

2021年05月11日

昂立教育 (600661.SH)

沪上全科 K12 培训龙头，战略重塑未来发展可期

■沪上全科 K12 培训龙头，产业资本持续加持。公司是以上海为中心，以重点城市为支点，以全国为目标市场的大型全科 K12 校外培训公司，起源于上海交大勤工俭学中心，拥有著名的教育品牌——“昂立 Only”，通过借壳成为 A 股市场第一家校外培训上市公司。教育资产注入上市公司后，公司得到了产业资本的认可和加持，“中金系”和“长甲系”不断增持，“交大系”受高校政策影响逐步退出，公司股权结构呈现出中金、长甲和交大“三足鼎立”的态势。股权结构的变化带来公司发展战略调整，公司制定了“一体两翼”发展战略和“3+3”战略实施步骤，聚焦 K12 校外培训，强化科技赋能和全国市场开拓，校外培训业务提上新高度。公司教育业务增长较快，2020 年实现营业收入 15.21 亿元，占比 84.11%。未来公司将加大长尾亏损教育业务和非教育业务的剥离力度，更加聚焦 K12 校外培训，教育业务增长值得期待。

■沪上课外培训需求强劲，政策规范助力龙头发展：2010 年以来，上海新生人口整体呈现上升势头，带动 K12 在校生规模持续增长。2019 年上海小学、初中和普通高中的在校生分别为 82.63 万人、45.10 万人和 15.94 万人，分别较 2015 年增加 2.77 万人、3.86 万人和 0.12 万人。同时，上海居民收入水平较高，2020 年上海居民人均可支配收入 72232 元，位居全国之首。人口红利叠加高收入加速了教育需求释放，学科类培训刚性十足，素质类培训强势崛起，家庭教育消费支出持续增长。同时，上海校外培训市场竞争充分，新东方、好未来等行业龙头，昂立教育、精锐教育等沪上知名教育品牌，依托名校、名师的中小机构等数量众多，梯队层次十分显著。目前，国家规范整顿校外培训机构，对“无证无照”、“有照无证”、“证照不一”等培训机构将依法进行规范，达不到办学要求的，要坚决取缔，利好龙头校外培训机构的成长。

■区域深耕成效显著，一体两翼前景可期。公司以上海为中心，以重点城市为支点，以全国为目标市场，采取直营+加盟的经营策略，大力发展 K12 校外培训的 TOB 和 TOC 业务，拥有 214 个直营教学中心和 1400 多所合作学校，服务于 3-18 岁孩子学习成长，致力于成为受人尊敬、值得信赖的中国一流教育服务企业。公司采取区域深耕战略，大力发展上海教育培训业务。公司拥有沪上 174 家直营教学中心，占比达到 81.31%，2020 年上海市场贡献率达到 84.36%，成为公司收入和利润的主要来源。公司制定了“一体两翼”发展战略和“3+3”战略实施步骤，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。同时，公司将战略规划分两阶段推进，即“3+3”战略实施步骤，争取 2026 年基本实现“一体两翼”发展目标，公司发展前景值得期待。

公司深度分析

证券研究报告

整合营销

投资评级 **买入-A**

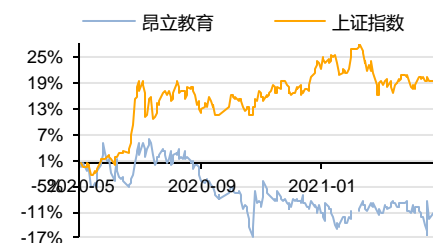
维持评级

6 个月目标价: **16.8 元**
 股价 (2021-05-10) **14.38 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,120.57
流通市值 (百万元)	4,120.57
总股本 (百万股)	286.55
流通股本 (百万股)	286.55
12 个月价格区间	13.55/17.32 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.71	3.43	-29.52
绝对收益	-1.37	-1.44	-11.12

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005
 sudu@essence.com.cn
 021-35082325

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
 jiaojuan@essence.com.cn
 021-35082012

相关报告

昂立教育: 昂立教育: 立足长三角地区, 推动教培业务全国扩张/焦娟 2020-09-15

■ **资产负债率相对较低，盈利能力有待提高。**截至 2020 年末，公司资产负债率 73.86%，剔除预收款后的资产负债率 25.48%，公司预收款主要是预收学费，2020 年占总负债的比重达到 65.47%。整体来看，公司有息负债较少，剔除预收款的资产负债率较低，为公司成长提供了较大的杠杆空间。公司毛利率相对较高，期间费用率拖累了公司业绩。2020 年公司教育业务毛利率 32.71%，显著高于紫光学大和 ST 勤上，但公司期间费用率较高，导致公司净利率较低。2020 年公司销售费用率和管理费用率分别为 27.07%和 20.37%，显著高于科德教育、紫光学大和 ST 勤上，受此影响公司 2020 年净利率为-15.74%，出现了较大的亏损。公司收现比相对较高，但现金流整体一般。2020 年公司收现比为 98.57%，但经营性净现金流为-0.74 亿元，连续两年经营性现金流净流出。

■ **投资建议：战略重塑再出发，业绩释放会有时。**我们预计公司 2021-2023 年营业收入增速分别同比增长 8.23%、25.26%和 20.16%，归母净利润增速分别同比增长-148.0%、28.6%和 32.9%，EPS 分别为 0.42 元、0.54 元和 0.71 元，动态 PE 分别为 34.5 倍、26.9 倍和 20.2 倍，动态 PB 分别为 3.5 倍、3.1 倍和 2.7 倍。公司是沪上全科培训的龙头企业和 A 股市场第一家校外培训上市公司，战略重塑有助于公司主业聚焦，强化 K12 教育培训核心能力，建立以客户价值为核心的产品驱动型业务模式；有助于科技赋能，加速布局 OMO 产品，提高学习和教学效率；有助于打造“一个昂立”全国拓展体系，聚焦重点城市和建立全国业务网络。目前，公司“一体两翼”战略执行良好，主业更加聚焦，OMO 模式快速推广，直营网点和全国网络持续优化，巨量回购将加大员工激励力度，公司有望重拾增长。维持公司“买入-A”评级，未来 6 个月目标价 16.8 元，对应 2021 年动态 PE 为 40 倍

■ **风险提示：**在线教育冲击、教育政策变动、在读学生流失、费用控制不及预期、股权争夺等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2,391.3	1,808.9	1,957.8	2,452.3	2,946.7
净利润	54.2	-248.5	119.3	153.4	203.9
每股收益(元)	0.19	-0.87	0.42	0.54	0.71
每股净资产(元)	3.19	1.96	4.12	4.65	5.36

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	76.1	-16.6	34.5	26.9	20.2
市净率(倍)	4.5	7.3	3.5	3.1	2.7
净利润率	2.3%	-13.7%	6.1%	6.3%	6.9%
净资产收益率	5.9%	-44.3%	10.1%	11.5%	13.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.2%	78.7%	-31.4%	-18.9%	-18.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：沪上全科 K12 培训龙头	5
1.1. 发展历程：从勤工俭学中心到教育培训第一股.....	5
1.2. 股东结构：中金、长甲、交大“三足鼎立”.....	5
1.3. 业务结构：教育服务持续增长，传统业务占比下降.....	6
1.4. 盈利能力：毛利率相对较高，费用率拖累业绩.....	7
2. 行业分析：沪上校外培训需求强劲，政策规范助力龙头发展	7
2.1. 人口红利叠加高收入，沪上校外培训需求强劲.....	7
2.2. 沪上校外培训政策加码，行业规范发展势在必行.....	9
2.3. 学科类培训刚性十足，素质类培训强势崛起.....	10
2.4. 校外培训市场竞争激烈，本土企业竞争优势显著.....	11
3. 公司分析：区域深耕成效显著，一体两翼前景可期	12
3.1. 公司定位：专注中小学生学习、受人尊敬、值得信赖的校外培训机构.....	12
3.2. 公司产品：校外培训+职业教育+国际教育.....	13
3.3. 公司战略：一体两翼激发成长动力，聚焦主业增强盈利能力.....	17
3.4. 成长性：内生驱动外延扩张，长期增长空间打开.....	19
4. 财务分析：资产负债率相对较低，盈利能力有待提高	20
4.1. 资本结构：资产负债率相对较低，货币资金预收账款占比高.....	20
4.2. 盈利能力：毛利率水平整体较高，期间费用率拖累业绩.....	21
4.3. 现金流量：收现比相对较高，现金流整体一般.....	22
5. 投资建议：战略重塑再出发，业绩释放会有时	22
5.1. 盈利预测：疫情冲击告一段落，校外培训重拾增长.....	22
5.2. 估值水平：校外培训估值整体较高，公司动态估值相对合理.....	23
5.3. 投资建议：战略重塑再出发，维持“买入-A”评级.....	23
5.4. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：公司成长历程及重要事件一览.....	5
图 2：截至 2020 年末公司股东结构情况.....	6
图 3：2016-2020 教育培训业务收入及其占比（万元，%）.....	6
图 4：2016-2020 精密制造等业务收入及其占比（万元，%）.....	6
图 5：2017-2020 年公司毛利率情况（%）.....	7
图 6：2017-2020 年公司期间费用率和净利率（%）.....	7
图 7：上海常住人口及新生儿情况（万人）.....	7
图 8：上海基础教育在校生规模（人）.....	7
图 9：北上深过去一年教育培训支出分布图.....	8
图 10：北上深过去一年教育培训消费比例.....	8
图 11：4-16 岁北上深教育培训消费比例分别图.....	9
图 12：上海家庭教育培训市场规模预测（亿元）.....	9
图 13：2016 年以来上海校外培训规范政策演变.....	9
图 14：上海校外培训机构类型分布（单位：家）.....	10
图 15：2019-2020 年上海培训机构“白名单”家数.....	10

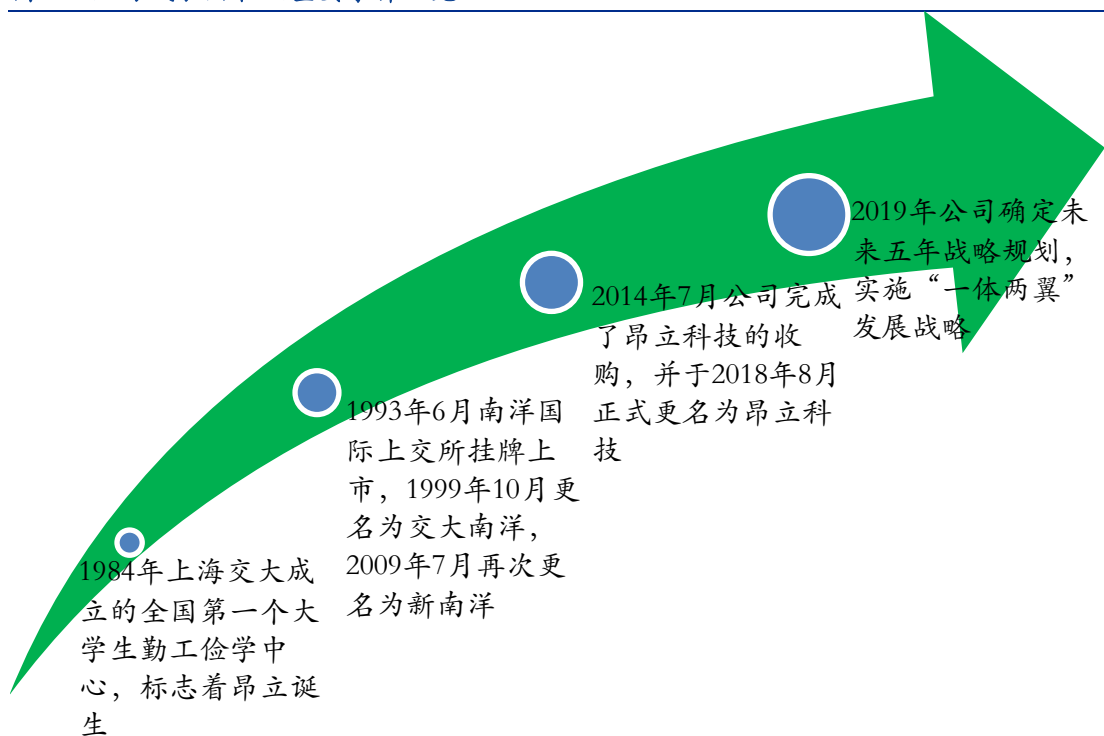
图 16: K12 校外培训及其分类.....	11
图 17: K12 校外培训市场竞争格局.....	11
图 18: 2017 年行业龙头市场占有率.....	12
图 19: 昂立教育营收及上海市场占有率 (亿元)	12
图 20: 公司产品与服务: 教育业务 (校外培训+国际教育+职业教育) 和非教育业务.....	13
图 21: 公司昂立智立方: 1 对 1 及 1 对 3 个性化小班教学模式.....	13
图 22: 公司昂立中学生: 初中生和高中生全科培优专家.....	14
图 23: 公司昂立外语: 青少年英语培优.....	15
图 24: 公司昂立新课程: 在线中高考全科培优.....	15
图 25: 公司昂立 STEM: 面向未来科创与编程.....	16
图 26: 公司国际教育逻辑关系示意图.....	16
图 27: 昂立职业教育业务架构图.....	17
图 28: 昂立职业一体两翼发展战略.....	18
图 29: 昂立职业聚焦主业发展战略.....	19
图 30: 昂立教育内生增长脉络.....	19
图 31: 公司外延扩张的主要抓手: 产业并购基金+股权收购.....	20
图 32: 2016-2020 年公司负债率情况 (%)	21
图 33: 公司预收款项及占负债比重 (亿元, %)	21
图 34: 2020 年教育公司毛利率和期间费用率 (%)	21
图 35: 2020 年教育培训公司净利率 (%)	21
图 36: 公司收现比走势图 (亿元, %)	22
图 37: 公司现金流整体情况 (亿元)	22
图 38: 昂立教育的核心投资逻辑.....	24
表 1: 教育文化娱乐市场规模测算.....	8
表 2: 公司营收预测 (万元)	23
表 3: 可比公司估值对比.....	23

1. 公司简介：沪上全科 K12 培训龙头

1.1. 发展历程：从勤工俭学中心到教育培训第一股

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 月公司更名为上海交大南洋股份有限公司，2009 年 7 月公司更名为上海新南洋股份有限公司。2013 年 8 月公司公布资产重组方案，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 月公司完成了昂立科技的收购，成为 A 股市场第一家以教育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。2019 年公司确定“一体两翼”发展战略，“一体”——围绕客群进行事业部整合，协同聚焦 K12 培训核心业务；“两翼”——全国布局和科技赋能，实现第二增长曲线。为明晰战略路径，推动战略落地，公司根据外部环境变化，将战略规划分两阶段推进，每三年为一个阶段，即“3+3”战略实施步骤：第一阶段，针对业务基础较扎实的上海市场 VIP 个性化培训、中学全科培训、小学全科培训等业务在原有业务基础之上持续升级，针对全国、素质、在线、国际、职业等业务重点夯实业务基础及团队建设；第二阶段，将持续深化成熟业务竞争优势，借助全国、在线业务规模放量，争取 2026 年基本实现阶段性战略目标。

图 1：公司成长历程及重要事件一览



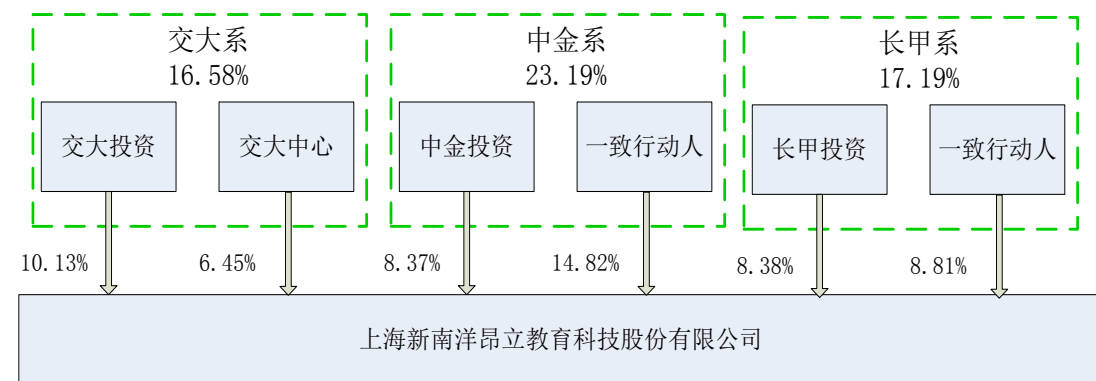
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股东结构：中金、长甲、交大“三足鼎立”

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（“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，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和增持，中金投资(集团)有限公司（以下简称“中金投资”）及其一致行动人和上海长甲投资有限公司（“长甲投资”）及其一致行动人积极增持公司股票，而交大投资和交大中心受高校政策影响，持续减持公司股票。截止 2020 年末，中

金投资及其一致行动人（以下简称“中金系”）合计持有公司约 66,437,019 股，占公司总股本的 23.19%，是第一大股东；上海长甲投资有限公司及其一致行动人（以下简称“长甲系”）合计持有 49,272,004 股，占公司总股本的 17.19%，是第二大股东；交大投资及其一致行动人（以下简称“交大系”）合计持有 47,527,730 股，占公司总股本的 16.58%，是第三大股东。目前，公司无 30% 以上的股东，且中金系、长甲系和交大系持股比例差异不大，相互之间保持独立的自主决策权，均无一致行动关系，三方均认为公司无实际控制人。

图 2：截至 2020 年末公司股东结构情况

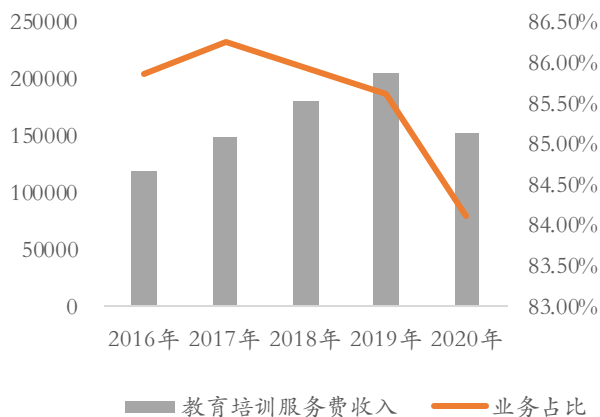


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 业务结构：教育服务持续增长，传统业务占比下降

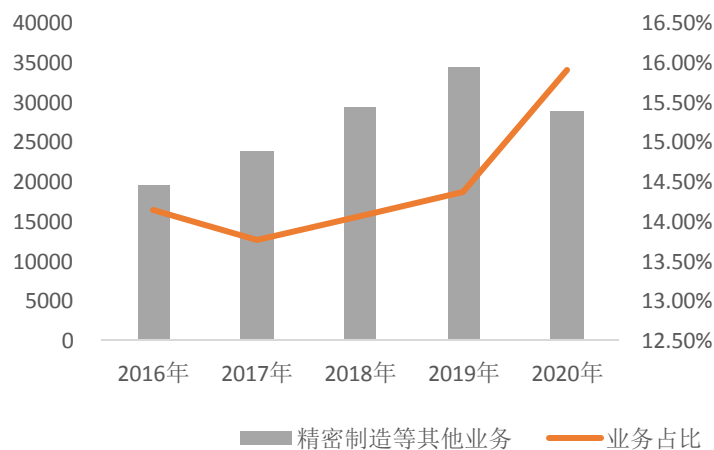
公司完成昂立科技的收购后，持续加强和聚焦 K12 教培核心业务，着力打造特色化拳头产品，大力加强教研及师资培训，建立产品驱动的运营模式。2016-2020 年公司教育与服务业务营业收入分别为 11.93 亿元、14.87 亿元、18.01 亿元、20.47 亿元和 15.21 亿元，分别同比增长 24.97%、24.56%、21.15%、13.70%和-25.70%。从业务占比来看，教育与服务业务占比较高，2016-2020 年教育与服务业务占营业收入的比重分别为 85.88%、86.25%、85.94%、85.62%和 84.11%。传统业务如精密制造、数字电视运营等业务占比整体呈现下降趋势，2016-2020 年精密制造、数字电视运营等业务实现营业收入分别为 1.80 亿元、2.24 亿元、2.62 亿元、3.26 亿元和 2.88 亿元，业务占比分别为 12.93%、12.97%、12.52%、13.63%和 15.89%。公司制定了“一体两翼”发展战略，聚焦 K12 校外培训核心业务，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，推动教育培训业务快速发展。同时，公司将加快低效非教育类业务的资产处置，有序推进部分企业股权转让工作。预计未来公司教育业务占比将提高，非教育业务占比将下降。

图 3：2016-2020 教育培训业务收入及其占比（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2016-2020 精密制造等业务收入及其占比（万元，%）

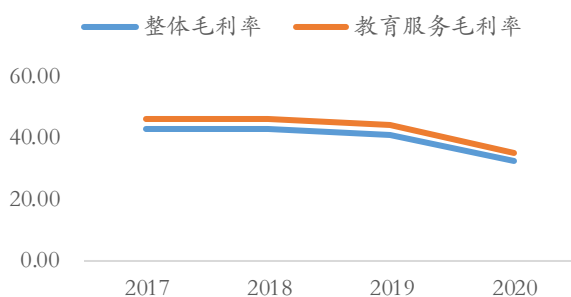


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：毛利率相对较高，费用率拖累业绩

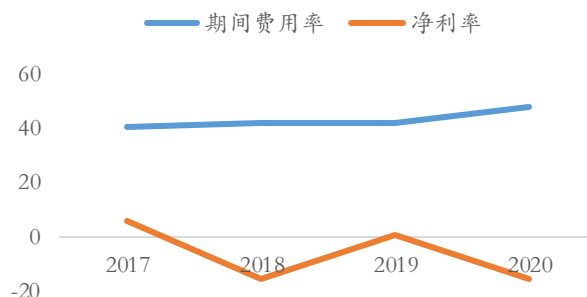
2017-2020 年公司整体毛利率分别为 43.39%、41.14%、41.13%和 32.71%，其中教育与服务业务毛利率分别为 46.71%、44.51%、43.59%和 35.29%，2020 年因疫情影响毛利率失真，但整体上公司毛利率相对较高。与 A 股市场同类上市公司相比，公司毛利率也相对较高，2020 年科德教育、紫光学大、ST 勤上等教育培训业务毛利率分别为 47.88%、25.59%和 8.86%，公司毛利率相对科德教育低 12.59 个百分点，但较紫光学大和 ST 勤上分别高出 9.7 个百分点和 26.43 个百分点。公司费用率相对较高，2017-2020 年公司销售费用率分别为 24.25%、26.15%、24.95%和 27.07%，管理费用率分别为 16.03%、16.2%、16.6%和 20.37%，远超过同类上市公司费用率。2020 年科德教育、紫光学大、ST 勤上的销售费用率分别为 7.80%、9.37%和 7.03%，管理费用率分别为 9.91%、14.92%和 11.47%。较高的费用率拖累公司盈利能力，2017-2020 年公司归母净利润分别为 1.23 亿元、-2.67 亿元、0.54 亿元和 -2.48 亿元，净利率分别为 6.06%、-15.37%、0.34%和 -15.71%。

图 5：2017-2020 年公司毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：2017-2020 年公司期间费用率和净利率 (%)



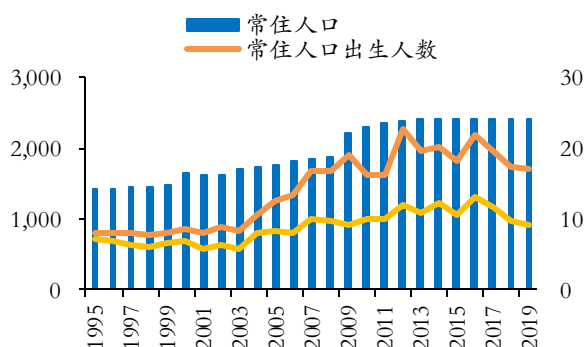
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 行业分析：沪上课外培训需求强劲，政策规范助力龙头发展

2.1. 人口红利叠加高收入，沪上课外培训需求强劲

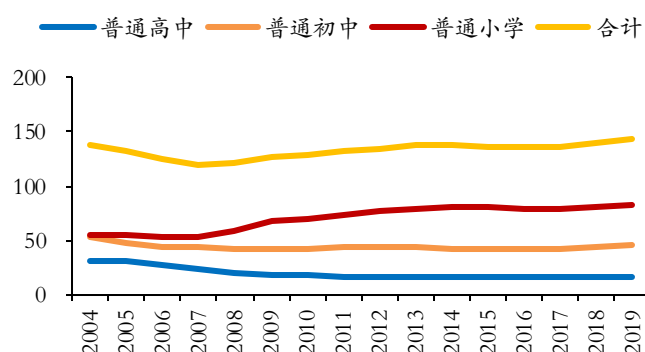
2010 年以来，上海新生人口整体呈现上升势头，尤其是 2012 年上海常住人口新生儿达到 22.76 万人，户籍人口新生儿达到 12.11 万人，2014 年和 2016 年常驻人口新生儿均超过 20 万人，户籍人口新生儿均超过 12 万人。生育高峰带来了入学高峰，2015 年上海小学、初中、高中新生规模分别为 15.58 万人、11.53 万人和 5.34 万人，2018 年已经分别达到 18.25 万人、13.28 万人和 5.23 万人，除了普通高中新生略有下降外，小学和初中新生分别增长 2.67 万人和 1.75 万人。从在校生规模来看，2019 年小学、初中和普通高中的在校生分别为 82.63 万人、45.10 万人和 15.94 万人，分别较 2015 年增加 2.77 万人、3.86 万人和 0.12 万人，沪上 K12 在校生规模持续增长。

图 7：上海常住人口及新生儿情况 (万人)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：上海基础教育在校生规模 (万人)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

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，2020年上海居民人均可支配收入72232元，位居全国之首，较北京人均收入还高出2798元。从人均可支配收入增速来看，2016-2020年上海居民人均可支配收入增速分别为8.90%、8.62%、8.81%、8.19%和4.02%。较高的收入水平，带来了强劲的教育消费需求。2015-2018年上海居民教育文化娱乐消费人均支出分别为3718元、4174元、4686元和5049元，分别占同期居民消费人均支出的10.69%、11.14%、11.78%和11.65%，我们根据过去几年占支出比重进行测算，预计2019-2020年上海居民教育文化娱乐消费人均支出5486元和5201元(备注：2020年教育文化娱乐消费支出下降主要受新冠疫情影响)，若以此计算2015-2020年上海教育文化娱乐市场规模预计分别为898亿元、1010亿元、1133亿元、1224亿元和1170亿元。

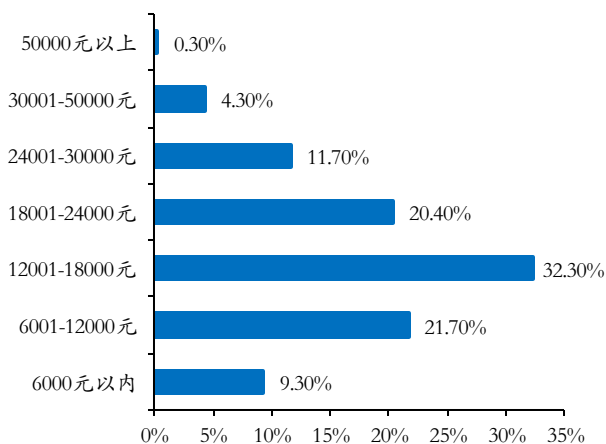
表 1：教育文化娱乐市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
居民人均可支配收入(元)	49867	54305	58988	64183	69442	72232
人均消费支出(元)	34784	37458	39792	43351	46888	49531
教育文化娱乐消费支出(元)	3718	4174	4686	5049	5486	5201
教育文化娱乐消费占支出的比重	10.69%	11.14%	11.78%	11.65%	11.70%	10.50%
教育文化娱乐消费占收入的比重	7.46%	7.69%	7.94%	7.87%	7.90%	7.20%
常住人口(万人)	2415	2420	2418	2424	2428	2250
教育文化娱乐市场规模(亿元)	898	1010	1133	1224	1332	1170

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

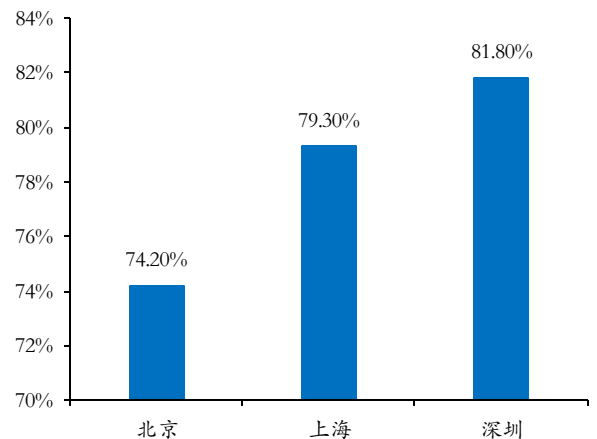
孩子教育培训已经是上海、北京、深圳等一线城市仅次于餐饮的消费支出。根据上海消保委2020年3月15日发布的《上海、北京、深圳青少年教育培训消费调查报告》(以下简称“《调查报告》”)，北上深三地孩子教育培训的平均支出约为16000元(不含学历教育)，占家庭总收入的9.4%，已超过了旅游，接近家庭的餐饮消费支出。适龄青少年家庭进行教育培训消费已成为常态，《调查报告》显示上海、北京、深圳共有78.4%的家庭在最近一年中有过教育培训消费，其中北京为74.2%，上海为79.3%，深圳为81.8%，并且69.8%的被访问者表示将来会进一步增加孩子培训支出，仅有1.7%的家庭表示会减少支出。

图 9：北上深过去一年教育培训支出分布图



资料来源：上海消保委、安信证券研究中心

图 10：北上深过去一年教育培训消费比例

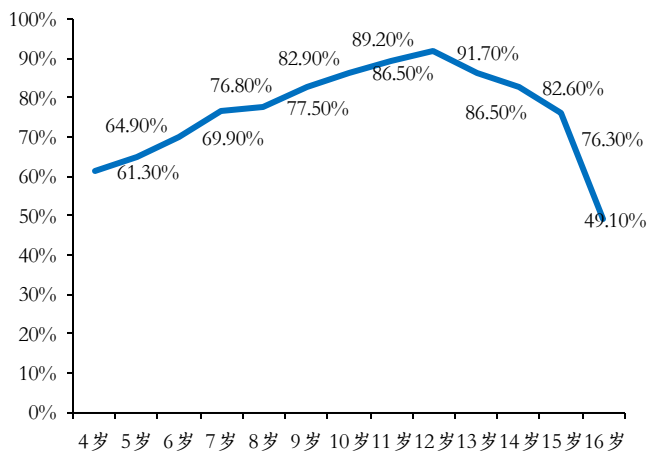


资料来源：上海消保委、安信证券研究中心

从教育消费年龄段来看，幼儿园、小学和初中阶段的教育培训需求持续增长，尤其是中考前教育培训需求达到顶峰。根据《调查报告》，上海、北京、深圳有61.3%的4岁儿童参加过校外培训，随着年龄的增长，校外培训比例持续上升，峰值出现在12岁中考前阶段，比例高达91.7%。按照《调查报告》所得数据(家庭平均教育培训支出1.6万元/年)、家庭教育培训消费支出增速(假设过去5年年均增速为5%)、上海K12在校生规模可以计算出2015-2019

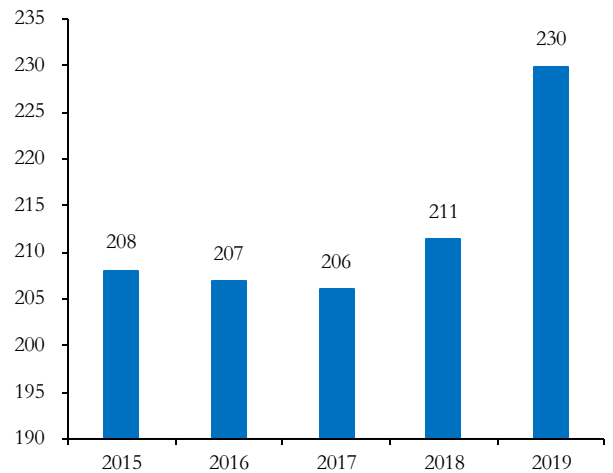
年上海家庭教育培训市场规模分别为 208 亿元、207 亿元、206 亿元、211 亿元和 230 亿元，上海教育培训需求强劲增长。

图 11: 4-16 岁北上深教育培训消费比例分别图



资料来源: 上海消保委、安信证券研究中心

图 12: 上海家庭教育培训市场规模预测 (亿元)

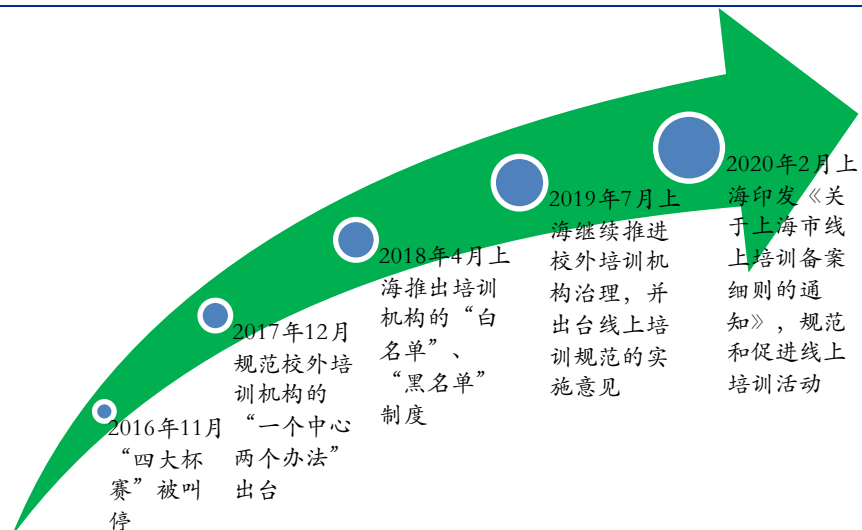


资料来源: 上海消保委、安信证券研究中心

2.2. 沪上校外培训政策加码，行业规范发展势在必行

2016 年 11 月上海市教委公布了《关于加强 2016 学年严禁将各类竞赛获奖证书作为义务教育学校招生录取依据有关管理工作的通知》，严禁上海市义务教育阶段学校将学生奥数成绩、英语(精品课)星级考等各类竞赛获奖证书、各类等级考试证书作为招生录取的依据，并叫停了“四大杯赛”——亚太杯、中环杯、小机灵杯和走美杯，校外培训与升学挂钩的链条被斩断。2017 年 12 月上海率先出台规范校外培训机构的“一标准两办法”，即《上海市民办培训机构设置标准》、《上海市营利性民办培训机构管理办法》和《上海市非营利性民办培训机构管理办法》，为民办培训机构分类管理、准入管理、规范管理提供了基本依据。2018 年 4 月上海市教委印发《上海市规范教育培训机构和市场秩序工作方案》，规范教育培训机构和市场秩序，建立培训机构信用等级体系和“白名单”、“黑名单”制度，进一步深化教育领域综合改革，强化事中事后监管。2019 年 7 月上海市教委介绍了《关于规范校外培训机构发展的意见》落实情况和《关于规范校外线上培训的实施意见》思路打算，持续推进校外培训机构治理。2020 年 2 月上海市教委等七部门印发《关于上海市校外线上培训备案细则的通知》，规范和促进面向中小學生、利用互联网技术实施的文化学科类校外线上培训活动。

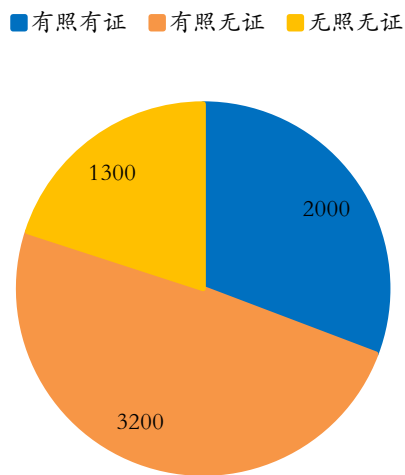
图 13: 2016 年以来上海校外培训规范政策演变



资料来源: 相关政策、安信证券研究中心

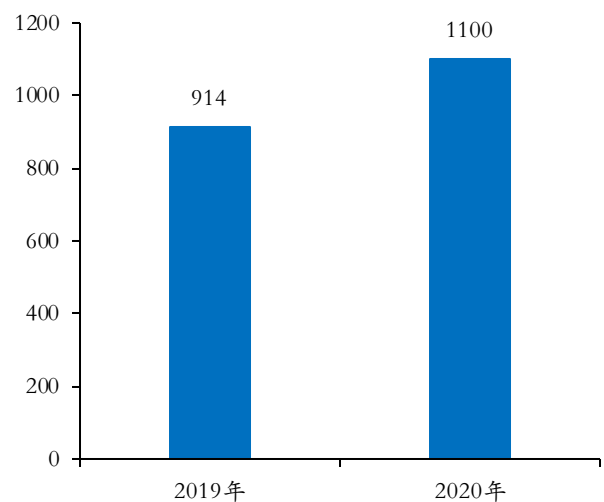
上海加大校外培训的整顿有利于行业规范发展，校外培训行业正在经历一轮政策规范带来的行业供给侧改革。根据上海市“整顿规范教育培训市场秩序”专项行动，截止2017年4月上海教育培训机构近7000家，其中证照齐全的培训机构约2000多家，有照无证的培训机构约3200多家，无照无证的培训机构约1300多家。2017年9月上海根据摸底情况进行分类整治，依法取缔无照无证办学机构，尤其是涉及义务教育的培训机构被逐步关停；加大对有照无证办学机构的整改力度，达到办学条件且符合国家政策规定的，由相关部门颁发办学许可证，继续办学，否则将面临关停风险；证照一致的办学机构也需要国家政策规定和上海监管实施细则进行规范运营，否则将无法列入校外培训机构“白名单”。2019年1月上海教委公布了首批校外培训机构“白名单”，共计914家，“白名单”中培训机构具有合法的办学资质，符合安全管理等规范，同时“白名单”实行动态管理，即各区教育局依据国家法规和日常审批、检查的情况，对名单进行动态更新，对已经列入“白名单”的机构，如涉嫌违法违规，在查实后将“白名单”中移除。2020年1月上海教委更新了“白名单”，全市共有约1100家培训机构进入“白名单”，行业进入规范发展阶段，供给侧改革将为行业龙头带来发展机遇。

图 14: 上海校外培训机构类型分布 (单位: 家)



资料来源: 上海消保委、安信证券研究中心

图 15: 2019-2020 年上海培训机构“白名单”家数

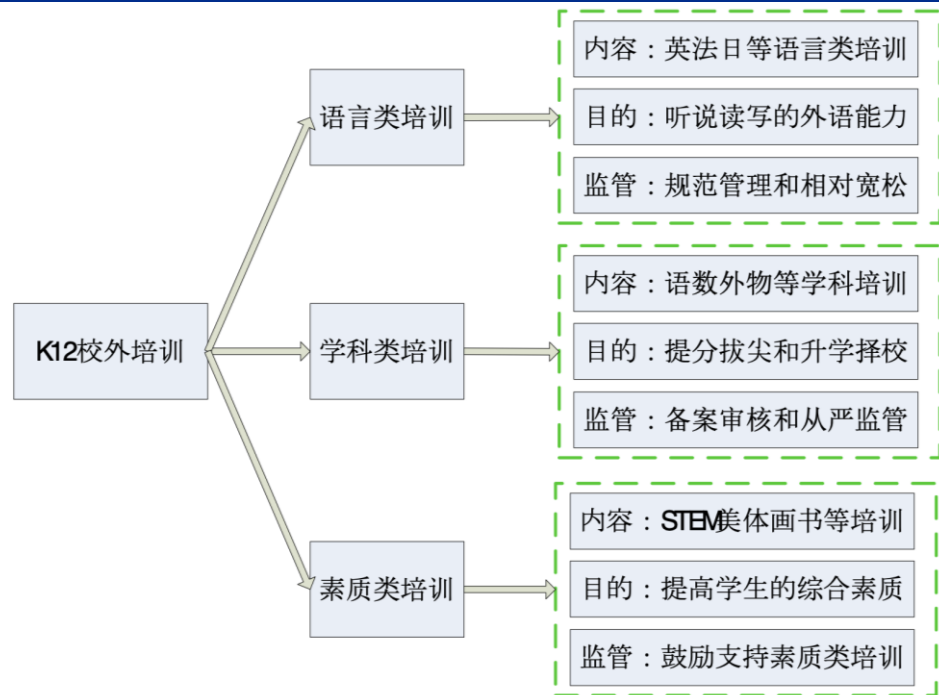


资料来源: 上海消保委、安信证券研究中心

2.3. 学科类培训刚性十足，素质类培训强势崛起

K12 的校外培训主要分为学科类培训、语言类培训和素质类培训。K12 学科类培训是指培训机构面向中小學生提供语文、数学、英语、物理、化学、生物等学科的培训服务，以掌握知识、提高分数、择校升学等为目的，“应试”特征较为明显。学科类培训刚需十足，一方面家长、学生不惜重金通过学科类培训达到“拔尖和升学”的目的，另一方面挤占了素质教育的时间、损害中小學生身心健康，与教育减负背道而驰。因此，学科类培训是培训行业的主要收入和利润来源，但同时也受到国家严厉监管，未来学科类培训将以规范发展为主，头部企业将抢占更多的市场份额。K12 语言类培训是指培训机构面向中小學生提供英语、日语、法语等语言培训，其中英语是最主要的语言类培训，目的是从小掌握一门外语，增强外语的听说读写能力，部分初中和高中學生参加语言类培训是为了出国留学，比如小托福、托福、雅思等。素质类培训是指培训机构向中小學生提供的科学文化、身体健康、心理健康、思想品德、审美素质等方面的培训，国家大力发展素质教育，书法纳入中小学等级考，体育、艺术、音乐纳入中高考成绩等等，带动了诸如体育、音乐、美术、书法等素质类培训的崛起。同时，在国家强基计划影响下，STEM (Science、Technology、Engineering 和 Mathematics 的简称) 培训发展迅速，不仅专业从事 STEM 培训的机构发展迅速，学而思、新东方、昂立教育等培训机构也大力发展 STEM 培训。

图 16: K12 校外培训及其分类

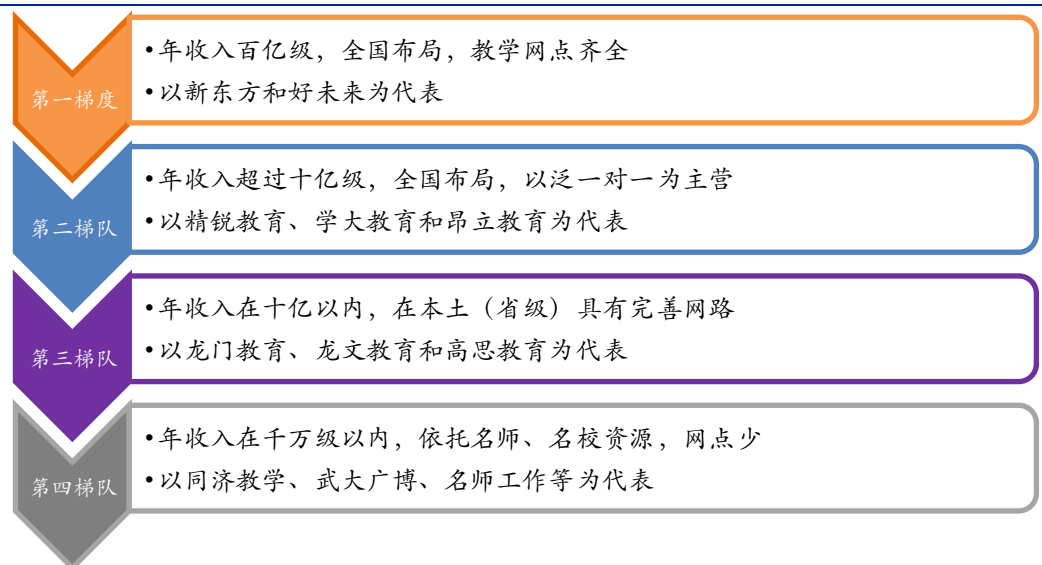


资料来源：公司官网、公告，安信证券研究中心整理

2.4. 校外培训市场竞争激烈，本土企业竞争优势显著

我国 K12 校外培训市场呈现出“集中度低、竞争格局分散且激烈、地域性强”的特点，标准化扩张难度大，跨地域进入门槛相对较高。K12 校外培训的两大龙头新东方和好未来，营业收入达到百亿级，属于 K12 校外培训第一梯队；其次是学大教育、精锐教育、昂立教育等营业收入在 20 亿元以上的 K12 校外培训机构，积极布局全国市场，以泛一对一为主营业务，属于 K12 校外培训第二梯队；第三梯队的校外培训机构主要有龙门教育、龙文教育、高思教育等，这些公司营业收入基本 10 亿元以内，以省级区域性教育龙头自居，全国扩张能力较弱；第四梯队主要是年营业收入在千万级或百万级别，主要是地方性连锁培训机构和个人创办的培训网点，对名师、名校资源依赖度较高。

图 17: K12 校外培训市场竞争格局

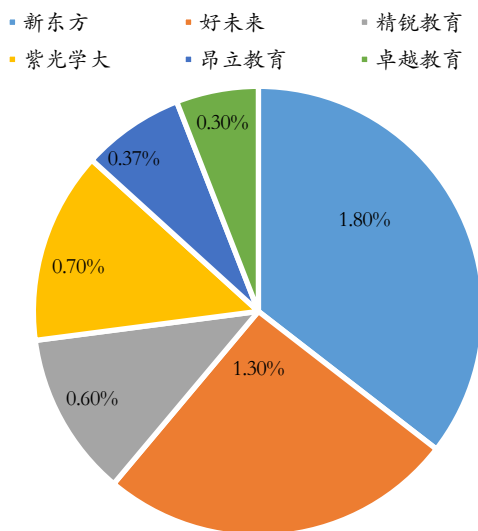


资料来源：安信证券研究中心

K12 校外培训市场集中度低，2017 年课外培训两大龙头企业新东方和好未来市占率分别为 1.80% 和 1.30%，学大教育、精锐教育、昂立教育和卓越教育的市占率分别为 0.70%、0.60%、0.

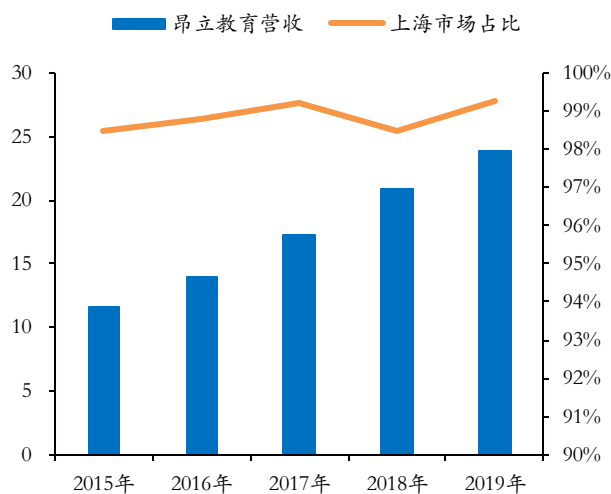
37%和 0.3%，行业前 6 的市占率约 5%，“大行业小公司”的行业特点非常显著。K12 校外培训机构竞争激烈，本土企业竞争优势显著。K12 校外培训一大特点是地域性强，不同地区的教材、教学难度、学生素质差异较大，标准化可能面临“水土不服”，相反本土化培训机构因多年的区域深耕，对本土市场非常了解，包括招考体系、教学内容、校本课程、学生水平等等，本土化培训机构竞争优势显著。比如以“一对一”个性化辅导的 K12 校外培训机构头部企业精锐教育和学大教育，精锐教育在上海市占率高，而北京发展缓慢不及预期；相反学大教育在北京市占率高，在上海发展困难重重。昂立教育是上海本土以全科培训为主营业务的 K12 培训机构，2019 年昂立教育实现营业收入 23.91 亿元（其中教育服务收入 20.48 亿元），其中上海市场贡献比例高达 99.26%。

图 18：2017 年行业龙头市场占有率



资料来源：Frost Sullivan、安信证券研究中心

图 19：昂立教育营收及上海市场占有率（亿元）



资料来源：上海消保委、安信证券研究中心

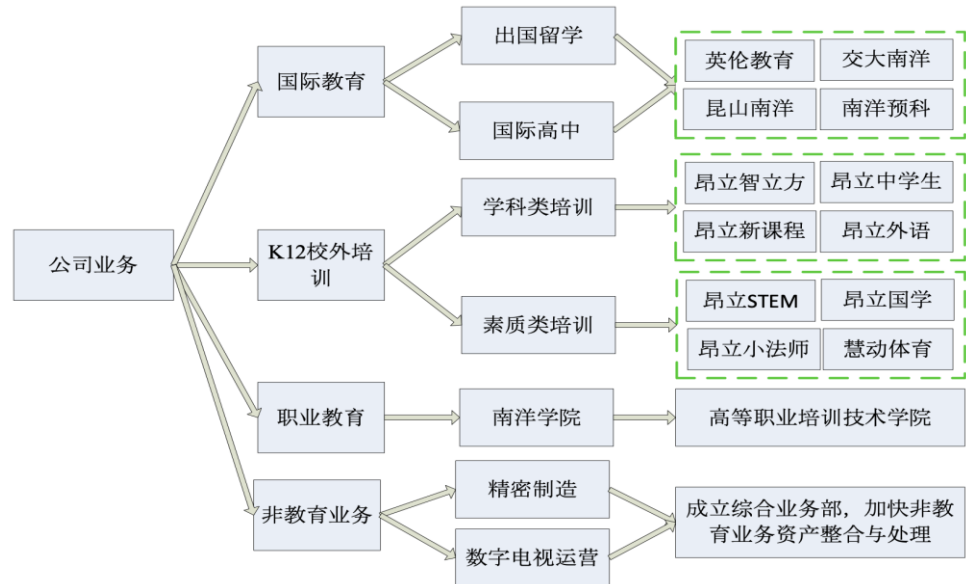
3. 公司分析：区域深耕成效显著，一体两翼前景可期

3.1. 公司定位：专注中小学生学习、受人尊敬、值得信赖的校外培训机构

公司起源于上海交通大学，拥有 35 年校外培训经验，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，致力于成为受人尊敬、值得信赖的中国一流教育服务企业。公司秉持业务聚焦原则下的“一体两翼”战略，聚焦 K12 校外培训核心业务，涵盖学科类培训和素质类培训。在学科类培训方面，公司主要为 6-18 岁中小学生提供各学科校外培训，包括昂立智立方、昂立中学生、昂立新课程、昂立外语等；在素质类培训方面，公司主要为 3-18 岁孩子提供素质教育教育，包括昂立 STEM、昂立国学、昂立慧动体育、昂立小法师等。同时，公司积极发展国际教育，公司通过现金收购方式取得了上海育伦科技发展有限公司（以下简称“育伦教育”）部分股权，加大了国际教育业务布局，强化国际课程和特色课程研发优势，拓展合作办学等对公业务，并基于客群资源，开拓国内外双文凭、游学及出国留学咨询等业务，实现了 K12 教育与国际教育业务资源的协调，打造国内外国际教育业务闭环。另外，公司积极发展职业教育，依托品牌优势，增强对外合作，推动院校托管等重点项目建设。公司将嘉兴南洋职业技术学院（以下简称“南洋学院”）作为高等职业教育和职业培训的重要基地，根据公司公告，南洋学院拥有多个浙江省特色专业，省级示范实训基地，多门精品课程，已开设包括建筑、船舶、机电、经管、信息、财会六大专业群在内的 16 个专业。作为公司未来发展战略重点方向之一，公司将加快发展职业教育培训业务，不断引入国际化职业教育培养模式，强化职业技能培训业务。此外，公司还有部分非教育培训业务，如精密制造等，公司已经成立了综合业务部，专门负责非教育培训业务的资产整合和业务整合，加

快低效非教育培训业务的资产处理，有序推进部分公司股权转让工作，未来业务将更加聚焦教育培训业务。

图 20：公司产品与服务：教育业务（校外培训+国际教育+职业教育）和非教育业务

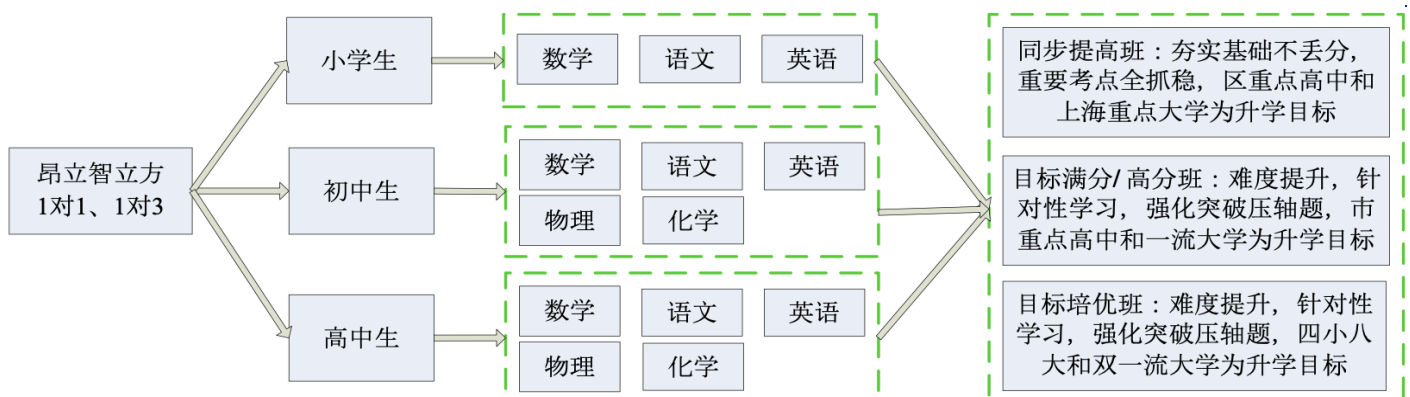


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 公司产品：校外培训+职业教育+国际教育

公司产品与服务主要包括 K12 校外培训、职业教育和国际教育，其中 K12 校外培训是公司核心教育培训业务。公司 K12 校外培训包括了学科类培训和素质类培训两大类，其中学科类培训产品有昂立智立方、昂立中学生、昂立新课程、昂立少儿、昂立外语、昂立日语等，素质类培训产品主要有昂立 STEM、昂立国学、昂立慧动体育、凯顿儿童美语、研学教育中小等。昂立智立方成立于 2009 年，是公司旗下专注中学生个性化教育的高端品牌，坚持以学生为主的教育理念与准则，以“智慧、自信、感恩”为校训，追求卓越，为学生提供 360 度全方位服务；因材施教，根据学生的自身特点和学习情况，量身定制个性化辅导方案，提供“一对一”VIP 和“一对三”小班教学模式。昂立智立方主要针对中小學生提供语文、数学、英语、物理和化学等个性化课外培训，班型分为同步提高班、目标高分和满分班、目标培优班，中考分别以区重点高中、市重点高中和“四大八校”为升学目标，高考分别以上海重点大学、一流大学和双一流大学为升学目标。昂立智立方已成功运营超过 10 年，得到了社会、家长、学生的高度认可，2019 年公司全面更新昂立智立方核心同步课程，研发出版书籍、教辅、特色课程 120 多本，优化教研管理和线上培训认证，试运营线下线上融合教学的“智学优加”，真正实现每个学生的个性化学习。

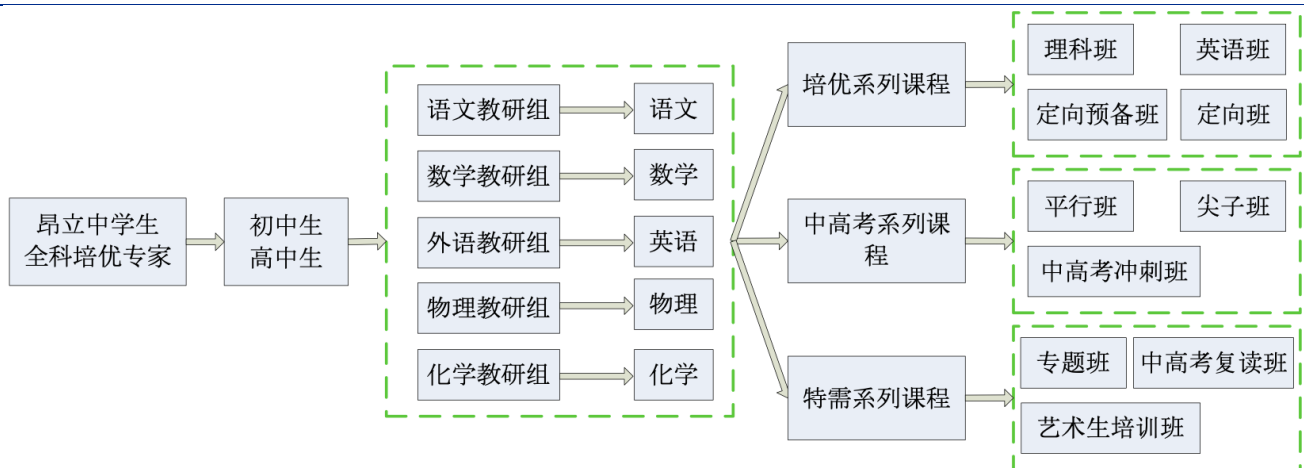
图 21：公司昂立智立方：1 对 1 及 1 对 3 个性化小班教学模式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

根据公司官网和公告，昂立中学生成立于 2001 年，专门针对初中生和高中生的课外辅导机构，定位于中学生的全科培优专家，每年培训学生超过 5 万人次，以小班形式面授，主要开设中高考系列课程——平行班、尖子班、中高考冲刺班，培优系列课程——昂立理科班、昂立英语班、定向预备班、定向班，特许系列课程——学科知识模块班（专题班）、中高考复读班、艺术生培训班等。目前，昂立中学生业务网络遍布上海各区县，全市开设了 38 个培训网点，成立了语文教研组、数学教研组、英语教研组、物理教研组、化学教研组，拥有由市示范性实验性中学特/高级教师、区学科带头人、骨干教师、教研组长等优秀教师组成的 400 多名师资队伍。近几年，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，自主研发出版了《中考语文必备手册》等系列丛书，该套丛书包含《中考作文快速提分通道》、《中考精短文言文训练》、《中考有故事的成语》三本书，从提供学习写作的方法、阅读文言文的路径、积累中考常用成语等方面扩大拓展中学生丰富语文学习资料，助力中考实力提升。同时，昂立中学生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，各项核心指标显著提升，为学员提供高质量的校外培训服务。

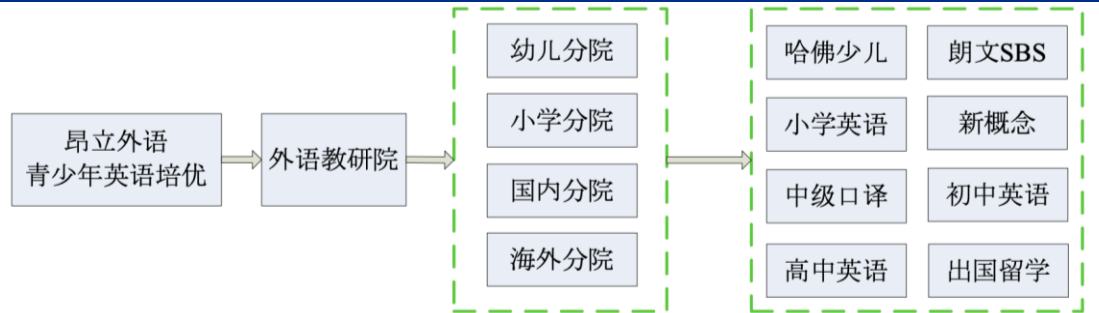
图 22：公司昂立中学生：初中生和高中生全科培优专家



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

昂立外语最早追溯于成立于 1991 年的交大昂立外语培训中心，该中心以在校大学生的四、六级考试和美国口语等方面提供英语考级与口语培训。1993 年昂立教育正式启动英语培训项目，成为最早开展外语培训的教育机构之一。2011 年昂立英语进军 K12 领域，成立了青少年英语培优项目，昂立外语全面转型青少年培优。2015 年昂立外语成立了教研院，下设幼儿、小学、国内和海外四大分院，并确立了 ONLY Young 青少年外语课程体系。经过 30 年的发展，昂立外语已经成为上海最大、全国知名的非学历外语培训机构，在上海拥有 42 个教学网点，开设了哈佛少儿国际音标、朗文 SBS、小学英语系列、新概念、基础口译、中级口译、初中英语、高中英语、出国留学、晚托班等班型，能够满足 3-18 岁青少年英语学习与个性化成长的需求。昂立外语拥有强大的师资队伍，昂立外语事业部教研院院长高长胜上外英美文学硕士、留美访问学者，1998 年开始在昂立教育从事高级口译教学工作，一直在教学一线工作，正式出版口译、大学英语四六级、托福雅思写作、中/高考语法、新概念方向书籍 50 余本。同时，昂立外语还拥有 600 多名从业经验丰富、专业水平高的一线任教老师，成为昂立外语成长的核心动力。昂立外语倡导“全人教育”模式，聚焦核心素养，注重孩子语言力、学习力、思维力与品格培养，市场影响力与日俱增，已经成为中国优秀的外语培训机构、最具网络口碑的外语培训机构，能够与华尔街英语、新东方英语学校、英孚教育等外语培训机构分庭抗礼。

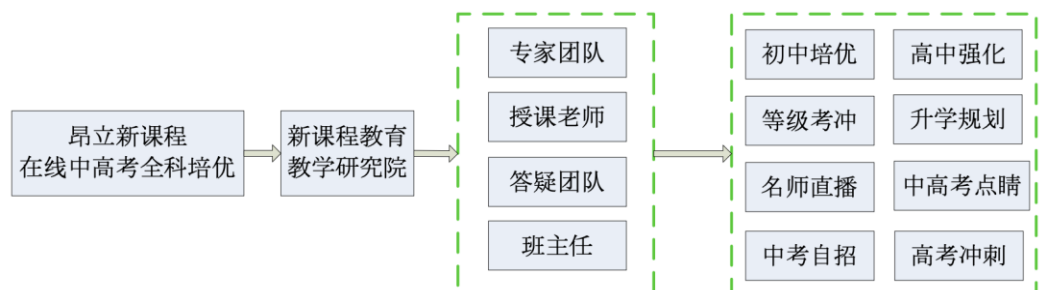
图 23：公司昂立外语：青少年英语培优



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

昂立新课程是一家以网络教学、名师面授为特色，专注于上海市初高中学生培优的权威教育机构。2009年2月昂立新课程教育教学（基础教育）研究院成立，拥有一支以高校教授、学科带头人为首的30余人专家团队，严把教材编写关、师资筛选关、课程录制关，从根本上保证新课程各类教学产品及出版物的严谨性；网络课程启用以退休的拥有多年教学经验的教师为核心的教师团队，授课老师来自上海985/211院校师范生，专业水平高、教学经验丰富、师资队伍稳定。同时，昂立新课程还拥有专业答疑团队，大多来自全国211高校、知名师范学校毕业的学科教师，通过网络学习平台为学生答疑解惑。目前，昂立新课程拥有全职答疑教师53名，兼职答疑教师100余名，以保证所有网络提问24小时回复，并为学生提供“作文批改”等服务。另外，昂立新课程还配备了班主任，班主任拥有多年辅导初三、高三毕业生经验，通过电话、面谈等方式与学生、家长沟通学习方法、成绩起伏、心理波动等学习问题。经过10多年发展，昂立新课程已经成长为在线中高考全科培优专家，能够为中学生提供网络课程、班教课程和高端课程，全力以赴迎战中高考。

图 24：公司昂立新课程：在线中高考全科培优

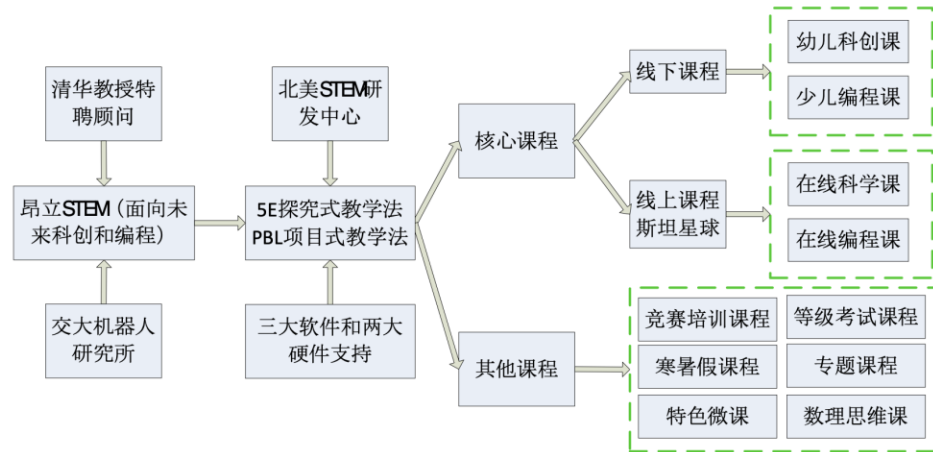


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

昂立STEM成立于2016年，在上海交大物理系、机器人研究所、人工智能研究院技术指导下，借鉴全球先进的STEM教育理念和实践，面向3-16岁的孩子提供专业、国际化的“科创”和“AI编程+”课程，采用6-8人小班制教学模式和线上线下同步授课模式。昂立STEM线下核心课程是幼儿科创课和少儿编程课，线上核心课是斯坦星球——在线科学课和在线编程课，同时昂立STEM提供乐高、青少年机器人奥林匹克等竞赛培训课程，全国幼儿机器人科普创新测评、全国青少年机器人等技术等级考试课程，人类简史、文明简史、MIT未来学院等寒暑假课程，奇趣大数学课、专注力培优课等专题课程，乐高数学课、超能磁力片课等特色微课。昂立STEM采取5E探究式教学法和PBL项目式教学法，等到了全球少儿编程平台CodeCombat、自主研发的编程社区OnlyScratch和情景化动画课件《斯坦星球历险记》等三大软件支持，以及创客开发板CircleBit芯片和Wedo2.0+CircleBit+OnlyScratch套件等两大硬件支持。昂立STEM拥有强大的研发团队和师资力量，联合头脑奥林匹克冠军、清华大学、University of British Columbia、Simon Fraser University等多位全球名校专家教授设立了北美研发中心，清华大学两名教授受聘担任昂立STEM研发中心特别顾问，上海交通大学机器人研究所提供技术支持和指导，任课老师必须同时取得国家教师资格证、哈佛大学认证的“Teaching for understanding”证书和全国职业人才管理中心颁发的STEM师资认

证。昂立 STEM 是国内最早一批做 STEM 教育的开拓者,2016 年在上海设立首个学习中心,目前已经成长为全国 STEM 教育的领导品牌,截至 2019 年末,昂立 STEM 在全国 51 个城市开设了 80 多家学习中心,成为 STEM 教育领域具备首屈一指头的部企业,培养孩子未来竞争力。

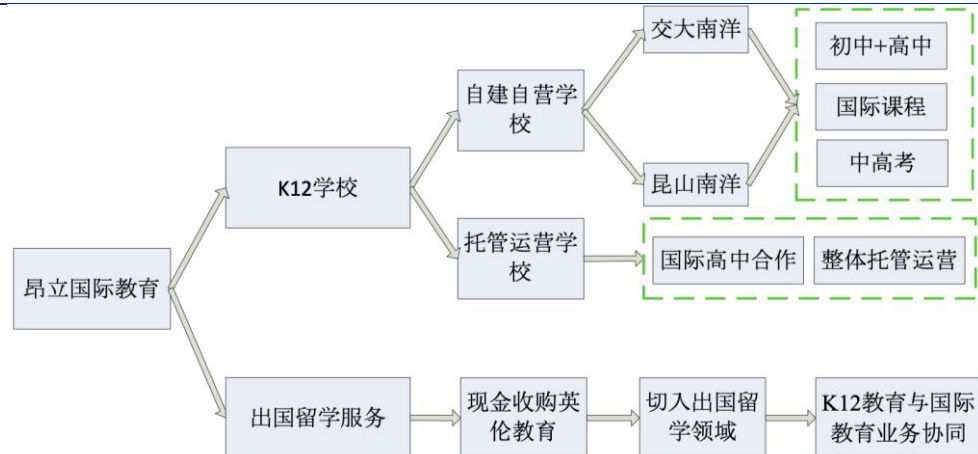
图 25: 公司昂立 STEM: 面向未来科创与编程



资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

昂立国际教育是以国际教育学院为核心, 专门从事国家教育项目和国际文化教育交流, 已开设包括国际语言村、美国高中课程、澳洲高中课程、国际本科预科、国际硕士预科、国际教学教师交流培训、文化使者、海外游学等在内的诸多高品质项目, 并通过“两校一中心”——上海市交大南洋中学(以下简称“交大南洋”)、昆山上交南洋学院(以下简称“昆山南洋”)和上海交大南洋现代教育中学开展具体的国际教育业务。交大南洋创建于 2000 年, 占地面积 150 亩, 建筑面积 5 万余方, 位于上海市金山区亭林镇, 是经上海市教委批准成立的一所全日制、寄宿制完全中学, 目前主要招收普通高中和国际高中学生, 在校生规模约 500 人, 能够实现盈亏平衡。昆山南洋创建于 2000 年, 占地面积 86 亩, 建筑面积 3 万余方, 是经昆山市教委批准成立的一所全日制、寄宿制完全中学。目前, 昆山南洋开设了 SAT&AP 美国课程中心、外籍生高考强化班、外籍学生汉语言学习班、韩国教材基础班, 同时开设了艺术方向的国际班、上海班、昆山班, 另外还设有专门针对上海中考复读生——宣怀中复班和高考复读生——高中实验班。为了完善国际教育产业布局, 提高现有的 K12 教育与国际教育业务资源的协调, 打造新的业绩增长点, 公司现金收购了英伦教育部分股权, 并与原来的国际教育事业部在人员、团队和业务上的融合, 增强了国际教育竞争力。此外, 昂立国际教育还积极拓展国际高中合作项目和整体学校托管项目, 2019 年公司新签了两家国际高中合作项目和两家学校托管项目, 昂立国际教育业务稳健发展。

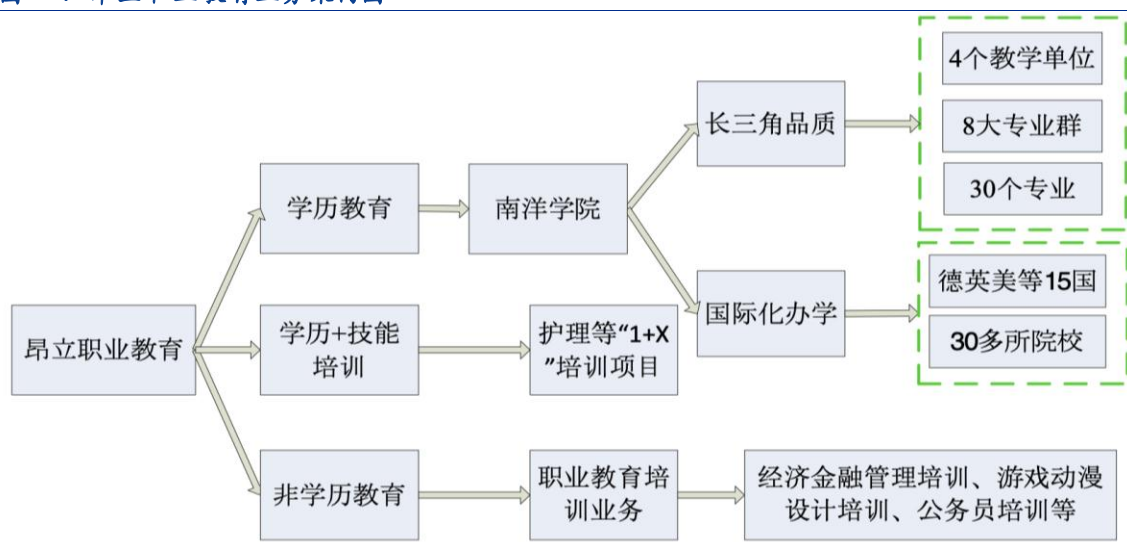
图 26: 公司国际教育逻辑关系示意图



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

昂立职业教育是以嘉兴南洋职业技术学院（以下简称“南洋学院”）为主，是公司高等职业教育和职业培训的重要基地。南洋学院是浙江省人民政府 2002 年批准设立，由上海交大教育（集团）有限公司、嘉兴市教育发展投资有限责任公司和浙江科技孵化开发建设有限公司共同出资举办的全日制高等职业技术学院，2014 年 6 月启动新校区建设，规划用地 580 亩，总建筑面积 18 万平方米，2016 年 9 月投入使用，2020 年 5 月公司与关合作方确认在嘉兴南洋职业技术学院新校区投入金额约 1.25 亿元。南洋学院设有船舶与建筑分院、机电与交通分院、经济与管理分院、设计与信息分院、国际教育分院、继续教育分院、基础教学部共 7 个教学单位；开设（建筑、船舶、机械、电子、信息、工商管理、移动商务、艺术设计）8 大专业群共 30 个专业，其中 2 个省级优势专业，5 个省级特色专业，6 个校级重点专业，4 个校级扶持专业。南洋学院建有船舶与建筑工程、多媒体技术创新创业、中德智能制造平台等 8 大实训基地，19 个实训中心，134 间实训室，其中省级示范实训基地 4 个，市级示范实训基地 2 个，在校生（含国际生）规模约 9000 人，教职工 350 余人。南洋学院不断提升国际化办学水平，与德国、英国、美国等 15 多个国家和地区（30 多所院校）建立了校际合作关系，是联合国儿童基金会和教育部“生活技能开发”合作项目试点院校，其中船舶工程技术专业成为嘉兴高校首个获批的中外合作项目，“国际化视野、长三角品质”的南洋育人模式业已成为南洋学院办学发展新特色。职业教育是公司未来业务发展的重点之一，除了要重点发展南洋学院学历教育外，公司还将大力发展非学历教育，加快职业教育培训业务的发展，如经济金融管理培训、游戏动漫等艺术类设计培训、公务员培训、日语职业等职业技能培训。另外，公司将加快布局护理等“1+X”学历加技能培训项目。2019 年公司职业教育事业部实现营业收入 1.31 亿元，归母净利润 574.64 万元，未来职业教育板块有望迎来业绩的持续增长。

图 27：昂立职业教育业务架构图



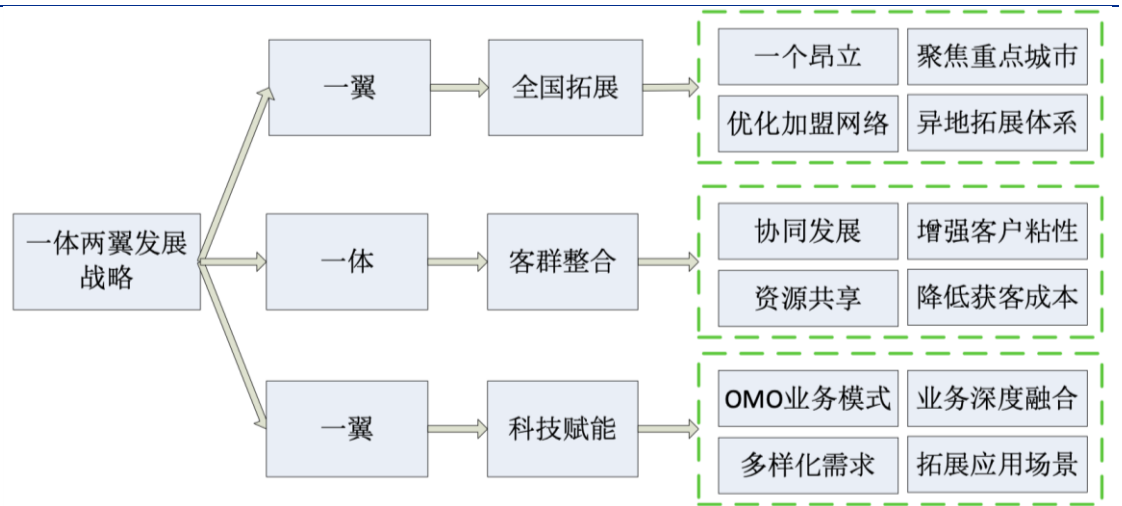
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 公司战略：一体两翼激发成长动力，聚焦主业增强盈利能力

2019 年 7 月公司通过了《公司五年战略文本 2020—2024 年（框架版）》，明确了未来五年公司将实施“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。公司实行事业部制，2019 年以前主要有外语事业部、智立方事业部、

中学生事业部、少儿事业部、职业教育事业部、国际教育事业部、综合业务事业部等，各事业部之间相互独立，甚至业务存在重叠，造成客群无法共享，资源浪费和获客成本增加。2019年公司确定“一体两翼”发展战略后，公司 K12 业务围绕客群和区域特征进行事业部改革，将原来的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，实现事业群、事业部协同发展，达到资源共享、增强客户粘性、降低获客成本等目的。同时，公司坚定推进科技赋能发展战略，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，在满足家长和学员多样化的学习需求、保持业务的可持续快速增长的同时，进一步提高教学质量、优化教学课件与教案、提升教师的教学适应性、拓宽线下线上教学的应用场景。另外，公司将继续执行全国拓展的发展战略，打造“一个昂立”的全国拓展体系，聚焦重点城市，优化加盟网络，提升加盟治理，提升直营和分公司运营管理能力，夯实异地拓展支撑体系。“一体两翼”发展战略能够有效地解决事业部资源浪费、客群共享等问题，增强公司成长潜力。同时，“一体两翼”战略强调了科技赋能，通过 OMO 模式抢占教育发展制高点，有助于公司线上业务的生长。另外，“一体两翼”强调了全国拓展，尤其是重点城市的聚焦，加盟网络的优化，拓展体系的建立，增强了公司异地扩张和成长动力。

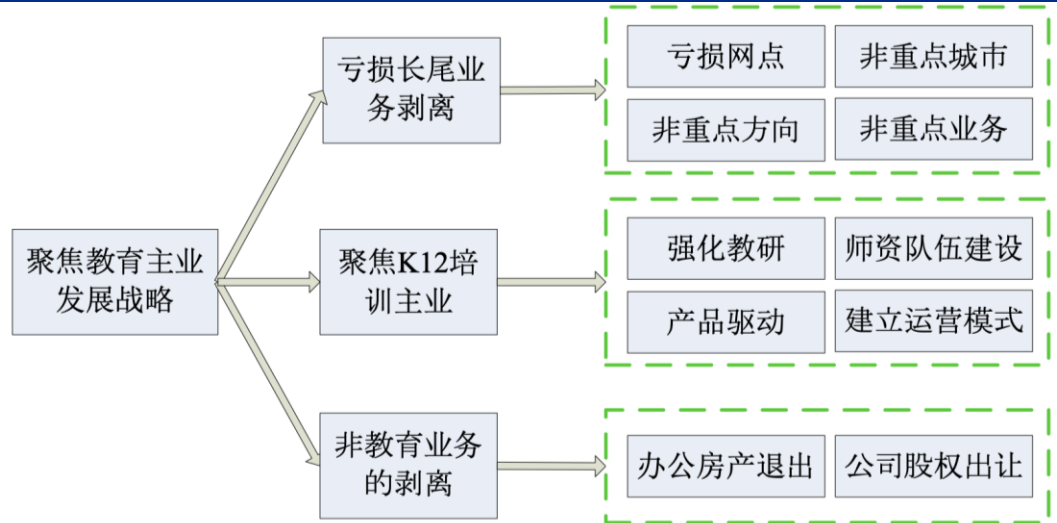
图 28：昂立职业一体两翼发展战略



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司聚焦 K12 培训主业，亏损长尾业务和非教育业务将逐步剥离。公司致力于成长为受人尊敬、值得信赖的中国一流教育服务企业，重点发展 K12 教育核心业务，强化教研及师资队伍建设，建立产品驱动型的运营模式，剥离亏损长尾业务。公司将加大对亏损网点、非重点教育业务、非重点教育业务方向、非重点城市的剥离和退出工作，降低教育业务成本和费用，增强教育板块的盈利能力。截至 2019 年末，公司拥有 302 个直营教学中心，1000 多所合作学校，2020 年受新冠疫情影响，公司关闭了部分直营教学中心和合作学校，这些网点收入规模小，亏损较为严重，关闭对公司业务影响不大，且能减少网点亏损影响。另外，关闭部分网点也与公司战略调整——聚焦重点城市、重点网点、加盟政策有关。亏损长尾业务剥离有助于降本减费，从而提升公司盈利能力。同时，公司将加大非教育业务剥离工作。目前，公司还拥有精密仪器制造和数值电视运营等业务，2019 年 12 月公司出售了上海市徐汇区宜山路 425 号 10 处房产，转让金额合计约 9852 万元；2020 年 12 月公司出售了江苏南洋中京科技有限公司和上海交大中京锻压有限公司的所持股权，转让金额合计约 7264 万元；预计未来公司将继续剥离非教育业务。公司对亏损长尾业务和非教育业务剥离有利于减少亏损网点和亏损资产，提升公司盈利能力。

图 29：昂立职业聚焦主业发展战略

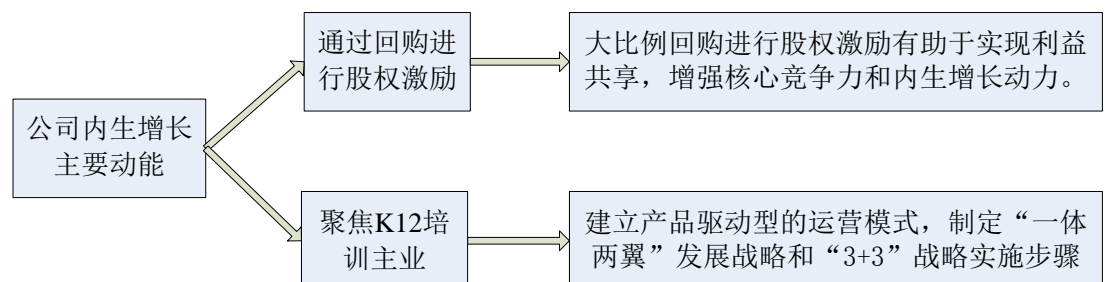


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 成长性：内生驱动外延扩张，长期增长空间打开

公司坚持内生增长和外延扩张的双轮驱动成长模式。在内生增长方面，公司聚焦 K12 教育培训业务，建立产品驱动型的运营模式，制定了“一体两翼”发展战略和“3+3”战略实施步骤，挖掘 K12 教育培训新的业绩增长点；围绕客群进行事业部改革，实现客群共享，增强客户粘性，降低获客成本；推行线上+线下的 OMO 教学模式，通过科技赋能增强公司核心竞争力；强化教研和教师团队建设，增强公司长期可持续成长能力；聚焦重点城市，积极拓展全国市场，增强昂立品牌的全国影响力。同时，为了激发高管和核心员工的积极性，增强公司内生增长动力，公司拟通过回购股份进行股权激励。2019 年 1 月公司推出了拟回购不低于 2 亿元、不超过 4 亿元的回购方案，回购价格不超过 30.06 元/股，回购股份主要用于骨干员工股权激励，截至 2019 年 12 月 28 日公司累计回购余额 1370 万股，约占公司总股本的 4.78%，回购均价约 21.94 元/股，使用资金总额约 3.01 亿元，本次回购计划完成。2020 年 11 月公司再次推出股份回购计划，拟回购不低于 1.5 亿元，不超过 3 亿元，回购价格不超过 22.71 元/股，回购股份主要用于股权激励或员工持股，截至 2021 年 3 月 30 日，公司累计回购约 911.07 万股，约占公司总股本的 3.46%，回购均价约 14.72 元，已使用资金约 1.46 亿元。教育培训行业最关键资源是人才，公司通过回购对高管、骨干员工进行股权激励，一方面有助于稳定股价，彰显对公司长期价值认可；另一方面有助于实现员工与公司利益的捆绑，增强公司核心竞争力和内生增长动力。

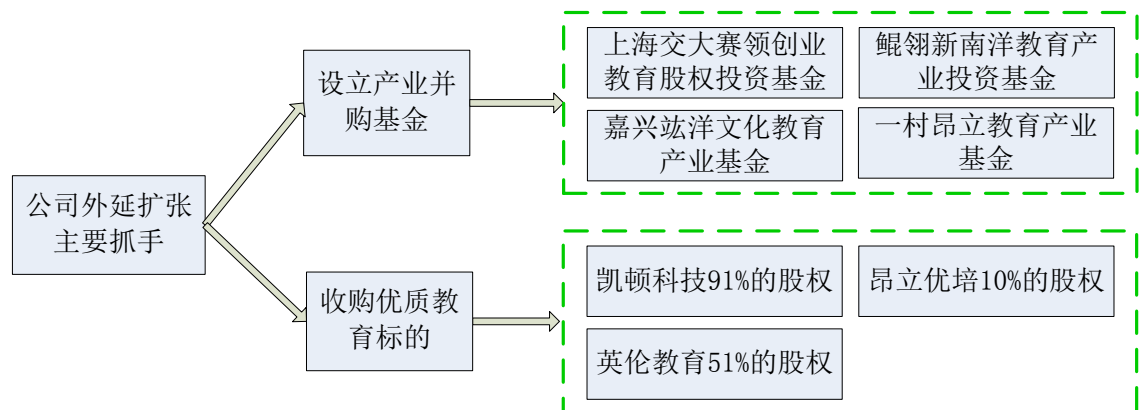
图 30：昂立教育内生增长脉络



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司坚持外延扩张，完善教育产业链，培育新的业绩增长点。2015 年以来，公司设立、参与设立多个股权并购基金。2015 年 3 月公司参与发起上海交大赛领创业教育股权投资基金，公司出资 1.3 亿元，占基金份额的 25.87%，重点投资整合教育培训类的优质资源，包括但不限于 K12、国际教育、职业教育、互联网教育等领域。2018 年 6 月公司拟发起设立嘉兴兹洋文化教育产业基金（有限合伙），公司出资 4900 万元，占基金份额的 49%，主要投向国内的教育培训和教育科技等领域。2018 年 7 月公司拟发起成立鲲鹏新南洋教育产业投资基金（有限合伙）和上海金洋教育产业投资中心（有限合伙），公司分别出资 12000 万元和 9500 万元，分别占基金份额的 24%和 19%，主要投向教育培训、幼儿园、国际学校、教育科技等领域。2020 年 1 月公司拟发起设立天津金茂昂立创业投资合伙企业（有限合伙），公司出资 14900 万元，占基金份额的 49.67%，主要投向大文化及各教育细分领域的股权，特别关注科技赋能带来的大文化及教育细分领域的产业投资计划。2020 年 8 月，公司拟发起设立一村昂立教育产业基金（有限合伙），公司出资 2900 万元，占基金份额的 29%，重点投向低龄素质教育、K12 学科培训和教育科技等领域。公司发起设立的产业基金投资领域基本涵盖教育各产业链条，尤其是在教育科技、素质教育、大文化等领域的投资，有助于公司挖掘的新的产业机会，培育新的业绩增长点。除了产业投资基金和并购基金，公司还直接收购优质教育标的。2019 年 4 月公司收购了凯顿科技 91%的股权和昂立优培 10%的股权，2019 年 9 月公司收购了英伦教育 51%的股权，通过并购扩大了公司业务范围，增强了公司全产业链扩张能力，打开公司长期成长能力。

图 31：公司外延扩张的主要抓手：产业并购基金+股权收购



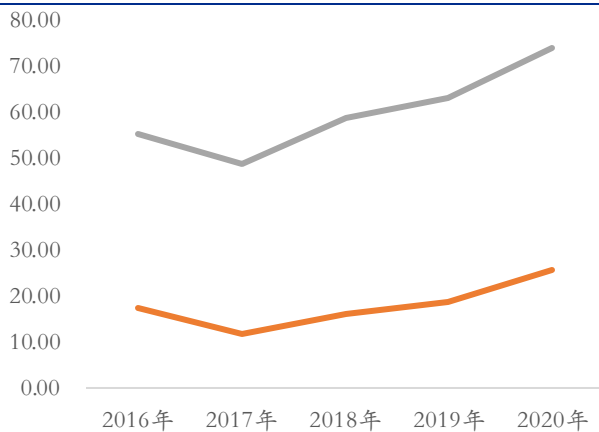
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 财务分析：资产负债率相对较低，盈利能力有待提高

4.1. 资本结构：资产负债率相对较低，货币资金预收账款占比高

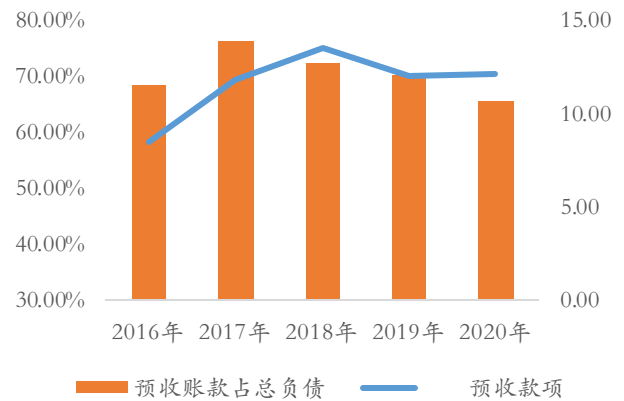
截至 2020 年末，公司总资产 24.99 亿元，其中货币资金 8.94 亿元，占比 35.77%；交易性金融资产（备注：银行理财产品）1.47 亿元，占比 5.86%；长期股权投资 2.48 亿元，占比 9.93%；固定资产 2.97 亿元，占比 11.89%；商誉 1.20 亿元，占比 4.81%；长期待摊费用 1.01 亿元，占比 4.04%。公司资产质量整体较高，货币资金、交易性金融资产、长期股权投资和固定资产等占比相对较高，商誉和长期待摊费用占比相对较低。截至 2020 年末，公司总负债 18.46 亿元，其中合同负债 12.08 亿元，占比 65.47%，合同负债主要是预收的教育培训及服务费；银行借款 1.70 亿元，占比 9.22%；其他应付款 1.06 亿元，占比 15.77%。公司负债以合同负债为主，有息负债相对较低，偿债压力较小。截至 2020 年末，公司资产负债率 73.86%，较年初提高 10.76 个百分点；剔除预收款后的资产负债率 25.48%，较年初提高 6.69 个百分点。整体来看，公司资产结构优良，有息负债较少，资产负债率虽然呈上升趋势，但是剔除预收款的资产负债率较低，真实负债率处于行业较低水平，为公司成长提供有力支撑。

图 32: 2016-2020 年公司负债率情况 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 33: 公司预收款项及占负债比重 (亿元, %)

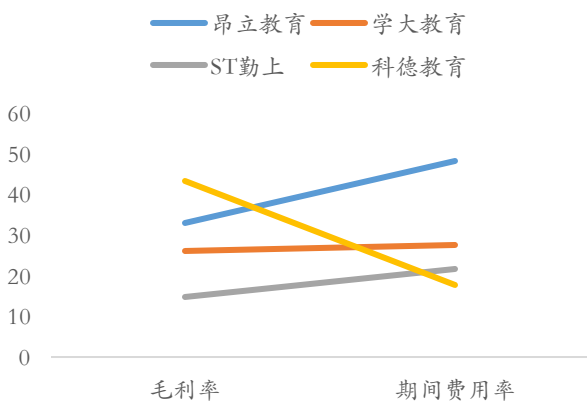


资料来源: wind、安信证券研究中心

4.2. 盈利能力: 毛利率水平整体较高, 期间费用率拖累业绩

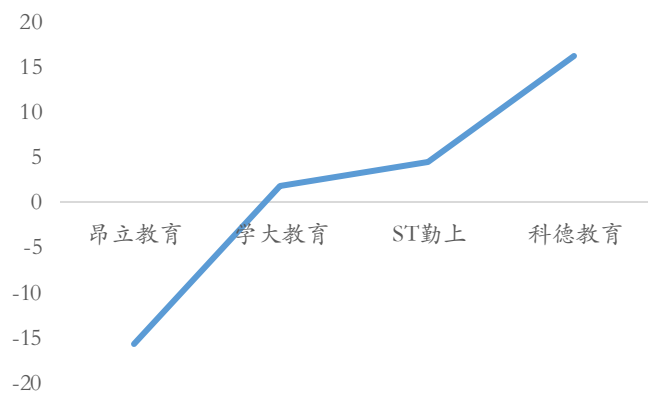
公司教育培训毛利率与 A 可比公司教育培训毛利率相对处于较高水平。2018-2020 年公司教育培训业务毛利率分别为 46.71%、44.51%和 32.71%，而同期的紫光学大教育培训业务毛利率分别为 28.47%、26.97%和 25.83%，ST 勤上教育培训业务毛利率分别为 31.58%、25.50%和 14.90%，公司教育培训毛利率整体较高，彰显出公司教育培训业务较强的竞争能力。公司期间费用率较高，导致公司净利率相对较低。公司旗下拥有多个事业部，2019 年之前事业部之间没有实现资源共享和业务协同，造成公司获客成本较高，公司销售费用率较高。2019 年公司围绕客群进行事业部改革，组建事业群，在一定程度上降低了获客成本，销售费用率有所下降。2020 年公司业务受疫情影响，营业收入下降幅度较大，造成销售费用率再次回升。2018-2020 年公司销售费用率 26.15%、24.95%和 27.07%，预计未来几年公司销售费用率将下降。公司管理费用率也相对较高，2018-2020 年公司管理费用率分别为 16.20%、16.60%和 20.37%。公司销售费用率和管理费用率均高于 A 股可比上市公司紫光学大、st 勤上，公司事业部改革和亏损长尾业务剥离有助于降低公司费用。受公司费用率较高的影响，公司盈利能力相对较弱。2018-2020 月公司净利率分别为-15.37%、0.34%和-15.74%，2018 年公司业绩除受费用率较高影响外，赛领教育基金可供出售金融资产的减值计提和预计负债计提、公司联营企业交大昂立的巨额亏损对公司当期业绩影响很大；2020 年公司再次出现亏损主要受新冠疫情影响和冲击造成营业收入的大幅下滑，而教育培训行业的成本和费用具有刚需。

图 34: 2020 年教育公司毛利率和期间费用率 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 35: 2020 年教育培训公司净利率 (%)

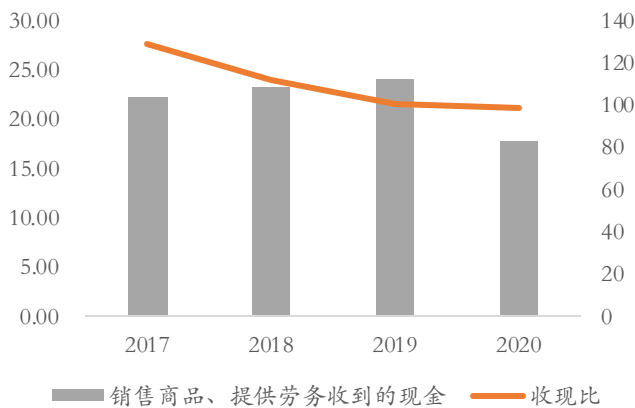


资料来源: wind、安信证券研究中心

4.3. 现金流量：收现比相对较高，现金流整体一般

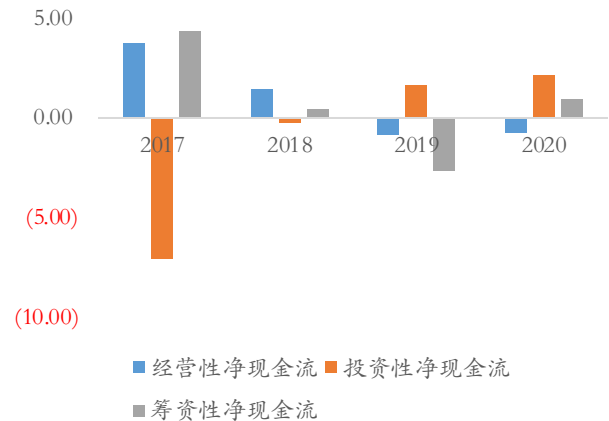
教育行业实行预收费制度，行业的经营性现金流整体较好。2018-2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 23.33 亿元、23.95 亿元和 17.83 亿元，分别是同期营业收入的 104.18%、100.17%和 98.57%，公司收现比相对较高。公司购买商品、接受劳务支付的现金和为职工支付的现金较多，导致公司经营性现金净额较差，2018-2020 年公司经营性净现金流分别为 1.42 亿元、-0.86 亿元和-0.74 亿元。受公司剥离非教育主业和亏损长尾业务影响，近几年公司投资性现金流整体，2018-2020 年公司收回投资的现金分别为 1.63 亿元、6.51 亿元和 2.86 亿元，投资活动现金净流量分别为-0.24 亿元、1.67 亿元和 2.18 亿元。受公司回购股份影响，公司筹资性现金流波动交大，2019 年公司回购股份支付的资金约 3.03 亿元，2018-2020 年公司筹资性现金净额分别为 0.48 亿元、-2.64 亿元和 0.94 亿元。作为教育培训行业上市公司，现金流整体一般，尤其是经营性净现金流连续两年为负值，这主要与公司销售费用、管理费用较高有关。预计随着疫情结束和公司费用率的控制，公司经营性现金流有望得到改善。

图 36：公司收现比走势图（亿元，%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 37：公司现金流整体情况（亿元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

5. 投资建议：战略重塑再出发，业绩释放会有时

5.1. 盈利预测：疫情冲击告一段落，校外培训重拾增长

2020 年突如其来的新冠疫情对校外培训行业产生严重的影响，公司线下教育业务暂停长达 5 月之久。为了应对新冠疫情的冲击，公司关闭、整合了部分学生规模小、盈利能力差的教学中心，直营教学中心从 2019 年的 302 家降至 2020 年的 214 家，2020 年公司校外培训业务教育业务收到较大影响，2020 年公司教育服务业务下降 25.7%。随着国内疫情得到有效控制，线下教育业务恢复正常，再加上“一体两翼”发展战略、“3+3”战略实施步骤、OMO 业务模式推广，公司教育业务有望重拾增长，预计 2021-2023 年公司教育业务增速分别为 30%、25%和 20%，贡献的收入分别为 19.78 亿元、24.72 亿元和 29.67 亿元。公司将加大力度剥离亏损长尾业务和非教育业务，并已经付诸行动，随着非教育业务的逐步剥离，公司非教育业务收入将呈现逐年下降趋势，预计 2021-2023 年公司非教育业务增速分别为-20%、-20%和-20%，但非教育业务对公司非经常性损益影响较大。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 19.58 亿元、24.52 亿元和 29.47 亿元，分别同比增长 8.23%、25.26%和 20.16%；归母净利润分别为 1.19 亿元、1.53 亿元和 2.04 亿元，分别同比增长-148.0%、28.6%和 32.9%；EPS 分别为 0.42 元、0.54 元和 0.71 元。

表 2：公司营收预测（万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
教育与服务（亿元）	18.01	20.48	15.21	19.78	24.72	29.67
同比增速（%）	21.15%	13.70%	-25.70%	30.00%	25.00%	20.00%
非教育业务（亿元）	2.95	3.44	2.88	2.30	1.84	1.47
同比增速（%）	24.25%	16.71%	-16.36%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
合计（亿元）	20.95	23.91	18.09	19.58	24.52	29.47
同比增速（%）	21.58%	14.12%	-24.35%	8.23%	25.26%	20.16%
归母净利润（亿元）	-2.67	0.54	-2.49	1.19	1.53	2.04
同比增速（%）	-316.68	120.30	-558.82	-148.00	28.6	32.9
EPS（元/股）	-0.93	0.19	-0.87	0.42	0.54	0.71

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.2. 估值水平：校外培训估值整体较高，公司动态估值相对合理

2020 年受疫情影响，校外培训上市公司业绩整体较差，且部分公司出现了年度亏损，造成 PE 估值不能反映公司和板块价值，需要结合总市值、PB 和 PS 等估值方法，从而反映和比较板块估值水平和公司价值。截至 2021 年 5 月 8 日，公司总市值 42.07 亿元，在 A 股市场校外培训上市公司中排名第二，低于豆神教育，高于学大教育和科德教育；公司市盈率 PE（TTM）为-23.54 倍，而科德教育市盈率 PE（TTM）为 29.11 倍，校外培训上市公司业绩分化加剧；公司市净率 PB(LF)为 8.18 倍，低于豆神教育，高于学大教育和科德教育；公司市销率 PS（TTM）为 2.21 倍，高于学大教育，低于科德教育和豆神教育。从动态估值来看，2021-2023 年公司动态 PE 分别为 34.5 倍、26.9 倍和 20.2 倍，分别是可比公司平均动态 PE 的 1.07 倍、1.27 倍和 1.25 倍，动态 PE 估值超过了可比公司均值；动态 PB 分别为 3.5 倍、3.1 倍和 2.7 倍，分别是可比公司平均动态 PB 的 0.74 倍、0.81 倍和 0.84 倍，动态 PB 估值显著低于可比公司动态 PB 均值。公司动态估值整体上相对合理，PE 估值有所偏高，PB 估值明显偏低。

表 3：可比公司估值对比

证券简称	总市值	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	市销率 PS(TTM)	预测 PE			预测 PB		
					2021	2022	2023	2021	2022	2023
昂立教育	42.07	(23.54)	8.18	2.21	34.50	26.90	20.20	3.50	3.10	2.70
学大教育	39.66	60.94	4.10	1.57	45.61	28.03	20.07	7.97	6.30	5.07
科德教育	36.24	29.11	3.88	4.07	18.25	15.23	14.51	3.01	2.53	2.44
豆神教育	63.47	(2.57)	8.85	4.25	30.27	14.40	10.00	4.34	3.38	2.58
均值	45.36	15.98	6.25	3.03	23.53	14.41	11.14	3.83	3.05	2.52
昂立占均值	0.93	-1.47	1.31	0.73	1.07	1.27	1.25	0.74	0.81	0.84

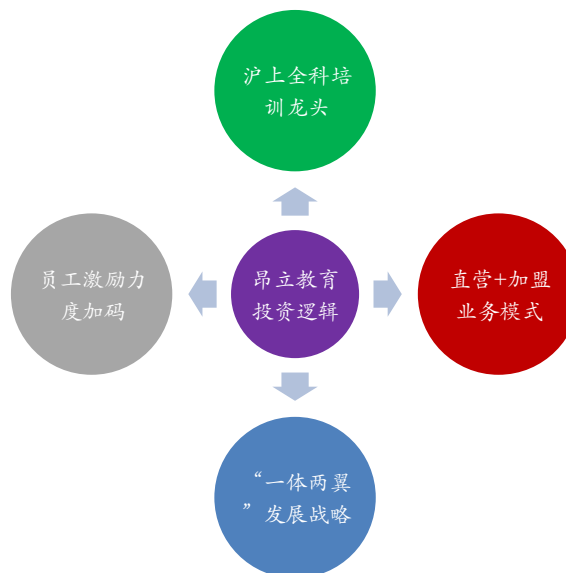
资料来源：安信证券研究中心

5.3. 投资建议：战略重塑再出发，维持“买入-A”评级

公司是沪上全科培训的龙头企业和 A 股市场第一家校外培训上市公司，在上海、宁波、杭州、合肥、西安、长沙等一二线城市拥有 214 个教学中心，同时在全国拥有 1400 多个合作学校，成为一家以上海为中心，以重点城市为支点，以全国为目标市场的大型校外培训机构。2019 年公司制定了“一体两翼”的发展战略，2020 年公司明确“3+3”战略实施步骤，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。公司战略重塑有助于公司主业聚焦，强化 K12 教育培训核心能力，建立以客户价值为核心的产品驱动型业务模式和以客群导向的事业部架构，加强业务间协同共赢，凝聚品牌价值及影响力。同时，公司战略重塑有助于深化科技赋能，加速布局 OMO 产品，适应市场的变化和客户需求的变化，提高学习和教学效率。另外，公司战略重塑有助于打造“一个昂立”全国拓展体系，聚焦重点城市直营业务发展，TOC 业务再上新台阶；优化加盟网络，实现市场下沉，提高

TOB 产品竞争力及运营管理能力输出，夯实异地拓展支撑体系。目前，公司“一体两翼”战略执行良好，主业更加聚焦，OMO 模式快速推广，直营网点和全国网络持续优化，巨量回购将加大员工激励力度，公司有望重拾增长，业绩释放值得期待。维持“买入-A”评级，未来 6 个月目标价 16.8 元，对应 2021 年动态 PE 为 40 倍。

图 38：昂立教育的核心投资逻辑



资料来源：安信证券研究中心

5.4. 风险提示

在线教育对公司线下业务冲击、教育政策变动、在读学生流失、费用控制不及预期、股权争夺、外延扩张不及预期、教育产业并购基金进展不及预期等

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,391.3	1,808.9	1,957.8	2,452.3	2,946.7	成长性					
减:营业成本	1,407.8	1,217.2	1,155.1	1,446.9	1,723.8	营业收入增长率	14.1%	-24.4%	8.2%	25.3%	20.2%
营业税费	10.6	3.5	12.9	3.9	4.7	营业利润增长率	-124.1%	-759.3%	-162.6%	28.1%	30.8%
销售费用	596.5	489.6	489.5	564.0	648.3	净利润增长率	-120.3%	-558.8%	-148.0%	28.6%	32.9%
管理费用	376.7	347.3	313.2	343.3	412.5	EBITDA 增长率	-175.2%	-139.6%	-678.7%	19.7%	26.0%
财务费用	0.1	9.1	-2.3	-9.1	-11.4	EBIT 增长率	-126.4%	-276.9%	-316.5%	24.4%	31.1%
资产减值损失	0.4	-107.9	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	-104.0%	-3396.7	-152.9%	25.3%	32.6%
加:公允价值变动收益	0.8	0.0	104.9	73.6	75.0	投资资本增长率	-359.3%	32.7%	107.7%	38.8%	26.8%
投资和汇兑收益	43.6	63.7	85.0	50.0	50.0	净资产增长率	-23.2%	-34.7%	97.8%	14.0%	16.3%
营业利润	41.0	-270.3	169.2	216.8	283.7	利润率					
加:营业外净收支	0.3	-8.9	-2.9	-4.5	-4.8	毛利率	41.1%	32.7%	41.0%	41.0%	41.5%
利润总额	41.3	-279.2	166.3	212.3	279.0	营业利润率	1.7%	-14.9%	8.6%	8.8%	9.6%
减:所得税	33.2	5.6	25.9	31.9	39.1	净利润率	2.3%	-13.7%	6.1%	6.3%	6.9%
净利润	54.2	-248.5	119.3	153.4	203.9	EBITDA/营业收入	3.8%	-2.0%	10.6%	10.1%	10.6%
						EBIT/营业收入	1.8%	-4.3%	8.5%	8.5%	9.2%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	49	61	52	38	28
货币资金	659.9	893.9	1,781.6	2,283.2	2,805.2	流动营业资本周转天数	-113	-228	-252	-256	-253
交易性金融资产	356.3	146.5	251.4	325.0	400.0	流动资产周转天数	282	309	374	421	432
应收帐款	221.1	257.4	123.2	258.2	232.9	应收帐款周转天数	31	48	35	28	30
应收票据	-	-	15.5	6.4	6.5	存货周转天数	13	16	18	15	15
预付帐款	108.4	83.8	91.4	128.6	136.7	总资产周转天数	442	518	544	546	528
存货	90.6	69.3	123.2	79.4	172.3	投资资本周转天数	-16	-78	-127	-163	-179
其他流动资产	132.5	81.6	150.0	121.4	117.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.9%	-44.3%	10.1%	11.5%	13.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	-11.4%	4.1%	4.5%	5.2%
长期股权投资	181.2	248.1	248.1	248.1	248.1	ROIC	6.2%	78.7%	-31.4%	-18.9%	-18.1%
投资性房地产	24.0	23.2	23.2	23.2	23.2	费用率					
固定资产	313.0	297.2	269.6	242.0	214.4	销售费用率	24.9%	27.1%	25.0%	23.0%	22.0%
在建工程	2.2	4.1	4.1	4.1	4.1	管理费用率	15.8%	19.2%	16.0%	14.0%	14.0%
无形资产	77.5	65.0	51.9	38.8	25.8	财务费用率	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	544.8	328.7	288.7	255.5	245.5	三费/营业收入	40.7%	46.8%	40.9%	36.6%	35.6%
资产总额	2,711.4	2,498.9	3,422.0	4,013.9	4,632.3	偿债能力					
短期债务	20.1	170.1	-	-	-	资产负债率	63.1%	73.9%	62.2%	63.3%	63.0%
应付帐款	204.8	203.0	128.1	299.9	227.3	负债权益比	171.0%	282.6%	164.8%	172.6%	170.5%
应付票据	17.7	7.6	13.3	16.2	17.8	流动比率	0.93	0.84	1.22	1.28	1.34
其他流动负债	1,448.9	1,449.3	1,931.8	2,194.6	2,640.4	速动比率	0.87	0.80	1.16	1.24	1.28
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	346.84	(8.46)	(73.14)	(22.86)	(23.94)
其他非流动负债	19.5	15.7	56.8	30.7	34.4	分红指标					
负债总额	1,711.0	1,845.8	2,129.9	2,541.3	2,919.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	85.3	91.8	112.9	140.0	175.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	286.5	286.5	286.5	286.5	286.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,070.7	773.3	892.6	1,046.0	1,250.0						
股东权益	1,000.4	653.1	1,292.1	1,472.5	1,712.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	8.1	-284.8	119.3	153.4	203.9	EPS(元)	0.19	-0.87	0.42	0.54	0.71
加:折旧和摊销	120.0	124.0	40.7	40.7	40.7	BVPS(元)	3.19	1.96	4.12	4.65	5.36
资产减值准备	6.9	107.9	-	-	-	PE(X)	76.1	-16.6	34.5	26.9	20.2
公允价值变动损失	-0.8	-0.0	104.9	73.6	75.0	PB(X)	4.5	7.3	3.5	3.1	2.7
财务费用	1.3	5.7	-2.3	-9.1	-11.4	P/FCF	7.7	337.0	9.5	8.0	7.5
投资损失	-43.6	-63.7	-85.0	-50.0	-50.0	P/S	1.7	2.3	2.1	1.7	1.4
少数股东损益	-46.0	-36.3	21.1	27.1	36.0	EV/EBITDA	40.5	-91.3	9.7	6.0	3.0
营运资金的变动	534.2	1,358.8	488.5	352.8	315.4	CAGR(%)	181.2%	-194.4%	-175.8%	181.2%	-194.4%
经营活动产生现金流量	-86.2	-73.7	687.1	588.5	609.6	PEG	0.4	0.1	-0.2	0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	167.5	217.7	-124.8	-97.2	-100.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-264.4	93.8	325.3	10.3	12.4	REP					

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

苏多永声明, 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
	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
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
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@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
	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