

转型新生，重拾广州增量市场

华泰研究

2024 年 10 月 02 日 | 中国香港

首次覆盖

K12 教育

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

8.68

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

唐博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

广东 K12 教育龙头，成长性修复

思考乐是中国华南地区领先的 K12 课后教育服务商，在 2012 年由陈启远先生创立。22 年以来思考乐及时调整战略，向素质教育转型，凭借其口碑和优质服务在深圳进行网点加密，收入利润持续增长。我们预计公司 24-26 年收入为 8.25/11.13/13.93 亿元，归母净利润 1.70/2.32/3.07 亿元。考虑到公司虽然属于港股中小市值标的，但显著受益于深圳市场供给出清，盈利弹性大，因此我们相对可比公司估值均值(20.30x)略微给予折价 19x 25E PE，目标价 8.68 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

转型素养延续服务优势，高中引入优质师资

在服务方面，依托自身完善的激励机制和服务能力在深圳市场形成了差异化口碑，公司在获客、教学、服务和续费多个环节成功的调动了教师自身主观能动性，转型之后延续优质服务的传统，保证了公司较低的销售费用率。在教学层面，推出了汉文乐汇、逻辑思维训练、科学素养等素养产品，提升学生综合能力。同时，在高中阶段，积极引入优质师资，提升高中教学质量，24 年以来高中业务增速显著高于素养业务增长。

深圳持续加密，外延广州谋发展

校外培训监管政策后的半年时间内，广东省线下学科教培机构缩减了 96%（截止 22 年 1 月），深圳当地依法关停培训机构 919 家（截止 21 年 10 月），合规经营大趋势下中小机构转型难度大，公司顺利完成自身业务转型，截止 24 年年中公司在深圳已布局 145 个网点，目前罗湖、福田区域分布显著加密，关外网点大部分布局地铁站周围。公司计划 25 年寒假重回广州，考虑到公司差异化的产品服务能力，有望进一步打开收入增量空间。

深耕大湾区布局，产业服务空间可期

校外培训需求具有综合性，素养转型符合行业趋势。广东教培需求相对集中在广州、深圳、东莞、佛山四个城市，通过与日本对比，我们发现广东四城参培率和生均私立教育支出与日本，仍有一定差距。2021 年日本教培市场规模约为 800 亿元，我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模约为 300 亿元，若谨慎假设参培率逐渐向日本靠近、生均年支逐步提升（参考人均 GDP 差距），长期广东四城市场规模可达到 500 亿，看好公司持续在广东地区挖掘需求空间。

风险提示：市场渗透率修复缓慢，竞争加剧，优质师资和核心管理人才流失风险，对素养教育和高中学科培训的监管力度加强。

基本数据

目标价(港币)	8.68
收盘价(港币 截至 9 月 30 日)	7.24
市值(港币百万)	4,090
6 个月平均成交额(港币百万)	17.55
52 周价格范围(港币)	0.79-7.29
BVPS(人民币)	0.96

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	402.08	570.61	825.48	1,113	1,393
+/-%	(51.66)	41.91	44.67	34.86	25.15
归属母公司净利润(人民币百万)	54.41	85.99	170.17	232.27	306.59
+/-%	(304.48)	58.04	97.90	36.49	31.99
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.10	0.15	0.30	0.41	0.54
ROE(%)	15.79	20.82	31.52	31.34	30.34
PE(倍)	68.40	43.28	21.87	16.02	12.14
PB(倍)	10.02	8.18	5.95	4.34	3.20
EV EBITDA(倍)	35.79	22.92	16.28	11.24	7.98

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	4
不同于市场的观点	5
思考乐：业务顺利转型，重回成长轨道	6
管理团队稳定，聚焦大湾区市场	6
素质教育高速增长，带动营收恢复	7
盈利能力快速修复，恢复前期高点	8
与日本相比，广东地区优质教育需求稳健，产业结构优化	10
日本保持较高参培率，市场规模稳定增长	10
广东地区校外服务产业需求有望持续升级	13
市场供给出清，思考乐有望填补深圳市场空白	15
思考乐：教学服务稳定输出，深耕大湾区市场	17
教学服务：课程体系丰富，高续班低退还率体现高口碑	17
师资：培训体系完善，强化高中师资质量	20
运营管理：管理团队激励充分，内部管理效率高	21
产能扩张：网点持续加密，盈利能力有保障	22
盈利预测和投资建议	24
盈利预测	24
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：思考乐股价（港元）复盘（2019.7-2024.7）	4
图表 2：思考乐发展历程	6
图表 3：思考乐网点数量	6
图表 4：思考乐组织架构（截至 2023 年 12 月 31 日）	7
图表 5：公司营业收入（亿元）及增速	7
图表 6：素质教育收入快速增长	8
图表 7：学业教育收入快速增长	8
图表 8：毛利润率及净利润率重回双减前	8
图表 9：思考乐销售、管理、研发费用率	8
图表 10：半年报费用率对比	9
图表 11：日本小学/初中/高中私立人数占比	10
图表 12：日本学校集团内部升学率高	10
图表 13：日本中高考升学制度	10
图表 14：日本高中对应偏差值	11
图表 15：日本小学/初中/高中参培率	11
图表 16：日本出生人数呈现下降趋势	12
图表 17：日本 K12 人数呈现下降趋势	12
图表 18：日本人均 GDP（万人民币）	12

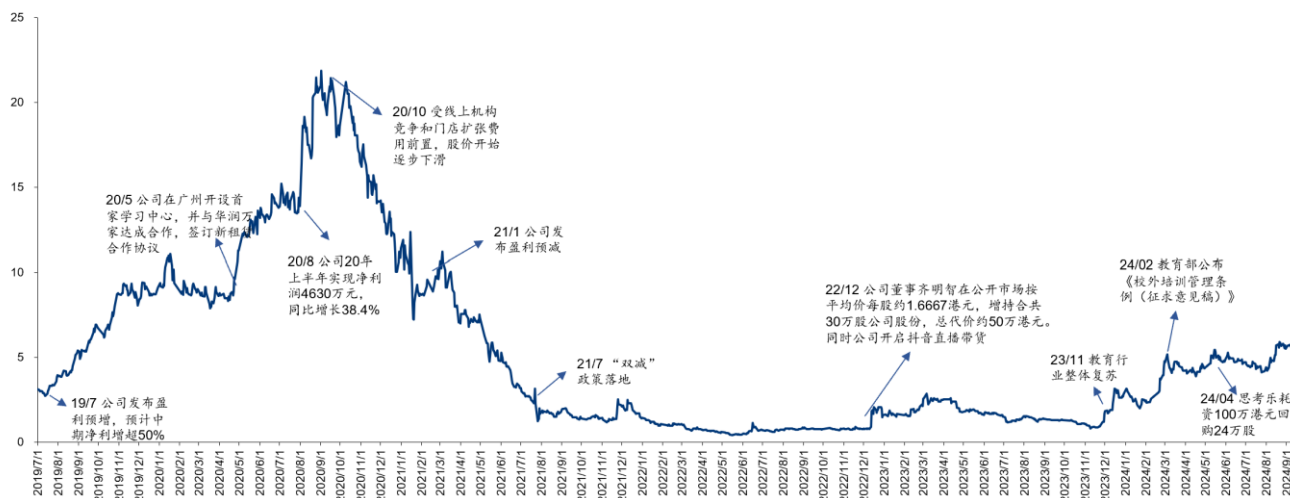
图表 19: 日本教育文化支出占比较为稳定	12
图表 20: 日本 K12 教培市场规模	13
图表 21: 广东常住人口较为平稳 (亿)	13
图表 22: 广东 K12 在校生仍在增长	13
图表 23: 广东省出生人数 (万人)	14
图表 24: 广东地区出生率高于日本	14
图表 25: 广东省人均 GDP 持续提升 (万元)	14
图表 26: 广东家庭教育文化支出占比	14
图表 27: 广东四城 K12 教培市场规模	15
图表 28: 广东省政策逐渐完善	15
图表 29: 双减前后广东省线下机构数量对比	16
图表 30: 双减前后广东省线上机构数量对比	16
图表 31: 思考乐事业部	17
图表 32: 思考乐素养产品	17
图表 33: K12 课程比较	17
图表 34: 思考乐暑期低价课	18
图表 35: 思考乐提供线上课程帮助学生理解	18
图表 36: 思考乐“366”教学模型	18
图表 37: 思考乐“366”教学模型	18
图表 38: 思考乐课后服务团队和反馈机制升级	19
图表 39: 思考乐培训活动现场	19
图表 40: 思考乐续班率和退还率	19
图表 41: 思考乐和同业公司销售费用率对比	19
图表 42: 思考乐教师培训学苑体系	20
图表 43: 思考乐举办比赛进行培训	20
图表 44: 思考乐老师高学历并且经验丰富	20
图表 45: 公司教师管理体系	21
图表 46: 思考乐老师服务人次 (人次/年)	21
图表 47: 校长和教师合伙人计划	21
图表 48: 思考乐职能人数和老师人数比	21
图表 49: 思考乐深圳各区域网点及密度	22
图表 50: 思考乐地铁站网点分布达 40 家	22
图表 51: 思考乐单店模型	23
图表 52: 盈利预测	25
图表 53: 思考乐教育 PE 估值关键假设 (截至北京时间 10 月 1 日)	25
图表 54: 可比公司估值 (截至北京时间 10 月 1 日)	26
图表 55: 思考乐教育 PE-Bands	26
图表 56: 思考乐教育 PB-Bands	26

核心观点

思考乐是中国华南地区领先的 K12 课后教育服务商，在 2012 年由陈启远先生创立。面对政策环境变化，思考乐及时调整战略，向素质教育转型，凭借其口碑和优质服务在深圳快速扩张网点，收入利润持续增长。

公司上市后股价变化主要分为三个阶段：**第一阶段（2019.7-2020.10）**，公司上市后开拓新城市，签订合作协议，提升盈利预期，股价持续攀升。**第二阶段（2020.10-2023.11）**，这一阶段受行业政策和疫情影响，板块信心低迷，公司股价整体处于低位调整期。**第三阶段（2023.11-至今）**，随着 24 年 2 月教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》进一步明确行业合规化发展方向，教育行业出现复苏，公司整体业务持续复苏，公司持续开拓市场，扩大网点数量，提振公司股价。

图表1：思考乐股价（港元）复盘（2019.7-2024.7）



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

我们从空间、竞争力和成长性三个维度看好公司的价值兑现。

- 1) **广东地区优质教育服务需求旺盛。**中长期看，广东 K12 教培市场空间广阔，公司增长潜力有望逐步兑现。我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模约为 300 亿元，若谨慎假设参培率未来小幅提升、生均年支出逐年提升（参考人均可支配收入差距），我们预计广东 K12 教培市场规模有望超 500 亿元。公司积极在深圳广州加密教学网点，收入天花板有望持续提升。
- 2) **差异化服务构筑公司竞争力。**在服务方面，公司依托自身完善的激励机制和服务能力在深圳市场形成了差异化口碑，通过有效的激励考核机制，教师在获客、教学、服务和续费多个环节积极性强，保证了公司较低的销售费用率。同时在教学层面，推出了汉文乐汇、逻辑思维训练、科学素养等素养产品，提升学生综合能力。另外 23 年以来，公司重点发力高中市场。公司充分挖掘名校教师，聘请多位北京大学、中山大学、哈尔滨工业大学等名校学历背景教师，“985”老师团队逐渐成型，24 年以来高中业务增速显著高于素养业务增长。
- 3) **深圳和广州有望形成双引擎。**过去三年，公司积极应对外部环境变化，在深圳市场保留了核心团队和师资，为 24 年以来的快速发展奠定了良好基础。公司预计 25 年寒假开始重点发力广州市场，有望复制深圳市场的成功经验，成为未来公司收入增长的第二曲线。

不同于市场的观点

不同于市场对班课培训机构在市场格局改善后的同质化趋势发展的认知，我们认为行业的变化对不同类型的机构影响是不一致的：

拆分来看，我们将竞争格局改善分为行业结构性和区域性格局改善两个层面来分析。行业结构性红利更多反映双减后由于中小机构退出市场，留存下来的品牌机构，无论是新东方好未来还是区域性教培都在23年实现了较高的收入增长，门店利用率提升速度优于双减前。而盈利能力方面更多体现为区域性格局改善红利，品牌教培（包括全国化品牌）当前在区域内产能低于双减前，少数适配能力强的区域性教培，核心产能留存率高，在盈利端弹性更为突出，享受到区域性格局改善的红利。

因此我们认为竞争格局的优化对存量区域性教培盈利弹性大于全国化品牌机构，其中，思考乐作为优质区域性的教培的代表公司，在团队激励机制、产品服务能力以及外延成长性都符合我们2024年8月4日发布的行业报告《时夏方长，变革新生谋发展》的观点。

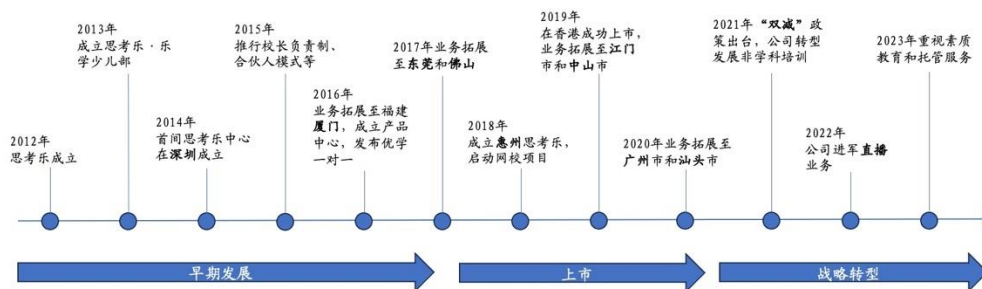
综上我们预计公司24-26年收入为8.25/11.13/13.93亿元，归母净利润1.70/2.32/3.07亿元，采用可比公司估值法，考虑到公司虽然属于港股中小市值标的，但显著受益于深圳市场供给出清，盈利弹性大，因此我们相对可比公司估值均值(20.30x)略微给予折价19x 25E PE，目标价8.68港元，首次覆盖给予“买入”评级。

思考乐：业务顺利转型，重回成长轨道

管理团队稳定，聚焦大湾区市场

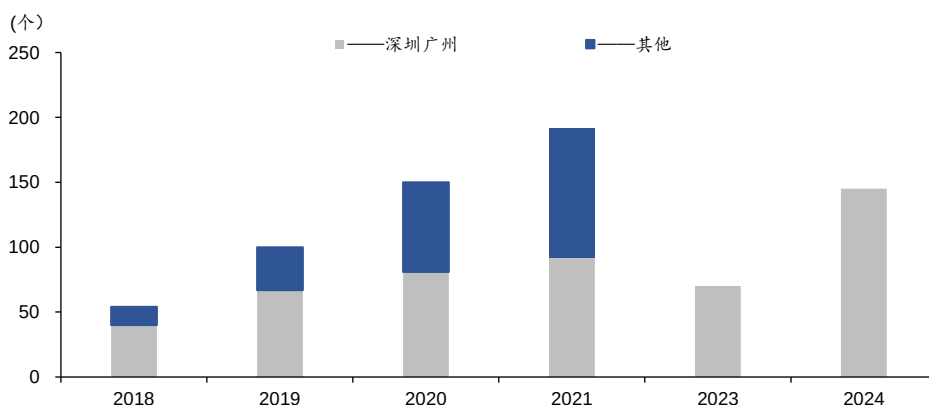
深圳 K12 教育区域龙头,后积极转型。作为中国华南地区领先的 K12 课后教育服务提供商,思考乐教育在 2012 年由陈启远创立。公司最初专注于开发面向中小学生学业备考课程,推出“乐学”“升学”等产品。2019 年,思考乐教育在港交所成功挂牌上市。2021 年 7 月“双减”政策实施后,思考乐及时调整战略,从 K9 学科培训转向国际素养、逻辑思维和科学素养等多元化业务。思考乐目前在深圳拥有 145 个网点,未来保持稳定扩张,预计在 2025 年重回广州校区,中长期计划重新布局佛山、东莞,持续深耕大湾区市场。

图表2：思考乐发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

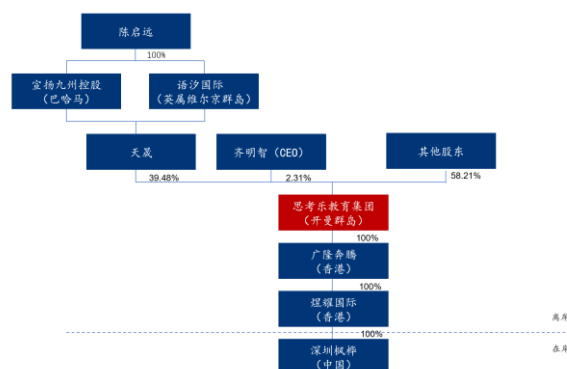
图表3：思考乐网点数量



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

核心创始人持股稳定。截止 23 年底，董事会主席兼执行董事陈启远持股比例稳定，持股 39.48%，执行董事兼行政总裁齐明智持股 2.31%。公司管理层人员均毕业于国内外高校，包括北京大学、西安交通大学等学校，并在教育、金融等多个行业拥有超过 10 年的经验，实现管理层多元化。双减政策后管理层结构保持稳定源于员工持股、购股权、股份激励等奖金制度的绑定。高素质人才组成的管理团队以及先进的教学理念方法有望推动思考乐快速发展。

图表4：思考乐组织架构（截至 2023 年 12 月 31 日）

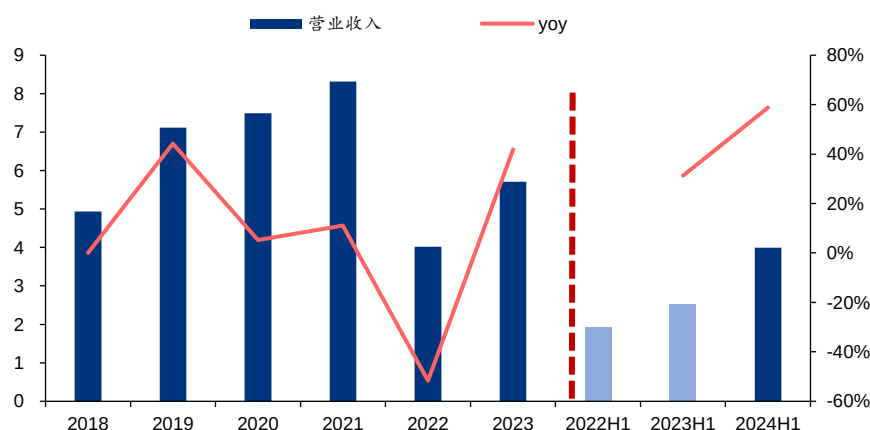


资料来源：招股说明书，华泰研究

素质教育高速增长，带动营收恢复

从收入规模来看，经过 22 年的业务转型，23 年收入重回增长，2021/2022/2023 营收分别为 8.32/4.02/5.71 亿元，同比增长+11.0%/-51.7%/+41.9%。22 年业务转型需要，K9 学科类培训业务收入下滑，2023 年营收增长得益于非学科课程业务的发展和深圳网点的产能扩张。24 年上半年延续较高增速，24H1 实现收入 3.99 亿 (yoy+58.8%)。

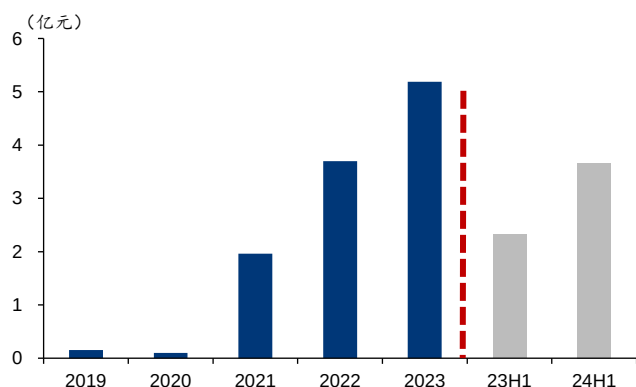
图表5：公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

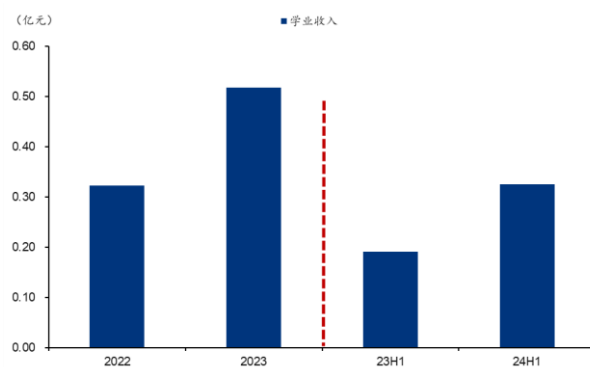
22 年以来公司调整业务重心至高中和素质教育。素质教育从 21 年的 1.96 亿上升到 23 年 5.19 亿，占比从 24% 上升到 91%，23 年素质教育学生人次实现 23.9 万人次/+38.15%，课时数 597.30 万课时/+39.5%，客单价 2,137 元/+2%。学业收入占比较低，增速较快，23 年实现收入 0.52 亿元，学业教育学生人次实现 2.32 万人次/+56.9%，课时数 58.00 万课时/+59.7%，客单价 2,234 元/+1%。可以看到，核心主业的驱动力主要来自于学生人次的增长。

图表6：素质教育收入快速增长



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：学业教育收入快速增长



资料来源：公司公告、华泰研究

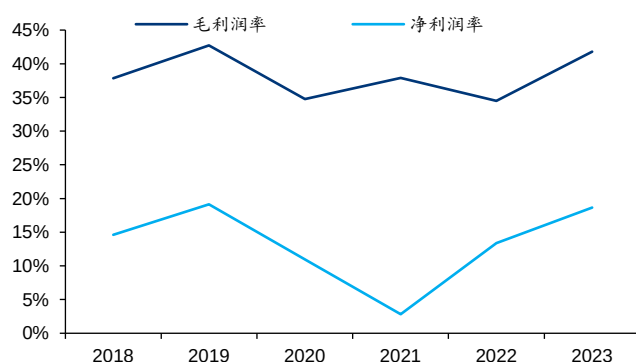
盈利能力快速修复，恢复前期高点

保持低销售费用率，管理和研发费用率随规模效应有望优化。

- 1) **销售费用**：21/22/23 年销售费用率分别为 1.64%/1.16%/2%，23 年销售费用率的提升系直播支出增加所致，公司 23 年底关闭电商业务后销售开支随之改善。公司通过免费课引流、讲座获客和家长口碑传播保持低销售费用率。
- 2) **研发费用**：21/22/23 年公司研发费用率 6.42%/4.04%/2.63%，呈持续优化趋势。
- 3) **管理费用**：21/22/23 管理费用率小幅提升到 21.5%，主要反映转型期收入有所收缩，以及 23 年以来校区扩张下，运营管理人员增长，因此管理费用率有所提升。

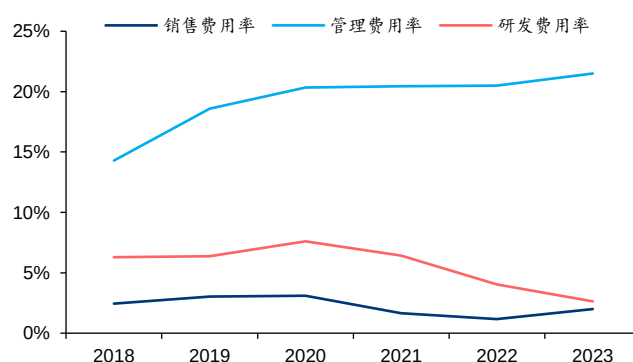
思考乐盈利水平重回双减前。2020-2022 年受外部环境影响，毛利率下降至 34%-38%，23 年线下业务修复产能利用率提升，毛利率上浮至 41.81%，接近 19 年水平，毛利提升原因在于近两年来租金缩减、老师人效提升和低价班的减少。叠加管理和研发的规模效应，2023 年公司净利润 1.07 亿元，同比增长 126%，对应净利润率 18.7%，2019 年为 19%，盈利水平重回双减前。

图表8：毛利润率及净利润率重回双减前



资料来源：公司公告、华泰研究

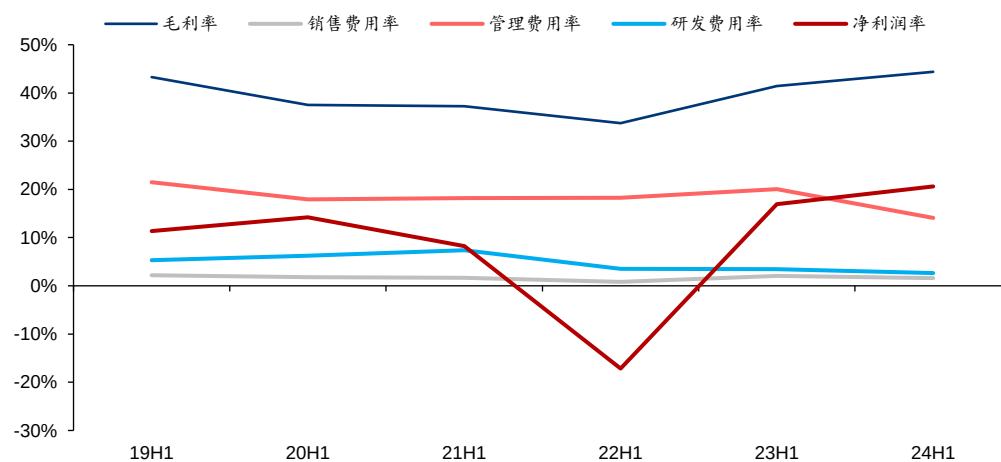
图表9：思考乐销售、管理、研发费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

24 年上半年延续改善趋势，利润率创历史新高。相比 19H1，毛利率小幅提升，销售费用率整体保持为稳定，管理费用率和研发费用率改善更为显著，分别同比下降 7pct 和 3pct，体现收入增长带来的规模效应。净利润率达到了 21%，创历史新高，同比提升 4pct。

图表10：半年报费用率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

与日本相比，广东地区优质教育需求稳健，产业结构优化

日本保持较高参培率，市场规模稳定增长

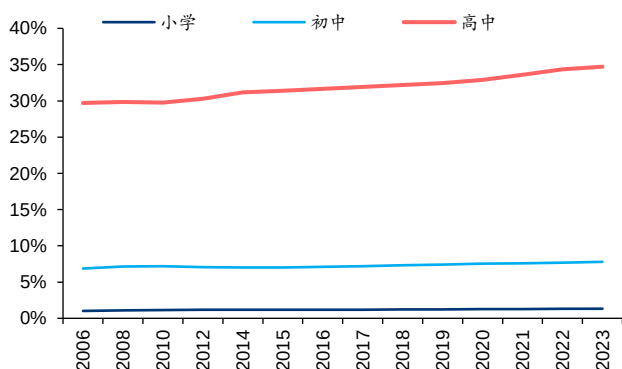
日本高中私立学生占比高，“中高一贯制”升学是特色。2023 年日本小学/初中/高中私立人数占比分别为 1.32%/7.79%/34.72%，小学和初中阶段以公立学校为主，高中私立学校学生增多。高中私立头部学校与公办教学能力接近，从“日本高中偏差值”排行榜中可以看出，偏差值排名前 100 的学校里有 54 个私立高中，46 个公办高中，差距很小。

日本中高考头部学校自主选拔能力强，分为校外和校内评价两个体系选拔。

- 1) 日本初中毕业没有统一的中考考试，日本中考学生需要依据自己的偏差值来选择学校考试，偏差值是一个类似于排名的数值，好学校偏差值都在 70 以上，著名的开成高校、麻布高校、庆应私塾对应最新的偏差值分别为 78、76、75，选取学校后在参与学校入学考试，考试通过才有资格入学。
- 2) 日本高考方式类似中考。高考分为中心考试+校内考试，中心考试分数超过学校分数线后可报考该学校/专业的入学考试，校内考试难度高，并且一同竞争的都是超过分数线后同一水平的考生，所以落榜率高，东京大学录取率仅为 0.9%。

由于较为激励的升学竞争，日本部分私立学校和部分国立公立学校施行“中高一贯制”，孩子可以接受更多样化的教育内容，并且免去中考，甚至还更容易入读该集团的私立大学，如庆应义塾、早稻田，所以日本家庭偏爱“中高一贯制”学校，学生在小学就要参与到私塾学习中，不仅为了从小培养一些兴趣和技能，更是为小升初考试做准备。

图表11：日本小学/初中/高中私立人数占比



资料来源：e-Stat、华泰研究

图表12：日本学校集团内部升学率高



资料来源：名校志向塾、华泰研究

图表13：日本中高考升学制度

阶段	考试	时间	考试安排
中考	校内考试	2 月	所有公立、私立学校举办校内考试招生
高考	统考	1 月	国家统考
	校内考试	2-3 月	统考达到分数线后，一些名校会举办校内考试

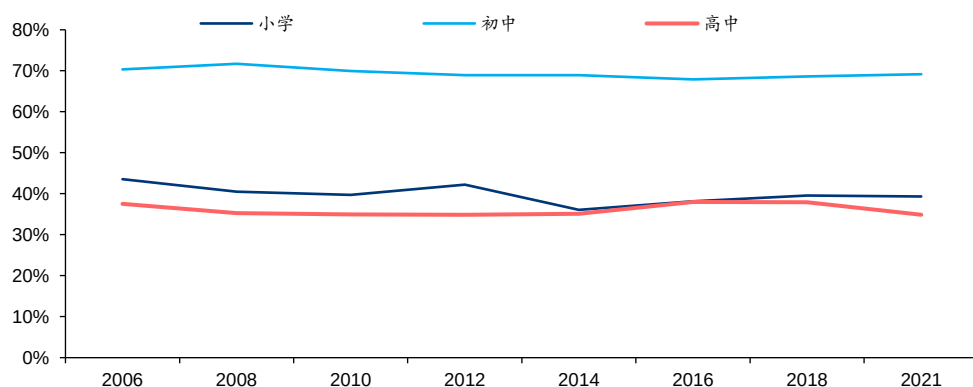
资料来源：日本文部科学省、华泰研究

图表14：日本高中对应偏差值

学校	偏差值	公立/私立	地区
開成高校	78	私立	東京都
灘高校	78	私立	兵庫県
お茶の水女子大学附属高校	77	国立	東京都
筑波大学附属駒場高校	77	国立	東京都
筑波大学附属高校	77	国立	東京都
東大寺学園高校	77	私立	奈良県
慶應義塾女子高校	76	私立	東京都
東京学芸大学附属高校	76	国立	東京都
膳所高校	76	公立	滋賀県
茨木高校	76	公立	大阪府
大阪教育大学附属高校池田校舎	76	国立	大阪府
大阪教育大学附属高校天王寺校舎	76	国立	大阪府
北野高校	76	公立	大阪府
神戸高校	76	公立	兵庫県
西大和学園高校	76	私立	奈良県
広島大学附属福山高校	76	国立	広島県
ラ・サール高校	76	私立	鹿児島県
駒場東邦高校	76	私立	東京都
桜蔭高校	76	私立	東京都
麻布高校	76	私立	東京都
早稲田大学本庄高等学院	75	私立	埼玉県
渋谷教育学園幕張高校	75	私立	千葉県
早稲田実業学校高等部	75	私立	東京都
早稲田大学高等学院	75	私立	東京都
慶應義塾高校	75	私立	神奈川県

资料来源：日本偏差值网站、华泰研究

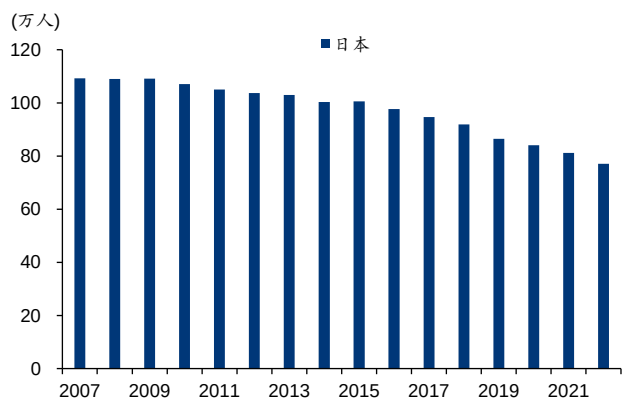
参培率近 15 年来基本保持不变，初中参培率最高。受到低生育率的影响，日本 K12 学生人数下降，从 2006 年的 1428 万下降到 2023 年的 1215 万，但期间参培率基本不变。根据 e-Stat 小初高公立私立参培率进行加权平均后，我们算出小学、初中、高中参培率分别维持在 40%、70%和 37%左右，其中初中参培率最高。

图表15：日本小学/初中/高中参培率

资料来源：e-Stat、华泰研究估算

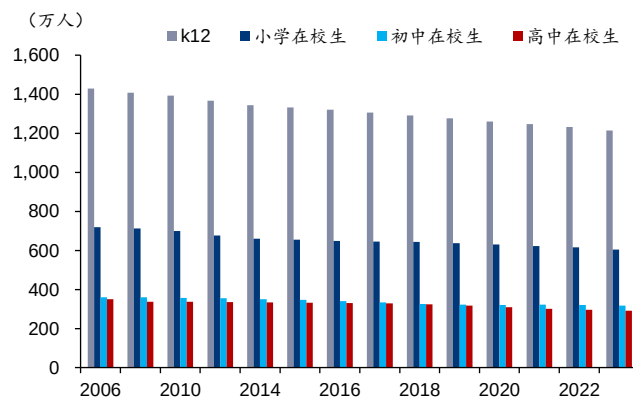
日本出生人数和 K12 人数逐年下降。截止 2023 年出生人数已下降至 77.08 万，2019 年到 2023 年日本 K12 人数也从 1276 万下降到 1215 万。日本经济发达，家庭对教育重视。日本拥有高度发达的社会市场经济，2023 年 GDP 达到人民币 27.3 万亿元，人均 GDP 达到 22 万元，高于我国。日本家庭教育文化支出占比较高，超过 12%，是日本家庭支出的重要组成部分。

图表16：日本出生人数呈现下降趋势



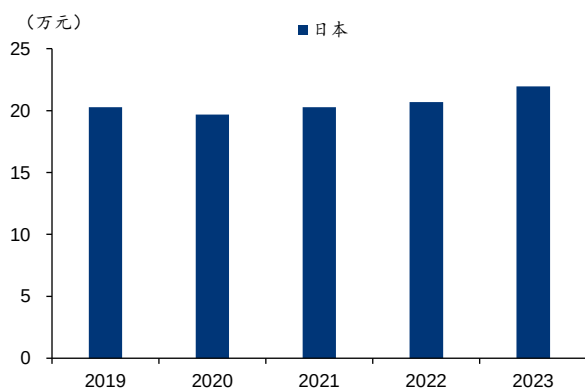
资料来源：e-Stat、华泰研究

图表17：日本 K12 人数呈现下降趋势



资料来源：e-Stat、华泰研究

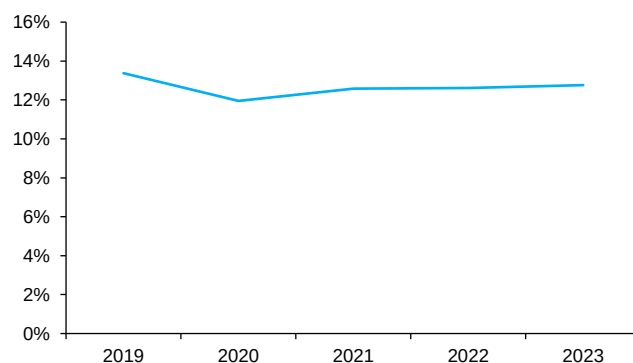
图表18：日本人均 GDP (万人民币)



注：单位为人民币，汇率采用 0.046

资料来源：e-Stat、华泰研究

图表19：日本教育文化支出占比较为稳定



资料来源：e-Stat、华泰研究

日本市场规模持续增长，达到 1.7 万亿日元。通过 e-Stat 数据搜集，将日本小学/初中/高中公立和私立学校的在校生人数、参培率和生均学习塾支出相乘，可以得到日本教培市场规模。2008-2021 年虽然日本 K12 人数下降，但市场规模从 1.3 万亿升至 1.7 万亿日元（约人民币 800 亿元），客单价的提升是市场规模增长的主要动力。

图表20：日本 K12 教培市场规模

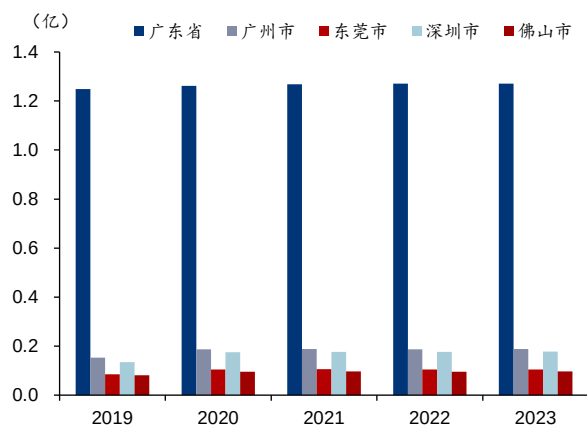
	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2021
小学市场规模 (亿日元)	3897.55	3756.43	3980.47	3565.37	3827.28	3573.57	5188.82
公立人数 (万)	704.5	691.4	668.6	652.2	640.6	635.0	614.4
私立人数 (万)	7.7	7.9	7.9	7.8	7.7	7.8	8.0
公立参培率	40.20%	39.40%	41.90%	35.70%	37.80%	39.10%	38.90%
私立参培率	66.80%	68.80%	71.10%	67.00%	69.10%	75.10%	73.00%
公立生均支出 (千日元/年)	132	132	136	146	151	136	208
私立生均支出 (千日元/年)	310	295	305	319	320	337	375
初中市场规模 (亿日元)	6591.83	6341.46	6097.11	7002.58	6756.97	6483.59	7910.68
公立人数 (万)	333.5	330.3	330.1	325.9	316.4	301.3	298.4
私立人数 (万)	25.7	25.6	25.1	24.6	24.2	23.8	24.5
公立参培率	73.00%	71.10%	70.20%	70.10%	68.90%	69.30%	70.40%
私立参培率	54.90%	55.30%	52.80%	53.70%	54.80%	60.30%	53.90%
公立生均支出 (千日元/年)	257	257	249	292	294	293	356
私立生均支出 (千日元/年)	237	217	246	252	262	254	326
高中市场规模 (亿日元)	2643.77	2999.96	3167.77	3671.32	4217.70	3692.07	4137.57
公立人数 (万)	236.3	236.6	233.3	229.5	226.2	219.3	199.8
私立人数 (万)	100.5	100.3	101.4	103.9	104.8	104.2	101.1
公立参培率	35.10%	34.10%	33.80%	33.40%	35.40%	37.80%	33.20%
私立参培率	35.60%	36.90%	37.30%	39.00%	43.60%	38.20%	38.30%
公立生均支出 (千日元/年)	217	226	242	286	302	283	363
私立生均支出 (千日元/年)	236	318	333	365	394	338	447
K12 市场规模 (亿日元)	13133.15	13097.85	13245.36	14239.28	14801.95	13749.23	17237.07

资料来源：e-Stat，华泰研究测算

广东地区校外服务产业需求有望持续升级

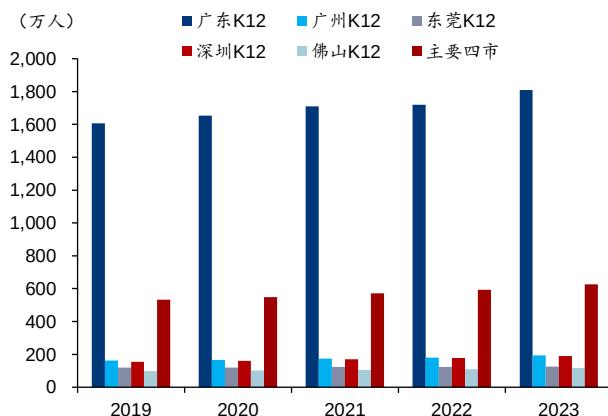
人口层面看，广东省与日本常住人口相近，但 K12 人数大于日本。广东是全国第一人口大省，截止 2023 年总人口 1.27 亿，和日本人口 1.24 亿非常接近。截止 2022 年，广东 K12 在校生人数为 1719 万人，日本 K12 人数 1215 万，我们认为教育服务机构仍有较大的发展空间。

图表21：广东常住人口较为平稳 (亿)



资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

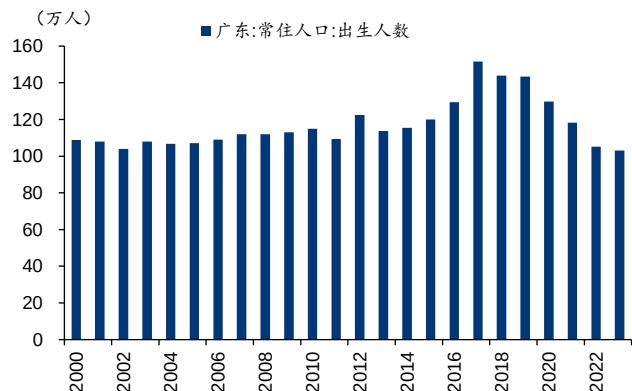
图表22：广东 K12 在校生仍在增长



资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

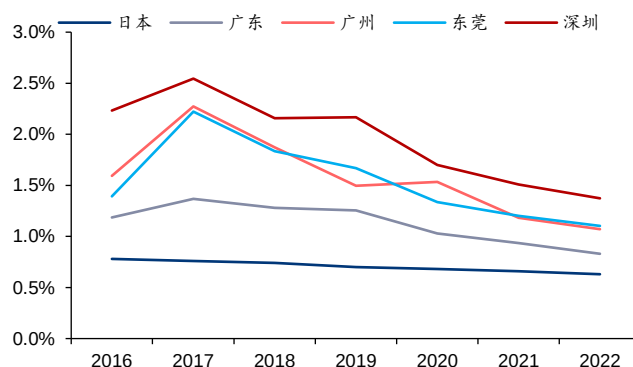
广东省出生人数和生育率维持较高水平，预计 2030 年以前 K12 学龄人口将稳步上升。广东省作为年轻人净流入的主要目的地之一，出生率在全国各省市中持续名列前茅，23 年广东省出生人口达到 103 万人，出生率为 8.12‰ (vs 全国平均 6.39‰)，连续 6 年为全国第一，其中广州/佛山/东莞/深圳 (22 年数据) 出生率均超过 10%，远高于全国平均水平。从学龄人口绝对值上看，2016-2020 年全面二孩政策下广东省迎来一波生育高峰，虽然此后出生人数绝对值有所下降，但影响传导至 K12 学龄人口仍需较长时间，我们预计 2030 年以前广东省整体 K12 学龄人口仍将稳步上升。

图表23：广东省出生人数（万人）



资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

图表24：广东地区出生率高于日本

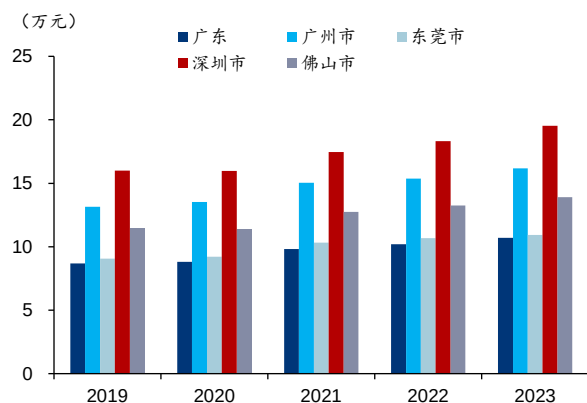


注：深圳暂未公布 2023 年数据

资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

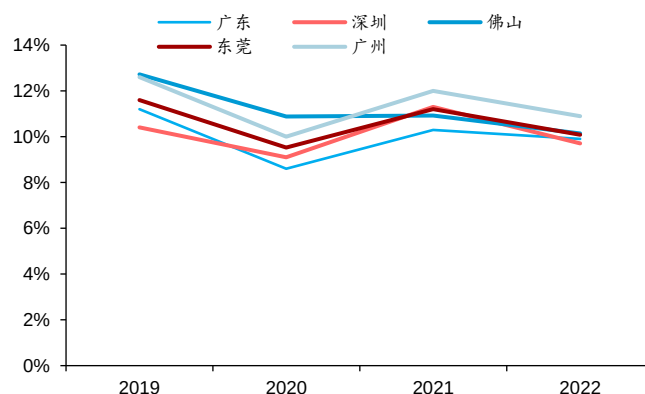
广东省教育服务需求仍有较大升级空间。从人均 GDP 指标来看，23 年广东省人均 GDP 约为 10.7 万元，其中广州深圳较高分别为 16.2 万元/19.5 万元，逐步接近日本的人均 GDP 为 22 万元。2019-2022 年广东省教育文化支出占比 8.6%-11.2%，相比日本和韩国，教育文化支出占比大约为 13%/14%，我们认为仍有一定提升空间。

图表25：广东省人均 GDP 持续提升（万元）



资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

图表26：广东家庭教育文化支出占比



资料来源：广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模合计在 300 亿人民币左右，对照日本 K12 参培率及生均支出来看，预计 2030 年有望接近 500 亿元。23 年广东四城小、初、高在校生人数合计为 213/70/44 万人，我们参考日本各学段参培率，并考虑到不同学段学生在校学习时长的差异，假设 1) 小、初、高课外培训参培率逐步提升，21 年分别为 50%/60%/70%，2) 小、初、高每科每年客单价分别为 8,000/9,000/10,000 元，3) 小学阶段生均参培 1.2 门课，初中阶段 1.3 门课，高中阶段 1.5 门课，从而估计 23 年广东四城 K12 教培市场规模约为 284 亿元。中长期来看，我们审慎假设 2030 年以前在校生人数和扩科率保持不变，假设广东省参培率提升 5 个百分点（向双减前修复）、生均年支出逐步提升（21 年假设广东四城生均支出为 9156 元，日本 21 年为 13834 元，人民币口径，与人均 GDP 差距相似），我们估算 2030 年广东 K12 教培市场规模有望接近 500 亿元。

图表27：广东四城 K12 教培市场规模

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2030E
小学市场规模（亿元）	139	160	183	75	155	274
人数（万）	362.77	369.75	381.02	389.01	404.23	404.23
参培率	40%	45%	50%	20%	40%	45.00%
客单价（元/年/科）	8000	8000	8000	8000	8000	12,541
扩科率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
初中市场规模（亿元）	57	65	76	40	70	111
人数	97.03	101.68	107.77	113.68	118.99	118.99
参培率	50%	55%	60%	30%	50%	55.00%
客单价（元/年/科）	9000	9000	9000	9000	9000	13,059
扩科率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
高中市场规模（亿元）	45	51	60	37	59	90
人数	50.32	52.52	57.21	62.35	65.72	65.72
参培率	60%	65%	70%	40%	60%	65.00%
客单价（元/年/科）	10000	10000	10000	10000	10000	13,990
扩科率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
K9 市场规模（亿元）	196.07	225.16	258.54	114.59	224.83	384.85
K12 市场规模（亿元）	241.36	276.38	318.61	152.00	283.98	474.49

注：考虑双减影响，假设 21-23 年参培率先降后升

资料来源：广东统计局，华泰研究预测

市场供给出清，思考乐有望填补深圳市场空白

政策法规不断完善，为 K9 非学科类发展提供政策指引。2021 年，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》，明确规定学科类培训机构应登记为非营利机构，并停止审批新的面向学龄前儿童和 K9 阶段学生的学科类校外培训机构。随后广东省教育厅颁布多项政策，规范非学科市场环境，加强对校外机构的监管和审批，明确非学科类目录清单和牌照申请细则，促进教培机构积极转型。

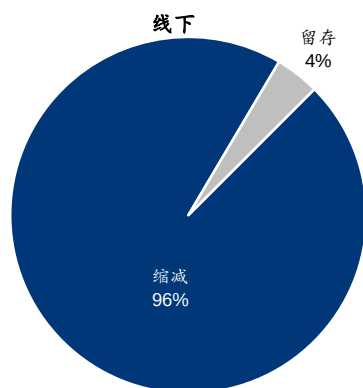
图表28：广东省政策逐渐完善

时间	政策名	主要内容
2021.05	《广东省校外培训机构规范办学行为提示书》	严禁无证办学；严禁超前超期预收费；严禁超纲超前教学；严格规范师资条件；严禁虚假广告宣传。
2021.12	《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引》	校外培训机构应当落实主体责任，对其实施的培训服务类别进行审查判断，主动按照学科类或者非学科类的相关管理要求规范开展培训活动。校外培训机构向属地教育行政部门提交自行鉴定情况材料，属地教育行政部门进行审查鉴定，教育部门进行审查鉴定后，向校外培训机构发送鉴定结果意见书。
2023.4	《广东省规范面向中小學生非学科类校外培训实施方案》	各地市按照非学科类培训机构设置标准，对现有机构进行全面排查，不符合设置标准的要督促对标整改。培训时间不得和当地中小学校教学时间相冲突，线下培训结束时间不得晚于 20:30，线上培训结束时间不得晚于 21:00。培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过 3 个月或 60 课时的费用，且不得超过 5000 元。
2023.4	《广东省教育厅关于切实解决面向中小学生的非学科类校外培训机构审批工作系列问题的通知（一）》	2023 年 6 月底前，各地教育部门须会同文旅、科技、体育等行政部门建立健全审批机制，打通政策堵点，并至少审批发放一批以上的非学科类校外培训机构办学许可证。2023 年 12 月 1 日之前，完成所有非学科类校外培训机构的审批发证，确保证照齐全。
2023.5	《广东省中小學生校外教育培训机构非学科类目录清单》	1) 目录清单总共分为三大类，包括科技类、文化艺术类、体育类、其他非学科类别 2) 科技类：计算机与信息类、科普类、其他科技类 3) 文化艺术类：声乐类、器乐类、舞蹈类、美术类、戏曲戏剧类 4) 体育类：足球、排球、篮球等 95 项 5) 其他非学科类别：魔方、烹饪、茶艺等 14 类。
2024.2	校外培训管理条例（征求意见稿）	系统总结现有政策和基层实践并转化为法规制度，着力推进校外培训治理规范化、法治化。明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确了规范管理、提高质量、满足多样化文化教育需求的目标导向，明确了平衡机构、家长、学生、学校等各方权利义务关系并保障各方合法权益的立法价值。在推进依法管理的同时，正视家长的合理培训需求，提出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务等举措。

资料来源：教育部，广东省教育厅，华泰研究

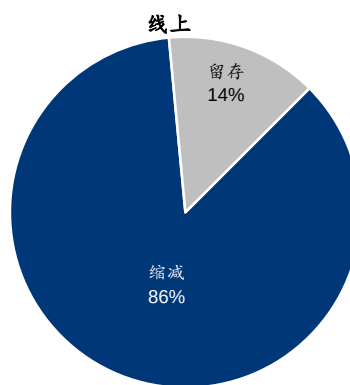
双减政策后，深圳线上线下机构大幅缩减。据教育局数据显示，双减政策后，广东省内线下机构大幅缩减 96%，线上机构缩减 86%（截止 2022.1），其中截至 21 年 10 月 1 日，深圳责令限期整改培训机构 307 家、依法关停培训机构 919 家。作为全国性龙头机构的学而思在深圳也关闭了 78% 的网点。

图表29：双减前后广东省线下机构数量对比



资料来源：广东省教育厅，华泰研究

图表30：双减前后广东省线上机构数量对比



资料来源：广东省教育厅，华泰研究

思考乐：教学服务稳定输出，深耕大湾区市场

教学服务：课程体系丰富，高续班低退还率体现高口碑

素质产品内容丰富，满足学生多样化需求。公司完成了课程体系转型，形成了素养、高中和妙维国际三大事业部，涵盖中小学素质教育、游研学国际教育、高中学业辅导。其中，思考乐·乐学已经开设了幼少儿美术、书法、口才、科学实验、机器人·编程等课程，围绕孩子全方位成长打造。

图表31：思考乐事业部



资料来源：公司业绩会材料，华泰研究

图表32：思考乐素养产品



资料来源：公司业绩会材料，华泰研究

推出小班、1对1、线上课程及低价课，匹配学员个性化学习需求。思考乐以小班教学为主，每个班人数控制在20人以下，保证课堂教学质量，据我们统计，小学和高中秋季课时单价为146元和169元，与行业龙头企业价格接近。思考乐1对1授课根据学生特点提供个性化服务，年级不同老师不同价格不等，高中1对1价格在1100-1300元/次左右。思考乐目前暑期低价课199元/15课次，我们认为公司新校区仍靠低价课引流获客，提高秋季班转化率，加速网点爬坡。此外公司在23年也推出了集团总部教科院打造的3节在线课程，为学员提供知识补充和强化提升。

图表33：K12课程比较

机构	课程名字	班型	价格(元)	课时数(个)	课时单价(元)
K9					
思考乐	汉文乐汇	小班	5565	38	146
	逻辑思维训练	小班	5565	38	146
	妙维国际素养	小班	5565	38	146
学而思	科学思维	大班	4800	30	160
	人文创作	大班	4800	30	160
	国际	大班	5400	30	180
高中					
思考乐	各科秋季班	小班	6420	38	169
		一对一	1100-1300	2	550-650
学而思	各科秋季班	大班	5070	32.5	156

资料来源：各家官方app，华泰研究

图表34: 思考乐暑期低价课



资料来源：思考乐公众号，华泰研究

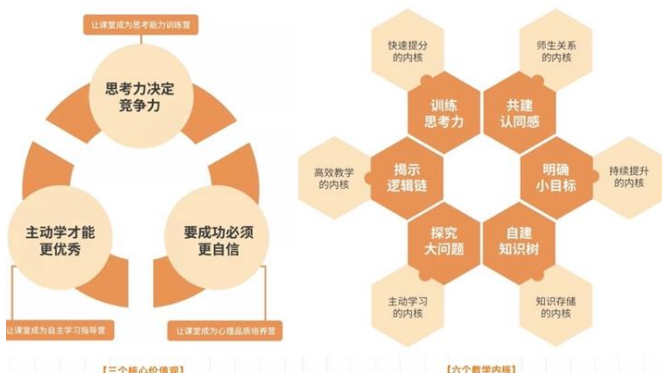
图表35: 思考乐提供线上课程帮助学生理解



资料来源：思考乐公众号，华泰研究

“366”授课体系实现教学标准化。思考乐早期采用“PTS”授课体系，2019 年开始采用“366”教学模型，顺应新时代教育发展趋势。“366”教学模型专注“思考力”，提升孩子竞争力，坚持“思维发展重于知识获取”和“策略生成重于问题解决”两个基本原则，培养有逻辑的思考者。3 个核心价值观明确了公司教学的发展方向，6 个课堂标准实现教学标准化，从而保证各校区教学水平一致。

图表36：思考乐“366”教学模式



资料来源：思考乐公众号、华泰研究

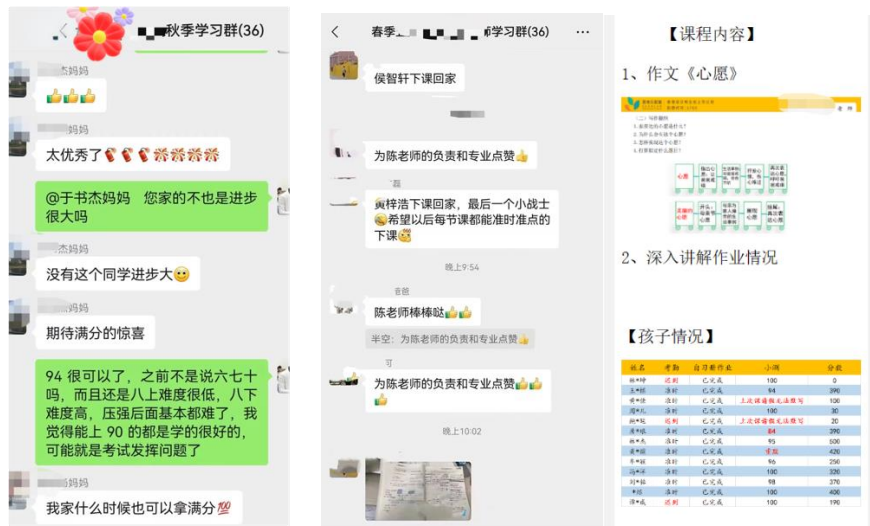
图表37：思考乐“366”教学模型



资料来源：思考乐公众号、华泰研究

公司课后服务周到，提供免费辅导课，加强家校互联。报名秋季班正价课的学生每周周中有 1 小时的免费辅导课，时间固定，老师会对学生进行答疑，帮助学生解决日常学习中的疑难困惑。公司课后团队每个班级群里有任课教师、课程顾问、班主任和校长，对学生问题进行答疑，跟进学生情况，并在教学后及时沟通反馈孩子情况，发送家校。公司还开发了用于家长沟通的小程序用来同步学生情况，收集家长对授课老师的评分，提升集团满意度，有效增强客户粘性，23 年度共计 45 例投诉建议全部得到了有效处理。此外，思考乐会组织公益讲座与直播，分享教育趋势，为学生提供全面的学习支持，2023 年度共举办 56 场线上讲座，总计 15 万人次观看。

图表38: 思考乐课后服务团队和反馈机制升级



资料来源：思考乐公众号，华泰研究

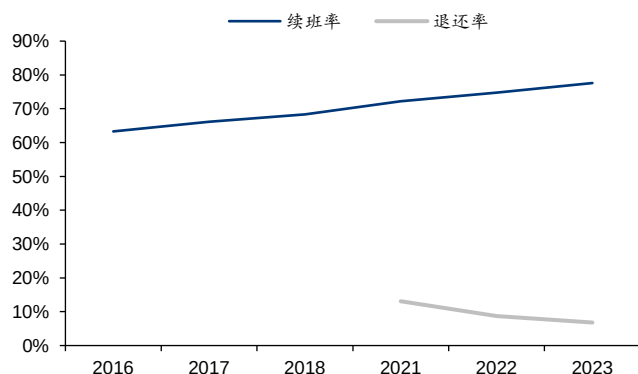
图表39: 思考乐培训活动现场



资料来源：思考乐年报，华泰研究

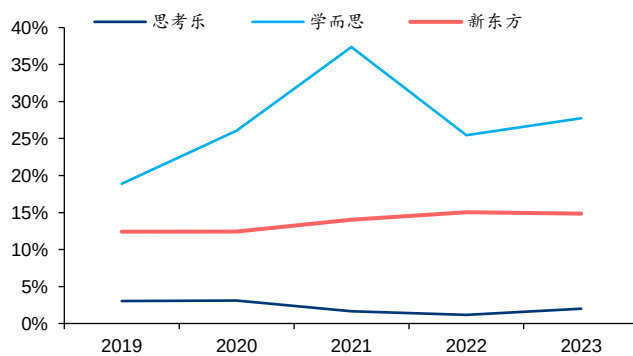
高质量服务促使高续班率和低退还率，依靠口碑传播获客实现低销售费用。思考乐 21-23 年续班率分别为 72.2%、74.8%和 77.6%，相比 16 年提升 10pct，同时，23 年公司退还率已降至 6.8%，可见优质服务已建立了较高的客户满意度和忠诚度。对比同业，公司销售费用率较低，我们认为一方面来自于区域内教培机构口碑为主要获客手段，营销推广费用较少，另一方面公司对老师的要求较高，既强调课程教学，同时需要承担销售转化的任务，因此综合来看，销售费用率优势显著。

图表40: 思考乐续班率和退还率



资料来源：公司业绩会材料，华泰研究

图表41: 思考乐和同业公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

师资：培训体系完善，强化高中师资质量

公司重视员工职业发展，多样化培训+25 级绩效考核提高老师教学质量。思考乐不同教龄老师参与 5 个不同阶段培训体系，新聘老师必须参加 1 个月的脱产培训，达到绩效标准才能成为助教，到上岗需要 3 个月时间，中层管理干部也会参训提升战略执行能力。公司日常也会举办老师教学擂台赛、竞技赛激励教师提高能力。不仅如此，公司为教师建立了 25 级绩效考核系统，从“一星教师”到“四星教师”，评估因素包括学生续班率、满意度和回复率等，考核与薪酬和晋升挂钩，教师最高可晋升到学习中心校长级别。

图表42：思考乐教师培训学苑体系



资料来源：思考乐年报，华泰研究

图表43：思考乐举办比赛进行培训



妙维国际SJ教学擂台赛-起航

妙维事业部 思考乐教育 2024年07月03日 23:00 广东

教学擂台赛
妙维国际SJ-起航

夏日炎炎，但老师们的热情比夏天的太阳还要火热。又到了一年一度的SJ教学擂台赛——今天为大家带来的是深圳北和深圳西南的现场分享！
我们妙维人会带着这份希望和梦想开启SJ！

资料来源：思考乐公众号，华泰研究

高中优质师资队伍逐渐形成。早期思考乐聚焦在培良市场，老师多为各地师范学院毕业生，师资与学而思、新东方相差大。高中业务成为各家机构着力的重点，思考乐也相应提高了师资水平，引入了清北、中山大学等 985、211 高校毕业和教龄长的老师，提升高中教学产品的竞争力。

图表44：思考乐老师高学历并且经验丰富



资料来源：思考乐公众号，华泰研究

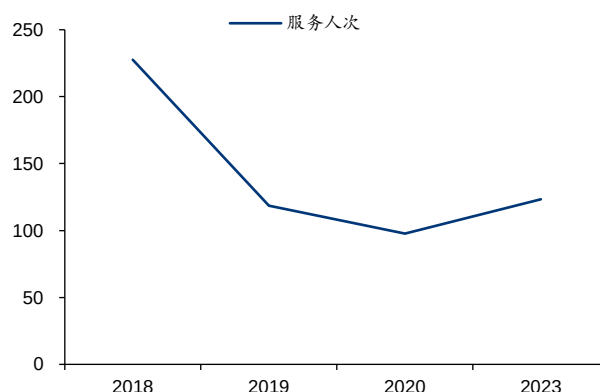
师资供给有保证，提升产能成为重要目标。思考乐在 21-22 年教师团队进行调整，23 年以来恢复招聘。目前公司已经与 13 省 50 多所院校建立合作，构建起约 2600 人的教师团队。短期师资扩大，人均产能有所降低，相比 18 年高峰 228 人次/年仍有一定差距，教师产能提升已经公司当前最为重要的目标之一。

图表45：公司教师管理体系



资料来源：公司业绩会材料、华泰研究

图表46：思考乐老师服务人次（人次/年）



资料来源：公司公告、华泰研究

运营管理：管理团队激励充分，内部管理效率高

合伙人计划+校长负责制，助力门店扩张。思考乐搭建了一系列合伙人计划，包括集团合伙人、城市合伙人、教研合伙人、大区合伙人、校长合伙人、教师合伙人等，各级员工完成目标后即可参与分红，超出目标越大分红比例越大，完善的激励制度促进各级员工完成工作任务。在中层管理上，公司实行校长负责制，分校校长有绝对的人事权、财务权、运营权，决策下放省去了层层审批程序，校长对外部需求情况应对更为及时高效。

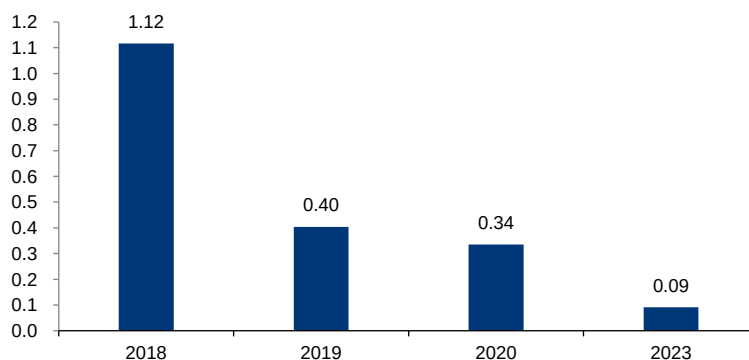
图表47：校长和教师合伙人计划



资料来源：公司业绩会材料、华泰研究

管理制度实现门店复制化、标准化。公司通过设计完善的激励制度和管理制度，保障优质的教学效果，在扩张时同时具备可复制性。随着制度完善，公司在校区高速扩张的同时保持职能人数的下降，23年职能/老师人数之比仅为0.09，可以见到公司管理效率升高，门店标准化和可复制化取得初步成效。

图表48：思考乐职能人数和老师人数比



资料来源：公司公告、华泰研究

产能扩张：网点持续加密，盈利能力有保障

校区扩张速度快，关内分布最密集。思考乐 2023 年底在深圳有 70 个网点，截止 24 年年中达到 145 个网点，其中龙岗区、宝安区、南山区最多。以往公司网点基本分布在关外，经过我们计算，如今在关内区域罗湖、福田分布最密集，南山区在 4 年内也新开了 10 个校区，可以见到公司向关内区域发展的趋势。此外，思考乐邻近地铁站网点高达 40 家，且多数分布在关外，关外家庭选择机构时注重便利性，思考乐关外网点能很好迎合该类人群需求。

图表49：思考乐深圳各区域网点及密度

	面积(km2)	校区个数	密度 (km2/个)
龙岗	684	40	17.10
宝安	397	39	10.18
南山	188	17	11.06
龙华	176	17	10.35
坪山	166	6	27.67
光明	155	6	25.83
罗湖	79	15	5.27
福田	79	13	6.08
盐田	75	5	15.00
布吉		9	
大鹏	294	2	147.00

资料来源：思考乐公众号，华泰研究

图表50：思考乐地铁站网点分布达 40 家



资料来源：思考乐小红书账号，华泰研究

思考乐单店盈利能力强。思考乐网点新校区面积 500-600 平。2023 年公司平均教师/职工/单店收入为 12.80 万/14.47 万/518.74 万元。考虑到 23 年处于复苏期，我们预计单店成熟后收入有望超过 600 万元/年，营业利润率有望达 25%。

图表51: 思考乐单店模型

	单店模型预测
营业收入 (万元/年)	600
平均单店面积 (m ²)	500
坪效 (万元/年)	1.2
折旧摊销 (万元/年)	30
%收入	5%
初始投入 (万元)	150
折旧摊销年限 (年)	5
租金成本 (万元/年)	90
%收入	15%
平均租金 (元/平/月)	150
师资成本 (万元/年)	180
%收入	30%
员工数	15
平均年薪 (万元/年)	12
毛利润	300
毛利率	50.0%
其他成本费用和总部费用分摊	150
%收入	25%
营业利润 (万元/年)	150
营业利润率	25%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

盈利预测和投资建议

盈利预测

公司业务转型顺利完成，内部管理重回正轨，23 下半年以来公司开始加速教学点的增长，25 年广州地区有望逐步贡献收入增量，我们预计公司未来收入保持较快增长，预计总收入 24/25/26 年分别为 8.25/11.13/13.93 亿元，从素质教育和学业课程业务分别来看：

- 1) **素质教育课程 (K9) 业务：**24 上半年呈现较高增速实现收入 3.67 亿 (yoy+57.8%)。考虑合规运营之后，线下网点快速修复，我们预计 2024-2026E 年素质教育业务收入有望实现较高增速，预计收入为 7.48/10.02/12.38 亿元，其中 24-26E 课时增长为 40%/30%/20%，客单价提升幅度较小为 3%/3%/3%。
- 2) **学业备考课程 (高中) 业务：**24 上半年充分体现公司投入带来的成果，实现收入 0.33 亿 (yoy+70.6%)。我们预计学业业务低基数下有望延续高增长，拆分课时和客单价来看，24-26E 课时增长 45%/40%/35%，为主要驱动力，客单价小幅提升 3%/3%/3%，对应收入增速为 49%/44%/39%，收入 0.77/1.11/1.55 亿元。

成本费用：

- 1) **毛利率：**扩张周期内保持稳定毛利率水平，公司 23 年毛利率为 41.8%，上升原因在于学生人次和课时的增加，考虑到公司正在省内快速扩张，我们假设 24/25/26 年毛利率维持在 43.0%/43.5%/44.0%。
- 2) **销售费用率：**市场竞争减弱，获客成本降低，叠加公司差异化的服务能力，预计销售费用率保持在低位。23 年销售费用率为 2.00%，销售费用增加主要来自于广告展览和直播电商活动开支上升，随着该业务的终止，24 年预计不会产生重大相关开支，我们预计 24/25/26 年销售费用率为 1.83%/1.77%/1.70%。
- 3) **管理显现规模效应：**23 年公司行政费用率 21.48%，管理人员预计较为稳定，费用刚性下，我们预计 24/25/26 年行政费用率小幅下降，分别为 20.38%/19.78%/18.47%。
- 4) **研发费用率占比较低，预计维持稳定。**公司 23 年研发费用率 2.63%，维持下降趋势，主要原因是公司教材和教学系统趋于完善，研发人员开支减少，所以我们预计 24/25/26 年研发费用率维持在 2.27%/2.02%/1.86%，小幅下降。

图表52：盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	832	402	571	825	1113	1393
YoY	11.0%	-51.7%	41.9%	44.7%	34.9%	25.1%
非学业素质课程	195.97	369.80	518.86	748	1002	1238
YoY	1912%	89%	40%	44%	34%	24%
占比	24%	92%	91%	91%	90%	89%
课时数（万课时）	231	428	597	836	1,087	1,305
YoY		85%	39%	40%	30%	20%
课时单价	85	86	87	89	92	95
YoY		2%	1%	3%	3%	3%
学业教育课程	635.75	32.29	51.75	77	111	155
YoY		-95%	60%	49%	44%	39%
占比	76%	8%	9%	9%	10%	11%
课时数（万课时）	721	36	58	84	118	159
YoY		-95%	60%	45%	40%	35%
课时单价	88	89	89	92	95	97
YoY		1%	0%	3%	3%	3%
毛利率	37.9%	34.5%	41.8%	43.0%	43.5%	44.0%
毛利	315	139	239	355	484	613
销售费用率	1.64%	1.16%	2.00%	1.83%	1.77%	1.70%
管理费用率	20.45%	20.50%	21.48%	20.38%	19.78%	18.47%
研发费用率	6.42%	4.04%	2.63%	2.27%	2.02%	1.86%
归母净利润	-27	54	86	170	232	307
YoY	-154%	-304%	58%	98%	36%	32%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

投资建议

思考乐是中国华南地区领先的 K12 课后教育服务商，同时我们认为行业格局变化，存量教培整体受益，优势地位进一步巩固。22 年以来思考乐及时调整战略，向素质教育转型，凭借其口碑和优质服务在深圳快速扩张网点，收入利润持续增长。我们预计公司 24-26 年总收入为 8.25/11.13/13.93 亿元，归母净利润 1.70/2.32/3.07 亿元，采用可比公司估值法估值。

可比公司为教培行业同业公司，卓越教育为广州地区区域教培，学大教育、新东方、好未来为全国品牌教培，有道、高途为线上教培机构，具有较强可比性。我们认为公司作为港股中小市值公司虽然应予以一定流动性折价，但考虑到公司显著受益于深圳市场供给出清，盈利弹性大，因此我们相对可比公司估值均值（20.30x）略微给予折价 19x 25E PE，得到目标价 8.68 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：思考乐教育 PE 估值关键假设（截至北京时间 10 月 1 日）

	2025E
归母净利润（百万元）	232
PE	19
股权价值（百万元）	4,413
汇率	0.9
股权价值（百万港元）	4,904
股份数（百万）	565
目标价（港元）	8.68

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表54：可比公司估值（截至北京时间 10 月 1 日）

公司代码	公司简称	收盘价	市值 (百万)	调整后 EPS (美元/元)			PE (倍)		
				FY25E /2024E	FY26E /2025E	FY27E /2026E	FY25E /2024E	FY26E /2025E	FY27E /2026E
EDU US	新东方	75.84	13,048	3.22	4.34	5.33	23.58	17.47	14.24
TAL US	好未来	11.84	7,155	0.25	0.47	0.79	47.94	24.98	14.91
DAO US	网易有道	4.15	496	-0.39	1.11	2.84	-	26.27	10.23
000526 CH	学大教育	63.09	7,774	2.06	2.81	3.58	30.57	22.46	17.62
GOTU US	高途集团	3.92	1,014	-1.18	-0.38	0.61	-	-	6.47
3978 HK	卓越教育	3.61	3,058	0.19	0.31	0.41	17.37	10.32	8.01
平均值							29.87	20.30	11.91

注：收盘价和市值为交易货币单位，收入为报表货币单位，美元兑人民币为 7.00，港元兑人民币为 0.90。美股预测值来自彭博一致预期，港股、A 股预测值来自 Wind 一致预测。好未来财年于每年 2 月截止，其他可比公司财年于每年 12 月截止。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

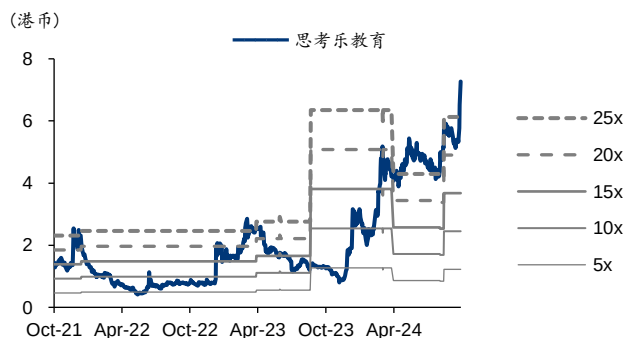
市场渗透率修复缓慢：公司的素养产品内容和形态相对较新且仍在持续迭代，市场接受度和产品刚需性尚待观察，市场渗透率向双减前修复具有一定不确定性。此外，消费者支出也可能会受到宏观经济放缓和家庭收入增长放缓的不利影响，从而导致市场渗透率增长缓慢。

竞争加剧：K12 培训领域市场参与者众多，若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品，聚焦产品研发，则可能难以实现市占率的提升。

优质师资和核心管理人才流失风险：优质师资和核心管理人才是教育机构的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

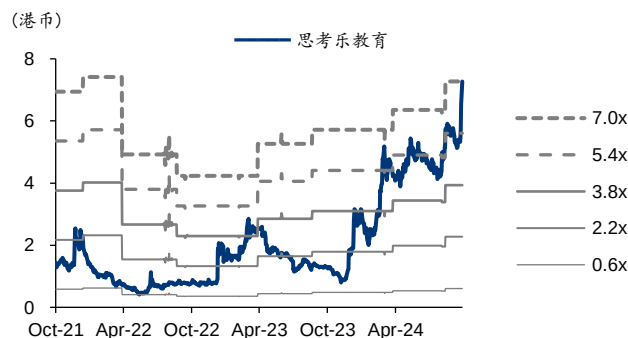
对素养教育和高中学科培训的监管力度加强：如果有关部门决定对高中学科培训和 K9 非学科培训服务的课程内容、价格、经营资格等实施更严格的限制，将对公司的收入和毛利率产生不利影响。

图表55：思考乐教育 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表56：思考乐教育 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	402.08	570.61	825.48	1,113	1,393
销售成本	(263.39)	(332.06)	(470.53)	(629.01)	(780.21)
毛利润	138.69	238.55	354.96	484.28	613.03
销售及分销成本	(4.68)	(11.44)	(15.07)	(19.67)	(23.71)
管理费用	(98.65)	(137.61)	(187.01)	(242.78)	(283.18)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(6.23)	(1.88)	(4.23)	(3.94)	(2.58)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	42.31	116.75	196.76	268.56	354.48
税费开支	11.55	(32.24)	(29.51)	(40.28)	(53.17)
少数股东损益	(0.55)	(1.48)	(2.93)	(4.00)	(5.28)
归母净利润	54.41	85.99	170.17	232.27	306.59
折旧和摊销	(56.84)	(56.19)	(43.78)	(69.91)	(94.03)
EBITDA	105.37	174.82	244.77	342.41	451.10
EPS (人民币, 基本)	0.10	0.15	0.30	0.41	0.54

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	16.57	20.51	33.13	39.21	51.31
现金及现金等价物	298.74	256.48	269.23	422.47	702.95
其他流动资产	117.33	220.12	220.12	220.12	220.12
总流动资产	432.63	497.11	522.48	681.79	974.38
固定资产	37.68	55.78	80.54	89.67	83.18
无形资产	93.05	168.59	189.41	208.73	226.55
其他长期资产	191.57	311.74	402.38	464.02	498.66
总长期资产	322.29	536.11	672.33	762.42	808.39
总资产	754.93	1,033	1,195	1,444	1,783
应付账款	1.28	2.97	3.05	4.99	4.99
短期借款	0.00	50.90	0.00	0.00	0.00
其他负债	299.48	396.89	396.89	396.89	396.89
总流动负债	300.76	450.75	399.94	401.88	401.87
长期债务	0.00	124.19	169.34	188.54	225.79
其他长期债务	82.76	4.93	4.93	4.93	4.93
总长期负债	82.76	129.11	174.27	193.46	230.72
股本	3.78	3.78	3.78	3.78	3.78
储备/其他项目	367.63	451.05	621.22	853.50	1,160
股东权益	371.40	454.83	625.00	857.27	1,164
少数股东权益	0.00	(1.48)	(4.40)	(8.40)	(13.68)
总权益	371.40	453.35	620.59	848.87	1,150

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	68.40	43.28	21.87	16.02	12.14
PB	10.02	8.18	5.95	4.34	3.20
EV EBITDA	35.79	22.92	16.28	11.24	7.98
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.59	4.04	0.60	3.73	6.65

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	105.37	174.82	244.77	342.41	451.10
融资成本	6.23	1.88	4.23	3.94	2.58
营运资本变动	21.67	43.17	(12.53)	(4.14)	(12.12)
税费	11.55	(32.24)	(29.51)	(40.28)	(53.17)
其他	(19.07)	17.60	(4.23)	(3.94)	(2.58)
经营活动现金流	125.75	205.22	202.73	297.99	385.81
CAPEX	(7.94)	(36.09)	(180.00)	(160.00)	(140.00)
其他投资活动	26.64	(150.06)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	18.69	(186.15)	(180.00)	(160.00)	(140.00)
债务增加量	0.00	0.00	(5.74)	19.19	37.26
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(82.07)	(62.09)	(4.23)	(3.94)	(2.58)
融资活动现金流	(82.07)	(62.09)	(9.97)	15.25	34.67
现金变动	62.38	(43.02)	12.75	153.24	280.48
年初现金	236.04	298.74	256.48	269.23	422.47
汇率波动影响	0.32	0.76	0.00	0.00	0.00
年末现金	298.74	256.48	269.23	422.47	702.95

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(51.66)	41.91	44.67	34.86	25.15
毛利润	(55.98)	72.00	48.80	36.43	26.59
营业利润	(54.65)	153.11	91.78	42.36	35.88
净利润	(304.48)	58.04	97.90	36.49	31.99
EPS	(304.48)	58.04	97.90	36.49	31.99
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	34.49	41.81	43.00	43.50	44.00
EBITDA	26.21	30.64	29.65	30.76	32.38
净利润率	13.53	15.07	20.62	20.86	22.01
ROE	15.79	20.82	31.52	31.34	30.34
ROA	7.18	9.62	15.28	17.60	19.00
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(80.43)	(17.90)	(15.98)	(27.29)	(41.00)
流动比率	1.44	1.10	1.31	1.70	2.42
速动比率	1.44	1.10	1.31	1.70	2.42
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.53	0.64	0.74	0.84	0.86
应收账款周转天数	12.53	11.69	11.69	11.69	11.69
应付账款周转天数	2.21	2.30	2.30	2.30	2.30
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS	0.10	0.15	0.30	0.41	0.54
每股净资产	0.66	0.81	1.11	1.52	2.06

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博、郑裕佳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博、郑裕佳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司