

日期: 2017年11月01日

行业: 教育



分析师: 张涛  
Tel: 021-53686152  
E-mail: zhangtao@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870510120023  
研究助理: 周菁  
Tel: 021-53686158  
E-mail: zhoujing@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870116060005

# 营收稳定增长, 费用大增致短期盈利能力下降

## ——2017年三季度报点评

### ■ 公司动态事项

公司发布2017年三季度报, 2017Q3公司实现营收5.10亿元, 同比增长40.13%; 归属净利润为7801.79万元, 同比下降15.03%; 扣非后归属净利润为2783.85万元, 同比下降26.39%。2017年1-9月, 公司实现营收13.03亿元, 同比增长28.05%; 归属净利润为1.20亿元, 同比下降7.59%; 扣非后归属净利润为7042.12万元, 同比增长1.67%。

### ■ 事项点评

#### 营收保持稳定增长, 费用大增致短期盈利能力有所下降

分季度看, 2017Q3公司实现营收5.10亿元, 同比大幅增长40.13%, 环比增长15.00%, 营收保持稳定增长。报告期内, 公司毛利率为44.21%, 同比小幅提升1.84pp, 其中Q3毛利率为46.33%, 同比提升3.92pp, 环比提升4.03pp, 公司单季度毛利率改善。费用率方面, 受教育培训规模扩大影响, 报告期内公司销售费用率和管理费用率分别增加3.96pp和4.99pp, 本期支付银行利息同比减少致财务费用率下降0.67pp, 公司期间费用率合计达39.90%。因费用率大幅上涨, 报告期内公司净利润同比下降14.56%, 净利率同比下降4.30pp至8.63%, 其中Q3实现净利润7283.42万元, 同比下降16.08%。公司出售交大昂立股份1168万股, 产生投资收益约5040万元; 2017年1-9月收到政府补助合计1530.63万元。报告期内, 公司扣非后归属净利润为7042.12万元, 同比略微增长1.67%, 基本与去年同期持平; 其中Q3扣非后归属净利润为2783.85万元, 同比下降26.39%。受新办学点业务拓展致费用增长较快影响, 公司短期盈利能力有所下降。

#### 出售数字电视业务, 主业进一步聚焦教育培训

公司拟剥离数字电视业务, 涉及公司包括数字电视公司及其下属4个子公司(河南信阳、漯河、新乡及驻马店广电家家通公司)。2016/2017H1, 数字电视公司分别实现营收3838/1564万元, 贡献利润分别为49/-24万元, 截止2017年6月底, 数字电视公司净资产为3020.31万元。未来, 公司主业将进一步聚焦教育培训, 构建K12教育(昂立教育)、职业教育(新南洋教育)、国际教育(交大教育)和学前教育(世纪昂立)的全教育服务产业链, 致力于成为综合性的教育服务提供商。根据官网数据统计, 目前昂立教育旗下智立方/中学生/昂立少儿/昂立外语分别有校区24/28/26/43个。截止2017年9月底, 公司账面预收款项余额为10.84亿元, 同比增长38.62%。

#### 控股股东成功发行6亿元可交债

10月25日, 公司控股股东交大产业集团非公开发行2017年可交换公司债券成功发行, 实际发行规模6亿元, 债券期限1.5亿元, 初始换股价格为25.18元/股, 票面利率0.1%, 换股期限为2018年4月25日-2019年4月24日。公司换股价格较10月31日收盘价21.42元/股溢价约17.6%, 体现出债券持有人对公司未来发展的信心。

### ■ 投资建议

根据三季度报业绩, 由于投资收益超预期, 我们调整盈利预测, 预计2017-2019年归属净利润分别为1.39/1.68/1.97亿元, 对应EPS分别为

### 基本数据 (2017.8.30)

报告日股价 (元)	21.31
12mth A 股价格区间 (元)	19.39/33.32
总股本 (百万股)	286.55
无限售 A 股/总股本	90.41%
流通市值 (亿元)	55.49
每股净资产 (元)	5.47
PBR (X)	3.90

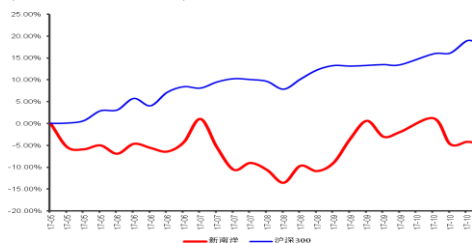
### 主要股东 (2017Q3)

交大产业集团	22.52%
交大企管中心	12.45%
上海起然教育	6.86%
汇添富民营活力混合型基金	2.80%
罗会云	2.29%

### 收入结构 (2017H1)

教育培训	85.26%
其他	14.74%

### 最近6个月股票与沪深300比较



### 相关报告:

- 《新南洋 (600661) 深度报告: 定增推进 K12+ 职教发展, 打造综合性教育服务提供商》
- 《新南洋 (600661) 2017 年中报点评: 昂立教育内生增长强劲, 定增推动职教项目落地》

0.48/0.59/0.69 元/股，对应 PE 分别为 44/37/31 倍（按 2017 年 10 月 31 日收盘价 21.42 元/股计算）。昂立教育内生增长强劲，校区拓展速度加快，且多条业务线布局启动为未来持续增长蓄力；定增推动职业教育校企合作逐步落地，盈利模式确认后具备较强可复制性；国际教育和幼教轻资产托管运营，未来有望贡献业绩增量。维持“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

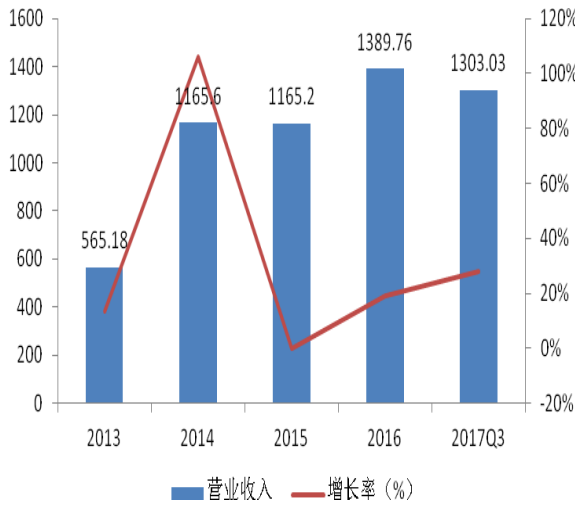
业务拓展不及预期、市场竞争加剧风险等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1389.76	1709.77	2153.56	2742.40
年增长率	19.27%	23.03%	25.96%	27.34%
归属于母公司的净利润	182.87	138.59	167.77	196.58
年增长率	204.26%	-24.21%	21.06%	17.17%
每股收益 (元)	0.64	0.48	0.59	0.69
PER (X)	33.56	44.29	36.58	31.22

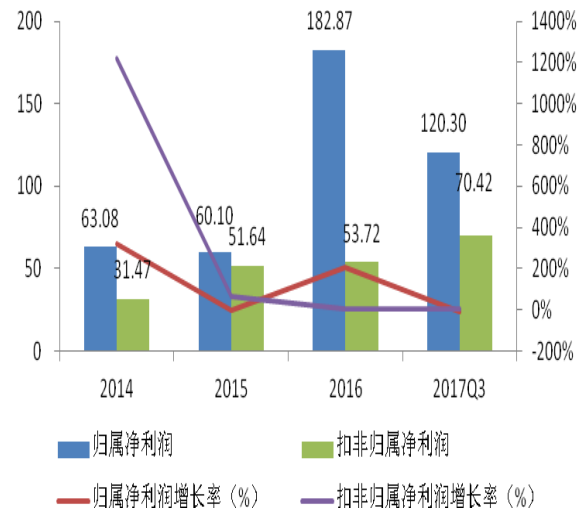
资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2017/10/31 收盘价）

图 1 公司收入及增速 (百万元, %)



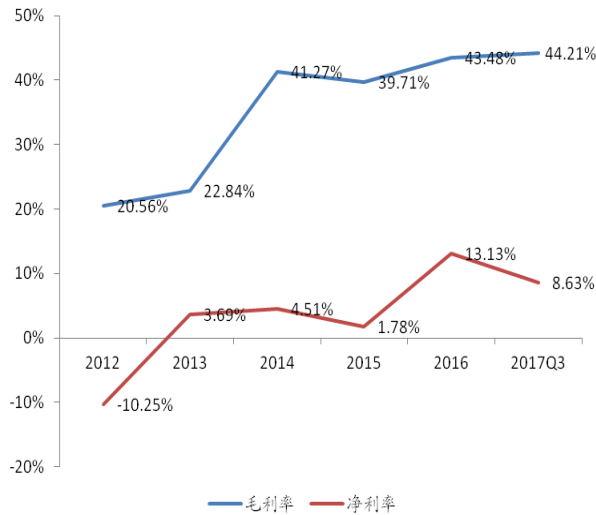
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 2 公司净利润及增速 (百万元, %)



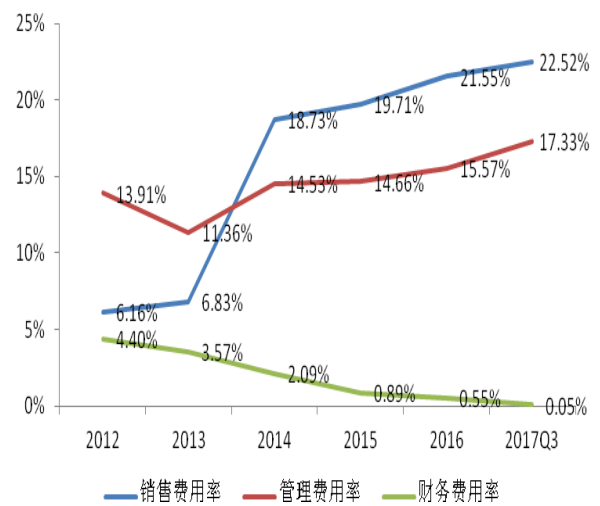
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 3 公司毛利率及净利率水平



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 4 公司费用率水平



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	426	1417	1713	2174
应收和预付款项	172	247	279	388
存货	66	156	119	224
其他流动资产	415	415	415	415
长期股权投资	303	303	303	303
投资性房地产	27	23	19	16
固定资产和在建工程	297	266	234	199
无形资产和开发支出	73	90	117	143
其他非流动资产	306	315	315	304
<b>资产总计</b>	<b>2083</b>	<b>3232</b>	<b>3513</b>	<b>4166</b>
短期借款	50	0	0	0
应付和预收款项	1024	1497	1617	2081
长期借款	0	0	0	0
其他负债	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>1078</b>	<b>1500</b>	<b>1620</b>	<b>2084</b>
股本	259	287	287	287
资本公积	254	819	819	819
留存收益	424	557	718	908
归属母公司股东权益	937	1663	1824	2013
少数股东权益	69	68	68	68
<b>股东权益合计</b>	<b>1006</b>	<b>1731</b>	<b>1892</b>	<b>2081</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2083</b>	<b>3232</b>	<b>3513</b>	<b>4165</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	462	517	359	517
投资活动产生现金流量	-174	-82	-92	-92
融资活动产生现金流量	-92	557	29	36
<b>现金流量净额</b>	<b>196</b>	<b>992</b>	<b>296</b>	<b>461</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1390</b>	<b>1710</b>	<b>2154</b>	<b>2742</b>
营业成本	786	959	1185	1481
营业税金及附加	28	17	22	27
营业费用	300	376	485	631
管理费用	216	274	355	466
财务费用	8	-19	-35	-44
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	165	70	70	70
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>215</b>	<b>173</b>	<b>212</b>	<b>251</b>
营业外收支净额	9	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>225</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>262</b>
所得税	42	46	56	65
净利润	182	138	167	196
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>183</b>	<b>139</b>	<b>168</b>	<b>197</b>

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	43.48%	43.92%	44.97%	45.99%
EBIT/销售收入	16.11%	9.65%	8.73%	7.94%
销售净利率	13.13%	8.09%	7.77%	7.15%
ROE	19.52%	8.33%	9.20%	9.76%
资产负债率	51.73%	46.43%	46.13%	50.04%
流动比率	1.00	1.49	1.56	1.54
速动比率	0.56	1.11	1.23	1.23
总资产周转率	0.67	0.53	0.61	0.66
应收账款周转率	21.23	16.79	19.78	17.20
存货周转率	11.86	6.16	9.99	6.60

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。