思考乐教育（01769.HK）

疫情致 2020 业绩承压，寒假报读增长亮眼

事件：预计 2020 年经调整净利润不低于 8000 万元。公司发布盈利预告，预计 2020 年营收同增约 5%(至约 7.47 亿元)，预计归母净利润 4800-5500 万元，经调整净利润不低于 8000 万元。

疫情期间提供优惠活动叠加新学习中心处于爬坡期，2020 毛利润承压。公司 2020 年利润端同比下滑主要系：1）2020 年为应对疫情向学生提供折扣及优惠，致使平均课时收费同降 10%；2）2019 及 2020 年新开设学习中心 46 及 52 所，仍处于爬坡期，贡献收入有限而成本项目相对刚性，致毛利润下降。另一方面，得益于优惠活动及网点扩张，公司 2020 下半年提供辅导课时数同增约 28%（至约 630 万课时）。

2021 寒假班运营情况：报读人次增长亮眼，学习中心进一步扩张。公司 2020 下半年新增学习中心 25 所，于 2021 寒假招生投入运营。根据公司公开电话会议披露，截至 2021 年 1 月 15 日，公司冬季学期报读学生人次同比增长约 40%；收款方面，深圳同增约 15%、佛山/东莞/惠州同增 100%/50%/40%以上，深圳外围城市增长亮眼。此外，公司在寒假前于广州新增 7 所学习中心，预报名超 3 万科，并在寒假前进军珠海、茂名、苏州及宁波，进一步深化广东省内布局的同时，正式启动省外运营。

强化精细化运营，优化教学质量及品牌口碑。公司 2019-2020 年新建学习中心尚处于爬坡期，2021 年有望平衡新学习中心开设进度，强化精细化运营，优化公司的师资配置。教师招聘及培训方面，公司着重优化教学质量，持续强化与高校合作招聘优质人才，深圳第二总部已于近日落地，定位研发基地及师训基地。课程研发方面，公司有望持续强化分层教学，将高端鸿盟课程体系应用于新分校，着重打造优质品牌口碑。”

投资建议。公司作为华南地区 K12 课外培训区域龙头，深耕广东省市场并在此基础上进军长三角市场，强化精细化运营增长可期。根据盈利预告，我们调整公司 2020-2022 年经调整净利润预测至 0.80/1.38/1.98 亿元（原预测归母净利润 1.66/2.33/3.16 亿元），同增-41.3%/73.0%/43.4%，对应 EPS 0.14/0.25/0.36 元，现价对应 PE 82X/47X/33X，维持“增持”评级。

风险提示：疫情复发风险；扩张过程中盈利能力不及预期；新教学模式拓展风险；监管政策收紧；行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	493	711	747	1,125	1,610
增长率 yoy（%）	31.2	44.3	4.9	50.6	43.2
经调整净利润（百万元）	87	136	80	138	198
增长率 yoy（%）	192.4	57.2	-41.3	73.0	43.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.16	0.25	0.14	0.25	0.36
净资产收益率（%）	62.7	17.1	8.7	14.0	18.9
P/E（倍）	75.5	48.0	81.8	47.3	33.0
P/B（倍）	56.8	11.8	10.9	9.5	7.9

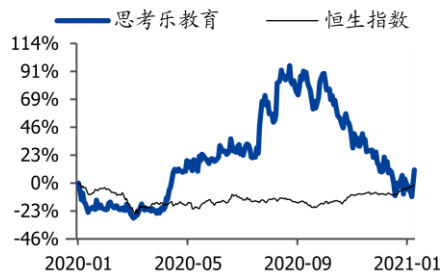
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	增持
最新收盘价	14.12
总市值(百万港元)	7,846.48
总股本(百万股)	555.70
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	2.16

股价走势



作者

分析师　鞠兴海
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
分析师　孟鑫
执业证书编号：S0680520090003
邮箱：mengxin@gszq.com
研究助理　李宣霖
邮箱：lixuanlin@gszq.com

相关研究

1、《思考乐教育（01769.HK）：2020H1 逆势增长，品牌及管理优化增长可期》2020-08-20
2、《思考乐教育（01769.HK）：19 年加速扩张兑现增长，积极应对实现稳健增长》2020-03-19
3、《思考乐教育（01769.HK）：服务与教学并重，打造华南 K12 课培黑马》2020-01-10

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	275	741	864	1159	1589
现金	37	241	513	736	1093
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其他应收款	22	17	34	67	101
衍生金融工具及短投	11	35	40	45	50
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	205	448	277	310	345
非流动资产	206	730	790	819	839
权益性投资	0	0	0	0	0
固定资产	106	145	164	185	202
无形资产	1	527	506	504	505
其他非流动资产	99	58	120	129	132
资产总计	481	1471	1654	1977	2428
流动负债	326	535	527	675	902
短期借款	16	38	32	29	33
应付账款及票据	3	3	3	3	3
其他流动负债	307	493	492	643	866
非流动负债	39	383	526	615	698
长期借款	26	23	22	21	14
其他非流动负债	13	360	504	594	684
负债合计	366	918	1053	1290	1600
股本	0	4	4	4	4
股本溢价	53	386	386	386	386
留存收益	62	164	210	297	438
归属母公司股东权益	115	553	600	687	828
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	481	1471	1654	1977	2428

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	117	300	130	374	464
净利润	72	95	55	161	238
折旧摊销	23	110	72	83	99
财务费用	3	0	27	33	38
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	32	82	-23	98	91
其他经营现金流	-13	14	-1	-1	-1
投资活动现金流	-85	-375	35	-166	-197
资本支出	-54	-123	-13	-52	-71
长期投资	-34	-252	0	0	0
其他投资现金流	3	0	47	-114	-126
筹资活动现金流	162	279	109	38	26
短期借款	0	0	-34	-36	-34
长期借款	-27	-64	-1	-1	-7
股本增加	103	372	0	0	0
支付股利	89	-30	-6	-16	-24
其他筹资现金流	-3	0	150	91	90
现金净增加额	194	204	274	246	293

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	493	711	747	1125	1610
营业成本	306	407	490	684	968
研发费用等其他	31	45	46	81	114
销售费用	12	22	28	51	71
管理费用	70	132	110	178	253
财务费用	3	19	27	33	38
利息收入	0	4	11	11	12
其他非经营性损益	-2	4	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	91	91	47	98	168
其他收益及亏损	-4	17	14	15	16
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	83	108	61	113	184
所得税	13	13	9	17	28
净利润	72	95	52	96	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	72	95	52	96	156
经调整净利润	87	136	80	138	198
EBITDA	111	237	160	228	314
EPS（元）	0.16	0.25	0.14	0.25	0.36

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.2	44.3	4.9	50.6	43.2
营业利润(%)	117.3	-0.1	-48.2	108.7	70.8
归属于母公司净利润(%)	192.4	57.2	-41.3	73.0	43.4
获利能力					
毛利率(%)	37.9	42.7	34.4	39.1	39.9
净利率(%)	14.6	13.3	7.0	8.6	9.7
ROE(%)	62.7	17.1	8.7	14.0	18.9
ROIC(%)	43.5	11.5	6.5	9.3	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	76.0	62.4	63.7	65.3	65.9
净负债比率(%)	285.0	122.2	90.1	80.6	61.3
流动比率	0.8	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.8	1.4	1.6	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.7	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	0.0	0.0			
应付账款周转率	122.1	138.3	138.2	132.9	136.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.25	0.14	0.25	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.54	0.23	0.59	0.85
每股净资产(最新摊薄)	0.21	1.00	1.08	1.24	1.49
估值比率					
P/E	75.5	48.0	81.8	47.3	33.0
P/B	56.8	11.8	10.9	9.5	7.9
EV/EBITDA	57.1	26.3	39.2	26.8	18.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com