

公司研究

24 年净利率同比改善，计划提升分红比例

——思考乐教育（1769.HK）2024 年年报点评

要点

事件：思考乐教育发布 2024 年度业绩报告。24 年实现营业收入 8.52 亿元，同比+49.4%；归母净利润 1.46 亿元，同比+69.4%；经调整归母净利润 1.76 亿元，同比+62.7%。其中，24H2 实现收入 4.53 亿元，同比+41.9%；归母净利润 0.63 亿元，同比+46.3%；经调整归母净利润 0.82 亿元，同比+33.6%。

非学科素质业务带动业绩高增。从具体经营数据看，24 年非学科素质业务收入 7.67 亿元，同比+47.8%，学生 34.85 万人次，同比+45.8%，课时数 869.26 万课时，同比+45.5%，学生客单价同比+1.4%，课时单价同比+1.6%；辅导课程收入 0.86 亿元，同比+65.2%，学生 3.75 万人次，同比+61.8%，课时数 93.57 万课时，同比+61.3%，学生客单价同比+2.1%，课时单价同比+2.4%。截至 24 年底，公司较 2023 年底净增学习中心 81 家至 169 家（其中 160 家位于深圳，9 家位于广州），持续拓展教学规模；24 年公司合约负债 2.4 亿元，同比-12.7%。

费用率下降致净利率改善，重新启动分红。公司 2024 年毛利率为 39.1%，同比-2.7pcts，主要系 24H2 公司开始筹备广州校区，产生较多前期成本。费用投放方面，2024 年销售费用率为 1.5%，同比-0.5pcts，主要系公司费用投放效率提升；行政费用率为 15.1%，同比-6.4pcts，主要系直播电商业务终止后，相关开支减少；研发费用率为 3.1%，同比+0.5pcts，主要系研发人员开支增加，该项开支与开发教材、课程产品以及素养课程的市场研究有关。综合来看，2024 年净利率为 17.1%，同比+2.3pcts。此外，24 年公司重启分红，分红率为 25%，公司计划 25 年分红率不低于 30%，后续有望逐步提升至 40%左右。

大力发展高中和全日制业务，回归广州市场。高中业务方面，鉴于市场增长态势良好，全国和广东省高考人数上升，深圳家长对孩子升学期望高且补习接受度高，公司将加大投入。具体包括完善高一运营，增加志愿填报服务并引入 AI，重视高三突破，探索延伸业务。全日制业务发展潜力大，寒假尝试成果好，预计单校区年营收有千万规模，公司未来计划设多个校区，探索复读业务，注重多方赋能。广州市场规模大，2024 年启动后发展良好，低价班转化率高，当前聚焦营收和市场占有率，未来分校数量有望超深圳。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司发展广州市场仍需要较多投入，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 2.11/2.90 亿元（分别下调 9%/8%），引入 2027 年预测为 3.82 亿元，对应 EPS 为 0.37/0.51/0.68 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 11x/8x/6x，公司为深圳地区 K12 教培龙头之一，公司重新回归广州市场，仍有较大发展空间，维持“增持”评级。

风险提示：教育政策收紧风险、出生人数严重下滑、行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	571	852	1160	1509	1886
营业收入增长率	41.91%	49.37%	36.13%	30.06%	25.00%
归母净利润（百万元）	86	146	211	290	382
归母净利润增长率	58.03%	69.38%	44.95%	37.37%	31.84%
EPS（元）	0.15	0.26	0.37	0.51	0.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.91%	22.93%	24.95%	25.52%	25.18%
P/E	26	15	11	8	6
P/B	5.3	3.8	2.9	2.1	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-21 注：2023-2024 年总股本数分别为 5.56/5.65 亿股，1HKD=0.9235CNY

增持（维持）

当前价：4.30 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

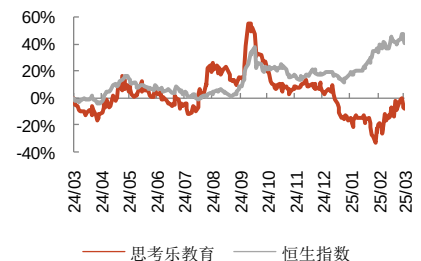
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.65
总市值(亿港元):	24.29
一年最低/最高(港元):	3.05/7.57
近 3 月换手率:	32.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.47	-33.73	-48.21
绝对	10.73	-11.16	-7.73

资料来源：Wind

相关研报

拨云见日终有时，守得云开见月明——K12 教育培训行业深度报告（2024-12-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	571	852	1160	1509	1886
销售成本	332	519	703	905	1120
其他费用	0	0	0	0	0
销售费用	11	13	16	19	22
管理费用	138	155	199	247	294
财务费用	6	10	7	5	3
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	-1	-1	0	0	0
营业利润	83	155	235	333	447
其他非经营损益	34	26	26	26	26
税前利润	117	181	261	359	473
所得税	32	35	52	72	95
税后利润	85	146	209	287	379
归属于非控股股东利润	-1	-0	-2	-3	-4
归属于母公司股东利润	86	146	211	290	382
EBITDA	179	191	317	421	541
NOPLAT	65	133	194	270	360
EPS(元)	0.15	0.26	0.37	0.51	0.68

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	61	125	188	266	358
折旧与摊销	56	52	49	57	64
财务费用	6	10	7	5	3
其他经营资金	83	63	244	175	185
经营性现金净流量	205	251	487	504	610
投资性现金净流量	-186	98	-159	-59	-89
筹资性现金净流量	-62	40	-47	-5	-3
现金流量净额	-43	389	281	440	518

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	259	392	674	1114	1631
应收账款	0	0	0	0	0
预付款项、按金及其他应收	21	52	53	69	87
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	217	112	184	209	236
流动资产总计	497	556	912	1393	1954
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	56	111	144	194	222
在建工程	0	0	50	30	30
无形资产	203	363	376	396	398
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	277	294	329	301	316
非流动资产合计	536	771	903	925	971
资产总计	1033	1327	1814	2318	2925
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	3	4	5	6	8
其他流动负债	448	437	753	968	1195
流动负债合计	451	480	758	974	1203
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	129	212	212	212	212
非流动负债合计	129	212	212	212	212
负债合计	580	693	970	1187	1415
股本	4	4	4	4	4
储备	451	631	842	1132	1515
归属于母公司股东权益	455	635	846	1136	1519
归属于非控股股东权益	-1	-0	-2	-5	-9
权益合计	453	635	844	1131	1510
负债和权益合计	1033	1327	1814	2318	2925

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP