

粉笔 (02469.HK)

2024 年中报点评: 收入端承压, 经调整净利润受益于经营效率提升仍实现同比+21%

买入 (维持)

2024 年 08 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

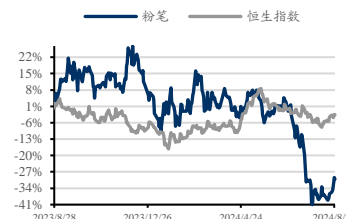
证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2828	3021	3032	3319	3634
同比(%)	(17.71)	6.84	0.35	9.48	9.49
归母净利润 (百万元)	(2,087.35)	188.57	451.92	550.98	664.95
同比(%)	(2.02)	109.03	139.66	21.92	20.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.91)	0.08	0.20	0.24	0.29
P/E (现价&最新摊薄)	(4.38)	48.49	20.23	16.59	13.75

股价走势



投资要点

- **2024H1 公司净利润/经调整净利润均实现大幅增长:** 2024H1 公司实现营收 16.3 亿元, 同比-3.1%; 实现净利润 2.78 亿元, 同比+240.9%; 实现经调整净利润 3.49 亿元, 同比+21.2%; 实现经营活动现金流量净额 2.35 亿元。
- **受事业单位人员招录考试与省级公务员考试撞期影响, 公司营收出现短暂下滑:** 分业务来看, 2024H1 公司培训业务实现营收 13.79 亿元, 同比-3.11%。其中, 在线学习产品实现收入 0.65 亿元, 大班培训课程实现收入 2.66 亿元, 小班培训课程实现收入 10.26 亿元, 其他培训课程实现收入 0.23 亿元。2024H1 图书销售业务实现营收 2.52 亿元, 同比-2.96%。这主要是由于 2024 上半年事业单位人员招录联考笔试与省级公务员联考笔试撞期, 导致事业单位人员招录考试培训课程、考试教材及辅导资料的销量下降。
- **培训服务毛利率提升, 支撑公司毛利率保持增长:** 2024H1 公司整体业务毛利率为 54.2%, 较去年同期+3.3pct。其中, 培训服务毛利率为 57.9%, 较去年同期+4pct, 主要是由于雇员福利开支减少及运营效率提升。图书销售毛利率为 33.6%, 较去年同期-0.8pct。
- **结合线上业务优势与线下授课资源, 小班培训课程支撑公司营收保持韧性:** 公司创新 OMO 模式, 结合线上与线下资源, 实现协同效应。其中, 小班培训课程作为公司营收的主要组成部分, 结合了线下课堂的场景和线上优质教师的高质量督学与答疑服务, 帮助学员实现迅速提分。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司拥有全职讲师 3145 人; 平均月活跃用户达 920 万人, 与去年同期持平。
- **盈利预测与投资评级:** 粉笔是我国公考行业的头部培训机构, 在线上培训方面积累了较好的口碑, 在过去几年行业竞争格局变化期间稳步经营, 恢复迅速, 已经逐步在行业中占据了较为领先的地位, 但考虑到 2024 年上半年考试周期错配, 以及消费大环境的影响令收入承压, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 5.2/7.0/9.1 亿元至 4.5/5.5/6.6 亿元, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 20/17/14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险, 竞争加剧风险, 招生不及预期风险, 新课程开发风险等。

市场数据

收盘价(港元)	3.00
一年最低/最高价	2.37/5.91
市净率(倍)	5.42
港股流通市值(百万港元)	6,717.21

基础数据

每股净资产(元)	0.55
资产负债率(%)	37.17
总股本(百万股)	2,239.07
流通股本(百万股)	2,239.07

相关研究

《粉笔(02469.HK.): 2023 业绩点评: 经调整净利润 4.45 亿元, 盈利能力提升明显》

2024-03-29

《粉笔(02469.HK.): 公考培训需求旺盛, 线上线下融合打通实现规模化增长》

2024-02-29

粉笔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,720.05	2,146.44	2,764.65	3,504.15	营业总收入	3,021.32	3,031.95	3,319.29	3,634.17
现金及现金等价物	1,210.44	1,780.42	2,387.40	3,110.46	营业成本	1,451.50	1,407.99	1,512.15	1,623.38
应收账款及票据	42.83	16.84	18.44	20.19	销售费用	0.00	606.39	647.26	690.49
存货	81.40	70.40	71.41	76.66	管理费用	0.00	333.51	348.53	363.42
其他流动资产	385.38	278.78	287.40	296.85	研发费用	0.00	181.92	199.16	218.05
非流动资产	292.46	324.86	355.65	386.14	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.89	146.02	184.16	221.63	经营利润	0.00	502.13	612.20	738.83
商誉及无形资产	134.62	126.89	119.54	112.57	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	51.95	51.95	51.95	51.95	利润总额	204.95	502.13	612.20	738.83
资产总计	2,012.51	2,471.30	3,120.29	3,890.30	所得税	16.39	50.21	61.22	73.88
流动负债	781.50	762.38	834.23	912.92	净利润	188.57	451.92	550.98	664.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	31.73	19.56	21.00	22.55	归属母公司净利润	188.57	451.92	550.98	664.95
其他	749.77	742.83	813.23	890.37	EBIT	204.95	502.13	612.20	738.83
非流动负债	73.27	76.93	80.78	84.82	EBITDA	365.16	519.73	631.41	758.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	73.27	76.93	80.78	84.82					
负债合计	854.76	839.31	915.01	997.74					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.08	0.20	0.24	0.29
归属母公司股东权益	1,157.60	1,631.84	2,205.14	2,892.41	每股净资产(元)	0.56	0.76	1.01	1.31
负债和股东权益	2,012.51	2,471.30	3,120.29	3,890.30	发行在外股份(百万股)	2,289.78	2,289.78	2,289.78	2,289.78
					ROIC(%)	(3.93)	29.97	27.12	24.98
					ROE(%)	14.84	25.90	23.77	22.12
					毛利率(%)	51.96	53.56	54.44	55.33
					销售净利率(%)	6.24	14.91	16.60	18.30
					资产负债率(%)	42.47	33.96	29.32	25.65
					收入增长率(%)	6.84	0.35	9.48	9.49
					净利润增长率(%)	109.03	139.66	21.92	20.69
					P/E	48.49	20.23	16.59	13.75
					P/B	7.17	5.24	3.94	3.04
					EV/EBITDA	23.07	14.17	10.70	7.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港币,港元兑人民币汇率为2024年8月26日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>