

研究所

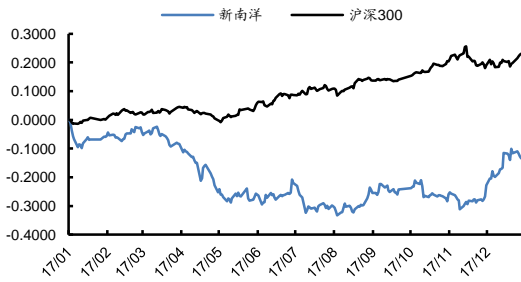
证券分析师：
021-58980267

张蕾 S0350516070002
zhangl06@ghzq.com.cn

背靠优质资源，打造一流教育服务提供商

——新南洋（600661）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新南洋	19.9	14.4	-12.7
沪深300	4.2	7.9	23.6

市场数据

2018-01-05

当前价格（元）	24.93
52周价格区间（元）	19.35-29.27
总市值（百万）	7143.66
流通市值（百万）	6458.78
总股本（万股）	28654.88
流通股（万股）	25907.65
日均成交额（百万）	42.73
近一月换手（%）	23.26

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **依托上海交大教育资源，成功转型的全产业链教育服务机构。**新南洋于2014年6月完成和昂立教育的资产重组，并转型教育培训主营业务。截止2017年6月，上市公司实际控制人为上海交通大学（间接持股比例36.63%）。2015年至2017前三季度公司营业收入11.65亿元/13.90亿元/13.03亿元、归母净利润分别为6010万元/1.83亿元/1.20亿元。截止目前，公司教育服务主营业务特征凸显，2017年半年报显示，教育服务业务贡献公司85%的营业收入，其中K12培训收入贡献72%，原有精密制造和数字电视运营业务持续调整，收入贡献下降至15%。

■ **聚焦四大教育培训业务，已形成多方向教育服务产业链。**教育为当前上市公司的主营业务，主要包括K12教育、职业教育、国际教育、幼儿教育四大教育培训业务。1) K12教育为公司的核心业务，2017H1营业收入5.74亿，对上市公司的收入贡献达到72%。公司主要通过全资子公司昂立教育旗下的培训机构从事两大类型的业务模块：学科辅导+素质提升培训（国学、艺术、STEM、体育等），向客户提供包括少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训等多元化的非学历教育服务，新项目幼少儿数学思维项目小法狮、高端幼儿外教口语项目哆来咪、STEM、高端少儿英语智培星、夏加儿美术等项目运营状况良好。2) 职业教育领域，公司依托上海新南洋教育科技有限公司、上海交大教育（集团）有限公司两家平台，以品牌、课程、师资和管理输出的方式提供中高职和应用本科学历教育及职业技能培训服务，拥有嘉兴南洋职业技术学院教学基地。此外，探索院校合作模式取得积极进展，包括山东深泉学院、河南新乡职业技术学院、山东滨州职业学院、甘肃钢铁职业技术学院。2017H1公司职业教育业务实现营业收入1.03亿元，收入占比13%。3) 国际教育方面，依托上海交大教育（集团）有限公司为平台，从事国际教育园区托管、国际教育项目举办和国际学校整体运营业务，目前主要以高中学段为核心。4) 幼儿教育业务，打造“世纪昂立”品牌，以蒙特梭利教学和双语教学为主要特色，以直营+托管模式快速介入。

■ **内生+外延双轮驱动增长，多细分市场全方位布局。**新南洋教育业务未来增长驱动力在于业务扩张、区域扩张和外延扩张几个方面。内生方面，公司以昂立教育为依托的K12教育具备多年教学经验和华东地区的口碑积累，细分领域课程种类不断丰富，除学科辅导外，国学、艺术、外语、体育、思维训练、亲子教育等顺利推向市场；

职业教育、国际教育和幼儿教育四大重点业务分别取得成效；公司采取品牌、课程和管理输出的方式积极进行跨区域拓展，K12 教学点数量较资产重组完成时有较为明显的提升。外延并购方面，公司资管事业部主要职能经营教育并购基金，在上市公司体系外搭建基金构架，为上市公司收购细分领域优质教育资产做储备。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予增持评级** 公司背靠上海交大优质教育资源，品牌价值凸显，转型后聚焦教育主营业务，定位综合性教育服务提供商，主体业务在多赛道布局和细分产品不断丰富下增长势头良好，轻资产模式+外延并购积极跨区域扩张，产品+区域双维度支撑教育业务未来增长，原有业务持续调整促进资产质量不断优化。预计公司 2017/2018/2019 年归母净利润分别为 1.43 亿/1.69 亿/1.99 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.50 元/0.59 元/0.69 元，对应当前 PE 分别为 49.8 倍/42.2 倍/35.9 倍。首次覆盖给予增持评级。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧；2) 经营业绩不达预期；3) 并购整合失败风险；4) 政策风险；5) 市场波动风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1,390	1,731	2,091	2,548
增长率(%)	19.3%	24.5%	20.8%	21.8%
归母净利润（百万元）	183	143	169	199
增长率(%)	204.3%	-21.5%	18.0%	17.5%
摊薄每股收益（元）	0.71	0.50	0.59	0.69
ROE(%)	18.2%	8.6%	9.4%	10.2%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 新南洋盈利预测表

证券代码:	600661.SH				股价:	24.93	投资评级:	增持		日期:	2018-01-05
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	9%	9%	10%	EPS	0.71	0.50	0.59	0.69		
毛利率	43%	46%	46%	47%	BVPS	3.62	5.61	6.11	6.71		
期间费率	40%	40%	40%	40%	估值						
销售净利率	13%	8%	8%	7%	P/E	35.3	49.8	42.2	35.9		
成长能力					P/B	6.9	4.4	4.1	3.7		
收入增长率	19%	25%	21%	22%	P/S	4.6	4.1	3.4	2.8		
利润增长率	204%	-22%	18%	17%							
营运能力					利润表 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.62	0.55	0.59	0.62	营业收入	138,976	173,060	209,092	254,751		
应收账款周转率	21.23	21.23	21.23	21.23	营业成本	78,553	93,168	111,892	135,804		
存货周转率	11.86	11.86	11.86	11.86	营业税金及附加	2,754	3,461	4,182	5,095		
偿债能力					销售费用	29,951	38,073	46,000	56,045		
资产负债率	55%	47%	50%	52%	管理费用	21,640	27,690	33,455	40,760		
流动比	0.98	1.50	1.49	1.46	财务费用	764	87	105	127		
速动比	0.93	1.45	1.43	1.41	其他费用/(-收入)	(16,229)	(6,942)	(6,942)	(6,942)		
					营业利润	21,542	17,524	20,401	23,861		
资产负债表 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	918	(162)	0	0		
现金及现金等价物	56,139	86,570	101,196	118,625	利润总额	22,460	17,362	20,401	23,861		
应收款项	6,547	8,153	9,850	12,001	所得税费用	4,212	3,906	4,590	5,369		
存货净额	6,624	7,856	9,435	11,451	净利润	18,248	13,455	15,811	18,493		
其他流动资产	52,137	116,842	141,170	171,997	少数股东损益	(39)	(894)	(1,118)	(1,397)		
流动资产合计	121,447	219,421	261,651	314,074	归属于母公司净利润	18,287	14,350	16,928	19,890		
固定资产	29,713	32,336	29,749	27,369							
在建工程	4	19	19	19	现金流量表 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	40,242	34,668	38,667	42,666	经营活动现金流	45,365	(21,468)	23,570	26,808		
长期股权投资	30,278	27,278	27,278	27,278	净利润	18,287	14,350	16,928	19,890		
资产总计	225,023	313,722	357,364	411,406	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	5,000	0	0	0	折旧摊销	3,619	3,692	3,939	3,461		
应付款项	5,976	7,088	8,512	10,331	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	85,266	106,177	128,284	156,298	营运资金变动	23,460	(39,509)	2,703	3,457		
其他流动负债	26,782	32,706	39,376	47,868	投资活动现金流	(17,372)	5,937	(1,412)	(1,619)		
流动负债合计	123,342	145,971	176,173	214,497	资本支出	857	(2,638)	2,587	2,380		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	9,263	3,000	0	0		
其他长期负债	1,126	1,116	1,116	1,116	其他	(27,491)	5,575	(3,999)	(3,999)		
长期负债合计	1,126	1,116	1,116	1,116	筹资活动现金流	(9,189)	45,963	(7,532)	(7,760)		
负债合计	124,469	147,087	177,289	215,613	债务融资	(7,700)	(5,000)	0	0		
股本	25,908	28,655	28,655	28,655	权益融资	0	58,358	0	0		
股东权益	100,555	166,635	180,075	195,793	其它	(1,489)	(7,395)	(7,532)	(7,760)		
负债和股东权益总计	225,023	313,722	357,364	411,406	现金净增加额	18,805	30,432	14,626	17,429		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

【分析师承诺】

张蕾，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。