

证券研究报告

公司研究

点评报告

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

中报利润表现靓丽，盈利能力显著提升

2024年08月24日

事件: 24H1, 公司实现收入 16.3 亿元、同减 3.1%, 净利润 2.78 亿元、同增 240.9%, 经调整净利润 3.49 亿元、同增 21.2%。

点评:

- **事业单位考试错期影响收入。**24H1 公司收入略有下滑, 主要是受到事业单位考试错期的影响。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/地区时间较为接近, 影响事业单位招聘考试培训收入。我们估计, 若剔除错期影响, 收入小幅增长。
- **小班培训驱动增长。**24H1, 小班培训收入 10.3 亿元、占收入比重 62.9%; 大班培训收入 2.7 亿元、占收入比重 16.3%。
- **技术赋能效用逐步展现, 毛利率不断提高。**24H1, 综合毛利率同增 3.3pct 至 54.2%, 其中培训服务毛利率同增 4.0pct 至 57.9%。公司通过技术和 AI 赋能, 师资利用效率和师均收入不断提高, 带来盈利能力提升。截至 24 年 6 月末, 拥有全职讲师 3145 人, 较 23 年末减少 80 人, 较 23 年 6 月末减少 391 人。半年度师均收入 (半年度收入/半年度末全职讲师数量) 达到 51.8 万元, 同增 9.0%。
- **管理费用率显著下降。**24H1, 管理费用率同减 6.9pct 至 12.1%, 我们估计主要是管理人员股份支付费用减少所致; 销售费用率同增 1.6pct 至 19.6%; 研发费用率同减 1.9pct 至 6.6%。
- **经调整净利润稳定增长, 经调整净利率显著提高。**虽然收入受考试错期影响略有下滑, 净利润依旧表现靓丽, 24H1 经调整净利润同增 21.2%, 经调整净利率同增 4.3pct 至 21.4%, 盈利能力显著提升。
- **投资建议: 在事业单位考试错期的客观情况下, 经调整净利润依旧交付超过 20% 的增长, 实属不易。另外, 公司通过技术和 AI 赋能, 经营效率和师均收入不断提高, 带来盈利能力的提升。展望下半年, 我们预计需求强劲, 供给端中小机构的出清或短期慢于我们的预期, 但品质和口碑依旧是教育行业最大的竞争壁垒, 未来份额有望向头部集中, 公司在坚守品质的同时, 也通过增加 C 端 AI 产品为学员提供更完善的服务。维持 2024~26 年经调整净利润 5.58/6.84/8.22 亿元的盈利预测, 当前股价对应估值 11x/9x/8x, 维持“买入”评级。**

风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争格局变化的风险; 考试时间变化的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2810	3021	3067	3297	3517
增长率 YoY %	-18%	7.5%	1.5%	7.5%	6.7%
归母净利润 (百万元)	190	445	558	684	822
增长率 YoY%	-	134.1%	25.3%	22.7%	20.1%
毛利率%	49%	52%	54%	55%	57%
EPS(摊薄)(元)	-2.86	0.08	0.25	0.31	0.37
市盈率 P/E(倍)	-	14	11	9	8
市净率 P/B(倍)	-	5	3	2	2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

注: 净利润为经调整净利润。

资产负债表 (百万 元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,290	1,830	2,323	3,177	3,931
现金	1,047	671	1,167	2,009	2,756
应收账款及票据	16	31	30	33	34
存货	94	61	62	66	65
其他	133	1,066	1,063	1,070	1,075
非流动资产	343	292	264	250	244
固定资产	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	2,587	3,427	4,175
流动负债	725	781	688	843	769
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	239	334	233	354	248
其他	486	448	455	489	522
非流动负债	11,772	73	73	74	74
长期债务	0	0	0	0	0
其他	11,772	73	73	74	74
负债合计	12,496	855	761	917	843
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	-10,295	1,267	1,825	2,510	3,332
归母权益	-10,863	1,268	1,826	2,510	3,332
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	-10,863	1,268	1,826	2,510	3,332
负债和股东权益	1,634	2,122	2,587	3,427	4,175

现金流量表 (百万 元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-84	327	581	933	844
净利润	-2,087	188	558	684	822
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧摊销	160	124	104	93	87
营运资金变动	1,843	15	-80	156	-66
投资活动现金流	-37	-12,625	-60	-64	-67
资本支出	-36	-72	-75	-78	-81
其他投资	-1	-12,554	14	14	14
筹资活动现金流	-85	11,922	-25	-28	-30
借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	0	-20	-25	-28	-30
其他	-85	11,942	0	0	0
现金净增加额	-112	-376	496	842	747

利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,810	3,021	3,067	3,297	3,517
其他收入	33	29	30	32	33
营业成本	1,445	1,451	1,416	1,468	1,506
销售费用	517	674	491	504	510
管理费用	544	471	353	359	369
研发费用	197	251	181	185	193
财务费用	33	11	19	17	13
除税前溢利	-2,046	206	653	810	973
所得税	42	17	95	126	151
净利润	-2,087	188	558	684	822
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-2,087	188	558	684	822
EBIT	-2,013	202	657	813	971
EBITDA	-1,852	326	761	906	1,059
EPS (元)	-2.86	0.08	0.25	0.31	0.37

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增速	-18.03%	7.49%	1.52%	7.50%	0.00%
归母净利润增速	-	134.11%	25.34%	22.68%	20.12%
获利能力					
毛利率	48.59%	51.95%	53.83%	55.47%	57.19%
销售净利率	-74.27%	6.24%	18.19%	20.76%	23.38%
偿债能力					
流动比率	1.78	2.34	3.38	3.77	0.00
速动比率	1.58	2.12	3.12	3.54	0.00
营运能力					
总资产周转率	1.49	1.61	1.30	1.10	0.93
应收账款周转率	260.32	128.52	100.00	105.00	105.00
应付账款周转率	5.24	5.07	5.00	5.00	5.00
每股指标 (元)					
每股收益	-2.86	0.08	0.25	0.31	0.37
每股经营现金	-0.04	0.15	0.26	0.42	0.38
每股净资产	-5.18	0.57	0.82	1.12	1.49
估值比率					
P/E	-	13.88	11.08	9.03	7.52
P/B	-	4.88	3.39	2.46	1.85
EV/EBITDA	0.57	16.92	6.59	4.61	3.23

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。