

日期: 2017年08月31日

行业: 教育



昂立教育内生增长强劲, 定增推动职教项目落地

——2017年中报点评

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

■ 公司动态事项

公司发布2017年中报, 2017H1实现营收7.93亿元, 同比增长21.32%; 归属净利润4228.55万元, 同比增长10.23%; 扣非后归属净利润4258.27万元, 同比增长35.45%, EPS=0.15元/股。公司拟每10股派现2元。

■ 事项点评

业绩总体符合预期, 教育培训增长 22%, 总收入占比 85%

(1) 分业务看: 报告期内, 公司教育培训实现营收 6.76 亿元, 同比增长 22.02%, 保持良好增长态势, 总收入占比达到 85.26%, 教育培训主业性质突出。其中, K12 教育和职业教育分别实现营收 5.74 亿元 (占教育培训收入的 85%) 和 1.03 亿元 (占教育培训收入的 15%), 同比分别增长 26.97% 和 1.04%。国际教育方面, 已托管运营了上海交大教育集团奉浦和湖州两个现代教育示范园区项目, 其中湖州项目将于 2017 年 9 月开学, 美高和大学预科项目招生均有较大幅度增长。幼教方面, 公司出资 1000 万成立了全资子公司昂洋教育开展业务, 近期公司与交大企管中心签署框架协议, 将托管运营四家世纪昂立幼儿园, 按幼儿园学费收入的 5% 收取管理服务费, 未来有望收购该四家园所。公司继续推进对非教育培训业务的资产整合及业务调整, 数字电视公司的清产核资方案已上报主管部门审批, 业务进一步聚焦于教育培训。

(2) 分季度看: 公司 2017Q1/Q2 营收分别为 3.50/4.43 亿元, 同比分别增长 20.98%/21.59%; 归属净利润分别为 0.16/0.26 亿元, 同比分别增长 15.96%/6.99%, 2017Q2 归属净利润同比增速放缓主要系去年同期政府补贴较多使得基数较高。2017Q1/Q2 扣非后归属净利润同比分别增长 9.23%/53.64%, 季度同比增速大幅提升。

(3) 毛利率小幅改善: 公司整体毛利率较去年同期小幅提升 0.50pp 至 42.85%, 主要系营收增速高于成本增速。

(4) 新办学点业务拓展推高费用率: 期间费用率同比提升 5.68pp 至 38.97%, 主要系新办学点业务拓展使得销售费用率同比提升 2.99pp 至 20.77%、管理费用率同比提升 3.23pp 至 17.92%。因归还银行贷款减少利息支出, 公司财务费用率降至 0.27%。

昂立教育保持快速发展, 多条业务线启动蓄力

昂立教育实现营收 4.72 亿元, 同比增长 15.48%; 实现净利润 5900.27 万元, 同比增长 33.47%; 实现归属净利润 5354.31 万元, 同比增长 47.70%, 新拓校区 20 所, 完成预定目标, 整体保持快速增长。盈利持续增强, 净利率较去年同期提升 1.69pp 至 12.51%。报告期内, 昂立旗下幼儿 (3-12 岁) 数学思维能力培训高端品牌小法狮顺利启动, 新拓 3 家校区, 采用 6-8 人小班授课, 业务包括数学思维、拼音、看图说话、幼小衔接及寒暑假特训营。高端幼儿外教口语项目哆来咪正式启动。昂立 STEM、高端少儿英语智培星、夏加儿美术等项目运营良好。在线一对一嗨课堂完成 5000 万元 A 轮融资, 目前注册用户上百万, 实际付费用户过万, 客单价高于竞品, 续费率约为 85%。2017 年 1 月, 昂立联合众多知名教育机构共同发起成立 “G10Teacher 师享

基本数据 (2017.8.30)

报告日股价 (元)	20.47
12mth A 股价格区间 (元)	19.39/34.12
总股本 (百万股)	286.55
无限售 A 股/总股本	63.31%
流通市值 (亿元)	53.03
每股净资产 (元)	5.20
PBR (X)	3.94

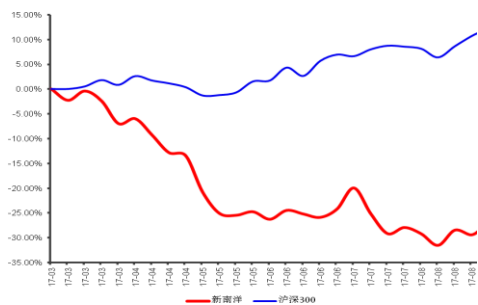
主要股东 (2017H1)

交大产业集团	22.52%
交大企管中心	12.45%
上海起然教育	6.86%
汇添富民管活力混合型基金	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》

汇”，为 K12 行业教师提供师资认证、师资培训及师资输出服务，目标成为“中国最大的 K12 行业师资认证与输出平台”。

职业教育营收基本持平，定增推动校企合作

公司依托新南洋教育科技及交大教育（集团）两家平台公司开展职业教育业务，报告期内职业教育营收 1.03 亿元，同比微增 1.04%。其中，交大教育（集团）（持股 63.5%）营收同比大幅增长 93.53% 至 1.24 亿元，业务规模继续扩大，但因教育培训新项目较多，盈利能力较弱，净利润为亏损 1390.46 万元，致公司亏损 277.29 万元。非学历培训方面，党政干部、游戏动漫等业务快速增长，同时整合魔力多科技等共建“上海交大教育集团中国（南京）软件谷软件学院”拓展新项目。学历教育方面，定增募投项目取得实质性推进，公司与山东深泉学院签署战略合作协议，并积极探索院校合作共建专业，与河南新乡职业技术学院签署合作办学协议，将于 2017 年招生运营，与山东滨州职业学院、甘肃钢铁职业技术学院达成合作意向。

■ 投资建议

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。维持原有盈利预测，预计 2017-2019 年归属净利润分别为 0.93/1.29/1.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.45/0.60 元/股，对应 PE 分别为 64/45/34 倍（2017 年 8 月 30 日收盘价 20.47 元/股）。维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

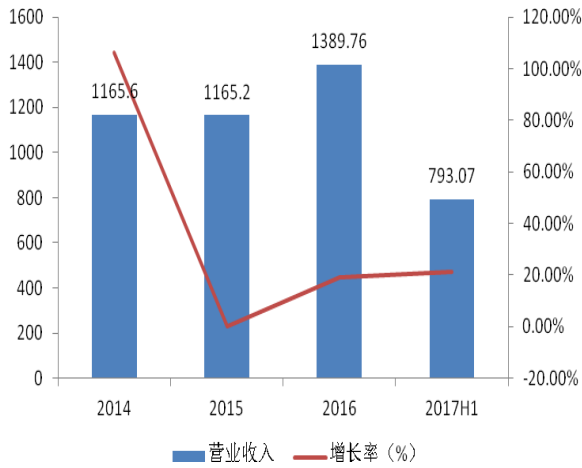
业务拓展不及预期、市场竞争加剧风险等。

■ 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	1663.51	2061.19	2606.49
年增长率	19.27%	19.70%	23.91%	26.46%
归属于母公司的净利润	182.87	92.67	129.35	170.36
年增长率	204.26%	-49.32%	39.58%	31.70%
每股收益（元）	0.64	0.32	0.45	0.60
PER (X)	31.98	63.97	45.49	34.12

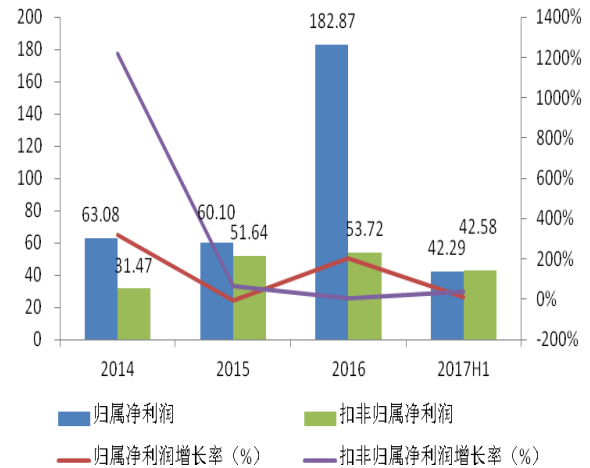
资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2017/8/30 收盘价）

图 1 公司收入及增速 (百万元, %)



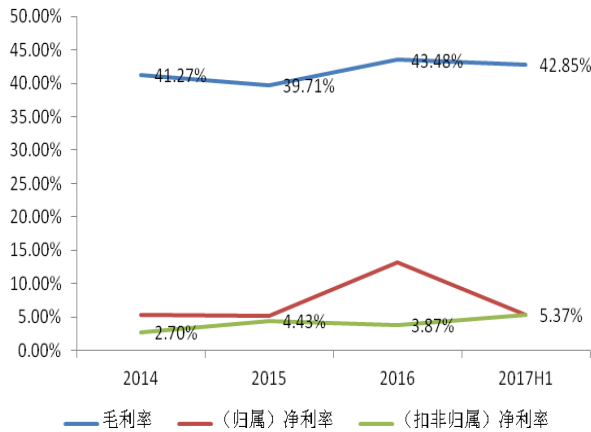
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 2 公司净利润及增速 (百万元, %)



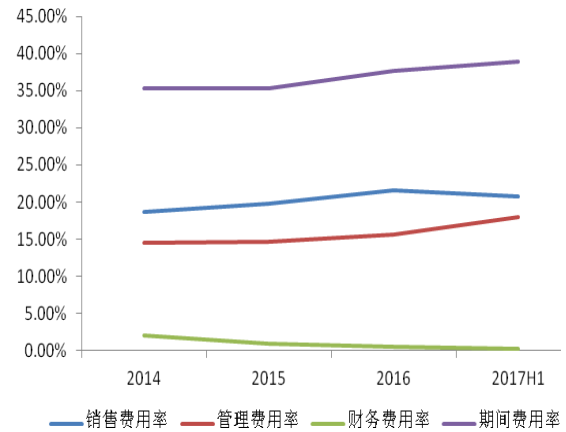
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 3 公司毛利率&净利率水平



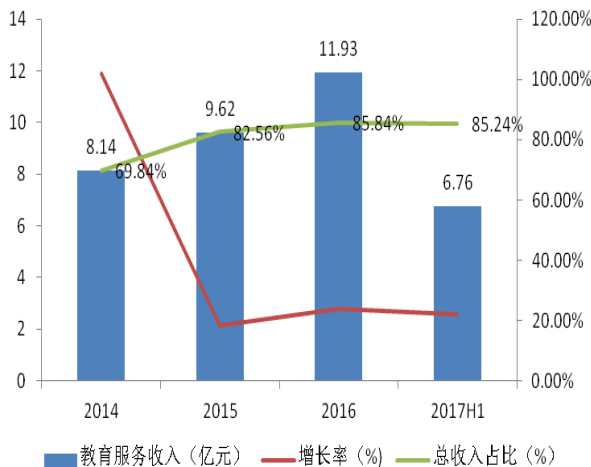
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 4 公司费用率水平



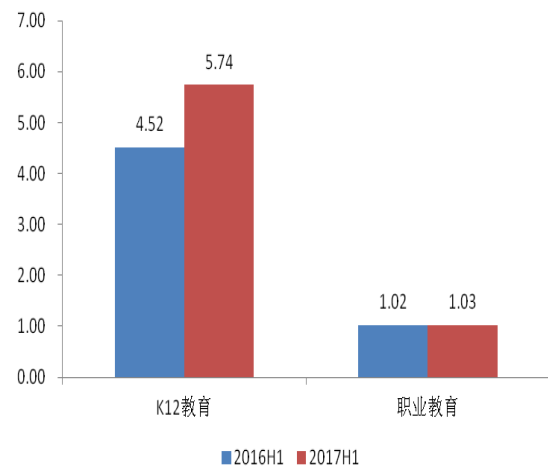
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 5 公司教育服务主业性质突出

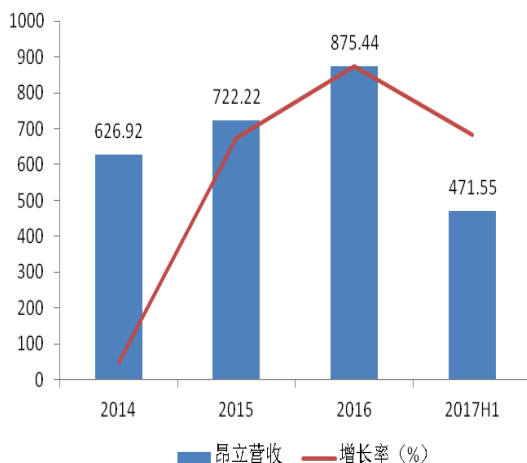


数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

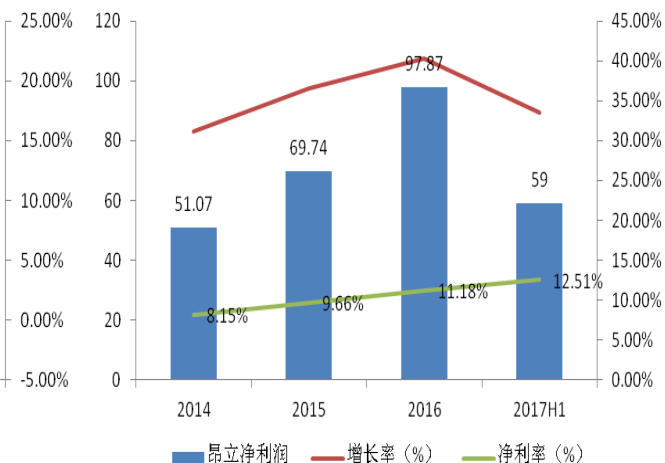
图 6 公司 K12 及职业教育收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 7 昂立教育收入及增速 (百万元, %)


数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 8 昂立教育净利润及增速 (百万元, %)


数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

表 1 主要控股参股公司经营情况

	持股比例	营业收入 (百万元)			对上市公司贡献净利润 (百万元)		
		2016H1	2017H1	增速 (%)	2016H1	2017H1	增速 (%)
昂立教育	100%	408.34	471.55	15.48%	36.25	53.54	47.72%
交大教育 (集团)	63.50%	64.17	124.19	93.53%	1.27	(2.77)	转亏
交大海外教育	52%	62.20	55.04	-11.52%	(0.41)	0.31	扭亏为盈
南洋机电	100%	54.46	88.96	63.34%	(1.83)	0.87	扭亏为盈
数字电视产业投资	100%	19.76	15.64	-20.86%	(0.92)	(0.24)	-74.41%
交大昂立	15.03%	138.28	139.44	0.85%	10.23	8.87	-13.21%

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	379	1360	921
应收和预付款项	172	236	268	368
存货	66	152	114	217
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
资产总计	2083	2179	3144	2885
短期借款	50	0	0	0
应付和预收款项	1024	488	1329	907
长期借款	0	0	0	0
其他负债	3	3	3	3
负债合计	1078	492	1333	910
股本	259	287	287	287
资本公积	254	819	819	819
留存收益	424	513	637	801
归属母公司股东权益	937	1619	1743	1907
少数股东权益	69	68	68	68
股东权益合计	1006	1687	1811	1975
负债和股东权益合计	2083	2179	3144	2885

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	-511	1057	-366
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	547	15	19
现金流量净额	196	-46	980	-438

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1390	1664	2061	2606
营业成本	786	940	1148	1432
营业税金及附加	28	33	41	52
营业费用	300	358	443	560
管理费用	216	260	319	404
财务费用	8	-8	-20	-26
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	165	32	32	32
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	215	112	161	216
营业外收支净额	9	11	11	11
利润总额	225	123	172	227
所得税	42	31	43	57
净利润	182	92	129	170
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	183	93	129	170

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	43.48%	43.47%	44.32%	45.06%
EBIT/销售收入	16.11%	6.95%	7.40%	7.71%
销售净利率	13.13%	5.56%	6.26%	6.52%
ROE	19.52%	5.73%	7.42%	8.93%
资产负债率	51.73%	22.57%	42.39%	31.55%
流动比率	1.00	2.42	1.62	2.12
速动比率	0.56	1.26	1.22	1.42
总资产周转率	0.67	0.76	0.66	0.90
应收账款周转率	21.23	17.09	19.75	17.30
存货周转率	11.86	6.21	10.05	6.59

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。