天风证券 TF SECURITIES

新南洋（600661）

证券研究报告
2017 年 05 月 01 日

17Q1 归母净利同比增长 15.96%，内生+外延全面布局各个击破

16 年营收同比增长 19.27%；归母净利增长 204.26%

公司披露年报，16 年实现营收 13.89 亿元，同比增长 19.27%；归母净利 1.83 亿元，同比增长 204.26%；EPS 为 0.71 元。同时，每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税）。2017 年，公司预计实现营业收入 16.59 亿元，发生成本费用支出 15.44 亿元。

其中，16 年昂立教育营收 8.75 亿元，同比增长 21.22%YOY，归母净利 8641.28 万元，同比增长 23%，完成重组时承诺的第三年实现 7097.89 万元的对赌业绩。主要系其中昂立战略事业部营收利润快速增长。交大教育集团实现营业收入 1.66 亿元，同比增长 140%；归母净亏 684.70 万元，主要系本年继续扩大业务规模，前期亏损有所增加所致。其所属嘉兴南洋学院完成迁建新校区工作，办学条件和办学水平进一步提高；湖州现代教育园区项目顺利推进；其他各类国际教育项目顺利开展。

公司公告 17 年一季报，17Q1 实现营收 3.50 亿元，同比增长 20.98%；归母净利 0.16 亿元，同比增长 15.96%，业绩增长主要系本期教育培训规模扩大，业务收入有较大提升所致。

公司间接控股公司上海交大海外教育培训公司与上海交通大学海外教育学院签署《合作协议书》，共同合作运营高端继续教育培训项目。双方按核实项目培训费入账总额进行分配，其中支付给海外公司的费用，由海外教育学院按培训费入账总额 10%留存，并扣除相应办学成本后按合同结算支付。本次交易一方面将有助于发挥双方优势，嫁接资源，持续提升海外教育培训公司盈利水平；另一方面，理顺子公司与关联方关系，充分运用交大教育资源优势，持续提升运营能力，推动高端继续教育培训业务健康发展。

教育服务收入 11.93 亿元（占比 85.86%），同比增长 24.97%；毛利率增加 3.77 个百分点，期间费用率同比增加 2.41 个百分点

分行业看，教育服务收入 11.93 亿元（占比 85.86%），分地区来看，上海地区营收 12.29 亿元（占比 88.42%）；16 年公司毛利率为 43.48%，期间费用率为 37.67%，净利率同比增长 11.35 个百分点至 13.13%。

内生+外延驱动，全面布局各个击破

构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”一体化模式，打造华东地区最具规模、中国最优秀教培服务品牌。

维持盈利预测，给予“买入”评级

预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.52 元、0.75 元、0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 47 倍、33 倍，27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：外延收购进展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,165.20	1,389.76	1,956.39	2,455.66	3,010.88
增长率(%)	(0.03)	19.27	40.77	25.52	22.61
EBITDA(百万元)	78.22	259.25	234.39	335.26	415.13
净利润(百万元)	60.10	182.87	149.69	215.72	264.47
增长率(%)	(4.72)	204.26	(18.14)	44.11	22.60
EPS(元/股)	0.23	0.71	0.52	0.75	0.92
市盈率(P/E)	105.65	34.72	46.92	32.56	26.56
市净率(P/B)	7.59	6.78	7.16	5.78	4.82
市销率(P/S)	5.45	4.57	3.59	2.86	2.33
EV/EBITDA	122.18	25.30	27.95	16.13	13.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.51 元
目标价格	41.4 元
上次目标价	41.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	259.08
流通 A 股股本(百万股)	181.40
A 股总市值(百万元)	6,349.97
流通 A 股市值(百万元)	4,446.12
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	54.71
一年内最高/最低(元)	34.42/22.50

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com
孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《新南洋-公司点评:定增终过会，成长翻开新篇章!》 2016-12-22
2 《新南洋-季报点评:归母净利大幅增长 170.93%，“K12+职教”双引擎持续发力》 2016-11-03
3 《新南洋-半年报点评:业绩同比增长 24.73%，定增+股权激励加速教育事业发展》 2016-08-25

16 年营收同比增长 19.27%；归母净利增长 204.26%。公司披露年报，16 年实现营收 13.89 亿元，同比增长 19.27%；归母净利 1.83 亿元，同比增长 204.26%；EPS 为 0.71 元。扣非后归母净利 1.83 亿元，同比增长 204.26%。其中，Q4 实现营收 3.72 亿元，同比增加 15.11%（Q1-3 同比增速分别为 19.62%, 29.42%, 14.25%）；Q4 归母净利 0.53 亿元，同比增加 338.47%（Q1-3 同比增速分别为 65.08%, 9.61%, 429.83%）。同时，每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税）。**2017 年，公司预计实现营业收入 16.59 亿元，发生成本费用支出 15.44 亿元。**

其中，16 年昂立教育营收 8.75 亿元，同比增长 21.22%YOY，归母净利 8641.28 万元，同比增长 23%，完成重组时承诺的第三年实现 7097.89 万元的对赌业绩。16 年业绩增长主要系其中昂立战略事业部如智立方、外语、上海少儿等营收利润快速增长；同时积极拓展东书房、STEM，夏加尔、慧动体育、嗨课堂等新项目的布局，加快新校开拓和外地业务扩张，2016 年末校区总数达到 125 个。

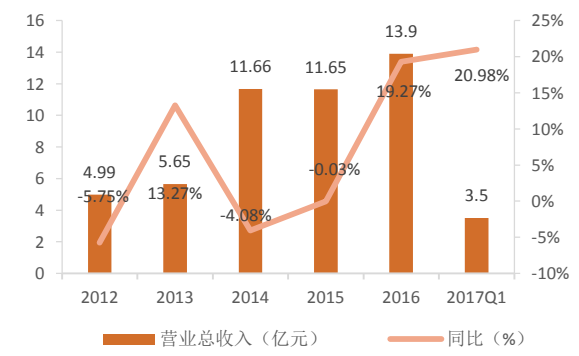
交大教育集团实现营业收入 1.66 亿元，同比增长 140%；归母净亏 684.70 万元，主要系本年继续扩大业务规模，前期亏损有所增加所致。其所属嘉兴南洋学院完成迁建新校区工作，办学条件和办学水平进一步提高；湖州现代教育园区项目顺利推进，将于 17 年 9 月正式开学；其他各类国际教育项目顺利开展。同时积极与全国多家职业技术学院接洽，不断探索高素质应用型人才培养模式。

17Q1 公司营收同比增长 20.98%；归母净利增长 15.96%；同时公司公告 17 年一季报，17Q1 实现营收 3.50 亿元，同比增长 20.98%；归母净利 0.16 亿元，同比增长 15.96%，业绩增长主要系本期教育培训规模扩大，业务收入有较大提升所致。

同时，公司间接控股公司上海交大海外教育培训公司与上海交通大学海外教育学院（上海交通大学二级学院，上海交通大学系公司实控人）签署《合作协议书》，共同合作运营高端继续教育培训项目。上海交通大学海外教育学院负责合作课程研发支持，审核教学计划和师资聘请，落实教学场地，监督教学过程及项目运行；上海交大海外教育培训公司负责设计培训项目、制定教学计划、聘请师资队伍、招生及市场宣传和相关教务管理工作。双方按核实项目培训费入账总额进行分配，其中支付给海外教育培训公司的费用，由海外教育学院按培训费入账总额 10%留存，并扣除相应办学成本（校内场地使用费用）后按合同结算支付。

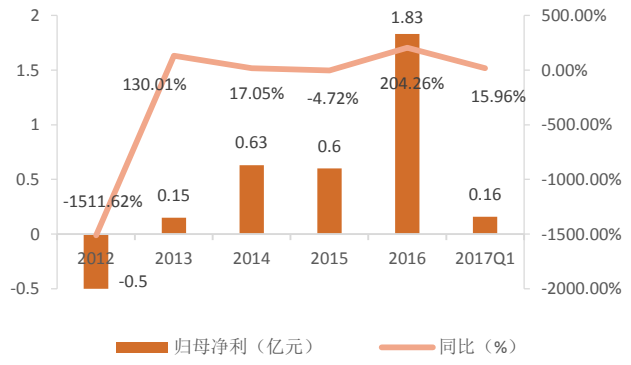
本次交易一方面将有助于海外教育培训公司获得上海交通大学在品牌、资质、师资、场地及各项教学资源上的全方位支持，发挥双方优势，互通互利，嫁接海外教育学院享有的品牌所有权、研发支持和办学资源，持续提升海外教育培训公司盈利水平；**另一方面，**理顺公司所属控股子公司与关联方关系，充分运用上海交大教育资源优势，持续提升高端继续教培领域运营能力，推动高端继续教育培训业务健康发展。

图 1：2012-2017Q1 公司营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

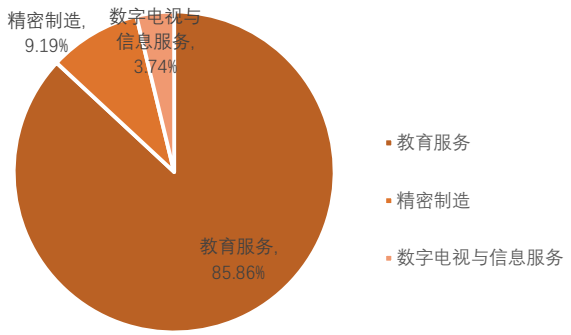
图 2：2012-2017Q1 公司归母净利及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

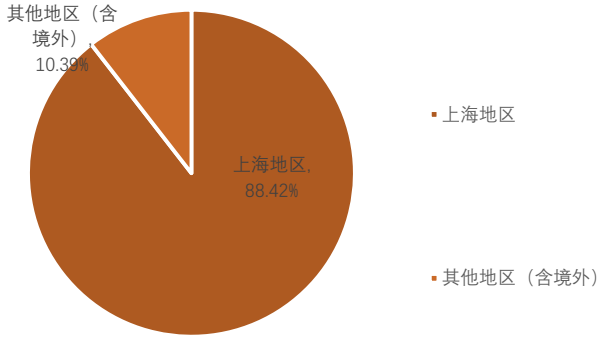
教育服务收入 11.93 亿元（占比 85.86%），同比增长 24.97%。16 年实现营收 13.90 亿元，同比增长 19.27%。**分行业来看，**教育服务收入 11.93 亿元（占比 85.86%），同比增长 24.97%，主要是本年昂立教育完成第三年盈利预测目标，推动公司业绩增长；精密制造收入 1.27 亿元（占比 9.19%），同比增长 0.44%；数字电视与信息服务收入 0.52 亿元（占比 3.74%），同比减少 20.49%，主要系贸易业务减少；公司按照计划继续实施对其他非教育主营业务的调整，逐步优化原有精密制造和信息服务业务，处置低效资产，资源进一步向教育业务聚拢；**分地区来看，**上海地区营收 12.29 亿元（占比 88.42%），同比增长 10.93%；其他地区营收 1.45 亿元（占比 10.39%），同比增加 261.55%，主要是公司教育业务在除上海外的其他地区扩展新的业务点。

图 3：2016 年营收分产品占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

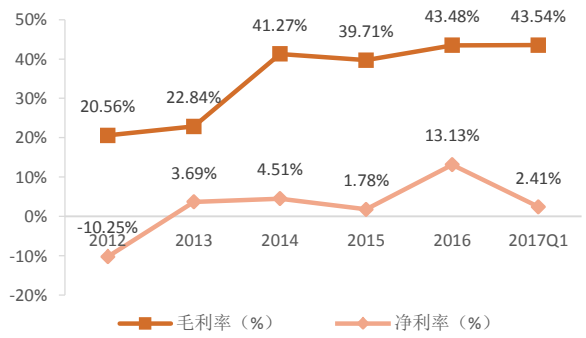
图 4：2016 年营收分地区占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

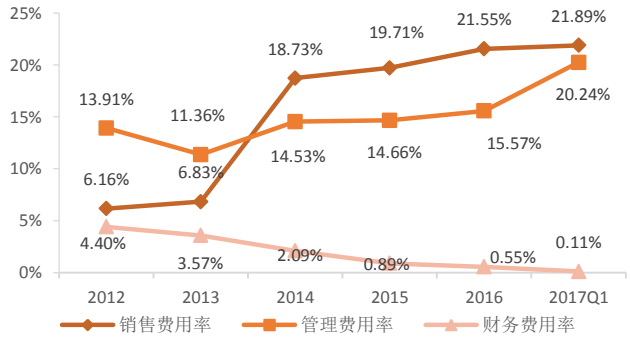
毛利率增加 3.77 个百分点，期间费用率同比增加 2.41 个百分点。2016 年公司毛利率为 43.48%，同比增加 3.77 个百分点，其中教育服务毛利率为 46.64%，同比增加 1.46 个百分点，主要是本年昂立教育持续加大教育资源投入，进一步提升业务盈利能力；精密制造毛利率 15.74%，同比减少 4.35 个百分点，主要是本年制造型子公司上海交大南洋机电科技有限公司经营转型、业务亏损所致；数字电视与信息服务毛利率 33.67%，同比增加 23.06 个百分点，主要系公司缩减业务规模，整合资源，加大费用管控所致。16 年期间费用率为 37.67%，同比增加 2.41 个百分点。其中销售费用率 21.55%，同比增加 1.84 个百分点，系子公司拓展业务规模，营业收入增加，销售费用相应增加所致；管理费用率 15.57%，同比增加 0.91 个百分点，系昂立教育本年研发项目支出增加所致；财务费用率 0.55%，同比减少 0.34 个百分点，主要是公司本年归还银行贷款，利息费用减少所致。公司净利率同比增长 11.35 个百分点至 13.13%。

图 5：2012-2017Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2012-2017Q1 年公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

内生+外延驱动，全面布局各个击破。考虑居民消费指数及对基础教育投入增长，预测未来 5 年上海 K12 学生人数平均每年增长 5%，上海 K12 市场容量平均每年增长 15%，2020 年以后平均每年增长 10%。公司以教育培训为主营业务，内生+外延稳健布局，重点

发展 K12 教育、职业教育、幼儿教育、国际教育。**具体来看，K12 领域：以昂立教育为核心精耕上海，**昂立将重点聚焦 K12 领域，涵盖学科辅导和素质提升（国学、艺术、STEM、体育等）；将上海地区做深做透，完善校区布局，重点拓展江浙地区。利用全国少儿目前的网络渠道，在全国各区域联合少儿优秀加盟学校作为上海产品落地的优先合作方，并择优并购加盟学校，构建中心校体系，拓展全国市场，进一步提升市占率；同时积极布局在线教育；**职教领域：依托品牌优势，采用轻资产扩张方式，创建可复制的以整体托管职业技术院校及与职业技术院校合作设立院中院的合作办学模式。**嘉兴教育学院将以迁建评估为契机，把学院建成开放性强、专业布局合理、师资队伍优秀、产学研为一体的高职院校、为未来建设应用型本科院校打下基础；**国际教育：专注提供国际教育示范园区一站式解决方案，通过内生式增长与外延式扩张，**通过“园区+项目”整合优质教育资源，以在国内外管理运营国际教育园区为载体；以运营 K12 国际（双语）学校为核心业务；延伸留学、预科等服务；以课程体系研发与师资队伍培养为支撑，以“轻资产”对外输出品牌管理、课程体系、师资团队、海外资源嫁接；**幼儿教育方面，打造“世纪昂立”品牌，**充分运用国家对幼儿教育的利好政策，以及二胎放开后的潜在市场规模，通过直营、托管等方式，快速介入幼教领域。**同时，公司成立资管投资平台（事业部），通过高效外延式扩张支撑配合内生式增长，通过构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”一体化模式，打造华东地区　最具规模、中国最优秀教培服务品牌。**

维持盈利预测，给予“买入”评级。以教育培训为主营业务，成立资管投资平台（事业部），通过高效的外延式扩张支撑配合内生式增长，借助资本市场运作，提升公司在资本市场的行业号召力，将通过构建“投资运营+资金结构+资本运作+投后管理”的一体化模式，落实打造华东地区最具规模、中国最优秀的教育培训服务品牌战略目标。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.52 元、0.75 元、0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 47 倍、33 倍，27 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	373.34	561.39	303.21	1,459.71	1,195.85
应收账款	129.13	115.23	228.76	227.77	311.76
预付账款	44.88	47.14	48.01	86.52	75.81
存货	78.49	66.24	245.07	141.17	264.05
其他	188.93	424.47	252.34	296.46	330.26
流动资产合计	**814.77**	**1,214.47**	**1,077.39**	**2,211.63**	**2,177.72**
长期股权投资	395.41	302.78	302.78	302.78	302.78
固定资产	305.45	297.13	317.85	356.54	392.13
在建工程	0.29	0.04	36.03	69.62	71.77
无形资产	75.24	72.61	60.51	48.40	36.30
其他	269.69	363.20	248.39	259.33	236.50
非流动资产合计	**1,046.09**	**1,035.76**	**965.56**	**1,036.67**	**1,039.48**
资产总计	**1,860.85**	**2,250.23**	**2,042.95**	**3,248.30**	**3,217.20**
短期借款	127.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	162.10	171.63	223.34	308.79	322.31
其他	657.48	1,011.79	753.55	1,614.51	1,298.30
流动负债合计	**946.58**	**1,233.42**	**976.89**	**1,923.30**	**1,620.61**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.16	11.26	9.00	9.47	9.91
非流动负债合计	**8.16**	**11.26**	**9.00**	**9.47**	**9.91**
负债合计	**954.74**	**1,244.69**	**985.89**	**1,932.77**	**1,630.52**
少数股东权益	69.07	68.67	76.55	100.51	129.90
股本	259.08	259.08	286.58	286.58	286.58
资本公积	254.17	254.17	209.70	239.35	234.41
留存收益	432.23	594.37	693.93	928.43	1,170.21
其他	(108.43)	(170.74)	(209.70)	(239.35)	(234.41)
股东权益合计	**906.11**	**1,005.55**	**1,057.06**	**1,315.53**	**1,586.68**
负债和股东权益总	**1,860.85**	**2,250.23**	**2,042.95**	**3,248.30**	**3,217.20**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	20.73	182.48	149.69	215.72	264.47
折旧摊销	47.25	57.84	35.40	39.83	44.35
财务费用	8.15	4.38	(3.45)	(9.54)	(14.38)
投资损失	(13.06)	(164.72)	(80.00)	(122.36)	(101.18)
营运资金变动	157.75	144.60	(261.96)	989.45	(514.57)
其它	29.89	229.08	7.88	23.97	29.39
经营活动现金流	**250.71**	**453.65**	**(152.43)**	**1,137.06**	**(291.92)**
资本支出	(20.12)	(70.74)	82.26	99.53	69.56
长期投资	(42.24)	(92.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(195.42)	(10.35)	(37.79)	(106.81)	(33.44)
投资活动现金流	**(257.79)**	**(173.72)**	**44.47**	**(7.28)**	**36.12**
债权融资	127.00	50.00	2.40	0.80	1.07
股权融资	(61.29)	(66.75)	(93.77)	42.38	12.62
其他	(120.32)	(75.13)	(58.84)	(16.45)	(21.75)
筹资活动现金流	**(54.61)**	**(91.89)**	**(150.21)**	**26.72**	**(8.06)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(61.69)**	**188.05**	**(258.18)**	**1,156.50**	**(263.86)**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1,165.20**	**1,389.76**	**1,956.39**	**2,455.66**	**3,010.88**
营业成本	702.48	785.53	1,057.26	1,311.75	1,572.39
营业税金及附加	33.03	27.54	48.91	61.39	75.27
营业费用	229.68	299.51	413.78	513.23	608.20
管理费用	170.87	216.40	316.94	395.36	484.15
财务费用	10.33	7.64	(3.45)	(9.54)	(14.38)
资产减值损失	(0.38)	2.43	0.53	0.86	1.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.06	164.72	80.00	122.36	101.18
其他	(26.11)	(329.44)	(160.00)	(244.72)	(202.36)
营业利润	**32.26**	**215.42**	**202.43**	**304.97**	**385.16**
营业外收入	13.00	16.19	12.50	19.10	12.10
营业外支出	1.59	7.01	4.84	4.48	5.45
利润总额	**43.67**	**224.60**	**210.09**	**319.59**	**391.81**
所得税	22.94	42.12	52.52	79.90	97.95
净利润	**20.73**	**182.48**	**157.57**	**239.69**	**293.86**
少数股东损益	(39.37)	(0.39)	7.88	23.97	29.39
归属于母公司净利润	**60.10**	**182.87**	**149.69**	**215.72**	**264.47**
每股收益（元）	0.23	0.71	0.52	0.75	0.92

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.03%	19.27%	40.77%	25.52%	22.61%
营业利润	-52.81%	567.75%	-6.03%	50.65%	26.29%
归属于母公司净利润	-4.72%	204.26%	-18.14%	44.11%	22.60%
获利能力					
毛利率	39.71%	43.48%	45.96%	46.58%	47.78%
净利率	5.16%	13.16%	7.65%	8.78%	8.78%
ROE	7.18%	19.52%	15.27%	17.75%	18.15%
ROIC	3.27%	46.46%	113.96%	43.63%	-69.05%
偿债能力					
资产负债率	51.31%	55.31%	48.26%	59.50%	50.68%
净负债率	14.88%	45.19%	59.91%	51.71%	29.76%
流动比率	0.86	0.98	1.10	1.15	1.34
速动比率	0.78	0.93	0.85	1.08	1.18
营运能力					
应收账款周转率	9.71	11.37	11.37	10.76	11.16
存货周转率	13.59	19.21	12.57	12.72	14.86
总资产周转率	0.65	0.68	0.91	0.93	0.93
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.71	0.52	0.75	0.92
每股经营现金流	0.97	1.75	-0.59	4.39	-1.13
每股净资产	3.23	3.62	3.42	4.24	5.08
估值比率					
市盈率	105.65	34.72	46.92	32.56	26.56
市净率	7.59	6.78	7.16	5.78	4.82
EV/EBITDA	122.18	25.30	27.95	16.13	13.78
EV/EBIT	224.34	29.41	32.92	18.30	15.43

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com