

证券研究报告

公司研究

公司点评

粉笔 (2469. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 教育人服行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

粉笔：着眼基本面，无惧短期扰动

2024年07月04日

事件：公司自5月28日开始在公开市场回购，截至7月3日，已回购3950万股，回购金额达到1.68亿元。

点评：

- **积极回购，彰显信心。**5月13日，公司宣布计划在2024年5月13日~2025年5月12日期间在公开市场上回购不超过3亿港元的普通股。自5月28日开始回购至今，已回购3950万股，回购金额达到1.68亿元，均价为4.26元/股。公司积极回购，充分展现对公司经营的信心。
- **近期股价波动或来源于卖空。**我们观察到，公司卖空交易量自5月22日开始显著高企，29个交易日中，卖空股数/成交量18个交易日超过30%，8个交易日在20~30%，并且卖空量与当日股价并无显著关联，或是带来近期公司股价波动的重要原因。
- **公司有望展现自身 alpha。**招录培训是当前消费中非常优质的赛道，考公热情持续高涨（21~24年国考报名人数 CAGR 达24%，省考报名人数 CAGR 达8%）。从行业端来看，今年上半年有特殊性，事业单位联考笔试时间从往年的5月提前至3月30日，根据我们的统计，共20个省/地区参加；而今年公务员省考联考的时间安排在3月16~17日，共24个省参加，两项考试有18个省/地区时间非常接近，我们估计或影响整个行业事业单位培训的收入。从公司本身来看，OMO小班的推进、AI赋能答疑和教研，有望提升经营效率，带来利润率的提高，进而带来利润端的优异表现。
- **投资建议：**从资金面来看，公司近期股价波动或来源于卖空的激增，而公司一直积极回购，彰显对公司经营的信心。从基本面来看，虽然上半年事业单位联考笔试时间变化或影响整个行业事业单位培训的收入，公司依旧有自身 alpha，有望交付优异的利润答卷。我们维持24~26年经调整净利润6.08/8.06/10.03亿元的盈利预测，当前股价对应PE为13x/10x/8x，投资价值凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**招录考试时间变化对学生报课的影响，进而影响行业收款、收入及利润；宏观经济和消费意愿对教育行业的影响；行业竞争格局变化对公司经营的影响。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2810	3021	3412	3889	4360
增长率 YoY %	-18%	7.5%	12.9%	14.0%	12.1%
归属母公司净利润 (百万元)	190	445	608	806	1003
增长率 YoY%	-	134.1%	36.5%	32.7%	24.4%
毛利率%	49%	52%	54%	56%	58%
净资产收益率ROE%	19.2%	14.9%	32.4%	30.1%	0.0%
EPS(摊薄)(元)	-2.86	0.08	0.27	0.35	0.44
市盈率 P/E(倍)	-	18	13	10	8
市净率 P/B(倍)	-	6	4	3	2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 7 月 3 日收盘价

注: 净利润为经调整净利润

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,290	1,830	2,148	2,885	3,862
货币资金	1,047	671	925	1,657	2,577
应收账款	16	31	22	44	30
预付账款	0	0	0	0	0
存货	94	61	117	81	134
其他	133	1,066	1,083	1,103	1,121
非流动资产	343	292	264	250	244
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	130	124	122	123	126
无形资产	163	117	89	74	65
其他	51	52	52	53	53
资产总计	1,634	2,122	2,412	3,134	4,106
流动负债	725	781	463	379	347
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	239	334	298	386	355
其他	486	448	165	-7	-8
非流动负债	11,772	73	73	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11,772	73	73	74	74
负债合计	12,496	855	537	453	421
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-10,863	1,268	1,875	2,682	3,685
负债和股东权益	1,634	2,122	2,412	3,134	4,106
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2810	3021	3412	3889	4360
同比(%)	-18%	7.5%	12.9%	14.0%	12.1%
归属母公司净利润	190	445	608	806	1003
同比(%)	-	134.1%	36.5%	32.7%	24.4%
毛利率(%)	49%	52%	54%	56%	58%
ROE%	19.2%	14.9%	32.4%	30.1%	0.0%
EPS(摊薄)(元)	-2.86	0.08	0.27	0.35	0.44
P/E	-	18	13	10	8
P/B	-	6	4	3	2
EV/EBITDA	0.57	22.30	9.45	6.69	4.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,810	3,021	3,412	3,889	4,360
营业成本	1,445	1,451	1,580	1,711	1,852
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	517	674	512	572	628
管理费用	544	471	512	572	628
研发费用	197	251	201	222	240
财务费用	33	11	19	19	16
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
除税前溢利	-2,046	206	633	840	1,045
所得税	42	17	25	34	42
净利润	-2,087	188	608	806	1,003
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-2,087	188	608	806	1,003
EBITDA	-1,852	326	741	938	1,133
EPS(当	-2.86	0.08	0.27	0.35	0.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-84	327	339	822	1,017
净利润	-2,087	188	608	806	1,003
折旧摊销	160	124	104	93	87
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变	1,843	15	-372	-77	-73
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-37	-12,625	-60	-64	-67
资本支出	-36	-72	-75	-78	-81
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-1	-12,554	14	14	14
筹资活动现金流	-85	11,922	-25	-28	-30
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	-20	-25	-28	-30
其他	-85	11,942	0	0	0
现金流净增加额	-112	-376	254	731	920

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。