

## 沪上教培龙头企业，战略转型前景可期

2025年03月25日

► **校外培训“第一股”，控股权尘埃落定。**昂立教育始于1984年上海交大成立的全国第一个大学生勤工俭学中心，2014年7月通过发行股份购买资产方式注入上市公司，2018年8月更名为昂立教育，成为A股市场校外培训“第一股”。受高校政策影响，交大系持续减持公司股票，2023年长甲系开始减持公司股票，中金系持股比例拉开了与长甲系、交大系的差距，2023年11月中金系成为公司控股股东，控股权尘埃落定，有利于上市公司发展。公司积极推动调整转型战略，聚焦非学科培训业务，形成了素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育四大业务板块，助力公司收入重拾增长。公司毛利率相对较高，费用率拖累业绩释放，盈利能力相对较弱。

► **“双减”加速供给出清，行业竞争格局生变。**2021年7月“双减”政策来袭，校外培训行业受到严重的影响和冲击，教培公司大多采取收缩、转型和退出等策略，教培行业供给出清。根据教育部数据，截至2022年2月末，线下教培机构减少92.14%，线上教培机构减少87.07%。上海坚定执行“双减”政策，沪上教培机构大幅下降，行业龙头、区域龙头采取收缩战略，部分公司直接退出，名师工作室、择校升学口碑良好的机构趁势崛起，沪上教培行业竞争格局生变。上海人均收入高、教育消费多，K12在校生持续增长，未来十年有望迎来中高考生源红利，素质教育强势崛起，市场规模持续扩大；升学培训需求依然强劲，客单价上升较快。

► **战略重塑区域深耕，区域龙头再度起航。**“双减”背景下，公司进行战略重塑，坚定实施调整转型战略、“双曲线”战略、区域深耕战略和“名师”战略，按照“调整、增强、壮大、发展”的经营方针，重点聚焦K12素养教育为主的第一曲线业务，积极分形创新，同时以“B2B2C”为抓手精益拓展第二曲线业务，初步形成双曲线战略架构，打造了素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育等四大业务板块。公司全面回归上海本土市场，拥有完善的业务网络，推出了从幼儿到高中的非学科产品体系；全力拓展中高考市场，提供个性化、小班课、全日制、中高考复读班等多种班型，辅以“名师”战略，未来有望充分受益上海市场需求释放。公司积极回购用于员工持股，有助于激发员工积极性和稳定性，有利于公司中长期发展，区域龙头有望再度起航。

► **资产质量相对较高，合同负债助力成长。**公司资产主要由货币资金、使用权资产等组成，截至2024年9月末分别为5.47亿元、4.70亿元，合计占比61.82%。使用权资产主要反映公司经营网点变化，越高意味着公司网点越多，公司资产质量整体较高。公司负债主要是合同负债、租赁负债，截至2024年9月末分别为6.44亿元、3.26亿元，合计占比65.72%。公司收现比改善，现金流整体一般。2022-2024年9月公司收现比分别为0.88倍、1.24倍和1.11倍，经营性净现金流分别为-2.24亿元、2.43亿元和1.29亿元。公司使用权资产增长快，合同负债助力成长。2023-2024年9月公司使用权资产同比增长184%、124%，合同负债同比增长48%、22%。

► **盈利预测、估值与投资建议：沪上教培龙头，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**预计2024-2026年公司营收分别为12.35亿元、15.97亿元和20.81亿元，分别同比增长27.9%、29.3%和30.3%；归母净利润分别为-0.46亿元、0.37亿元和0.97亿元，分别同比增长75.7%、180.3%和164.1%；每股收益分别为-0.16元、0.13元和0.34元，PE分别为-、83倍和32倍，PB分别为288倍、64倍和21倍，PS分别为2.4倍、1.9倍和1.5倍。与可比公司相比，公司PS估值具有优势。公司是沪上教培龙头企业，采取区域深耕战略，建立了完善的业务网络，打造“您身边的昂立”；实施“名师”战略，加大研发投入，构建完善且符合监管要求的产品体系，有望充分受益上海市场需求的释放。看好上海教培市场需求释放、公司核心竞争力和控股股东的支持，公司未来成长性良好，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**政策风险、市场竞争加剧、名师流失、退费、减持等风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	966	1,235	1,597	2,081
增长率(%)	27.0	27.9	29.3	30.3
归属母公司股东净利润(百万元)	-188	-46	37	97
增长率(%)	-211.9	75.7	180.3	164.1
每股收益(元)	-0.66	-0.16	0.13	0.34
PE	/	/	83	31
PB	23.6	287.6	64.2	21.0

资料来源：WinD，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年3月25日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

10.58元



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

# 目录

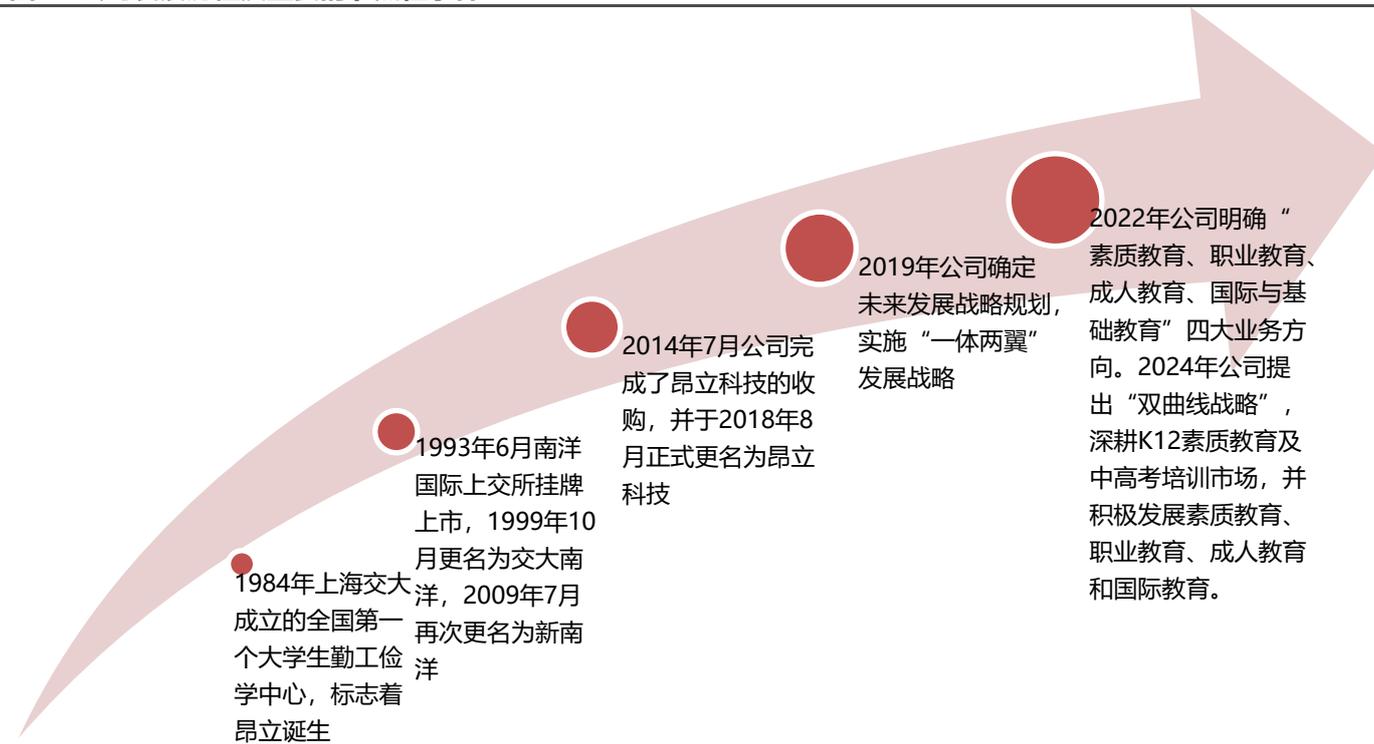
<b>1 公司概况：校外培训“第一股”，控股权尘埃落定</b>	<b>3</b>
1.1 发展历程：从勤工俭学中心到校外培训“第一股”	3
1.2 股东结构：中金成为控股股东，长甲减持交大退出	4
1.3 业务结构：教育业务战略调整，教育服务占比提高	5
1.4 盈利能力：毛利率相对较高，费用高企拖累净利率	6
<b>2 行业分析：“双减”加速供给出清，行业竞争格局生变</b>	<b>8</b>
2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清	8
2.2 积极响应“双减”政策，沪上教培竞争格局巨变	9
2.3 人口红利叠加高收入，沪上校外培训需求强劲	11
2.4 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲	12
<b>3 公司分析：战略重塑区域深耕，区域龙头再度起航</b>	<b>15</b>
3.1 战略转型素质教育，全力拓展中高考市场	15
3.2 聚焦区域深耕战略，快速抢占沪上市场	17
3.3 全面实施“名师”战略，持续加大研发投入	18
3.4 股份回购彰显价值，员工持股助力发展	19
<b>4 财务分析：资产质量相对较高，盈利能力有待提高</b>	<b>21</b>
4.1 资本结构：资产质量相对较高，负债率相对较高	21
4.2 现金流：收现比持续改善，现金流整体较差	21
4.3 成长能力：使用权资产增长较快，合同负债助力成长	22
<b>5 盈利预测、估值与投资建议</b>	<b>24</b>
5.1 业务拆分、关键假设与盈利预测	24
5.2 估值分析	26
5.3 投资建议	26
<b>6 风险提示</b>	<b>28</b>
<b>插图目录</b>	<b>30</b>
<b>表格目录</b>	<b>30</b>

# 1 公司概况：校外培训“第一股”，控股权尘埃落定

## 1.1 发展历程：从勤工俭学中心到校外培训“第一股”

上海新南洋昂立教育科技股份有限公司（以下简称“昂立教育”或公司）始于1984年上海交通大学成立的全国第一个大学生勤工俭学中心，并启用“昂立 Only”，标志着昂立品牌的诞生。1992年7月上海交通大学经上海市人民政府教育卫生办公室【沪府教卫（92）第201号文】批准设立上海南洋国际实业股份有限公司（以下简称“南洋国际”），1993年6月南洋国际上交所挂牌上市，1999年10月南洋国际更名为上海交大南洋股份有限公司（以下简称“交大南洋”），2009年6月交大南洋更名为上海新南洋股份有限公司（以下简称“新南洋”）。2013年8月新南洋公布资产重组方案，拟以发行股份购买资产方式收购上海昂立教育科技集团有限公司（以下简称“昂立科技”）的全部股权，2014年7月新南洋完成了对昂立科技的收购，成为A股市场第一家以校外培训为主营业务的上市公司，并于2018年8月正式更名为昂立教育，成为A股市场校外培训“第一股”。2019年公司确定了“一体两翼”的发展战略，即通过事业部整合协同聚焦K12培训核心业务，通过全国扩张和科技赋能实现第二增长曲线，力图打造专业、有温度、值得信赖的教育品牌。2021年“双减”政策出台后，公司全面关停学科类培训业务，转向非学科素质教育、职业教育、成人教育和国际教育等领域。2022年公司明确“素质教育、职业教育、成人教育、国际与基础教育”四大业务方向，并全力实施调整转型战略。2024年公司提出“双曲线”战略，第一曲线继续深耕K12素质教育及中高考业务，第二曲线以“B2B2C”模式拓展职业教育与成人教育，形成业务协同。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

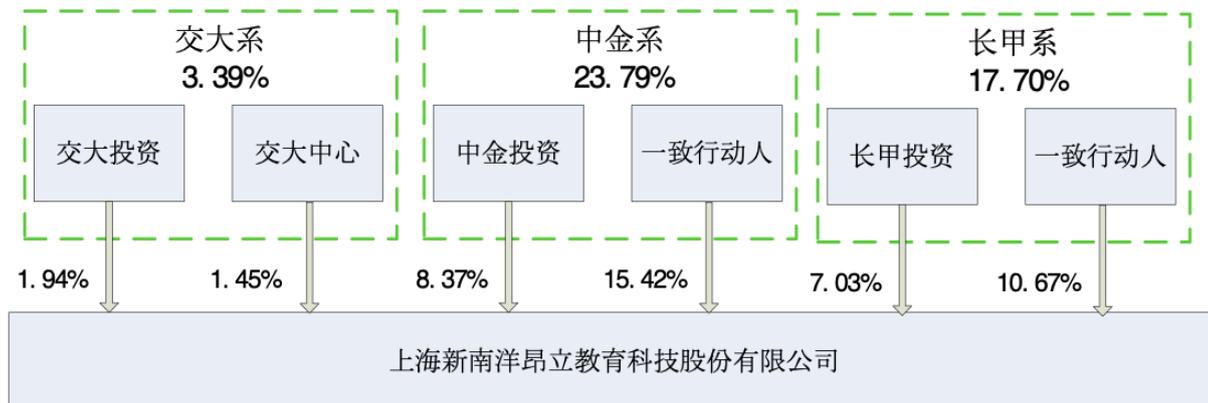


资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

## 1.2 股东结构：中金成为控股股东，长甲减持交大退出

2014年7月公司完成昂立科技的收购后，上海交大产业投资管理(集团)有限公司(以下简称“交大投资”)持有公司26.565%的股权，上海交大企业管理中心(以下简称“交大中心”)持有公司13.098%的股权，交大投资和交大中心是一致行动人(以下简称“交大系”)，均为上海交通大学的全资子公司。2018年以来，公司得到了产业资本的认可及增持，中金投资(集团)有限公司(以下简称“中金投资”)及其一致行动人(以下简称“中金系”)和上海长甲投资有限公司(以下简称“长甲投资”)及其一致行动人(以下简称“长甲系”)积极增持公司股票，而交大系受高校政策影响，持续减持公司股票。截止2022年末，中金系合计持有公司约68,153,380股，占公司总股本的23.79%，是公司第一大股东；长甲系合计持有50,705,504股，占公司总股本的17.70%，是公司第二大股东。2023年以来，长甲系开始减持公司股份，截至2024年三季报，长甲系持股比例降至15.83%。同时，交大系持续减持公司股份，截至2024三季报，交大系持股比例降至3.39%。中金系持股比例未变，截至2024年三季报，中金系持股比例23.79%，已拉开与长甲系、交大系持股比例差距，公司于2023年11月公告从无实际控制人变更为有实际控制人，中金系是公司控股股东，中金系实控人周传有成为公司实际控制人。

图2：截至 2024 年三季报公司股权结构及一致行动人持股情况

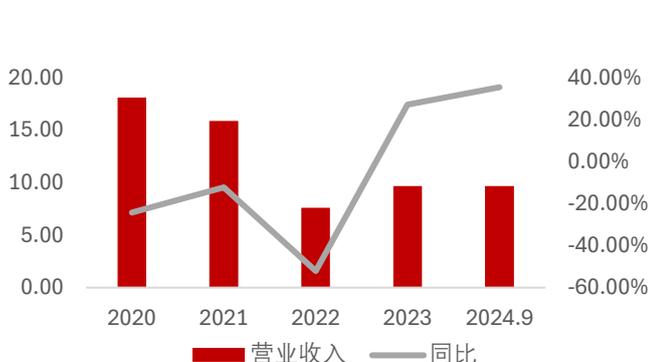


资料来源：iFinD，民生证券研究院

### 1.3 业务结构：教育业务战略调整，教育服务占比提高

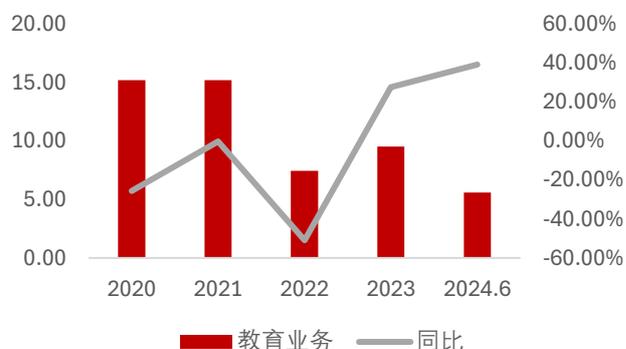
受“双减”政策影响，公司教育业务战略调整，从学科培训转向非学科培训，从单一的校外培训转向素质、职业、成人、国际等四大教育服务，公司收入在经历了大幅下降后，开始重拾增长。2020-2024 年 6 月公司营业收入分别为 18.09 亿元、15.87 亿元、7.60 亿元、9.66 亿元和 5.65 亿元，分别同比-24.35%、-12.24%、-52.10%、27.00%和 38.86%，其中教育与服务业务营业收入分别为 15.21 亿元、15.19 亿元、7.45 亿元、9.62 亿元和 5.58 亿元，分别同比增长-25.70%、-0.15%、-50.93%、27.66%和 39.26%。2024 年前三季度公司营业收入基本达到 2023 年全年水平，根据公司业绩预告，预计 2024 年实现营业收入 12.35 亿元，同比增长 28.38%，教育业务呈现持续复苏发展态势，公司调整转型战略成效显著。

图3：20-24 年 9 月公司营业收入（亿元）及增速(%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

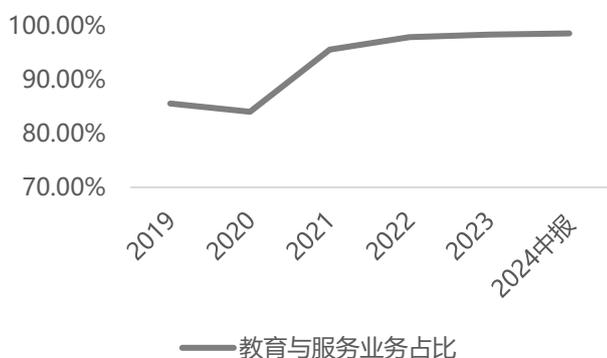
图4：20-24 年中报公司教育营业收入（亿元）及增速(%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

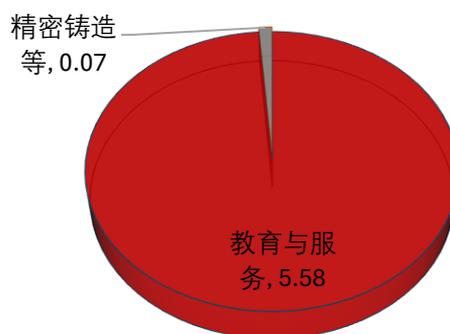
从业务结构来看，教育与服务业务是核心业务，业务占比持续提高，近几年业务占比基本稳定在 98%左右，2020-2024 年 6 月公司教育与服务业务收入占比分别为 84.11%、95.70%、98.03%、98.54%和 98.74%。公司还从事精密制造、数字电视运营等业务，但业务规模持续下降，业务占比大幅下降。2020-2024 年 6 月公司精密制造等业务收入分别为 2.88 亿元、0.68 亿元、0.15 亿元、0.14 亿元和 0.07 亿元，业务占比分别为 15.89%、4.30%、1.97%、1.46%和 1.26%。2024 年公司提出“双曲线”战略，第一曲线继续深耕 K12 素质教育，第二曲线以“B2B2C”模式拓展职业教育与成人教育，我们预计未来公司教育服务业务高占比能够维持。

图5：19-24 年中报公司教育与服务业务占比 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：24 年中报公司业务结构 (单位：亿元)

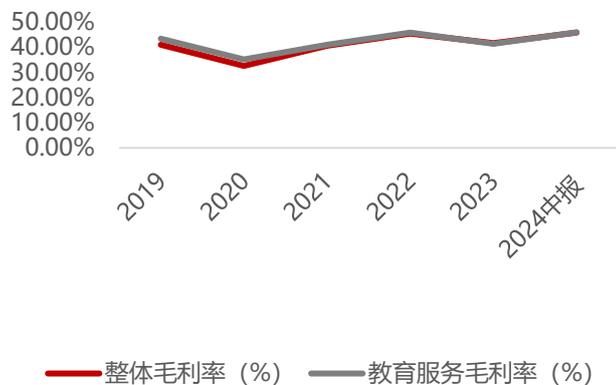


资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 1.4 盈利能力：毛利率相对较高，费用高企拖累净利率

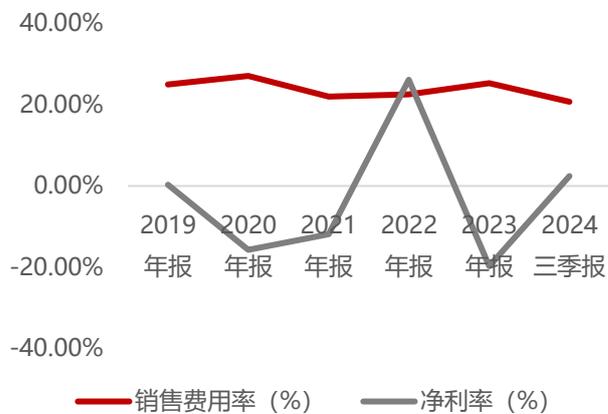
2019-2024 年中报公司整体毛利率分别为 41.13%、32.71%、40.81%、45.59%、41.73%和 46.02%，其中教育与服务业务毛利率分别为 43.59%、35.29%、41.14%、45.99%、41.58%和 46.11%，公司毛利率相对较高。受招生、减值计提和股权激励费用等影响，公司销售费用率和管理费用率较高，带动公司期间费用率较高，2019-2024 年三季报公司期间费用率分别为 41.55%、47.94%、50.89%、56.01%、55.08%和 42.64%。较高的期间费用率拖累公司盈利能力，2019-2024 年三季报公司归母净利润分别为 0.54 亿元、-2.48 亿元、-2.03 亿元、1.68 亿元、-1.88 亿元和 0.19 亿元，净利率分别为 0.34%、-15.74%、11.90%、26.13%、-19.72%和 2.43%，公司盈利能力相对较弱。

图7: 2019 年以来公司毛利率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图8: 2019 年以来公司销售费用率 (%) 和净利率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 2 行业分析：“双减”加速供给出清，行业竞争格局生变

### 2.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清

为了有效减轻校内作业负担和校外培训负担（俗称“双减”），促进学生身心健康健康发展，国家出台持续的规范政策。2021年4月教育部印发《关于加强义务教育学校作业管理的通知》，将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”现象。2021年7月中共中央、国务院联合印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构。同月，教育部印发《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》，明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类，避免执法不严和机构“伪装”行为。此后，教育部等多部门又出台了配套政策，如2021年9月教育部印发《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》，2021年11月教育部等八部委印发《关于做好校外培训广告管控的通知》等，“双减”政策强势来袭，对校外培训行业产生深远影响。

表1：近年来我国出台的“双减”政策一览表

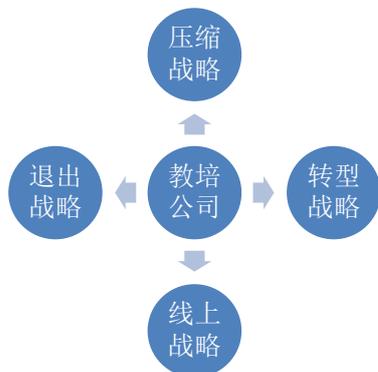
发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023年8月23日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	明确处罚主体，提升执法能力，切实解决校外培训执法边界不清、依据不充分等难点问题
2023年7月24日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台正式上线	推出“校外培训家长端”APP，提供全国统一校外培训官方购课服务
2022年1月5日	教育部	《关于认真做好寒假期间“双减”工作的通知》	巩固“双减”工作成果，严防校外培训旧态重演
2021年11月3日	教育部等八部委	《关于做好校外培训广告管控的通知》	不区分学科类、非学科类，不得发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告
2021年9月8日	教育部	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	严厉打击校外学科培训，坚决查处学科类校外培训隐形变异问题
2021年7月30日	教育部	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围
2021年7月24日	中共中央、国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构
2021年4月26日	教育部	《关于加强义务教育学校作业管理的通知》	将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”

资料来源：教育部，中共中央，国务院，八部委，民生证券研究院

“双减”政策带来教培行业供给侧出清。（1）行业龙头公司、区域龙头采取

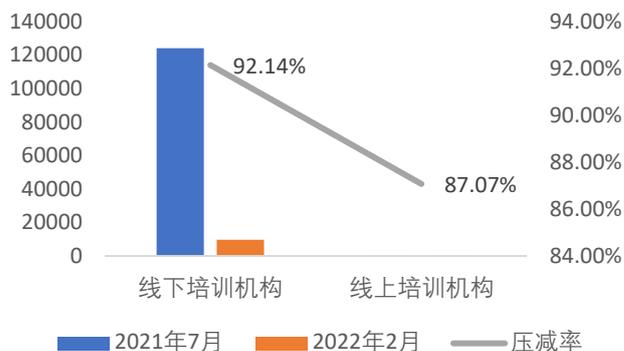
主动收缩战略以应对政策冲击，如好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育等，2021-2022 年线下教学网点快速下降；（2）战略转型，积极拥抱素质教育和职业教育，从教育政策导向看，国家鼓励素质教育和职业教育，大部分教培机构及 K12 教育公司采取了主动拥抱素质教育，并向职业教育转型的发展战略，如昂立教育、凯文教育等；（3）部分教培公司关闭线下教学网络，全面转向线上，如豆神教育等；（4）大部分中小教培机构及个别细分龙头采取“退出”战略，造成“消课难、退费难”等现象，这部分公司基本退出了教培行业。受此影响，教培机构大幅下降。根据教育部校外教育培训监管司有关负责人介绍，截至 2022 年 2 月，原 12.4 万个线下校外培训机构压减到 9728 个，压减率为 92.14%；原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87.07%。

图9：“双减”下教培公司的战略选择



资料来源：证券时报（“双减”这一年：教培行业转型渐趋清晰）、上市公司公告，民生证券研究院

图10：“双减”政策对行业的影响及冲击（家）



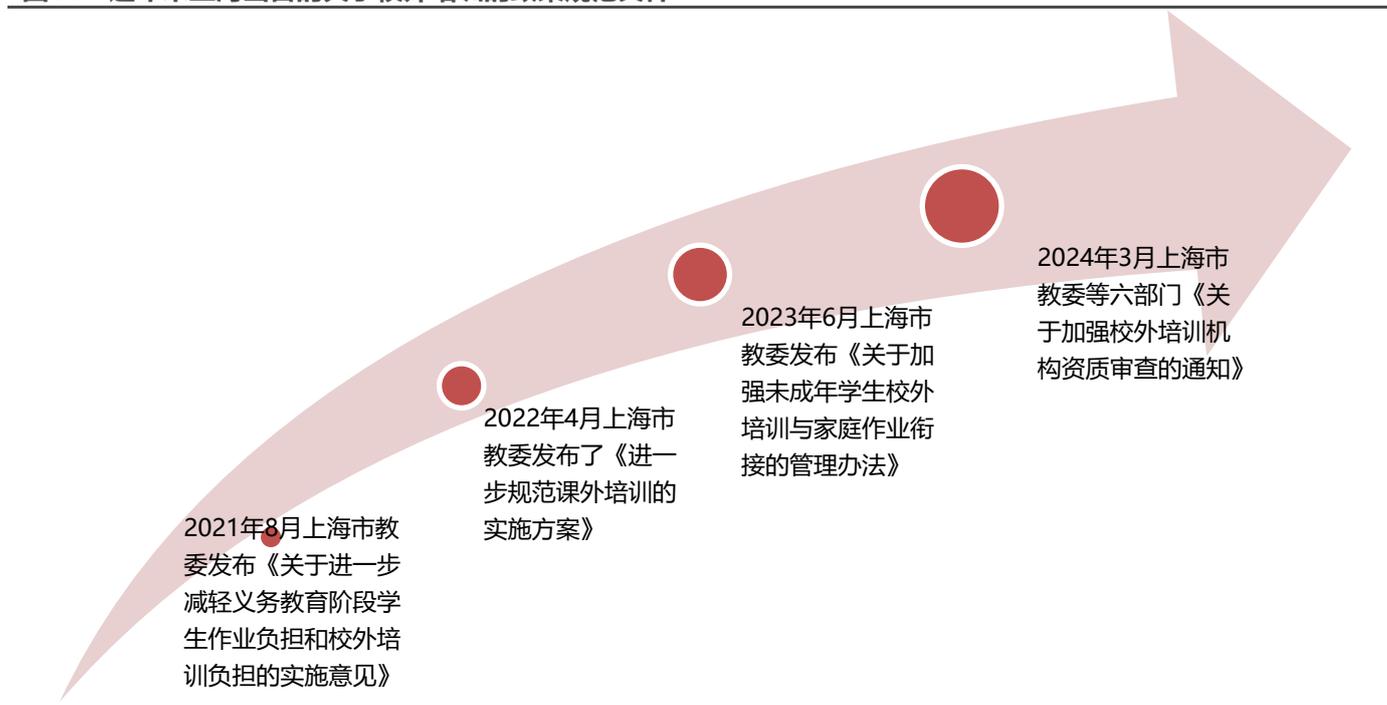
资料来源：教育部、新京报等，民生证券研究院

## 2.2 积极响应“双减”政策，沪上教培竞争格局巨变

上海积极响应国家“双减”政策，严格规范校外培训机构发展。2021 年 8 月上海市教委发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的实施意见》，全面规范校外培训行为，明确提出不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构重新审核并统一登记为双重管理的非营利性机构，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训等。2022 年 4 月上海市教委发布了《进一步规范课外培训的实施方案》，进一步细化“双减”政策的实施，要求严格落实课外培训时间和收费的监管，严禁未经审批的培训机构开展学科类培训，并加强对网络平台和培训广告的监管。2023 年 6 月上海市教委发布《关于加强未成年学生校外培训与家庭作业衔接的管理办法》，明确规定各类校外培训机构不得通过课外作业或复习班等形式与学校的正式教学进度挂钩，要求培训内容与义务教育阶段课程标准对接。2024 年 3 月上海市继续加大校外培训的规范力度，上海市教委、科委等 6 部门发布了《关于加

强校外培训机构资质审查的通知》，要求对所有培训机构进行全面审查，确保其合法合规，严厉打击无资质、超范围运营的培训机构，同时加强对线上培训的风险预警与监管，要求平台严格审查教师资质与课程内容，杜绝虚假宣传和违规收费。

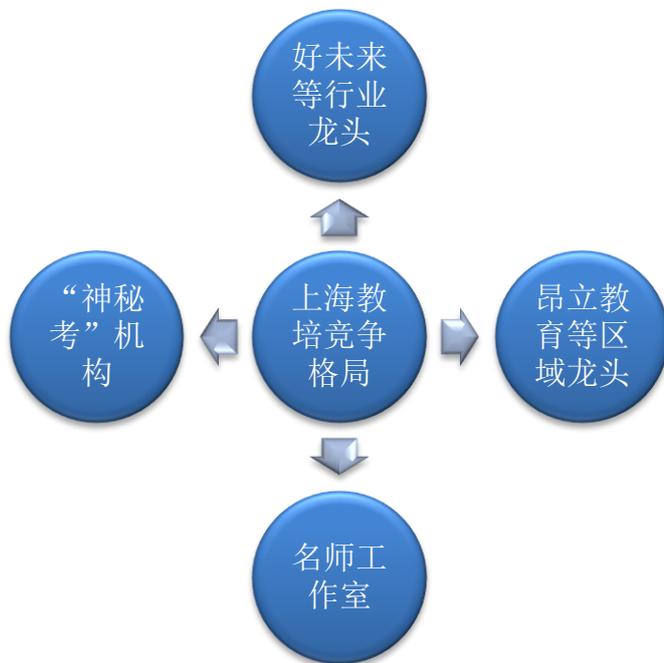
图11：近年来上海出台的关于校外培训的政策规范文件



资料来源：上海市教委等，民生证券研究院

上海“双减”政策的坚定执行，加速了校外培训行业的出清，尤其是学科类校外培训快速下降。根据2021年10月25日《第一财经》报道，“双减”后（至报道日），上海学科类培训机构压减超2成，从业人员减少3.5万人；根据东方网报道，截至2021年底，上海义务教育阶段学科类培训机构“营转非”、“备改审”的完成率达到100%，这类机构压减了91%，实现了国家层面针对校外义务教育阶段学科类培训机构“要大大压减”的目标。“双减”带来了上海教培行业供给出清，行业竞争格局发生巨变。（1）好未来、新东方等行业龙头迅速关闭沪上网点，仅保留极少部分网点，大部分业务转到线上；（2）昂立教育等区域龙头大幅压缩沪上网点，但仍是沪上网点相对完善的公司之一；（3）豆神教育、学大教育、精锐教育等上市公司，乐课力、韦博英语、英孚教育等本土非上市公司大幅压缩网点，甚至直接退出。经历了2年的“双减”，上海教培行业发生翻天覆地变化，存量教培公司大幅减少，行业供给出清；严控、甚至暂停新牌照的审批，教培行业进入壁垒大幅提高。沪上教培行业基本进入了存量竞争市场，市场参与主体主要由好未来、新东方等行业龙头，昂立教育等区域龙头，自带流量的“名师”工作室，有“神秘考”机会的教培机构，之前“跑路”的教培机构很难回归，行业竞争格局发生巨变。

图12：上海教培竞争格局



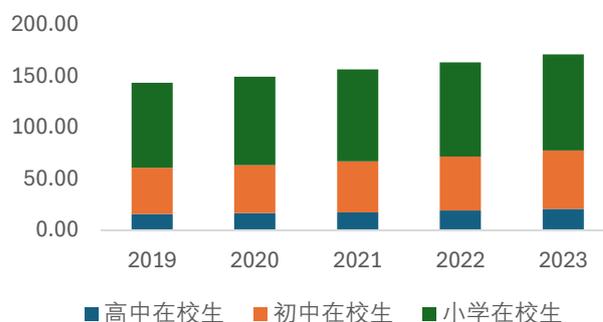
资料来源：相关上市公司公告，民生证券研究院

### 2.3 人口红利叠加高收入，沪上校外培训需求强劲

根据国家统计局数据，上海常住人口规模从 2000 年的 1608.6 万人持续攀升至 2023 年的 2487.45 万人，是常住人口最多的一线城市和全国第二大常住人口城市。随着“龙宝”到来和“二胎”政策的放开，上海迎来了生育小高峰，2012-2016 年上海常住人口出生率分别为 9.56%、8.18%、8.35%和 9.14%。之后，上海市出生率快速下降，到 2023 年上海市常住人口出生率仅为 3.95%。新生人口的变化趋势，决定了适龄儿童入学高峰 2023 年前后。2023 年上海普通小学在校生 93.71 万人，同比增长 2.2%，其中普通小学毕业生 17.47 万人，同比增长 12.9%；初中在校生 56.72 万人，同比增长 7.8%，其中毕业生 11.5 万人，同比增长 5.6%；普通高中在校生 20.79 万人，同比增长 7.8%，其中毕业生 5.91 万人，同比增长 10.5%。考虑到 2023 年是上海市小学生入学高峰，预计到 2028 年普通初中将迎来入学高峰，2031 年普通高中将迎来入学高峰，未来 10 年上海市中高考试校外培训有望迎来“生源红利”。

**图13: 上海常住 (万人) 及出生率 (%)**


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

**图14: 上海基础教育在校生规模 (万人)**


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

上海居民收入水平高, 教育消费支出增长强劲。根据国家统计局最新公布的数据, 2024 年上海居民人均可支配收入 88366 元, 位居全国之首, 较北京人均收入高出 2951 元。从人均可支配收入增速来看, 2020-2024 年上海居民人均可支配收入增速分别为 4.02%、8.02%、2.03%、6.56%和 4.16%。较高的收入水平, 带来了强劲的教育消费支持。2020-2024 年上海居民教育文化娱乐消费人均支出分别为 3663 元、4710 元、3100 元、4976 元和 5349 元 (备注: 2020 年和 2022 年教育文化娱乐消费支出下降主要受卫生事件影响), 分别占同期居民消费人均支出的 8.61%、9.64%、6.73%、9.48%和 10.15%。较高的收入水平和较大的教育文化娱乐消费支出, 为校外培训需求的释放夯实基础。

**表2: 上海教育文化娱乐市场规模测算(亿元)**

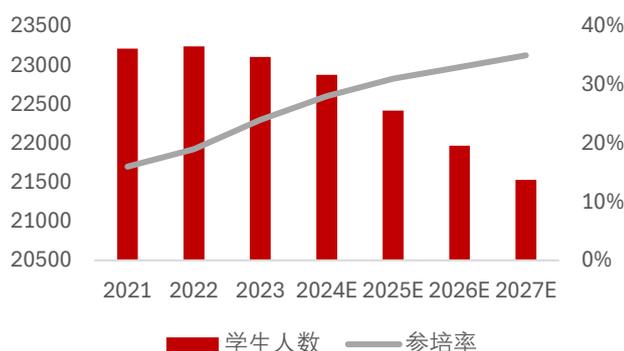
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
居民人均可支配收入(元)	69442	72232	78027	79610	84834	88366
人均消费支出(元)	45605	42536	48879	46045	52508	52722
教育文化娱乐消费支出(元)	5496	3663	4710	3100	4976	5349
教育文化娱乐消费占支出的比重	12.05%	8.61%	9.64%	6.73%	9.48%	10.15%
教育文化娱乐消费占收入的比重	7.91%	5.07%	6.04%	3.89%	5.87%	6.05%
常住人口(万人)	2481	2488	2489	2475	2487	2476
教育文化娱乐市场规模(亿元)	1364	911	1172	767	1238	1324

资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院预测

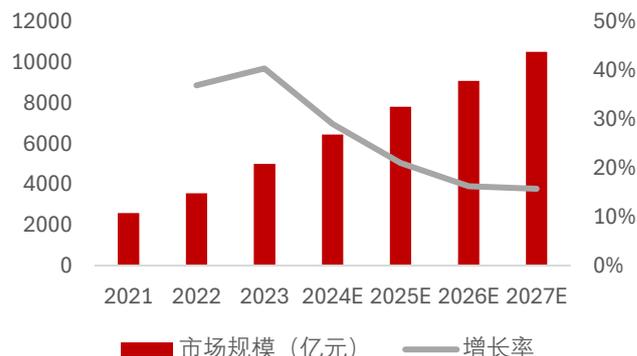
## 2.4 素质培训强势崛起, 升学培训需求强劲

“双减”前, 学科培训是校外培训的核心内容, 尤其是语数外的培训贯穿了从学前教育到义务教育的全过程。“双减”后, 学科培训受到严格限制, 培训机构纷

纷转型，聚焦学科素养、素质教育、中高考升学辅导，如好未来的学而思素养、昂立教育的 hello 科学等，同时打通升学链，积极发展面向中高考的升学辅导。近几年，素质教育可谓一枝独秀，强势崛起，艺术、体育、STEAM、营地、研学、素养等素质教育快速发展，且上海中考有综合素质评价，增强了素质教育参培的主动性和粘性。根据多鲸教育研究院发布的《2024 素质教育行业发展趋势报告》，素质教育总市场规模=校外市场规模+校内市场规模，其中校外市场规模测算以“市场规模=在校生人数\*渗透率\*年客单价”进行估算，并假设 2023 年学前至高中人数 2.31 亿人，参培率 24%，客单价 6229 元/年，测算出 2023 年我国素质教育校外市场规模 3454 亿元。同时，多鲸教育研究院结合专家访谈数据，2023 年校内素质教育市场约等于校外素质教育市场的 45%，测算出 2023 年素质教育总市场规模约 5008 亿元，并预测未来几年仍保持较快增长，即 2024-2027 年素质教育总市场规模分别为 6463 亿元、7825 亿元、9101 亿元和 10536 亿元，分别同比增长 23%、21%、16%和 16%。

**图15：我国幼儿园到高中学生数（万人）及参培率（%）**


资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

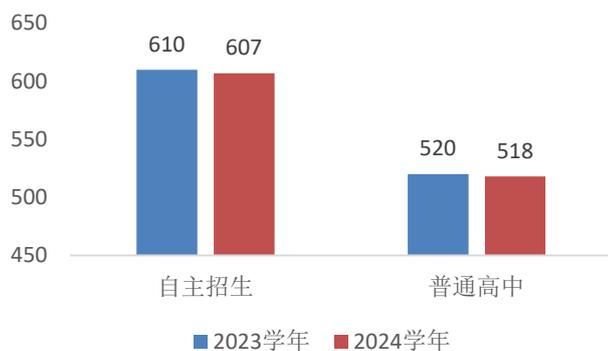
**图16：我国素质教育市场规模（亿元）及增速预测**


资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

上海是最为重要的教培市场之一，2023 年学年上海幼儿园在校生 48.41 万人，小学在校生 93.71 万人，普通初中在校生 56.72 万人，普通高中在校生 20.79 万人，合计 219.63 万人。较高的收入水平，较大的教育消费支出，较多的在校生人数，上海素质教育市场规模相对较大。同时，上海校外培训需求较为强劲。上海民办中小学“摇号”录取以来，“择校”仍然存在，“三公”、丘班等公开选拔招录，复旦“旦旦营”、交大“数学营”等对很多家长和孩子具有吸引力，部分头部民办学校的“神秘考”，以及中高考等，都促使家长和孩子增加对教培的需求。考虑到这两年上海中考难度明显增加，2024 年上海普通高中自主招生录取和统一招生录取最低投档控制分数线分别为 607 分和 518 分，分别较 2023 年下降 3 分和 2 分。“择校”、中高考难度的增加在客观上刺激了校外培训需求的释放，但受制于供给约束，客单价上升较快。根据昂立教育收费价格表，一对一基本 300-800 元/课时，一对三基本 200-600 元/课时，普通班 1-1.5 万元/学期之间，精品班

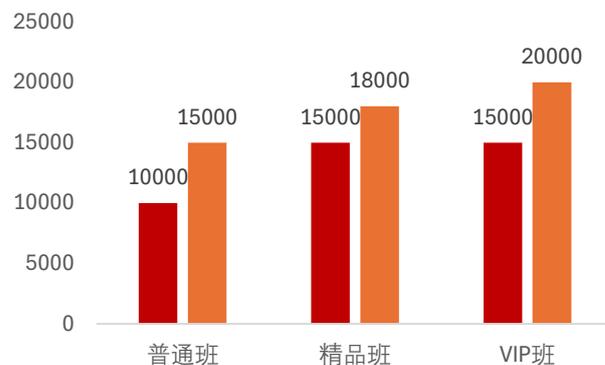
1.5-1.8 万元/学期之间，VIP 班 1.5-2 万元/学期之间，相对于“双减”前客单价上涨显著。

图17: 2023-2024 学年上海最低投档控制线 (分)



资料来源: 上海市教委, 民生证券研究院

图18: 昂立普通班、精品班、VIP 班收费标准 (元/学期)



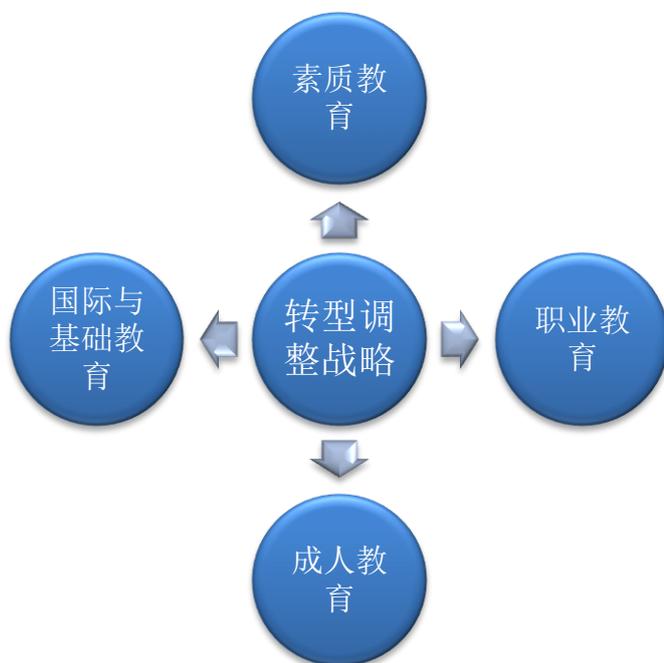
资料来源: 昂立官网 (<https://onlyedu.tantuw.com/>), 民生证券研究院

### 3 公司分析：战略重塑区域深耕，区域龙头再度起航

#### 3.1 战略转型素质教育，全力拓展中高考市场

公司前身是上海交通大学勤工俭学中心，拥有 40 多年的校外培训良好口碑，是沪上著名的教育培训机构，长期服务于 3-18 岁孩子学习成长，是 A 股市场校外培训“第一股”。2019 年公司提出了“一体两翼”发展战略，其中“一体”为围绕客群的事业群整合，“两翼”为全国拓展和科技赋能，并采取直营+加盟方式进行运营。截至 2019 年末，公司拥有 302 个直营教学中心，1000 多所合作学校。2019 年公司实现营业收入 23.91 亿元，创下上市以来新高。受“双减”政策影响，公司业务快速下降，2022 年公司营业收入仅 7.60 亿元，不足 2019 年的三分之一。在此背景下，公司进行战略重塑，坚定实施调整转型战略，按照“调整、增强、壮大、发展”的经营方针，重点聚焦 K12 素养教育为主的第一曲线业务，积极分形创新，同时以“B2B2C”为抓手精益拓展第二曲线业务，初步形成双曲线战略架构，打造了素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育等四大业务板块。

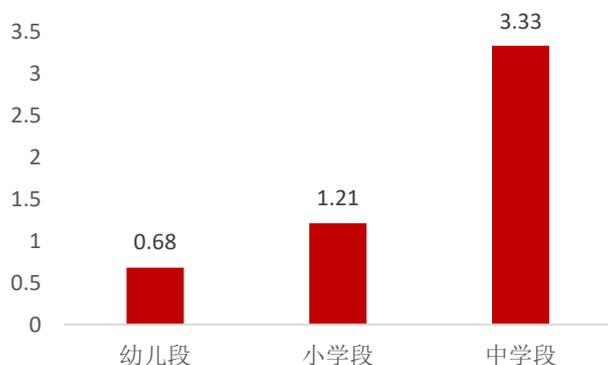
图19：公司执行调整转型战略打造四大教育板块



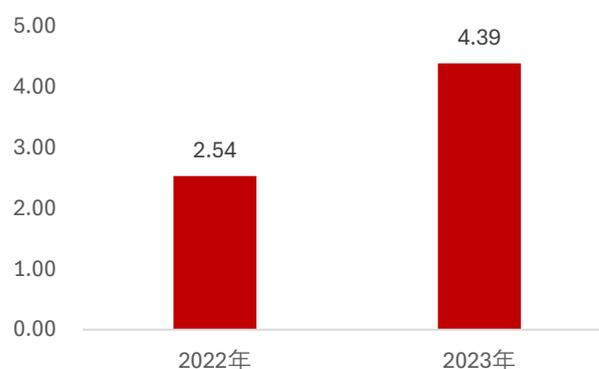
资料来源：各公司公告、民生证券研究院

公司严格按照“双减”要求，全面推动传统学科培训业务向非学科业务战略转型，夯实核心业务基础，提升业务转型健康度，公司逐步完善了覆盖幼小至高中全年龄段的非学科产品体系。幼少段依托“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，致力于为少儿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”、“昂立新课程”和“昂立智立方”，打造实践创造营、科创竞赛、AI 个性化产品发展的 OMO 产品体系。公司战略转型素质教育，持续构建素质素养类非学科产品矩阵，打造“昂立科创学院”和“Hello 科学”科创品牌，“昂立科创学院”积极升级运营体系，完成“素养-课题-赛事”相关产品体系迭代以及科创团队搭建；“Hello 科学”完成从产品体系研发、团队搭建、校区选址和试运营，积极组建并系统运营科创业务。截至 2023 年末，公司素质教育幼儿段、小学段和中学段在读人数分别约为 0.68 万人、1.21 万人和 3.33 万人，2023 年素质教育业务板块实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 73.4%，业务占比约为 45.5%。

**图20: 截至 2023 年末素质教育在读人数 (万人)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

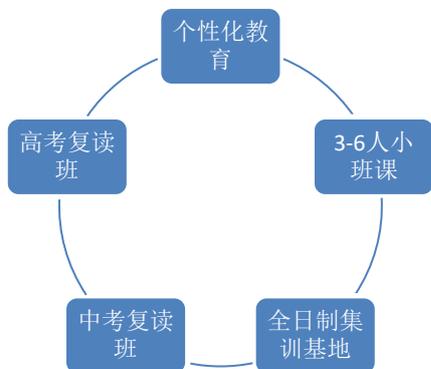
**图21: 2022-2023 年公司素质教育营业收入 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

针对上海中高考市场需求强劲, 公司全力拓展中高考培训市场。公司旗下产品——昂立中学生, 主要聚焦初高中阶段校外辅导, 深耕个性化辅导, 直击重点难点, 衔接课本教程, 高效互动, 分层教学。昂立中学生拥有 40 多个学习中心, 4000 多名老师, 服务超过 100 万以上人次。目前, 昂立中学生提供的校外培训主要有个性化教育、3-6 人小班课、全日制集训、中考复读班、高考复读班等, 2023 年公司高中业务收入 2.99 亿元, 同比增长 25.1%。业务占比约为 31.0%。同时, 公司积极发展职业教育, 探索布局成人教育。在职业教育方面, 公司聚焦“智能制造方向、数字电商方向、智慧康养方向”等专业群建设, 重点向中高职院校提供“筹设咨询、托管办学、产教融合、专业共建”等服务。在成人教育方面, 公司主要聚焦考研、专升本、考证及在职研究生等细分市场, 以上海为中心, 积极拓展陕西、湖北等区域市场, 成人教育已初具规模, 截至 2023 年末, 成人教育在读近 3000 人。2023 年公司职业教育和成人教育业务收入 0.94 亿元, 同比增长 16.8%, 业务占比 9.8%。另外, 公司积极发展国际教育, 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。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、语培与标化考试辅导等。2023 年公司国际教育业务收入 1.18 亿元, 同比

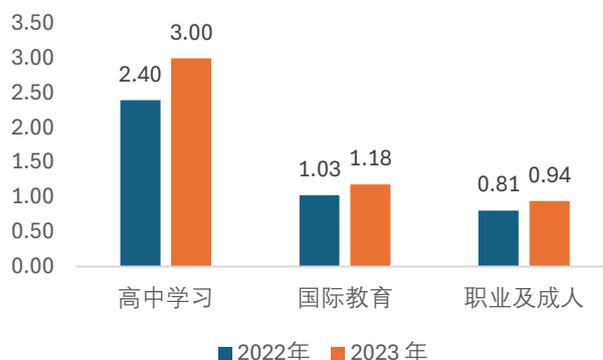
增长 15.1%，业务占比 12.2%。

图22：昂立中学生班型分布示意图



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

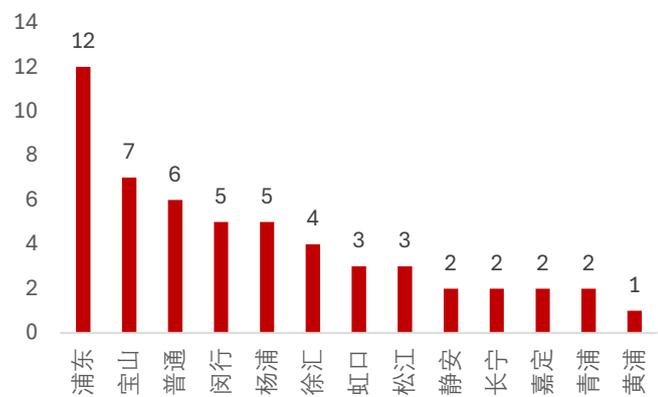
图23：高中、国际、职业与成人板块业务收入（亿元）



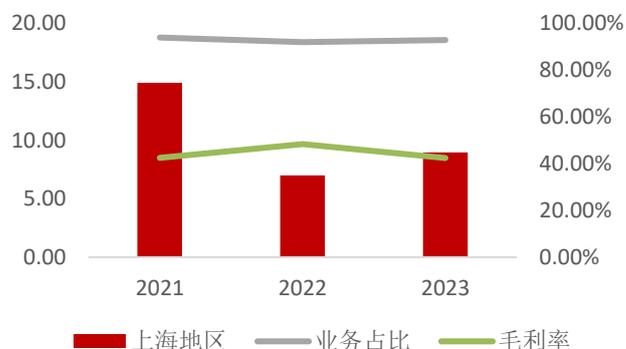
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 聚焦区域深耕战略，快速抢占沪上市场

“双减”后，公司采取了收缩战略和调整转型战略，大部分加盟店和部分直营店关闭，并回归上海本土市场，推出了昂立 hello 科学、昂立少年、昂立青少年、昂立智立方、昂立新课程等素质课程，全面满足上海家长、学生“双减”环境下的校外培训需求。公司采取区域深耕战略，稳住“大本营”——上海市场。“双减”期间，各大培训机构采取了“关停并转”的收缩战略，甚至直接退出上海教培市场，公司同样也采取了收缩战略，但 2022 年末仍保留了约 80 家直营网点，是沪上教学网点保有量最多，布局最完善的教培机构之一。随着教培行业触底回升，2023 年公司开始逐步恢复沪上网点，仅 2023 年上半年公司扩大校区 18 家，新增校区 11 家，上海直营教学中心 91 家。2023 年下半年以来，公司持续扩大网点规模（备注：从使用权资产和租赁负债余额持续走高就能得出结论），打造“您身边的昂立”，实现家门口就能轻松学，缓解家长接送问题。如昂立少年成长中心布局了浦东、宝山、闵行、杨浦、普陀、徐汇等 13 个区，其中浦东拥有 12 个网点，宝山拥有 7 个网点，打造“您身边的昂立”。同时，公司上海网点均为直营店，不允许加盟，因此上海网点的恢复对公司收入和利润影响较大。2023 年公司上海地区实现营业收入 8.98 亿元，业务占比 92.9%；贡献毛利润 3.81 亿元，毛利占比 94.5%。

**图24: 昂立少年成长中心上海网点各区县分布图 (个)**


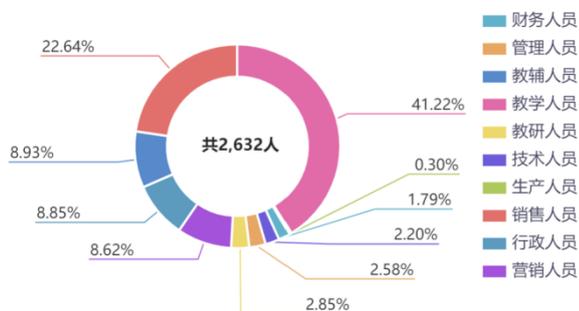
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**图25: 上海地区业务收入 (亿元)、占比及毛利率 (%)**


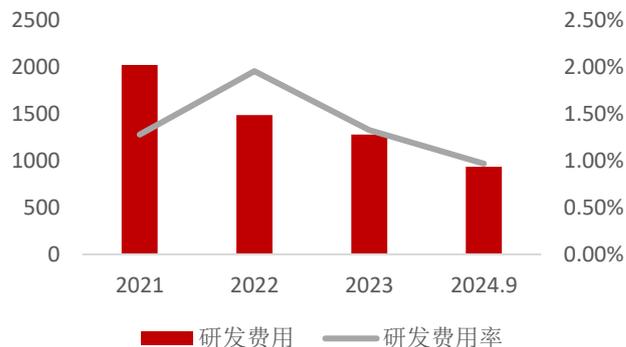
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.3 全面实施“名师”战略，持续加大研发投入

随着市场重新洗牌和公司业务恢复，公司全面实施“名师”战略。公司重视人才队伍建设尤其是教师队伍建设，大力引进和培养优秀教学师资人才，提升教师队伍质量，打造有利于教师成长的良好生态环境，系统提高教师队伍的组织能力。截至2023年末，公司在职教学人员1085人，教研人员75人，本科及以上学历人员1779人，教学教研人员及高学历人员占比较高。2024年公司启动人才升级战略，净增加985院校毕业员工超过500人，进一步推动公司“名师”战略实施。同时，公司持续加大研发投入，尤其是近两年来，公司加快非学科产品创新研发，并持续迭代布局OMO产品，持续关注人工智能科技在教育领域的应用与发展。2022-2024年前三季度，公司研发费用分别为1490万元、1282万元和936万元，预计2024年公司研发费用将稳中有升。持续的研发投入丰富了公司产品课程体系，如昂立hello科学专门为3-17岁的青少年设计，沉淀了昂立近40年行业精髓，引入了美国NGSS科学教育标准，研发出一系列基于科创科学等综合能力培养的精品课程，比如智能机器人、软件编程、开源创客、科学素养、积木搭建，为公司招生提供专业、科学的课程支持。

**图26: 截至 2023 年末公司员工总数及专业构成 (人)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图27: 公司研发费用 (万元) 及研发费用率 (%) 情况**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.4 股份回购彰显价值, 员工持股助力发展

2019年以来, 公司推出了3次回购计划, 累计回购56777万元, 累计回购股份3560万股, 占总股本的12.43%。2019年12月公司第一次回购计划完成, 累计回购金额30051万元, 回购股份1370万股, 占总股本的4.78%, 回购均价21.94元/股, 该部分股份全部用于“2022年昂立教育员工持股计划”; 2021年11月公司第二次回购计划完成, 累计回购金额18871万元, 回购股份1303万股, 占总股本的4.56%, 回购均价14.43元, 该部分股份全部用于“2024年昂立教育员工持股计划”; 2024年4月公司第三次回购计划完成, 累计回购金额7855万元, 回购股份887万股, 占总股本的3.09%, 回购均价8.86元/股, 该部分股份未来将择机二级市场出售。

**表3: 公司三次回购计划及实施结果情况 (单位: 万元、万股、元/股)**

	回购预案时间	回购完成时间	回购金额	回购股数	回购均价	主要用途
第一次回购	2019年1月	2019年12月	30051	1370	21.94	2022年员工持股
第二次回购	2020年11月	2021年11月	18871	1303	14.43	2024年员工持股
第三次回购	2024年2月	2024年4月	7855	887	8.86	二级市场出售
<b>合计</b>			<b>56777</b>	<b>3560</b>	<b>15.95</b>	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2022年11月公司推出了4795万份的“2022年昂立教育员工持股计划”, 8名董监高(第一类激励对象)及不超过112名其他中高级管理人员(第二类激励对象)参加了此次计划, 认购价格分别为1.19元/份和1元/份, 购买回购股份的价格分别为4.18元/股和3.5元/股, 员工持股计划累计持有约1370万股。本次员工持股计划分三次解锁, 解锁比例为4:3:3, 解锁条件分别为以2021年为基数, 2022-2024年非学科业务营业收入增速分别不低于35%、100%和190%, 2022-2023年公司非学科业务收入增长态势良好, 均达到了解锁条件, 并出售完毕。2024年公司推出了约7172万份的“2024年昂立教育员工持股计划”, 8名董监高及不超过212名其他中高级管理人员参加了此次计划, 并预留了约11.5%

的份额。本次员工持股计划以非交易过户方式受让公司第二次回购股份约 1305 万股，受让价格为 5.46 元/股。本次员工持股计划分三次解锁，解锁比例分别为 3: 3: 4，解锁条件分别为增长系数分别不低于 1.29、1.31 和 1.31。

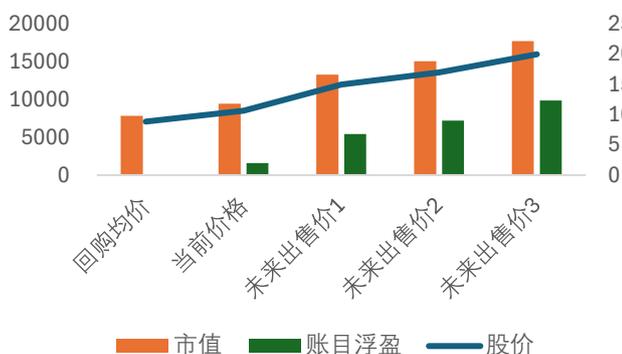
**表4：公司 2022 和 2024 员工持股计划基本情况（单位：万份、万股、元/股）**

员工持股计划	激励对象	认购份额	认购价格	股份价格	股份数量	解锁比例	解锁条件
2022 年员工持股计划	8 名董监高	1125	1.19	4.18	320	2022-2024 年解锁比例分别为 40%、30% 和 30%	2022-2024 年非学科业务营收增速分别不低于 35%、100%和 190%
	112 名中高层	3670	1.00	3.50	1049		
	合计/均值	4795	1.10	3.84	1369		
2024 年员工持股计划	8 名董监高	1283	1.00	5.46	235	2025-2027 年解锁比例分别为 30%、30% 和 40%	2025-2027 年公司增长系数分别不低于 1.29、1.31 和 1.31。
	212 名中高层	5025	1.00	5.46	920		
	预留部分	819	1.00	5.46	150		
	合计/均值	7127	1.00	5.46	1305		

资料来源：公司公告，民生证券研究院，备注：增长系数= (1+营业收入复合增长率) \* (1+净利率)

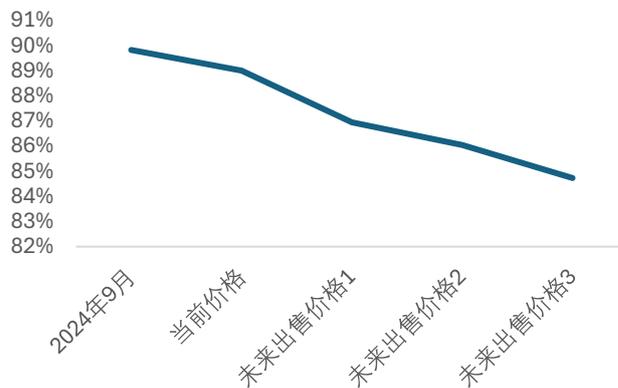
公司通过回购+员工持股，不仅在一定程度上维护了公司股价，加强了市值管理，而且也有助于增强董监高、其他中高级管理人员的积极性和稳定性，有利于公司中长期发展。另外，公司第三次回购的股份未来主要用于二级市场出售，预计在回购完成一年后解禁，预计解禁时间为 2025 年 5 月 8 日，若两年内未进行出售，将全部予以注销。本次回购的综合成本为 8.86 元/股，当前股价 10.58 元/股（3 月 25 日收盘价），按此价格测算，预计浮盈 1529 万元，若按此价格对外出售，则所有者权益和货币资金各增加 1529 万元；若按照 15 元价格对外出售，则所有者权益和货币资金各增加 5450 万元；若以此还原 2024 年 9 月末的资产负债率，预计将从 89.82%下降到 88.99%（按照最新收盘价计算收益），未来出售价格越高，负债率下降越快，对改善公司资产质量和资本结构具有积极意义。

**图28：不同价格下第三次回购市值变化（万元、元/股）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算（备注：右轴为股价）

**图29：回购账户以不同价格出售对负债率影响测算**



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算，还原 2024 年 9 月负债率

## 4 财务分析：资产质量相对较高，盈利能力有待提高

### 4.1 资本结构：资产质量相对较高，负债率相对较高

截至 2024 年 9 月末，公司总资产 16.44 亿元，其中货币资金 5.47 亿元，占比 33.26%；交易性金融资产 0.39 亿元，占比 2.37%；使用权资产（除短期租赁和低价值资产租赁以外的租赁确认为使用权资产，这一指标反映的是公司经营网点变化情况）4.70 亿元，占比 28.56%。公司资产质量整体较高，货币资金、交易性金融资产、使用权资产等占比达到 64.19%。同时，公司总负债 14.77 亿元，其中合同负债 6.44 亿元，占比 43.64%；租赁负债 3.26 亿元，占比 22.08%；其他应付款 1.43 亿元，占比 9.70%。公司负债以合同负债、租赁负债、其他应付款为主，有息负债相对较低。受过去几年亏损较为严重影响，公司净资产相对较低，截至 2024 年 9 月末，公司净资产 1.67 亿元，导致公司资产负债率相对较高。截至 2024 年 9 月末，公司资产负债率 89.82%，较年初提高 4.12 个百分点；剔除预收款后的资产负债率 50.67%，较年初提高 4.80 个百分点。整体来看，公司质量相对较高，有息负债相对较少，资产负债率虽然呈上升态势，但剔除预收款的资产负债率相对较低，公司偿债能力相对较强。

图30：2019 年以来公司资产负债率情况 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图31：2020 年以来公司预收款项 (亿元) 及占比 (%)

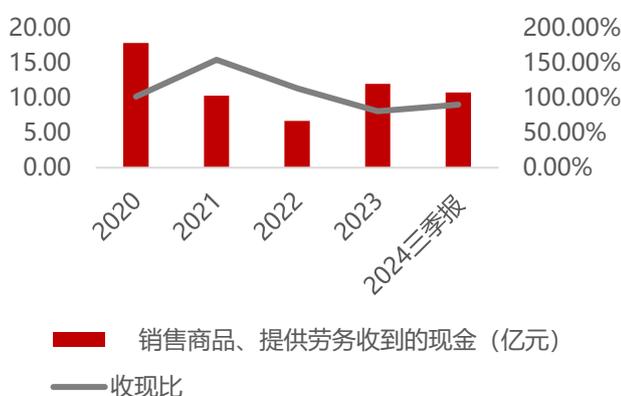


资料来源：iFinD，民生证券研究院

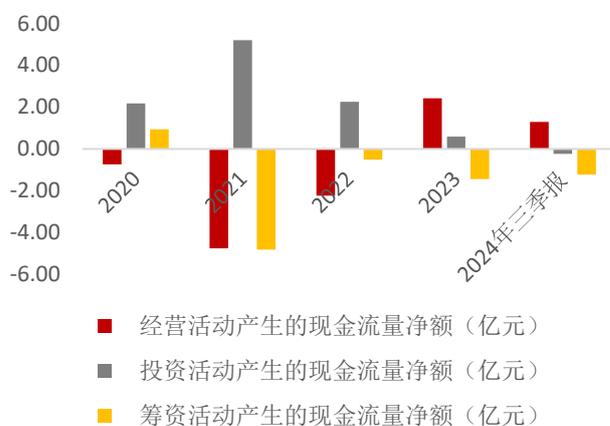
### 4.2 现金流：收现比持续改善，现金流整体较差

教育服务行业实行预收款制度，经营性现金流整体较好，收现比相对较高。2021-2024 年 9 月公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 10.29 亿元、6.70 亿元、11.97 亿元和 10.73 亿元，收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）分别为 0.65 倍、0.88 倍、1.24 倍和 1.11 倍，收现比相对较高。受“双减”政策影响，2022 年公司营业收入下降，且退费增加，导致收现比较低，经营性净现金流为负值，但 2023 年以来，随着素质教育等强势启航，公司收现比和经营性

净现金流大幅改善，2021-2024年9月公司经营性净现金流分别为-4.76亿元、-2.24亿元、2.43亿元和1.29亿元。公司投资性现金流受剥离非教育主业和亏损长尾业务等因素影响，投资性现金流相对较高。2021-2024年9月公司投资性净现金流分别为5.20亿元、2.26亿元、0.60亿元和-0.23亿元，整体上投资性现金流流入较多。公司筹资性现金流主要受股份回购影响，呈现出持续的流出。2021-2024年9月公司筹资性净现金流分别为-4.83亿元、-0.51亿元、-1.44亿元和-1.23亿元。作为教育上市公司，公司现金流相对较差，2021-2024年9月公司现金及现金等价物净增加额分别为-4.38亿元、-0.50亿元、1.65亿元和-0.17亿元。

**图32：公司收现比走势图（亿元、%）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

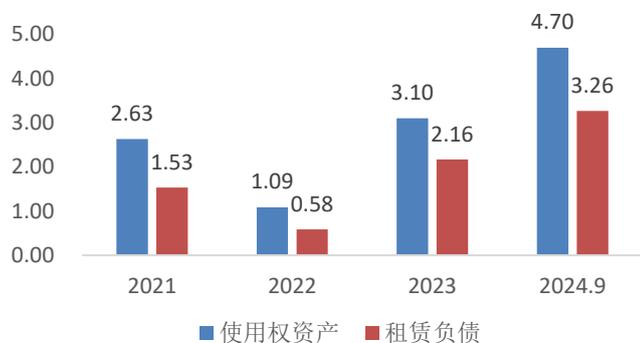
**图33：公司现金流整体情况（亿元）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

### 4.3 成长能力：使用权资产增长较快，合同负债助力成长

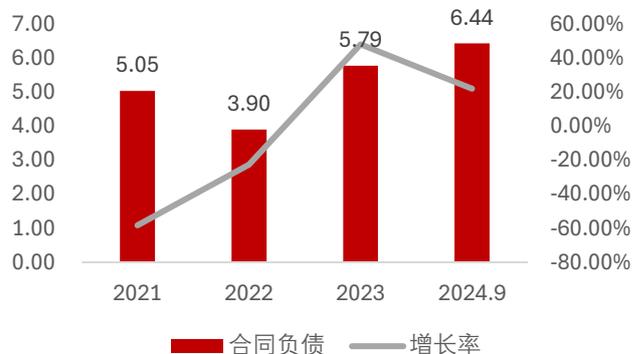
作为区域教育服务龙头，公司采取区域深耕战略，打造素质教育、职业教育、成人教育和国际教育四大业务版图，并通过网点建设实现较快增长。使用权资产和租赁负债能够较好反映公司网点扩张情况。2021-2024年9月公司使用权资产余额分别为2.63亿元、1.09亿元、3.10亿元和4.70亿元，租赁负债余额分别为1.53亿元、0.58亿元、2.16亿元和3.26亿元，2023-2024年9月公司使用权资产和租赁负债双双高增反映出公司线下网点扩张情况，助力公司成长。2021-2024年9月公司合同负债分别为5.05亿元、3.90亿元、5.79亿元和6.44亿元，分别同比增长-58.25%、-22.61%、48.35%和22.32%。合同负债止跌回升助力公司重拾增长。2021-2024年公司营业收入分别为15.87亿元、7.60亿元、9.66亿元和12.35亿元（公司业绩预告数据），分别同比增长-12.24%、-52.10%、27.0%和27.9%。预计随着公司网点增加，以及合同负债的增长，公司未来几年有望保持较高的增速，未来成长性相对较好。

图34：2021年以来公司使用权资产和租赁负债（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图35：2021年以来公司合同负债及增长率（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 5 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 业务拆分、关键假设与盈利预测

根据公司业绩预测，2024 年度公司预计实现营业收入 12.35 亿元，同比增长 27.88%；预计全年归母净利润为-0.52 亿元到-0.35 亿元，扣非后净利润预计为-0.75 亿元到-0.58 亿元，大幅减亏。

#### 关键假设：

**青少儿素质教育：**公司采取调整转型战略，聚焦素质教育，大力发展非学科培训，实施“名师”战略和区域深耕战略，通过研发为青少年提供丰富多样的素质课程，预计未来几年青少年素质教育将保持较快增长。考虑到校外培训行业竞争基本是存量竞争，新进入者较少，且公司沪上网点布局最完善，能够充分受益行业需求释放，并取得较行业更快的增长。我们预计 2024-2026 年公司青少年素质教育业务收入分别为 6.37 亿元、8.60 亿元和 11.18 亿元，分别同比增长 45%、35%和 30%，毛利率分别为 44.4%、45.3%和 45.7%。

**高中业务：**公司有望充分抓住未来几年中高考人数快速增长带来发展校外培训红利，通过个性化、小范围和全日制等各种班型抢占中高考培训及复读市场，大力发展高中业务。我们预计高中业务增长将提速，2024-2026 年公司高中收入分别为 3.54 亿元、4.78 亿元和 6.92 亿元，分别同比增长 18%、35%和 45%，毛利率分别为 38.5%、38.9%和 40.3%。

**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，并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、语培与标化考试辅导等。预计公司国际与基础教育业务稳定增长，我们预计 2024-2026 年公司国际与基础教育收入分别为 1.30 亿元、1.40 亿元和 1.49 亿元，分别同比增长 10%、8%和 6%，毛利率分别为 45.2%、46.1%和 47.3%。

**职业及成人教育：**公司积极发展职业教育，以中高职院校为突破点，充分发挥专业优势和品牌价值，大力开展“专业共建与托管办学”业务，并积极布局职业技能培训业务。同时，公司探索布局成人教育业务，开展“考研、专升本、考证”等相关培训业务。预计公司职业及成人教育业务整体保持稳定，我们预计 2024-2026 年公司国际与基础教育收入分别为 1.04 亿元、1.07 亿元和 1.09 亿元，分别同比增长 10%、3%和 2%，毛利率分别为 41.5%、42.3%和 43.2%。

**其他业务：**公司还有些制造业务，但整体影响有效，预计 2024-2026 年公司其他业务收入 0.11 亿元、0.12 亿元和 0.12 亿元，分别同比增长-25%、10%和 5%，毛利率分别为 52.0%、53.4%和 55.6%。

**综上所述，**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.35 亿元、15.97

亿元和 20.81 亿元,分别同比增长 27.9%、29.3%和 30.3%,毛利率分别为 42.6%、43.3%和 43.9%。

表5: 公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测 (单位: 百万元、%)

主要财务指标		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计	收入 (百万元)	760	966	1,235	1,597	2,081
	YoY	-52.1%	27.0%	27.9%	29.3%	30.3%
	毛利率	45.6%	41.7%	42.6%	43.3%	43.9%
青少年素质教育	收入 (百万元)	254	439	637	860	1,118
	YoY		73.3%	45.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	39.0%	43.3%	44.4%	45.3%	45.7%
高中业务	收入 (百万元)	240	300	354	478	692
	YoY		25.1%	18.0%	35.0%	45.0%
	毛利率	43.8%	37.5%	38.5%	38.9%	40.3%
国际与基础教育	收入 (百万元)	103	118	130	140	149
	YoY		15.1%	10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	48.0%	44.8%	45.2%	46.1%	47.3%
职业与成人教育	收入 (百万元)	81	94	104	107	109
	YoY		16.8%	10.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	35.0%	42.6%	41.5%	42.3%	43.2%
其他业务	收入 (百万元)	84	14	11	12	12
	YoY		-83.2%	-25.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	77.9%	51.8%	52.3%	53.4%	55.6%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

随着公司收入的较快增长, 规模经济效应将凸显, 公司期间费用率有望下降, 尤其是销售费用率和管理费用率或将显著下降。2024 年前三季度, 公司期间费用率 42.6%, 同比下降 10.1 个百分点, 其中销售费用率 21.7%, 同比下降 4.6 个百分点; 管理费用率 19.5%, 同比下降 5.2 个百分点。我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 21.7%、19.8%和 19.0%, 管理费用率分别为 21.2%、19.2%和 18.8%。公司持续加大研发投入, 尤其是课程体系的创新 (如 AI 互动课、智能题库), 研发费用有望保持稳定增长, 但受收入较快增长影响, 公司研发费用率稳中有降, 我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 1.3%、1.2%和 1.2%。公司有息负债相对较低, 财务费用率一直维持低位, 我们预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为 1.5%、1.4%和 1.3%。

**表6：公司期间费用率预测**

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	22.5%	25.3%	21.7%	19.8%	19.0%
管理费用率	29.6%	27.6%	21.2%	19.2%	18.8%
研发费用率	2.0%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
财务费用率	1.3%	0.8%	1.5%	1.4%	1.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.35 亿元、15.97 亿元和 20.81 亿元，分别同比增长 27.9%、29.3%和 30.3%；归母净利润分别为-0.46 亿元、0.37 亿元和 0.97 亿元，分别同比增长 75.7%、180.3%和 164.1%；每股收益分别为-0.16 元、0.13 元和 0.34 元；PE 分别为-、83 倍和 32 倍，PB 分别为 288 倍、64 倍和 21 倍，PS 分别为 2.4 倍、1.9 倍和 1.5 倍。公司是以校外培训为主业，A 股市场主要可比公司有学大教育（个性化教育龙头）、豆神教育（豆神大语文）、科德教育（中高考复读业务占比较高），我们采取 PS 估值进行比较。根据 WIND 一致预期及 2025 年 3 月 25 日收盘价计算，2024-2026 年三家可比公司预测 PS 均值分别为 9.0 倍、6.5 倍和 5.0 倍，与业务重叠度较高的学大教育相比，PS 估值基本接近，与三家可比公司均值相比，公司 PS 估值具有优势。

**表7：昂立教育与可比公司估值 (PS) 对比 (以 3 月 25 日收盘价为基准)**

证券简称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	预测营业收入 (亿元)			预测 PS (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
学大教育	49.2	60.6	27.5	33.3	39.4	2.2	1.8	1.5
豆神教育	7.9	164.1	9.1	14.3	20.9	18.1	11.5	7.9
科德教育	16.7	55.0	8.1	9.1	10.1	6.8	6.1	5.5
<b>三家可比公司均值</b>						<b>9.0</b>	<b>6.5</b>	<b>5.0</b>
昂立教育	10.6	30.3	12.4	16.0	20.8	2.4	1.9	1.5

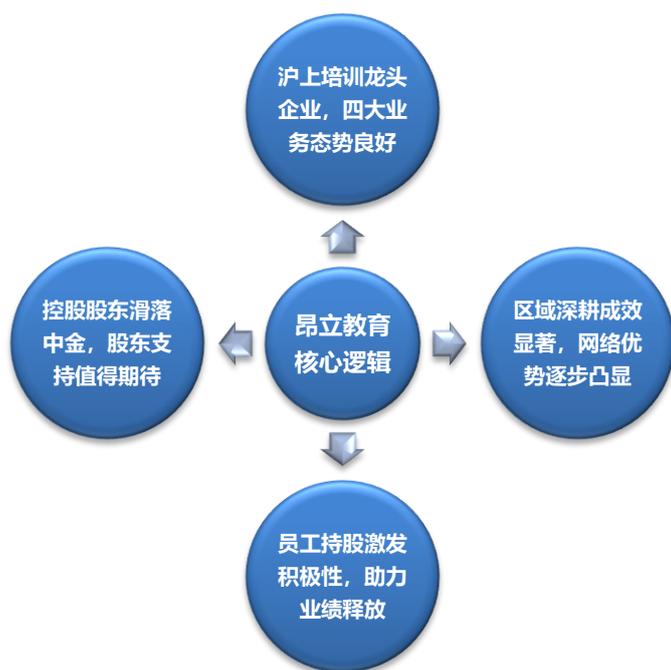
资料来源：WIND，民生证券研究院预测，其中三家可比公司预测 PS 均为 WIND 一致预期。

## 5.3 投资建议

公司是沪上校外培训龙头企业，采取调整转型战略和区域深耕战略，全面转向素质教育及中高考培训，大力布局职业教育，积极探索成人教育，稳步推进国际及基础教育，形成了较为完善的素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育等四大业务板块。同时，公司加大网点建设力度，打造“您身边的昂立”，实现家门口就能轻松学，并实施“名师”战略，加大研发力度，完善和丰富教育产品及服务，网点扩张较快，合同负债快速增长，未来成长性较好。公司控股权花落中金投资，

控股股东有望加大对公司管理、资金和业务方面的支持,有利于公司中长期发展。公司推出了激励力度较大的员工持股计划,有利于激发员工的积极性,并有助于核心员工的稳定,尤其是 2024 年员工持股计划与净利率挂钩,有助于公司未来几年开源节流释放利润。看好公司未来成长性及控股股东到位对公司未来发展的积极意义,首次覆盖,给予“谨慎推荐”评级。

**图36: 昂立教育核心投资逻辑**



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 6 风险提示

- 1) 政策风险：**校外培训行业是强监管行业，尤其是“双减”政策出台对校外培训行业影响很大，直接造成行业供给出清。当前，国家、地方仍在执行“双减”政策，未来仍有可能出台教培行业的规范发展政策，积极关注政策变化。
- 2) 市场竞争加剧风险：**2024 年下半年以来，新东方、好未来等行业龙头高调回归上海市场，新东方推出了“归巢”计划，上海网点恢复较多。同时，各种名师工作室、中小机构开始进入，市场竞争明显加剧。
- 3) 名师流失风险：**公司实施“名师”战略，教学水平显著提高，有利于招生、教学和升学，但“名师”最大问题是“名师”有自己的流量，一旦“名师”流失，将造成生源流失，影响公司发展。
- 4) 退费风险：**公司实施预收款制度，合同负债较多，若出现集中退费将考验公司现金储备能力，影响公司正常经营。
- 5) 减持风险：**交大系明确持续退出，长甲系 2023 年开始减持，未来仍有可能实施减持计划，公司第三次回购股份未来也将通过二级市场出售，持续的减持或让公司股价承压。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	966	1,235	1,597	2,081
营业成本	563	709	905	1,167
营业税金及附加	7	9	10	12
销售费用	244	268	316	395
管理费用	267	262	307	391
研发费用	13	16	19	23
EBIT	-139	-23	51	109
财务费用	8	16	20	15
资产减值损失	-12	-11	0	0
投资收益	3	10	14	21
营业利润	-184	-36	46	115
营业外收支	-5	-4	-3	-3
利润总额	-189	-40	43	111
所得税	1	0	0	-1
净利润	-190	-40	43	112
归属于母公司净利润	-188	-46	37	97
EBITDA	-15	113	207	279

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	566	453	743	1,167
应收账款及票据	29	37	43	47
预付款项	7	11	14	19
存货	15	10	10	13
其他流动资产	112	125	128	144
流动资产合计	729	636	939	1,390
长期股权投资	46	46	46	46
固定资产	124	134	142	148
无形资产	16	15	15	14
非流动资产合计	725	1,043	1,075	1,094
资产合计	1,454	1,679	2,014	2,484
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	44	39	45	49
其他流动负债	949	1,056	1,302	1,625
流动负债合计	993	1,095	1,347	1,674
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	253	489	529	559
非流动负债合计	253	489	529	559
负债合计	1,246	1,584	1,876	2,233
股本	287	287	287	287
少数股东权益	79	85	91	107
股东权益合计	208	95	139	251
负债和股东权益合计	1,454	1,679	2,014	2,484

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	27.00	27.88	29.30	30.30
EBIT 增长率	-125.87	83.22	319.38	111.89
净利润增长率	-211.89	75.66	180.30	164.11
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	41.73	42.59	43.30	43.90
净利润率	-19.45	-3.70	2.30	4.66
总资产收益率 ROA	-12.92	-2.72	1.82	3.90
净资产收益率 ROE	-146.11	-433.64	77.69	67.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.73	0.58	0.70	0.83
速动比率	0.70	0.55	0.67	0.81
现金比率	0.57	0.41	0.55	0.70
资产负债率 (%)	85.70	94.33	93.12	89.90
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	7.88	8.93	8.54	7.33
存货周转天数	8.51	6.32	3.96	3.55
总资产周转率	0.72	0.79	0.86	0.93
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.66	-0.16	0.13	0.34
每股净资产	0.45	0.04	0.16	0.50
每股经营现金流	0.85	0.81	1.57	2.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	/	/	83	31
PB	23.6	287.6	64.2	21.0
EV/EBITDA	/	26.16	14.24	10.56
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-190	-40	43	112
折旧和摊销	125	136	156	170
营运资金变动	252	108	235	298
经营活动现金流	243	231	449	588
资本开支	-21	-35	-40	-45
投资	75	0	0	0
投资活动现金流	59	-117	-26	-24
股权募资	1	0	0	0
债务募资	0	-32	0	0
筹资活动现金流	-144	-226	-132	-141
现金净流量	165	-113	291	423

## 插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件 .....	4
图 2: 截至 2024 年三季报公司股权结构及一致行动人持股情况 .....	5
图 3: 20-24 年 9 月公司营业收入 (亿元) 及增速(%) .....	5
图 4: 20-24 年中报公司教育营业收入 (亿元) 及增速(%) .....	5
图 5: 19-24 年中报公司教育与服务业务占比 (%) .....	6
图 6: 24 年中报公司业务结构 (单位: 亿元) .....	6
图 7: 2019 年以来公司毛利率 (%) .....	7
图 8: 2019 年以来公司销售费用率 (%) 和净利率 (%) .....	7
图 9: “双减”下教培公司的战略选择 .....	9
图 10: “双减”政策对行业的影响及冲击 (家) .....	9
图 11: 近年来上海出台的关于校外培训的政策规范性文件 .....	10
图 12: 上海教培竞争格局 .....	11
图 13: 上海常住 (万人) 及出生率 (%) .....	12
图 14: 上海基础教育在校生规模 (万人) .....	12
图 15: 我国幼儿园到高中学生数 (万人) 及参培率 (%) .....	13
图 16: 我国素质教育市场规模 (亿元) 及增速预测 .....	13
图 17: 2023-2024 学年上海最低投档控制线 (分) .....	14
图 18: 昂立普通班、精品班、VIP 班收费标准 (元/学期) .....	14
图 19: 公司执行调整转型战略打造四大教育板块 .....	15
图 20: 截至 2023 年末素质教育在读人数 (万人) .....	16
图 21: 2022-2023 年公司素质教育营业收入 (亿元) .....	16
图 22: 昂立中学生班型分布示意图 .....	17
图 23: 高中、国际、职业与成人板块业务收入 (亿元) .....	17
图 24: 昂立少年成长中心上海网点各区县分布图 (个) .....	18
图 25: 上海地区业务收入 (亿元)、占比及毛利率 (%) .....	18
图 26: 截至 2023 年末公司员工总数及专业构成 (人) .....	19
图 27: 公司研发费用 (万元) 及研发费用率 (%) 情况 .....	19
图 28: 不同价格下第三次回购市值变化 (万元、元/股) .....	20
图 29: 回购账户以不同价格出售对负债率影响测算 .....	20
图 30: 2019 年以来公司资产负债率情况 (%) .....	21
图 31: 2020 年以来公司预收款项 (亿元) 及占比 (%) .....	21
图 32: 公司收现比走势图 (亿元、%) .....	22
图 33: 公司现金流整体情况 (亿元) .....	22
图 34: 2021 年以来公司使用权资产和租赁负债 (亿元) .....	23
图 35: 2021 年以来公司合同负债及增长率 (亿元) .....	23
图 36: 昂立教育核心投资逻辑 .....	27

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 近年来我国出台的“双减”政策一览表 .....	8
表 2: 上海教育文化娱乐市场规模测算(亿元) .....	12
表 3: 公司三次回购计划及实施结果情况 (单位: 万元、万股、元/股) .....	19
表 4: 公司 2022 和 2024 员工持股计划基本情况 (单位: 万份、万股、元/股) .....	20
表 5: 公司营业收入、业务构成、增速及毛利率等财务指标预测 (单位: 百万元、%) .....	25
表 6: 公司期间费用率预测 .....	26
表 7: 昂立教育与可比公司估值 (PS) 对比 (以 3 月 25 日收盘价为基准) .....	26
公司财务报表数据预测汇总 .....	29

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048