

## 教育业务蓬勃发展，资产整合助力战略达成

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入7.9亿元, 同比增长21.3%, 归母净利润4228.6万元, 同比增长10.2%, 扣非后归母净利润4258.3万元, 同比增长35.5%。公司拟以2017年6月30日总股本2.9亿股为基数, 每股派发现金0.2元(含税), 共计5731万元
- **教育业务蓬勃发展, 带动整体业绩快速增长。** 上半年, 公司业绩快速增长, 其中教育培训业务贡献超过85%的营收, 是业绩大幅增长的主因。报告期内, 公司毛利率小幅提升0.5pp; 新办学点业务拓展带动销售、管理费用同比提升41.7%和48.0%, 利息支出减少导致财务费用同比减少59.6%, 销售、管理费用占比较大, 综合作用下公司期间费用率增长5.69pp。
- **聚焦四大教育培训业务, 逐步形成规模效应。** 公司背靠上海交通大学, 是国内领先的教育服务综合提供商, 业务覆盖K12、职业教育、国际教育、幼教等多领域。上半年, 公司教育培训业务多点开花, 获得不错成绩, 实现营业收入6.8亿元, 净利润3942万元, 是当之无愧的业绩主力。

**K12教育:** 实现营业收入5.7亿元, 发展坚实稳定。新开拓校区20所, 多个项目进展顺利: 高端幼儿外教口语项目哆来咪与少儿数学思维项目小法狮顺利启动, 后者已顺利开拓三家校区; 去年投入项目夏加儿美术、智培星等运营良好。此外, 昂立教育参与发起的K12行业教师认证培训项目进展顺利。

**职业教育:** 实现营业收入1.03亿元(YOY+1.0%)。在学历教育方面, 已与山东深泉学院、河南新乡职业技术学院签署协议, 与山东滨州职业学院等达成合作意向。在非学历培训方面, 游戏动漫等培训业务实现快速增长, 新项目也在积极筹备之中。

**国际教育:** 现阶段立足高中学段, 开展国际高中、大学预科、国际教育园区运营业务。目前已托管运营上海交大教育集团奉浦现代教育示范园区和湖州现代教育示范园区项目(已做好9月份开学前准备工作)。美高课程、大学预科项目招生也实现了大幅增长。

**幼儿教育:** 公司成立昂洋教育专营幼教业务, 积极寻求外延并购, 以期打造国内一流的幼教品牌。近期, 公司与上海交大企业管理中心签署了托管运营四家幼儿园的资产委托管理框架协议, 幼教业务迈出坚实一步。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1389.76	1690.67	2075.56	2547.65
增长率	19.27%	21.65%	22.77%	22.74%
归属母公司净利润(百万元)	182.87	101.42	128.60	163.36
增长率	204.26%	-44.54%	26.81%	27.03%
每股收益EPS(元)	0.64	0.35	0.45	0.57
净资产收益率ROE	18.15%	6.39%	7.59%	8.91%
PE	32	58	45	36
PB	6.24	3.87	3.61	3.33

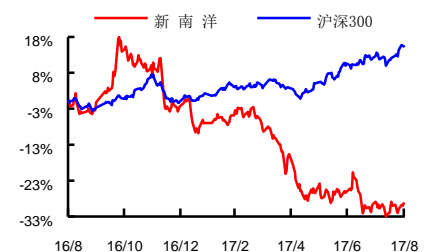
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517030001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.87
流通A股(亿股)	2.51
52周内股价区间(元)	19.39-34.12
总市值(亿元)	58.43
总资产(亿元)	29.13
每股净资产(元)	5.20

### 相关研究



- **募资定增助力 K12 教育与职业教育。**报告期内，公司完成非公开发行股票事项，涉及股票 2747 万股，发行价 21.57 元/股，共募集资金约 5.9 亿元。其中，2.4 亿元募集资金计划投向职业教育项目，推动与院校间的交流合作，打造“新南洋教育”品牌；3.6 亿元用于投资 K12 教育项目，主要用于昂立教育新设校区的建立，有利于公司进一步将业务布局华东地区。
- **拟转让数字电视业务，资产整合更进一步。**近期，公司董事会审议通过了对数字电视公司进行清产核资的议案。公司将对经营相对困难、与主业经营方向不符的数字电视业务（报告期内实现营业收入 1564 万元，净利润亏损 24 万元）进行剥离，目前各项工作正有条不紊开展。对非教育业务的整合调整一方面可增强公司资金实力，另一方面也可以使公司集中资源发展主业，利好公司内生外延双轮驱动战略的实施落地。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1 亿、1.3 亿和 1.6 亿元，对应的 EPS 为 0.35 元、0.45 元和 0.57 元。公司是 A 股纯正的教育标的，资源优势显著，外延预期强烈，建议持续关注，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动的风险，行业竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险。

**关键假设：**

假设 1：K12 业务分支拓展顺利，新产品推广表现良好；

假设 2：职业教育、国际教育等业务分支步入正轨，带动教育服务业务规模持续扩张，毛利率维持在 45%；

假设 3：公司三费率无显著变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
教育服务	收入	1193.5	1468.0	1834.9	2293.7
	增速	25.0%	23.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	46.6%	45.0%	45.0%	45.0%
精密制造	收入	127.7	166.1	186.0	200.9
	增速	0.4%	30.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
数字电视与信息服务	收入	52.0	36.4	32.8	29.5
	增速	-20.5%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	33.7%	36.0%	36.0%	36.0%
其他	收入	16.5	20.2	21.9	23.6
	增速	-6.1%	15.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	59.9%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	1389.8	1690.7	2075.6	2547.6
	增速	19.3%	21.7%	22.8%	22.7%
	毛利率	43.5%	42.0%	42.3%	42.7%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1389.76	1690.67	2075.56	2547.65	净利润	182.48	100.91	127.96	162.55
营业成本	785.53	979.93	1197.03	1460.58	折旧与摊销	57.84	40.14	40.14	40.14
营业税金及附加	27.54	33.81	40.47	49.68	财务费用	7.64	-17.41	-23.37	-28.74
销售费用	299.51	363.49	442.10	537.55	资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	216.40	267.13	323.79	392.34	经营营运资本变动	121.85	67.59	148.37	170.74
财务费用	7.64	-17.41	-23.37	-28.74	其他	81.43	-49.03	-54.15	-48.09
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>453.65</b>	<b>142.20</b>	<b>238.96</b>	<b>296.60</b>
投资收益	164.72	50.00	50.00	50.00	资本支出	-14.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-159.21	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-173.72</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>215.42</b>	<b>113.72</b>	<b>145.55</b>	<b>186.24</b>	短期借款	-77.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.18	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>224.60</b>	<b>118.72</b>	<b>150.55</b>	<b>191.24</b>	股权融资	0.00	592.58	0.00	0.00
所得税	42.12	17.81	22.58	28.69	支付股利	-20.73	-36.57	-20.28	-25.72
净利润	182.48	100.91	127.96	162.55	其他	5.84	-66.02	23.37	28.74
少数股东损益	-0.39	-0.50	-0.64	-0.81	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-91.89</b>	<b>439.98</b>	<b>3.09</b>	<b>3.02</b>
归属母公司股东净利润	182.87	101.42	128.60	163.36	<b>现金流量净额</b>	<b>188.05</b>	<b>632.18</b>	<b>292.04</b>	<b>349.62</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	561.39	1193.57	1485.61	1835.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	172.20	231.40	281.07	341.17	销售收入增长率	19.27%	21.65%	22.77%	22.74%
存货	66.24	82.94	106.82	128.87	营业利润增长率	567.75%	-47.21%	27.99%	27.96%
其他流动资产	414.64	504.42	619.26	760.10	净利润增长率	780.42%	-44.70%	26.81%	27.03%
长期股权投资	302.78	302.78	302.78	302.78	EBITDA 增长率	212.66%	-51.42%	18.96%	21.76%
投资性房地产	26.51	26.51	26.51	26.51	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	297.18	275.26	253.34	231.42	毛利率	43.48%	42.04%	42.33%	42.67%
无形资产和开发支出	72.61	62.60	52.58	42.57	三费率	37.67%	36.27%	35.77%	35.37%
其他非流动资产	336.69	328.48	320.27	312.06	净利率	13.13%	5.97%	6.17%	6.38%
<b>资产总计</b>	<b>2250.23</b>	<b>3007.96</b>	<b>3448.25</b>	<b>3980.72</b>	ROE	18.15%	6.39%	7.59%	8.91%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.11%	3.35%	3.71%	4.08%
应付和预收款项	1068.36	1274.13	1574.94	1931.98	ROIC	172.25%	583.55%	-115.38%	-56.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.21%	8.07%	7.82%	7.76%
其他负债	126.32	154.80	186.60	225.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1244.69</b>	<b>1428.93</b>	<b>1761.54</b>	<b>2157.18</b>	总资产周转率	0.68	0.64	0.64	0.69
股本	259.08	286.55	286.55	286.55	固定资产周转率	4.61	5.91	7.85	10.51
资本公积	254.17	819.28	819.28	819.28	应收账款周转率	27.20	27.12	27.14	27.24
留存收益	340.20	405.04	513.36	651.00	存货周转率	10.02	12.21	12.10	12.09
归属母公司股东权益	936.88	1510.86	1619.18	1756.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	126.54%	—	—	—
少数股东权益	68.67	68.16	67.52	66.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1005.55</b>	<b>1579.03</b>	<b>1686.71</b>	<b>1823.54</b>	资产负债率	55.31%	47.51%	51.09%	54.19%
负债和股东权益合计	2250.23	3007.96	3448.25	3980.72	带息债务/总负债	4.02%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.98	1.42	1.42	1.43
					速动比率	0.93	1.36	1.36	1.37
					股利支付率	11.33%	36.06%	15.77%	15.74%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.64	0.35	0.45	0.57
					每股净资产	3.27	5.27	5.65	6.13
					每股经营现金	1.58	0.50	0.83	1.04
					每股股利	0.07	0.13	0.07	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	280.90	136.45	162.32	197.63					
PE	31.95	57.61	45.43	35.77					
PB	6.24	3.87	3.61	3.33					
PS	4.20	3.46	2.82	2.29					
EV/EBITDA	15.80	31.62	24.78	18.59					
股息率	0.35%	0.63%	0.35%	0.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn