

昂立教育 (600661)

证券研究报告

2024年05月14日

启动成长新征程

深耕行业多年，构筑知名教培品牌

公司在上海地区深耕 30 余年，拥有多年品牌和客户积累，受众客群广泛，有较高的客户认可度和信任度，荣获“中国十大品牌教育集团”，具备丰富的教育资源及开展各类教育服务业务的扎实基础；截至 23H1 末，公司在上海的直营教学中心共 91 家。

23 年公司收入 9.7 亿同增 27%，归母净利-1.9 亿同减 211.9%，扣非归母净利-1.58 亿同减 21.3%；伴随经营规模扩大、效率提升，24Q1 盈利已见显著改善，24Q1 公司收入 2.8 亿同增 47.4%，归母净利 0.11 亿同增 136.4%。

深化战略布局，推动可持续增长

2024 年，公司将继续深化素质教育、职业教育、成人教育、国际与基础教育的四大板块业务战略布局。同时，公司要以可持续增长为根本目标，将通过持续迭代、升级产品，加强教师队伍建设，提升产品力；通过加强组织协同，提高组织效率，提升组织力，并以产品力提升和组织力提升为根本手段，加强精益化管理和精细化运营，关注业务价值和业务健康度，建立健康有效、可持续增长、可持续创造利润的业务体系，推动业务高质量发展。

教育培训行业转型，细分赛道升温

我国教育培训行业仍处在转型中，职业教育、成人教育及出国留学等细分赛道升温，非学科培训以更加规范、健康的运营方式成为学校教育的有益补充。教培机构纷纷加码职业教育赛道，我国职业教育从政府单一主体走向多元主体参与、从规模扩张走向内涵发展，由参照普通教育办学模式向企业参与、专业特色鲜明的类型教育转变。

强化统筹部署，推进数字化建设

为进一步加强协同和整合效应，配合业务转型，公司构建了“专班制、纵队化”的管理体系，全面推进业务协同，放大业务价值，提升管理效能。公司持续推进数字化建设，进一步提升前端销售效能与资源利用效率。公司在不断提升教师的教学水平及服务能力的同时还持续打磨、迭代、完善产品体系，不断提升产品力，提高学员的获得感和满意度。

首次覆盖，给予“买入”评级。

公司作为中国十大教育品牌之一，在上海地区深耕 30 余年，拥有多年品牌和客户积累，聚焦“非学科业务”主战场，优化业务及产品线，加速业务发展。我们预计公司 24-26 年收入分别为 12.3/15.3/19.1 亿元，归母净利润分别为 0.9/1.7/2.2 亿元，EPS 分别为 0.32/0.60/0.76 元人民币/股。参考可比公司均值，给予公司 25 年 23.5-24.5 倍 PE，对应目标价 14.1-14.7 元。

风险提示：政策法规风险，市场环境风险，经营管理风险，测算具有主观性风险，市值较小、股价易波动等风险。

投资评级

行业	社会服务/教育
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.06 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)	286.55
A 股总市值(百万元)	3,455.78
流通 A 股市值(百万元)	3,455.78
每股净资产(元)	0.36
资产负债率(%)	87.05
一年内最高/最低(元)	15.09/5.99

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《昂立教育-年报点评报告:19 年收入 23.9 亿+14.1%YoY，在线事业群加速发展》2020-05-06
- 《昂立教育-年报点评报告:K12 业务稳步发展，中金系进驻全面激发经营活力》2019-04-26
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	760.42	965.73	1,231.31	1,527.50	1,913.96
增长率(%)	(52.10)	27.00	27.50	24.06	25.30
EBITDA(百万元)	263.80	(114.82)	143.50	167.39	217.58
归属母公司净利润(百万元)	167.51	(187.87)	91.06	171.02	217.69
增长率(%)	(182.43)	(212.16)	(148.47)	87.81	27.29
EPS(元/股)	0.58	(0.66)	0.32	0.60	0.76
市盈率(P/E)	20.63	(18.39)	37.95	20.21	15.87
市净率(P/B)	10.26	26.88	24.96	9.65	6.06
市销率(P/S)	4.54	3.58	2.81	2.26	1.81
EV/EBITDA	9.38	(19.10)	18.55	11.93	7.82

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 上海地区老牌 K12 培训品牌.....	4
2. 深化战略布局，推动可持续增长.....	5
3. 教育培训行业转型，细分赛道升温.....	7
4. 强化统筹部署，推进人员建设.....	10
5. 盈利预测与估值.....	11
6. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司教育业务分类.....	4
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：2018-2023 公司营业收入（亿元）、yoy.....	6
图 4：2018-2023 归属母公司股东的净利润（亿元）、yoy.....	6
图 5：2018-2023 扣非后归母净利润（亿元）、yoy.....	6
图 6：2018-2023 公司销售净利率、销售毛利率（%）.....	6
图 7：2023 年公司主营业务收入构成（%）.....	7
图 8：2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模(亿元).....	8
图 9：2016-2021 年 5 月中国职业培训机构数量.....	9
图 10：2017-2022 年中国职业教育培训市场规模（亿元）.....	9
图 11：2021 年职业考试培训市场规模占比.....	10
图 12：2017-2021 年中国教师资格证报名人数(万人).....	10
表 1：公司董事及高级管理人员概况.....	5
表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）.....	11
表 3：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/05/08 收盘）.....	12

1. 上海地区老牌 K12 培训品牌

公司在上海地区深耕 30 余年，拥有多年品牌和客户积累，受众客群广泛，有较高的客户认可度和信任度。历年来公司荣获“中国十大品牌教育集团”、“最受喜爱的教育培训机构”、“最具号召力品牌”、“教育行业公益企业”、“公信力教育品牌”、“杰出品牌形象奖”和“上海品牌”等多项荣誉。2023 年上半年，公司继续聚焦“精品教育资源优化整合和多元化分布”，构筑具有包容性、精准性和领先能力的“昂立教育”品牌。同时，公司在战略转型、业务调整的过程中，依法合规经营，积极承担社会责任，坚持保障学员和员工的基本权益，得到社会的良好评价。公司从教育本心出发，服务国家发展大局，促进学生全面发展，力争成为受尊敬、值得信赖的中国一流教育服务企业。

公司以教育培训为主营业务，涉及 K12 学科教育、K12 素质教育、职业教育、国际与基础教育等业务领域。

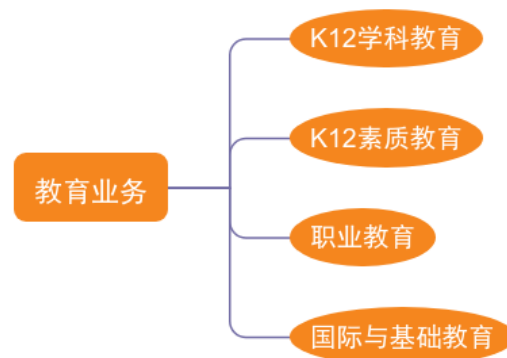
在 K12 教育领域，公司为 3-18 岁学生提供班课和个性化的全科教育以及素质教育。同时，公司布局线上教育和 OMO 产品，提供全方位多样化的服务。

在职业教育领域，公司业务涵盖高等职业院校、职业技能培训、日语教育和高端管理继续教育培训，通过研发、引进和整合国内外优质职业教育资源，开展举办及输出品牌、课程、师资和管理等模式的职业教育业务。

昂立考研项目，坚持好老师，好服务，好课程的原则，助力大学生成长，为广大考研学子提供一站式的考研辅导，课程包括考研公共课，专业课，复试课程，集训课程和针对大学生保研及科研背景提升课程。

在国际与基础教育领域，公司通过国际教育园区托管运营和举办国际教育、基础教育项目开展业务，并提供学校整体运营服务。

图 1：公司教育业务分类



资料来源：公司官网，天风证券研究所

补充国家教育体系，满足社会多样化需求。2014 年，公司完成重大资产重组，收购上海昂立教育科技集团有限公司全部股份。2018 年，公司更名为上海新南洋昂立教育科技股份有限公司，公司证券简称由“新南洋”变更为“昂立教育”，所属行业为教育类。公司定位于做国家教育体系的有益补充，积极发挥对学校教育的补缺作用，并将进一步加大职业教育、国际与基础教育和素质教育领域业务的拓展力度，以满足社会多样化的教育需求。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2024 年 3 月 31 日，前五名股东持股情况：中金投资（集团）有限公司持股 8.37%，宁波梅山保税港区长甲宏泰投资中心（有限合伙）持股 7.04%，上海长甲投资有限公司持股 7.03%，上海中金资本投资有限公司持股 5.5%，上海东方基础建设发展有限公司持股 3.98%。

公司高管团队权责明晰，经验丰富。吴竹平任联席总裁，周传有任总裁，杨勤任副总裁，柴旻任高级副总裁，马鹤波任副总裁；另有吉超任财务总监、徐敬云任董事会秘书。“双减政策”给公司主营业务带来重大影响与冲击，公司团队沉着应变，快速调整业务结构，积极开展创新的产品业务，优化组织架构与校区布局，调整资产结构，降本增效，确保现金流安全，为公司战略转型提供了良好的保障。

表 1：公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
吴竹平	党委书记，联席总裁	历任上海交通大学产业集团总裁助理、威达高科技控股公司董事长助理、运营总监兼人力资源总监，上海交大南洋海外有限公司总裁，公司常务副总经理、总经理、总裁、公司第六届至第九届董事会董事、执行总裁。现任公司党委书记兼联席总裁。
周传有	董事长，总裁	曾任职于华东政法大学、中国建设银行珠海分行、交大昂立董事长、公司第十届董事会董事长兼总裁。现任中金投资（集团）有限公司董事长兼首席执行官、新疆新鑫矿业股份有限公司副董事长、公司第十一届董事会董事长兼总裁。
杨勤	副总裁	曾任上海理工大学外语学院专业英语教师、上海海斯特叉车制造有限公司市场经理、英孚教育青少儿事业部运营总监、培生教育朗文学校副总经理。现任公司副总裁。
柴旻	董事会董事，高级副总裁	历任上海 PSD 企业管理顾问有限公司咨询项目经理、中金投资（集团）有限公司总裁助理、战略运营总监、战略运营部总经理、上海佰仁健康产业有限公司董事、上海中金能源投资有限公司董事、公司第十届董事会董事等职务。现任公司第十一届董事会董事、高级副总裁。
马鹤波	副总裁	曾任华浦教育集团部门总监，历任智立方事业部拓展运营总监、公司运营总监兼拓展总监、少儿事业部常务副总经理、公司总裁助理兼昂立在线事业群总经理。现任公司副总裁。
吉超	财务总监	曾任风神轮胎股份有限公司成本科科长，日出东方太阳能股份有限公司财务副总监（主持工作）。现任公司财务总监。
徐敬云	董事会秘书	历任中金投资（集团）有限公司法务总监、上海恒石矿业股份有限公司副总经理、上海佰仁健康产业有限公司副总经理、上海交大昂立股份有限公司董事会秘书兼总裁助理、上海仁杏健康管理咨询有限公司董事、副总经理。现任公司董事会秘书。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

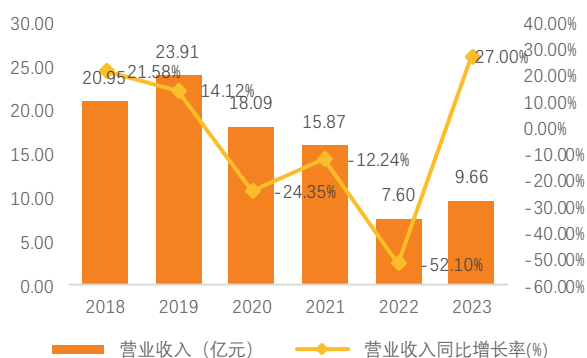
2. 深化战略布局，推动可持续增长

2024 年，公司将继续深化素质教育、职业教育、成人教育、国际与基础教育的四大板块业务战略布局。同时，公司要以可持续增长为根本目标，将通过持续迭代、升级产品，加强

教师队伍建设，提升产品力；通过加强组织协同，提高组织效率，提升组织力，并以产品力提升和组织力提升为根本手段，加强精益化管理和精细化运营，关注业务价值和业务健康度，建立健康有效、可持续增长、可持续创造利润的业务体系，推动业务高质量发展。

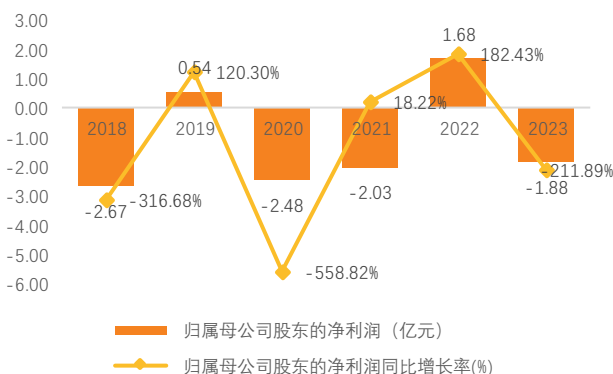
2023 年营收 9.66 亿元，同比增长 27%；24Q1 收入 2.79 亿，同比增长 47.4%，经营规模持续扩大。2020-2022 年总营收分别为 18.09、15.87 及 7.60 亿元，同比减少分别为 24.35%、12.24%、52.10%。2020 年营收减少主要原因系突如其来的新冠疫情给全球经济带来了巨大冲击，对教育培训行业的影响尤为深重。受线上培训加速渗透、线下竞争愈发激烈、政府监管趋严等多重因素的影响，公司的经营活动以及持续发展经受了极大挑战和考验。与 2020 年相比，2021 年营收减少主要原因系中共中央办公厅、国务院办公厅颁布双减政策，公司所从事的 K12 学科类培训业务受到重大影响，招新停滞、退费增加、退租裁员等。

图 3：2018-2023 公司营业收入 (亿元)、yoy



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：2018-2023 归属母公司股东的净利润 (亿元)、yoy

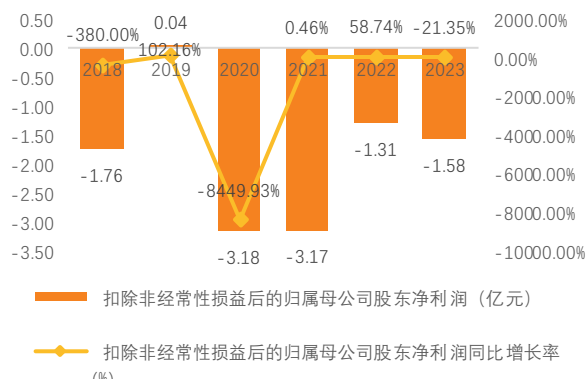


资料来源：iFinD，天风证券研究所

24Q1 公司实现归母净利润 0.11 亿，同比增长 136.4%，经营效率提升带动盈利改善。2018-2023 年，归属母公司股东的净利润分别为 -2.67、0.54、-2.48、-2.03、1.68、-1.88 亿元，同比变动 -316.68%、120.30%、-558.82%、18.22%、182.43%、-211.89%。2018-2023 年，扣非后归母净利润分别为 -1.76、0.04、-3.18、-3.17、-1.31、-1.58 亿元，同比变动 -380.00%、102.16%、-8449.93%、0.46%、58.74%、-21.35%。

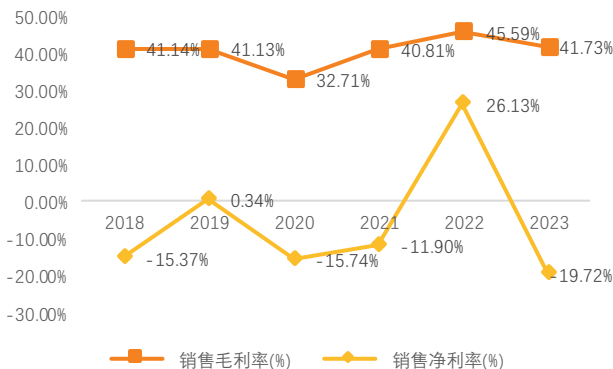
2023 年销售净利率为 -19.72%，同比 -45.9pct；销售毛利率为 41.73%，同比 -3.9pct。除 2020 年外，销售毛利率均维持在 40% 以上。

图 5：2018-2023 扣非后归母净利润 (亿元)、yoy



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 6：2018-2023 公司销售净利率、销售毛利率 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

2023 年，公司按照“调整、增强、壮大、发展”的经营方针，进一步促进了业务优化，加强了核心能力建设，扩大了业务规模。

素质教育：公司严格按照“双减政策”的相关要求开展素质素养类非学科业务。幼儿段，公司依托“昂立凯顿成长中心”和“昂立凯顿书画中心”，聚焦“语言、科学、艺术”三大方向，致力于为3-9岁儿童打造全方位素质成长课程；小学段依托“昂立青少儿成长中心”和“智立方青少儿精英培养中心”，重点打造以“人文、科学、语言”为主的实践创造营及课后托管业务；中学段依托“昂立青少年发展中心”和“昂立新课程”，打造实践创造营、科创竞赛、留学咨询、AI个性化产品发展的OMO产品体系。截至23年年底，中学段在读人次约3.33万。此外，公司继续推进校区统筹及合理布局，提升校区健康发展水平，以用户为导向，推进校区环创升级。

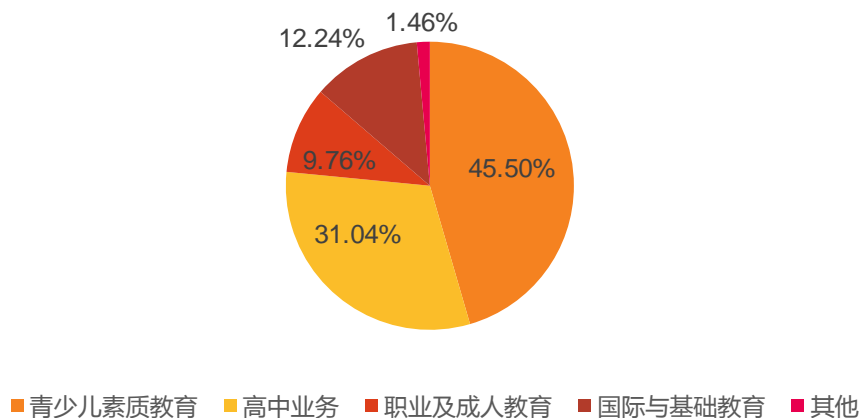
职业教育：公司继续推动现有职业教育资源的整合及优化，以“产教融合”为发展基调，通过投资运营、院校托管、产业学院共建等方式，为中高职院校提供普职融通、产教融合、科教融汇等系列服务，重点发展智能制造、工业机器人、信息化、电子商务、护理等专业，加强产业资源合作，推动学校专业共建，打通学校与产业通路。公司新增智能制造类、计算机类等6个专业的共建项目。同时，公司以优质的职业院校为合作标的，推进职业院校的咨询、托管业务。公司新增1所职业院校的托管合作。此外，公司还继续强化品牌、渠道、产品等业务能力，提升合作客户的服务能力及业务价值，带动企业定制化培训业务的转型升级。公司也依托现有的教育资源，推进资格招录等培训业务的发展。

成人教育：公司继续探索布局“考研、专升本、考证”等细分赛道，以上海为中心逐步向陕西、湖北等区域拓展，组建多支精益化纵队协同推进各赛道产品，验证及完善各产品的运营模型，已初步跑通单城拓展模型。

国际与基础教育：公司继续聚焦长三角、珠三角等区域，重点发展“托管办学、合作办学、科创实验室建设与合作”等业务，开拓科创竞赛、暑期夏令营等业务。此外，公司依托英美等海外学校及教育基地资源，推出出国前后端服务，包括科创、暑期夏令营、留学咨询等。公司进一步推进了STAR EDUCATION INVESTMENT LIMITED下属学校精益化管理工作，推进学校稳步健康运营。

2023年公司主营业务收入中，青少儿素质教育占45.50%，高中业务占31.04%，职业及成人教育占9.76%，国际与基础教育占12.24%，其他占1.46%。

图 7：2023 年公司主营业务收入构成（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 教育培训行业转型，细分赛道升温

我国教育培训行业仍处在转型中，职业教育、成人教育及出国留学等细分赛道升温，非学科培训以更加规范、健康的运营方式成为学校教育的有益补充。

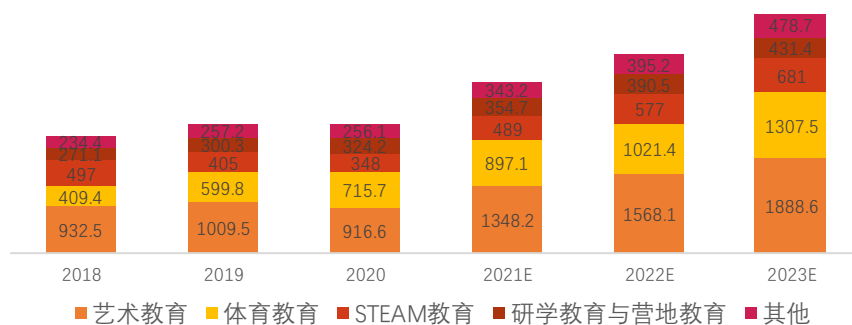
政策引导非学科培训规范发展

2022年12月，教育部等十三部门印发《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意

见》，旨在规范校外非学科培训业务，引导行业健康发展，使其成为学校教育的有益补充。各教育培训企业纷纷转向非学科培训业务，提供人文、美术、研学、科学、编程等素养类业务，满足家长及学员综合素养能力提升需求。目前，非学科培训仍是一个非常早期分散的市场，市场集中度较低，存在程度较高的同质化现象，在政策规范运营要求下仍具有较广阔的市场空间。随着原 K12 学科龙头企业的进入，素质教育行业精细化运营能力水平有所提升，教育理念、师资力量、产品和业务模式更新迅速，跨赛道布局和跨领域竞争成为新的发展趋势。

「双减」之下，教育行业巨变。K12 学科培训业务退潮，素质教育赛道回暖。在政策呼吁和形势引领下，一批企业加速入场。据多鲸教育研究院，预计到 2023 年国内素质教育潜在市场规模达 4,787 亿元。多鲸教育研究院整理的数据显示，目前艺术教育、体育教育、STEAM 教育、研学与营地教育四大细分赛道的市场占有率约为 90%，在较为保守的估计下，根据四大细分赛道市场规模加总反推出国内素质教育潜在市场规模。2020 年素质教育赛道受疫情影响较大，但因其潜在的学生群体规模众多，市场规模虽有所下降但基本与 2019 年持平。随着「双减」政策落实和素质教育的全面发展，多鲸教育研究院预计从 2021 年起行业仍能迎来较大的市场规模增长，预计在 2023 年国内素质教育潜在市场规模能突破 4,787 亿元。

图 8：2018-2023 年国内素质教育潜在市场规模(亿元)



资料来源：历年《全国教育事业统计公报》、国家统计局，多教育研究所，天风证券研究所

政策推进职业教育改革发展

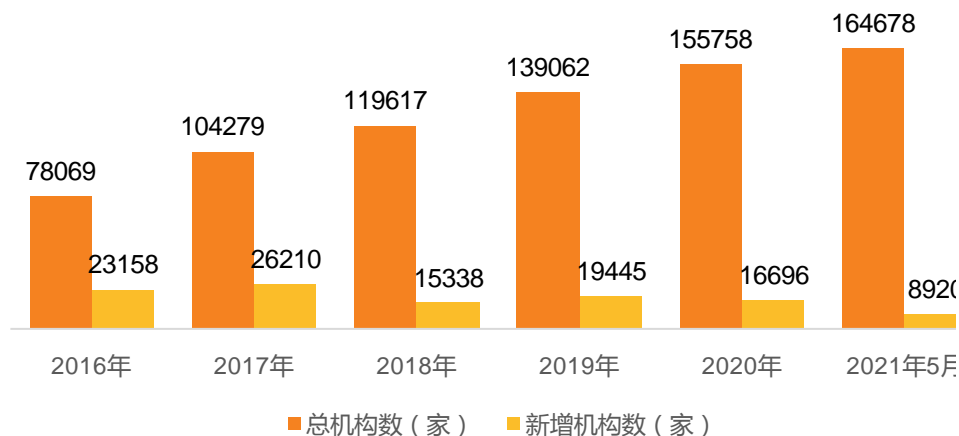
2022 年 5 月，《中华人民共和国职业教育法（2022 年修订）》正式施行，以立法方式明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，为推动职业教育从“层次”到“类型”转变提供了法律保障。2022 年 12 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，鼓励职业教育积极构建校企产学研用协同的发展机制。教培机构纷纷加码职业教育赛道，我国职业教育从政府单一主体走向多元主体参与、从规模扩张走向内涵发展，由参照普通教育办学模式向企业参与、专业特色鲜明的类型教育转变。在相关政策法规鼓励支持、产业升级调整、职场环境变化和科技应用推广等多种因素的推动下，中国职业教育近年来保持较快增长速度。

成人教育培训成热门赛道

随着社会对个体学历背景、通识技能、综合素质需求的逐渐增强，终身学习的理念更加深入人心。教育部、人力资源和社会保障部在 2021 年 11 月召开的“2022 届全国普通高校毕业生就业创业工作网络视频会议”上介绍“2022 届高校毕业生规模预计 1076 万，同比增长 167 万人”，高校毕业生规模和数量均创历史新高。在就业竞争加剧的背景下，专升本、考研、考公、考证等学员报考人数、规模持续提升。“双减”之后，成人教育业务成为教育培训机构转型的热门赛道，多家教育培训机构先后加码包括考研、自考、考证等在内的成人教育培训赛道。

艾媒数据中心的数据显示，中国职业培训机构总量呈上升趋势，截至 2021 年 5 月底，存续职业培训机构数量达 164678 家。从新增机构数量来看，2017 年以后，中国每年新增职业培训机构数量有所下降，但仍保持年注册量达 1.5 万家以上。中国职业培训需求推动了培训机构快速增长，特别是随着职业技能细分垂直发展，更多垂直领域培训机构诞生。但值得注意的是，当前中国职业培训市场集中度不高。

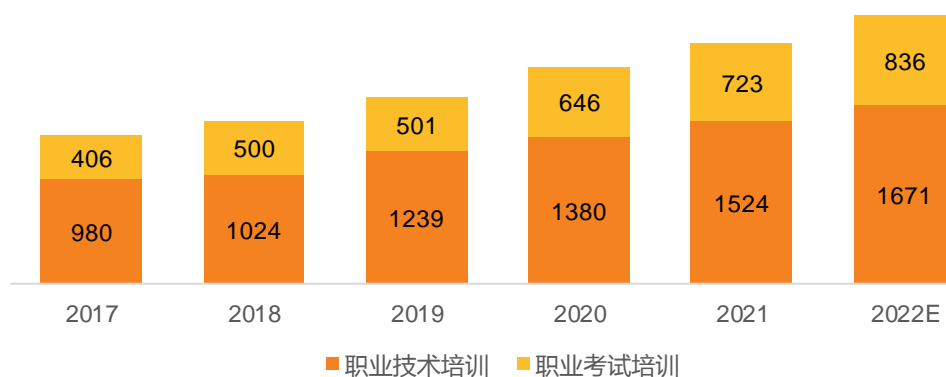
图 9：2016-2021 年 5 月中国职业培训机构数量



资料来源：企查查，艾媒咨询，天风证券研究所

随着线上教育模式渗透率和人们参培付费意愿不断提升，越来越多人选择接受职业教育培训以获得更好的职业发展，职业教育市场规模不断提升。弗若斯特沙利文数据显示，职业教育市场分为职业技能培训和职业考试培训，职业技能培训的潜在人群基数较大，市场规模从 2017 年的 980 亿元增长至 2021 年的 1,524 亿元，预计 2022 年增长至 1,671 亿元；2022 年，职业考试培训市场规模预计为 836 亿元，较 2021 年增长 15.6%。

图 10：2017-2022 年中国职业教育培训市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，36 氪研究院，薪太软公众号，天风证券研究所

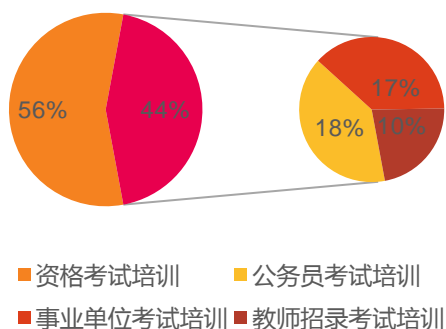
职业技术培训：为提高自身工作能力获得更高薪资，人们倾向选择接受职业技能培训。以 IT 和金融类为例，随着互联网经济快速发展、金融行业不断成熟，催生巨大高素质、顶尖 IT、金融类人才缺口，越来越多劳动力为提高自身竞争力选择考取相应的证书或参与相关培训，为职业技能培训提供了广阔的市场空间。

职业考试培训-公务员/事业单位招聘：近年来，公务员及事业单位的稳定编制和良好的薪

资待遇水平吸引越来越多人报考。2023 年度国考共有 259.77 万人通过用人单位资格审查，相比去年增加了 50 万人，同比增长 25%；但仅计划招录 3.71 万人，通过资格审查人数与录用计划数之比约 70:1。因此参考人员付费参培，获取优异成绩的意愿较高，职业培训市场发展前景广阔。此外，公务员考试培训行业集中度较高，行业龙头先发优势较强，已在市场上获得优良声誉，从而吸引更多优质师资和学员，形成良性循环，包括中公教育、华图、粉笔等。

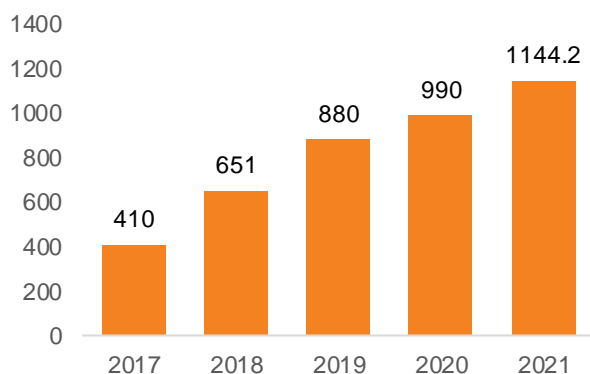
职业考试培训-教师资格考试：教育部数据显示，近几年，教师资格考试持续火热，2021 年报考人数达到 1,144.2 万人次，再创新高。此外，自从国考以来，教资通过率就从省考的 70% 下降到国考的 30%。越来越多考生开始选择参加培训，市场规模不断扩大，且行业目前未出现较大龙头企业，行业竞争较为激烈。

图 11：2021 年职业考试培训市场规模占比



资料来源：粉笔招股说明书，教育局等，天风证券研究所

图 12：2017-2021 年中国教师资格证报名人数(万人)



资料来源：教育部，36 氪研究院，薪太软公众号，天风证券研究所

出国留学规模保持增长态势

随着国家教育改革向纵深推进，各地政府高度重视基础教育的均衡和特色发展，同时社会对国际化人才的接受程度越来越高，中国的国际化人才需求持续旺盛。留学市场未来预计将保持缓和增长趋势。

4. 强化统筹部署，推进人员建设

2024 年，公司将继续遵循“谋势、破圈、爬坡、建业”的战略部署，在推进业务高质量发展的同时，持续关注业务价值和业务健康度，进一步注重精益管理和提质增效，持续细化内部运行机制，打磨教学师资队伍，优化校区环创，为客户提供一流的教学服务体验。

实施调整转型，初步形成战略框架

2023 年，公司坚持深化调整转型战略，在素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育四大板块并行的业务格局下，聚焦“非学科业务”主战场，一方面优化业务打法，强化季度战役，推进入口班打法；另一方面全面排摸、调整存量校区，深挖校区潜能，并根据市场需求适度增加校区规模，统筹推进各业务板块校区的合理布局。

公司积极推动现有职业教育业务的整合及优化，以“产教融合”为发展基调，通过院校托管、产业学院共建、投资运营等方式，为中高职院校提供普职融通、产教融合、科教融汇等系列服务。公司逐步推进成人教育业务，开展“考研、专升本、考证”等相关培训业务，通过多城市、多产品、多渠道叠加，加大成人教育领域的拓展力度，促进业务快速增长。公司进一步夯实国际与基础教育业务，深化长三角和珠三角区域的业务布局，在强化 B 端能力的同时逐步向 C 端延伸，业务保持平稳增长。

强化统筹部署，推进协同发展

为进一步加强协同和整合效应，配合业务转型，公司构建了“专班制、纵队化”的管理体系，全面推进业务协同，放大业务价值，提升管理效能。针对 K12 非学科业务板块，公司继续通过“非学科工作专班”，与各相关事业部形成统一“联合体”，强化各事业部之间的协同配合，共同发力拓展非学科培训业务。公司报告期内完成了“幼少段”和“小学段”两大业务的整合，将小学生事业部与素质事业部合并为少儿事业部，进一步促进公司幼少段素质教育业务资源整合，实现可持续高质量发展。

针对海外学校、院校合作业务、国际 C 端业务、机构/公司业务等业务板块，公司以“专班+纵队”组织模式成立 B2B2C 工作专班、搭建 B2B2C 业务运营框架，推动 B 端业务抢抓窗口期项目发展机会、整合资源放大业务价值、更细颗粒度经营管理，推进各业务单元快速突破业务瓶颈，快速形成业务协同机制、业务闭环、组织能力建设，提升资源复用及供应链交付效率，实现经济效益。

推进人员队伍建设，提升产品力

2023 年，公司积极储备教学师资人才队伍，并成立教师委员会，以教师职业生涯发展周期为主线，配合公司业务经营节奏，在选、育、用、留各个环节持续改进，打造教师成长良好生态，系统提高教师队伍的组织能力。公司在不断提升教师的教学水平及服务能力的同时还持续打磨、迭代、完善产品体系，不断提升产品力，提高学员的获得感和满意度。

此外，基于经营节奏，公司组织执行了“建业者”培训项目，深度赋能战略共识，加速各业务战略落地推进，为业务发展储备了关键岗位的管理人才。同时，公司还积极开展新教师师训、新员工培训、导师创造营等工作，进一步推动完善公司人才发展体系，助力公司人才队伍建设。

5. 盈利预测与估值

收入端：预期 24-26 年继续深化战略转型，聚焦“非学科业务”主战场，通过优化业务及产品线，统筹促进各业务之间的深度融合，提升内部协同运营效率，推动公司业务持续健康发展，收入分别为 12.3/15.3/19.1 亿人民币。

利润端：强化各事业部之间的协同配合，共同发力拓展非学科培训业务，同时持续推动组织体系建设及人力资源调整优化工作，并且进一步降低经营刚性成本支出，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 0.9/1.7/2.2 亿人民币。

表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7.6	9.7	12.3	15.3	19.1
yoy	-52.1%	27.0%	27.5%	24.1%	25.3%
青少儿素质教育	2.5	4.4	5.4	6.8	8.4
yoy	734.5%	73.1%	23.7%	24.7%	24.2%
高中业务	2.4	3.0	3.5	4.0	4.5
yoy	-13.7%	25.2%	17.3%	13.6%	11.3%
职业及成人教育	0.8	0.9	1.4	1.8	2.5
yoy	19.7%	16.4%	43.6%	33.3%	41.1%
国际与基础教育	1.0	1.2	1.7	2.3	3.0
yoy	38.6%	14.9%	40.68%	35.54%	33.78%
其他	0.8	0.1	0.4	0.5	0.7
yoy	-92.6%	-83.3%	150.0%	31.4%	58.7%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为中国十大教育品牌之一，在上海地区深耕 30 余年，拥有多年品牌和客户积累，持续深化战略转型，聚焦“非学科业务”主战场，通过优化业务及产品线，加速业务发展。我们预计公司 24-26 年收入分别为 12.3/15.3/19.1 亿元，归母净利润分别为 0.9/1.7/2.2 亿元，EPS 分别为 0.32/0.60/0.76 元人民币/股。

我们选择同样具有教育培训业务的教育行业公司学大教育及盛通股份作为可比公司，参考可比均值，给予公司 25 年估值 23.5-24.5 倍 PE，对应目标价 14.1-14.7 元。

表 3：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/05/14 收盘）

可比公司	2024E	2025E	2026E
学大教育	31.02	23.24	18.45
盛通股份	32.27	24.57	18.93
均值		23.91	

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

(1) 政策法规风险：“双减政策”出台后，公司积极响应，严格按照“双减政策”的相关要求，全面推进传统学科培训业务向素质素养类非学科转型。目前，非学科培也属于强监管行业，受法规、政策影响较大。公司将在持续关注高中阶段学科类培训业务相关政策动态的同时积极推进高中非学科类培训业务的开展。

(2) 市场环境风险：因业务转型之需，公司开始大力发展素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育等业务，同时大量竞争对手涌入这类行业，公司面临市场竞争的风险。

(3) 经营管理风险：“双减政策”出台以来，公司进行了一系列业务调整及组织变革，对调整后的新业务、新业态，可能存在由于认知不足或风险评估不充分等因素而带来的经营管理风险。

(4) 测算具有主观性：测算具有主观性和局限性，仅供参考。

(5) 市值较小、股价易波动等风险：公司当前流通市值较小，股价变动易导致较大波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	400.20	565.86	627.41	1,300.73	1,617.37	营业收入	760.42	965.73	1,231.31	1,527.50	1,913.96
应收票据及应收账款	16.03	28.92	38.15	43.43	48.51	营业成本	413.77	562.76	708.00	852.35	1,052.68
预付账款	8.02	7.10	39.04	15.72	40.82	营业税金及附加	5.20	7.44	9.23	6.42	12.56
存货	11.57	15.03	30.42	25.84	37.51	销售费用	171.24	244.31	252.42	297.86	358.58
其他	300.82	111.77	222.52	230.50	292.51	管理费用	225.03	266.86	246.26	305.50	369.39
流动资产合计	736.63	728.67	957.54	1,616.21	2,036.71	研发费用	14.90	12.82	16.01	17.81	27.53
长期股权投资	44.52	45.86	45.86	45.86	45.86	财务费用	14.75	7.91	2.12	(0.26)	(3.48)
固定资产	128.32	124.23	115.28	106.33	97.39	资产/信用减值损失	(5.42)	(30.75)	(16.13)	12.59	15.07
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	5.22	(25.26)	0.00	0.00	0.00
无形资产	18.11	16.45	14.87	13.29	11.71	投资净收益	291.74	3.13	124.80	130.08	137.44
其他	302.43	538.96	373.36	389.01	377.06	其他	(600.28)	100.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	493.38	725.49	549.37	554.49	532.02	营业利润	224.28	(183.86)	105.94	190.50	249.21
资产总计	1,230.01	1,454.16	1,506.90	2,170.70	2,568.73	营业外收入	6.88	2.01	3.95	4.70	4.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.80	7.36	8.18	7.75	7.77
应付票据及应付账款	31.19	44.17	74.69	83.64	108.55	利润总额	223.37	(189.21)	101.71	187.44	245.82
其他	312.13	369.65	1,082.19	1,482.79	1,631.33	所得税	24.63	1.21	5.28	9.74	12.77
流动负债合计	343.32	413.82	1,156.88	1,566.43	1,739.88	净利润	198.73	(190.41)	96.42	177.70	233.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	31.23	(2.55)	5.36	6.68	15.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	167.51	(187.87)	91.06	171.02	217.69
其他	71.81	253.21	126.88	154.68	151.64	每股收益(元)	0.58	(0.66)	0.32	0.60	0.76
非流动负债合计	71.81	253.21	126.88	154.68	151.64						
负债合计	805.60	1,246.28	1,283.76	1,721.11	1,891.52	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	87.66	79.31	84.67	91.35	106.72	成长能力					
股本	286.55	286.55	286.55	286.55	286.55	营业收入	-52.10%	27.00%	27.50%	24.06%	25.30%
资本公积	496.10	459.15	459.15	459.15	459.15	营业利润	-267.35%	-181.98%	-157.62%	79.82%	30.82%
留存收益	(152.04)	(339.37)	(248.31)	(77.28)	140.40	归属于母公司净利润	-182.43%	-212.16%	-148.47%	87.81%	27.29%
其他	(293.85)	(277.76)	(358.93)	(310.18)	(315.62)	获利能力					
股东权益合计	424.42	207.89	223.14	449.59	677.21	毛利率	45.59%	41.73%	42.50%	44.20%	45.00%
负债和股东权益总计	1,230.01	1,454.16	1,506.90	2,170.70	2,568.73	净利率	22.03%	-19.45%	7.40%	11.20%	11.37%
						ROE	49.74%	-146.11%	65.76%	47.74%	38.16%
						ROIC	-38.13%	59.14%	-13.75%	-27.51%	-21.17%
						偿债能力					
						资产负债率	65.49%	85.70%	85.19%	79.29%	73.64%
						净负债率	-78.35%	-224.04%	-249.77%	-269.83%	-226.82%
						流动比率	1.00	0.73	0.83	1.03	1.17
						速动比率	0.99	0.72	0.80	1.02	1.15
						营运能力					
						应收账款周转率	53.04	42.97	36.72	37.45	41.64
						存货周转率	58.11	72.62	54.19	54.31	60.43
						总资产周转率	0.56	0.72	0.83	0.83	0.81
						每股指标(元)					
						每股收益	0.58	-0.66	0.32	0.60	0.76
						每股经营现金流	-0.78	0.85	0.17	1.66	0.65
						每股净资产	1.18	0.45	0.48	1.25	1.99
						估值比率					
						市盈率	20.63	-18.39	37.95	20.21	15.87
						市净率	10.26	26.88	24.96	9.65	6.06
						EV/EBITDA	9.38	-19.10	18.55	11.93	7.82
						EV/EBIT	10.00	-17.46	20.02	12.73	8.22

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	198.73	(190.41)	91.06	171.02	217.69
折旧摊销	37.50	26.46	10.52	10.52	10.52
财务费用	13.56	4.71	2.12	(0.26)	(3.48)
投资损失	(291.74)	(3.13)	(124.80)	(130.08)	(137.44)
营运资金变动	(156.21)	226.00	65.80	418.82	84.74
其它	(26.30)	179.79	5.36	6.68	15.36
经营活动现金流	(224.46)	243.42	50.07	476.71	187.40
资本支出	39.06	(185.90)	126.33	(27.79)	3.03
长期投资	(50.94)	1.33	0.00	0.00	0.00
其他	237.39	244.04	(1.52)	157.88	134.41
投资活动现金流	225.51	59.47	124.80	130.08	137.44
债权融资	(59.58)	24.52	(32.15)	17.78	(2.75)
股权融资	(2.04)	(20.85)	(81.17)	48.75	(5.44)
其他	10.37	(147.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(51.25)	(144.02)	(113.32)	66.53	(8.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(50.21)	158.88	61.55	673.32	316.65

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com