

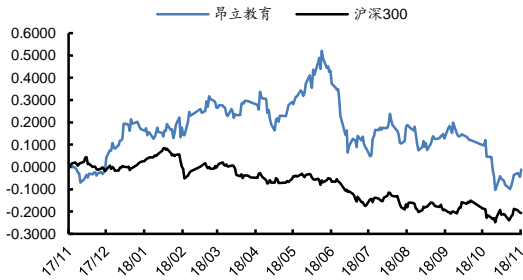
研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangli06@ghzq.com.cn

正式更名昂立教育，教育主业发展持续稳健

——昂立教育（600661）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
昂立教育	-11.8	-16.1	2.2
沪深300	-2.4	-3.1	-20.6

市场数据

2018-11-08

当前价格（元）	21.06
52周价格区间（元）	18.58-33.2
总市值（百万）	6034.72
流通市值（百万）	5456.15
总股本（万股）	28654.88
流通股（万股）	25907.65
日均成交额（百万）	35.64
近一月换手（%）	6.47

相关报告

- 《新南洋（600661）公司动态研究：股权结构持续优化，外延扩张快速推进》——2018-07-27
- 《新南洋（600661）2017年报点评：教育稳健快速发展，主业转型平稳过渡》——2018-05-04
- 《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%。

投资要点：

- 培训机构监管加强中长期对公司业务无实质性影响，K12教培核心业务增速稳定。**从针对校外培训机构的整顿规范情况来看，对存量网点在场地、装修、消防等方面要求更加严格，影响体现在采购成本和回款周期上，对收费周期的要求影响主要体现在给客户的部分学费优惠政策和交费方式上。整顿规范的影响是短期且行业层面的，中长期来看对于昂立教育业务发展没有本质的影响。目前公司的四大业务板块中，K12教育培训仍然是贡献最大的部分，从3季报的报表来看，收入的增长态势并没有减缓，预计今年可维持20-30%的增速。截止到2018年中报，公司线下网点共199家，包括昂立外语、智立方、上海少儿和东书房，绝大多数位于上海地区，预计到年报网点数还会有增加。异地扩张方面采取的是在各地成立分公司，找有过合作关系的学校做旗舰、实现在当地的品牌输出和网点拓展，按照今年新开学的情况来看，成本方面还是会有一定压力，预计今年利润率不会有明显提升。
- 轻资产模式积极布局幼教、职教、国际教育板块，定位综合教育培训服务提供商。**公司K12教育培训业务较为成熟，幼儿园采用代运营的模式，国际教育的轻资产模式尚在探索中，以严格按照合规要求、稳健扩张为原则。商业模式上，上市公司派遣有经验的学校管理层、协助学校筹建和招生初期的相关工作，提供包括教教职工招聘、宣传和招生工作、学校运营管理等服务，收取固定的管理费报酬，因学校运营相关成本不在上市公司，因此目前国际教育板块有盈利。职业学校方面，涉及到学历教育的仍采用管理输出模式，根据各合作学校情况不同会有不同的协议约定收费分成方式。
- 产业资本不断加持，公司控制权未发生变更。**截止2018年10月底，中金投资（集团）及一致行动人继续增持股份数占上市公司总股本比例8.14%，增持价格区间23-29元/股，增持计划完成后持股比例21.18%，持续看好教育行业和公司未来发展前景。大股东交大产业投资管理集团发行的可交换债于4月份进入换股期，以及交大企管中心9月份的减持后，交大系持股比例目前为22.58%。产业资本和实际控制人的持股比例差距进一步缩小，但截止目前公司控制权未发生变更，产业资本是否会继续增持尚不确定，需做进一步沟通。
- 盈利预测和投资评级：维持增持评级**考虑到行业整顿规范以及扩张带来的成本费用压力，我们适当的调低对公司短期内收入增幅的假

设，但仍维持教育业务收入增速在 20%-30%区间的判断，同时基于审慎性原则暂不考虑韩国 CDL 公司股权收购影响。预计公司 2018-2020 年归属上市公司股东净利润分别为 1.19 亿元、1.56 亿元、2.25 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.54 元、0.78 元，对应 PE 分别为 50.6 倍、38.7 倍、26.8 倍。随市场下跌公司股价近期有一定幅度调整，考虑公司为 A 股市场为数不多的业务较为纯粹的教育股标的，具有一定的稀缺性，估值水平仍在合理区间。公司定位综合教育培训服务提供商，深耕 K12 教育培训核心业务多年，借力交大教育资源已在华东区域形成较强的品牌影响力，同时幼教、职教和国际教育以轻资产模式推进、不断探索新业务领域更加合理的介入方式，看好公司 K12 教育业务持续稳健发展以及其它细分领域的成长空间。维持公司增持评级。

- **风险提示：** 1) 政策风险；2) 行业竞争和业务扩张风险；3) CDL 公司股权收购交易的不确定性；4) 股价波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1,724	2,066	2,516	3,078
增长率(%)	24.0%	19.9%	21.8%	22.3%
归母净利润（百万元）	123	119	156	225
增长率(%)	-32.7%	-3.2%	30.8%	44.3%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.42	0.54	0.78
ROE(%)	de	6.6%	8.3%	11.3%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：昂立教育盈利预测表（暂不考虑 CDL 公司股权收购影响）

证券代码:	600661.SH				股价:	21.06	投资评级:	增持	日期:	2018-11-08			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标								
ROE	6%	7%	8%	11%	EPS				0.43	0.42	0.54	0.78	
毛利率	43%	45%	45%	46%	BVPS				5.45	5.67	5.96	6.38	
期间费率	41%	38%	37%	36%	估值								
销售净利率	6%	5%	6%	7%	P/E				49.0	50.6	38.7	26.8	
成长能力					P/B				3.9	3.7	3.5	3.3	
收入增长率	24%	20%	22%	22%	P/S				3.5	2.9	2.4	2.0	
利润增长率	-33%	-3%	31%	44%	利润表 (万元)				2017	2018E	2019E	2020E	
营运能力					营业收入	172,356	206,626	251,593	307,802				
总资产周转率	0.55	0.59	0.63	0.68	营业成本	97,568	114,551	137,250	166,479				
应收账款周转率	26.58	19.48	20.58	21.81	营业税金及附加	1,350	1,198	1,459	1,785				
存货周转率	12.82	12.82	12.82	12.82	销售费用	41,789	49,590	57,866	67,716				
偿债能力					管理费用	27,630	28,928	35,223	43,092				
资产负债率	49%	52%	56%	59%	财务费用	(225)	(413)	(377)	(369)				
流动比	1.37	1.34	1.32	1.31	其他费用/(-收入)	(10,676)	(2,651)	0	0				
速动比	1.32	1.29	1.27	1.26	营业利润	16,170	15,423	20,171	29,098				
资产负债表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	(703)	0	0	0				
现金及现金等价物	66,744	76,665	88,749	104,940	利润总额	15,467	15,423	20,171	29,098				
应收款项	6,485	10,605	12,223	14,111	所得税费用	5,020	4,349	5,688	8,206				
存货净额	7,613	8,938	10,709	12,989	净利润	10,447	11,074	14,483	20,893				
其他流动资产	127,371	146,498	178,379	218,231	少数股东损益	(1,865)	(848)	(1,110)	(1,601)				
流动资产合计	208,213	242,705	290,061	350,271	归属于母公司净利润	12,312	11,922	15,593	22,493				
固定资产	34,528	32,802	31,162	29,604	现金流量表 (万元)				2017	2018E	2019E	2020E	
在建工程	42	1,772	1,772	1,772	经营活动现金流	37,827	18,814	21,299	28,871				
无形资产及其他	46,493	43,930	43,930	43,930	净利润	12,312	11,922	15,593	22,493				
长期股权投资	26,564	29,576	29,576	29,575	少数股东权益	0	0	0	0				
资产总计	315,839	350,784	396,499	455,151	折旧摊销	4,283	2,956	2,864	2,537				
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0				
应付款项	6,339	7,442	8,917	10,816	营运资金变动	21,232	3,936	2,842	3,840				
预收帐款	117,702	141,105	171,813	210,198	投资活动现金流	(70,763)	(452)	1,640	1,558				
其他流动负债	28,263	32,677	38,985	46,931	资本支出	(4,852)	(4)	1,640	1,558				
流动负债合计	152,303	181,224	219,715	267,945	长期投资	3,714	(3,012)	0	0				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	(69,625)	2,563	0	0				
其他长期负债	2,101	2,601	2,601	2,601	筹资活动现金流	43,492	(8,440)	(10,855)	(14,238)				
长期负债合计	2,101	2,601	2,601	2,601	债务融资	(5,000)	0	0	0				
负债合计	154,405	183,825	222,316	270,546	权益融资	59,906	0	0	0				
股本	28,655	28,655	28,655	28,655	其它	(11,414)	(8,440)	(10,855)	(14,238)				
股东权益	161,434	166,958	174,183	184,605	现金净增加额	10,556	9,921	12,084	16,191				
负债和股东权益总计	315,839	350,784	396,499	455,151									

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【社会服务业组介绍】

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。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

【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。