



教育培训稳步发展，昂立校区加速扩张

——2017 年&2018Q1 季报点评

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

基本数据 (2018.5.1)

报告日股价 (元)	26.20
12mth A 股价格区间 (元)	19.20/28.50
总股本 (百万股)	286.55
无限售 A 股/总股本	90.24%
流通市值 (亿元)	67.41
每股净资产 (元)	5.48

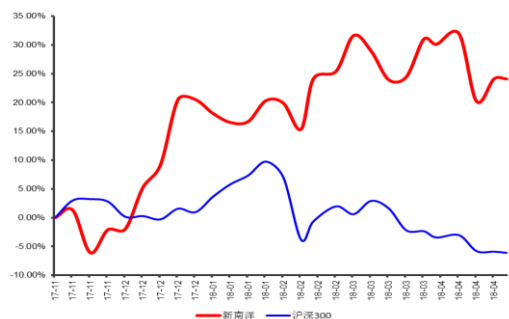
主要股东 (2018Q1)

交大企管中心	12.45%
交大产业集团-2017 可交债	10.78%
交大产业集团	9.74%
中金投资	8.37%
起然教育	5.06%

收入结构 (2017)

教育培训	86.67%
其他	13.33%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《新南洋 (600661) 动态点评：产业资本举牌，股权结构优化》

《新南洋 (600661) 2017 年三季报点评：营收稳定增长，费用大增致短期盈利能力下降》

■ 公司动态事项

公司2017年实现营收17.24亿元，同比增长24.02%；归属净利润1.23亿元，同比下降32.67%；扣非归属净利润0.63亿元，同比增长17.29%。2018Q1公司实现营收4.48亿元，同比增长28.00%；归属净利润0.18亿元，同比增长12.08%；扣非归属净利润0.14亿元，同比增长0.02%。

■ 事项点评

教育培训稳步发展，巩固 K12，完善职教、国际教育和幼教

2017 年公司教育培训主业实现营收 14.94 亿元，同比增长 26.16%，占比 86.67%；实现归属净利润 9387 万元，同比增长 13.26%，占比 76.24%；毛利率为 46.71% (-0.06pct)、归属净利率为 6.28% (-0.72pct)。其中，K12 教育稳步快速发展，实现营收 12.55 亿元（主业占比 84.0%），同比增长 30.76%，已形成全方位的产品线，涵盖学科辅导和素质提升（国学、艺术、STEM、体育等）；职业教育实现营收 2.37 亿元（主业占比 15.9%），同比增长 5.33%，与山东深泉学院签署战略合作协议，年内已投入 5012 万元，并与五所院校完成合作协议签约，探索专业共建和“院中院”建设，其中一所已于 2017 年秋季招生运营；国际教育托管运营上海交大教育集团奉浦和湖州园区，湖州园区已于 2017 年 9 月顺利开学，国际教育的美高和大学预科招生较大幅度增长；幼教成立全资子公司昂洋教育，托管运营四家世纪昂立幼儿园，年内管理服务费收入 93.95 万元。公司销售、管理、财务费用率分别为 24.25% (+2.69pct)、16.03% (+0.46pct) 和 -0.13% (-0.68pct)。公司年内出售交大昂立股份 1168 万股产生投资收益 4979 万元。扣非后公司归属净利润为 0.63 亿元，同比增长 17.29%，增速低于营收主要系公司新设办学点等导致成本费用开支增加，其中 K12 教育募投项目投资平台南洋昂立年内亏损 3894 万元。截止期末，公司账面预收教育培训及服务费为 11.62 亿元，同比增长 39.16%。

昂立教育：业绩稳步增长，校区建设速度加快，各产品线运营良好

昂立教育全年收入 10.67 亿元，同比增长 21.83%；净利润 1.25 亿元，同比增长 27.28%，净利率小幅提升 0.50pct 至 11.68%；其中 H1/H2 收入分别为 4.72 亿元 (+15.48%) 和 5.95 亿元 (+27.39%)，H1/H2 净利润分别为 0.59 亿元 (+33.48%) 和 0.66 亿元 (+22.17%)。年内昂立教育新增 47 所校区（上半年 20 所、下半年 27 所）、扩建 10 所校区，年末校区总数达到 172 所（根据官网，截止 2018 年 4 月各品牌校区数量：昂立智立方上海 26+江苏 4+浙江 4，昂立中学生上海 28，昂立少儿上海 30，昂立外语上海 51+江苏 1+浙江 1+安徽 1，昂立日语上海 3+江苏 4）。婴幼儿数学思维项目“小法狮”和婴幼儿美语项目“哆来咪”顺利启动，根据官网，目前小法狮、哆来咪在上海分别有 3 所和 2 所校区；2016 年启动的昂立 STEM、智培星少儿英语、夏加儿创意美术等项目运营良好。未来昂立教育一方面深耕上海地区、积极拓展长三角地区，一方面借助全国少儿的网络渠道在全国其他区域落地上海产品，择优并购合作学校，构建中心校体系，拓展全国市场，同时积极发展在线教育。

中金系继续增持，股价存在短期催化

截止2018年4月23日，中金集团及其一致行动人合计持有3736.90万股，占比13.04%，并计划未来6个月内在现有持股比例基础上，继续增持3-10%，体现出对于公司教育业务未来发展的信心。同时，交大产业集团成功发行2017年可交换公司债券，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。产业资本持续增持及可交换债的发行有望推动公司股权结构持续优化，进一步提升管理效率。

投资建议

考虑到公司新开校区短期仍处于业绩爬坡期，成熟期后将有望贡献稳定收益，我们调整 2018-2019 年盈利预测，并新增 2020 年盈利预测，预计 2018-2020 年公司归属净利润分别为 1.57/2.05/2.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.72/0.86 元/股，对应 PE 分别为 48/36/30 倍（按 2018 年 5 月 1 日收盘价 26.20 元/股计算）。昂立教育内生增长稳健，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、政策风险等。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1723.56	2092.84	2569.11	3162.10
年增长率	24.02%	21.43%	22.76%	23.08%
归属于母公司的净利润	123.12	157.26	205.20	245.69
年增长率	-32.67%	27.73%	30.48%	19.73%
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.72	0.86
PER (X)	58.22	47.64	36.39	30.47

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2018/5/1 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	667	654	1117	1474
应收和预付款项	244	261	352	401
存货	76	97	113	143
其他流动资产	1096	1091	1091	1091
长期股权投资	266	286	306	326
投资性房地产	26	26	26	26
固定资产和在建工程	345	391	431	466
无形资产和开发支出	70	79	86	92
其他非流动资产	369	333	319	300
资产总计	3158	3216	3840	4317
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	1523	1461	1921	2200
长期借款	0	0	0	0
其他负债	21	14	14	14
负债合计	1544	1475	1935	2214
股本	287	287	287	287
资本公积	821	821	821	821
留存收益	454	605	803	1039
归属母公司股东权益	1561	1712	1910	2146
少数股东权益	53	29	-3	-42
股东权益合计	1614	1741	1906	2104
负债和股东权益合计	3158	3216	3841	4318

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	378	179	486	376
投资活动产生现金流量	-708	-28	-28	-28
融资活动产生现金流量	435	3	6	10
现金流量净额	106	153	463	357

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1724	2093	2569	3162
营业成本	976	1186	1439	1759
营业税金及附加	13	16	20	25
营业费用	418	492	591	727
管理费用	276	324	393	484
财务费用	-2	0	-3	-7
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	109	20	20	20
其他损益	12	0	0	0
营业利润	162	95	149	194
其他非经营损益	-7	70	70	70
利润总额	155	165	219	264
所得税	50	32	46	57
净利润	104	133	173	207
少数股东损益	-19	-25	-32	-39
归属母公司股东净利润	123	157	205	246

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	43.39%	43.35%	43.98%	44.38%
EBIT/销售收入	8.44%	7.45%	7.99%	7.74%
销售净利率	6.06%	6.33%	6.73%	6.55%
ROE	7.89%	9.18%	10.75%	11.45%
资产负债率	48.89%	45.87%	50.37%	51.27%
流动比率	1.37	1.44	1.39	1.41
速动比率	1.32	0.63	0.77	0.85
总资产周转率	0.64	0.65	0.67	0.73
应收账款周转率	10.99	22.41	25.47	22.88
存货周转率	13.71	12.24	12.72	12.26

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，任何机构和个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。