

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

粉笔 (2469. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 教育行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

#### 相关研究

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

## 竞争加剧，业绩承压

2025年02月16日

**事件:** 公司发布业绩预告, 24年, 公司预计实现收入不少于27.7亿元、同比减少不高于8.3%, 实现净利润不少于2.25亿元、同比增长不低于19.3%, 实现经调整净利润不少于3.5亿元、同比减少不高于21.4%。

#### 点评:

- **竞争加剧, 影响收入和利润表现。**我国招录考试培训行业竞争加剧, 中小机构丛生, 并以低价吸引学生, 对头部机构的招生形成分流。因此, 公司24年收入和经调整净利润同比下滑。我们估计, 由于公司线上收入的下滑影响利润率, 经调整净利润的下滑幅度大于收入下滑幅度。
- **已推出涵盖行测、申论、面试的AI产品。**24年, 公司陆续上线行测SVIP、申论SVIP和AI面试点评, SVIP较VIP添加5个AI功能——题目答疑、学习规划、考情咨询、智能督学、贴心陪伴。行测和申论SVIP以会员的形式呈现, AI面试点评主要以按次付费的形式呈现。
- **盈利预测与投资评级:** 行业竞争加剧, 导致公司业绩承压, 未来随着中小机构逐步出清, 竞争格局有望逐步改善。公司率先推出行测、申论、面试的AI产品, 体现了强大的研发实力, 以及多年在线数据沉淀的意义, 虽然短期对业绩的贡献较小, 但却有望成为改变行业生态的一大步。调整2024~26年经调整净利润至3.61/3.72/4.12亿元, 当前股价对应估值为18x/17x/16x, 考虑到市场对于AI应用的关注, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济对教育产品付费意愿和付费能力的影响; 行业竞争格局恶化或中小机构出清速度低预期, 对公司业绩的影响; 教育行业的政策风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2810	3021	2789	2792	2897
增长率 YoY %	-18%	7.5%	-7.7%	0.1%	3.7%
归属母公司净利润 (百万元)	190	445	361	372	412
增长率 YoY%	-	134.1%	-19.0%	3.2%	10.7%
毛利率%	49%	52%	49%	49%	50%
净资产收益率ROE%	19%	15%	22%	19%	17%
EPS(摊薄)(元)	-2.86	0.08	0.16	0.17	0.18
市盈率 P/E(倍)	-	15	18	17	16
市净率 P/B(倍)	-	5	4	3	3

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年2月14日收盘价

注: 净利润为经调整净利润。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1290	1830	2085	2573	2919	
货币资金	1047	671	951	1442	1785	
应收票据						
应收账款	78	98	81	79	74	
预付账款						
存货	94	61	62	61	65	
其他	70	999	991	991	995	
<b>非流动资产</b>	343	292	264	250	244	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	130	124	122	123	126	
无形资产	163	117	89	74	65	
其他						
<b>资产总计</b>	1634	2122	2349	2822	3163	
<b>流动负债</b>	725	781	647	748	676	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据						
应付账款	239	334	233	334	246	
其他	486	448	414	414	430	
<b>非流动负债</b>	11772	73	73	74	74	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	11772	73	73	74	74	
<b>负债合计</b>	12496	855	720	822	750	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	(10863)	1268	1628	2001	2413	
<b>负债和股东权益</b>	1634	2122	2349	2822	3163	

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2810	3021	2789	2792	2897
同比(%)	-18.0%	7.5%	-7.7%	0.1%	3.7%
归属母公司净利润	(2087)	188	361	372	412
同比	-2.0%	109.0%	91.4%	3.2%	10.7%
毛利率(%)	48.6%	52.0%	49.2%	49.2%	49.9%
ROE%	19.2%	14.9%	22.2%	18.6%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	(2.86)	0.08	0.16	0.17	0.18
P/E	-	36	18	17	16
P/B	-	5	4	3	3
EV/EBITDA	1	18	10	9	8

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	2810	3021	2789	2792	2897
营业成本	1445	1451	1417	1418	1451
营业税金及附加					
销售费用	517	674	418	413	426
管理费用	544	471	335	329	339
研发费用	197	251	223	218	223
财务费用	33	11	19	19	18
减值损失合计					
投资净收益	0	0	0	0	0
其他					
<b>营业利润</b>	(2046)	206	422	441	488
营业外收支					
<b>利润总额</b>	(2046)	206	422	441	488
所得税	42	17	61	68	76
<b>净利润</b>	(2087)	188	361	372	412
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(2087)	188	361	372	412
EBITDA	(1852)	326	530	538	578
EPS(当年)(元)	(2.86)	0.08	0.16	0.17	0.18

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	(84)	327	365	582	441
净利润	(2087)	188	361	372	412
折旧摊销	2327	5	10	13	13
财务费用					
投资损失					
营运资金变动	(483)	10	(110)	104	(75)
其它	160	124	104	93	90
<b>投资活动现金流</b>	(37)	(1262)	(60)	(64)	(67)
资本支出	(36)	(72)	(75)	(78)	(81)
长期投资	(41)	(869)	0	0	0
其他	40	(11685)	14	14	14
<b>筹资活动现金流</b>	(85)	11922	(25)	(28)	(30)
吸收投资	0	11942	0	0	0
借款	(85)	0	0	0	0
支付利息或股息	(0)	(20)	(25)	(28)	(30)
<b>现金流净增加额</b>	(112)	(376)	280	491	344

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。