



思考乐教育 (1769.HK): K12 教培行业“海底捞”

2019.06.20

黄莞 (分析师)

电话: 020-88832319

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517050001

摘要:

海底捞以“服务”闻名餐饮界,多年来业绩保持高速增长,最新市值更是突破1500亿港元。而K12教培行业同样有一家企业凭借极致服务收获了非常好的口碑,被誉为教培界的“海底捞”,那就是思考乐教育。

● 公司概况: 起源深圳, 华南第五大 K12 课外培训提供商, 内生增长强劲。

思考乐教育是华南第五大 K12 课后教育服务提供商, 成长最为迅速。公司主要以小班制形式, 通过“升学”和“乐学”品牌, 向 1-12 年级学生分别提供学业备考课程和初阶小学素质教育课程。公司内生增长强劲, 近年来业绩取得大幅增长: 从 2016 年至 2018 年, 入读学生人次由 9.7 万人增加至 24.12 万人, CAGR 为 57.7%; 营收由 1.7 亿元增加至 4.93 亿元, CAGR 为 69.9%。根据弗若斯特沙利文, 公司在深圳、东莞及佛山获得行业领先的认可度、品牌知名度及净推荐值。

● 核心竞争力: 极致服务体验和独特的制度设计造就 K12 教培行业“海底捞”

我们认为思考乐教育凭借差异化竞争优势, 有望实现快速腾飞, 从日趋激烈的 K12 课外培训行业竞争中进一步脱颖而出。

(1) 设置完善管理制度, 实现高标准极致服务下快速扩张。线下教育培训企业本质上是连锁直营商业模式, 核心逻辑在于实现单店模式盈利和可规模化复制。思考乐用高标准极致服务打造特色标签, 铸就独特的差异化品牌优势。2016-2018 年, 学生续班率为 63.3%/66.2%/68.3%, 逐年提升。通过“连住利益, 锁住管理”的独特制度设计, 如校长负责制、合伙人模式, 保障公司提供的优质服务和良好的教学效果具备可复制性、延续性, 进而快速提升网点运营能力, 保持高质量的内生增长。在高速扩张背景下, 公司 2016-2018 年教室利用率为 68.50%/64.10%/71.60%, 而 2017 年七大主要全国性市场参与者的平均集体课利用率 64.6%。

(2) 渠道加速下沉, 依托粤港澳大湾区区域红利顺势腾飞。公司以深圳为核心, 持续深耕华南区域。截至最后实际可行日期, 于深圳、东莞、佛山、厦门和惠州 5 个城市经营 61 间学习中心, 2016-2018 三年学习中心数量 CAGR 达 38.9%。公司计划到 2021 年底主要在粤港澳大湾区比较核心的城市新设 95 家学习中心, 包括深圳、东莞、惠州、佛山、江门、中山和珠海等城市。公司有望通过高效的扩张策略抢占市场份额, 享受华南区域 K12 教培市场强劲增长、集中度提升的红利, 强化华南地区头部地位。

(3) 加码教研和 IT 投入, 强化标准化教研体系和精细化管理系统保障稳健扩张。公司近年来持续加码对教研和信息技术系统的研发投入。一来通过形成标准化的授课体系, 保障公司跨区域扩张时实现更高水平的教学服务输出, 全方位增强公司产品竞争力和溢价能力; 二来打造精细化的管理系统提升管理效率, 解决公司快速扩大华南地区区域覆盖、管理半径扩大的情况下可能面临的管理难度、成本增加等问题, 大幅降低系统性风险。公司目前拥有由 148 名人员组成的产品开发团队和 22 名员工组成的技术部门团队。研发投入呈现翻倍增长, 2016-2018 年分别为 646.5/1526.1/3098.5 万元, 对应同步增速则分别为 136.06%/103.13%。

主要财务指标	2016	2017	2018
营收 (亿元)	1.71	3.76	4.93
同比 (%)	-	120.08%	31.22%
净利润 (亿元)	0.10	0.26	0.72
同比 (%)	-	149.62%	178.29%

● 风险提示: 政策不确定性风险、扩张不达预期风险、人才流失风险

基本资料

市值 (亿美元)	
总股本 (亿股)	5.557
流通股比例	22.48%
资产负债率	76.04%
大股东	陈启远
大股东持股比例	38.52%

相关报告

1. 【广证恒生教育】首份教育行业网点深度专题: 忆往昔, 展今朝, 未来 K12 培训行业网点布局路在何方-20180729
2. 【广证恒生教育】卓越教育: “华南虎”将成首家港股 K12 培训企业, 港股教育培训板块加速形成-20180702



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1.思考乐教育:华南第五大 K12 课外培训提供商.....	4
1.1 起源深圳、深耕华南，内生增长强劲助力快速腾飞.....	4
1.2 股权架构集中，Pre-IPO 投资者有望带来强大协同效应.....	4
1.3 业务概况：小班制为主，“升学”、“乐学”课程覆盖全学科全年龄段.....	6
1.4 财务简析：网点扩张推动营收净利高速增长.....	8
2.华南 K12 课外培训市场剑指千亿，思考乐教育凭差异化优势脱颖而出.....	10
2.1 行业加速出清，全国性龙头及区域性优质企业将长期受益.....	10
2.2 华南 K12 课外教培千亿市场，思考乐教育成长最为迅速.....	12
2.3 细分领域全面开花，差异化赛道各具良机.....	12
3.核心竞争力：极致服务体验和独特制度设计造就 K12 教培行业“海底捞”.....	13
3.1 设置完善管理制度，实现高标准极致服务下快速扩张.....	13
3.2 渠道加速下沉，叠加品牌优势依托粤港澳大湾区区域红利顺势腾飞.....	16
3.3 加码教研和 IT 投入，强化标准化教研体系和精细化管理系统保障稳健扩张.....	16
4.风险提示.....	17



图表目录

图表 1 思考乐教育主要发展里程碑	4
图表 2 全球发售完成前的公司架构	5
图表 3 覆盖全学科课程内容	6
图表 4 学业备考课程贡献 95% 以上营收 (%)	7
图表 5 小学、初中课程学生人数占比较高 (人)	7
图表 6 素质教育课程学生人次稳步增加 (人)	8
图表 7 “乐学”单课时学费略高于“升学” (元/小时)	8
图表 8 公司营收快速增长 (亿元, %)	8
图表 9 公司净利润高速增长 (万元, %)	8
图表 10 公司销售费用率相对较低, 呈下行态势 (%)	9
图表 11 公司管理费用率、研发费用率逐步攀升 (%)	10
图表 12 公司毛利率较低 (%)	10
图表 13 K12 课外教育市场规模大、增速高 (亿元)	11
图表 14 华南地区 K12 市场分散, 思考乐位列第五	12
图表 15 公司增速在华南前五大参与者中最高	12
图表 16 思考乐教育为学生和家长提供细致周到的附加服务	13
图表 17 公司不定期举办家长研讨会、公益讲座	14
图表 18 公司打造极致服务体验, 客户忠诚度较高 (%)	14
图表 19 公司设置绩效评估系统激励员工	15
图表 20 公司利用合伙人模式绑定利益	15
图表 21 公司计划到 2021 年底在广东省及华南其他主要城市开设约 95 间新学习中心	16
图表 22 公司研发费用高速增长	17
图表 23 公司建立标准化授课体系	17



1. 思考乐教育：华南第五大 K12 课外培训提供商

1.1 起源深圳、深耕华南，内生增长强劲助力快速腾飞

思考乐教育是华南第五大 K12 课后教育服务提供商，成长最为迅速，2016-2018 年营收 CAGR 达 69.9%。公司主要以小班制形式，通过“升学”和“乐学”两大品牌，向 1-12 年级学生分别提供学业备考课程和初阶小学素质教育课程。公司的历史可追溯至 2012 年创立深圳思考乐，于 2014 年在深圳市创立公司的第一所学习中心。公司目前处于高速拓展时期，以深圳为基础，业务拓展至粤港澳大湾区及福建省。截至最后实际可行日期，公司于深圳（45）、东莞（9）、佛山（3）、厦门（2）和惠州（2）五个城市经营 61 间学习中心。公司内生增长动力充沛，近年来业绩取得大幅增长：从 2016 年 12 月 31 日至 2018 年 12 月 31 日，公司的学习中心数量由 28 间增加至 54 间，年复合增长率为 38.9%；入读学生人次由 9.7 万人增加 24.12 万人，年复合增长率为 57.7%；营收由 1.7 亿元增加至 4.93 亿元，年复合增长率为 69.9%。

公司通过提供优质服务打造教培行业“海底捞”，获得强知名度和认可度；设置高效管理制度实现高标准服务下快速扩张，形成差异化竞争策略。根据弗若斯特沙利文 2018 年 7 月在深圳、东莞及佛山对 K12 课后教育服务客户进行的调查，公司已赢得了东莞、佛山学生及家长的高度认可。尤其是，佛山地区客户对学习效果的满意度方面公司排名第一。公司先后被腾讯评为“2017 年度知名教育品牌”、“2018 年度公信力教育品牌”，被新浪评为“2018 年度品牌实力教育机构”。

预计公司将凭借高效的扩张策略、极致的服务体验，依托华南 K12 课外培训市场迅速崛起红利顺势腾飞。未来 3 年之内，公司计划主要在粤港澳大湾区比较核心的城市新设 95 家学习中心，包括深圳、东莞、惠州、佛山、江门、中山和珠海等城市。

图表1 思考乐教育主要发展里程碑

年份	事件
2012 年	深圳思考乐成立
2014 年	公司首个学习中心思考乐中心在深圳成立
2015 年	获《南方都市报》评为“最具影响力教育品牌”
2016 年	公司业务拓展至福建省厦门市
2017 年	公司业务拓展至广东省东莞市及佛山市
	获腾讯评为“2017 年度知名教育品牌”、获新浪评为“中国品牌实力教育集团”
	于广东省惠州市成立首间附属公司惠州思考乐
2018 年	获广东省初等数学学会授予“杰出贡献奖”并获认可为“初等数学教学高水平单位”
	获腾讯评为“2018 年度公信力教育品牌”、获新浪评为“2018 年度品牌实力教育机构”
2019 年	赴港上市
	通过港股上市聆讯

资料来源：招股说明书、广证恒生

1.2 股权架构集中，Pre-IPO 投资者有望带来强大协同效应

公司股权架构集中，一致行动人合计持股占比 81.73%。思考乐教育的母公司中国远方（控股）集团公司于 2018 年 2 月 7 日在开曼群岛注册成立为获豁免有限公司。于 2019 年 1 月 13 日，陈启远先生、天晟及鸿图嘉业订立一致行动人士协议，以确认直接或间接在公司拥有权益或拥有投票权起在控制、管理及



1.3 业务概况：小班制为主，“升学”、“乐学”课程覆盖全学科全年龄段

“升学”、“乐学”品牌课程横跨学科类、素质教育类培训两大赛道，面向 K12 全年龄段学生。公司旗下拥有思考乐乐学、思考乐升学、升学 100 等子品牌。目前主要通过“升学”向 1-12 年级学生提供学业备考课程，通过“乐学”品牌向 1-3 年级学生提供初阶小学素质教育课程。教学形式以小班制为主，每班学生通常不多于 20 名学生。

图表3 覆盖全学科课程内容

	小學						初中			高中		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
數學	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
英語	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
語文	●	●	●	●	●	●	●	●	●	—	—	—
物理	—	—	—	—	—	—	●	●	●	●	●	●
化學	—	—	—	—	—	—	●	●	●	●	●	●
生物	—	—	—	—	—	—	●	●	●	●	●	●
地理	—	—	—	—	—	—	●	●	—	●	●	●
藝術 ⁽¹⁾	●	●	●	—	—	—	—	—	—	—	—	—

附註：

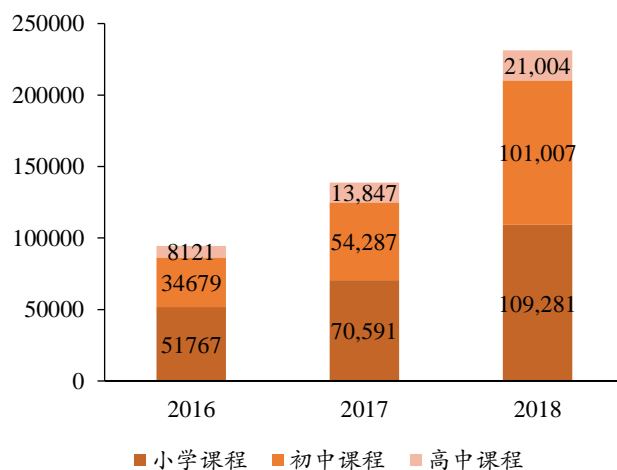
- (1) 藝術指我們以「樂學」品牌提供的繪畫、表演藝術及書法等課程。
- (2) 「●」指我們於二零一八年九月三十日涵蓋的學科。
- (3) 「—」指我們於二零一八年九月三十日尚未涵蓋的學科。

资料来源：招股说明书、广证恒生

1.3.1 “升学”：学业备考课程

公司通过“升学”品牌提供学业备考课程，面向 1 年级至 12 年级的学生授课，着重帮助学生提高学业表现及为其中学、高中及大学的入学考试备考。学业备考课程目前是公司的核心收入来源，营收占比维持在 95% 以上。学生人数保持稳定增长，2016、2017 年、2018 年分别为 94,567 名、138,725 名及 231,292 名。其中小学、初中、高中学生人数比例约为 5.2: 4.8: 1，金字塔结构有助于向上输送稳定生源、延续口碑。学生续班率逐年提升，2016-2018 年分别为 63.3%、66.2% 及 68.3%。

图表4 学业备考课程贡献 95%以上营收 (%)

图表5 小学、初中课程学生人数占比较高 (人)


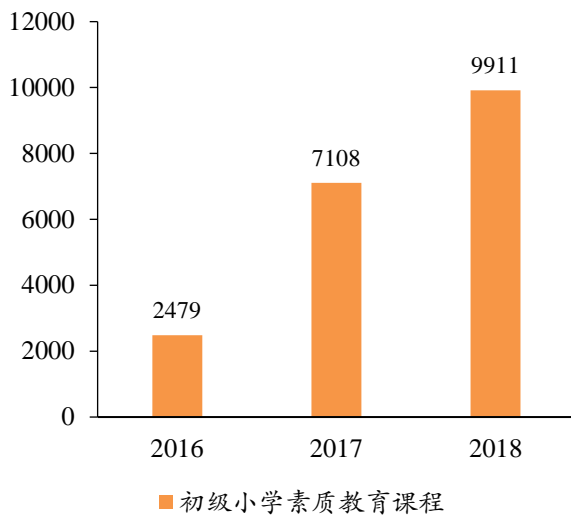
数据来源：招股说明书、广证恒生

公司根据学生的需求和实际水平提供定制课程，通过完善授课体系将课堂标准化。公司通常要求每名学生在入读公司的课程前先进行评估测试。学生将会根据他们的评估结果分配到合适水平的班级。对于不同年级，公司将辅导服务分为三类班，分别为基础素养班、综合素养班和创新素养班，每班有不同的学科重点、进度和知识量。每项课程均为定制，适合学生不同类型的学科和学习需求，协助学生发挥最佳水平。公司根据 PTS 教学法将课堂步骤标准化，划分为多个主要环节，包括重温上节课主要知识点、随堂测试、为学生作业打分、讲座、练习、进行提问以促进学生自主思考、作答提问以及总结课堂。此外，公司还会不定期提供英语听力、语文作文等特定主题的短期集训班及特色班，以满足不同学生的需求。

1.3.2 “乐学”：初阶小学素质教育课程

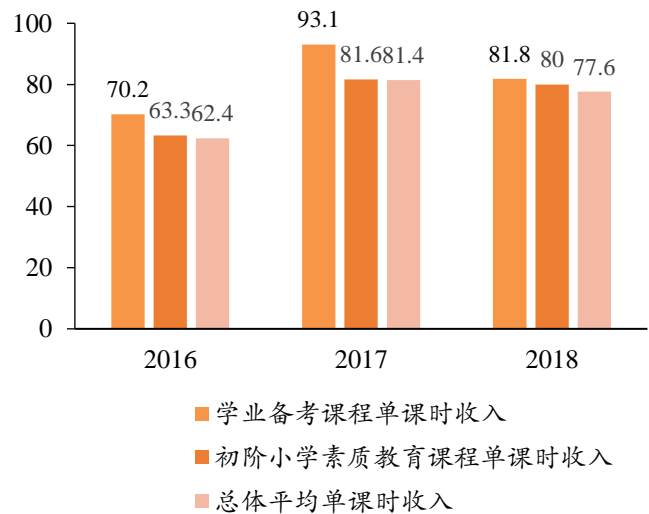
公司通过“乐学”品牌提供初阶小学素质教育课程，致力于将该品牌发展为儿童初阶小学素质教育的一站式服务点。公司向小学一年级至三年级的学生提供拥有语言、数学、表演艺术及绘画等兴趣课程的教学课程的初阶小学教育，旨在培养学生专注、表达能力及阅读习惯。目前“乐学”品牌课程在深圳设有六大校区，包括 5 个分馆和 1 个艺术儿童艺术中心。学生人数持续增长，2016、2017 年、2018 年初阶小学素质教育课程的入读学生人次稳步增加，分别为 2479 名、7108 名及 9911 名。对应每辅导课时的平均辅导费分别为 63.3、81.6、80 元，高于学业备考课程。2019 年 3 月，公司还与和台湾 K12 上市公司陈立教育就 6-10 岁学龄儿童的数学教育业务达成合作，将开拓“乐学 STEMATH”项目。两家教育机构将以“乐学 STEMATH”为支点，打造素质教育与思维能力的小学数学课件，同时兼顾趣味性和系统性，减轻学生学业负担，使其掌握有效学习途径，培养孩子跨领域的科学与思辨能力。

图表6 素质教育课程学生人次稳步增加 (人)



数据来源: 招股说明书、广证恒生

图表7 “乐学”单课时学费略高于“升学”(元/小时)

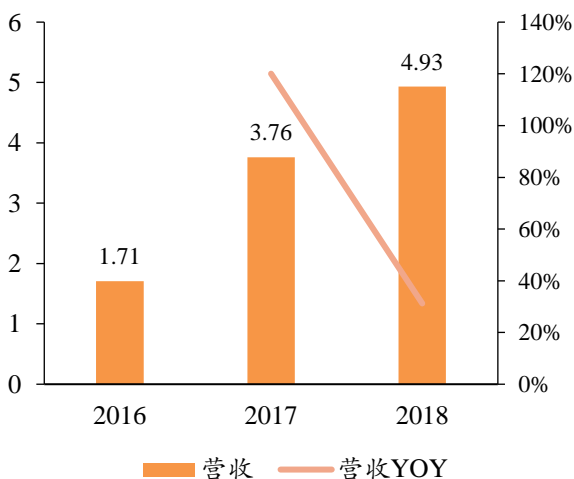


数据来源: 招股说明书、广证恒生

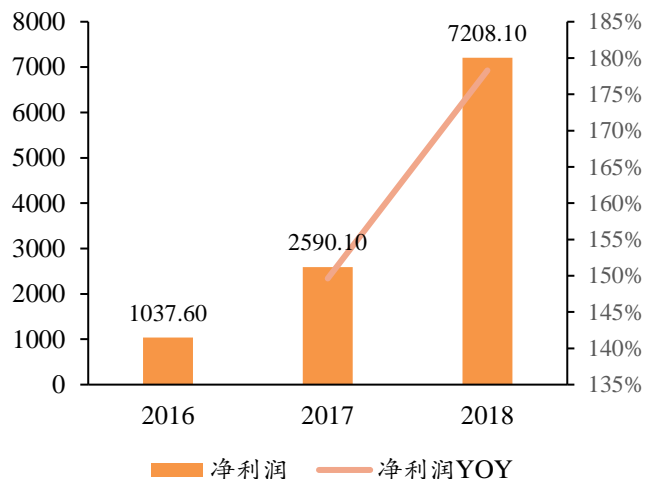
1.4 财务简析: 网点扩张推动营收净利高速增长

网点快速扩张推动公司营收和净利润快速增长,2016-2018年CAGR分别为69.9%和150%。2016年、2017年、2018年公司营收分别为1.71、3.76、4.93亿元,同比增长120.08%、31.22%。公司营收高速增长,主要因为公司网点快速扩张,学生人次和学费增加。同期公司净利润分别为1037.6万元、2590.1万元、7208.1万元,对应同比增速为149.62%、178.29%。

图表8 公司营收快速增长 (亿元, %)



图表9 公司净利润高速增长 (万元, %)



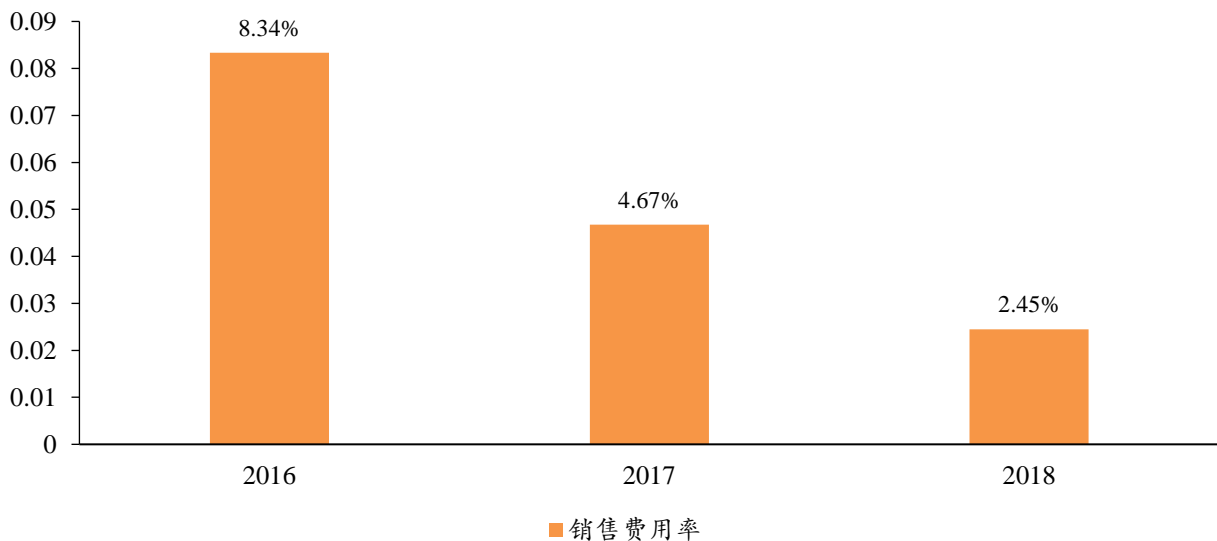
数据来源: 招股说明书、广证恒生

费用率方面,公司销售费用率在较低水平且呈下行态势,2016年、2017年、2018年分别为8.34%、4.67%、2.45%,主要原因是:(1)公司广告及展会开支大幅减少,以及员工薪酬减少。公司2016-2017年处于业务快速扩张时期,利用公交、地铁、报刊及其他户外广告进行推广。而2018年主要通过家长会、讲座等形式进行营销及品牌建设推广业务。(2)公司主要通过口碑传播和转介绍扩大大学生群。公司定位教培行业“海底捞”,主要凭借公司优质的课程、各种教学活动以及学生学业成绩的提高获得客户忠诚度,



且通过设立核心客户委员会接触并影响更多学生，从而赢得市场认可及提高品牌知名度。同时通过学生及家长口碑推介、转介绍，可产生强大的网络效应，扩大学生群。**(3) 公司还主要通过不定期的体验课程转化为常规付费课程学生（暑假免费课等）、家长研讨会进行招生，有效减少销售费用。**公司在暑假期间主要针对学龄学生及准备入学考试的学生提供体验课程，大幅降低试错成本，快速提高新学习中心利用率、建立口碑。2016-2018 年暑假体验课程入读学生人次分别约 44,416、217,058 及 132,212 人次，对应转化率分别为 23.40%、17.60%、23.90%。公司不定期在学习中心组织家长会，分享课程信息及进行中高考政策分析。有助于提升公司的品牌认知度，提高学生的忠诚度，从而推动口碑传播。

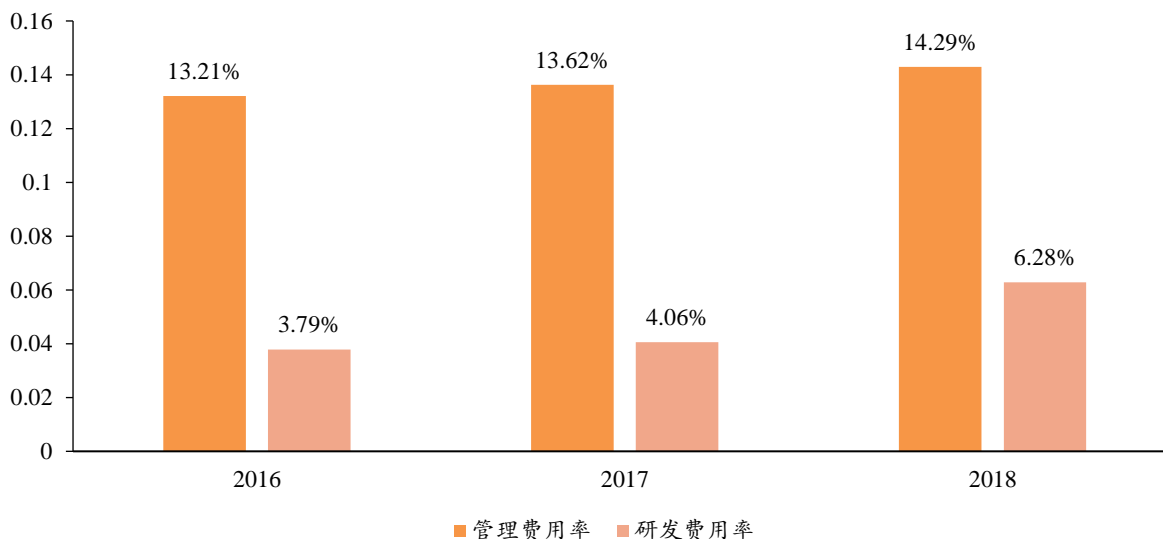
图表10 公司销售费用率相对较低，呈下行态势（%）



资料来源：招股说明书、广证恒生

业务扩张、研发投入加码致管理费用率、研发费用率逐年攀升。2016 年、2017 年和 2018 年，公司管理费用率分别为 13.21%、13.62%、14.29%。主要系公司学习中心网络扩展，管理半径增大，相应行政管理人员薪酬、折旧及摊销、办公室开支增加。预计随着公司继续扩张学习中心网络，短期管理费用率将延续上行趋势；但长期随着 IT 系统助推精细化运营管理、管理效率提升，管理费用率有望趋于稳定。同期研发费用率逐步攀升，分别为 3.79%、4.06%、6.28%，主要因为公司目前处于由运营驱动向产品驱动转型升级阶段，研发人员数量增加，加大研发力度以提升教学质量和改善服务的辅导成果。公司已成立了思考乐教研中心，还自主研发设计了思考乐 App、思考乐云平台；计划继续加大研发投入，进一步优化及丰富公司的服务供应、开发应用程序及在线平台。

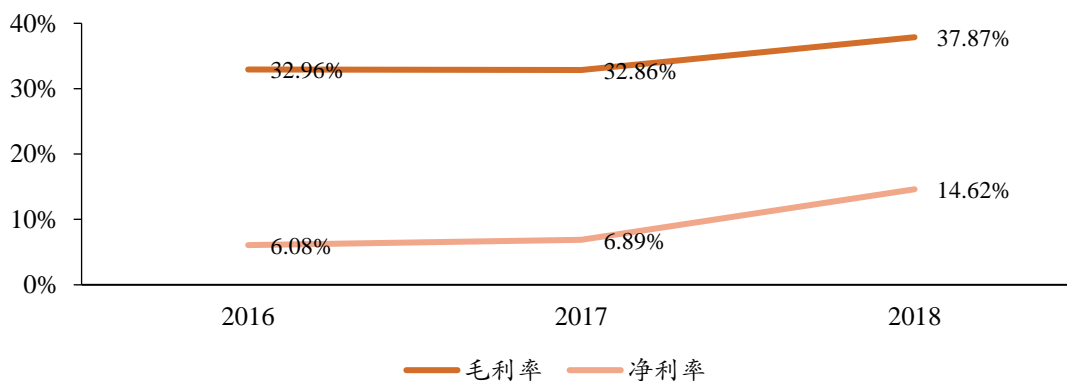
图表11 公司管理费用率、研发费用率逐步攀升（%）



资料来源：招股说明书、广证恒生

公司毛利率较低，2016年、2017年和2018年分别为32.96%、32.86%、37.87%。主要原因在于：（1）公司目前处于扩张阶段，开设较多学习中心，产生相关成本（如租金开支以及教师薪酬）且利用率较低；（2）这些学习中心在2018年已完成提速准备进入增长阶段，同时公司2018年新开学习中心较少。综合以上原因，公司同期净利率分别为6.08%、6.89%、14.62%。

图表12 公司毛利率较低（%）



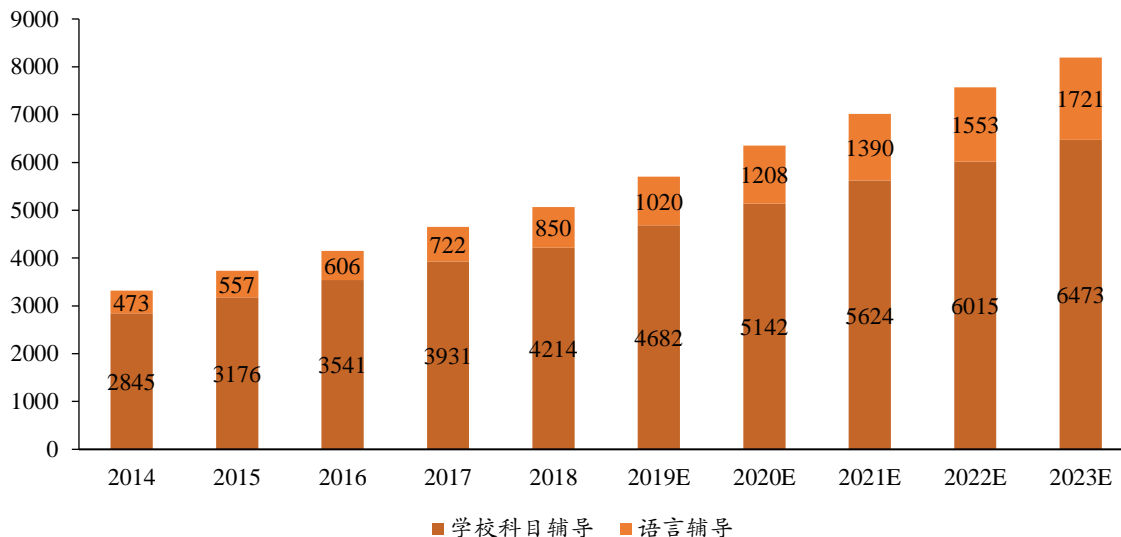
资料来源：招股说明书、广证恒生

2. 华南 K12 课外培训市场剑指千亿，思考乐教育凭差异化优势脱颖而出

2.1 行业加速出清，全国性龙头及区域性优质企业将长期受益

2019年市场规模保守估计为5702亿元，K12阶段目标人群体量巨大及教育资源的分配不均铸就课外培训刚性需求。根据弗若斯特沙利文，2014年全国K12课外教育服务市场的市场规模约人民币3318亿元，

2018 年市场规模约为 5064 亿元，复合年增长率达 10.52%；预期 2023 年 K12 课外教育服务市场规模可达人民币 8194 亿元，预计复合年增长率为 8.74%。千亿市场规模下，K12 课外教育市场高度分散，行业集中度非常低：按 2017 年营收计算，CR5 占比仅有 4.7%，CR10 也仅有 6%。大空间小企业的竞争格局使得 K12 课外教育行业呈现全国性龙头引领、区域性百花齐放的竞争状态。

图表13 K12 课外教育市场规模大、增速高（亿元）


数据来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

K12 课外培训教育市场主要竞争者已明显分层，呈阶梯式品牌群。第一梯队以新东方与好未来为代表，两家公司作为 K12 课外教育龙头，年营收高达百亿人民币级别，地域布局全国，主要集中于一二线城市。第二梯队以精锐教育、学大教育、卓越教育、朴新教育等教学机构为代表，此梯队内公司或是已布局全国一二线城市，或是深耕一片区域再辐射全国，同样具备不逊色于新东方好未来的品牌影响力，但营收规模和教学点数量规模弱于两大龙头，年营收额在人民币 10 亿-30 亿元之间。第三梯队由区域性优质教育企业组成，此梯队内公司大多集中在某一个一二线省会城市布局，辐射的相关城市较少，在当地具有较强的品牌影响力，年营收集集中在 1 亿元-10 亿元之间。除此之外，大多 K12 课外培训市场机构营收规模远低于 1 亿元，导致行业集中度非常低。

K12 教培行业大整顿将加速行业集中度持续提升，全国性龙头和区域性优质企业有望长期受益。近年来，对 K12 课外教培行业的监管政策频出，专项治理逐步推进，2018 年以来尤为明显。我们认为短期内将阶段性上升行业整体经营成本，大量不规范的中小机构更是面临生存危机，长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展，中小培训机构加速离场，全国性龙头凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步全国扩张；具备核心竞争力的区域性优质企业凭借本土化优势深耕区域市场加速渠道下沉，同样具备增长机会。根据弗若斯特沙利文，思考乐教育在深圳、东莞及佛山赢得了行业领先的品牌认可度、品牌知名度及净推荐值，有望凭借“海底捞”式服务标签和独特运营模式形成差异化竞争优势，在行业格局调整中快速提升自身的市场份额，冲入营收 10 亿级的区域头部企业行列。

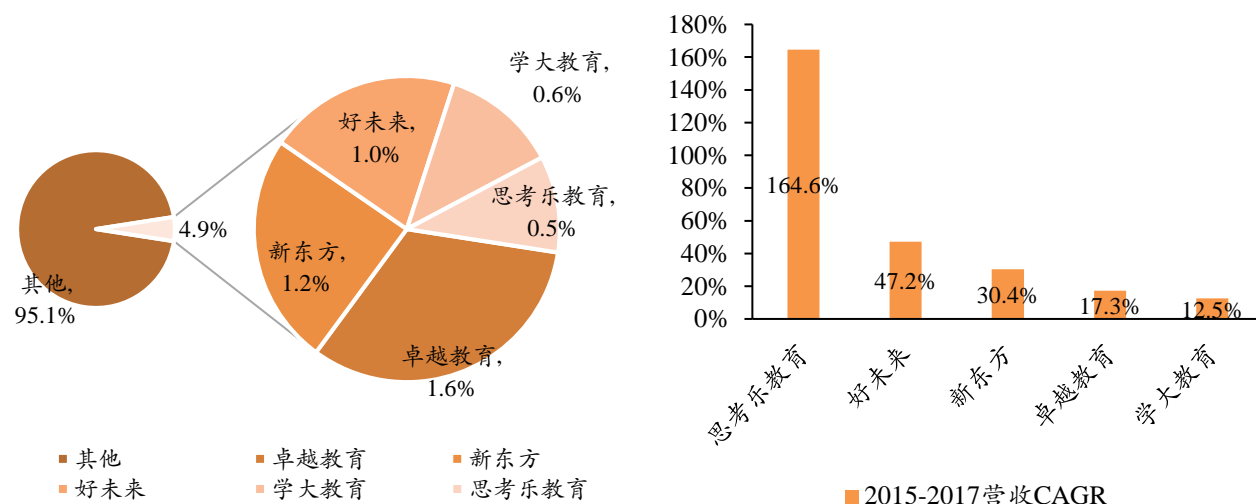
2.2 华南 K12 课外教培千亿市场，思考乐教育成长最为迅速

2019 年华南地区（指广东、福建）K12 课外教育服务市场规模预估约 798 亿元。华南地区 K12 课外教育服务市场由 2014 年的人民币 470 亿元增至 2018 年的人民币 721 亿元，复合年增长率为 10.68%；预期 2023 年市场规模可达人民币 1211 亿元，预计复合年增长率为 10.35%；华南地区快速增长的 K12 课外教育市场受以下三个因素所驱动：1) 经济增长强劲，自 2014 年至 2018 年，华南地区生产总值以及人均可支配收入稳步增长，推动华南地区家庭教育开支日益增加；广东省连续 30 年 GDP 居全国首位，人均可支配收入同样居于全国领先地位，极大地推动了教育服务市场的发展。此外，随着大湾区、海南自贸区及北部湾经济区优惠政策落地，预期华南经济未来将保持良好增长态势，为教育行业创造一个有利的宏观经济环境。2) 学生基数大且日益增加，2017 年华南地区学历 K12 教育招生人数为 3070 万，位列全国第二，仅次于河南省。3) 升学竞争日趋激烈，2017 年广东省的大学入学率仅为 38.3%，低于 39.6% 的全国平均入学率，因而广东省的学生面临高质量教育资源的激烈竞争，越来越多的 K12 学生将参加课外教育以增强自身竞争力。

华南地区 K12 课外教育服务市场高度分散，思考乐教育市占率位列第五，成长最为迅速。根据弗若斯特沙利文，华南地区 K12 课后教育服务市场高度分散，按 2017 年收入计算，CR5 仅 4.8%。其中思考乐教育所占市场份额为 0.5%，位列第五。按 2015-2017 年收入 K12 课后教育服务所得收入的复合年增长率计算，思考乐教育在华南地区前五大参与者中成长最为迅速。公司登陆港股后将借力资本优势加速扩大华南区域渗透提高市场份额，通过快速扩张学习中心网络、增强产品竞争力等方式继续维持业绩高速内生增长，从而强化华南区域头部地位甚至跻身龙头行列。根据公司计划，到 2021 年底公司主要在粤港澳大湾区比较核心的城市新设 95 家学习中心，包括深圳、东莞、惠州、佛山、江门、中山和珠海等城市。

图表14 华南地区 K12 市场分散，思考乐位列第五

图表15 公司增速在华南前五大参与者中最高



数据来源：招股说明书、广证恒生

注：收入指机构于截至 2017 年 12 月 31 日止年度通过其华南教学学校产生的收入。仅计入提供语言培训的机构。

2.3 细分领域全面开花，差异化赛道各具良机

教育行业呈现垂直细分的特征，细分领域各具良机。除传统 K12 课外培训辅导服务（以升学为主导的学科类培训）外，中国 K12 课外教育服务行业存在空间极大的细分市场领域，例如课外活动课程（也即素



质教育)、在线教育等,预计2022年市场规模将分别达到6526亿元、5862亿元。具备核心竞争力的K12课外教培机构可通过错位竞争在不同细分领域找到差异化赛道。

其中素质教育市场未来5年复合增长率达15.9%,高于整体K12课外培训市场10.6%的复合增长率水平,极具增长潜力。在政策改革利好、教育观念更迭等多种利好因素驱动下,素质教育迎来高速发展黄金期。思考乐紧抓细分赛道成长机遇,通过“乐学”品牌向一年级至三年级的学生提供儿童教育课程以及语言、表演艺术等兴趣班,致力于打造一站式素质教育服务站点。截至目前“乐学”品牌课程已在深圳市开设6个校区,收入稳定增长,2016-2018年分别为人民币402万元、1566万元及1744万元。

3.核心竞争力: 极致服务体验和独特制度设计造就

K12 教培行业“海底捞”

3.1 设置完善管理制度, 实现高标准极致服务下快速扩张

线下教育培训企业本质上是连锁直营商业模式,其教学网点扩张的核心逻辑在于实现单店盈利和可复制性规模化扩张。思考乐教育致力于打造教培行业“海底捞”,用特色服务标签形成差异化竞争优势;通过设计完善的激励制度和管理制度,保障公司提供的优质服务和良好的教学效果在快速扩张下同样具备可复制性、延续性,进而快速提升网点运营能力,维持高质量的内生增长。

3.1.1 高标准极致服务打造特色标签, 铸就独特品牌优势

思考乐教育严格、系统的师训体系是其课堂教学效果延续的保障。公司主要招聘全职教师,以确保教育服务的质量。截至最后实际可行日期,公司拥有1118名全职教师,其中约88.5%已取得学士或以上学位。公司高度重视向教师提供系统的培训。已建立专门的教师培训学院,用以开发并管理公司的综合培训课程,包括新聘教师的入职培训和在职教师的定期培训。公司还与多所师范院校合作,帮助公司储备合格教师,实现公司业务的可持续发展。根据弗若斯特沙利文报告,佛山地区客户对学习效果的满意度方面,公司排名第一。

思考乐教育在课堂外也致力于为学生和家长提供细致周到的服务,打造极致服务体验。在思考乐教育定位教培行业“海底捞”的理念下,公司在家校互联、个性化辅导、升学政策分析指导等方面做到了极致。满意度调查和投诉系统帮助公司及时发现教学服务的不足之处,及时采取措施优化服务体验。

图表16 思考乐教育为学生和家长提供细致周到的附加服务

服务	具体内容
家校互联	要求教师在课后当天与家长通过家校互联系统、微信及App反馈交流学情; 不定期举行在线及面对面家长会等交流活动; 创建微信群,与家长分享各种辅导材料及相关资料
个性化辅导	鼓励学生参加评估测试(一般是每1~2节课进行1次),根据测试结果为学生提供个性化的建议,帮助其攻破薄弱环节; 为学员提供专题系列辅导课、错题讲解班、考前免费加强班、网考讲解视频课等特色课程;

	学员可晚上在学习中心做家庭作业及获得教师的免费指导和监督。
大型公益家长会	不定期在学习中心组织家长会，分享课程信息及进行中高考政策分析
满意度调查和投诉系统	家长微信匿名提交，对教师上课效果、服务等方面给出评价；建立 OA 系统处理投诉，要求 24 小时内跟进。

资料来源：招股说明书、广证恒生

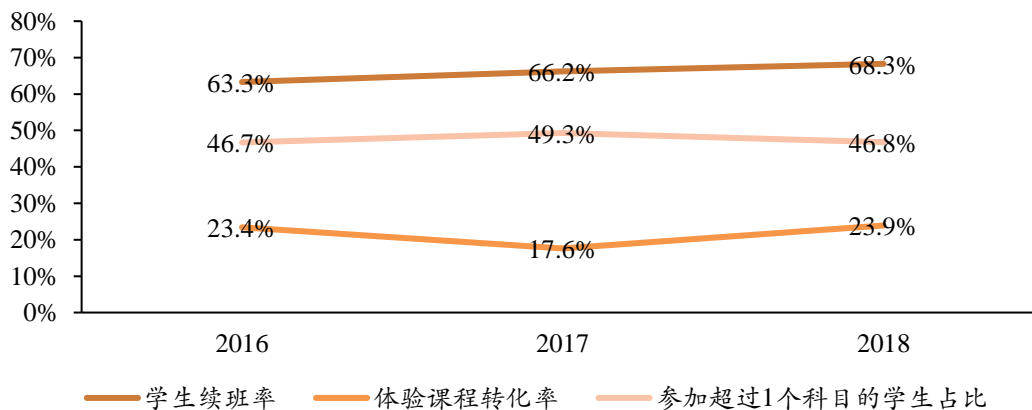
图表17 公司不定期举办家长研讨会、公益讲座



数据来源：思考乐教育公众号、广证恒生

思考乐教育的优质服务使其快速获取学生和家长的认可度，建立高客户忠诚度、强品牌影响力和广泛稳定的学生来源，增强业绩成长性和确定性。2016-2018 年，学生续班率为 63.3%、66.2%、68.3%，同期报超过 1 个科目的学生占比为 46.7%、49.3%、46.8%。根据弗若斯特沙利文，2018 年 7 月在深圳、东莞及佛山对 K12 课后教育服务客户进行的调查，公司已树立了较强的品牌认知度，在深圳、东莞听说过思考乐品牌的受访者比例均在 93% 以上。公司还计划提供更多增值服务，如向未报读公司课程的 K12 学生提供晚自习服务；以及在正常上课时间之外组织优质的教育活动，如学术知识及英语演讲比赛。除了提高在潜在客户群体中知名度外，还有助于改善学习中心利用率。

图表18 公司打造极致服务体验，客户忠诚度较高（%）



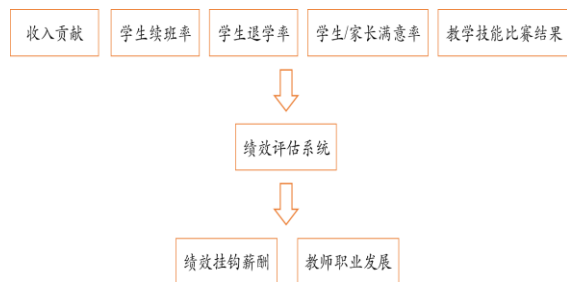
数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、广证恒生

3.1.2 “连住利益，锁住管理”的独特制度设计保障优质服务可复制性，助力高质量增长

对标海底捞“连住利益，锁住管理”的独特经营模式，思考乐教育设计了符合自身实际情况的激励制度和管理制度，帮助公司系统化地实现高标准服务的可复制性、延续性，是公司快速拓展学习中心网络仍维持高教学服务质量的基石。

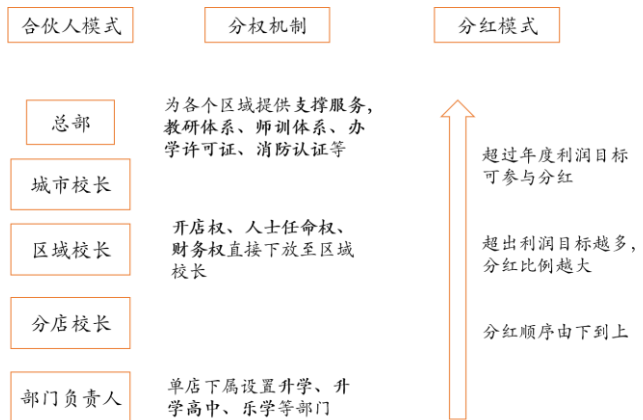
满意率、续班率等指标纳入绩效评估系统，连住利益，实现员工和公司的利益高度统一。薪酬制，师徒制，考评制都充分激励员工主动提升服务质量、贡献业绩。公司设计 25 级绩效评估系统，将学生续班率、学生和家长的满意率、收入贡献等因素纳入评估指标体系。绩效评估结果挂钩员工薪酬、与员工职业发展密切相关，因此能够激励教师提升教学服务质量，转化、留住学生，从而推动整体教学网点运营能力、盈利能力快速提高。以体验课程为例，暑期免费班转化为付费课程学生是公司招揽生源的重要途径之一，绩效挂钩薪酬激励下转化效果良好，2016-2018 年暑假期间的体验课程的转化率分别达到 23.4%、17.6%、23.9%。

图表19 公司设置绩效评估系统激励员工



数据来源：广证恒生

图表20 公司利用合伙人模式绑定利益



数据来源：广证恒生

类似海底捞的店长负责制，思考乐实行校长负责制，同时设置合伙人模式，利用分权机制和分红模式锁住管理，绑定利益。校长负责制下区域校长享有开店权、人事任免权、财务权等，和其他大型教培机构由该总部统一管理完全不同。学生同校区上课，老师同校区上课备课，能更充分、有效、专注地服务孩子。据我们的调研，思考乐教育采用合伙人管理模式，设置“总部-城市校长-区域校长-分店校长-部门负责人”等多个层级，分配各层级不同的职能和权力。层层对各自的年度利润目标负责，完成基本目标后即可参与分红；超出利润目标越多，分红比例越大；分红顺序由下到上，充分调动员工积极性、激发成长动力。合理的分权机制和分红模式下，各层级管理者积极采取措施实现超目标利润、激励员工提供超预期服务。使公司在保证既定利润目标的情况下，给予员工充分激励，获得更持久的增长动力。

“连住利益，锁住管理”的独特制度设计为公司快速扩张同时维持高质量服务和运营能力提供保障，驱动高质量内生增长。在快速拓展新教学网点的情况下，公司 2016、2017、2018 年的教室利用率分别为 68.50%、64.10%、71.60%。而根据弗若斯特沙利文报告，2017 年七大主要全国性市场参与者的平均集体课利用率为 64.6%。

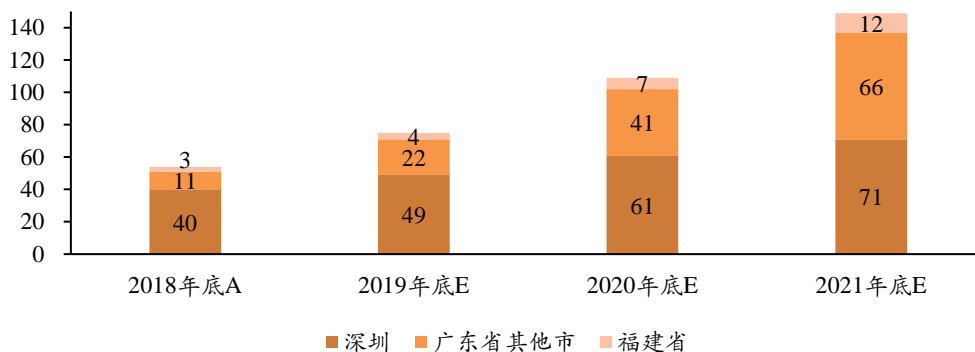


3.2 渠道加速下沉，叠加品牌优势依托粤港澳大湾区区域红利顺势腾飞

思考乐教育以深圳为核心，持续深耕华南区域，渠道加速下沉，扩张效果显著。截至最后实际可行日期，思考乐教育在深圳、东莞、佛山、厦门和惠州5个城市经营61间学习中心，2016-2018三年学习中心数量CAGR达38.9%。

预计公司登陆资本市场后将继续深耕华南市场、加速渠道下沉，凭借品牌优势享受大湾区区域红利。K12教培行业大整顿的背景下，行业整合加速。不止是新东方好未来两大全国性龙头，具备核心竞争力的优质区域企业凭借本土化优势深耕区域市场加速渠道下沉，同样具备历史性的增长机会。同时华南地区K12课外培训市场空间广阔、高度分散且具备高增长度，2018年市场规模为人民币682亿元，CR5仅4.8%；预期2022年市场规模可达人民币1154亿元，复合年增长率为11.1%。思考乐教育作为华南地区第五大K12课外培训服务提供商，其市占率仍有很大提升空间。依托有效的扩张策略、强品牌认知度和优质服务，思考乐教育有望通过高效扩张抢占市场份额，享受华南区域K12教培市场强劲增长、集中度提升的红利，强化其在华南地区的头部地位。未来3年之内，公司会主要在粤港澳大湾区比较核心的城市新设95家学习中心，包括深圳、东莞、惠州、佛山、江门、中山和珠海等城市。

图表21 公司计划到2021年底在广东省及华南其他主要城市开设约95间新学习中心

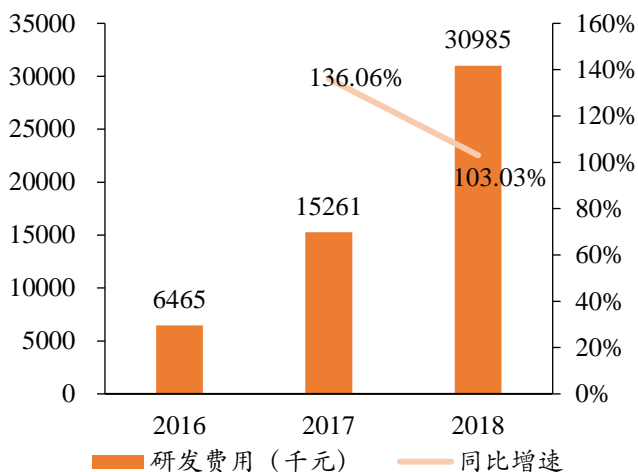


数据来源：招股说明书、广证恒生

3.3 加码教研和IT投入，强化标准化教研体系和精细化管理系统保障稳健扩张

思考乐教育在华南地区深耕多年，以优质服务在华南地区树立了较强品牌影响力，在独特的运营模式驱动下取得了快速、高质量增长。为支撑公司后续规模化扩张及可持续发展，公司近年来持续加码对教研和信息技术系统的研发投入。一来通过形成标准化的授课体系、研发更丰富多元的课程服务，保障公司跨区域扩张时实现更高水平的教学服务输出，全方位增强公司产品竞争力和溢价能力；二来打造精细化的管理系统助力公司提升管理效率，解决公司快速扩大华南地区覆盖、管理半径扩大的情况下可能面临的管理难度、成本增加等问题，大幅降低系统性风险。公司研发费用呈现翻倍增长，2016-2018年分别为646.5、1526.1、3098.5万元，对应同步增速则分别为136.06%、103.13%。公司计划进一步优化及丰富公司的服务供应、开发应用程序及在线平台，研发投入将维持高速增长。

图表22 公司研发费用高速增长



数据来源：招股说明书、广证恒生

图表23 公司建立标准化授课体系



数据来源：思考乐教育公众号、广证恒生

教研方面，思考乐教育设立了由 148 名人员组成的内部教研中心，全方位增强公司产品竞争力，建立标准化教研体系保障教学效果，赋予公司更高质量的内生增长动力。(1) 建立标准化教研体系，构建产品坚实内核，包括标准化授课体系 (PTS 教学法) 和以提升“知识+品格”为目标的“双核 DPS 培养系统”，将课堂步骤标准化、保持教学理念一致性，从而保障教学效果。(2) 精心打磨特色教材，根据不同城市的要求、需求进行详细调查和开发特色教材。(3) 创新、丰富课程产品，吸引更多有多样化学习需求的学生。例如公司正在开发一个适合不同年龄组别的机器人编程课程，将编程的知识及技能与简单有趣的编程产品结合。(4) 对学科产品进行品牌升级，整合资源以增强产品竞争力和溢价能力。公司 2018 年分别将初中语文和学科英语产品升级为“雅乐语文”、“妙维英语”品牌，2019 年宣布与台湾 K12 上市公司陈立教育开拓数学素质教育“乐学 STEMATH”项目。随着公司业务的快速增长，公司计划加大课程和教材研发的投资，以提升公司的教学质量和改善公司服务的辅导成果。公司拟设计及开发在线教育产品，与公司现有的课堂教育项目相互补充，提高覆盖率。

IT 系统方面，公司自主研发了一系列信息技术系统，以提高教学效果和运营效率，驱动公司可持续扩张。于最后实际可行日期，公司的技术部门共有 22 名员工，负责信息科技平台的研究及开发以及应用，系统软硬件维护及监察网络安全及日常营运。其中思考乐云平台支持问题及答案数据库、教学方式研究及讨论以及家庭作业，思考乐 App 设有在线报名系统、报班选课系统、家校互联系统等，将教学过程数字化，可提升学生及家长的客户体验、增强教学效果。内部开发的学生登记系统、办公管理系统及校检管理系统则将办公流程系统化、线上化，推动公司实现精细化管理、提高运营效率，支撑公司规模化扩张。

4. 风险提示

(1) 政策不确定性风险。2018 年以来，针对 K12 课外培训行业的监管政策频出，专项治理活动有序推进。截至 2018 年 12 月 30 日，全国共摸排校外培训机构 401050 所，存在问题机构 272842 所，现已完成整改 269911 所，完成整改率 98.93%。行业整顿背景下，公司线下扩张速度已有所放缓。预计未来监管



力度将持续加强、整治内容可能升级，迈入常态化，对公司业务可能产生进一步影响。思考乐面临未来K12教培行业政策不确定性及监管风险。

(2) 扩张不达预期风险。公司持续深耕华南地区市场，计划到2021年底在广东省及华南其他主要城市开设约95间新学习中心，包括惠州、中山、江门及珠海。教培行业监管趋严使公司可能面临扩张成本增高、异地运营效率降低等问题。此外，公司在华南地区将长期面临新东方、好未来、卓越教育、邦德教育等全国性和区域本土品牌的激烈竞争。公司存在异地扩张不达预期的风险。

(3) 人才流失风险。公司设置合伙人制度，利用分红、绩效挂钩薪酬等方式绑定校区管理团队，激励员工主动提升服务质量、贡献更多营收和利润。合伙人制度也赋予员工较大权利，若公司不能留住合格教师和管理团队，将对公司运营产生重大影响。

(4) 办学资格风险。根据公司招股说明书，思考乐中心2017年未通过年检，主要由于未获授权设立学习中心分点及夸大广告。若年检结果连续两年为不合格，根据深圳当地相关法规或会被吊销民办学校办学许可证。目前思考乐中心已纠正不合规问题并取得相关政府机构的确认，将尽力通过2018年年检。此外，截至最后实际可行日期，公司于厦门的两个学习中心或实体尚未取得民办学校办学许可证。同时，思考乐教育约50%的全职教职工没有教师资格证。目前公司已要求现有的教职人员参加教师资格考试，并在全国范围内重点选聘具有教师资格的应聘人。若有参加考试后未能取得教师资格证的教师，思考乐教育将停止其学科教学活动，招聘合格教师做替换。

数据支持：苏珂、王傲磊



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季 (广证恒生总经理兼首席研究官): 长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 及 2016 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏 (新三板研究总监、副首席分析师): 英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。具有多年 A 股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会 (新三板副团队长): 南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞 (新三板副团队长): 英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟 (新三板高端装备行业负责人): 中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和 A 股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜 (新三板 TMT 行业高级研究员): 金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3 年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐 (新三板医药行业高级研究员): 中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉 (新三板医药行业研究员): 香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏 (新三板教育行业研究员): 新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋 (新三板高端装备行业高级研究员): 华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的 一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林 (新三板大消费&教育行业研究员): 暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文 (新三板主题策略研究员): 暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们:

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832319



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。