

## 佳发教育 (300559.SZ) 拐点已至, 有望开启新一轮高成长

2021年08月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

应瑛 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

yingying@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790521020001

日期	2021/8/6
当前股价(元)	11.31
一年最高最低(元)	23.66/7.80
总市值(亿元)	45.19
流通市值(亿元)	33.78
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	2.99
近3个月换手率(%)	168.56

### ● 国内一流的智慧教育解决方案提供商, 首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内领先的教育信息化解决方案提供商, 面对国家持续加大的经费投入和新标准带来的教育市场新需求, 公司有望充分受益于高考反作弊系统建设, 智慧教育和智慧体育高景气带来的机遇。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.15、3.12、4.18 亿元, EPS 分别为 0.54、0.78、1.05 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为 21.1、14.5、10.8 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 政策支持、技术迭代, 教育信息化建设有望持续推进

(1) 标准化考场建设迈入第二阶段, 市场扩容明显, 尤其是原来存量低的作弊防控、身份识别等系统。存量市场上, 网上巡查系统进入更新换代、高清升级新周期; 增量市场上, 标考建设核心需求变成提高包括作弊防控、身份识别在内的新系统建设。

(2) “双减”+“教育新基建”落地, 催生校内智慧教育增量需求。一方面, 国家为进一步提高校内教学质量, 希望利用包括网络平台、智慧课堂等多元信息化方式, 促进教育公平和教育质量的提升; 另一方面, 财政补贴的下发为学校推进智慧教育提供了资金基础, 将有效促进教育信息化需求的持续释放。

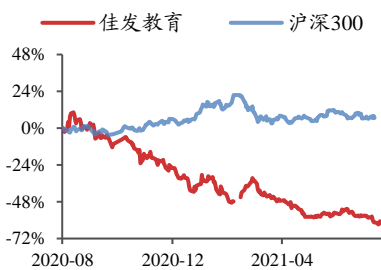
(3) 素质教育进一步重视, 智慧体育+生涯规划产品有望进入快速发展期。公司智慧体育产品可同时实现“考试+日常练习”, 已先后中标海东市、武汉市、银川西夏区等多地中考体育体测项目, 后续随着市场的持续拓展, 产品将陆续受认可。

### ● 公司技术领先且深耕多年, 有望持续领跑教育信息化行业

公司于 2015 年率先推出了考试综合管理平台, 先发优势明显, 并且在持续的市场耕耘中先后中标国家、省市级考试综合管理平台, 客户群体遍布全国, 建设经验丰富; 在英语口语中高考软件系统、口语评测软件系统、口语训练平台软件系统等方面与腾讯达成合作, 有望借力腾讯提高产品技术水平, 实现共赢; 公司产品创新具有前瞻性, 发展战略清晰, 产品矩阵不断丰富, 有望在后续的教育信息化发展中持续受益, 实现业绩的高速增长。

● **风险提示:** 行业政策延期落实的风险、行业竞争加剧风险、新产品推广不及预期风险

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	583	590	647	869	1,145
YOY(%)	49.3	1.3	9.6	34.3	31.7
归母净利润(百万元)	205	210	215	312	418
YOY(%)	65.5	2.6	2.0	45.4	34.0
毛利率(%)	53.9	48.5	50.4	50.3	49.6
净利率(%)	35.2	35.6	33.2	35.9	36.5
ROE(%)	21.0	17.6	17.1	21.0	22.9
EPS(摊薄/元)	0.51	0.53	0.54	0.78	1.05
P/E(倍)	22.0	21.5	21.1	14.5	10.8
P/B(倍)	4.7	4.1	3.6	3.1	2.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 佳发教育：国内一流的智慧教育解决方案供应商 .....	1
1.1、 基本情况：国内考试信息化领军企业，标考建设市场具有高市占率 .....	1
1.2、 股权&管理层：股权结构相对集中，管理层长期稳定 .....	3
2、 行业：教育信息化建设进一步持续投入 .....	4
2.1、 标准化考场建设迎来新局面，标准提升带来市场扩容 .....	4
2.2、 新需求带动新业务增长，英语口语与体育考试产品露头角 .....	6
2.3、 “双减”+“教育新基建”落地，校内信息化助力教学质量受重视 .....	7
2.4、 学生职业生涯市场受益政策推动，重要性与规模提升 .....	9
3、 竞争力：产品、市场、技术，持续领跑教育信息化行业 .....	10
3.1、 公司核心竞争力突出，细分领域龙头公司 .....	10
3.2、 未来业绩发展驱动力明确，受益标考建设+校内教育信息化 .....	11
4、 盈利预测与投资建议 .....	13
4.1、 核心假设 .....	13
4.2、 盈利预测与投资建议 .....	14
5、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

图 1： 公司股权结构稳定 .....	3
图 2： 教育考试信息化包括五级互联互通的管理与服务体系 .....	5
图 3： 单个标准化考场产值大幅提升 .....	5
图 4： 2014-2019 我国国家财政性教育经费支出占 GDP 比重均超过 4% .....	8
图 5： 生涯规划平台属于新的教育培训市场 .....	9
图 6： 2017 年来高考人数稳定增长 .....	9
图 7： 公司产品矩阵丰富 .....	10
图 8： 佳发教育建设的考试省级平台和标考考场覆盖全国多数省市 .....	11
图 9： 教育信息化经费高增长，点燃行业景气 .....	13

表 1: 智慧招考九大解决方案 .....	1
表 2: 智慧教育细分业务包括教考统筹、新高考、智慧校园和区域智慧教育解决方案 .....	2
表 3: 素质教育细分业务包括智慧体育和生涯教育解决方案 .....	2
表 4: 公司核心管理层长期稳定 .....	4
表 5: 二轮标考建设市场规模预计超过 150 亿元 .....	6
表 6: 英语听说考试预测市场规模空间可期 .....	6
表 7: 体育考试相关市场潜在用户数量和规模可观 .....	7
表 8: 体质监测和体育考试市场服务预计空间可观 .....	7
表 9: 2014-2020 智慧教育政策持续更迭 .....	8
表 10: 生涯教育市场潜在规模可观 .....	10
表 11: 2020 年度公司先后取得 6 项专利 .....	11
表 12: 公司连续中标标考项目 .....	12
表 13: 最高层多次发文强调全面发展素质教育 .....	12
表 14: 公司作为龙头较行业可比公司有一定估值溢价（截止 2021.08.06 收盘） .....	14

## 1、佳发教育：国内一流的智慧教育解决方案供应商

### 1.1、基本情况：国内考试信息化领军企业，标考建设市场具有高市占率

公司是全国最早从事教育考试信息化建设的企业之一，主营业务为智慧招考和智慧教育。智慧招考，为国家教育部、人社部提供考试相关信息化解决方案，核心产品为国家教育考试综合管理平台、考场设备等信息化产品。公司产品和解决方案遍布全国 29 个省级行政区，先后承建了教育部考试中心国家教育考试综合管理平台（国家平台）和多省考试综合管理平台（省级平台）项目，且在本轮标准化考点建设中占有较大市场份额。

**表1：智慧招考九大解决方案**

业务种类	业务概述
网上巡查系统	网上巡查系统作为标准化考场的核心系统，以国家依法治考要求为导向，通过对考试全过程实施全方位监控和录像，为查处考试舞弊提供有力证据，有效打击违纪舞弊行为。
身份认证系统	身份验证系统创新性地将领先的图像识别、生物识别、非接触式 IC 卡识别等验证技术和算法与教育考试身份验证流程关键节点进行有效结合，通过先进验证技术的应用，核心算法的设计和优化，专业硬件的设计、生产，将考生的身份信息和生物信息进行绑定，做到人证合一，防止替考情况的出现。
作弊防控系统	作弊防控系统的核心团队均来自原总参 57 所，采用“侦测引导阻断”体系，先侦测发现并确认作弊信号，再发射窄带精准干扰信号对作弊信号进行高效阻断，切断发射源与考场内部接收器的信号连接，达到阻断目的。
巡查指挥系统	巡查指挥系统作为标考基础核心系统，以视频会议为基础，结合教育行业特色，构建多层级组织架构，辅以应急指挥、巡查指挥功能，实现考试考务高效决策管理。
英语听说评测	英语听说综合智能解决方案是国内先进的具有完整核心技术的英语听说系统，其考、测、练等子系统以提高学生的英语实际应用水平为核心，以面向素质教育为目标。本系统能够从根本上解决学生哑巴英语的现状，满足高考考试制度改革的要求。
智能体育考试	智能体育学科综合解决方案基于视频设备对学生体测项目进行动作跟踪、数据采集、精准测量、全程监控记录，并给出精准体质分析报告和指导建议，实现体育考试智能评定、学生体育考试成绩智能复核、学生成绩档案智能追溯等。该方案还覆盖标准化体育考试全流程建设，形成教、学、练、考、评、研的体育教育链条闭环。
“无纸化”体检	无纸化体检系统的建设，以减少招办工作人员工作量、防止数据录入错误、体检过程轨迹记录、体检考生身份核验、提高体检效率为目标，建设一套流程规范、应用智能、统筹体检工作、为体检管理人员及医务人员增效减负的无纸化体检系统，辅助招办及体检医院高效、灵活、安全、准确、便捷的完成高考考生体检工作。
试卷流转系统	试卷流转系统全面涵盖从试卷印制装袋开始的装箱-押运-值守-使用-回收装箱-送回各个业务环节。切实有效、高效便捷的保障试卷安全，从根源上为考生提供一个公平公正的考试环境。
教育考试综合管理平台	整个解决方案基于“整合资源、基于数据、面向服务”的设计思路，在顶层设计的规划下和统一信息标准的指导下，通过对现有信息化资源的整合，立足于为国家和各省构建考务大数据中心，以数据的深度挖掘和应用为支撑，为内部管理提供业务管理和决策支撑，为社会公众提供全面、便捷的公众服务，推动招考信息化向招考智慧化的不断提升。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**智慧教育**以全面解读国家教育信息化相关政策为基础，提供充分且精准化满足政策顶层规划和一线业务刚需的**细分为教考统筹、新高考、智慧校园和区域智慧教育四大分支的解决方案。**



**表2: 智慧教育细分业务包括教考统筹、新高考、智慧校园和区域智慧教育解决方案**

业务种类	业务概述
教考统筹	通过整合标准化考场、录播和平安校园等基础设备,利用视频识别 AI 技术、物联网和大数据分析技术,构建“管理应用、教学应用、安全应用、智慧服务、决策支撑”一体化的基于教室应用的解决方案。统筹和整合考试设备和教学设备,构建考时考用,教时教用,无缝切换的一体化考试教学应用综合体系。
新高考	通过基于“互联网+创新”的“信、教、管、学”融合应用模式,以智慧校园整合云平台为依托,形成一体化生涯规划、一体化教学管理、一体化综合评价和一体化家校互动生态闭环体系,提升教学与管理效率,同时减轻业务人员工作负担,降低管理成本,实现教育管理和教学应用工作信息化、实时化、精准化、动态化,提升学校总体教学管理水平。
智慧校园	基于《教育信息化 2.0 行动计划》的要求,通过构建校园教育大数据中心和校园各业务领域丰富的智慧子系统的建设,实现对教育教学、教育管理、教育评测三大业务的汇聚与整合,为用户提供丰富的教育信息化应用、一站式的智慧校园应用体验、基于智能决策的教育大数据应用。
区域智慧教育	基于云计算的智慧教育管理平台,将教育管理、教学管理、辅助决策与信息化相融合,同时集成运用物联网、云计算、下一代互联网等新技术,以数据的采集、转换、利用与活化为支撑手段,实现教育信息化全覆盖,实现智慧教育的立体管理、协作共享、动态感知、数据分析和决策支持,推动区域内本地教育事业的发展,探索具有中国特色的智慧教育建设道路。

资料来源: 2021 年公司半年度报告、公司官网、开源证券研究所

**素质教育**以智能体育和生涯教育为主要产品。智能体育结合教育部 2021 年 6 月下发的《<体育与健康>教学改革指导意见》,把握“教会、勤练、常赛”的内涵要求及“享受乐趣、增强体质、健全人格、锤炼意志”的四大改革目标而打造。生涯教育整体解决方案提供以生涯教育云平台为支撑,生涯规划培训体系为辅助,生涯体验基地为落地的全方位生涯规划教育体系。

**表3: 素质教育细分业务包括智慧体育和生涯教育解决方案**

业务种类	业务概述
智能体育	<b>为老师</b> 提供 AI 助教,协助老师在课堂教学时,组织学生进行自我测试,记录成绩、纠正错误动作、形成个性化的“运动处方”,做好“教会”工作。 <b>为学生</b> 提供校内自主运动场景,打通课堂测试数据,结合运动处方,为学生提供个性化的运动建议;通过专业的运动内容,游戏化的使用体验,陪伴孩子享受运动乐趣;通过双人对战、一分钟挑战赛等功能让学生们晒出风采。 <b>为学校</b> 提供微信小程序端的体育家庭作业,方便学生随时随地使用,解决了学生课后体育锻炼无法监督、执行、科学跟踪的问题。 <b>学生端:</b> 微信小程序+移动化随时随地+AI 机器学习+自动识别计数,通过游戏化体验互动,让交互过程轻松愉悦。 <b>老师端:</b> 让学生量化运动数据唾手可得,并通过数据分析学生健康度,制定相应的教学计划。
生涯教育	学校端提供生涯规划教育云平台、学生发展指导中心、生涯教育课程及教材教具、教师生涯规划教育培训等。 <b>生涯教育云平台</b> 以“互联网+生涯教育”思维,以大数据分析为依托,利用先进的云计算技术设计而成。提供学校生涯测评、选科指导、生涯资源、生涯管理等方面的全套工具,辅助学校完成生涯教学教务及过程管理工作。 <b>学生发展指导中心</b> ,涵盖生涯、学业、心理、生活、理想五个方面指导,配备多个功能教室,为学生全面发展提升自身素质提供专门场地。 <b>校外生涯基地</b> 作为学校生涯教育的延伸,充分整合本地优质资源,为本地学生在校外进行生涯体验、综合实践和家校社共育提供便利和平台。结合学生生涯成长过程中所需的多元化教育服务,聚合学校、社区、文旅企业等优质资源,形成集“智慧教育+生涯教育+家长教育”的“三位一体”综合教育体系,构建家校社共育和谐环境。

资料来源: 2021 年公司半年度报告、开源证券研究所

**公司 2004 年进入教育信息化行业,深耕信息化教育 17 年**,发展历程与国家教育考试信息化的建设进展息息相关,通过对公司业务历史分析,可以分为六个阶段:

(1) **2004-2006,初入教育考试信息化领域:** 从 2004 年开始,部分省市自主开

展了教育考试信息化建设，我国教育考试信息化建设进入摸索阶段。公司逐步成为国内最早进入教育考试信息化领域的产品提供商之一。作为第一批试点省份重庆市网上巡查系统产品的提供商，公司覆盖重庆市 20 个区县、30 多所学校、2000 多个考场的统一标准、互联互通的网上巡查系统，成为国家标准化考点建设产品提供商。

(2) 2007-2010, 业务加速扩张: 教育信息化进入国家统一部署、统一实施时期, 根据 2007 年 3 月 1 日发布的《教育部关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》, 教育考试信息化产品向相互关联的、统一标准的产品方向发展。公司遵循国家方针以网上巡查系统建设为基础, 建设考试考务管理与服务平台和其他功能系统产品, 参与了国家多个省市的网上巡查系统的建设, 实现业务快速扩张。

(3) 2011-2013, 产品线日趋成熟: 教育部和财政部于 2011 年 2 月 19 日发布了《关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知》, 大力推进国家教育考试标准化考点的建设工作, 公司产品和技术逐渐拓展到应急指挥、考生身份认证、作弊防控等多个产品领域。公司以考试考务管理与服务平台为支撑, 以网上巡查、应急指挥、身份认证、作弊防控等教育考试考务信息化应用的产品体系逐渐成型。

(4) 2014-2016, 业务纵向延伸至智慧教育市场: 公司根据客户需求, 逐步向教学管理、在线教育、智慧校园等其他教育信息化领域延伸, 在全国 25 个省、直辖市和自治区建立了销售网络, 与中国电信、中国联通和中国移动旗下系统集成子公司建立合作关系, 2016 年公司上市, 年底推出新高考云巅智慧教育产品和解决方案。

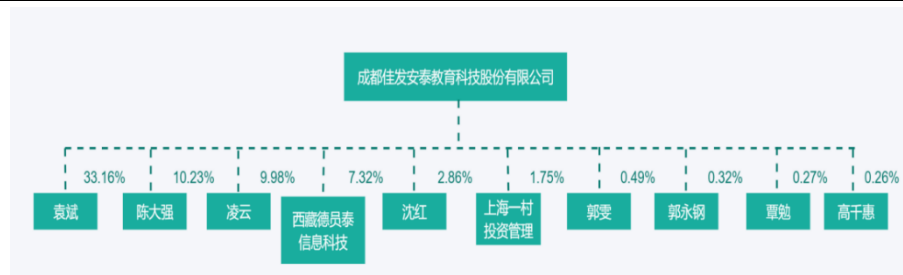
(5) 2017-2020, 二轮标考建设+新高考带来新增长: 2017 年, 国家第二轮标准化考点建设正式开始, 公司智慧招考业务迎来建设高峰期。此外, 受益于标准化考点建设形成的流量优势、新高考改革的推进以及教育信息化 2.0 时代的到来, 公司智慧教育业务高速发展, 收入体量和占比快速提升, 成为业绩新的增长点。

(6) 2020-至今, 新产品带来新的机遇: 2020 年, 在技术革新与需求升级的驱动下, 公司以国家政策导向为依据不断创新, 联合腾讯, 在新中高考英语听说考试改革背景下推出了新一代英语听说智能考试系统。此外, 在体育素质建设的政策出台频繁、对体育重视程度达到至高点的背景下, 公司研发了体育考试与体质监测产品, 为公司带来新的发展机遇。

## 1.2、股权&管理层：股权结构相对集中，管理层长期稳定

公司管理团队持股比例较高，股权结构相对集中，管理团队稳定。公司最终控制方为董事长袁斌和总经理寇健，两人系夫妻关系。公司管理团队在司工作时间均超 10 年，较为稳定；多数毕业于计算机相关专业，对业务、技术、战略理解相对统一，利于公司战略执行和业务持续推进。

图1：公司股权结构稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所

**表4: 公司核心管理层长期稳定**

姓名	职位	简介	加入公司年限
袁斌	董事长	毕业于四川大学物理系光学专业，本科学历；1982~1996年任职于总参第五十七研究所，先后从事专业研究工作与科研管理；1996~2005年9月任职于成都市房产管理局；2010年3月起任成都佳发灏泰科技有限公司执行董事；2018年7月起任成都佳发安泰信息工程有限公司执行董事兼总经理；2019年1月起任成都佳发教育服务有限公司，成都佳发教育科技有限公司执行董事兼总经理；2005年10月起在公司工作，现任成都佳发安泰科技股份有限公司董事长，法定代表人。	16年
寇健	总经理	毕业于解放军理工大学无线电专业，研究生学历，高级工程师；1989~2003年任职于总参第五十七研究所；2011年起任安健发执行董事，总经理，法定代表人；2010年10月~2012年10月任佳发有限执行董事，法定代表人；2013年3月起任成都佳发安泰科技股份有限公司董事，总经理。	17年
覃勉	副总经理	毕业于荷兰代尔夫特理工大学计算机工程专业，研究生学历；2006~2008年任职于上海华虹NEC电子有限公司；2009年加入公司从事研发及管理工作；2017年9月起任成都环博软件有限公司董事长；2018年起任上海佳发教育科技有限公司董事；现任公司副总经理。	12年
文晶	副总经理， 董事会秘书	毕业于乔治梅森大学计算机专业，研究生学历；2007~2010年任职于美国Parature公司；2010年5月加入公司，任公司产品总监；2016年11月起任成都华西公用医疗信息服务有限公司董事；2017年9月任成都环博软件有限公司董事；2018年起任上海佳发教育科技有限公司董事；现任成都佳发安泰科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书。	11年
赵峰	副总经理	毕业于重庆大学计算机科学与技术专业，本科学历；2003年加入公司，先后担任公司研发部副经理，研发部经理，总经理助理等职务，现为公司董事，副总经理。	18年
梁坤	副总经理	2002年加入公司，历任工程部经理，市场部片区经理，华北区经理，总经理助理，监事会主席；2019年1月至今任成都佳发教育服务有限公司，成都佳发教育科技有限公司监事。现任公司副总经理，综合事业部总经理。	19年
吴灿彪	副总经理	毕业于成都电子科技大学信息材料工程专业，大学本科学历，思科网络工程师；2003~2004任职于华硕电脑（成都）有限公司；2004~2006任职于深圳新文鼎信息技术有限公司；2006加入公司任公司大区经理，现任公司副总经理，标考事业部总经理。	15年
虞良	副总经理	毕业于河南工程大学计算机应用专业（原郑州经济管理干部学院），专科学历；2005年1月~2008年5月份任职于北京中庆现代技术股份有限公司；2008年6月份加入公司任公司大区经理，现任公司副总经理，智慧教育事业部总经理。	13年
周俊龙	财务总监	1983~1992年任职于安岳县乡镇企业管理局；1994~2001年任职于安岳县乡镇企业管理局直属供销公司；2002年加入公司，从事财务工作。2013年3月起任成都佳发安泰科技股份有限公司财务总监。	19年

资料来源：教育部、公司公告、人社部人事考试中心、开源证券研究所

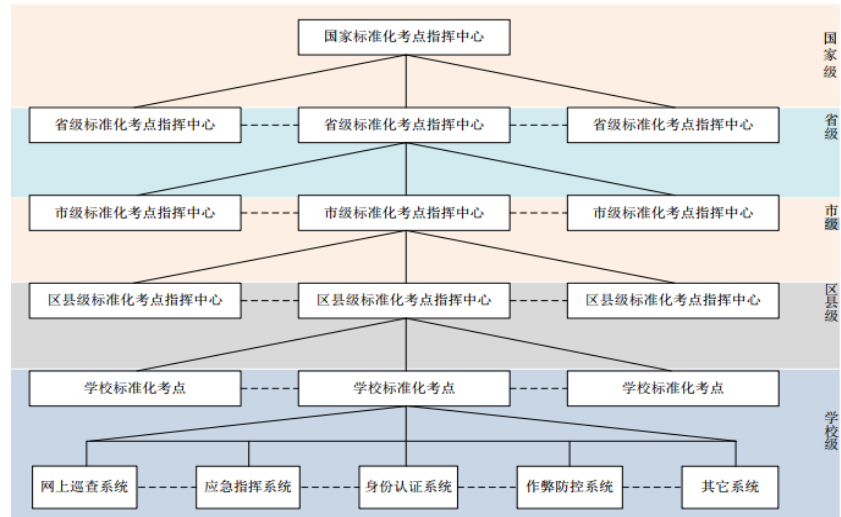
## 2、行业：教育信息化建设进一步持续投入

### 2.1、标准化考场建设迎来新局面，标准提升带来市场扩容

**标考建设迈入第二阶段，市场扩容明显。**目前国内标准化考场建设分为两个阶段，第一阶段于2007年开启，教育部发布《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范》，考点进行标准化建设的进程正式开始，随着监控视频由标清向高清方向发展和互联网平台技术普及，监控摄像头临近替换节点，由于系统较为单一，根据我们估算：单个标准化考场教室的客单价约为3000-4000元，按完成53万余个考场建设计算，第一轮标考建设市场空间约在15-20亿元左右。

2017年新发布的《国家教育考试综合管理平台建设指南》、《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范》和《电磁辐射防护规定》，提出到2020年建成功能完善、运行安全、操作规范、反应迅速的覆盖国家、省（市）、地（市）、县区等各级考试机构的管理与服务信息化支撑平台，预示标准化考点建设开始第二轮周期，考虑疫情影响和各省中考教室当前升级的情况，我们认为第二轮周期会有所延长。与第一轮标考建设期相比，第二轮标考建设在系统增配、场景延伸等方面呈现出更为综合化的服务体系，市场空间进一步打开。

图2：教育考试信息化包括五级互联互通的管理与服务体系



资料来源：公司招股书

从存量市场看，第一轮标考建成的53万间标准化考场（大学和中职13万+高中40万）中的网上巡查系统于2017年进入集中的更新换代、高清升级新周期。增量市场中，标考建设核心需求变为，1个平台+N个子系统，单个标准化考场产值大幅提升。一个平台是第二轮标考建设的核心，构建全国统一的考点库、考生库、考试工作人员库，实现对教育考试的全局统一指挥、分级管理、全域实时监控和不同系统间的数据交换和共享。N个子系统中除了网上巡查系统外，还包括身份认证、应急指挥、作弊防控、网上报名等其他业务系统。子系统需求扩大TAM，拉长建设周期。

图3：单个标准化考场产值大幅提升

第一轮标考建设（2007-2013）  
以网上巡查系统建设为主



第二轮标考建设（2017-2022E）  
“1个平台+N个子系统”



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所



应用场景延伸使得潜在的标准化考场数量翻倍式增加。2017年教育部下发《关于加强普通高中学业水平考试考务管理的意见》要求省级统一组织的学业水平考试必须全部安排在标准化考点进行。同时，**中职学业水平考试对标考的需求也在逐步释放**，如江苏省要求2017年起全省中职学业水平考试技能考试部分逐步在标准化考点进行。**人社考试要求同步提高**，2019年人社部人事考试中心先后发布《人事考试指挥平台建设规范》和《关于加强人事考试指挥平台建设的意见》，要求到2020年底，建设完成覆盖部、省（区、市）、地（市）及考点的一体化、统一调度统一指挥和数据共享的分布指挥平台，因而未来标考考场数量有望进一步提升。**综合中高考考场和平台建设需求等估算，我们预计第二轮标考建设市场总规模超过150亿元。**

**表5：二轮标考建设市场规模预计超过150亿元**

场景	人数	对应考场需求量	单考场投入
新高考	2019-2020年高考报名人数分别为1031万、1071万	第一轮标考的53万余间改造升级需求	0.5万元左右
高中学业水平考试	2019年普高在校生人数2414.3万人，2019年中职在校生1576.5万人	40-50万间	1万元左右
中考	每年全国约有1300-1400万名中考考生	45万间左右	1万元左右
平台建设		31个省级、334个市级、2851个县级	省级平台造价300-400万、市级100-200万、县级30-50万

资料来源：教育部、公司公告、人社部人事考试中心、开源证券研究所

## 2.2、新需求带动新业务增长，英语口语与体育考试产品露头角

**中高考改革推动英语口语机考需求出现。**2014年国务院印发《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》，要求加强外语评测体系建设，在考试内容设置时要对外语听力和口语的考试提出要求；各省根据《实施意见》的指导和部署逐步在中、高考考试外语中增加口语机考考试。上海高考、广东高考及北京高考，北京中考、江苏中考、浙江部分地区中考及诸多省份下属地市均已在中、高考考试中正式实施英语听说考试。截至2020年底，全国初中阶段和高中阶段学校数约7.67万所，在校生人数达到8600万人；2020年全国高考考生人数1071万人，初中阶段毕业生人数1454万人，据下表假设，**每年英语听说考试软硬件市场规模约360亿元。**

**表6：英语听说考试预测市场规模空间可期**

	教学阶段	考生数量(万人)	收费标准(元/人)	每年预计市场规模(亿)
硬件收入规模：按照目前推出的英语口语考试系统模式，每位考生配备一台平板电脑，单价为2000元。	高中阶段（北上广）	88.72	2000	18
	初中阶段	1454	2000	290
	合计	1542.72		308
软件服务收入规模：每年学生英语口语日常训练和模拟考试系统，每人收取服务费约400元。	高中阶段（北上广）	88.72	400	3.6
	初中阶段	1454	400	58
	合计	1542.72		61.6

资料来源：教育部、人社部人事考试中心、公司公告、开源证券研究所

**政策驱动体质监测与体育考试的新需求出现。**2016年国务院下发的《关于强化学校体育促进学生身心健康全面发展的意见》明确要求建立中小学体育课程实施情况监测制度，鼓励对体育课质量进行监测；2019年国务院提出把学生体质健康状况纳入对学校的绩效考核，将体育纳入高中学业水平测试；2020年国务院文件再次提出改进中考体育测试内容、方式和计分办法，逐步提高分值，其中云南省教育厅率先

将各学科中考分值分配为：语文、数学、英语、体育各 100 分。2020 年，国务院、教育部有关加强在校学生体育素质建设的政策出台更加频繁，对体育的重视程度达到至高点；考虑教育部门投入的逐步加大和家庭体育消费水平的提升，我们看好信息化在体育考试和体质检测中的运用，以及潜在的每年约 50 亿的市场空间。

**表7：体育考试相关市场潜在用户数量和规模可观**

类型	经济分析
目标用户规模	教育部统计，全国共有各级各类学校 53.01 万所，在校生 2.82 亿人，专任教师 1732.03 万人。其中全国共有义务教育阶段学校 21.26 万所，在校生 1.54 亿人；全国高中阶段教育共有学校 2.44 万所，在校学生 3994.90 万人。
B 端市场规模	根据教育部统计，2019 年全国教育经费总投入为 50175 亿元，国家财政性教育经费为 40049 亿元；随着校园体育政策频发，学校（B2B 市场）对校园体育的投入逐步加大，部分省市（新疆、内蒙古等）已经明确要求体育经费占比不低于 8%-10%，部分经济发达省市在校园体育的投入逐步达到 3%-5%以上
C 端市场规模	根据发改委《体育发展“十三五”规划》，2020 年全国体育产业体育培训行业总规模预估接近 2000 亿元。随着家庭对青少年体育的重视，青少年体育已进入高速发展快车道。

资料来源：教育部、人社部人事考试中心、公司公告、开源证券研究所

**表8：体质监测和体育考试市场服务预计空间可观**

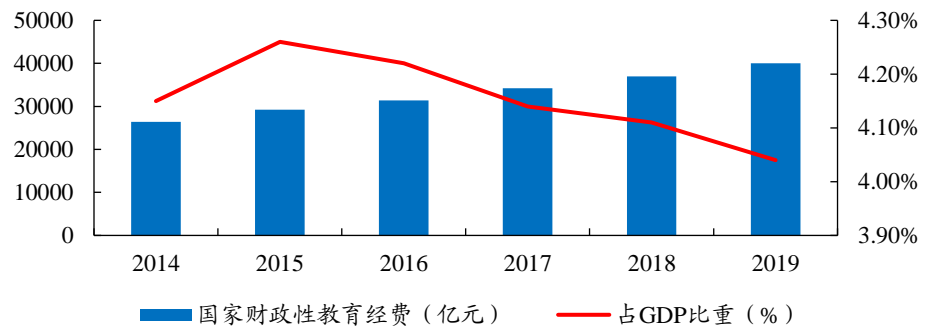
	教学阶段	学生数量（万人）	收费标准（元/人）	测试频次（次/年）	每年预计市场规模（亿）
体质监测	高中阶段	3995	20	1	7.99
	初中阶段	4837	20	1	9.67
	小学阶段	10603	20	1	21.21
	合计	19435			38.87
体育考试	高中阶段	1286	40	1	5.14
	初中阶段	1454	40	1	5.82
	合计	2740			10.96

资料来源：公司公告、人社部人事考试中心、开源证券研究所

### 2.3、“双减”+“教育新基建”落地，校内信息化助力教学质量受重视

**“双减”+“教育新基建”政策落地，校内信息化或促教学质量提高。**2021 年 7 月，国家发布《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》（简称“双减”），通过减轻学生过量的作业负担，同时提升学校课后服务水平，来推进教育公平。同时，教育部等六部门下发《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》（以下简称“教育新基建指导意见”），提出教育新型基础设施是以新发展理念为引领，以信息化为主导，面向教育高质量发展需要，新型基础设施体系，该意见明确教育信息化对校内教育质量的促进。据教育部，2019 年全国共有各级各类学校 53.01 万所，各级各类学历教育在校生 2.82 亿人，专任教师 1732.03 万人。庞大用户基础，将为教育信息化带来持续不断的需求。

**教育信息化的财政经费投入有保障且规模不断增加。**《中国教育现代化 2035》明确提出：确保财政一般公共预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占 GDP 的比例不低于 4%。同时《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）明确教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8%。2019 年，我国国家财政性教育经费支出约为 40047 亿元，同比增长 8.25%，从 2012 年开始连续 8 年占 GDP 的比重超过 4%。

**图4: 2014-2019 我国国家财政性教育经费支出占 GDP 比重均超过 4%**


数据来源: 教育部、开源证券研究所

**政策助力智慧教育蓬勃发展。**智慧教育创新发展行动是《教育信息化 2.0 行动计划》中提出的八大行动之一,也是智慧教育首次进入国家层面制定的政策文件中。智慧教育建设重点主要可以粗分为三大领域“教(教学)、管(管理服务)、学(学习、家校互动)”,其中“教学和管理”分别是系统平台性质的系统建设,“学习”主要是智慧教育内容建设,“教管学”三者也可统一归为智慧教育整体解决方案。从 IT 服务商角度看,该业务主要是以项目建设+软件产品销售为主。

**表9: 2014-2020 智慧教育政策持续更迭**

时间	政策	内容
2018 年 4 月	教育部《教育信息化 2.0 行动计划》	到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标,即教学应用覆盖全体教师、全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校,信息化应用水平和师生信息素养普遍提高,建成“互联网+教育”大平台。
2019 年 2 月	国务院《中国教育现代化 2035》	将加快信息化时代教育变革。建设智能化校园,统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台。
2019 年 2 月	国务院办公厅《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022)》	以信息化手段服务教育全过程,加快推进智慧教育创新发展,构建“互联网+教育”支持服务平台。
2019 年 6 月	国务院《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》	到 2022 年,德智体美劳全面培养体系进一步完善,立德树人落实机制健全。普通高中新课程新教材全面实施,选课走班教学管理机制基本完善,科学的教育评价和考试招生制度基本建立,师资和办学条件得到有效保障,普通高中多样化有特色发展的格局基本形成。
2020 年 2 月	教育部《2020 年教育信息化和网络安全工作要点》	要做好《教育信息化十年发展规划(2011-2020 年)》、《教育信息化“十三五”规划》收官工作。研制教育信息化中长期发展规划(2021-2035 年)和“十四五”规划,出台推进“互联网+教育”发展、加强教育管理信息化的指导意见,举办国际人工智能与教育会议、世界慕课大会。
2020 年 3 月	教育部落实《中国教育现代化 2035》战略部署	积极推进“互联网+教育”发展,进一步加强“专递课堂”“名师课堂”和“名校网络课堂”(以下简称“三个课堂”)应用,并要求到 2022 年,全面实现“三个课堂”在广大中小学校的常态化按需应用。
2020 年 3 月	国家发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅《关于组织实施 2020 年新型基础设施建设工程(宽带网络和 5G 领域)的通知》	“5G+智慧教育应用示范”被列入国家财政资金重点支持项目。通过基于 5G、VR/AR、4K/8K 超高清视频等技术,打造百校千课万人优秀案例,探索 5G 在远程教育、智慧课堂/教室、校园安全等场景下应用,重点开展 5G+高清远程互动教学、AR/VR 沉浸式教学、全息课堂、远程督导、高清视频安防监控等业务。

资料来源: 国务院、教育部、开源证券研究所

招生制度改革也带来了新的教育信息化产品需求。2014年9月,《国务院关于深化考试招生制度改革的意见》正式出台,启动了新一轮高考改革。截止目前,全国已有14个省市启动了新高考,剩余17个省份在2020年陆续进入新高考时代。新高考改革创造了对部分教育信息化产品的需求:

(1) 新高考背景下,学生在入学时必须定位未来的职业发展方向,以往高考时才需面临的选专业问题被下调至更低年龄段,且存在着学生高考填报志愿时间紧、学校教育欠缺专业职业教育内容或该内容与学科教育脱节等问题。新高考改革带来了对生涯规划类系统的需求,能为学生提供生涯分析和学习、专业选择、资源填报、职业认知、学校体验中心建设、校外的生涯体验活动中心等内容的生涯规划类产品的必要性增加。

(2) 新高考打破固定班次的教学模式,带来了走班选课自主权,同时也增加了学校排课及资源规划、教育管理的难度,这一情况刺激了学校走班管理系统的需求,系统对拥有资源评估、选排课分析、智能考勤及信息分布等功能都有较高的要求。

(3) 新高考将学生综合素质评价结果纳入录取指标体系,激发了学校对能提供学生全面发展状况的观察、记录与评价的综合素质评价工作智能管理系统的需求。此外,此轮改革催生电子班牌、智能白板、录播摄像头等配套硬件产品的需求。

## 2.4、学生职业生涯市场受益政策推动,重要性及规模提升

学生生涯规划属于新的教育培训市场。由于新高考下的选考制度,要求学生在高一入学时就明确未来的职业发展方向。将原高考时才要面临到的选专业、选职业方向问题被下沉到更低的年龄段,而目前学校教育存在学科教育以外的内容较缺乏、专业职业教育和学科教育脱节等问题,因而由第三方提供的学生生涯规划市场出现。此外,国务院颁布的《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》以及《关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》等文件也要求加强学生课外实践和体验要求。可预见,为学生提供生涯分析和学习、专业选择、资源填报、职业认知、学校体验中心建设、校外生涯体验活动中心等内容的生涯规划类产品将受到市场重视。

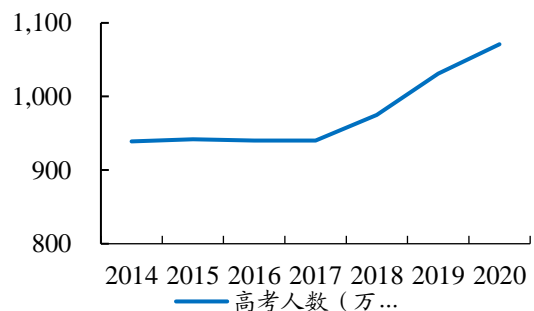
我国高考人数保持稳定增长,学业生涯市场受众有保障。据教育部,2014-2017年高考人数在947万人,而从2017年开始高考人数每年都按照3.7%的速度增长,同年政府出台《国家教育考试综合管理平台建设指南》、《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范》和《电磁辐射防护规定》等一系列政策,保证学生职业生生涯规划的市场大小。我们预计在未来随着高考人数的增加和教育部对智慧高校的重视,学生生涯规划会推广到所有的高中,市场将进一步扩大。

图5: 生涯规划平台属于新的教育培训市场

	首页	生涯规划		
自我认知:	生涯测评	选科指导	选科报告	
探索工具:	大学专业	大学院校	选考要求	职业大全
生涯学习:	推荐书籍	生涯案例	生涯故事	视频资源
生涯档案:	生涯档案	选科组合	生涯报告	我的选课
成长导师:	导师选择	互动问答		

资料来源: 公司官网

图6: 2017年来高考人数稳定增长



数据来源: 全国教育事业统计公报、开源证券研究所



表10: 生涯教育市场潜在规模可观

类型	经济分析
目标用户规模	教育部统计: 全国共有各级各类学校 53.01 万所, 在校生 2.82 亿人, 专任教师 1732.03 万人。其中全国共有义务教育阶段学校 21.26 万所, 在校生 1.54 亿人; 全国高中阶段教育共有学校 2.44 万所, 在校学生 3994.9 万人。
生涯规划针对学校的平台及指导中心规模	小学、初中及高中阶段学校合计 24.4 万所, 每所学校收取平台服务费每年约 5 万元, 每年市场规模 120 亿; 每所学校建设学生发展指导中心价格约 8 万元, 市场规模约 1950 亿。
针对老师和学生的课程资源包市场规模	小学、初中、高中阶段学生数量约 19435 万人, 每个学校收入课程内容费 2 万元/年, 学生 10 元/年, 合计每年市场规模 68.17 万元。

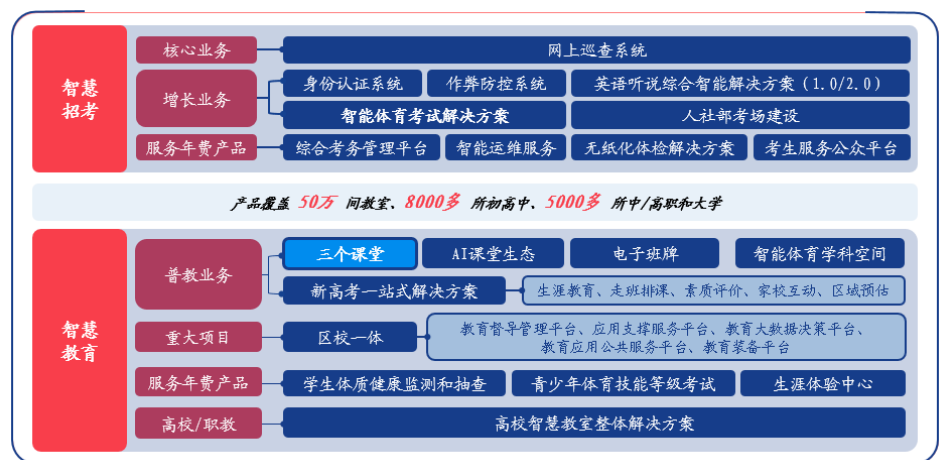
资料来源: 教育部、人社部人事考试中心、公司公告、开源证券研究所

## 3、竞争力: 产品、市场、技术, 持续领跑教育信息化行业

### 3.1、公司核心竞争力突出, 细分领域龙头公司

**竞争力 1: 公司产品矩阵丰富, 产品体系不断延展。**公司作为国内教育信息化的龙头, 智慧招考业务产品服务齐全, 考试类型覆盖国家教育部、人社部大部分考试, 考试流程考前考中考后全过程; 同时公司大力推进智慧教育领域。我们认为, 公司前瞻性布局三个课堂、区校一体、学业生涯规划市场等多个增量市场, 扩张产品体系, 扩大营收天花板, 推动业绩持续增长。

图7: 公司产品矩阵丰富



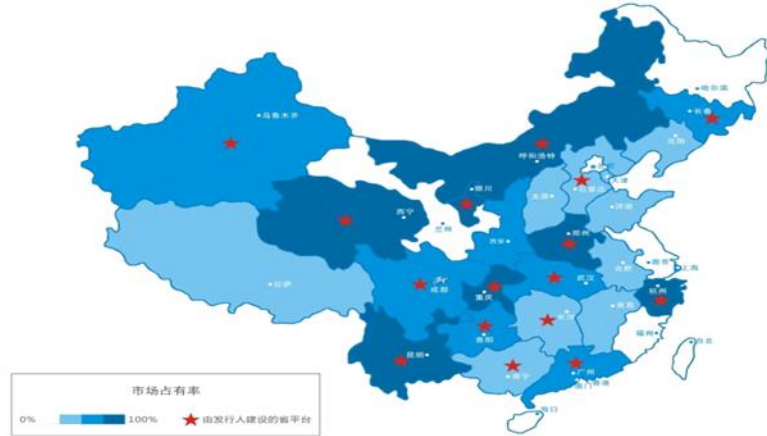
资料来源: 公司官网、公司 2020 年报、开源证券研究所

**竞争力 2: 公司具有先发优势和优质客户群。**我国标考建设需求为产品迭代、升级和扩容需求, 且本轮标考建设的核心是考试综合管理平台。公司于 2015 年率先在河南省成功建设了全国第一个省级考试综合管理平台, 从第一轮标准化考场建设开始, 公司参与了 29 个省、自治区、直辖市, 近 200 多个地市的标准化考点的建设。此外, 公司提供了全国 15 个省级标准化考点指挥中心的管理平台设备, 在全国 15 个省建设了身份认证产品, 17 个省建设了作弊防控产品, 公司还参与制定多项国家教育考试相关规范和指南, 因而在本轮建设具有市场先发与定位优势。

在之前的标考考场建设中, 公司与多地考试局、学校建立了长期良好的关系, 在专注于继续拓展标准化考点中校园数量和占有率的同时, 也将和校方一起把这些标准化考点(学校)转化为符合国家教育信息化 2.0 行动计划的智慧校园, 借助标准化

考点的优质资源推动各地教考统筹、新高考和智慧校园业务的推广，因而可以将公司标准化考点建设积累的大量用户转化为智慧教育用户，在后续智慧教育产品和子系统的销售中，拥有全国性客户群，利于新产品推广，具有用户积累及转化优势。

图8: 佳发教育建设的考试省级平台和标考考场覆盖全国多数省市



资料来源：公司招股书

**竞争力 3: 公司技术优势突出，与腾讯达成战略合作。**面对新中高考带来的英语口语机考的需求，2020年10月23日与腾讯联合研发的“新一代英语听说智能考试系统”正式发布，将腾讯的基础语音核技术和云服务能力与公司符合行业标准和客户需求的产品体验的双方优势进行互补，可实现英语听说人机对话系统在脱离机房环境下的运行。此外，公司未来在英语口语中高考软件系统、口语评测软件系统、口语训练平台软件系统等方面继续与腾讯进行合作，有望借助腾讯平台优势加深产品布局，共同打造基于教学场景的英语学科一体化整体解决方案。

教育信息化行业需要将技术与业务进行深度融合。公司专注于教育信息化领域，对教育系统的客户需求和业务难点有深刻的理解和敏锐的洞察力。同时，公司注重自主研发和技术创新能力，多项软件著作权和专利的取得有利于优化完善公司自有产品和应用体系，形成持续创新机制，保持技术优势，提升核心竞争力。公司具有将技术与业务进行深度融合的优势，更好地为用户提供与其实际业务匹配度高、适用性强、稳定性强、能够解决实际工作难题、提高工作和管理效率的产品与服务。

表11: 2020年度公司先后取得6项专利

发明专利名称	申请公布时间
一种用于教室的姿态检测方法和系统	2020年4月9日
一种应用于网上巡查同步转码且存储介质可热插拔的录像备份方法和装置	2020年5月19日
一种基于电子班牌的考勤系统及方法	2020年7月10日
一种基于wifi定位考生位置防止作弊的方法及系统	2020年7月14日
一种基于电子班牌的信息主动式推送实现方法	2020年8月4日
考试作弊行为检测方法及系统	2020年8月14日

资料来源：国家知识产权局、开源证券研究所

### 3.2、未来业绩发展驱动力明确，受益标考建设+校内教育信息化

**短期驱动力：第二轮标考建设持续带动行业景气度，公司提前卡位黄金赛道**

国家高度重视教育公平，尤其是考试公平，标考建设需求持续存在。(1) 2021年4月，教育部办公厅正式发布《关于全面开展国家教育考试综合管理平台建设工作的通知》指出在2021年全面启动国家教育考试综合管理平台建设工作，实现各类考试管理指挥的一体化、可视化和即时化，其中渗透率较低的身份认证系统、作弊防控系统两个重要系统的建设有望加速；(2) 受2021年高考湖北考生作弊事件的影响，我们认为标准化考场业务中作弊防控系统提供了建设机遇。而公司新一代作弊防控系统能有效屏蔽5G信号，我们预期将有望直接受益后续采购需求。

**公司承接多个标考平台建设，先发优势明显。**2015-2020年以来，公司持续中标多个省市级考试综合管理平台，为后续子系统建设建立入口优势。2021年来公司持续中标各地标准化考点建设项目，有望持续受益行业景气度的持续。

**表12: 公司连续中标标考项目**

时间	项目名称	中标金额(万元)
2021.1.25	重庆市永安中学扩建标准化考点设备采购	138
2021.4.26	青海省监狱管理局服刑人员高等教育自学考试标准化考场建设	137
2021.4.28	简阳市教育局考生身份验证设备和信息采集设备采购项目	40
2021.4.28	深圳市招生办身份验证与作弊防控维护服务项目	35
2021.5.10	四川省泸州市合江县教育和体育局标准化考点建设和网上巡查系统运行维护项目	119
2021.5.12	安阳师范学院标准化考场建设项目	57
2021.6.10	泸州市纳溪中学泸天化校区标准化考场建设采购项目	149
2021.7.17	锡林郭勒盟蒙古族中学新校区标准化考场采购	450
2021.7.23	四川省泸州市泸县教育和体育局高考身份验证终端和双屏人证核验终端设备	43
2021.7.29	四川省泸州市龙马高中标准化考点建设设备采购项目	144
2021.7.30	沙雅县教育和科学技术局高考标准化考场设备采购项目	140

资料来源：采招网、开源证券研究所

### 中长期驱动力：素质教育和校内教育信息化推动公司智慧教育业务发展

**政策加码素质教育全面发展，支撑教育信息化龙头长期走牛。**2020年来，中共中央、国务院、教育部等有关加强在校学生素质教育建设的政策出台更加频繁。近期“双减行动”和《全民健身计划》的出台，标志着最高层对包括体育素质、艺术素质、生涯规划素质在内的素质教育的重视程度提升到新高度，利好公司相关教育信息化业务需求持续释放。

**表13: 最高层多次发文强调全面发展素质教育**

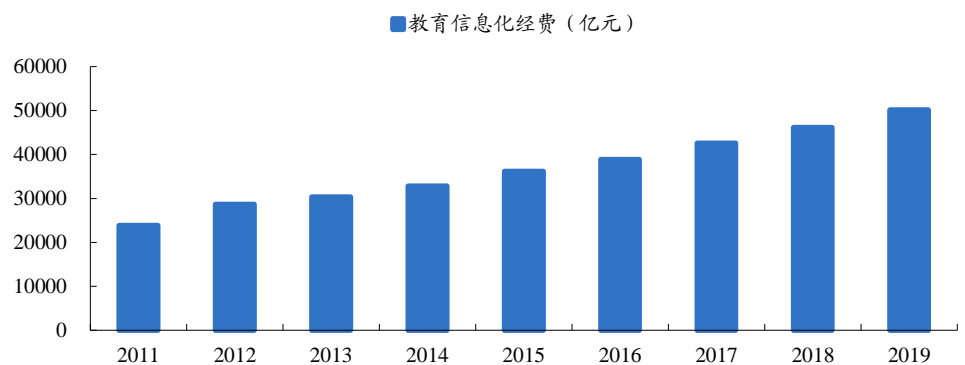
时间	部门	政策	涉及内容
2019.2	中共中央、国务院	中国教育现代化2035	增强综合素质，树立健康第一的教育理念，全面强化学校体育工作，全面加强和改进学校美育，弘扬劳动精神，强化实践动手能力、合作能力、创新能力的培养。
2019.6	国务院	关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见	加强对学理想、心理、学习、生活、生涯规划等方面指导
2019.7	中共中央、国务院	关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见	坚持“五育”并举，全面发展素质教育：突出德育实效，提升智育水平，强化体育锻炼，增强美育熏陶，加强劳动教育
2020.10	中共中央、国务院	深化新时代教育评价改革总体方案	坚决改变用分数给学生贴标签的做法，创新德智体美劳过程性评价办法，完善综合素质评价体系

时间	部门	政策	涉及内容
2020.10	中共中央、国务院	关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见	将体育科目纳入初、高中学业水平考试范围，中考体育考试分值逐步提高；鼓励基础教育阶段学校每天开设1节体育，着力保障学生每天校内、校外各1个小时体育活动时间，促进学生养成终身锻炼的习惯
2020.10	中共中央、国务院	关于全面加强和改进新时代学校美育工作的意见	开齐开足上好美育课，探索将艺术类科目纳入初、高中学业水平考试范围
2021.7	中共中央、国务院	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	提高作业设计质量，系统设计符合年龄特点和学习规律、体现素质教育导向的基础性作业。深化高中招生改革，各地要积极完善基于初中学业水平考试成绩、结合综合素质评价的高中阶段学校招生录取模式
2021.8	国务院	全民健身计划（2021—2025年）	深化体教融合。完善学校体育教学模式，保障学生每天校内、校外各1个小时体育活动时间。整合各级各类青少年体育赛事，健全分学段、跨区域的青少年体育赛事体系

资料来源：中共中央、国务院、教育部、开源证券研究所

**教育信息化建设进入 2.0 时代，长期受益于投入增加与软件占比提升。**以信息化带动教育现代化已成为教育发展的必然趋势，教育信息化经费持续稳定增长，《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》明确要求教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8%。同时我国教育信息化正在从 1.0 时代的硬件建设向 2.0 时代的软件应用及资源整合转变，带来了区域教育平台的建设需求，为教育信息化企业提供增量机遇。

**图9：教育信息化经费高增长，点燃行业景气**



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：教育信息化经费投入=教育经费\*8%信息化占比估算

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

(1) 公司在教育信息化领域持续耕耘，受益于技术发展和政策支持，公司标准化考点和智慧教育产品持续高增，我们预计公司 2021-2023 年标准化考点产品和智慧教育产品营收增速分别为 15%、25%、15%和 30%、45%、40%。

(2) 公司逐步发力智慧教育领域，由于智慧教育毛利率略低于标准化考点，我们预计在公司产品结构有所变化的同时，公司的毛利率将略有下降。

(3) 随着公司对费用的管控能力增强和规模优势逐渐显现，公司的期间费用率预计保持持续下降趋势。



## 4.2、盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的教育信息化解决方案提供商，面对国家持续加大的经费投入和新标准带来的教育市场新需求，公司标考业务和智慧教育业务皆有望快速发展。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.15、3.12、4.18 亿元，EPS 分别为 0.54、0.78、1.05 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 21.1、14.5、10.8 倍，公司作为龙头具有产品布局和客户资源方面的先发优势，享有一定的估值溢价，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表14：公司作为龙头较行业可比公司有一定估值溢价（截止 2021.08.06 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
003005.SZ	竞业达	36.1	2.4	3.0	3.7	15.2	11.9	9.8
300248.SZ	新开普	38.8	2.4	3.0	3.8	16.4	12.8	10.1
	<b>平均值</b>	<b>37.4</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>15.8</b>	<b>12.4</b>	<b>9.9</b>
<b>300559.SZ</b>	<b>佳发教育</b>	<b>45.2</b>	<b>2.15</b>	<b>3.12</b>	<b>4.18</b>	<b>21.1</b>	<b>14.5</b>	<b>10.8</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所（行业可比公司来源 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

- （1）行业政策延期落实的风险。**高考用标准化考场中网上巡查系统换代已经完成过半，身份认证系统和作弊防控系统成为下一步建设主要目标，如果政府政策延期落实，后续标准化考场建设的不确定性可能会拖累公司业绩增速。
- （2）行业竞争加剧风险。**教育信息化整体规模的加大，或会导致各类竞争对手加大投入，导致行业竞争加剧、公司中标份额不及预期。
- （3）新产品推广不及预期风险。**如果素质教育产品推广不及预期，或会对公司主营业务营收产生不利影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1001	1005	1131	1323	1623
现金	297	655	727	750	939
应收票据及应收账款	182	217	220	367	406
其他应收款	52	20	59	47	92
预付账款	1	1	2	2	3
存货	64	60	71	105	130
其他流动资产	405	53	53	53	53
<b>非流动资产</b>	255	382	448	572	701
长期投资	15	59	104	149	195
固定资产	141	105	123	180	253
无形资产	41	48	51	54	57
其他非流动资产	59	171	170	189	196
<b>资产总计</b>	1256	1387	1580	1895	2325
<b>流动负债</b>	237	224	273	353	442
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	132	148	147	250	280
其他流动负债	106	76	126	103	161
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	238	225	274	354	442
少数股东权益	54	47	56	68	80
股本	266	400	400	400	400
资本公积	150	19	19	19	19
留存收益	576	706	864	1085	1368
<b>归属母公司股东权益</b>	964	1115	1249	1473	1802
负债和股东权益	1256	1387	1580	1895	2325

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	238	118	196	203	372
净利润	214	204	223	323	431
折旧摊销	8	12	9	11	15
财务费用	-1	-2	-11	-11	-10
投资损失	-17	-21	-21	-31	-41
营运资金变动	20	-91	-5	-89	-22
其他经营现金流	14	16	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-376	320	-54	-104	-103
资本支出	36	72	22	79	84
长期投资	-9	-41	-45	-46	-45
其他投资现金流	-349	350	-78	-71	-65
<b>筹资活动现金流</b>	-26	-80	-69	-77	-79
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	126	133	0	0	0
资本公积增加	-120	-131	0	0	0
其他筹资现金流	-32	-82	-69	-77	-79
<b>现金净增加额</b>	-164	358	72	22	190

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	583	590	647	869	1145
营业成本	269	304	321	432	577
营业税金及附加	7	7	8	11	14
营业费用	51	46	58	70	86
管理费用	41	36	41	55	69
研发费用	35	37	45	55	69
财务费用	-1	-2	-11	-11	-10
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	44	43	25	50	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	21	21	31	41
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	232	207	231	339	452
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	0	1	1
<b>利润总额</b>	232	205	230	338	451
所得税	18	1	7	15	20
<b>净利润</b>	214	204	223	323	431
少数股东损益	9	-6	9	11	13
<b>归母净利润</b>	205	210	215	312	418
EBITDA	231	197	218	327	441
EPS(元)	0.51	0.53	0.54	0.78	1.05

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	49.3	1.3	9.6	34.3	31.7
营业利润(%)	63.6	-10.7	11.5	46.9	33.3
归属于母公司净利润(%)	65.5	2.6	2.0	45.4	34.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	53.9	48.5	50.4	50.3	49.6
净利率(%)	35.2	35.6	33.2	35.9	36.5
ROE(%)	21.0	17.6	17.1	21.0	22.9
ROIC(%)	21.3	16.5	16.3	20.5	22.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.0	16.2	17.3	18.7	19.0
净负债比率(%)	-29.1	-56.4	-55.7	-48.6	-49.9
流动比率	4.2	4.5	4.1	3.7	3.7
速动比率	3.9	4.0	3.7	3.3	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.6	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.53	0.54	0.78	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.29	0.49	0.51	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.79	3.13	3.69	4.51
<b>估值比率</b>					
P/E	22.0	21.5	21.1	14.5	10.8
P/B	4.7	4.1	3.6	3.1	2.5
EV/EBITDA	16.8	19.7	17.6	11.7	8.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn