

2020年09月15日

昂立教育 (600661.SH)

立足长三角地区，推动教培业务全国扩张

事件：

公司公告，公司全资子公司昂立科技拟与智立方投资签订《股权转让协议》，以自有资金1800万元收购智立方投资持有的智昂投资28%的股权，本次收购完成后，智昂投资将成为公司全资下属公司。

点评：

■智昂投资是公司全国业务扩张的载体之一。经过前期数年多地的模式探索与品牌推广，智昂投资所属校区已经完成了从培育期到发展期的过渡，产品体系逐步完善，形成了一定的品牌影响力与市场认可度，具备了快速扩张发展的能力。智昂投资下属校区的数量与营收规模持续增长，盈利能力逐步提升，截至2020年7月末，智昂投资的成熟校区已实现盈利。智昂投资的下属校区分布于长三角经济发达区域，本次剩余股份收购完成后，昂立教育力图将其打造成为全国业务发展的标杆，坚定推动教培业务在全国的扩张。

■成立36年的老牌教培机构，K12细分业务线齐全。昂立教育主营为K12学科培训、素质教育、职业教育、国际教育等，尤其在K12教育领域，公司积淀深厚，是国内老牌K12教培机构，2019年公司营收规模突破20亿元，处于头部位置；截至2020年6月末，公司在全国共有275家直营教学中心（主要集中于上海），以及1000多所合作学校，具备扎实的线下网点基础。1) 从业务架构来看，相较于其他K12教培机构，公司业务线较为齐全，旗下拥有“昂立外语”、“昂立智立方”、“昂立中学生”、“昂立少儿”等教育培训子品牌；2) 顺应素质教育发展趋势，公司在素质教育领域铺点较广，开办了诸如体育、STEM、琴棋书画等培训，但公司在素质教育领域的布局一定程度上摊薄了利润率。

■管理架构及业务线已明晰，确立“一体两翼”发展战略。2018-2019年公司两大股东中金与长甲举牌进入董事会，积极深度参与公司管理，对公司组织架构、整体业务、管理制度做了重大调整与梳理，2019年最终确立了“一体两翼”发展战略，目前公司已建立起清晰的内部管理架构与未来业务线规划，即聚焦K12教培核心业务（包括素质教育），两翼指全国拓展+科技赋能：1) 公司目前直营教学中心主要集中于上海，从长远的发展角度，公司确立了向省外扩张的计划，将充分发挥在全国1000多所合作学校的校区网络优势；2) 顺应未来教育科技的发展趋势，公司积极推进科技赋能教育，布局在线教育，结合

公司快报

证券研究报告

整合营销

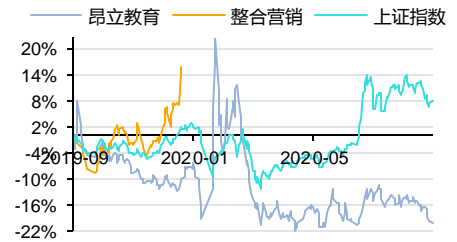
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**18.80元**
股价(2020-09-14) **15.66元**

交易数据

总市值(百万元)	4,487.35
流通市值(百万元)	4,487.35
总股本(百万股)	286.55
流通股本(百万股)	286.55
12个月价格区间	15.23/23.96元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.75	-14.36	-27.98
绝对收益	-6.17	-2.06	-19.82

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

线下实体教学中心加快推进线下线上融合（OMO）模式发展。

■**投资建议：**公司作为老牌 K12 教培机构，已搭建起非常完备的 K12 培训产品线，教育内容积淀丰厚、线下网点基础扎实，2019 年营收规模已突破 20 亿，处于 K12 教培行业的头部位置，未来将立足长三角地区，推动业务向全国扩张。参考行业内可比公司（好未来、新东方），K12 培训行业净利率约 15%，公司利润率具备较大提升空间。考虑 2020 年疫情的影响，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.30/1.34/1.92 亿元，对应 EPS 0.11/0.47/0.67 元，PE 148/34/23 倍，给予 2021 年 40 倍目标 PE，对应目标价 18.8 元，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**疫情不确定性影响线下复课及收入确认节奏，线下异地扩张不及预期，招生不及预期。

（以上资料来源于公司公告）

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,095.5	2,391.3	1,913.1	2,678.3	3,213.9
净利润	-266.8	54.2	30.3	133.8	191.7
每股收益(元)	-0.93	0.19	0.11	0.47	0.67
每股净资产(元)	4.43	3.19	5.08	5.42	6.03

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-16.8	82.9	148.1	33.5	23.4
市净率(倍)	3.5	4.9	3.1	2.9	2.6
净利率	-12.7%	2.3%	1.6%	5.0%	6.0%
净资产收益率	-21.0%	5.9%	2.1%	8.6%	11.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	-36.2%	6.2%	-7.6%	38.6%	-24.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,095.5	2,391.3	1,913.1	2,678.3	3,213.9	成长性					
减:营业成本	1,233.4	1,407.8	1,167.0	1,553.4	1,864.1	营业收入增长率	21.6%	14.1%	-20.0%	40.0%	20.0%
营业税费	15.6	10.6	12.6	16.5	18.4	营业利润增长率	-205.0%	-124.1%	-6.2%	309.5%	43.4%
销售费用	548.0	596.5	461.3	617.9	740.6	净利润增长率	-316.7%	-120.3%	-44.1%	341.7%	43.3%
管理费用	315.8	376.7	279.7	365.5	423.4	EBITDA 增长率	-163.4%	-175.2%	-12.3%	139.0%	31.1%
财务费用	-4.9	0.1	-8.1	-16.8	-26.2	EBIT 增长率	-212.4%	-126.4%	-30.4%	363.8%	41.9%
资产减值损失	115.4	0.4	2.1	1.3	1.3	NOPLAT 增长率	-285.8%	-104.0%	219.3%	363.8%	41.9%
加:公允价值变动收益	-	0.8	-	-	-	投资资本增长率	-76.4%	-359.3%	-191.5%	-320.1%	-27.7%
投资和汇兑收益	-32.4	43.6	39.9	17.0	33.5	净资产增长率	-19.3%	-23.2%	54.1%	6.3%	10.6%
营业利润	-169.9	41.0	38.5	157.5	225.9	利润率					
加:营业外净收支	-111.4	0.3	-2.9	-0.6	-1.1	毛利率	41.1%	41.1%	39.0%	42.0%	42.0%
利润总额	-281.3	41.3	35.5	156.9	224.8	营业利润率	-8.1%	1.7%	2.0%	5.9%	7.0%
减:所得税	40.8	33.2	5.3	23.5	33.7	净利润率	-12.7%	2.3%	1.6%	5.0%	6.0%
净利润	-266.8	54.2	30.3	133.8	191.7	EBITDA/营业收入	-5.7%	3.8%	4.2%	7.1%	7.7%
						EBIT/营业收入	-7.9%	1.8%	1.6%	5.3%	6.2%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	59	49	56	35	26
货币资金	840.2	659.9	611.2	1,754.4	1,738.6	流动营业资本周转天数	-42	-113	-141	-114	-135
交易性金融资产	-	356.3	356.3	356.3	356.3	流动资产周转天数	366	282	329	356	357
应收账款	195.6	221.1	84.9	355.4	178.8	应收账款周转天数	29	31	29	30	30
应收票据	18.4	-	24.4	8.2	26.8	存货周转天数	14	13	14	13	13
预付账款	97.9	108.4	61.0	168.1	104.8	总资产周转天数	543	442	536	488	456
存货	81.3	90.6	63.3	134.3	102.6	投资资本周转天数	59	-16	-3	-25	-66
其他流动资产	943.6	132.5	724.7	600.3	485.8	投资回报率					
可供出售金融资产	57.4	-	73.6	43.7	39.1	ROE	-21.0%	5.9%	2.1%	8.6%	11.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-10.2%	0.3%	1.0%	3.1%	5.0%
长期股权投资	215.2	181.2	181.2	181.2	181.2	ROIC	-36.2%	6.2%	-7.6%	38.6%	-24.9%
投资性房地产	24.8	24.0	24.0	24.0	24.0	费用率					
固定资产	338.9	313.0	279.9	246.8	213.7	销售费用率	26.1%	24.9%	24.1%	23.1%	23.0%
在建工程	21.1	2.2	2.2	2.2	2.2	管理费用率	15.1%	15.8%	14.6%	13.6%	13.2%
无形资产	69.4	77.5	61.5	45.5	29.5	财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
其他非流动资产	260.5	544.8	432.6	367.3	372.0	三费/营业收入	41.0%	40.7%	38.3%	36.1%	35.4%
资产总额	3,164.5	2,711.4	2,980.8	4,287.4	3,855.4	偿债能力					
短期债务	11.2	20.1	-	-	-	资产负债率	58.8%	63.1%	48.3%	61.8%	53.0%
应付账款	169.2	204.8	127.9	291.5	218.5	负债权益比	143.0%	171.0%	93.4%	161.7%	112.8%
应付票据	13.7	17.7	6.5	16.6	13.4	流动比率	1.26	0.93	1.44	1.31	1.50
其他流动负债	1,533.0	1,448.9	1,206.7	2,270.2	1,762.3	速动比率	1.21	0.87	1.39	1.26	1.45
长期借款	-	-	39.5	-	-	利息保障倍数	33.87	346.84	-3.74	-8.40	-7.62
其他非流动负债	135.2	19.5	58.6	71.1	49.7	分红指标					
负债总额	1,862.2	1,711.0	1,439.2	2,649.3	2,043.9	DPS(元)	-	-	0.02	0.02	0.05
少数股东权益	31.7	85.3	85.2	84.8	84.1	分红比率	0.0%	0.0%	15.5%	5.2%	6.9%
股本	286.5	286.5	286.5	286.5	286.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	958.7	1,070.7	1,169.8	1,266.8	1,440.8						
股东权益	1,302.3	1,000.4	1,541.6	1,638.1	1,811.4						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	-322.1	8.1	30.3	133.8	191.7	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	89.7	120.0	49.1	49.1	49.1	EPS(元)	-0.93	0.19	0.11	0.47	0.67
资产减值准备	115.4	6.9	-	-	-	BVPS(元)	4.43	3.19	5.08	5.42	6.03
公允价值变动损失	-	-0.8	-	-	-	PE(X)	-16.8	82.9	148.1	33.5	23.4
财务费用	0.1	1.3	-8.1	-16.8	-26.2	PB(X)	3.5	4.9	3.1	2.9	2.6
投资损失	32.4	-43.6	-39.9	-17.0	-33.5	P/FCF	26.9	8.4	-7.5	4.1	1,636.6
少数股东损益	-55.3	-46.0	-0.1	-0.4	-0.6	P/S	2.1	1.9	2.3	1.7	1.4
营运资金的变动	454.7	534.2	-583.5	1,006.9	-243.1	EV/EBITDA	-37.1	40.5	42.1	11.9	9.1
经营活动产生现金流量	142.0	-86.2	-552.2	1,155.6	-62.6	CAGR(%)	-174.5%	186.6%	-33.9%	-174.5%	186.6%
投资活动产生现金流量	-23.9	167.5	-33.6	47.0	38.1	PEG	0.1	0.4	-4.4	-0.2	0.1
融资活动产生现金流量	47.9	-264.4	537.2	-59.4	8.7	ROIC/WACC	-3.5	0.6	-0.7	3.7	-2.4
						REP	-9.9	-18.3	-14.8	-0.9	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034