

思考乐教育 (01769)

证券研究报告

2024年01月11日

非学科培训驱动成长，盈利能力快速修复

华南头部教育服务商，“双减”后探索素质素养培训

公司为中国华南地区领先民办教育服务提供商，“双减”后积极采取措施推进业务转型，2021年秋季推出针对中小学的非学科类素养课程，包括科学素养、乐爱国学、逻辑思维训练及妙维国际素养等课程，沿用旗下“乐学”品牌；目前公司业务以非学科类素养培训业务及小部分学业教育课程为主，同时布局直播电商业务。

非学科培训业务快速成长，盈利能力持续复苏

23H1 公司营收 2.51 亿元，同比增长 31.3%，主要原因系入读学生总人次及辅导课时数增加。23H1 毛利率 41.4%同增 7.7pct；归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 234.07%，盈利能力快速修复。

分业务看，目前公司 9 成以上收入来自素质素养培训课程。23H1 素质教育课程营收为 2.32 亿元（占总约 92%），同比增加 29.80%；学业备考课程营收 0.19 亿元（占总约 8%），同比增长 53.3%。

素质教育成长空间广阔，供给出清+需求强劲双驱动

据多鲸教育研究院估算，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元，2018-2023E 期间五年 CAGR 预计为 15.3%；“双减”后家长对培训班的投入不变和增加的比例为 85%，培训需求仍然较为强劲。

培训类型认定标准及监管更多交由地方，广东省以 50%为线界定学科/非学科培训。据广东省教育厅，考虑学科与非学科混合型项目加大了鉴别难度，他们提出多个定性、定量组合指标，以“培训内容”指标为例，明确提出：培训内容在“学科类培训项目培训内容范围”所占比例≤50%，则暂不视为具有学科类别属性特征，待其他指标衡量比较后做进一步鉴定。

我们认为，经过 3 年双减落地，未来企业发展具备相对稳定的外部环境；同时头部企业优势显著，经历疫情影响以及在当前政策监管之下，资质略差的中小机构或逐步出清，头部品牌信任背书及资源支持下有利于获取更大市占。

积极转型非学科培训，布局直播电商

公司积极采取转型措施，业务不断向素质教育倾斜。“双减”前公司主要收入来源为学业备考课程；“双减”后公司自 21 年秋季公司推出针对中小学的非学科类素养课程，2021-2023H1 素质教育课程分别占比 23.56%/91.97%/92.40%，素养课程课时数由 2021H1 的 26.3 万增长至 2023H1 的 267.5 万个，增长亮眼。

“双减”后学习中心数量缩减，非学科培训转型逐步成熟后，网点数或逐步回升。截至 20 年末，公司共拥有 152 个学习中心，此后公司为提高运营效率、降本增效，关闭部分经营绩效未达标网点。以公司官网披露校区为参考，目前公司共经营约 90 个学习中心，基本全部集中在深圳地区，我们预计未来伴随非学科培训业务发展，公司或重启网点扩张，在广东省甚至其他省份拓展学习中心，进一步扩大市场份额

战略合作百家星耀，布局直播电商领域，全力打造第二增强曲线。23 年 4 月公司与百家星耀携手签订战略合作协议，在直播电商，扶农助贫，达人

投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 2.69 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 555.70

港股总市值(百万港元) 1,494.83

每股净资产(港元) 0.81

资产负债率(%) 43.37

一年内最高/最低(港元) 3.35/0.79

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《思考乐教育-公司点评:2021 收入利润有望快速增长，精细化运营实现长久健康发展》 2021-04-03
- 《思考乐教育-公司点评:拟回购不超过 1 亿元用于股份奖励，短期扰动无碍长期成长》 2020-12-29
- 《思考乐教育-公司点评:疫情致 20H1 收入业绩小幅增长，积极扩张势头不减》 2020-08-20

孵化，知识付费领域展开深入的合作，共建账号“思考乐甄选”，打造第二增长曲线；合作以三年为基础搭建，预期三年内创造 15 亿人民币以上 GMV。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为华南地区教育服务领跑者，积极响应政策号召，全面推进素质教育课程，伴随业务逐步调整、运营成熟，网点逐步扩张，市场份额有望持续提升。我们预计公司 23-25 年收入分别为 6.71/9.51/12.93 亿元，归母净利润分别为 0.91/1.35/1.79 亿，EPS 分别为 0.16/0.24/0.32 元人民币/股。参考可比均值，给予公司 24 年合理 15-20xPE，对应目标价 4.28-5.71 港元。

风险提示：政策风险，新业务风险，管理风险，运营成本上升风险，公司流通市值较小风险；跨市场选取可比公司风险；测算具有主观性风险等。

内容目录

1. 积极转型非学科培训，盈利能力快速修复	4
1.1. 华南头部教育服务商，“双减”后探索素质素养培训	4
1.2. 股权结构清晰，股权相对集中	4
1.3. 素养教育业务快速成长，盈利能力持续复苏	5
2. 素质教育成长空间广阔，供给出清+需求强劲双驱动	7
2.1. 政策严格规范及监管培训机构，中小教培企业或逐步出清	7
2.2. 素质素养培训需求增长，市场空间广阔	8
3. 非学科培训业务快速成长，布局直播电商	9
3.1. “乐学”非学科课程驶入主赛道，网点有望逐步扩张	9
3.2. 战略合作百家星耀，布局直播电商领域	10
4. 盈利预测与估值	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：截至 2023 年 6 月 30 日，公司股权结构图	5
图 3：2018-23H1 思考乐教育营业收入及增长率	5
图 4：2018-23H1 思考乐教育归母净利润及增长率	5
图 5：FY2018-2023H1 学业备考及素质教育课程收益及增长率情况	5
图 6：FY2018-2023H1 公司毛利率与净利率变化	6
图 7：2018-2023H1 销售、管理、财务费用情况	7
图 8：2018-2023 国内素质教育潜在市场规模（亿元）	8
图 9：“双减”后家长对培训班投入金额变化占比	8
图 10：2022 年 4 月至 2023 年 10 月北京、上海等 10 个城市非学科类培训价格（元/小时）	9
图 11：2018-2023H1 公司业务占比	9
图 12：2019H1-2021H1 总辅导课时数及同比	10
图 13：2021H1-2023H1 素养课程辅导课时数	10
图 14：2019H1-2020 思考乐学习中心数量	10
图 15：公司抖音账号	11
表 1：“双减”政策发布后国家关于加强非学科类培训监管的政策	7
表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）	11
表 3：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/01/10 收盘）	12

1. 积极转型非学科培训，盈利能力快速修复

1.1. 华南头部教育服务商，“双减”后探索素质素养培训

公司为中国华南地区领先民办教育服务提供商，积极转型发力非学科培训。“双减”后公司积极采取措施推进业务转型，2021年秋季推出针对中小学的非学科类素养课程，包括科学素养、乐爱国学、逻辑思维训练及妙维国际素养等课程，沿用旗下“乐学”品牌；目前公司业务以非学科类素养培训业务及小部分学业教育课程为主，同时布局直播电商业务。

2012-2020年：K12业务起步，以深圳为基础向省内外拓展

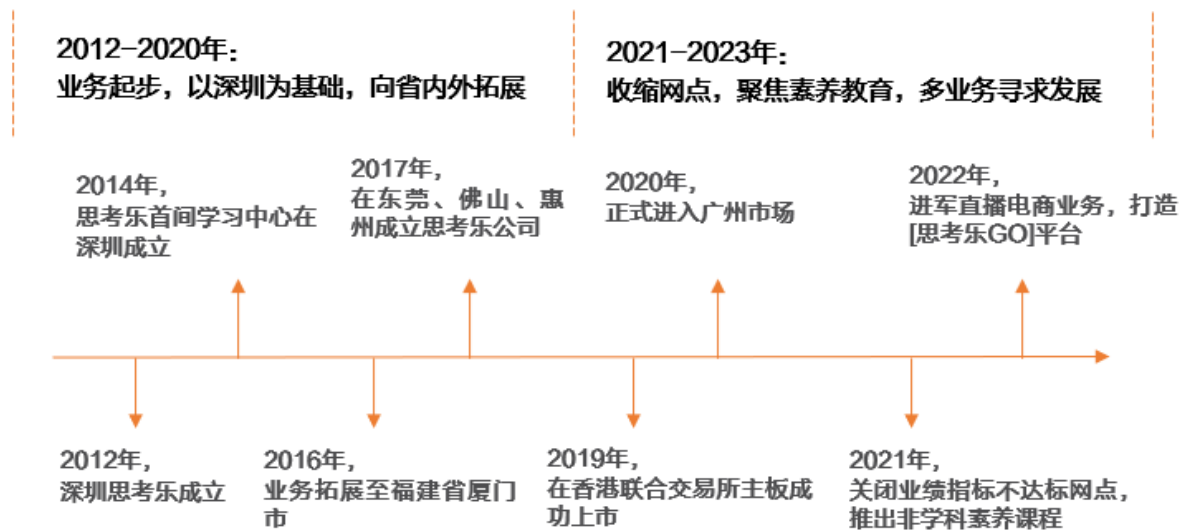
2012年，深圳思考乐成立，面向K-12阶段中小學生提供课后补习培训服务；2014年，思考乐首间学习中心在深圳成立。截至2020年12月31日，思考乐教育集团共于广东、江苏和浙江各省经营152间学习中心，公司营业收入7.49亿人民币，位于深圳第二。

2021-2023年：收缩网点，聚焦素养教育，多业务寻求发展

自2021年7月“双减”政策以来，思考乐教育积极采取措施应对，寻求业务转型，关闭部分学习中心；截至同年12月末，集团关闭业绩指标不达标网点，公司进入转型调整期。

21年秋季起公司即开始布局针对中小学的非学科类素养培训课程，2022年集团来自素养课程的收益由2021年的2亿元增长至3.7亿元，相关辅导课时由2021年的231万个课时增长至428万个课时。同时公司于22年底进军直播电商业务，打造“思考乐GO”首个抖音直播账号。

图 1：公司发展历程

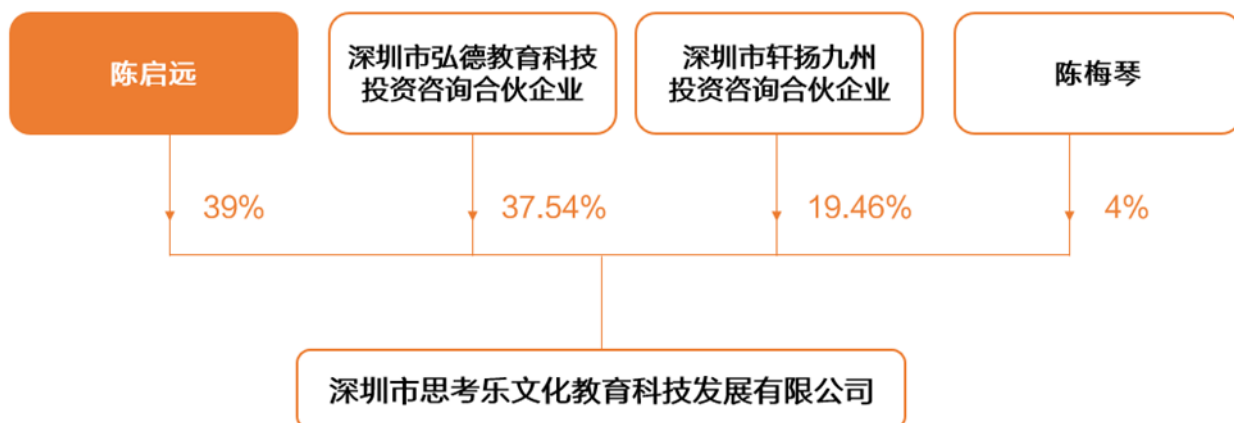


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰，股权相对集中

公司股权结构稳定，股权较为集中。公司实际控制人为陈启远先生。截至2023年6月30日，陈启远拥有公司39%的股权，深圳市弘德教育科技投资咨询合伙企业拥有37.54%的股权，深圳市轩扬九州投资咨询合伙企业持有公司19.46%的股权，陈梅琴女士持有4%的股权，公司股权结构较为集中。

图 2：截至 2023 年 6 月 30 日，公司股权结构图



资料来源：天眼查，天风证券研究所

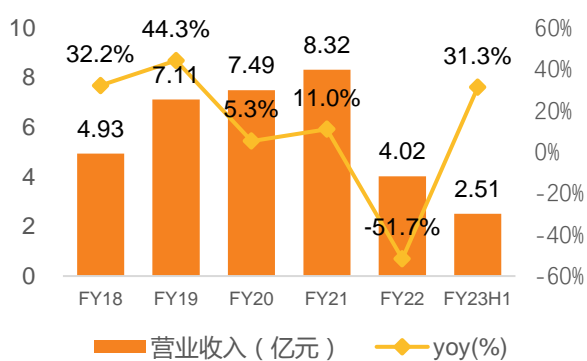
1.3. 素养教育业务快速成长，盈利能力持续复苏

自 2021 年秋，集团迅速进行业务转型，推出多种非学科的素养课程，包括科学素养、乐学国学、逻辑思维训练、妙维国际素养等课程，取得了学生及家长的高度认可，集团转型初见成效。

从营收来看，23H1 营收 2.51 亿元，同比增长 31.3%，主要原因系入读学生总人次及辅导课时数增加。2018-22 年思考乐教育营收分别为 4.93、7.11、7.49、8.32 及 4.02 亿元，公司收入主要来源于学生所缴学费，收入增加主要反映（1）课程总入读学生人次增加；（2）总辅导课时增加。

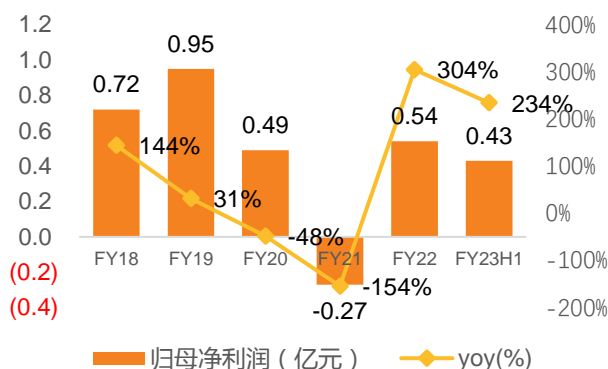
从利润来看，2023H1 归母净利润为 0.43 亿元，同比增加 234.07%。2018-22 年，净利润分别为 0.72 亿元、0.95 亿元、0.49 亿元、-0.27 亿元及 0.54 亿元。

图 3：2018-23H1 思考乐教育营业收入及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2018-23H1 思考乐教育归母净利润及增长率



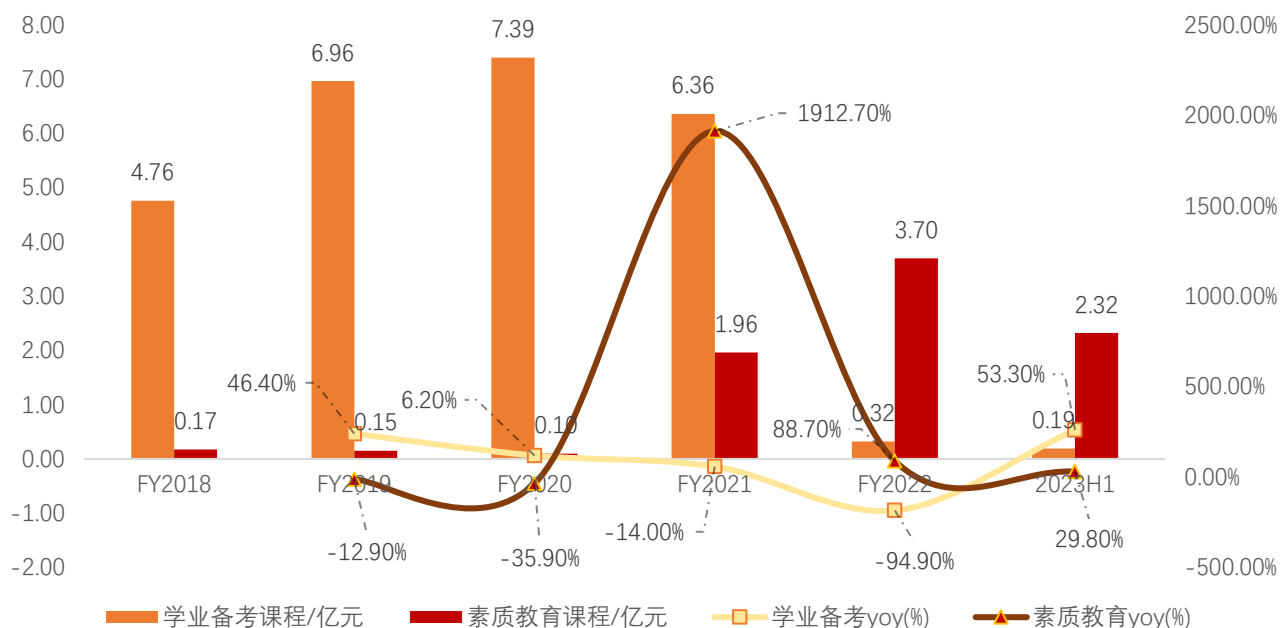
资料来源：wind，天风证券研究所

从收入结构看，22 年集团约 92% 收入来自非学业素质课程，约 8% 来自学业教育课程：

（1）**学业备考课程**：2023H1 学业备考课程营收 0.19 亿元，同比增长 53.3%，2018-2022 年学业备考课程营收分别为 4.76 亿元、6.96 亿元、7.39 亿元、6.36 亿元及 0.32 亿元。

（2）**素质教育课程**：2023H1 素质教育课程营收为 2.32 亿元，同比增加 29.80%，2018-2022 年素质教育课程营收分别为 0.17 亿元、0.15 亿元、0.10 亿元、1.96 亿元及 3.70 亿元。

图 5：FY2018-2023H1 学业备考及素质教育课程收益及增长率情况

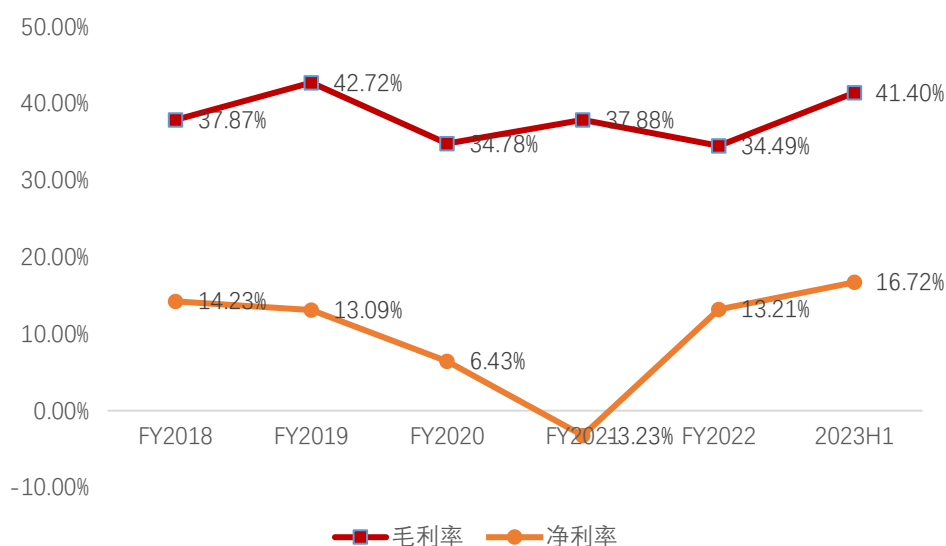


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从毛利率和净利率来看，2023H1 毛利率为 41.40%，同比提高 7.7pct；2023H1 净利率为 16.72%，同比提高 33.69pct，盈利能力伴随业务调整逐步提升。

从销售成本来看，2023H1 销售成本为 1.47 亿元，同比增长 16.1%，主要系员工成本增加所致。2018-2023H1 销售成本分别为 3.06 亿元、4.08 亿元、4.89 亿元、5.17 亿元及 2.63 亿元。FY2022 销售成本的减少原因系（1）教师薪酬及教材减少，主要由于收入减少所致，及（2）使用权资产摊销及物业管理费减少，主要由于集团学习中心总数减少所致。

图 6：FY2018-2023H1 公司毛利率与净利率变化



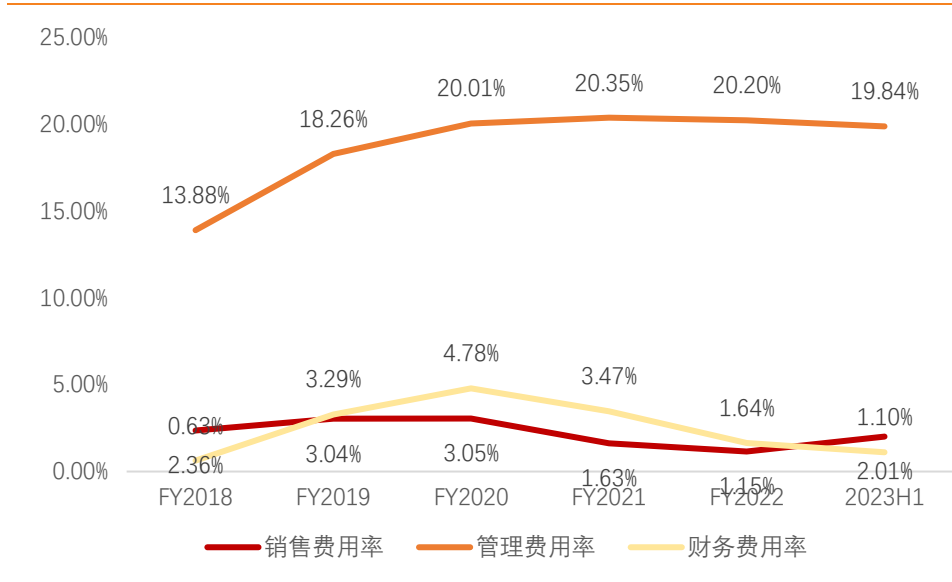
资料来源：公司公告，天风证券研究所

从三大主要费用来看，2023H1 销售费用为 0.05 亿元，同比增长 227.8%，销售费率 2.01%；增长主要系直播电商业务的广告及展览开支以及客服人员开支增加。

2023H1 管理费用为 0.50 亿元，同比增长 44.2%，管理费率 19.84%；管理费用增长主要系行政人员开支及办公室开支增加。

2023H1 财务费用为 0.03 亿元，同比减少 27.5%，财务费率 1.10%；财务费用减少主要系租赁负债及借款的利息开支减少。

图 7：2018-2023H1 销售、管理、财务费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现金流保持稳健。截至 23H1 末，集团现金及现金等价物为 1.75 亿元；2018-22 年末现金及现金等价物分别为 0.37 亿元、2.41 亿元、4.43 亿元、2.36 亿元及 2.99 亿元。

2. 素质教育成长空间广阔，供给出清+需求强劲双驱动

2.1. 政策严格规范及监管培训机构，中小教培企业或逐步出清

非学科类培训政策监管日益严格，中小型企业有望出清。自 2021 年中共中央国务院发布《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意见》(即“双减”政策)、《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》以及《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》严查学科类培训以来，K12 学科培训业务退潮，非学科类培训及素质教育赛道成为教培企业主要转型方向。而“双减”政策发布至今，国家亦发布一系列强调规范化管理非学科类培训的政策。

我们认为，经过 3 年双减落地，未来企业发展具备相对稳定的外部环境；同时头部企业优势显著，经历疫情影响以及在当前政策监管之下，进入门槛/证照审批/内容监管/资金管控等多方面或都对机构提出更多要求，资质略差的中小机构或逐步出清，头部品牌信任背书及资源支持下有利于获取更大市占。

表 1：“双减”政策发布后国家关于加强非学科类培训监管的政策

发布日期	发布单位	政策名称
2023 年 7 月	教育部、国家发改委、公安部、市场监管总局	《教育部办公厅等四部门关于在深化非学科类校外培训治理中加强艺考培训规范管理的通知》
2022 年 12 月	教育部等十三部门	《教育部等十三部门关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》
2022 年 12 月	教育部	《关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》
2022 年 10 月	中共中央国务院	《关于有效减轻过重作业负担和校外培训负担，促进义务教育阶段学生全面发展情况的报告》

2022年3月	教育部、国家发改委、市场监管总局	《关于规范非学科类校外培训的公告》
2021年9月	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》
2021年10月	教育部、国家发改委、中国人民银行、税务总局、市场监管总局、中国银保监会	《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》
2021年11月	教育部	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》
2021年7月	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》

资料来源：教育部，中共中央国务院，国家发改委，公安部，市场监管总局，中国人民银行，税务总局，中国银保监会，天风证券研究所

认定标准及监管更多交由地方，广东省以 50%为线界定学科/非学科培训。据《教育部等十三部门关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。省级主管部门要结合本地实际，牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准。省域内各地市线下培训机构情况差距大的，可由省级主管部门提出底线要求，授权地市级主管部门在此基础上制定细化标准，并向省级主管部门备案。

考虑学科与非学科混合型项目加大了鉴别难度，教育部根据《教育部办公厅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》、中小学国家课程方案和课程标准等文件规定，结合校外培训的实际情况，对培训项目类别进行鉴别。主要从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度进行综合考量。

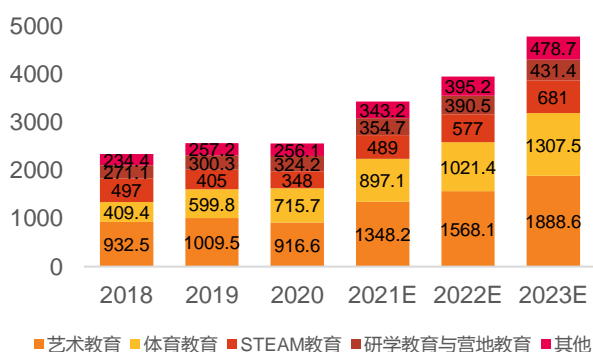
针对学科和非学科混合型项目，广东省明确提出：项目培训内容在“学科类培训项目培训内容范围”比例>50%，视为具有学科类别属性特征，即做出学科类鉴定结果；培训内容在上述范围所占比例≤50%，则暂不视为具有学科类别属性特征，待其他指标衡量比较后做进一步鉴定。

2.2. 素质素养培训需求增长，市场空间广阔

据多鲸教育研究院估算，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元，2018-2023E 期间五年 CAGR 预计为 15.3%。先发的艺术教育和体育教育占比较大且增速较快。根据央视财经报道，国内艺术类、体育类培训机构在“双减”政策发布后一月有余新增 3.3 万余家，同比增加 99%。

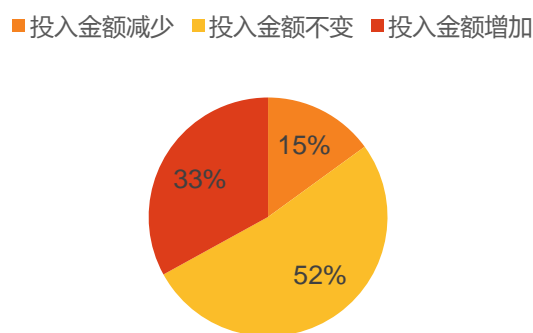
目前素质教育行业的主要类别覆盖艺术教育、体育教育、STEAM 教育以及研学与营地教育，主流客群为 3-18 岁青少年群体。根据教育部《2022 年全国教育事业统计公报》及多鲸教育研究院数据，2022 年国内幼儿园至初中在校生达到 2.05 亿人，同时“双减”后家长对培训班的投入不变和增加的比例为 85%，家长对素质教育较高的投入与支持意愿有望在需求端体现。

图 8：2018-2023 国内素质教育潜在市场规模（亿元）



资料来源：多鲸公众号，天风证券研究所

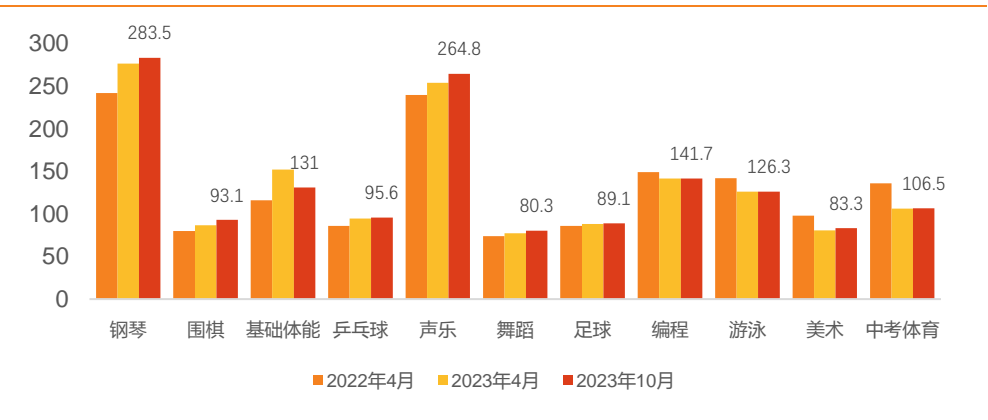
图 9：“双减”后家长对培训班投入金额变化占比



资料来源：多鲸公众号，天风证券研究所

同时，2022年4月起国家发展改革委价格监测中心在北京、上海、沈阳、南京、郑州、武汉、广州、深圳、成都、西安等10个城市每月开展一次非学科类培训服务市场价格监测，数据显示11个被检测非学科类培训项目中，7个项目价格在2023年10月较2022年4月上升，4个项目较2022年4月下降，总体价格呈上涨趋势。

图 10：2022 年 4 月至 2023 年 10 月北京、上海等 10 个城市非学科类培训价格（元/小时）



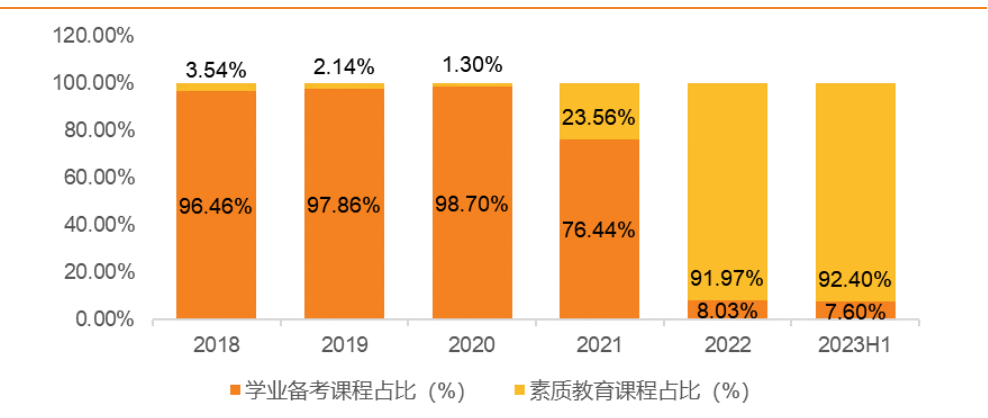
资料来源：教育部，天风证券研究所

3. 非学科培训业务快速成长，布局直播电商

3.1. “乐学”非学科课程驶入主赛道，网点有望逐步扩张

公司积极采取转型措施，业务不断向素质教育倾斜。2018-2020年学业备考课程收入占比分别 96.46%/97.86%/98.70%，学业备考课程为公司营收主要来源，自 21 年《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》出台后，业务向素质教育倾斜，2021-2023H1 素质教育课程分别占比 23.56%/91.97%/92.40%。

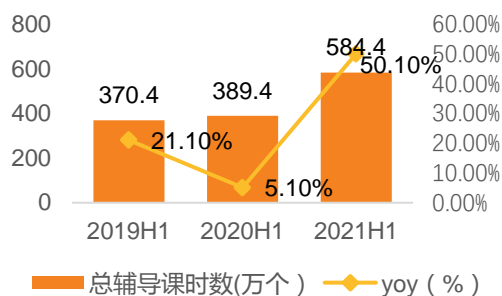
图 11：2018-2023H1 公司业务占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

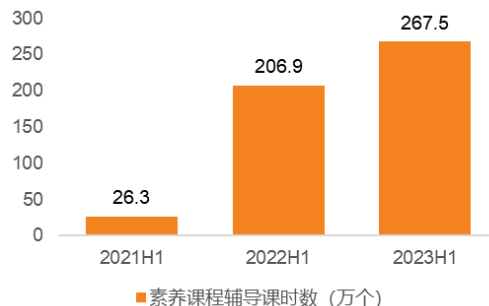
19H1-21H1 公司总辅导课时数呈增长趋势；21 年秋季公司推出针对中小学的非学科类素养课程，素养课程课时数由 21H1 的 26.3 万增长至 23H1 的 267.5 万个，增长亮眼。

图 12：2019H1-2021H1 总辅导课时数及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2021H1-2023H1 素养课程辅导课时数

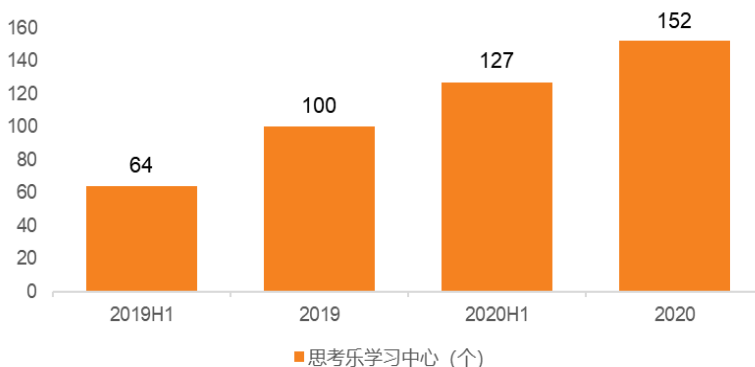


资料来源：公司公告，天风证券研究所

“双减”后学习中心数量缩减，非学科培训转型逐步成熟后，网点数或逐步回升。2019H1-2020 思考乐学习中心数量分别为 64/100/127/152 个；21 年公司为提高运营效率、降本增效，关闭部分经营绩效未达标学习中心。

以公司官网披露校区为参考，目前公司共经营约 90 个学习中心，基本全部集中在深圳地区，我们预计未来伴随非学科培训业务发展，公司或重启网点扩张，在广东省甚至其他省份拓展学习中心，进一步扩大市场份额。

图 14：2019H1-2020 思考乐学习中心数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕教学及服务质量，打造素养课程体系。思考乐专家顾问团队和资深教师经过教学实践与潜心研发，独创 5T+PTS 双核教学体系，用体系改变孩子未来，以科技驱动企业效能。创新“366”教学法、“知识+育人”双核培养系统；以激发孩子学习兴趣、树立健全人格为己任，年辅导学生近 30 万人次。思考乐推出乐爱国学、逻辑思维训练、妙维国际素养、科学素养四大系列素养类产品，以培养学生沟通能力、逻辑思维能力、创新能力、及动手实践能力。

在教材内容上，以非学科知识为主，重视文化性及趣味性，满足学生的个性需求；在教材编排上，注重内容的逻辑性及故事性，将图片与文字相结合，提升阅读及理解体验感，开拓学生思维；在教学方式上，方式上，以体验式、探究式、启发式以及游戏化学习等为主，以老师指导为辅，让学生在实践探索中提升素养能力。

3.2. 战略合作百家星耀，布局直播电商领域

战略合作百家星耀，布局直播电商领域，全力打造第二增强曲线。23 年 4 月公司与百家星耀携手签订战略合作协议，在直播电商，扶农助贫，达人孵化，知识付费领域展开深入的

合作，共建账号“思考乐甄选”，打造第二增长曲线；合作以三年为基础搭建，预期三年内创造 15 亿人民币以上 GMV。

双方合作以三年为基础搭建，预期三年内创造 15 亿人民币以上 GMV。公司携手百家星耀共建账号“思考乐甄选”，聚焦三农；账号于 4 月 19 日完成直播首秀，直播当日 4.5 小时内，共创 414 万元 GMV，新增粉丝人数 8.6 万，累计观看人次达 238 万，最高在线人数达 12.68 万。

通过该战略合作，公司可凭借其在大湾区拥有的深厚用户资源以及成熟的，可复制的人才培养体系，与百家星耀成熟的供应链以及直播运营技术携手共创，进军直播电商赛道，全力打造思考乐的第二增长曲线。

图 15：公司抖音账号



资料来源：抖音，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

收入端：预期 23-25 年素质教育课程保持快速增长，网点逐步扩张，我们预计素质教育课程收入增速分别为 67.91%/43.43%/36.83%；学业教育课程收入增速分别为 55.89%/19.98%/24.02%。

利润端：我们预计伴随业务逐步调整到位，课程常态开展及网点利用率提升，利润率或逐步回升，我们预计 23-25 年公司归母净利分别为 0.91/1.35/1.79 亿人民币，增速分别为 68%/48%/33%。

表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	8.32	4.02	6.71	9.51	12.93
yoy	11.03%	-51.66%	66.94%	41.67%	36.02%
素质教育课程收入	1.96	3.70	6.21	8.91	12.19
yoy	1912.66%	88.70%	67.91%	43.43%	36.83%
占比	23.56%	91.97%	92.50%	93.65%	94.21%
学业教育课程收入	6.36	0.32	0.50	0.60	0.75
Yoy	-13.90%	-94.92%	55.89%	19.98%	24.02%
占比	76.44%	8.03%	7.50%	6.35%	5.79%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为华南地区教育服务领跑者，积极响应政策号召，全面推进素质教育课程，伴随业务逐步调整、运营成熟，网点逐步扩张，市场份额有望持续提升。我们预计公司 23-25 年收入分别为 6.71/9.51/12.93 亿元，归母净利润分别为 0.91/1.35/1.79 亿，EPS 分别为 0.16/0.24/0.32 元人民币/股。

我们选择同样具有非学科类培训业务的教育行业公司新东方及盛通股份作为可比公司，参考可比均值，考虑到公司市值与新东方/盛通股份相比较小，给予公司 24 年合理 15-20xPE，对应目标价 4.28-5.71 港元。

表 3: 可比公司 wind 一致 PE 预测 (截至 24/01/10 收盘)

可比公司	2023E	2024E	2025E
新东方-S	35.44	24.94	19.49
盛通股份	101.33	33.97	25.82
均值		29.46	

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 政策风险:** 在 K12 学科类教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，以谨慎投资、稳健发展为宗旨，确保依法合规经营。
- 2) 新业务风险:** 公司在巩固素质教育及课后托管等传统业务的同时，积极开拓直播电商、出国留学等新业务，由于新业务本身存在不确定性，公司在开展新业务运营时，存在对新业务认识的深度不够，对风险的识别和评估不充分等因素，可能导致新业务风险控制措施不足的挑战或损失。
- 3) 管理风险:** 核心管理团队对于公司业务的稳定经营具有重要意义，随着形势的不断变化，公司的核心管理团队变动的风险也进一步增加，可能对公司长期稳定发展带来一定的不利影响。
- 4) 运营成本上升的风险:** 受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整新老业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、直播电商引流投入增加、电商商品库存积压等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平减少的风险。
- 5) 公司流通市值较小的风险:** 公司流通市值较小，股价易波动的风险。
- 6) 跨市场选取可比公司风险:** 我们选择同样具有非学科类培训业务的教育行业公司新东方及盛通股份作为可比公司，盛通股份为 A 股公司，可比公司估值中具有跨市场选取可比公司风险。
- 7) 测算具有主观性风险:** 本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

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