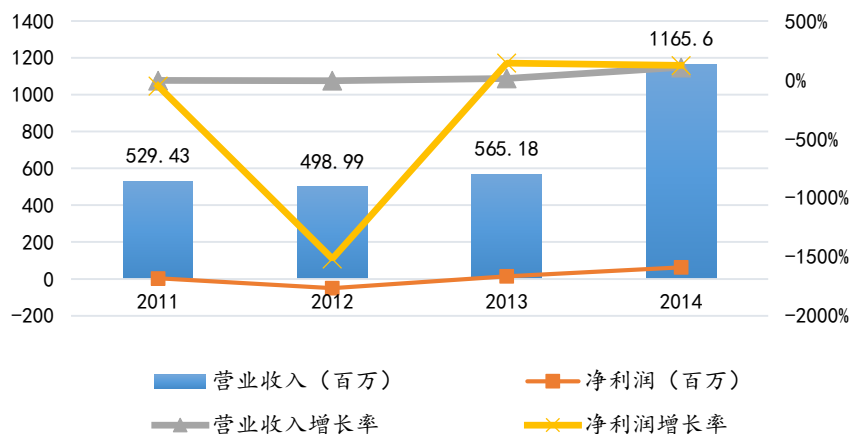
4. 上海昂立教育投资咨询有限公司（昂立咨询，持股 45%，教育培训管理咨询和教辅研发销售）：

昂立投资咨询主要为第三方少儿教育培训机构提供专业、标准化的婴幼儿教育培训管理咨询服务，为第三方少儿教育培训机构提供招生宣讲、教师培训、市场宣传、教学管理等咨询或培训服务，并收取咨询服务费。同时，昂立投资咨询也从事少儿教材和教育产品的研发和销售，包括少儿英语、珠心算、呼吸作文等产品系列。

昂立教育核心业务是少儿教育及中学生培训，以非学历教育培训为主。2014 年，公司完成对昂立教育全部股权的重大资产重组事项，这对公司转型发展教育服务业务具有极大的战略意义：有助于新南洋完善教育板块的业务布局，转向非学历教育培训连锁，搭建终身教育产业链。

昂立教育于 2014 年 9 月并表，公司实现业绩增长。昂立继续保持 K12 领域培训业务的优势。2014 年公司教育培训业务增长态势良好，教育培训业务整体净利润情况较去年同口径相比上升 29.62%。昂立教育继续保持在 K12 领域各项培训业务的领先优势，实现营业收入 6.27 亿元，净利润 5106.89 万元，完成了重组期间所承诺的 2014 年度盈利预测数据。其中中学生个性化产品智立方发展迅速，收入和利润大幅提升；昂立外语继续快速稳健发展，成为沪上青少儿英语培训的领先品牌；全国少儿项目阶段性调整，其他业务保持平稳发展态势。教育集团明确职业教育、国际教育为未来重点发展方向并稳步推进，嘉兴南洋职业技术学院迁建工作进展顺利。公司具备完善的在线教学系统，能同线下教学形成良性互动，通过教育信息化手段实现教学效果的实质提升。

图 3：公司营收情况



资料来源：Wind、众成研究

2.2 定增 10 亿元加码 K12 教育及职业教育主业

面对教育市场及教育投入及回报的政策日益明朗带来的巨大的历史机遇，公司将发挥自身在 K12 教育和职业教育多年积累的经验、品牌、师资力量、课程体系等综合优势，进一步提高公司 K12 教育的收入和盈利规模，拓展职业教育市场，把握住教育事业大发展的机遇。K12 教育业务发展项目拟投资 4.49 亿元，用于教学研究及数字化课程建设、IT 系统研发及资讯互动平台建设及校区拓展；职业教育业务发展项目拟投资 2.5 亿元用于与某职业学院进行多方位的合作及积极拓展与其他职业院校开展教育服务合作。

2.3 设立教育产业投资基金，搭建更大资本运作平台

公司发起参与设立教育产业投资基金，总规模为 10.05 亿，首期认缴规模 5.025 亿，存续期 5 年。该基金重点投资整合教育培训类的优质资源，包括但不限于 K12、国际教育、职业教育、互联网教育等领域。

上海交大产业集团为公司第一大股东，依托上海交大形成“产、学、研”一体化格局，教育培训产业资源丰富。公司携交大唯一经营性资产投管平台——交大产投共同设立基金，一方面表明上海交大做大做强教育产业的明确态度，另一方面也证明新南洋将成为交大教育资产证券化的大平台。同时，引入赛领资本（1 亿）、东方创业（1.5 亿）等强势合作伙伴，借助上海国资优势整合国内教育资源，亦明确了上海市政府对教育产业改革与并购发展的支持，符合上海市加快建设具有全球影响力的科技创新中心战略定位。

3. 教育行业

3.1 行业概况

教育行业主要可以分为学历教育与非学历教育。学历教育是指受教育者进入教育部认可的实施学历教育的学校，按教育主管部门认可的教学计划接受教育，受教育者完成学业后，由学校颁发国家统一印制的毕业证书和学位证书。非学历教育是指受教育者参加各种培训、进修及研修类课程。

发展非学历教育有两方面的重要意义：一方面，从人文角度思考，发展非学历教育是实现全民教育目标，体现以人为本，落实教育平等，消除一切形式的歧视，促进人类自身的全面发展，构建和谐社会的要求；另一方面，从市场经济角度思考，发展非学历教育是提高我国劳动力素质，提高劳动者的生存能力、创业能力、竞争能力、流动能力和抵御风险的能力，使我国民众能够主动适应全球经济发展不断变化的要求。

中国已经形成完善的教育体系。在经济高速发展和产业结构逐步转型背景下，我国人才需求愈加旺盛，教育投入规模也持续扩大，目前已经形成了多种层次、多种形式、学科门类齐全的教育体系：包括学前教育、K12 教育（小学、初中、高中/中专）、高等教育（专科、本科、硕士、博士）、继续教育、职业教育和企业 E-learning（企业在线学习）等。在国家大力支持下，随着人们对教育需求的不断增加，教育行业发展迅猛，市场规模持续扩大。

表 2：国民经济行业分类中对教育行业的划分

第一分类	第二分类	备注
学前教育		指经教育行政部门批准举办的对学龄前幼儿进行保育和教育的活动。
初等教育	普通小学教育 成人小学教育	指《义务教育法》规定的小学教育以及成人小学教育（含扫盲）的活动。
中等教育	普通初中教育 职业初中教育 成人初中教育	指《义务教育法》规定的对小学毕业生进行初级中等教育的活动。
	普通高中教育 成人高中教育 中等职业学校教育	指非义务教育阶段，通过考试招收初中毕业生进行普通高中教育的活动。 指经教育行政部门或劳动就业行政部门批准举办的中等技术学校、中等师范学校、成人中等专业学校、职业高中学校、技工学校等教育活动。
高等教育	普通高等教育	指经教育行政部门批准，由国家、地方、社会办的在完成高级中等教育基础上实施的获取学历的高等教育活动。
	成人高等教育	指经教育主管部门批准办的成人高等教育活动。
特殊教育		指为残障儿童提供的特殊教育活动。
技能培训、 教育辅助及 其他教育		指我国学校教育制度以外，经教育主管部门、劳动部门或有关主管部门批准，由政府、企业、社会办的职业培训、就业培训和各种知识、技能的培训活动，以及教育辅助和其他教育活动。
	职业技能培训	指由教育部门、劳动部门或其他政府部门批准举办，或由社会机构举办的为提高就业人员就业技能的就业前的培训和其他技能培训活动，不包括社会上办的各类培训班、速成班、讲座等。
	体校及体育培训	指各类、各级体校培训，以及其他各类体育运动培训活动，不包括学校教育制度范围内的体育大学、学院、学校的体育专业教育。
	文化艺术培训	指国家学校教育制度以外，由正规学校或社会各界办的文化艺术培训活动，不包括少年儿童的课外艺术辅导班。
	教育辅助服务 其他未列明教育	指专门从事教育检测、评价、考试、招生等辅助活动。 指经批准的宗教院校教育及上述未列明的教育活动。

资料来源：国民经济行业分类和代码表、众成研究

国家政策大力支持教育行业发展。教育是国家发展的基石。教育是培养新生代准备从事社会生活的整个过程，也是人类社会生产经验得以继承发扬的关键。当今世界，知识成为提高综合国力和国际竞争力的决定性因素，人力资源成为推动经济社会发展的战略性资源，人才培养与储备成为各国在竞争与合作中占据制高点的重要手段。当前我国正处于产业转型的关键时期，要实现跨越式发展，关键靠人才，基础在教育。我国是人口大国，教育振兴直接关系国民素质的提高和国家振兴。只有一流的教育，才有一流的国家实力，才能建设一流国家。目前，中国正逐步转型为服务和技术型经济，因此教育已经成为中国政府及民众高度重视的领域，推行终身教育已经成为时代及社会的潮流。

表 3：我国近年关于教育的政策法规及教育的基本法

时间	政策法规	内容
2015年10月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	提高教育质量，推动义务教育均衡发展，普及高中阶段教育，逐步分类推进中等职业教育免除学杂费，率先从建档立卡的家庭经济困难学生实施普通高中免除学杂费，实现家庭经济困难学生资助全覆盖。
2015年5月	《国务院办公厅关于深化高等学校创新创业教育改革的实施意见》	全面部署深化高校创新创业教育改革工作。
2014年12月	《构建利用信息化手段扩大优质教	明确了到 2015 年、2017 年和 2020 年的目标和重点任务，形成了新时

请务必阅读产品末页的免责条款部分

	育资源覆盖面有效机制的实施方案》	期教育信息化全方位的整体部署。
2014年11月	《关于幼儿园教育改革与发展的指导意见》	确定了我国学前教育的基本政策，进一步明确了我国学前教育的管理体制。
2014年6月	《现代职业教育体系建设规划（2014—2020年）》	明确提出职业教育“分步走”战略以及到2015年的初级发展目标。
2014年5月	《关于加快发展现代职业教育的决定》	全面部署加快发展现代职业教育，明确了今后一个时期加快发展现代职业教育的指导思想、基本原则、目标任务和政策措施。
2010年12月	国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）	

资料来源：教育部、众成研究

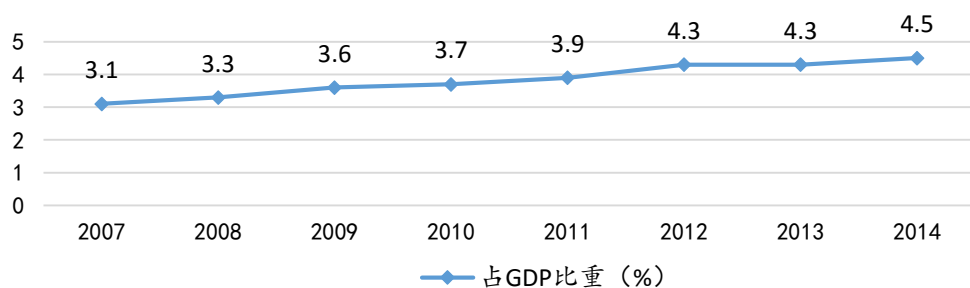
教育市场的资金来源主要有三：政府的财政性教育经费、社会的教育固定资产投资、家庭的教育支出（分为城镇和农村家庭），三者对教育市场规模的贡献约50%、10%和40%。

(1) 政府的财政性教育经费占GDP的比重逐年上升。2014年政府的财政性教育经费占GDP的比重为4.5%，随着政府政策的逐步落实，预计今后该占比仍会上涨。

(2) 社会在教育固定资产投放总体呈现上升的趋势，但教育固定资产投资在全部固定资产投资里占的比重不大，投资力度不足。

(3) 城乡居民的教育消费中城市家庭的教育消费明显高于农村家庭。

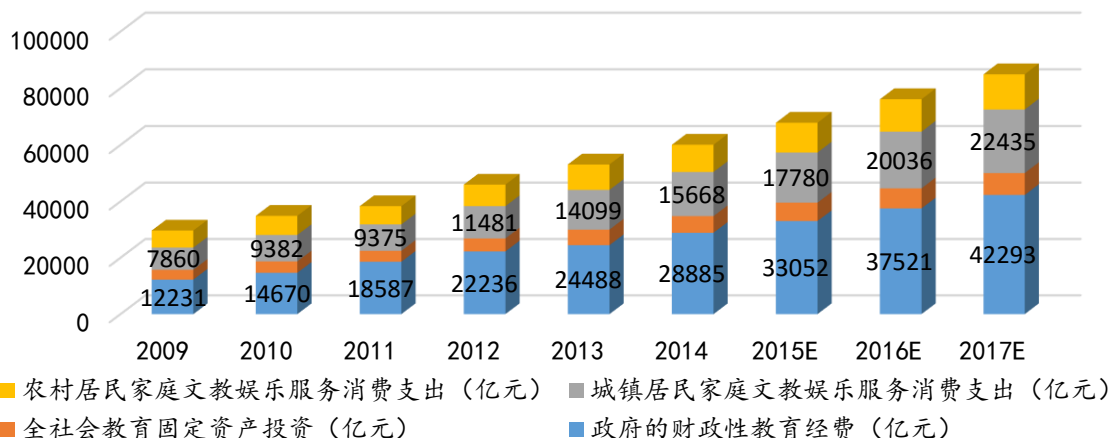
图4：中国财政性教育支出及占GDP比重



资料来源：中国统计年鉴、众成研究

中国教育市场的总规模高达6万亿元。根据腾讯教育和中国统计年鉴的数据，2014年中国教育市场总规模约为6万亿元，其中政府的财政性教育经费约2.9万亿元，社会的教育固定资产投资约0.6万亿元，城镇和农村的家庭教育支出分别约1.6和1.0万亿元。预计到2017年，中国教育市场总规模将超过9万亿元，3年CAGR为12.2%。

图5：中国教育市场总规模（单位：亿元）



资料来源：腾讯教育、中国统计年鉴、众成研究

3.2 行业发展前景

中国计划未来 15 年全面推动各阶段教育事业的发展。《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》中提出教育发展的阶段战略目标：到 2020 年，基本实现教育现代化，基本形成学习型社会，进入人力资源强国行列。国家中长期教育规划按教育阶段可以细分为：

(1) 学前教育：明确政府职责，基本普及学前教育，重点发展农村学前教育，力争到 2020 年，幼儿在园人数达到 4000 万人，毛入园率达到 95%。

(2) K12 教育（九年义务教育和高中教育）：巩固和提高九年义务教育水平，推进义务教育均衡发展，加快普及高中阶段教育，全面提高普通高中学生综合素质，力争到 2020 年九年义务教育和高中教育的在校总人数达到 21200 万人，毛入学率分别达到 95% 和 90%。

(3) 高等教育：全面提高高等教育质量，提高人才培养质量，提升科学研究水平。力争 2020 年高等教育的在校总规模提高到约 3550 万人，毛入学率达到 40%。

(4) 职业教育：大力发展职业教育，增强职业教育吸引力。

(5) 继续教育：加快发展继续教育，建立健全继续教育体制机制，构建灵活开放的终身教育体系。

表 4：2009-2020 年我国教育事业发展目标

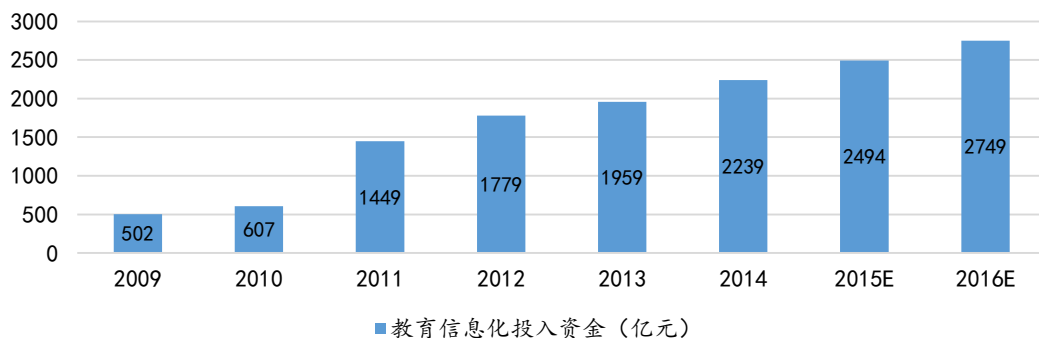
指数		2009 年	2015 年	2020 年
学前教育	幼儿在园人数（万人）	2658	3400	4000
	学前一年毛入园率（%）	74.0	85.0	95.0
	学前两年毛入园率（%）	65.0	70.0	80.0
	学前三年毛入园率（%）	50.9	60.0	70.0
九年义务教育	在校生（万人）	15772	16100	16500
	巩固率（%）	90.8	93.0	95.0
高中阶段教育*	在校生（万人）	4624	4500	4700
	毛入学率（%）	79.2	87.0	90.0
职业教育	中等职业教育在校生（万人）	2179	2250	2350
	高等职业教育在校生（万人）	1280	1390	1480
高等教育**	在校总规模（万人）	2979	3350	3550
	在校生（万人）	2826	3080	3300
	其中：研究生（万人）	140	170	200
	毛入学率（%）	24.2	36.0	40.0
继续教育	从业人员继续教育（万人次）	16600	29000	35000

资料来源：中共中央《国家中长期教育改革和发展规划纲要》、众成研究

注：*含中等职业教育学生数；**含高等职业教育学生数。

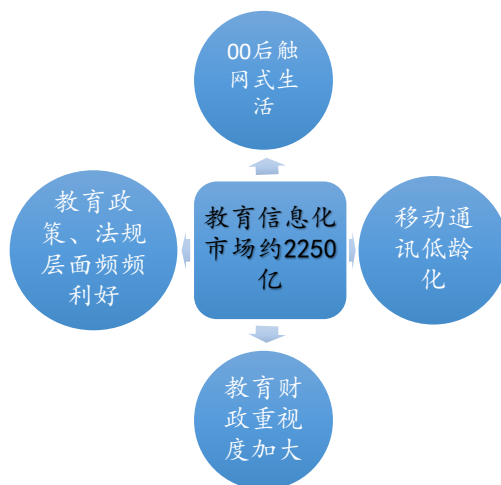
国家政策引领教育信息化发展。近年来我国财政性教育支出占 GDP 的比重不断提高，从 2005 年的 2.8% 增长到 2014 年的 4.5%，其中教育信息化投入资金增长明显。教育信息化作为国家力推的教育细分领域，预计 2015 年国家的投入力度将达到 2500 亿元。2014 年 11 月，教育部等五部门联合下发的《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》提出：到 2015 年，全国基本实现各级各类学校“互联网”全覆盖，其中宽带接入比例达到 50% 以上。《教育信息化十年发展规划》提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费，可以预期教育信息化领域将步入快速发展通道。

图 6: 中国教育信息化投入



资料来源: 教育部、众成研究

图 7: 教育信息化千亿级市场

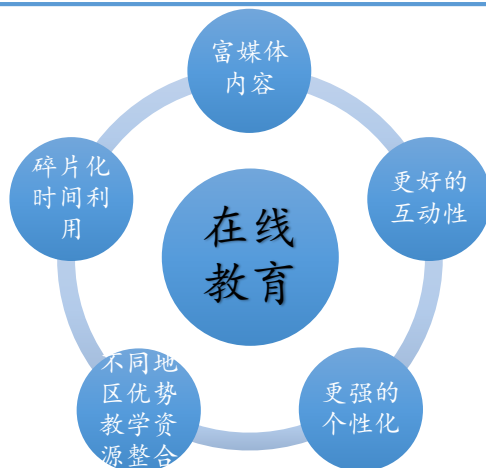


资料来源: 公司公告、众成研究

中国在线教育行业市场空间广阔。据 GSV 全球教育行业报告预测, 2017 年全球在线教育市场规模将达到 2555 亿美元, CAGR 为 23%。我国教育市场规模巨大, 互联网教育增速远高于传统教育。根据艾瑞咨询《2014 年在线教育行业发展报告》:

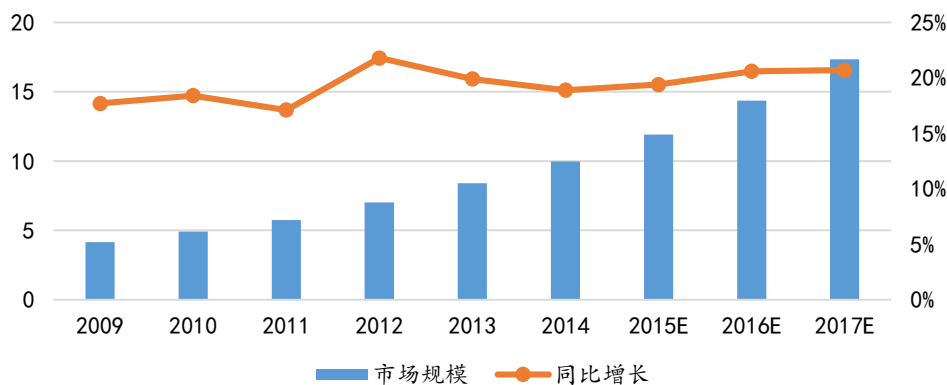
- (1) 2014 年中国在线教育市场规模为 998 亿元, 预计 2017 年将会达到 1734 亿元, 保持 19.4% 的复合增长率;
- (2) 2014 年在线教育用户规模为 7797 万人, 预计 2017 年将达到 1.2 亿人, 保持 16.7% 的复合增长率。

图 8: 在线教育优势



资料来源: 公司公告、众成研究

图 9：2009-2017 年中国在线教育市场规模（单位：百亿元）



资料来源：艾瑞咨询《2013-2014 年中国在线教育行业发展报告》、众成研究

4. 竞争优势

4.1 核心竞争优势

公司背靠国内著名高校上海交通大学，在核心主业教育培训业务方面具有长期的办学经验、优良的骨干团队、独特的研发能力、广泛的品牌知名度和良好的受众口碑，形成了包括 K12、职业教育、国际教育、高端职业培训等多个方向的教育培训服务业务产业链，为公司实现内涵式增长和外延式扩张的双轮驱动战略提供了有力的支撑。

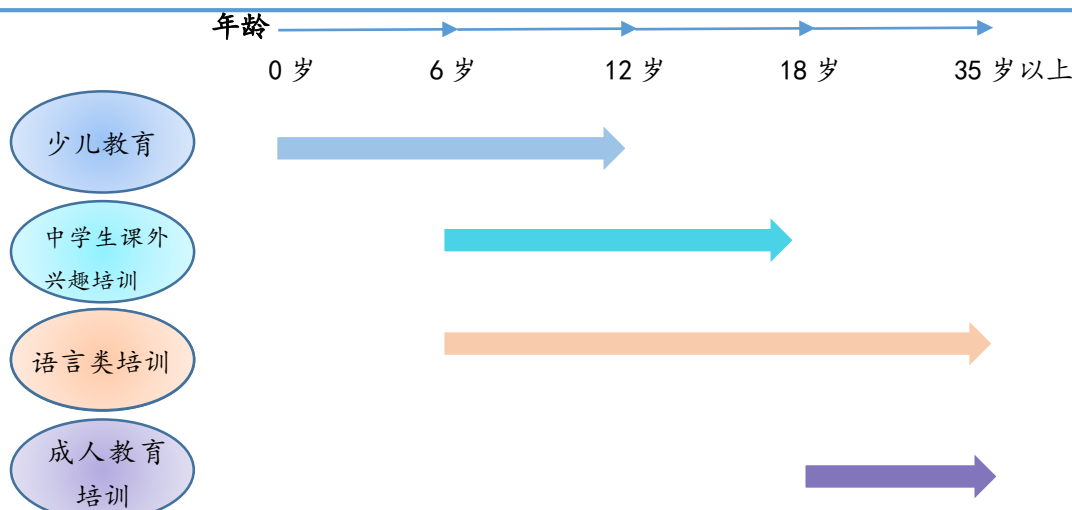
4.2 品牌优势——以上海交大为依托

上海交大昂立教育集团是目前上海最大、全国唯一拥有公办院校品牌背书的非学历教育培训机构。昂立教育努力继承其母体上海交通大学的精神气质，充分利用自身优势，致力于建立完整的终生教育产业链。通过不断开拓创新教育产品，以满足日益增长的社会教育需求，培养了一批骨干教师力量，形成了系统的教研体系，教学业务主要立足上海并辐射全国，成为上海领先、全国知名的非学历教育培训品牌。昂立教育目前拥有 2000 多名正式员工，近 900 位全职教师，在上海拥有 4 所幼儿园，46 个教学中心，在全国拥有 12 个直营教学中心，600 多所连锁少儿英语培训中心，是全国最大的“在校生”学业辅导机构之一，每年培训人次超过 40 万。

4.3 课程齐全、受众广

昂立教育下设世纪昂立幼儿园、英语培训中心、托雅培训中心、日语培训中心、少儿英语培训中心、中学生精品学堂、智立方 VIP 培训中心、管理培训中心、出国留学中心、职业自考中心等机构。业务覆盖全年龄段，涉及少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务等多元化非学历教育服务。

图 10：昂立教育受教育者年龄分布图



资料来源：公司公告、众成研究

4.4 完善的教学服务体系

昂立教育拥有完善的教学服务体系，在学生入学前，有课程顾问全面了解学生的当前水平，科学的为学员推荐学习课程和学习计划；学习阶段，由各学科老师完成面授课程，并培养学生养成科学的学习方法；另外，昂立教育还安排了专门的学管师与学生及家长保持良好的沟通交流，为学生提供科学的学习建议，培养学生良好的学习习惯，以确保每个学生的学习计划有效完成。

图 11：昂立教学体系三大支柱



资料来源：昂立教育官网、众成研究

4.5 完善的后台支撑体系

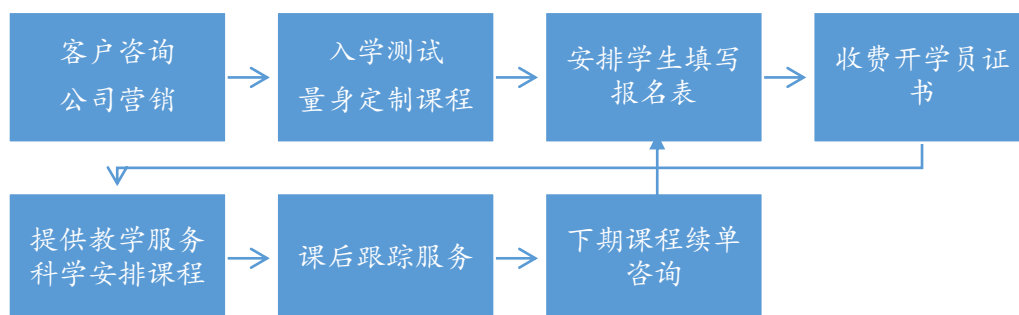
昂立设置了教研中心、师训中心和督导中心三块基石。其中教研中心负责全面进行上海的学情考情的调查研究，选用与开发教材，制作优秀的教案，确保课程在培训业界保持领先地位。师训中心组织安排教师专业培训，外派学习等，培养优秀的学科老师。督导中心全面负责学校各类教学实施的指导、检查，学员访谈、确保教学质量。

4.6 以客户需求为中心、个性化服务为理念

昂立教育及下属培训机构属于服务型企业，从合并角度考虑，其盈利模式是通过教师向学生提供教学服务获取教学收入，企业的主要成本则由教师人力成本、场地租赁成本及教学管理系统研发成本构成。

由于服务型企业的经营理念是一切以客户的需求为中心，昂立教育为提高教学品质、创立良好口碑，不仅聘请优秀教师，定期安排教师专业培训、外派学习等。同时，昂立教育不断对课程及教学材料进行研发创新，力争为学生提供个性化教学服务，确保每位学员获得更加直接高效的学习效果，并以此吸引更多的学员加入。

图 12：昂立教育业务流程及盈利模式



资料来源：公司公告、众成研究

4.7 教材+系统自主研发能力强

昂立科技专门设有负责各项业务管理运营系统的研发团队，自主研发涉及在线报名、客户服务、市场招生、教学管理、教师管理、库存管理、人员招聘、内部培训等关键业务的教学运营系统，这些运营系统把昂立科技遍布上海以及外地的教学网点全部纳入到一个信息管理平台中，从而能够对每年近 10 万人次的培训量进行系统化的管理、并通过相关数据的挖掘，更好地提升各环节管理效率，为客户提供更优质和针对性服务。此外，

每个培训事业部也设有课程、教材、培训研发团队，根据各课程的特点，现行教材的缺漏，学生的个性化需求等，研发多种实用课程。

4.8 从研发、教研、师资和督学四方面严控教学质量

研发——组织专业的教研团队，并特聘教育、教学专家，根据各学科的特点，现行教材的缺漏，学生的实际需求等，研发多种实用课程（含教材和配套教学资源），重视教学线上和线下结合模式的研究探索。

教研——对于公司旗下教师，每周都有至少两次的教研活动，通过教学观摩、点评、教学设计、说课等方式帮助教师相互交流、感悟、探究、提升。

师训——完整的在职培训体系，帮助打造一支理论联系实际、业务知识精湛、教材把握准确、教学技能娴熟、教法生动活泼、课堂调控自如的高水准全职师资队伍。

督学——各学科按学区聘请多位资深教师定期去分校听课、进行日常教学常规抽查等，帮助教师在实践中不断提升教学水平，加强各学区的教学质量。同时也通过开放课堂的模式，直接让家长参与到课堂教学中。

4.9 昂立教育高管政治背景深厚

昂立教育董事长王宗光曾任上海交通大学党委书记，第九届全国政协委员，现任上海交通大学校务委员会名誉主任、教授、博士生导师。副董事长包陪庆为第十届全国政协委员，船王包玉刚先生的长女，香港环球教育集团董事局主席，上海包玉刚实验学校，香港汉基国际学校创办人，美国普渡大学名誉博士，上海交通大学、上海同济大学顾问教授。香港环球教育集团专门从事国际学校运营，其中起然教育主要在中国从事教育管理咨询业务，未来和昂立教育将有更多的合作发展。

4.10 进军在线教育，打造中国大学联盟式 MOOC 平台

互联网公共平台学习知识已成为现代生活的一种趋势。公司已于 2011 年同全球规模最大的在线教育集团 Mega Study 合作创办在线考研教育平台——高学网 (www.onlystudy.cn)，未来公司在线教育内容拓展途径多样。公司未来不排除可能联合更多优秀大学成立中国大学联盟，根据市场需求设计相关专业和课程，建立国内大学的 MOOC 平台，为更多的消费者提供丰富的教学服务。

5. 未来看点

5.1 昂立未来成长路径分为横向扩张和纵向挖潜

5.1.1 横向扩张

直营学校加速扩张。上海及周边江浙沪地区教育培训市场空间广阔，昂立未来或加速直营学校的拓展，抢占市场份额。

加盟学校加强整合。万亿教育培训市场集中度低，并购标的众多，公司有望依靠 A 股优质融资平台率先进行并购整合。

5.1.2 纵向挖潜

体制激励机制改善推动盈利能力提升。作为校办企业转型公司，当前经营效率显著低于行业平均水平，上市体制激励机制改善有望推动经营效率提升。

强大的教育产品化能力推动未来业务放量。公司具备教育内容产品化隐性变现能力，拥有强研发能力，团队、版权、动画等内容积累已久，培育期产品众多。教育产业链中教育内容是核心，内容研发投入积累高额无形资产，未来有望通过全渠道进行产品变现。

5.2 未来教育业务发展方向

公司将以教育培训业务为核心，借助上海交大的学科及品牌优势，继续深耕上海市场，以人才为中心，以资本为纽带，积极整合教育资源，打造较为完整的终身教育产业链，致力于成为国内最优秀的教育培训服务提供商之一。

公司将调整优化现有精密制造业务，稳健经营数字电视运营业务，谋求与上海交大学科资源的结合与协同创新，促进科技成果的孵化转化；谋求与教育培训业务的有效结合，努力形成教育培训产业的实训基地。

公司未来教育业务将以 K12、职业教育、国际教育、高端管理培训及互联网教育为重点发展方向。通过内涵式增长和外延式扩张双轮驱动策略，不断提升公司的核心竞争力和可持续发展能力，实现业务的快速增长。

6. 盈利预测

公司是 A 股唯一的综合教育集团，标的稀缺，成长性良好，持续并购预期强烈，新南洋未来一方面将通过外延式扩张强化原有核心业务，另一方面将完善公司产业链，填补空白部分。通过昂立教育、教育集团、海外教育发展公司三大平台，完成 K12 教育、职业教育、国际教育、高端管理培训及互联网业务布局，快速做大做强教育培训核心业务。预计 2015-2017 年 EPS 为 0.32 元、0.47 元、0.78 元，在“教育强国”大战略的背景下，首次给予公司“增持”评级。

7. 风险提示

教育培训行业的市场竞争风险；受教育者人数波动风险；服务价格竞争风险；在线教育对传统教育模式的冲击。

表 5：可比上市公司

可比上市公司	股价（元）	主营	EPS（元）		
			2015 年	2016 年	2017 年
新南洋 600661	45.04	依托上海交大，核心为少儿教育及中学生培训，以非学历教育培训为主。	0.32	0.47	0.78
中国高科 600730	35.95	北大系重要教育资产整合平台，线上（汉语在线教育平台、MOOC 平台）+线下（承办高等院校）共同打造大型现代职业教育集团。	0.56	0.33	0.38
银润投资 000526	72.05	清华系唯一教育资产证券化平台，定增国内最大的 K12 课外辅导机构之一的学大教育（个性化 1 对 1 智能辅导）。	0.04	0.25	0.30
洪涛股份 002325	17.71	以中装新网的职业培训和跨考教育的考研培训为主轴，整合双方产业、流量、平台运营等优质资源，打造综合性职业教育 O2O 平台。	0.31	0.37	0.44
中泰桥梁 002659	23.05	北京海淀区唯一的国资教育资产运作平台，战略增资文凯兴加速国际学校布局。	0.02	0.12	0.24
全通教育 300359	109.50	家校互动信息服务的专业运营机构，“全课网+全课云”打造智慧教育生态圈，战略重点发展在线综合平台、阅卷服务、家庭教育、作业。	0.56	1.09	1.64
威创股份 002308	24.74	收购红缨和金色摇篮，转型幼教布局；打造 2B2C、线上（家园互动云平台、幼教 App 等）+线下（幼儿园、渠道、幼教玩具）完善幼教生态。	0.17	0.22	0.28

免责条款

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6-12 个月内个股和行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

个股评级

买入：相对强于基准指数收益率 15%以上

增持：相对强于基准指数收益率 5%~15%

中性：相对于基准指数收益率在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于基准指数收益率在-5%以下

行业评级

看好：明显强于基准指数

中性：与基准指数基本持平

看淡：明显弱于基准指数

免责声明

本报告由众成证券有限责任公司（以下简称“本公司”）制作及发布，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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，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、复印件或复制品，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；若征得本公司同意进行引用、刊发或转载，需注明出处为“众成证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。