

粉笔(02469)

报告日期: 2024 年 09 月 05 日

AI 赋能利润率快速提升至 21.4%，考试周期扰动收入

——粉笔 2024 年中期业绩点评

投资要点

□ **粉笔发布 2024 年中期业绩。**2024H1 粉笔实现收入 16.30 亿元，同比下滑 3.1%；实现经调整净利润 3.49 亿元，同比增长 21.2%。

□ **事业单位考试错期扰动收入，预计全年收入持平。**

2024H1 公司培训服务实现收入 13.79 亿元，同比下滑 3.1%，主要系事业单位考试笔试与省考笔试时间撞期，导致事业单位课程销量下滑，其中在线学习产品/大班课/小班课/专项课及推广课分别实现收入 0.65/2.66/10.26/0.23 亿元，约占总收入的 4.0%/16.3%/62.9%/1.4%。24H1 图书销售实现收入 2.52 亿元，同比下降 3.0%，主要系事业单位相关图书的销量受损。我们认为，公司积极采取增加长线班型占比以及下半年提前开班等策略，有望实现下半年事业单位收入降幅收窄，预计全年收入同比持平。

□ **公考需求温和增长，小班课增速验证产品力。**

2024 国考/省考招录岗位数 yoy+6.6%/4.8%，而报名人数 yoy+13%/27%（统计口径与实际增速有差异），预计中短期报考人数仍将温和增长。我们预计，24H1 在线学习产品/大班课收入分别同比-12%/-28%，主要系市场分散化及客户付费水平边际下行，学员付费偏好呈现轻铃化特征。大班课因为缺少课后服务就体现出较强的价格敏感性，随着 8 月 1 日 AI 老师上线，大班课从 980 元涨价至 1280 元，涨幅约 31%，注入 AI 考试服务的大班课产品具备明显差异化优势，有望带来大班课收入修复空间；我们预计 24H1 小班课收入同比+8%，可能主要系小班课交付内容中服务占比较高，刚需属性更加明显。公司产品及服务矩阵高效协同，随着 OMO 模式持续深化，学员迅速提分，高客单价的小班课渗透率有望持续提升。

□ **毛利率 54.2%创新高，AI 赋能师均人效提升约 9%。**

2024H1 公司综合毛利率 54.2%，同比提升 3.3pct。其中，培训服务/图书销售毛利率分别为 57.9%/33.6%，同比提升 4.1/-0.8pct。我们认为，主要受益于（1）教师人效持续优化，2024H1 讲师人均贡献收入 51.8 万元，同比增长 9%；（2）小班课满班率提升，公司 OMO 模式持续深化，顺应市场需求开设长线班型的同时单元化售卖短期部分。AI 大模型应用后，老师平均报告撰写时长由 20 分钟缩短至 5 分钟，AI 面试点评节约老师 50%的时间，AI 面试点评、题目的出题和解析等功能都已上线，平均使用率 90%左右。AI 教师赋能人效及利润率提升，目前一位老师最多可服务 150 人（24 年 2 月为 100-120 人，2021 年 2 月仅为 40 人）。

□ **经调净利润率 21.4%超预期，三费预计持平。**

24H1 公司实现经调整净利润率 21.4%大超预期，同比提升 4.3pct，其中销售/管理/研发费用率 19.65%/12.11%/ 6.64%，分别同比+1.6/-6.9/-1.9 pct，主要系战略性增加营销开支，行政及研发人员 SBC 减少。公司员工结构调整优化，截至 2024 年 6 月底公司拥有员工 7564 人，较 2023 年底增加 239 人，可能主要系为匹配增长战略而招聘的销售、运营、人员等的增加；全职教师 3145 人，较 2023 年底减少 80 人，公司人效持续提升，预计教师减少主要由于严格的考核体系及正常流失。

□ **AI 老师提升用户体验及教学效果，公司追求品质、利润而非收入高增。**

8 月 1 日起，在粉笔 AI 老师“粉笔头”正式上线，购买 25 考季系统班、线上精品班、OMO 精品班、行测 SVIP 会员等的公考用户皆可使用。预测分功能辅助

投资评级：增持(下调)

分析师：段联

执业证书号：S1230524030001

duanlian@stocke.com.cn

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

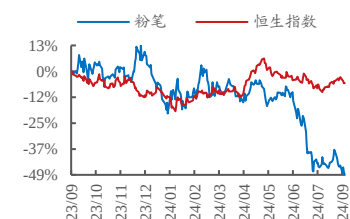
研究助理：刘梓晔

liuziye@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$2.45
总市值(百万港元)	5,485.72
总股本(百万股)	2,239.07

股票走势图



相关报告

- 《人效显著提升，OMO 驱动持续成长》2024.04.12
- 《互联网思维产品为王，OMO 赋能线上化优势再增强》2024.03.27

下，精品全程班/精品系统班用户提分涨幅达到 40%/16%（从 2022 年到 2024 年省联考行测）。AI 工具正在被用户广泛接受和使用，粉笔 AI 智能点评在面试场景的使用量是人工点评的 20 多倍，中长期有望带来市占率及收入规模的稳健增长。截至 2024 年 8 月 9 日，公司已回购并注销普通股 5423 万股，累计回购金额约 2.3 亿港币，持续回购表明公司增长信心。2024H1 公司 MAU 约 920 万，同比持平，流量蓄水池较大，我们预计，头部公司谋求产品力提升及降低经营杠杆，追求教学品质以及产品利润率提升，而非仅谋求收入端快速增长。

□ 盈利预测与估值

粉笔作为招录考试培训龙头，在当前的经济环境及行业竞争中体现出强大的产品课程开发和技术研发优势，8 月 1 日 AI 老师上线带来系统班产品及服务能力全面提升，精品班长班型推出叠加单元化售卖等策略带来小班满班率提升。随着 OMO 模式持续深化，线上化优势下 AI 持续赋能效率提升，利润率仍有改善空间。我们预计 2024-2026 年公司实现总营收 30.59/32.13/33.63 亿元，同比增长 1.24%/5.06%/4.65%；预计实现经调整归母净利润 5.58/6.20/6.78 亿元，同比增长 17.94%/11.10%/9.41%，基于经调整归母净利润的 PE 分别为 10.15/9.14/8.35X。我们考虑到短期公司收入端承压来自低价课学员付费意愿边际下行及行业竞争加剧，预计公司将在今年下半年及明年采取的一系列积极措施和变化均有望带来收入端的修复，建议持续关注，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

课程付费人次及客单价增长不及预期；招录考试需求波动风险；考试政策变动导致考试形式变化、招录人数变动、考试时间变动等风险；行业竞争加剧风险等

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3021.32	3058.92	3213.56	3362.84
(+/-) (%)	7.50%	1.24%	5.06%	4.65%
归母净利润	188.57	462.84	511.17	567.47
(+/-) (%)	109.03%	145.45%	10.44%	11.01%
每股收益(元)	0.09	0.21	0.23	0.25
P/E	46.92	11.26	10.20	9.18

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,830	2,230	2,617	2,909
现金	672	1,054	1,431	1,714
应收账款及票据	31	32	32	33
存货	61	62	65	68
其他	1,066	1,083	1,089	1,095
非流动资产	292	290	284	274
固定资产	124	120	114	104
无形资产	117	117	116	116
其他	52	53	53	53
资产总计	2,123	2,520	2,901	3,183
流动负债	781	694	727	759
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	30	29	30	31
其他	751	665	697	728
非流动负债	73	73	73	73
长期债务	0	0	0	0
其他	73	73	73	73
负债合计	855	767	800	832
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,268	1,753	2,100	2,351
归属母公司股东权益	1,268	1,753	2,100	2,351
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,268	1,753	2,100	2,351
负债和股东权益	2,123	2,520	2,901	3,183

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3021	3059	3214	3363
其他收入	12	23	24	25
营业成本	1451	1398	1450	1501
销售费用	674	608	625	643
管理费用	471	388	412	426
研发费用	251	235	230	225
财务费用	(34)	(34)	(35)	(37)
除税前溢利	205	487	556	631
所得税	16	24	44	63
净利润	189	463	511	567
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	189	463	511	567
EBIT	170	453	520	593
EBITDA	271	493	566	646
EPS (元)	0.09	0.21	0.23	0.25

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	7.50%	1.24%	5.06%	4.65%
归属母公司净利润	109.03%	145.45%	10.44%	11.01%
获利能力				
毛利率	51.96%	54.30%	54.88%	55.36%
销售净利率	6.24%	15.13%	15.91%	16.87%
ROE	14.87%	26.40%	24.34%	24.14%
ROIC	12.37%	24.56%	22.78%	22.71%
偿债能力				
资产负债率	40.27%	30.44%	27.59%	26.14%
净负债比率	-52.97%	-60.10%	-68.12%	-72.89%
流动比率	2.34	3.21	3.60	3.83
速动比率	2.11	2.96	3.35	3.59
营运能力				
总资产周转率	1.61	1.32	1.19	1.11
应收账款周转率	128.54	97.54	100.61	103.37
应付账款周转率	55.51	47.03	48.81	48.76
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.21	0.23	0.25
每股经营现金流	0.26	0.18	0.26	0.29
每股净资产	0.56	0.78	0.94	1.05
估值比率				
P/E	46.92	11.26	10.20	9.18
P/B	7.60	2.97	2.48	2.22
EV/EBITDA	33.08	8.44	6.68	5.41

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	588	403	584	646
净利润	189	463	511	567
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	100	40	46	53
营运资金变动及其他	299	(100)	27	25
投资活动现金流	(912)	(37)	(39)	(44)
资本支出	(27)	(36)	(39)	(44)
其他投资	(884)	(1)	0	0
筹资活动现金流	(74)	(6)	(190)	(342)
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(6)	(190)	(342)
其他	(74)	0	0	0
现金净增加额	(376)	382	377	283

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>