

# 昂立教育 (600661)

## 19年收入23.9亿+14.1%YoY, 在线事业群加速发展

4月29日, 公司公告20年一季报与19年年报:

20Q1收入3.93亿元, 同比减少27.76%; 归母净利-0.18亿元, 同比减少165.87%; 扣非后归母净利-0.58亿元, 同比减少324.63%; 收入同比下降主要系受疫情影响, 学校全部停课, 公司线下教学中心业务暂停, 导致收入有所下降; 归母净利和扣非后归母净利下降主要是由于2020年1月新冠疫情爆发, 公司线下教学处于停滞状态, 公司加速拓展线上业务, 但由于刚性运营成本、线上课程前期投入、防疫物资消耗等开支, 导致利润同比大幅下降。

2019年公司收入23.91亿元, 同比增加14.12%; 归母净利0.54亿元, 同比增加120.30%; 扣非后归母净利0.04亿元, 同比增加102.16%。

20Q1实现归母净利润-0.18亿, 同比减少-165.87%; 归母净利率-4.62%, 同比减少7.9pct; 19年实现归母净利润0.54亿, 同比增加120.3%; 归母净利率2.26%, 同比增加17.63pct。分季度来看: 19Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利分别为0.28/0.22/0.53/-0.49亿元。

### 下调盈利预测, 给予买入评级。

公司源自上海交通大学, 是国内著名的教育培训机构, 上海地区教育培训品牌的领军企业。公司拥有35年的教育培训经验, 在持续经营中积累了良好的社会品牌形象、多样的教学服务产品、优秀的管理运营团队、扎实的线下网点基础、持续的迭代创新能力。公司通过内部孵化及外部并购, 积极布局学科类、素质类教育细分市场, 探索线上线下融合的业务模式, 全方位覆盖K12及其他产品线, 形成K12教育、职业教育、国际教育等完整的教育培训服务产业链, 在品牌建设、课程研发、业务拓展、人才培养、师资培训等方面具有综合竞争优势;

由于疫情影响公司部分线下教培业务开展, 我们下调公司盈利预测, 2020-21年EPS由原来的1.24元、1.48元调整为0.41元、0.72元, PE分别为39xpe、22xpe。

**风险提示:** 招生不及预期, 在线教育冲击, 核心高管流失等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,095.46	2,391.32	3,010.88	3,492.62	4,191.14
增长率(%)	21.58	14.12	25.91	16.00	20.00
EBITDA(百万元)	(120.42)	90.58	66.27	84.63	72.63
净利润(百万元)	(266.77)	54.15	116.66	207.03	254.18
增长率(%)	(316.68)	(120.30)	115.42	77.46	22.78
EPS(元/股)	(0.93)	0.19	0.41	0.72	0.89
市盈率(P/E)	(16.99)	83.71	38.86	21.90	17.83
市净率(P/B)	3.57	4.95	3.11	2.74	2.40
市销率(P/S)	2.16	1.90	1.51	1.30	1.08
EV/EBITDA	(37.08)	40.48	34.93	28.00	9.48

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	15.6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)	4,470.16
流通A股市值(百万元)	4,041.59
每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	60.64
一年内最高/最低(元)	25.16/15.00

### 作者

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

**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: 贝格数据

### 相关报告

- 《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
- 《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

## 1. 事件

4月29日，公司公告20年一季报与19年年报：

20Q1收入3.93亿元，同比减少27.76%；归母净利-0.18亿元，同比减少165.87%；扣非后归母净利-0.58亿元，同比减少324.63%；收入同比下降主要系受疫情影响，学校全部停课，公司线下教学中心业务暂停，导致收入有所下降；归母净利和扣非后归母净利下降主要是由于2020年1月新冠疫情爆发，公司线下教学处于停滞状态，公司加速拓展线上业务，但由于刚性运营成本、线上课程前期投入、防疫物资消耗等开支，导致利润同比大幅下降。

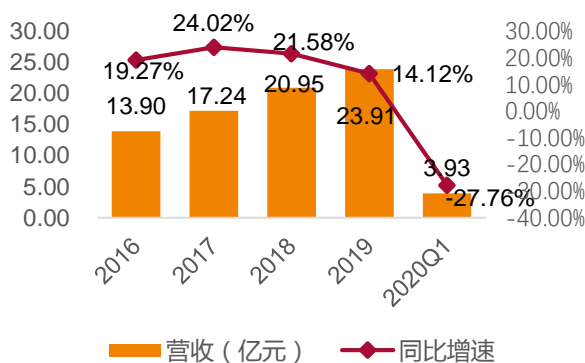
2019年公司收入23.91亿元，同比增加14.12%；归母净利0.54亿元，同比增加120.30%；扣非后归母净利0.04亿元，同比增加102.16%。

## 2. 财务

### 2.1. 营业收入

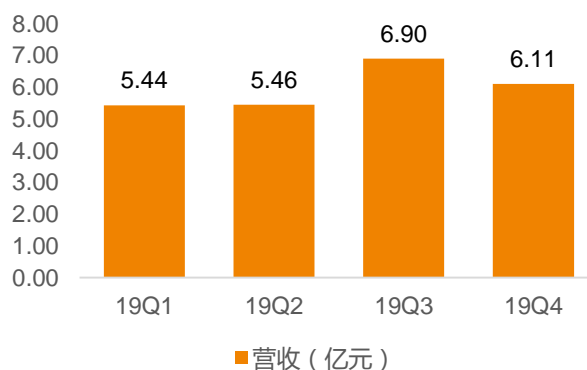
公司2020年Q1营业收入3.93亿元，同比减少27.76%。2019年全年收入23.91亿元，同比增加14.12%。分季度看，2019年Q1-Q4营收分别为5.44、5.46、6.90、6.11亿元，占比分别为22.74%、22.83%、28.87%和25.56%。

图1：2019年全年收入23.91亿元，同比增加14.12%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

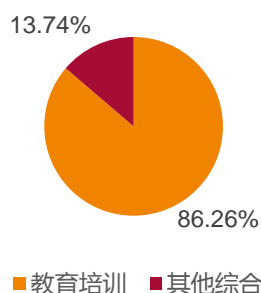
图2：公司2019年Q1-Q4营收分别为5.44、5.46、6.90、6.11亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分行业看，教育培训行业收入20.48亿元，占比86.26%，同比增加13.70%；其他综合行业收入3.26亿元，占比13.74%，同比增加24.27%。

图3：教育培训行业收入20.48亿元，占比86.26%



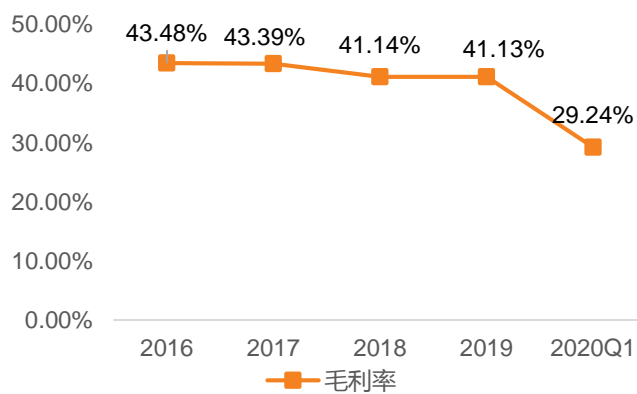
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 毛利率与费用率

20Q1 毛利率 29.24%，同比减少 11.02pct。2019 年毛利率 41.13%，同比减少 0.01pct，其中：分行业来看，教育培训行业毛利率 43.59%，同比减少 0.92pct；其他综合行业毛利率 23.56%，同比增加 4.4pct。

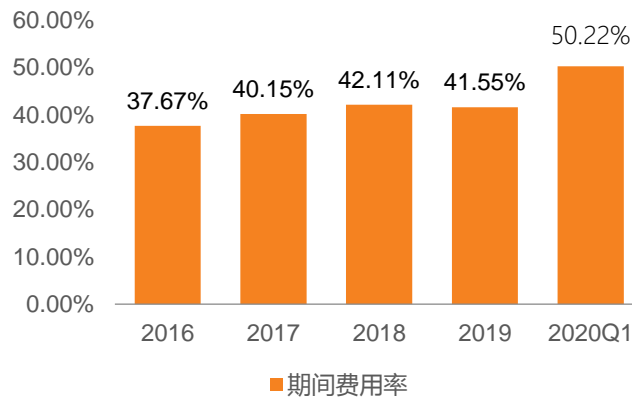
20Q1 期间费用率 50.22%，同比增加 12.22pct。2019 年期间费用率 41.55%，同比减少 0.56pct。其中：20Q1 管理费用率 19.46%，同比增加 4.29pct；20Q1 财务费用率 0.3%，同比增加 0.53pct，主要系本期公司购买理财产品结构调整所致；20Q1 销售费用率 29.42%，同比增加 6.36pct；20Q1 研发费用率 1.05%，同比增加 0.38pct。

图 4：20Q1 毛利率 29.24%，同比减少 11.02pct；2019 年毛利率 41.13%，同比减少 0.01pct



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：20Q1 期间费用率 50.22%，同比增加 12.22pct



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.3. 净利率

20Q1 实现归母净利润-0.18 亿，同比减少-165.87%；归母净利率-4.62%，同比减少 7.9pct；19 年实现归母净利润 0.54 亿，同比增加 120.3%；归母净利率 2.26%，同比增加 17.63pct。分季度来看：19Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利分别为 0.28/0.22/0.53/-0.49 亿元。

图 6：20Q1 实现归母净利润-0.18 亿，同比减少-165.87%

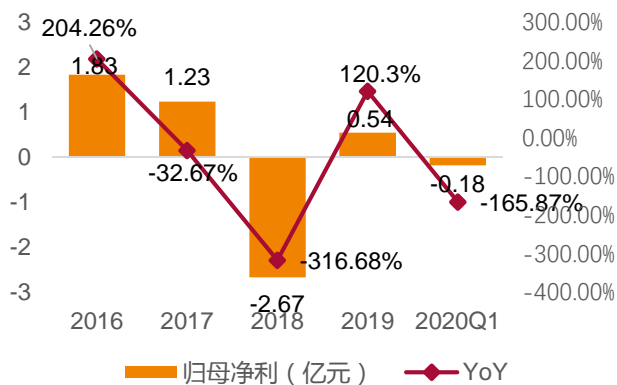
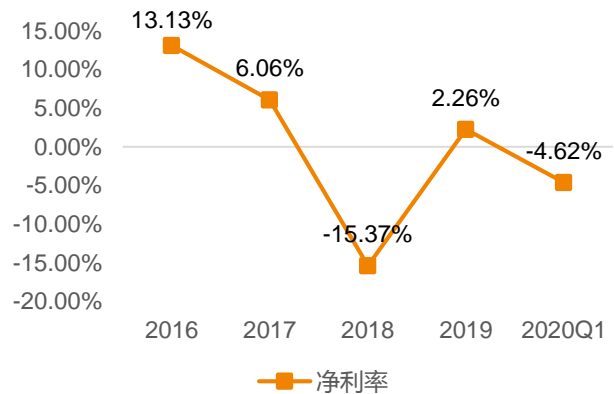


图 7：20 Q1 归母净利率-4.62%，同比减少 7.9pct



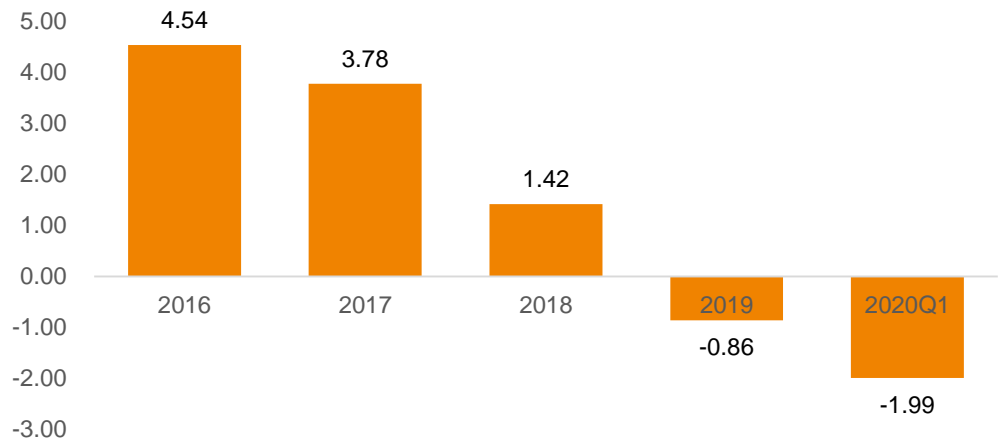
资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 现金流

2019 年昂立教育经营活动产生的现金流量净额为-0.86 亿元，同比减少 160.70%，其中 Q1-4 经营活动产生的现金流量净额分别为-2.69 亿元、1.33 亿元、0.47 亿元、0.04 亿元；20Q1 经营活动产生的现金流量净额为-1.99 亿元。

图 8：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

## 3. 正式确立“一体两翼”发展战略

以教育培训业务为核心，以全国拓展和科技赋能为抓手，在巩固核心竞争力的同时，大力推动组织变革和业务资源整合。

昂立在线事业群业务涵盖大直播、录播和线上一对一等线上教学模式，以教学品质保证和服务系统化闭环为核心竞争力，19 年整合现有线上事业部后，初步探索出昂立在线的主产品商业模式以及推广方式，搭建的线上业务平台可支持学生学习和服务全流程需求，并在疫情阶段给各线下事业部的线上化给予了较大的支持。同时，在线事业群努力探索新的业务和管理模式，通过线下体验店，服务合伙人、教学合伙人等模式的尝试，走出线上教育的全新盈利模型。公司日后将坚定地推进科技赋能的发展战略，继续推进“线下+线上”融合的 OMO 业务模式，实现业务模式线上线下的深度融合。

公司稳步推进校区拓展，直营教学中心增至 302 所，年内共完成新增教学中心 53 所，另改扩搬迁教学中心 21 所，遍布上海、江浙等区域，年在读学生约 20 万。根据公司新战略，K12 业务根据客群和区域特征将原有事业部整合成中学生事业群、幼少儿事业群、在线教育事业群、素质教育事业部和全国业务发展中心。报告期内主力事业群、事业部协同发展，致力推动公司教育培训业务更上一个台阶。

中学生事业群优化教研管理和线上培训认证，为教师专业成长有效赋能，并试运营线上线下融合教学的“智学优加”，真正为实现每个学生的个性化学习而努力。“昂立中学生”班教业务坚持运营精细化和产品体系化之路，加快向产品驱动转型，自主研发出版《中考语文必备手册》等系列丛书，同时严格把控教学服务全过程质量，狠抓教师培训和业务能力提高，各项核心指标快速提升。

下调盈利预测，给予买入评级。公司源自上海交通大学，是国内著名的教育培训机构，

上海地区教育培训品牌的领军企业。公司拥有 35 年的教育培训经验，在持续经营中积累了良好的社会品牌形象、多样的教学服务产品、优秀的管理运营团队、扎实的线下网点基础、持续的迭代创新能力。公司通过内部孵化及外部并购，积极布局学科类、素质类教育细分市场，探索线上线下融合的业务模式，全方位覆盖 K12 及其他产品线，形成 K12 教育、职业教育、国际教育等完整的教育培训服务产业链，在品牌建设、课程研发、业务拓展、人才培养、师资培训等方面具有综合竞争优势；

由于疫情影响公司部分线下教培业务开展，我们下调公司盈利预测，2020-21 年 EPS 由原来的 1.24 元、1.48 元调整为 0.41 元、0.72 元，PE 分别为 39xpe、22xpe。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	840.24	659.89	1,597.15	1,410.08	2,840.55
应收票据及应收账款	104.92	107.80	138.67	49.58	69.41
预付账款	97.95	108.41	145.07	153.60	202.26
存货	81.32	90.55	139.75	117.93	200.38
其他	1,052.65	602.07	1,288.44	1,213.00	1,213.22
<b>流动资产合计</b>	<b>2,177.08</b>	<b>1,568.72</b>	<b>3,309.10</b>	<b>2,944.19</b>	<b>4,525.83</b>
长期股权投资	215.22	181.22	181.22	181.22	181.22
固定资产	338.93	312.99	289.68	261.15	229.69
在建工程	21.09	2.18	(10.04)	(17.37)	(21.77)
无形资产	69.40	77.49	61.51	45.53	29.54
其他	342.73	568.78	456.57	391.28	395.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>987.38</b>	<b>1,142.66</b>	<b>978.94</b>	<b>861.80</b>	<b>814.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,164.46</b>	<b>2,711.38</b>	<b>4,288.04</b>	<b>3,806.00</b>	<b>5,340.48</b>
短期借款	11.15	20.13	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	88.30	121.20	110.49	162.63	174.71
其他	1,627.56	1,550.19	2,654.25	2,058.52	3,561.32
<b>流动负债合计</b>	<b>1,727.01</b>	<b>1,691.52</b>	<b>2,764.74</b>	<b>2,221.15</b>	<b>3,736.03</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	135.17	19.50	58.56	71.08	49.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>135.17</b>	<b>19.50</b>	<b>58.56</b>	<b>71.08</b>	<b>49.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,862.18</b>	<b>1,711.02</b>	<b>2,823.30</b>	<b>2,292.23</b>	<b>3,785.74</b>
少数股东权益	31.71	85.30	8.95	(138.33)	(334.01)
股本	286.55	286.55	286.55	286.55	286.55
资本公积	819.46	760.71	760.71	760.71	760.71
留存收益	958.70	1,070.68	1,169.24	1,365.56	1,602.21
其他	(794.13)	(1,202.87)	(760.71)	(760.71)	(760.71)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,302.28</b>	<b>1,000.36</b>	<b>1,464.74</b>	<b>1,513.77</b>	<b>1,554.75</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,164.46</b>	<b>2,711.38</b>	<b>4,288.04</b>	<b>3,806.00</b>	<b>5,340.48</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(322.08)	8.11	116.66	207.03	254.18
折旧摊销	89.67	120.00	32.59	32.93	32.93
财务费用	0.08	1.30	(14.05)	(19.83)	(28.02)
投资损失	32.39	(43.59)	(39.93)	(39.93)	(39.93)
营运资金变动	454.66	531.49	485.22	(237.95)	1,387.65
其它	(112.75)	(703.48)	(32.64)	(97.29)	(145.68)
<b>经营活动现金流</b>	<b>141.96</b>	<b>(86.17)</b>	<b>547.85</b>	<b>(155.04)</b>	<b>1,461.13</b>
资本支出	(106.91)	318.03	(57.97)	(31.43)	2.45
长期投资	(50.42)	(34.00)	0.00	0.00	0.00
其他	133.45	(116.54)	29.40	(9.72)	(43.60)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23.89)</b>	<b>167.49</b>	<b>(28.57)</b>	<b>(41.15)</b>	<b>(41.15)</b>
债权融资	11.15	20.13	0.00	0.00	0.00
股权融资	(15.50)	(523.19)	459.40	23.01	31.21
其他	52.25	238.68	(41.42)	(13.89)	(20.72)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>47.90</b>	<b>(264.38)</b>	<b>417.98</b>	<b>9.12</b>	<b>10.49</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>165.98</b>	<b>(183.06)</b>	<b>937.26</b>	<b>(187.07)</b>	<b>1,430.47</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,095.46</b>	<b>2,391.32</b>	<b>3,010.88</b>	<b>3,492.62</b>	<b>4,191.14</b>
营业成本	1,233.45	1,407.78	1,746.31	2,025.72	2,430.86
营业税金及附加	15.58	10.63	19.78	21.48	23.98
营业费用	547.95	596.55	713.58	803.30	963.96
管理费用	315.82	376.74	421.52	488.97	599.33
研发费用	23.57	20.22	120.44	139.70	192.79
财务费用	(4.87)	0.13	(14.05)	(19.83)	(28.02)
资产减值损失	115.39	0.41	39.21	51.67	30.43
公允价值变动收益	0.00	0.79	43.71	50.00	50.00
投资净收益	(32.39)	43.59	39.93	39.93	39.93
其他	50.82	(106.51)	(167.28)	(179.86)	(179.86)
<b>营业利润</b>	<b>(169.85)</b>	<b>41.00</b>	<b>47.73</b>	<b>71.53</b>	<b>67.73</b>
营业外收入	6.92	4.67	5.20	4.25	4.86
营业外支出	118.33	4.37	5.50	5.50	3.76
<b>利润总额</b>	<b>(281.27)</b>	<b>41.30</b>	<b>47.43</b>	<b>70.28</b>	<b>68.83</b>
所得税	40.82	33.18	7.11	10.54	10.32
<b>净利润</b>	<b>(322.08)</b>	<b>8.11</b>	<b>40.31</b>	<b>59.74</b>	<b>58.50</b>
少数股东损益	(55.32)	(46.04)	(76.35)	(147.29)	(195.68)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(266.77)</b>	<b>54.15</b>	<b>116.66</b>	<b>207.03</b>	<b>254.18</b>
每股收益(元)	(0.93)	0.19	0.41	0.72	0.89

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.58%	14.12%	25.91%	16.00%	20.00%
营业利润	-205.04%	-124.14%	16.42%	49.87%	-5.31%
归属于母公司净利润	-316.68%	-120.30%	115.42%	77.46%	22.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.14%	41.13%	42.00%	42.00%	42.00%
净利率	-12.73%	2.26%	3.87%	5.93%	6.06%
ROE	-21.00%	5.92%	8.01%	12.53%	13.46%
ROIC	-36.20%	6.19%	-8.46%	-5.76%	-6.60%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.85%	63.10%	65.84%	60.23%	70.89%
净负债率	-63.66%	-63.95%	-109.04%	-93.15%	-182.70%
流动比率	1.26	0.93	1.20	1.33	1.21
速动比率	1.21	0.87	1.15	1.27	1.16
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	24.69	22.48	24.43	37.11	70.45
存货周转率	26.62	27.83	26.15	27.11	26.33
总资产周转率	0.66	0.81	0.86	0.86	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.93	0.19	0.41	0.72	0.89
每股经营现金流	0.50	-0.30	1.91	-0.54	5.10
每股净资产	4.43	3.19	5.08	5.77	6.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	-16.99	83.71	38.86	21.90	17.83
市净率	3.57	4.95	3.11	2.74	2.40
EV/EBITDA	-37.08	40.48	34.93	28.00	9.48
EV/EBIT	-27.04	84.09	68.73	45.83	17.35



### 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