

佳发教育 (300559)

证券研究报告

2024年01月29日

2024B 端订单景气或延续，C 端市场潜力大

23 年归母净利润预计同比高增 96%-125%

公司 2023 年归母净利润 1.35-1.55 亿，同增 96%-125%；其中 23Q4 归母净利润 0.19-0.39 亿，22Q4 归母为-0.21 亿，同比大幅增长；

2023 年扣非归母净利润 1.3-1.5 亿，同增 87%-116%，其中 23Q4 扣非归母净利润 0.18-0.38 亿，22Q4 扣非归母净利润为-0.18 亿。

2023 年公司聚焦智慧考试和智慧教育两大方向。智慧考试方面，加快市场布局，在原有产品升级换代和增补的基础上，推出新产品抢占市场，智慧考试订单大幅增长；智慧教育方面，提供精准化满足顶层规划和业务刚需产品，订单大幅增长。2023 年公司智慧考试和智慧教育两大业务订单均取得增长，带来全年收入及利润大幅增长。

传统业务景气度延续，看好 2024 订单表现

2023 年并不是教育设施改造的最后高峰，2024 预期景气延续；一方面原有产品具有增补和更新换代需求，如网上巡查产品已进入更新周期，在功能开始增加 AI 行为分析；作弊防控、身份认证产品等渗透率不高的产品预计还会继续建设；另一方面，新增产品需求释放，如今年高考新增安检门。此外除高考外，随招生考试改革推进，标准化考场还会被应用到中考、学考等更多考试中。

发布英语听说 AI 产品迎合需求痛点，具备较大发展潜力

目前，公司发布的大模型 AI 应用主要有：AI 命题助手，提升命题效率，关联海量题库，同时满足高质量原创试题和举一反三的教学需求；AI 英语学习小助手，通过 3D 数智人老师的课标认知和引导能力，与学生一对一进行口语对练，个性化辅导，帮助学生提升发音和语法准确性；AI 英语作文批改；AI 生涯助手；AI 虚拟仿真应用开发。

公司本身有自研大模型——“灵汨教育大模型”，基于开源模型进行预训练，“灵汨教育大模型”目前具有百亿级的参数量，并且通过教育领域的专项数据，完成百亿级的 Token 训练数据的二次预训练，千万级 Token 的指令数据专项场景微调，在教育场景中比通用大模型具有更强的适配能力、更高的精准度、更优的性能。

理化生实验室产品加快市场推广，市场空间较大

理化生实验室产品主要用于中考和初中理化生实验教学、评测和管理等；目前还处于建设初期，大规模试点和建设预计未来陆续会在各个省市展开。理化生实验室市场空间预计在百亿到千亿。目前，公司已经在部分省份完成试点、树立区域标杆项目，为后续大面积试点和推广建立优势。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司智慧考试业务有产品种类增加和升级换代、应用场景增加的需求。智慧教育领域公司已在智慧体育、英语听说等领域提前布局、占位，到了市场快速增长的阶段；且随着 AI 类新产品落地希望未来 C 端产品收入潜力可期。考虑到公司业绩预告，我们小幅调整 23 年盈利预测，我们预计公司 23-25 年公司归母净利润分别为 1.40/2.50/3.30 亿元（前值分别为 1.60/2.50/3.30 亿元），EPS 分别为 0.35/0.63/0.83 元/股，对应 PE 分别为 37/21/16X。

风险提示：宏观经济景气度下行风险；行业竞争加剧风险；疫情反复影响项目交付；政策施行不及预期；毛利率随业务结构波动等风险；业绩预告仅为初步测算结果，具体财务数据以公司 2023 年年报为准。

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	399.51
流通 A 股股本(百万股)	311.14
A 股总市值(百万元)	5,197.68
流通 A 股市值(百万元)	4,047.89
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	15.05
一年内最高/最低(元)	21.80/10.73

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《佳发教育-季报点评:英语听说 AI+理化生实验室 AI 直击需求痛点》 2023-11-06
- 《佳发教育-公司点评:与腾讯云战略合作升级，C 端新产品拟年内发布》 2023-09-14
- 《佳发教育-半年报点评:进入业绩释放期+业务估值重构期》 2023-08-30

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	369.70	412.64	639.67	882.81	1,156.75
增长率(%)	(37.37)	11.62	55.02	38.01	31.03
EBITDA(百万元)	143.44	128.95	162.61	270.34	325.42
归属母公司净利润(百万元)	82.63	68.95	140.27	250.07	329.90
增长率(%)	(60.72)	(16.56)	103.44	78.28	31.92
EPS(元/股)	0.21	0.17	0.35	0.63	0.83
市盈率(P/E)	62.90	75.38	37.05	20.78	15.76
市净率(P/B)	5.17	5.02	4.50	4.08	3.53
市销率(P/S)	14.06	12.60	8.13	5.89	4.49
EV/EBITDA	21.76	26.62	28.38	16.85	13.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	519.48	485.30	524.95	559.49	693.32
应收票据及应收账款	152.56	141.00	367.66	369.63	533.32
预付账款	3.12	14.16	6.70	15.28	17.91
存货	86.16	92.38	146.28	210.80	245.15
其他	75.47	68.49	103.56	82.96	122.49
流动资产合计	836.79	801.34	1,149.15	1,238.16	1,612.19
长期股权投资	77.62	72.02	72.02	72.02	72.02
固定资产	218.97	250.23	238.10	225.98	213.86
在建工程	31.53	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	55.18	64.27	55.80	47.32	38.85
其他	94.36	79.63	77.57	80.52	78.15
非流动资产合计	477.67	466.15	443.50	425.86	402.89
资产总计	1,314.46	1,267.49	1,592.64	1,664.01	2,015.08
短期借款	63.09	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	121.78	105.83	296.44	273.77	412.74
其他	60.99	71.22	122.05	119.78	163.44
流动负债合计	245.85	177.05	418.49	393.55	576.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.63	2.73	3.09	3.81	3.21
非流动负债合计	5.63	2.73	3.09	3.81	3.21
负债合计	270.43	204.93	421.58	397.37	579.40
少数股东权益	39.13	27.78	15.91	(6.23)	(35.20)
股本	399.51	399.51	399.51	399.51	399.51
资本公积	18.48	18.48	18.48	18.48	18.48
留存收益	710.61	740.49	822.75	965.88	1,159.66
其他	(123.71)	(123.71)	(85.59)	(111.00)	(106.76)
股东权益合计	1,044.03	1,062.56	1,171.06	1,266.65	1,435.69
负债和股东权益总计	1,314.46	1,267.49	1,592.64	1,664.01	2,015.08

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	72.47	57.60	140.27	250.07	329.90
折旧摊销	15.09	19.95	20.59	20.59	20.59
财务费用	0.75	1.18	(16.41)	(17.62)	(20.35)
投资损失	(3.78)	4.90	(9.44)	(12.77)	(15.77)
营运资金变动	(44.53)	8.34	(88.50)	(81.16)	(57.14)
其它	40.34	12.31	(22.92)	(38.23)	(48.74)
经营活动现金流	80.34	104.28	23.60	120.88	208.49
资本支出	114.38	19.05	15.00	17.00	18.00
长期投资	18.56	(5.60)	0.00	0.00	0.00
其他	(208.72)	(47.60)	(2.72)	(5.64)	(1.52)
投资活动现金流	(75.78)	(34.15)	12.28	11.36	16.48
债权融资	82.97	(47.25)	15.29	18.12	20.40
股权融资	(153.48)	(27.35)	(11.52)	(115.82)	(111.53)
其他	(69.56)	(29.26)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(140.07)	(103.86)	3.78	(97.70)	(91.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(135.50)	(33.73)	39.65	34.53	133.84

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	369.70	412.64	639.67	882.81	1,156.75
营业成本	156.57	190.58	314.72	407.86	532.10
营业税金及附加	5.93	3.77	5.92	8.39	15.04
销售费用	58.04	66.01	82.84	100.20	134.18
管理费用	36.93	39.97	55.27	68.86	99.48
研发费用	41.67	42.95	55.33	70.62	96.01
财务费用	(18.02)	(15.08)	(16.41)	(17.62)	(20.35)
资产/信用减值损失	(37.27)	(28.20)	(17.74)	(27.74)	(9.56)
公允价值变动收益	0.00	(4.00)	(2.67)	0.44	0.59
投资净收益	3.78	(4.90)	9.44	12.77	15.77
其他	43.71	58.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	78.35	63.33	131.05	229.98	307.09
营业外收入	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.37	0.24	0.74	0.45	0.47
利润总额	77.98	63.11	130.32	229.54	306.63
所得税	5.51	5.51	10.30	18.14	26.06
净利润	72.47	57.60	120.02	211.40	280.57
少数股东损益	(10.17)	(11.35)	(20.25)	(38.67)	(49.33)
归属于母公司净利润	82.63	68.95	140.27	250.07	329.90
每股收益(元)	0.21	0.17	0.35	0.63	0.83

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-37.37%	11.62%	55.02%	38.01%	31.03%
营业利润	-62.15%	-19.18%	106.95%	75.49%	33.53%
归属于母公司净利润	-60.72%	-16.56%	103.44%	78.28%	31.92%
获利能力					
毛利率	57.65%	53.81%	50.80%	53.80%	54.00%
净利率	22.35%	16.71%	21.93%	28.33%	28.52%
ROE	8.22%	6.66%	12.14%	19.65%	22.43%
ROIC	13.74%	8.69%	21.13%	34.18%	41.68%
偿债能力					
资产负债率	20.57%	16.17%	26.47%	23.88%	28.75%
净负债率	-43.54%	-45.43%	-44.70%	-44.01%	-48.15%
流动比率	3.16	3.96	2.75	3.15	2.80
速动比率	2.83	3.51	2.40	2.61	2.37
营运能力					
应收账款周转率	2.00	2.81	2.52	2.39	2.56
存货周转率	5.07	4.62	5.36	4.94	5.07
总资产周转率	0.27	0.32	0.45	0.54	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.17	0.35	0.63	0.83
每股经营现金流	0.20	0.26	0.06	0.30	0.52
每股净资产	2.52	2.59	2.89	3.19	3.68
估值比率					
市盈率	62.90	75.38	37.05	20.78	15.76
市净率	5.17	5.02	4.50	4.08	3.53
EV/EBITDA	21.76	26.62	28.38	16.85	13.50
EV/EBIT	24.20	31.28	32.49	18.24	14.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com