

思考乐 (1769.HK) 1H20 业绩:

深耕大湾区课外培训市场，加速扩张

思考乐于8月19日公布中期业绩，上半年收入为3.26亿人民币，同比增长10.2%；经营利润为0.67亿，同比增长30.3%；调整后净利润0.64亿，同比增长6.8%。同时，公司宣布派发每股0.06港元的中期股息。对于思考乐，我们曾在4月3日的主题报告《[暴跌后的港股市场如何选股？](#)》中建议重点关注，截至8月21日收盘价，股价已上涨130%。

学业备考课程仍是公司的主要收入，贡献约97%的收入，上半年同比增长10.6%；素质教育课程保持平稳。学生人次同比增长7.1%，至12.4万，总辅导课时和平均每课时收费同比分别增长5.1%和4.8%。

课外培训逐步从疫情中恢复。疫情期间，线下培训受到冲击，公司及时将线下课程调整为线上课程，从而减少疫情影响。从长期来看，公司认为，线下仍然是K12的最主要和最有效的学习方式。随着国内疫情逐渐得到控制，公司的线下培训业务也逐步从疫情中恢复，已于6月份全面复课。此外，公司表示，暑期学生班引流良好，今年暑假体验课程整体学生人次同比增长91%，其中深圳以外城市的同比增长高达215%。

继续深耕大湾区，加速扩张。截至6月底，公司的学习中心数量增加至127所，2019年底为100所。公司仍聚焦于大湾区，上半年将业务拓展至广州，并在汕头推出“思考乐网校”，目前业务范围已经覆盖9个城市。同时，公司也将继续大力推动双师课堂，从而加速渗透进入竞争相对较弱但市场需求旺盛的二三线城市。

“鸿盟”高端班，加强品牌建设。公司在今年5月推出“鸿盟”高端班，汇聚优秀教师为优等生打造高端教学体系，主要包括细分集训队和优等生两大层次。高端班的推出将目标群体更多面向优等生，有利于形成生源和口碑的正向循环，未来或有助于获客成本的优化以及客单价的提升。

受疫情和新建学习中心影响，1H20 毛利率有所下滑。上半年，公司毛利率由43.3%下滑至37.5%，主要由于：1) 上半年新开设27个学习中心，新学校的开设初期，收入相对有限；2) 疫情期间的线上业务布局也增加了相应成本。由于疫情影响，公司缩减了线下的营销推广活动，销售费用同比减少8%；管理费用同比减少8.1%，主要由于去年同期录得相关上市费用；研发费用同比增长29%，主要用于课程开发。同时，得益于政府补贴以及理财产品收益增加，公司净利润为0.46亿，同比增长38.4%，公司的净利润率为14.2%，同比提升约三个百分点。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

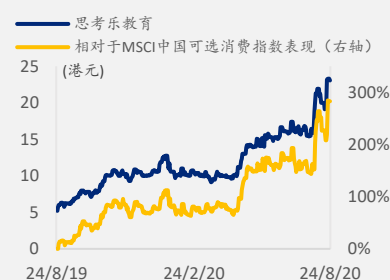
2020年8月24日

公司数据

未评级

当前股价 (港元)	23.1
52周内股价区间 (港元)	5.0-25.3
市值 (百万港元)	12,837
90日均成交量 (百万港元)	28

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务数据摘要

(百万人民币)	2019A	2020E	2021E
营收	711	906	1,293
营收增速	44%	27%	43%
毛利率	43.3%	41.1%	43.0%
净利润	95	125	180
净利润增速	31%	31%	45%
EPS (元)	0.23	0.33	0.55
P/E (x)	121.1	92.8	64.3

E=Bloomberg 普遍预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营业务收入	376	493	711	906	1,293
主营业务收入成本	(252)	(306)	(403)		
毛利	123	187	308	372	556
其他营业收入	-	-	-		
营业开支	(76)	(101)	(172)		
销售及营销开支	(18)	(12)	(22)		
一般行政管理开支	(51)	(70)	(132)		
研发开支	(15)	(31)	(45)		
营业利润	47	86	136	167	236
营业外收入	(6)	(3)	(28)		
净利息收入	-	-	-		
其他投资收入	-	-	-		
外汇收益	-	-	(4)		
税前利润	41	83	108	166	242
所得税	(6)	(13)	(13)		
持续经营收入	36	69	95		
非常项目净利润	(6)	3	-		
收入包括少数股权	30	72	95		
少数股东权益	4	0	-		
净利润	26	72	95	125	180

现金流量表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	26	72	95	125	180
折旧、摊销	19	23	110		
非现金项目	(9)	(13)	14		
非现金营运资本变动	138	32	82		
其他经营活动	-	-	-		
经营活动所得现金	174	114	300		
固定及无形资产变动	(68)	(50)	(123)		
长期投资净变动	(110)	-	-		
收购与剥离	-	(2)	-		
其他投资活动	-	-	-		
投资活动现金流量	(151)	(85)	(375)		
已付股利	(30)	(89)	(30)		
债务所得现金	-	-	372		
股权现金	-	-	-		
其他融资活动	-	-	-		
融资所得现金	(1)	(16)	279		
外汇影响	-	-	-		
现金净增减	22	13	204		

资产负债表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金与现金等价物	25	37	241		
应收账款与票据	-	-	-		
库存	-	-	-		
其他短期资产	193	237	500		
总计流动资产	218	275	741		
净固定资产	117	106	671		
长期投资与应收	-	-	-		
其他长期资产	61	100	59		
非流动资产总计	178	206	730		
总资产	396	481	1,471		
应付账款	53	86	101		
短期借贷	40	16	238		
其他短期负债	242	224	195		
总计流动负债	336	326	535		
长期借贷	38	39	383		
其他长期负债	-	-	-		
非流动负债总额	38	39	383		
总负债	374	366	918		
优先股	-	-	-		
股本与资本公积	-	53	390		
留存收益	(1)	29	124		
其他股东权益	26	33	39		
少数股东权益	(4)	-	-		
总股东权益	21	115	553		
总负债与股东权益	396	481	1,471		

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
财务指标增速					
营收增速	120.1%	31.2%	44.3%	27.3%	42.8%
毛利润增速	119.4%	51.2%	65.0%	20.8%	49.4%
营业利润增速	225.6%	82.3%	58.6%	22.8%	41.5%
净利润增速	149.6%	178.3%	31.5%	31.3%	44.6%
利润率					
毛利率	32.9%	37.9%	43.3%	41.1%	43.0%
营业利润率	12.5%	17.4%	19.1%	18.4%	18.3%
净利润率	6.9%	14.6%	13.3%	13.7%	13.9%
回报比率					
普通股回报率	103.8%	102.9%	28.4%		
总资产回报率	8.5%	16.4%	9.7%		
资本回报率	37.1%	57.3%	17.2%		
投资资本回报	46.9%	54.6%	17.9%		
债务比率					
总债务/股东权益	371.1%	48.4%	112.2%		
总债务/资本	78.8%	32.6%	52.9%		
总债务/总资产	19.9%	11.6%	42.2%		
流动性比率					
现金比率	7.3%	74.3%	128.8%		
流动比率	64.9%	84.2%	138.6%		
速动比率	7.3%	74.3%	128.8%		
CFO/平均流动负债	70.8%	34.4%	69.8%		
普通股权益/总资产	6.3%	24.0%	37.6%		

E = Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼