

2024年08月29日

科德教育 (300192.SZ)

——中昊芯英备货拖累业绩，下半年增速有望回升

买入 (维持)

投资要点:

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 公司实现营业收入 3.70 亿元, 同比增长 3.82%, 归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 8.88%, 扣非归母净利润 0.62 亿元, 同比增长 7.80%, 其中二季度, 公司实现营业收入 1.83 亿元, 同比下降 2.22%, 归母净利润 0.22 亿元, 同比增长 0.63%, 扣非归母净利润 0.22 亿元, 同比下降 0.52%。
- **油墨产品营收、毛利率双增, 教育业务毛利率小幅下滑。** 2024 年上半年, 公司油墨化工业务实现营收 1.96 亿元, 同比增长 3.3%, 拆分来看, 高光泽型、高耐磨型、快干亮光型胶印油墨营收分别为 0.56、0.47、0.69 亿元, 同比-6.44%、+4.24%、+10.54%, 毛利率分别为 24.92%、23.56%、22.33%, 同比+5.97、+2.08、+4.46Pct; 中职和全日制学校实现营收 1.72 亿元, 同比增长 5.2%, 毛利率为 42.01%, 同比下降 4.54pct, 拆分来看, 龙门教育和天津旅外营收分别为 1.47、0.24 亿元, 同比-1.19%、+27.98%, 毛利率分别为 29.90%、31.11%, 同比-7.21、-11.09pct。
- **费用率基本持平, 中昊芯英季节性开支拖累归母增速。** 2024 年上半年, 公司期间费用率为 11.12%, 同比下降 0.14Pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.41%、6.93%、2.04%、-0.26%, 分别同比-0.72、+0.29、持平、+0.28Pct。2024 年上半年, 公司实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 8.88%, 其中公司根据中昊芯英净利润按照投资比例确认投资损失 640.17 万元, 主要系中昊芯英交货集中在下半年, 成本在上半年已经确认, 下半年其收入预计将得以确认, 若剔除投资收益影响, 则公司归母净利同比增长 20.07%。
- **中昊芯英实现盈利, 重申股权价值亟待重估。** 从 2023 年年报看, 公告明确中昊芯英完成业绩承诺, 2023 年度实现营业收入 48,519.7 万元, 归属于母公司股东的净利润 8,132.64 万元, 系稀缺明牌实现盈利的 AI 芯片企业。我们认为, 公司最大的预期差在于手握的中昊芯英 7.8% 股权未被充分定价。随着 AI 技术的突破和明朗化, GPU 性能提升的性价比再弱化, 再升级需依赖于架构升级, 目前北美企业的技术方向开始往 DSA 演进, 苹果公布其人工智能模型使用谷歌 TPU 训练, 再次证明 TPU 架构的优越性。TPU 路径最早由谷歌提出和研发, 架构专为 AI 而生, 中昊芯英系我国 TPU 头部企业, 团队技术底蕴雄厚, 有望凭借技术破局驱动 AI 芯片国产替代, 股权价值亟待重估。
- **盈利预测与估值:** 我们维持公司 2024-2026 年 1.72、2.27、2.83 亿元的归母净利润预测, 对应 EPS 为 0.52、0.69、0.86 元, 目前股价对应 24-26 年 PE 分别为 21、16、13 倍, 考虑中昊芯英后续业绩增长对公司的边际贡献将快速提升, 以及该股权的潜在重估价值及稀缺性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 中昊芯英发展不及预期, 教育政策进一步收紧

股票数据: 2024年08月28日

收盘价(元)	10.80
一年内最高/最低(元)	55.00/5.49
总市值(百万元)	3555
市净率 PB	4.13

基础数据: 2024年6月30日

总股本(百万股)	329
总资产(百万元)	1101
净资产(百万元)	854

资料来源: 公司公告, Wind

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	795	771	771	874	968
同比增长率(%)	-7.3	-2.9	0.0	13.3	10.7
归母净利润(百万元人民币)	74	139	172	227	283
同比增长率(%)	116.6	83.6	24.0	32.2	24.5
每股收益(元人民币/股)	0.23	0.42	0.52	0.69	0.86
毛利率(%)	30.9	33.3	35.8	38.3	40.4
ROE(%)	10.2	15.6	16.2	17.7	18.0
市盈率	45	24	21	16	13

表 1：公司利润表预测（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	795	771	771	874	968
营业收入	795	771	771	874	968
营业总成本	687	615	589	643	689
营业成本	549	515	495	539	577
税金及附加	4	5	5	6	6
销售费用	61	31	30	35	39
管理费用	59	48	48	55	60
研发费用	16	17	17	20	22
财务费用	-2	-1	-7	-11	-15
其他收益	1	3	3	3	3
投资收益	-8	5	14	28	41
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-1	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
资产处置收益	2	-1	-1	-1	-1
营业利润	100	161	198	260	322
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	99	161	198	260	322
所得税	20	28	33	41	50
净利润	80	133	165	218	272
少数股东损益	4	-5	-7	-9	-11
归母净利润	75	139	172	227	283

资料来源：Wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数