

【广发商社&海外】思考乐教育 (01769.HK)

业绩表现超预期，高增长有望延续

核心观点:

- **业绩概况。**公司发布 2024 年中期业绩公告。24H1 实现收入 4.0 亿元，同比增长 58.8%；毛利率 44.4%，实现净利润 8265.2 万元，同比增长 92.5%；经调整净利润 9354.2 万元，同比增长 101.1%，超出此前市场预期。
- **学生人次高增支撑收入端亮眼表现，合同负债表现优异对全年业绩形成有力支撑。**拆分来看，24H1 公司非学科素质课程（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）实现营收 3.7 亿元，yoy+57.8%，辅导课程实现营收 3258.8 万元，yoy+70.6%。报告期内在读学生人次 18.4 万人，同比增长 58.2%，课时总数 456.4 万课时，同比增长 58.1%。预计暑期招生表现亮眼，24H1 末合同负债 2.5 亿元，同比增长 93.2%，为下半年收入及未来续报打下坚实基础。
- **经营效率改善盈利水平再提升。**24H1 毛利率 44.38%，yoy+3.0pp，销售/管理费用率分别为 1.6%/16.7%，同比-0.4/-6.8pp，主要受益于竞争格局优化以及运营效率改善，经调整净利率 23.4%，yoy+4.9pp。
- **非学科多元化布局谋求长远发展。**公司自 2023 年 7 月起推出教育旅游业务及国际课程，此外公司将进一步加强旗下“乐学”品牌业务发展，包括美术、体育、绘画、表演、书法、科学素养、国学、逻辑思维训练及国际素养等素质教育，努力推动公司未来全方位多元化发展。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为广东区域非学科课外培训龙头 23 年以来业务呈现快速恢复趋势，盈利能力持续改善，根据 24H1 业绩情况上调盈利预测，预计 24-26 年经调整归母净利润分别为 1.7/2.4/3.1 亿元，参考可比公司估值，给予公司 24 年 22x PE 估值，合理价值 6.23 港元/股（取港币兑人民币 0.92），给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业政策变化、招生不及预期、出生人口下滑风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	402	571	852	1,210	1,656
增长率 (%)	-51.7%	41.9%	49.3%	42.1%	36.8%
EBITDA	97	154	232	300	385
NonGAAP 归母净利润	54	108	174	237	314
增长率 (%)	127.3%	98.5%	60.9%	36.2%	32.6%
NonGAAP EPS (元/股)	0.10	0.19	0.31	0.42	0.56
NonGAAP PE	14.9	13.3	17.6	12.9	9.7
NonGAAP ROE (%)	14.7%	23.7%	28.2%	28.1%	27.4%
EV/EBITDA	5.3	7.7	10.7	7.3	4.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	5.86 港元
合理价值	6.23 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-08-22

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

分析师:

孟鑫



SAC 执证号: S0260523120001



021-38003580



mengxin@gf.com.cn

请注意, 孟鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发商社&海外】思考乐教育 (01769.HK): 素质课程高增长, 盈利显著改善 2024-04-11

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	433	497	821	1,101	1,439
现金及现金等价物	299	256	559	840	1,168
应收账款及票据	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他	134	241	262	262	271
非流动资产合计	322	536	476	510	544
固定资产净值	38	56	63	66	68
长期投资	115	225	150	150	150
商誉及无形资产	93	169	179	190	202
其他	76	87	85	105	125
资产总额	755	1,033	1,298	1,612	1,983
流动负债合计	301	451	484	496	508
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1	3	4	6	8
其他	299	448	480	490	500
非流动负债合计	83	129	200	280	340
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	83	129	200	280	340
总负债	384	580	684	776	848
普通股股本	4	4	4	4	4
储备	368	451	613	838	1,139
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	371	455	617	841	1,143
少数股东权益	0	-1	-3	-5	-8
股东权益合计	371	453	614	836	1,135
负债及股东权益合计	755	1,033	1,298	1,612	1,983

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	402	571	852	1,210	1,656
营业成本	263	332	477	684	941
毛利	139	239	375	526	715
其他收入	6	8	0	0	0
营销费用	5	11	15	22	30
行政管理费用	82	123	162	230	315
研发费用	16	15	17	24	33
其他营业费用合计	1	0	2	2	2
营业利润	40	98	179	249	336
利息收入	0	4	11	20	28
利息支出	7	6	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	1	0	0	0
除税前利润	42	117	200	278	374
所得税	-12	32	40	56	75
合并净利润	54	85	160	222	299
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-3
归母净利润	54	86	162	225	302
NonGAAP 归母净利	54	108	174	237	314

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	126	136	253	285	360
合并净利润	54	85	160	222	299
折旧与摊销	57	56	53	51	49
营运资本变动	22	24	40	12	12
其他非经营性调整	-7	-30	0	0	0
投资活动现金流净额	19	-83	50	-5	-32
处置固定资产收益	0	0	0	0	0
资本性支出	-8	-33	-70	-65	-63
投资资产支出	26	-50	11	-20	-29
其他	0	0	109	80	60
融资活动现金流净额	-82	-17	0	0	0
长期债权融资	-71	-15	0	0	0
股权融资	-12	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	0	-2	0	0	0
现金净增加额	63	36	303	280	328
期初现金余额	236	175	256	559	840
期末现金余额	299	211	559	840	1,168

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	-51.7%	41.9%	49.3%	42.1%	36.8%
营业利润增长率	-41.0%	145.7%	82.9%	39.2%	35.1%
NonGAAP 业绩增速	127.3%	98.5%	60.9%	36.2%	32.6%
获利能力					
毛利率	34.5%	41.8%	44.0%	43.5%	43.2%
NonGAAP 净利率	13.5%	18.9%	20.4%	19.6%	18.9%
NonGAAP ROE	14.7%	23.7%	28.2%	28.1%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	50.8%	56.1%	52.7%	48.1%	42.8%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.1	1.7	2.2	2.8
利息保障倍数	5.9	16.6			
营运能力					
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	1.8	3.2	3.0	3.0	3.0
每股指标					
NonGAAP EPS	0.10	0.19	0.31	0.42	0.56
每股净资产	0.67	0.82	1.09	1.48	2.01
每股经营现金流	0.23	0.24	0.45	0.50	0.64
估值比率					
NonGAAP PE	14.9	13.3	17.6	12.9	9.7
PB	2.2	3.2	5.0	3.6	2.7
EV/EBITDA	5.3	7.7	10.7	7.3	4.8

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。