

研究所

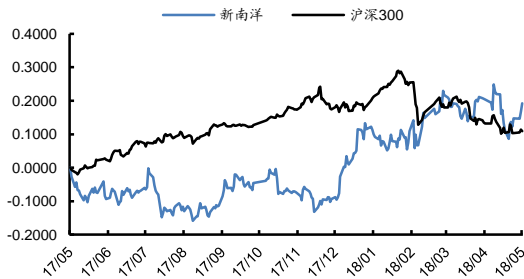
证券分析师：  
021-58980267

张蕾 S0350516070002  
zhangl06@ghzq.com.cn

## 教育稳健快速发展，主业转型平稳过渡

### ——新南洋（600661）2017 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
新南洋	-1.1	7.6	18.0
沪深 300	-2.1	-11.6	10.9

#### 市场数据

市场数据	2018-05-03
当前价格（元）	26.66
52 周价格区间（元）	19.16 - 28.80
总市值（百万）	7639.39
流通市值（百万）	6906.98
总股本（万股）	28654.88
流通股（万股）	25907.65
日均成交额（百万）	36.19
近一月换手（%）	8.37

#### 相关报告

《新南洋（600661）调研简报：背靠优质资源，打造一流教育服务提供商》——2018-01-08

#### 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%。

#### 事件：

新南洋发布 2017 年度及 2018 年 1 季度业绩公告：2017 年，公司实现营业收入 17.24 亿元，同比增长 24.02%；实现归属上市公司股东净利润 1.23 亿元，同比减少 32.67%；每股收益 0.4513 元，同比减少 36.06%；加权平均 ROE9.74%，较上年同期减少 11.27 个百分点。2018 年 1 季度公司实现营业收入 4.48 亿元，同比增长 28%；归属上市公司股东净利润 1799.29 万元，同比增长 12.08%。

#### 投资要点：

- **业绩稳健快速增长，业务正常扩张导致费用端短期承压。** 1) 公司全年营业收入同比增长 24.0%，其中教育培训收入同比增长 24.6%，非教育业务收入同比增长 13.9%。2) 2016 年公司出售交大昂立股份 2200 万股获得 1.42 亿元投资收益导致当年利润规模大幅增长，2017 年公司继续出售交大昂立股份 1168 万股产生投资收益 4979 万元。剔除该因素影响，2017 年税前利润总额实际同比增长约 52%。3) 业务扩张带来的费用增幅大于收入增幅，一定程度使得公司业绩短期承压，其中 K12 教育投资平台子公司南洋昂立教育 2017 年亏损约 3894 万元，乃为新拓办学点的正常投入所致。
- **教育主业突出，非教育培训业务收入占比继续降低。** 1) 2017 年公司教育培训业务实现营业收入 14.94 亿元，占总营业收入 86.7%；实现归属上市公司股东净利润 9386.72 万元，净利润占比 76.24%。2) 非教育类其它综合收入 2.23 亿元，收入占比约 13%，较去年收入占比下降约 1.2 个百分点，公司将继续推进非教育培训业务资产处置和业务转型。
- **四大教育培训业务发展情况良好，K12 教育业务增长迅速。** 1) K12 教育业务稳步快速发展，2017 年全年实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 30.76%，占上市公司总收入的 72.8%，截止 2017 年底校区总数达 172 所。2) 职业教育实现营业收入 2.37 亿元，同比增长 5.33%，收入占比 13.8%。其中学历教育方面，在与相关院校战略合作协议推进、合作模式探索方面进展顺利，非学历培训方面部分培训业务快速增长。3) 国际教育蓄势待发，幼教业务启航。其中，湖州现代教育园区项目已于 2017 年 9 月开学，国际教育项目招生有较大幅度增长，幼教方面完成了与四家世纪昂立幼儿园托管运营协议

的签署。

- **毛利率保持平稳，费用率有所提升。** 1) 公司 2017 年全年毛利率水平 43.39%，教育业务毛利率 46.71%，较上年相比均维持平稳，非教育业务的整体毛利率水平较上年减少 3.1 个百分点。2) 销售费用、管理费用分别同比增长 39.5%、27.7%，高于全年总营收增幅，主要为公司业务规模拓展导致的营销费用、人员薪酬以及研发支出增加所致。全年三项费用率 40.15%，较上年提升 2.47 个百分点。
- **盈利预测和投资评级：维持增持评级** 预计公司 2018-2020 年归属上市公司股东净利润分别为 1.63 亿元/1.95 亿元/2.30 亿元，EPS 分别为 0.57 元/0.68 元/0.80 元，对应动态 PE 分别为 46.8 倍/39.1 倍/33.2 倍。公司教育主业突出且呈稳健快速发展态势，背靠上海交大优质教育资源，教育产品和业务条线逐步完善，中长期发展基础稳固。大股东连续增持将使得公司股权结构更加优化，业务及管理机制将更加灵活。维持增持评级。
- **风险提示：** 1) 政策风险；2) 行业竞争加剧；3) 经营业绩不达预期风险；4) 成本费用持续上升风险；5) 市场波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1,724	2,190	2,706	3,339
增长率(%)	24.0%	27.0%	23.6%	23.4%
归母净利润（百万元）	123	163	195	230
增长率(%)	24.2%	26.8%	23.0%	22.7%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.57	0.68	0.80
ROE(%)	6.5%	8.4%	9.8%	11.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新南洋盈利预测表

					2018-05-0				
证券代码:	600661.SH				股价:	26.66			
					投资评级:	增持			
					日期:	4			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6%	8%	10%	11%	EPS	0.45	0.57	0.68	0.80
毛利率	43%	44%	44%	44%	BVPS	5.45	5.75	6.12	6.55
期间费率	41%	39%	39%	39%	<b>估值</b>				
销售净利率	6%	6%	6%	6%	P/E	62.1	46.8	39.1	33.2
<b>成长能力</b>					P/B	4.9	4.6	4.4	4.1
收入增长率	24%	27%	24%	23%	P/S	4.4	3.5	2.8	2.3
利润增长率	24%	27%	23%	23%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.55	0.60	0.65	0.69	营业收入	172,356	218,952	270,605	333,900
应收账款周转率	26.58	26.58	26.58	26.58	营业成本	97,568	123,682	152,118	186,639
存货周转率	12.82	12.82	12.82	12.82	营业税金及附加	1,350	1,642	2,030	2,504
<b>偿债能力</b>					销售费用	41,789	52,549	64,945	80,136
资产负债率	49%	54%	58%	61%	管理费用	27,630	35,032	43,297	53,424
流动比	1.37	1.35	1.31	1.28	财务费用	(225)	(3,500)	(4,500)	(5,000)
速动比	1.32	1.30	1.26	1.23	其他费用/(-收入)	(10,676)	(11,402)	(11,972)	(12,571)
<b>资产负债表 (万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	16,170	20,950	24,688	28,768
现金及现金等价物	66,744	81,332	91,440	103,761	营业外净收支	(703)	0	0	0
应收款项	6,485	8,238	10,181	12,563	利润总额	15,467	20,950	24,688	28,768
存货净额	7,613	9,650	11,869	14,562	所得税费用	5,020	6,800	7,406	8,055
其他流动资产	127,371	161,805	199,977	246,752	净利润	10,447	14,150	17,282	20,713
<b>流动资产合计</b>	<b>208,213</b>	<b>261,026</b>	<b>313,468</b>	<b>377,638</b>	少数股东损益	(1,865)	(2,181)	(2,263)	(2,292)
固定资产	34,528	31,423	28,597	26,025	归属于母公司净利润	12,312	16,331	19,545	23,004
在建工程	42	42	42	42	<b>现金流量表 (万元)</b>				
无形资产及其他	46,493	44,343	48,342	52,341	经营活动现金流	37,827	20,229	22,106	25,180
长期股权投资	26,564	26,564	26,564	26,564	净利润	12,312	16,331	19,545	23,004
<b>资产总计</b>	<b>315,839</b>	<b>363,397</b>	<b>417,013</b>	<b>482,610</b>	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4,283	4,612	3,964	3,431
应付款项	6,339	8,035	9,883	12,125	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	117,702	149,522	184,796	228,020	营运资金变动	21,232	(714)	(1,403)	(1,255)
其他流动负债	28,263	35,756	44,066	54,194	投资活动现金流	(70,763)	5,254	(1,173)	(1,427)
<b>流动负债合计</b>	<b>152,303</b>	<b>193,314</b>	<b>238,745</b>	<b>294,340</b>	资本支出	(4,852)	3,105	2,826	2,572
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	3,714	0	0	0
其他长期负债	2,101	2,101	2,101	2,101	其他	(69,625)	2,149	(3,999)	(3,999)
<b>长期负债合计</b>	<b>2,101</b>	<b>2,101</b>	<b>2,101</b>	<b>2,101</b>	筹资活动现金流	43,492	(10,846)	(10,825)	(11,431)
<b>负债合计</b>	<b>154,405</b>	<b>195,415</b>	<b>240,847</b>	<b>296,441</b>	债务融资	(5,000)	0	0	0
股本	28,655	28,655	28,655	28,655	权益融资	59,906	0	0	0
股东权益	161,434	167,982	176,166	186,169	其它	(11,414)	(10,846)	(10,825)	(11,431)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>315,839</b>	<b>363,397</b>	<b>417,013</b>	<b>482,610</b>	现金净增加额	10,556	14,638	10,108	12,321

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。