

日期: 2015年2月5日

行业: 传媒行业



张涛  
021-53519888-1967  
Zhangtao@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120023

## 深耕 K12 教育，收购与内生并进

### 基本数据 (14Y)

报告日股价 (元)	25.64
12mthA 股价格区间 (元)	16.90/32.19
总股本 (百万股)	259
无限售 A 股/总股本	67.18%
流通市值 (百万元)	4900
每股净资产 (元)	1.97
PBR (X)	13

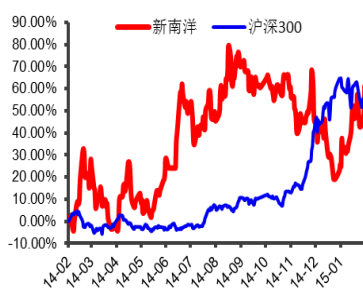
### 主要股东 (14Q3)

上海交大产业投资管理集团	25.77%
上海交大企业管理中心	12.71%
上海起然教育管理咨询	0.97%

### 收入结构 (13Y)

教育与服务	86.69%
精密制造	9.11%
数字电视运营	3.37%

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZT15-CR01

首次报告日期:

相关报告:

### ■ 投资摘要

#### 专注于 K12 教育培训服务

公司从事 K12 教育、语言培训服务、国际教育及职业教育的教育服务，其中以昂立科技为平台的 K12 教育培训和以教育集团为平台的职业教育和海外教育学院。由于面对互联网在线教育的竞争，和众多的对手的竞争，成人语言及培训市场已经处于红海，公司在这方面的业务逐渐收缩，公司专注于 K12 市场，做 K12 的语言、语文、数学、物理、化学多学科的辅导培训业务。

#### 内生增长在于上海和长三角的市场拓展

K12 培训有很强的地域性，特别是多学科交叉后，地域性集中的特点更加显著，公司一方面将继续深耕上海市场，另外一方面向长三角市场进行教学点的布局，开拓长三角市场。目前昂立科技教学点共有 78 个，其中 61 个位于上海，目前以上海市场为主。在未来拓展方面，昂立学院计划在 2013 年-2017 年新开教学点 31 个，昂立中心计划在 2013 年-2017 年新开教学点 12 个，新开教学点共 43 个。但是考虑到上市后资金的充裕，新开教学点的速度和规模会加快。

#### 布局线下和线上融合的 O2O 模式，并购或成为主要方式

目前公司主要通过 1 对 1 或者 1 对 3 等方式，以线下教育为主。公司通过昂立科技母公司拥有昂立的品牌、教师培训、内容库资源和管理系统等核心资源，昂立中心和昂立学院成为公司销售及业务网点。核心资源都集中在母公司层面，下面的网点很容易复制。但是由于新的网点的建设需要一定的培育期，包括教师培训和口碑的形成等等，公司的内生增长相对平稳。公司逐渐以线下的优势，开始 O2O 的融合发展，业务逐渐向线上发展。公司目前仍然处于对自身资源的信息、网络化阶段，公司开发自身的教学资源库、题库、教学管理等，我们认为并购或成为未来拓展的主要手段。

#### 公司将受益于上海国企改革

公司受益于上海国企的改革，有望解决管理层的激励问题，同时加速并购，迅速完成其 O2O 的教育战略布局，我们预计 14/15/16 年每股盈利分别为 0.23/0.32/0.45 元，对应动态市盈率分别是 112/79/56x，同时公司定增的价格为 25.11 元。我们给予增持的评级。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	498.99	565.18	1416.00	1675.01	2028.23

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

年增长率 (%)	-5.75%	13.27%	150.54%	18.29%	21.09%
归属于母公司净利润	-49.82	14.95	59.30	83.31	116.82
年增长率 (%)	-1511.62%	130.01%	296.62%	40.49%	40.22%
每股收益 (元)	-0.192	0.058	0.229	0.322	0.451
PER (X)	-133	444	112	79	56

数据来源：上海证券整理 2月4日收盘价

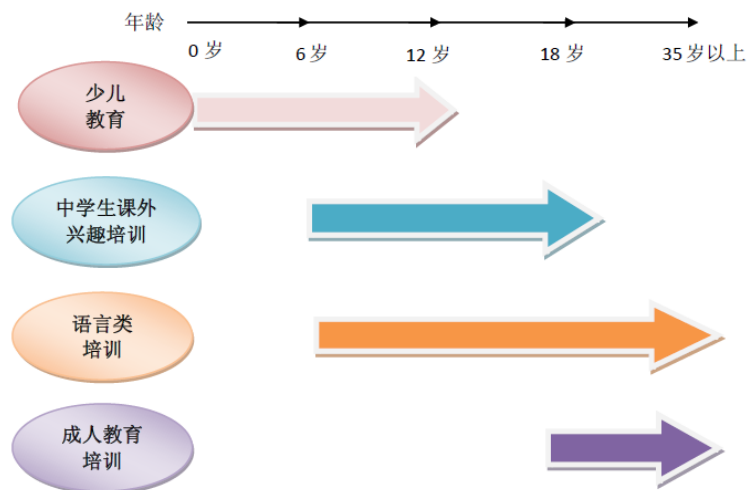
## 一. 公司以教育培训服务为主

### 1.1 公司专注教育培训服务

公司从事 K12 教育、语言培训服务、国际教育及职业教育的教育服务，其中以昂立科技为平台的 K12 教育培训和以教育集团为平台的职业教育和海外教育学院。公司从 20 世纪 90 年代最早的大学四、六级和口语培训逐步发展，到现在涵盖少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务等完整的**终身教育产业链**。

昂立科技通过旗下培训机构向客户提供非学历培训业务主要涵盖：少儿教育、中学生课外兴趣培训、语言类培训、成人教育、教育培训咨询服务等多元化非学历教育服务。

图 1 公司的教育培训业务



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 1.2 公司现有业务稳步增长

公司收购昂立科技并表之后，2013 年的收入达到 12.15 亿元，（合并后）同比增长 17.21%，收入增长主要是因为昂立科技 2013 年收入达到 6.50 亿元，同比增长 20.9%，保持快速的增长。2014 年公司业绩预告 2014 年度归属于上市公司股东的净利润约为 5800 万元以上，较去年同期增长 280% 以上。如果追溯调整合并后 2013 年的净利润 5389 万元，同比增长 7.63%。

表 1 公司近年业绩 单位：百万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E
收入	529.43	498.99	565.18	1416.00

<b>收入增速</b>	-	-5.75%	13.27%	150.54%
<b>净利润</b>	3.53	-49.82	14.95	59.30
<b>净利润增速</b>	-45.72%	-	130.01%	296.62%

资料来源：上海证券研究所整理

### 1.3 业务集中在 K12 教育培训

虽然公司教育培训业务覆盖少儿教育、中学生课外培训教育、语言类培训和成人教育培训，但是针对成人、大学生的四、六级等英语培训，由于面对互联网在线教育的竞争，和众多的对手的竞争，市场已经处于红海，公司在这方面的业务逐渐收缩，公司专注于 K12 市场，做语言、语文、数学、物理、化学多学科的辅导培训。

在培训的方式方面：基本以线下的小班和一对一为主，强调面对面的互动教育方式，其中小班的形式占将近 70% 业务量，一对一占 30% 业务量。从学科上，40% 收入来自于英语培训。公司目前仍然以线下小班的培训方式为主。

## 二. 以上海为基地，向长三角拓展

### 2.1 目前市场主要集中在上海

由于 K12 培训有非常强的地域性，尤其是多个学习科目交叉后，地域性的集中的特点会更加显著，公司一方面将继续深耕上海市场，另外一方面向长三角教学点布局，开拓长三角市场。

昂立科技旗下培训机构设立的教学点目前共有 78 个，其中 61 个教学点位于上海，在全国其他省市：南京、南通、无锡、苏州各 1 个，长沙和杭州分别有 7 个和 6 个教学点。教学点分布在上海的达到 80% 以上，其业务收入也主要来自于上海。

目前上海 K12 培训潜在市场还有很大的空间，在潜在学生数量方面，2010 年、2011 年上海出生人口分别为 10.02 万人和 10.15 万人，2012 年上海市常住出生人口约为 18 万人，近 5 年的出生率约为 8%。根据有关专家估计，上海未来数年的出生率都将达到这个水平，再加上在上海地区上学的外地户籍儿童，未来数年内上海市小学在校平均人数都将达到 73 万人左右。

昂立科技在未来几年中均有新开教学点的计划，昂立学院（中学生、成人）计划在 2013 年-2017 年新开教学点 31 个，昂立中心（儿童）计划在 2013 年-2017 年新开教学点 12 个，总计新开教学点 43 个。我们认为随着公司的上市之后，公司的新开教学点的规模将增长。

### 2.2 公司布局教育培训的 O2O 模式

昂立科技及其子公司的收入主要来源于提供教育培训，从而获取收入，收入来源于昂立中心和昂立学院及母公司，子公司昂立中心和昂立学院的收入来源于教育培训收入。母公司则通过授权旗下培训机构使用“昂立教育”等一系列品牌并相应收取品牌使用费，使其旗下培训

机构有权在招生、宣传等公开场合使用“昂立教育”品牌；同时，昂立科技母公司有偿提供自主研发的教育培训管理系统给旗下培训机构使用，并确保及维护该系统正常有效运作。

公司通过母公司拥有昂立的品牌、教师培训、内容库资源和管理系统资源等核心资源，昂立中心和昂立学院成为公司销售及业务网点。我们认为核心资源都集中在母公司层面，下面的网点很容易复制，特别是在上海地区。但是由于新的网点的建设需要一定的培育期，包括教师培训和口碑的形成等等，公司的增长相对较平稳。

昂立科技业务主要集中在 K12 的课外培训，其与中小学学生的课堂教育结合相对比较紧密，且中小学学生的自制力不强，很难自我驱动在网上学习，公司仍然以线下培育为主。

公司目前仍然处于对自身资源的信息化、网络化阶段，公司开发自身的教学资源库、题库、教学管理等。公司逐渐以线下的优势，开始 O2O 的融合发展，业务逐渐向线上发展。同时公司与 2011 年在线教育集团 Mega Study 合作创办在线考研教育平台——高学网 ([www.onlystudy.cn](http://www.onlystudy.cn)), 开创 mook 学院业务。

### 2.3 并购扩张将成为重要手段

近年教育行业的并购不断，市场开始向优势集团集中，例如国际教育集团培生集团收购华尔街英语。本土的教育集团也迅速开始圈地，巨人教育集团在武汉、南昌、西安、广东、广西等城市大势并购了当地最大规模的教育培训机构。这种并购化的趋势导致全国的教育机构竞争力发生了快速的改变，并购活动将成为行业的主流。

公司一方面在区域市场迅速开店扩展，同时利用并购手段，迅速扩展市场的，线上战略也是公司的重要并购方向。

### 三. 公司的业绩预测

#### 3.1 公司的收入预测

公司的业绩增长依赖于公司开店的增长,在不考虑外延式并购增长的因素,公司业务稳步增长。

**表 2 公司业绩预测**
**单位: 万元**

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
教育与服务	32,755	32,864	34,220	40,341	47,603	54,743	60,218
昂立科技		39,846	53,770	64,997	81,246	101,557	132,025
精密制造	21,983	19,492	15,048	11,073	7,751	6,201	5,581
数字电视运营				4,093	4,000	4,000	4,000
其他业务收入		587	631	1,011	1,000	1,000	1,000
合计		92,789	103,669	121,515	141,600	167,501	202,823

资料来源: 上海证券研究所整理

### 3.2 公司的业绩预测

表 3 损益简表及预测 单位：百万元

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	498.99	565.18	1416.00	1675.01	2028.23
营业成本	396.42	436.08	845.11	993.11	1188.22
营业税金及附加	6.92	9.80	35.40	36.85	40.56
营业费用	30.75	38.61	261.96	309.88	375.22
管理费用	69.39	64.23	174.17	204.35	245.42
财务费用	21.98	20.17	21.34	15.14	10.56
资产减值损失	18.62	1.42	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-4.01	26.33	0.00	0.00	0.00
投资收益					
营业利润	-49.11	21.20	93.02	130.68	183.25
非经营性损益	2.87	5.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	-46.24	26.27	93.02	130.68	183.25
所得税费用	4.93	5.43	23.26	32.67	45.81
净利润	-51.17	20.84	69.77	98.01	137.43
少数股东损益	-1.35	5.89	10.46	14.70	20.62
归属于母公司受益者的净利润	-49.82	14.95	59.30	83.31	116.82
每股收益（元）	-0.192	0.058	0.229	0.322	0.451

数据来源：公司报告，上海证券研究所；总股本 2.59 亿股

## 分析师承诺

分析师 张涛

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±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±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。