

收入微降、利润率提升，积极回购

2024 年 08 月 28 日

事项: 8 月 23 日晚间，公司发布 2024 年 1-6 月业绩，24H1 收入 16.30 亿元，yoy-3.1%；净利润 2.78 亿元，yoy+240.9%；经调整净利润 3.49 亿元（加回股份支付），yoy+21.2%。

➤ **上半年收入微降。** 24H1 公司收入 16.30 亿元，yoy-3.1%，其中培训服务/图书销售收入 13.79/2.52 亿元，yoy-3.1%/-3.0%，主要由于 24H1 事业单位招录联考笔试与省级公务员联考笔试撞期，导致事业单位招聘考培课程、教材教辅销量下降所致。培训服务是公司核心收入来源，占比 75%，各类培训产品中，小班课（在线或 OMO 小班课/7000 元+）收入 10.26 亿元，占总收入的 63%，大班课（主要系统班/300-980 元）收入 2.66 亿元，占总收入的 16%，在线学习产品（即会员礼包/每月价格 20-70 元和新手训练营/99-598 元）以及其他培训课程（专项课和推广课）的收入分别为 6450 万元和 2270 万元，占总收入的 4% 和 1%。行业层面，公司预计鉴于当前就业趋势，财政供养岗位继续走俏，报考人次中短期内增长将带动参培人次增长，但是行业集中度降低使得客单价受到压力。

➤ **上半年毛利率优化，经调整净利率增至 21.4%。** 24H1 公司毛利率 54.2%，同比+3.3pct，其中培训服务/图书销售毛利率 57.9%/33.6%，同比+4.0/-0.8pct，培训服务毛利率提升主要系员工薪酬减少以及运营效率提升所致。24H1 公司销售/管理/研发费率 19.6%/12.1%/6.6%，同比+1.6/-6.9/-1.9pct，管理费用率和研发费用率降低，主要系向行政和研发人员的股份支付减少所致，销售费用率上升主要系增加营销开支以符合长期业务发展战略。24H1 经调整净利率 21.4%，同比+4.3pct，创上市以来新高。

➤ **上半年回购超 3.5 亿港元，注销 3587 万股。** 24H1 公司以总代价约 1.54 亿港元购回共 3587 万股股份，反映公司对长远业务前景的信心及提升股份价值，这部分股份已经注销，引起总股本减少，当前总股本约为 22.39 亿股。另外，根据公司 23 年受限制股份单位计划共购买约 5457 万股股份，总对价约 2.37 亿港元。8 月 26 日，公司公告控股股东、董事长兼 CEO 张小龙增持 66 万股、对价约 195 万港元，展现对公司业务发展之信心。

➤ **投资建议:** 公司是国内最大的招录考培机构之一，在线基因具备独特性。尽管行业集中度有所下降，但公司以提供高品质教学服务为主导，成本费用优化下，利润率持续提升。预计 2024-2026 年公司归母净利润 4.52/4.78/5.19 亿元，经调整归母净利润 5.53/5.78/6.19 亿元。当前股价对应 2024-2026 年经调整归母净利润 PE 为 11/11/10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 招录岗位数大幅收缩；考生付费意愿和付费能力下降；行业竞争加剧；核心教师流失；教学质量和口碑下滑。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,021	2,923	3,015	3,172
增长率(%)	7.5	-3.3	3.2	5.2
经调整净利润	445	553	578	619
增长率(%)	134	24	5	7
EPS(基于经调整净利润)	0.20	0.25	0.26	0.28
P/E(基于经调整净利润)	14	11	11	10
P/B	4.9	3.6	2.8	2.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

2.65 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书: S0100523100002

邮箱: xuyiwen@mszq.com

相关研究

1. 教培行业研究系列(四): 粉笔 (2469.HK)
首次覆盖报告: 在线招录考培龙头, 经营效益释放-2024/01/16

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,830	2,047	2,548	3,107
现金及现金等价物	672	902	1,396	1,941
应收账款及票据	31	30	31	33
存货	61	55	56	59
其他	1,066	1,060	1,065	1,075
非流动资产合计	292	499	503	507
固定资产	124	108	96	85
商誉及无形资产	117	138	156	169
其他	52	252	252	252
资产合计	2,123	2,545	3,051	3,614
流动负债合计	781	753	776	816
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	30	28	28	29
其他	751	725	748	787
非流动负债合计	73	69	69	69
长期借贷	0	0	0	0
其他	73	69	69	69
负债合计	855	822	845	885
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,268	1,724	2,206	2,729
归属母公司股东权益	1,268	1,724	2,206	2,729
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,268	1,724	2,206	2,729
负债和股东权益合计	2,123	2,545	3,051	3,614

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	588	466	523	574
净利润	189	452	478	519
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	100	54	55	56
营运资金变动及其他	299	-40	-10	-1
投资活动现金流	-912	-233	-28	-26
资本支出	-56	-60	-60	-60
其他投资	-855	-173	32	34
筹资活动现金流	-74	-6	-6	-6
借款增加	-58	0	0	0
普通股增加	-17	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-6	-6	-6
现金净增加额	-376	231	493	546

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,021	2,923	3,015	3,172
其他收入	12	0	0	0
营业成本	1,451	1,325	1,349	1,404
销售费用	674	614	633	666
管理费用	471	336	332	349
研发费用	251	190	187	190
财务费用	-42	-31	-30	-28
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-22	31	32	34
除税前利润	205	519	576	625
所得税	16	67	98	106
净利润	189	452	478	519
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	189	452	478	519
EBIT	163	488	546	596
EBITDA	264	543	601	653
EPS (元)	0.08	0.20	0.21	0.23

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	7.50	-3.26	3.16	5.21
归属母公司净利润	109.03	139.55	5.84	8.46
盈利能力(%)				
毛利率	51.96	54.65	55.25	55.74
净利率	6.24	15.45	15.86	16.35
ROE	14.87	26.20	21.67	19.00
ROIC	11.84	24.65	20.55	18.14
偿债能力				
资产负债率(%)	40.27	32.28	27.70	24.49
净负债比率(%)	-52.97	-52.34	-63.26	-71.13
流动比率	2.34	2.72	3.28	3.81
速动比率	1.23	1.58	2.18	2.74
营运能力				
总资产周转率	1.61	1.25	1.08	0.95
应收账款周转率	128.54	95.65	98.81	99.77
应付账款周转率	55.51	45.79	48.43	48.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.20	0.21	0.23
每股经营现金流	0.26	0.21	0.23	0.26
每股净资产	0.57	0.77	0.99	1.22
估值比率				
P/E	33	14	13	12
P/B	4.9	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	20.83	10.12	9.13	8.41

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026