

# 昂立教育 (600661)

证券研究报告

2019年04月26日

## K12 业务稳步发展，中金系进驻全面激发经营活力

4月25日，公司公告，18营收20.95亿，同比增长21.58%；归母净利-2.67亿，同比减少361.68%；扣非归母净利-1.76亿，同比减少380%；EPS为-0.93元。

公司K12教育业务实现营业收入15.65亿元，同比增长24.71%，实现归属上市公司的净利润6302.21万元。截至本报告期末，共新增教学中心77所，改扩搬迁26所，直营教学中心增至249所，遍布上海、江浙等区域，实现了跨越式发展。年在读学生数17.24万人，同比增长25%。

职业教育业务本期实现营业收入2.35亿元，与上年同期基本持平，实现归属上市公司的净利润1255.30万元。募投项目得到实质性推进，与山东深泉学院签署战略合作协议，山东深泉学院顺利在新校区开学。嘉兴南洋职业技术学院实施“十三五”规划，教学、管理、服务均取得可喜成绩。

公司专注于K12教育、职业教育、国际教育和幼儿教育四大教育培训领域，一方面利用在K12教育培训领域内多年积累的经验、品牌、师资力量、课程体系等综合优势，进一步夯实公司优势教育培训业务，同时也积极布局职业教育、国际教育和幼儿教育业务，另一方面公司积极寻求全国区域乃至国际合作的机会，不断整合国内外优质教育资源，强化项目储备，积极完善公司投资管理体系，搭建符合公司后续发展的资本运作构架，为实现公司“双轮驱动”战略奠定了扎实基础。

产业资本全面进驻，优化股权结构，激发经营活力；截至2018年11月20日，中金集团及其一致行动人合计持有公司无限售条件流通股61,640,819股，占总股本21.51%。公司第一大股东上海交大产业投资及其一致行动人目前持有总股本的22.65%。未来或在公司治理，资本运作方面加速市场化运作。国家层面推进高校所属企业全面清理规范，分类实施改革工作，促进高校集中精力办学；或与中金、长甲等社会力量举牌形成协同效应，加速股权优化。

维持盈利预测，给予买入评级。公司以教育培训为主营业务，主要涉及K12教育、职业教育、国际教育、幼儿教育等业务领域。公司依托上海交通大学，在教育培训领域的品牌建设、课程研发、业务拓展、人才培养、师资培训等方面具有较强的竞争优势。公司全资子公司昂立教育是沪上知名的教育培训机构。公司形成了完整的教育培训服务产业链，并通过内涵增长和外延扩张双轮驱动迅速发展。我们预计公司19-20年EPS分别为1.01, 1.24元；对应PE分别为20x、16x。

风险提示：新业务拓展不及预期、行业竞争激烈

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,723.56	2,095.46	2,455.66	3,010.88	3,492.62
增长率(%)	24.02	21.58	17.19	22.61	16.00
EBITDA(百万元)	214.32	(120.42)	376.51	468.44	600.37
净利润(百万元)	123.12	(266.77)	289.57	356.64	422.84
增长率(%)	(32.67)	(316.68)	(208.55)	23.16	18.56
EPS(元/股)	0.43	(0.93)	1.01	1.24	1.48
市盈率(P/E)	47.74	(22.03)	20.30	16.48	13.90
市净率(P/B)	3.77	4.63	3.97	3.34	2.77
市销率(P/S)	3.41	2.80	2.39	1.95	1.68
EV/EBITDA	29.31	(37.08)	11.57	7.78	5.64

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	20.51元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	286.55
流通A股股本(百万股)	259.08
A股总市值(百万元)	5,877.12
流通A股市值(百万元)	5,313.66
每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	58.85
一年内最高/最低(元)	33.20/17.17

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新南洋-季报点评:扣非净利同比增长20.2%，教培整顿市场规范利好龙头发展》2018-10-30
- 《新南洋-公司点评:中金系增持至21.18%逼近控股股东，产业资本增持优化股权结构》2018-10-29
- 《新南洋-半年报点评:K12 业务收入同比增长26%，产业资本增持深度优化股权结构》2018-08-27



**18 营收 20.95 亿，同比增长 21.58%。**4 月 25 日，公司公告，18 营收 20.95 亿，同比增长 21.58%；分季度来看，Q1 营收 4.48 亿元，Q2 营收 5.15 亿元，Q3 营收 6.15 亿元，Q4 营收 5.17 亿元。归母净利-2.67 亿，同比减少 361.68%；分季度来看，Q1 归母净利 0.18 亿元，Q2 归母净利 0.30 亿元，Q3 归母净利 0.49 亿元，Q4 归母净利-3.63 亿元；扣非归母净利-1.76 亿，同比减少 380%。EPS 为-0.93 元。

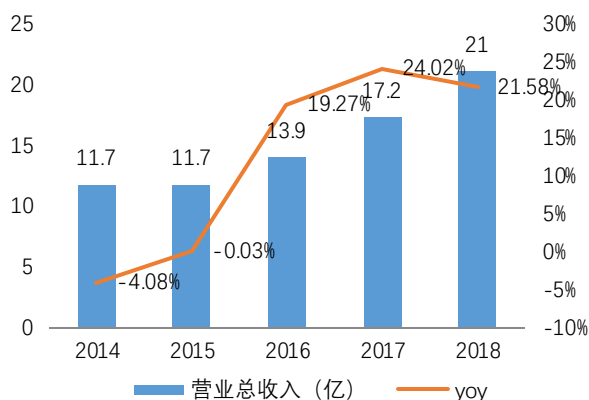
**公司 K12 教育业务实现营业收入 15.65 亿元，同比增长 24.71%，实现归属上市公司的净利润 6302.21 万元。**截至本报告期末，共新增教学中心 77 所，改扩搬迁 26 所，直营教学中心增至 249 所，遍布上海、江浙等区域，实现了跨越式发展。年在读学生数 17.24 万人，同比增长 25%。

K12 教育业务积极推进全国地区分公司的设立，优化业务区域布局。K12 教育业务中的主力事业部，如昂立外语、智立方、上海少儿等持续保持快速良好的发展态势，新兴业务，如昂立 STEM 等也实现了快速发展，不断加大教研投入，教研产品全国输送快速增长。

同时也积极探索试点 AI 人工智能技术应用，不断提升课堂效能。重视信息系统建设，提升管理效能，为业务赋能。加强人力资源建设，多项人才培养工程落地实施。为了进一步拓宽 K12 教育产业链，与韩国 CDL 公司开展深度战略合作，聚焦高端幼儿美语培训。

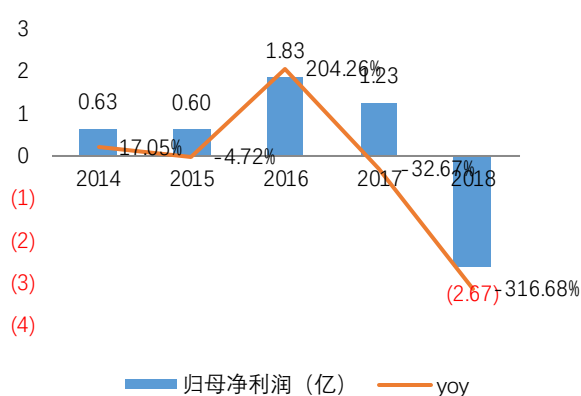
**职业教育业务本期实现营业收入 2.35 亿元，与上年同期基本持平，实现归属上市公司的净利润 1255.30 万元。**募投项目得到实质性推进，与山东深泉学院签署战略合作协议，山东深泉学院顺利在新校区开学。嘉兴南洋职业技术学院实施“十三五”规划，教学、管理、服务均取得可喜成绩。

图 1：18 营收 20.95 亿，同比增长 21.58%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：归母净利-2.67 亿，同比减少 361.68%

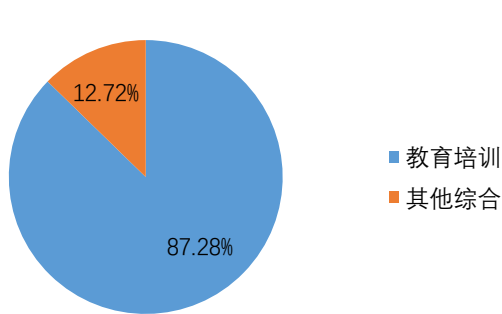


资料来源：公司公告，天风证券研究所

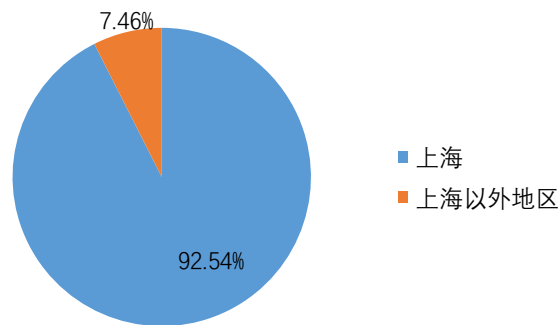
**收入端分析：分行业看**，教育培训收入 18.0 亿（占比 87.28%），同比增长 21.15%，其他综合收入 2.6 亿（占比 12.72%），同比增长 17.37%。**分地区看**，上海地区收入 19.1 亿（占比 92.54%），同比增长 21.20%，上海以外地区收入 1.54 亿（占比 7.46%），同比增长 14.26%。

图 3：教育培训收入 18.0 亿，同比增长 21.15%

图 4：上海地区收入 19.1 亿，同比增长 21.20%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

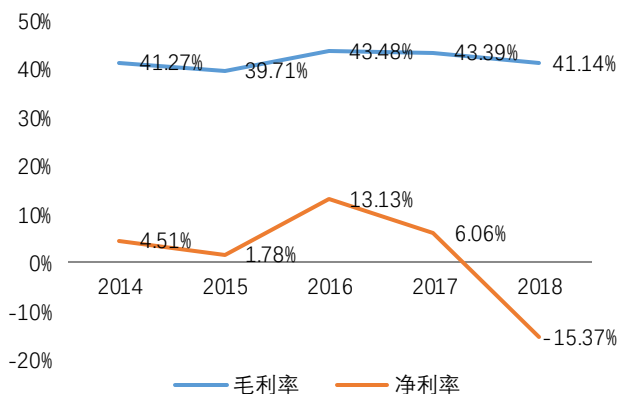


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**盈利端分析：18 毛利率 41.0%，同比-2.25pct；净利率-15.37%，同比-21.43pct。其中教育培训毛利率 44.51%，同比-2.20pct；其他综合毛利率 19.16%，同比-0.31pct。**

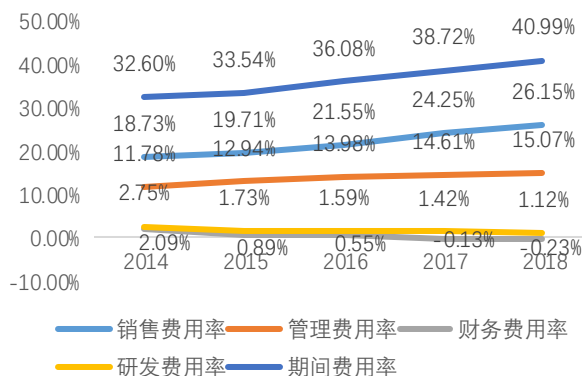
**期间费用合计 8.8 亿，同比+27.54%，期间费用率 40.99%，同比+2.27pct。其中：销售费用率 26.15%，同比+1.90pct，系公司快速拓展教学中心，营销费用增加所致；管理费用率 15.07%，同比+0.46pct，系公司本年人员、场地增加，导致相关薪酬、租赁及摊销费用增加所致；财务费用率-0.23%，同比-0.10pct，系公司本年银行存款利息收入增加所致。研发费用率 1.12%，同比-0.3pct。**

图 5：18 毛利率 41.14%，同比-2.25pct；净利率-15.37%，同比-21.43pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：期间费用率 42.11%，同比+1.97pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司专注于 K12 教育、职业教育、国际教育和幼儿教育四大教育培训领域，一方面利用在 K12 教育培训领域内多年积累的经验、品牌、师资力量、课程体系等综合优势，进一步夯实公司优势教育培训业务，同时也积极布局职业教育、国际教育和幼儿教育业务，确保嘉兴南洋职业技术学院、湖州和奉浦现代教育园区的顺利运营，顺应市场需求发展高端托育早教业务，另一方面公司也积极寻求全国区域乃至国际合作的机会，不断整合国内外优质教育资源，强化项目储备，积极完善公司投资管理体系，搭建符合公司后续发展的资本运作构架，为实现公司“双轮驱动”战略奠定了坚实基础。**

**产业资本全面进驻，优化股权机构，激发经营活力；**截至 2018 年 11 月 20 日，中金集团及其一致行动人合计持有公司无限售条件流通股 61,640,819 股，占总股本 21.51%。公司第一大股东上海交大产业投资及其一致行动人目前持有总股本的 22.65%。未来或在公司治理，资本运作方面加速市场化运作。国家层面推进高校所属企业全面清理规范，分类实施改革工作，促进高校集中精力办学；或与中金、长甲等社会力量举牌形成协同效应，加速股权优化。

**维持盈利预测，给予买入评级。**公司以教育培训为主营业务，主要涉及 K12 教育、职业教育、国际教育、幼儿教育等业务领域。公司依托上海交通大学，在教育培训领域的品牌建设、课程研发、业务拓展、人才培养、师资培训等方面具有较强的竞争优势。全资子公司昂立教育是沪上知名的教育培训机构。公司形成了完整的教育培训服务产业链，并通过内涵增长和外延扩张双轮驱动迅速发展。我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 1.01, 1.24 元；对应 PE 分别为 20x、16x。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	667.44	840.24	1,279.67	2,036.71	2,349.54	营业收入	1,723.56	2,095.46	2,455.66	3,010.88	3,492.62
应收票据及应收账款	64.85	104.92	93.76	35.56	46.94	营业成本	975.68	1,233.45	1,424.28	1,731.26	2,060.65
预付账款	87.79	97.95	94.82	150.00	143.53	营业税金及附加	13.50	15.58	24.56	30.11	69.85
存货	76.13	81.32	136.03	109.90	200.20	营业费用	417.89	547.95	319.24	391.41	279.41
其他	1,185.92	1,052.65	939.35	1,108.73	1,077.01	管理费用	251.77	315.82	319.24	391.41	419.11
<b>流动资产合计</b>	<b>2,082.13</b>	<b>2,177.08</b>	<b>2,543.62</b>	<b>3,440.90</b>	<b>3,817.23</b>	研发费用	24.53	23.57	24.56	33.86	104.78
长期股权投资	265.64	215.22	215.22	215.22	215.22	财务费用	(2.25)	(4.87)	(18.00)	(28.25)	(37.36)
固定资产	345.28	338.93	352.48	382.49	409.36	资产减值损失	1.83	115.39	10.00	10.00	10.00
在建工程	0.42	21.09	48.66	77.19	76.32	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	70.77	69.40	53.39	37.37	21.36	投资净收益	108.59	(32.39)	7.82	8.14	11.53
其他	394.16	342.73	272.98	226.63	197.88	其他	(229.68)	50.82	(15.64)	(16.28)	(23.06)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,076.26</b>	<b>987.38</b>	<b>942.73</b>	<b>938.90</b>	<b>920.13</b>	<b>营业利润</b>	<b>161.70</b>	<b>(169.85)</b>	<b>359.61</b>	<b>459.21</b>	<b>597.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,158.39</b>	<b>3,164.46</b>	<b>3,486.35</b>	<b>4,379.80</b>	<b>4,737.36</b>	营业外收入	3.58	6.92	29.90	25.30	9.00
短期借款	0.00	11.15	0.00	0.00	0.00	营业外支出	10.60	118.33	4.55	10.52	10.00
应付票据及应付账款	63.39	88.30	108.80	114.87	153.40	<b>利润总额</b>	<b>154.67</b>	<b>(281.27)</b>	<b>384.96</b>	<b>473.99</b>	<b>596.71</b>
其他	1,459.65	1,627.56	1,811.90	2,407.18	2,320.81	所得税	50.20	40.82	96.24	118.50	149.18
<b>流动负债合计</b>	<b>1,523.03</b>	<b>1,727.01</b>	<b>1,920.70</b>	<b>2,522.05</b>	<b>2,474.21</b>	<b>净利润</b>	<b>104.47</b>	<b>(322.08)</b>	<b>288.72</b>	<b>355.49</b>	<b>447.53</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(18.65)	(55.32)	(0.85)	(1.15)	24.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>123.12</b>	<b>(266.77)</b>	<b>289.57</b>	<b>356.64</b>	<b>422.84</b>
其他	21.01	135.17	55.81	70.67	87.22	每股收益(元)	0.43	(0.93)	1.01	1.24	1.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.01</b>	<b>135.17</b>	<b>55.81</b>	<b>70.67</b>	<b>87.22</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,544.05</b>	<b>1,862.18</b>	<b>1,976.51</b>	<b>2,592.72</b>	<b>2,561.42</b>						
少数股东权益	53.44	31.71	30.90	29.77	53.92	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	286.55	286.55	286.55	286.55	286.55	<b>成长能力</b>					
资本公积	820.51	819.46	819.46	819.46	819.46	营业收入	24.02%	21.58%	17.19%	22.61%	16.00%
留存收益	1,226.51	958.70	1,192.40	1,470.76	1,835.47	营业利润	-24.94%	-205.04%	-311.72%	27.70%	30.16%
其他	(772.66)	(794.13)	(819.46)	(819.46)	(819.46)	归属于母公司净利润	-32.67%	-316.68%	-208.55%	23.16%	18.56%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,614.34</b>	<b>1,302.28</b>	<b>1,509.84</b>	<b>1,787.08</b>	<b>2,175.94</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,158.39</b>	<b>3,164.46</b>	<b>3,486.35</b>	<b>4,379.80</b>	<b>4,737.36</b>	毛利率	43.39%	41.14%	42.00%	42.50%	41.00%
						净利率	7.14%	-12.73%	11.79%	11.85%	12.11%
						ROE	7.89%	-21.00%	19.58%	20.29%	19.93%
						ROIC	82.24%	-36.20%	196.39%	-754.86%	-88.24%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	48.89%	58.85%	56.69%	59.20%	54.07%
						净负债率	-41.34%	-63.66%	-84.76%	-113.97%	-107.98%
						流动比率	1.37	1.26	1.32	1.36	1.54
						速动比率	1.32	1.21	1.25	1.32	1.46
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	26.45	24.69	24.72	46.56	84.66
						存货周转率	24.21	26.62	22.60	24.49	22.53
						总资产周转率	0.64	0.66	0.74	0.77	0.77
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.43	-0.93	1.01	1.24	1.48
						每股经营现金流	1.32	0.50	1.97	3.07	1.30
						每股净资产	5.45	4.43	5.16	6.13	7.41
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	47.74	-22.03	20.30	16.48	13.90
						市净率	3.77	4.63	3.97	3.34	2.77
						EV/EBITDA	29.31	-37.08	11.57	7.78	5.64
						EV/EBIT	36.63	-27.04	12.75	8.45	6.04

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com