

2024年08月21日

思考乐教育 (1769.HK)

——业绩表现亮眼，分校规模扩大、合约负债高增

增持 (首次覆盖)

投资要点:

- 2024年上半年，思考乐教育积极推进非学科素养产品转型，业绩大幅增长。2024H1公司实现营收3.99亿元，同比增长58.8%；实现归母净利润0.83亿元，同比增长92.5%；实现经调整归母净利润0.94亿元（员工股权激励费用0.11亿元），同比增长101.1%。分业务看，上半年素质教育课程贡献收入3.67亿元，同比增长57.8%；辅导课程贡献收入0.33亿元，同比增长70.6%。
- 非学科素养课程势头强劲，分校规模扩大，合约负债高增。**公司积极应对教育政策变化，持续开展非学科素养产品服务转型。截止2024H1，公司较2023年底新开分校35所，共有实际分校145所，持续拓展教学规模；上半年公司合约负债2.49亿元，同比高增93.2%，我们认为全年来看合约负债有望延续高增速并逐步转化为收入，保障全年业绩。
- 降本增效成果显著，管理费用大幅优化。**2024H1公司销售/管理/研发费用率分别为1.6%/14.1%/2.6%，同比分别减少0.4/6.0/0.9个百分点。公司在积极拓店的同时，总部采取精细化管理，行政人员没有大幅增加，带动管理费率大幅降低，公司盈利中枢有望长足抬升。2024H1公司归母净利率为20.8%，同比增加3.7个百分点。
- 打造教育旅游及国际课程新业务，推进公司多元发展。**公司在2023年7月起推出教育旅游业务及国际课程。今年以来思考乐妙维国际已开设包括新加坡、英国、新西兰等多个国际研学营。此外妙维国际今年6月已与新西兰长湾中学达成战略合作，公司海外业务积极拓展，多元化发展有望带来新的业绩增长点。
- 盈利预测与估值：**我们选取新东方、卓越教育集团、学大教育作为公司可比公司。考虑到公司素质教育转型成效显著，分校设立数大幅增加，上半年合约负债同比高增，全年业绩有望延续高增长。我们预计2024-2026年收入分别为8.43、11.50、15.38亿元，经调整归母净利润分别为1.74、2.38、3.24亿元，对应PE分别为19X、13X、10X，低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**素质教育业务需求不及预期；素质教育行业竞争加剧；监管政策变化风险。

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	402.08	570.61	842.86	1150.31	1538.07
同比增长率(%)	-51.66%	41.91%	47.71%	36.48%	33.71%
经调整归母净利润(百万元)	54.41	107.99	173.81	237.71	323.55
同比增长率(%)	304.47%	98.47%	60.95%	36.76%	36.11%
毛利率(%)	34.49%	41.81%	44.00%	44.30%	44.50%
每股收益(元/股)	0.10	0.16	0.27	0.38	0.54
ROE(%)	14.65%	18.91%	25.28%	26.18%	26.87%
市盈率	14.88	16.59	18.71	13.34	9.50

资料来源：公司公告，ifind

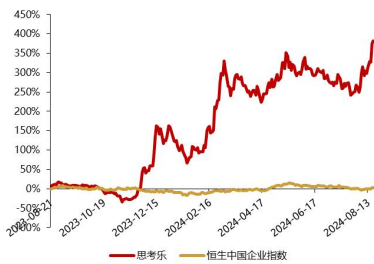
证券分析师

朱芸
S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年8月20日

收盘价(港元)	5.56
一年内最高/最低(港元)	6.04/0.79
总市值(百万港元)	3141
市净率PB	5.51

基础数据: 2024年6月30日

总股本(百万股)	564.87
总资产(百万港元)	1245.95
净资产(百万港元)	569.29
每股净资产(港元)	1.03

损益表 单位: 人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	571	843	1,150	1,538
增长率	41.9%	47.7%	36.5%	33.7%
营业成本	332	472	641	854
%销售收入	58.2%	56.0%	55.7%	55.5%
毛利	239	371	510	684
%销售收入	41.8%	44.0%	44.3%	44.5%
其他收入	8	0	0	0
%销售收入	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	11	12	15	18
%销售收入	2.0%	1.4%	1.3%	1.2%
管理费用	123	135	182	232
%销售收入	21.5%	16.0%	15.8%	15.1%
研发费用	15	21	29	35
%销售收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%
财务费用	2	4	4	3
%销售收入	0.3%	0.5%	0.3%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	119	207	289	403
%销售收入	20.8%	24.6%	25.1%	26.2%
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	117	203	285	400
利润率	20.5%	24.1%	24.8%	26.0%
所得税	32	51	71	100
所得税率	27.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东损益)	85	152	214	300
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	86	154	216	303
增长率	58.0%	78.9%	40.3%	40.4%
净利率	15.1%	18.3%	18.8%	19.7%
经调整归母净利润	108	174	238	324
净利率	18.6%	20.6%	20.7%	21.0%

现金流量表 单位: 人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	86	154	216	303
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
营运资金变动	43	170	206	263
其他变动	78	6	7	7
经营活动现金流量净额	205	329	427	570
资本开支	-36	-25	-25	-28
投资	-150	35	35	35
其他	0	40	6	6
投资活动现金流量净额	-186	50	16	13
股权募资	0	0	0	0
债权募资	-49	0	0	0
其他	-12	-6	-6	-6
筹资活动现金流量净额	-62	-6	-6	-6
现金净变动	-42	372	437	577

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

资产负债表 单位: 人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	256	629	1,066	1,643
应收款项	21	33	43	58
存货	0	0	0	0
其他流动资产	220	164	112	57
流动资产	497	826	1,220	1,758
权益性投资	0	0	0	0
固定资产	56	65	69	70
无形资产	169	179	194	214
非流动资产	536	585	624	665
资产总计	1,033	1,411	1,844	2,423
应付款项	3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
其他流动负债	448	632	851	1,130
流动负债	451	632	851	1,130
长期债务	0	0	0	0
其他长期负债	129	173	173	173
非流动负债	129	173	173	173
负债总计	580	805	1,024	1,304
归属母公司股东权益	455	609	825	1,127
少数股东权益	-1	-3	-5	-8
负债股东权益合计	1,033	1,411	1,844	2,423

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)