

计算机

2025 年 03 月 31 日

佳发教育 (300559)

——标考需求回暖，AI 业务加速落地

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

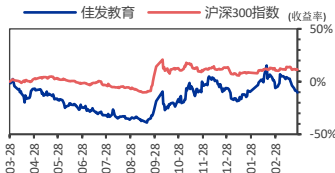
- **标考为基，AI 战略积极推进。**公司深耕教育信息化行业 20 余载，是国内最早从事智慧考试业务的企业之一，是国家标准化考点各子系统核心产品的供应商。**入口优势突出：**公司参与 31 个省、自治区、直辖市，200 多个地市的标准化考点的建设，先后承建国家端教育考试网上巡查系统、考试综合管理平台，承建多个省级综合考务平台，并以考试领域平台建设为基础，布局多个地市智慧教育平台。积极拥抱 AI：2023 年，公司发布“灵汨教育大模型”及“AI+”系列产品，围绕理化生实验、英语、体育等方向提供 AI 解决方案。
- **教育信息化市场稳健，AI+教育商业化加速。**1) 过往几年，我国教育信息化市场规模稳中有增，教育信息化经费投入占比约 9 成。2) 2023 年以来，国家出台一系列政策推动 AI+教育发展。3) AI+教育创新商业化已有较多落地。海外，寓教于乐的的游戏化语言学习平台多邻国在 AI 驱动下用户数据高增。国内，AI 学习机头部品牌大多采用自研模型+接入 DeepSeek 提升产品力。
- **佳发 AI 系列产品 2025 年有望放量。**1) **体育教育 AI 解决方案：**截至 24 年底，公司的体育教育 AI 解决方案已覆盖 27 个省份、91 个地市、近千所学校，为近百万师生的“教会、勤练、常赛”提供了持续的服务；体考业务覆盖全国 10 个省份，36 地市、85 区县、400+ 考点，保障了数百次考试。2) **理化生实验 AI 解决方案：**针对传统理化生实验操作考试中存在的考试组织复杂、监考师资不足、过程回溯难、评分方式主观性难避免等痛点，已在黑龙江、陕西、甘肃等省份得到应用。3) **英语 AI 解决方案：**to G 端推出佳发教育英语听说 AI 新机考解决方案，to C 端推出 AI 英语学习助手“小灵老师”。4) **携手华为联合发布教育考试智能体应用基座解决方案。**
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.35/1.40/1.76 亿元，同比分别为-73.1%/297.6%/25.6%。采用可比公司估值法，可比公司 2025 年平均 PE 为 41 倍，给予佳发教育 2025 年 41 倍 PE，目标市值 57 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 教育信息化政策落地不及预期风险；2) 下游终端用户预算及采购计划的不确定性风险；3) AI 新产品推广不及预期风险。

市场数据： 2025 年 03 月 28 日
收盘价 (元) 11.54
一年内最高/最低 (元) 16.67/7.50
市净率 3.8
股息率 (分红/股价) 1.30
流通 A 股市值 (百万元) 3,591
上证指数/深证成指 3,351.31/10,607.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 3.06
资产负债率% 12.12
总股本/流通 A 股 (百万) 400/311
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
赵航 A0230522100002
zhaohang@swsresearch.com

联系人

赵航
(8621)23297818x
zhaohang@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	604	338	447	585	696
同比增长率 (%)	46.5	-22.5	-26.0	30.8	19.1
归母净利润 (百万元)	131	50	35	140	176
同比增长率 (%)	90.1	-56.6	-73.1	297.6	25.6
每股收益 (元/股)	0.33	0.13	0.09	0.35	0.44
毛利率 (%)	51.8	56.2	50.8	52.6	52.7
ROE (%)	11.0	4.1	2.8	10.2	11.6
市盈率	35		131	33	26

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.35/1.40/1.76 亿元，同比分别为 -73.1%/297.6%/25.6%。采用可比公司估值法，可比公司 2025 年平均 PE 为 41 倍，给予佳发教育 2025 年 41 倍 PE，目标市值 57 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 收入端：受市场有效需求不足、部分项目延期等因素的影响，公司 2024 年收入承压。我们判断，2025 年标考业务需求有望回暖，AI 相关产品类型不断增多，市场认可度和需求逐步提升，智慧教育业务有望进入爆发期。预计标考业务 2024-2026 年营收同比分别为-27%/25%/15%；预计智慧教育业务 2024-2026 年营收同比分别为-20%/50%/30%；预计其他业务 2024-2026 年营收同比分别为-30%/30%/20%。

2) 毛利率：公司标考业务毛利率稳健，AI 产品放量有望拉动智慧教育业务毛利率提升。2024-2026 年，我们预计公司标考业务毛利率为 58%/60%/60%；预计智慧教育业务毛利率为 35%/40%/42%；预计其他业务毛利率为 35%/35%/35%。

3) 费用率：考虑到 AI 产品的研发推广及员工持股计划带来的管理费用，我们判断公司未来的费用率相较于 2023 年前有所增加。2024-2026 年，我们预计公司 2024-26 年的销售费用率分别为 16%/15%/14%；管理费用率分别为 17%/15%/15%；研发费用率分别为 10%/8%/8%。

有别于大众的认识

1) 市场对公司标考业务成长性存疑，我们认为，AI 技术的发展以及政策的支持有望拉动新一轮“教育基建”景气周期；

2) 市场低估公司 AI 业务的进展，公司围绕理化生实验、英语、体育等方向提供 AI 解决方案均已实现商业化，我们判断，2025 年，公司 AI 相关业务收入占比有望显著提升。

股价表现的催化剂

- 1) to C 端 AI 应用付费用户数量提升；
- 2) AI+教育政策超预期。

核心假设风险

- 1) 教育信息化政策落地不及预期风险；
- 2) 下游终端用户预算及采购计划的不确定性风险；
- 3) AI 新产品推广不及预期风险。

目录

1. 标考为基，拓展 AI+智慧教育新场景	5
1.1 股权结构稳定，员工持股计划彰显长期发展信心	5
1.2 营收结构优化，标考主业毛利率稳定	6
1.3 2024 业绩承压，AI 打开智慧教育新空间	7
2. 教育信息化市场稳健，AI+教育商业化加速	8
2.1 教育设备更新改造周期开启，AI+教育政策利好频发	8
2.2 AI+教育创新全球加速探索	9
3. 佳发 AI 系列产品加速落地	11
3.1 体育教育 AI 解决方案	11
3.2 理化生实验 AI 解决方案	13
3.3 英语 AI 解决方案	15
3.4 携手华为联合发布教育考试智能体应用基座解决方案	16
4. 盈利预测与估值	16
4.1 营收拆分	16
4.2 投资分析意见	17
5. 风险提示	17
6. 附表	18

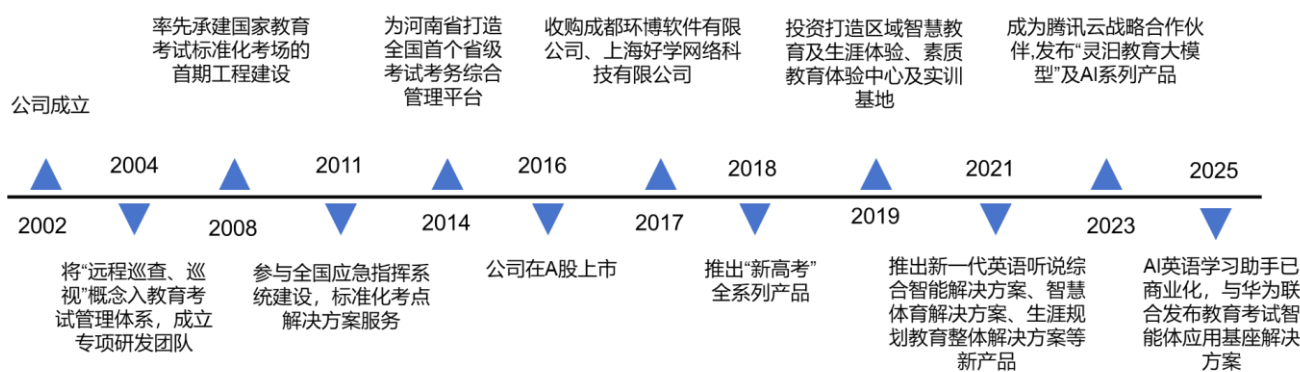
图表目录

图 1：公司发展历史.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 10 月 14 日）	5
图 3：公司产品矩阵.....	7
图 4：公司营收结构.....	7
图 5：公司毛利率情况	7
图 6：公司历史营收及增速（亿元）	8
图 7：公司历史净利润及增速（亿元）	8
图 8：近几年中国教育信息化市场规模及增速（亿元）	8
图 9：近几年中国教育信息化经费投入规模及增速（亿元）	8
图 10：多邻国活跃用户数.....	10
图 11：23Q1-24Q3 国内学习机销量及增速（万台）	10
图 12：2024Q3 中国学习机市场线上头部品牌份额	10
图 13：学习机细分市场及代表品牌	11
图 14：体育教育 AI 解决方案架构图.....	11
图 15：体育教育 AI 解决方案产品矩阵	12
图 16：理化生实验学生教考终端	13
图 17：AI 赋能理化生实验.....	14
图 18：佳发教育英语听说 AI 新机考.....	15
表 1：员工持股计划业绩考核目标	6
表 2：近两年，国内政策积极鼓励发展 AI+教育.....	9
表 3：头部学习机品牌均接入自研大模型和 DeepSeek.....	10
表 4：公司 AI 英语学习助手核心功能介绍.....	15
表 5：营收拆分.....	16
表 6：可比公司估值表（截至 2025/3/28 收盘）	17
表 7：合并利润表	18
表 8：合并现金流量表	18
表 9：合并资产负债表	19

1. 标考为基，拓展 AI+智慧教育新场景

标考为基，AI 战略积极推进。公司深耕教育信息化行业 20 余载，是国内最早从事智慧考试业务的企业之一，是国家标准化考点各子系统核心产品的供应商。**入口优势突出：**公司参与 31 个省、自治区、直辖市，200 多个地市的标准化考点的建设，先后承建国家端教育考试网上巡查系统、考试综合管理平台，承建多个省级综合考务平台，并以考试领域平台建设为基础，布局多个地市智慧教育平台。在完成平台的建设之后，公司在继续建设大量的到学校端的业务时，可更好实现数据有效对接，并且核心团队在教育信息化领域工作多年，拥有庞大客户资源，入口优势显著。**积极拥抱 AI：**2023 年，公司发布“灵汭教育大模型”及“AI+”系列产品，围绕理化生实验、英语、体育等方向提供 AI 解决方案。

图 1：公司发展历史

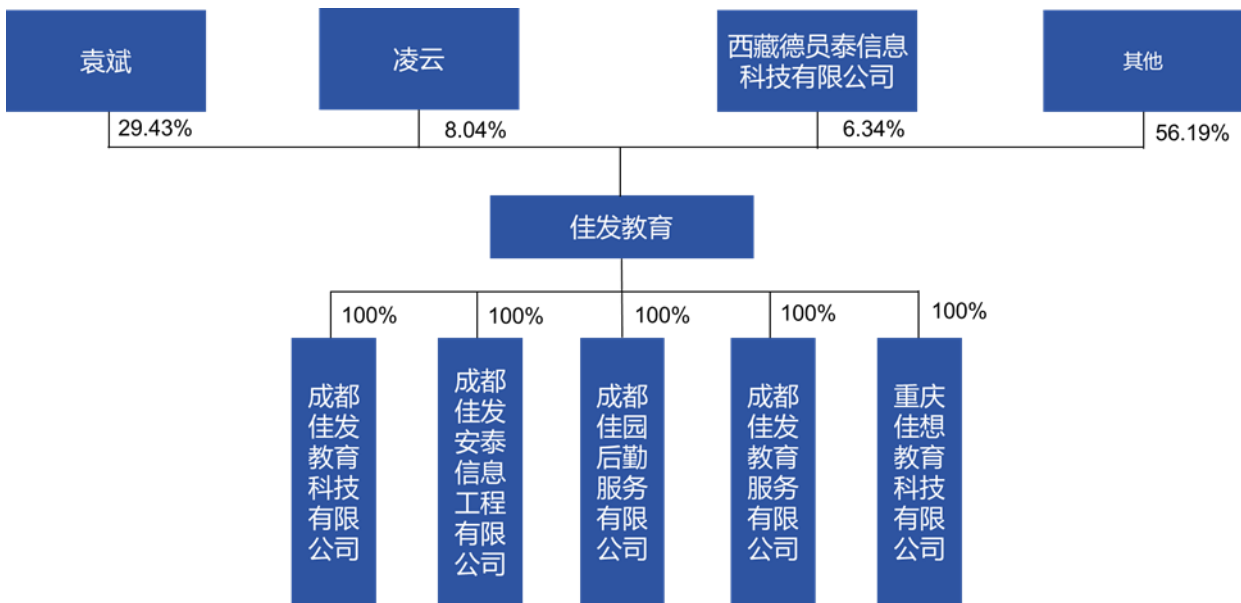


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1 股权结构稳定，员工持股计划彰显长期发展信心

公司股权结构稳定，管理层技术底蕴深厚。截至 2024 年 10 月 14 日，公司控股股东、实际控制人袁斌直接持股 29.43%。自上市以来，公司前两位股东一直为袁斌、凌云，股权结构稳定。公司高管大多拥有技术背景，董事长袁斌先生曾任职于总参第五十七研究所，从事专业研究工作与科研管理工作。公司总经理张越先生曾在苹果公司总部机器学习与人工智能团队担任大数据技术负责人。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 10 月 14 日）



资料来源：wind，申万宏源研究

推出员工持股计划彰显公司长期发展信心。2024 年 3 月，公司发布 2024 年员工持股计划，以 6.39 元/股作为受让价格，股份来源为公司回购专用账户回购的 A 股普通股股票，持股计划拟使用已回购股份 256 万股。

表 1：员工持股计划业绩考核目标

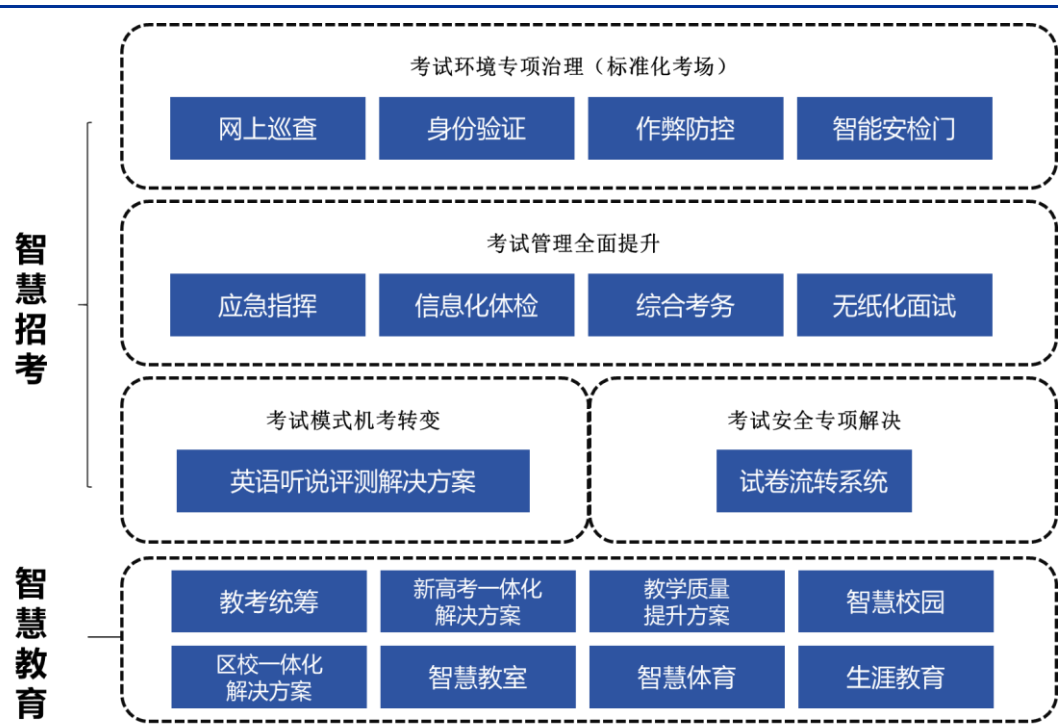
解锁批次	业绩考核目标
第一个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： 1) 以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润不低于 2023 年基数的 105%； 2) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入不低于 2023 年基数的 110%。
第二个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： 1) 以公司 2023 年净利润为基数，2024-2025 年净利润累计值不低于 2023 年基数的 215%； 2) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024-2025 年营业收入累计值不低于 2023 年基数的 225%。
第三个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： 1) 以公司 2023 年净利润为基数，2024-2026 年净利润累计值不低于 2023 年基数的 330%； 2) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024-2026 年营业收入累计值不低于 2023 年基数的 345%。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 营收结构优化，标考主业毛利率稳定

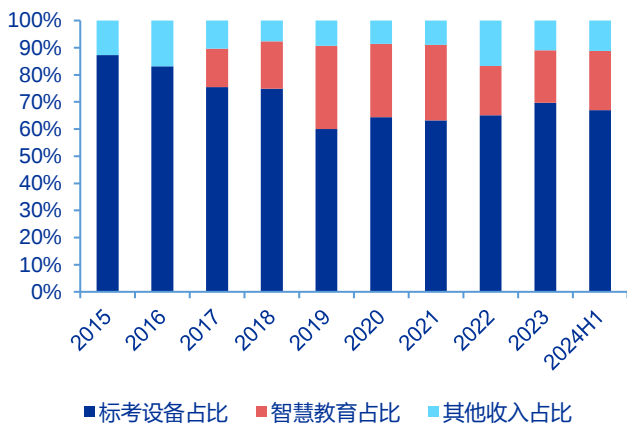
公司主营业务主要包括标准化考点设备、智慧教育产品及整体解决方案和运营服务为代表的其他业务。**收入结构持续优化：**1) 标准化考点设备：近五年收入占比保持在 60% 以上，其产品线完善，已在行业内形成自主品牌优势，是公司的基石业务。2) 智慧教育产品及整体解决方案：公司第二大业务条线，2024H1 收入占比为 22%。**核心业务毛利率水平较高：**2024H1 标考/智慧教育业务毛利率分别为 60%/44%，相较 2023 年分别 +4.6/-1.8pct。

图 3：公司产品矩阵



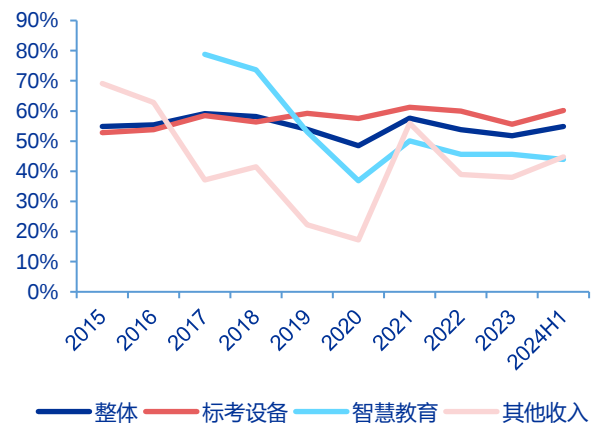
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司营收结构



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：公司毛利率情况



资料来源：wind，申万宏源研究

1.3 2024 业绩承压，AI 打开智慧教育新空间

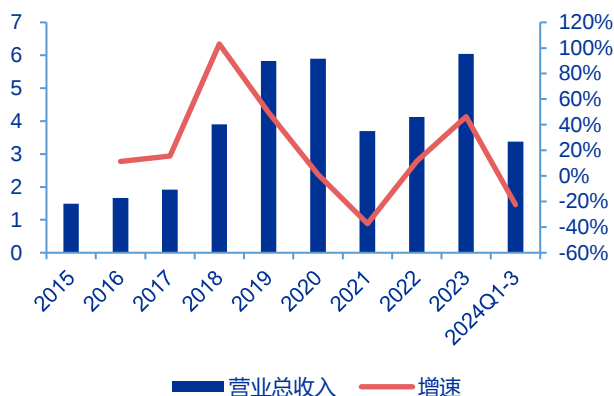
1) 收入端，2018-2020 年，受益于第二轮标准化考点建设的政策推动，公司营业收入增长到接近 6 亿的体量。2021 年，受外部环境变化、部分省份高考改革延期及各地中考改革进度等多方面影响，公司收入规模大幅下滑。2022 年，公司实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 12%，重回增长轨道；2023 年营业收入达到 6.04 亿元，同比增长 46%；2024

年前三季度，公司营收 3.38 亿元，同比下滑 22%，主要系宏观经济波动、市场有效需求不足等因素影响。

2) 利润端，公司的归母净利润与收入端趋势类似。公司发布 2024 年业绩预告，预计归母净利润 3000-4000 万元，同比大幅下滑，主要受市场有效需求不足、部分项目延期等因素的影响，导致公司智慧考试业务销售收入同比下降。此外，公司持续对 AI 及自主可控等相关新产品进行研发投入和市场推广，2024 年属于市场储备和拓展初期，部分费用前置亦影响利润表现。

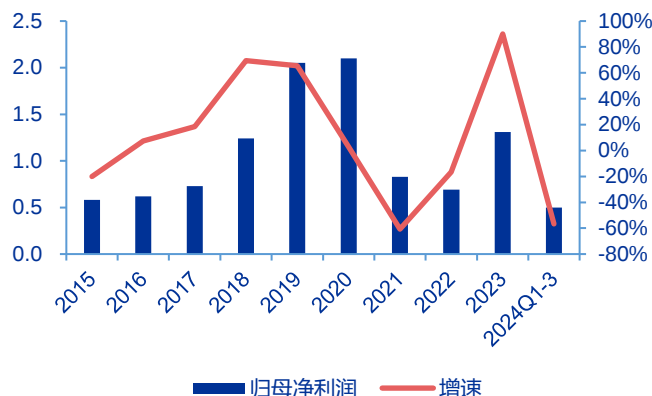
3) 后续展望，2025 年业绩反转乐观。一、标考市场需求回暖，智能安检门等新产品有望放量。二、公司 AI 产品贡献增量收入。（1）基于大语言模型 AI 基座，打造新一代英语解决方案。（2）公司不断打磨“AI+”系列产品，围绕理化生实验、英语、体育等方向提供 AI 解决方案，2024 年 AI 系列产品已有一定收入规模，2025 年预计加速。

图 6：公司历史营收及增速（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 7：公司历史净利润及增速（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

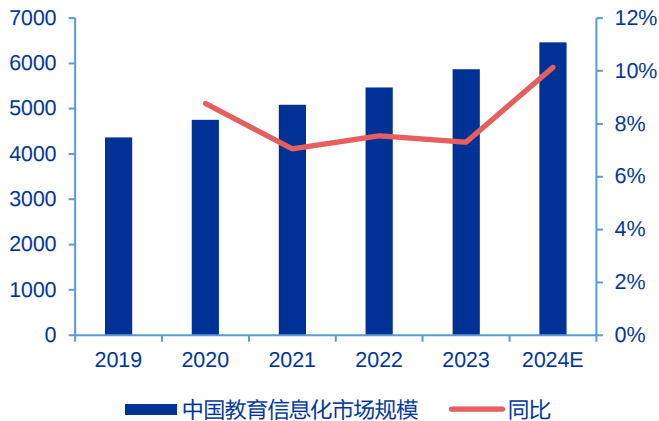
2. 教育信息化市场稳健，AI+教育商业化加速

2.1 教育设备更新改造周期开启，AI+教育政策利好频发

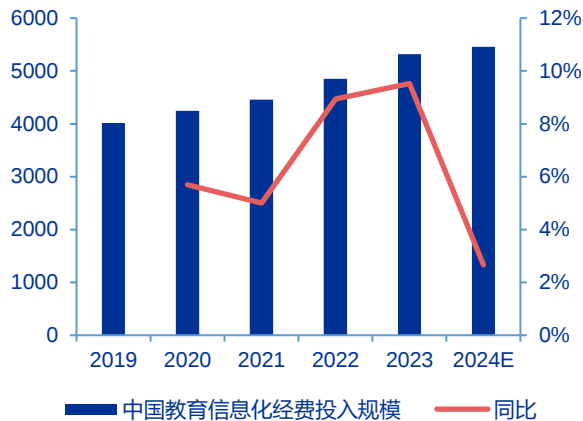
新一轮设备更新改造启动，教育信息化需求有望提高。2024 年 3 月 1 日，国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，指出推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。教育经费投入基本盘稳健，保障教育信息化建设。过往几年，我国教育信息化市场规模稳中有增，教育信息化经费投入占比约 9 成。

图 8：近几年中国教育信息化市场规模及增速（亿元）

图 9：近几年中国教育信息化经费投入规模及增速（亿元）



资料来源：观知海内信息网，申万宏源研究



资料来源：观知海内信息网，申万宏源研究

2023 年以来，AI+教育支持政策不断出台。2023 年，国家出台一系列政策推动 AI+教育发展。政策支持的层面包括人才培养、伦理规范、建设智慧教育应用场景、办学管理、学生综评、教学设计等，以及在 2030 年前在中小学基本普及人工智能教育的目标。政策上的支持和目标设定，明确 AI+教育方向和节奏。

表 2：近两年，国内政策积极鼓励发展 AI+教育

时间	主体单位	文件名称	相关内容
2023.5	教育部等部门	《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》	探索利用人工智能、虚拟现实等技术改进实验教学，提升基础教育中科学教育质量。
2023.7	司法部	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	明确了生成式人工智能服务的定义、监管原则及具体要求，鼓励技术创新的同时，强调保护个人信息和数据安全
2023.12	教育部	《教育部关于全面实施学校美育浸润行动的通知》	鼓励有条件的地方利用人工智能等技术活化教学内容、创新教学方式、丰富艺术体验、改进评价过程。
2024.3	国务院	《政府工作报告》	深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动；并要求加强高质量教育体系建设，其中包含要求大力发展数字教育。
2024.11	教育部等部门	《关于公布第二批“人工智能+高等教育”应用场景的通知》	鼓励高校积极探索和应用人工智能技术，提升教育质量和效率。
2024.12	教育部	《关于加强中小学人工智能教育的通知》	明确了加强中小学人工智能教育的总体要求，提出了构建系统化课程体系、实施常态化教学与评价等六大主要任务和举措，目标是在 2030 年前在中小学基本普及人工智能教育。
2025.3	教育部		今年中国将发布人工智能教育白皮书。

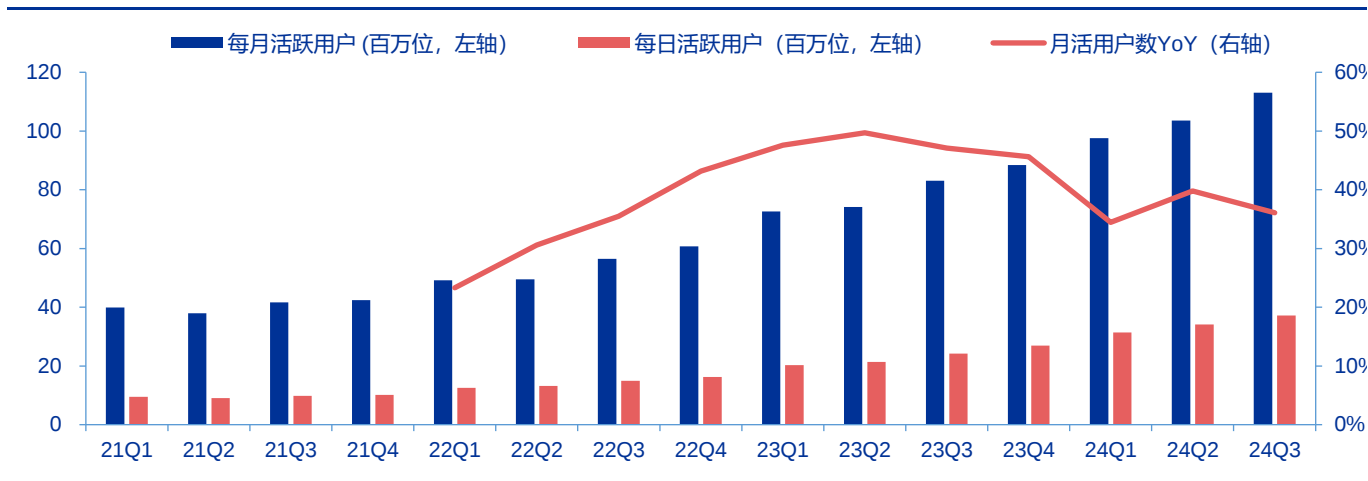
资料来源：教育部、国务院、司法部，申万宏源研究

2.2 AI+教育创新全球加速探索

多邻国：AI 驱动下，寓教于乐的游戏化语言学习平台。多邻国会员分为：1) Super：常规会员，定价 12.99 美元/月，包括无广告、不间断课程、练习中心等升级服务；2) Max：AI 功能会员，定价 29.99 美元/月，通过 AI 提供个性化教学，包括解释答案、角色扮演教学、AI 视频通话功能。从功能上看，24 年 9 月，Max 加入了 AI 视频通话的功能，Max 用户可以在 Duolingo APP 上与 AI 聊天机器人 Lily 进行仿真日常对话。Duolingo AI 布局优势：拥有用户基础以及数据优势。) Duolingo 已有庞大的用户群体，已具备应用场景；) 通

过长期跟踪用户学习进展数据，积累了用户的学习习惯、学习进展、喜欢的学习环境等数据，可形成垂类数据壁垒。

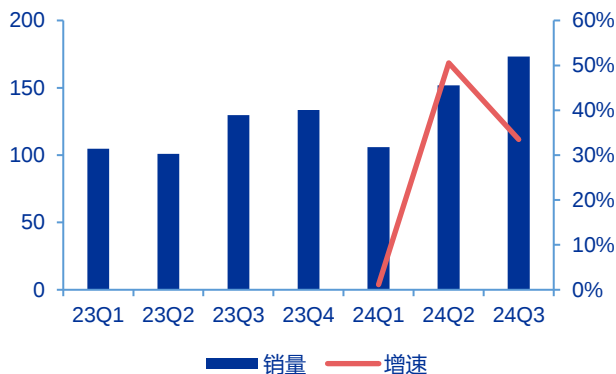
图 10：多邻国活跃用户数



资料来源：公司财报，申万宏源研究

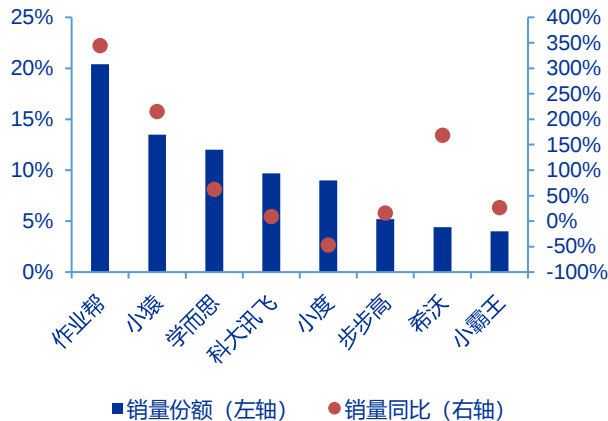
国内学习机市场火热，头部品牌探索 AI 积极。2024Q1-3，国内学习机市场销量达到 431.3 万台，同比增长 28.6%。参考 24Q3 的线上销量数据，头部品牌的学习机大多接入了自研大模型及开源的 DeepSeek。

图 11：23Q1-24Q3 国内学习机销量及增速（万台）



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

图 12：2024Q3 中国学习机市场线上头部品牌份额



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

表 3：头部学习机品牌均接入自研大模型和 DeepSeek

公司	大模型	主力产品
科大讯飞	星火教育大模型、DeepSeek	科大讯飞 AI 学习机 P30、S30、T30
视源股份	希沃教学大模型、DeepSeek	希沃护眼学习机 V20、W20（高思版本）
百度	文心一言、DeepSeek	小度 AI 学习机 G16、K16
学而思	MathGPT、DeepSeek	学而思旗舰学习机、新一代学练机
猿辅导	猿力大模型、DeepSeek	小猿学练机 S

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

各学习机品牌基于自身优势挖掘细分赛道，如覆盖更多的学习场景、深耕不同的年龄段和价位段等。1) 中高价位：学而思、小猿以优质内容为主要优势，科大讯飞以 AI 技术能力为主要优势，同时主攻中高价位。2) 中低价位：作业帮、小度、希沃为主，主打高性价比。3) 低价位：小霸王、状元郎以千元产品为主，主攻下沉市场。

图 13：学习机细分市场及代表品牌



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

3. 佳发 AI 系列产品加速落地

3.1 体育教育 AI 解决方案

公司自 2021 年起，积极投身于体育教育领域的创新研发，针对学校体教融合过程中面临的教學量化评估难、运动过程分析受限、测试数据记录繁琐以及体育过程监督不足等痛点问题，进行了深入研究。依托 AI 机器视觉识别与大数据分析技术，公司推出了体育教育 AI 解决方案，涵盖了青少年“学、练、测、赛、评”的各个方面，为体教融合提供技术支撑，共筑青少年健康成长。公司围绕智慧体育校园、区域体育中考/体测、区域管理决策 3 大业务领域，推出了智慧体育仓、智慧体育角、智慧操场、智慧体育空间、智慧移动站等多种建设方案。

图 14：体育教育 AI 解决方案架构图



资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

公司体育教育 AI 解决方案获得官方认可。2024 年 12 月 20 日，由工业和信息化部办公厅、国家体育总局办公厅组织开展的“2024 年度智能体育典型案例”评选结果，在官方网站上正式公示。佳发教育申报的智能青少年体育产品方向“基于 AI 视觉与大数据的中小学体育解决方案”项目获评“2024 年度智能体育典型案例”殊荣。截至 24 年底，公司的体育教育 AI 解决方案已覆盖 27 个省份、91 个地市、近千所学校，为近百万师生的“教会、勤练、常赛”提供了持续的服务；体考业务覆盖全国 10 个省份，36 地市、85 区县、400+ 考点，保障了数百次考试（正考+模考），设备在数千万次单项测试中稳定运行超过 1 万小时。

图 15：体育教育 AI 解决方案产品矩阵



资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

3.2 理化生实验 AI 解决方案

教育部《基础教育课程教学改革深化行动方案》提出“加强实验教学，强化学生动手操作实验，将实验操作纳入中考”，但传统理化生实验操作考试中存在的考试组织复杂、监考师资不足、过程回溯难、评分方式主观性难避免等一系列问题。为解决上述问题，黑龙江、陕西、甘肃等省份的部分教育局引入佳发教育理化生实验 AI 解决方案，采用智能设备，实现实验过程的自动化分析和评价，打造理化生数字化实验室。

图 16：理化生实验学生教考终端



资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

理化生实验 AI 解决方案针对物理、化学和生物实验室操作考试场景，实现了现考现评、现考后评、现考机评等多种考评模式。我们认为，该方案有四大亮点：1) 公平化：多评仲裁让阅卷更加公平；2) 智能化：减少了人力投入；3) 透明化：终端监控还原实验操作过程；4) 实时化：考情决策体系实时监控考试场景。

图 17：AI 赋能理化生实验



资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

3.3 英语 AI 解决方案

英语听说 AI 解决方案的考、评、训等子系统以提高学生的英语实际应用水平为核心，以面向素质教育为目标，促进教学，从根本上解决学生哑巴英语的现状，满足国家招生考试制度改革的要求。同时结合行业经验，复用普通教室打造智能移动终端应用场景，解决传统机房模式“多套卷”等一系列问题，提升考试公平性、安全性。我们认为，公司的英语听说 AI 解决方案拥有如下优势：1) 建设成本：利用普通教室开考，设备集成度高，相较新建机房成本大幅降低；2) 公平性：采用统一试卷，提高公平性；3) 提高考务效率。公司的英语听说 AI 解决方案已有标杆合作案例落地，省级代表案例为青海省高考英语听说项目，市级代表案例为辽宁省大连市中考英语听说项目。

图 18：佳发教育英语听说 AI 新机考



资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

积极探索 C 端 AI 应用。公司将英语听说 AI 解决方案扩展应用于学校英语教学课堂和学生课外练习场景，已正式面向市场推出基于 AI 应用的学生端英语听说产品，公司英语听说产品有望在 C 端释放更大价值。AI 英语学习助手“小灵老师”，是集口语练习、情景对话、题目训练、课程同步训练和作文批改等功能于一体的英语学习工具，通过 AI 英语学习助手小灵老师，帮助学生实现个性化学习与辅导。在公司渠道的强力加持下，C 端新品 2025 年有望放量。

表 4：公司 AI 英语学习助手核心功能介绍

功能	简介
口语联系	与 AI 老师互动交流，畅谈话题
情景对话	结合课本话题内容，与 AI 老师进行一对一口语练习
课程同步训练	根据课本内容，将重要知识点融入互动对话，帮助夯实课堂知识。

题目训练	口语和听力题目训练
能力测评	评估英语水平，提供个性化提升方案。
作文批改	AI 老师对作文进行详细的批改，提供修改建议，帮助提高写作水平。

资料来源：佳发教育官方公众号，申万宏源研究

3.4 携手华为联合发布教育考试智能体应用基座解决方案

2025 年 3 月 20 日，在“因聚而生 众智有为”华为中国合作伙伴大会 2025 上，佳发教育与华为联合发布教育考试智能体应用基座解决方案。该方案以华为自主创新的全栈数字基础设施为基座，搭载 DeepSeek 大模型能力以及佳发教育自有的教育行业垂类模型，预装具备教育智能体开发、模型微调、安全管控能力的自研 AI 一体化服务平台。**1) 基础设施：**鲲鹏+昇腾，构建全栈自主创新基石。**2) 应用创新：**佳发教育打造教育考试智能体。**3) 融合升级：**昇腾+DeepSeek 教育考试一体机。该一体机采用华为全栈自主创新的基础设施，搭载 DeepSeek 开源模型以及专为教育行业定制的垂直领域模型，预装自主研发的 AI 一体化服务平台，旨在为不同层级的用户提供丰富的智能体应用。

4. 盈利预测与估值

4.1 营收拆分

考虑到国内教育信息化市场稳健，公司 AI+系列产品预计 25 年进入放量周期，我们预计公司营收 2025 年有望恢复正增长。我们预计公司 24-26 年营收分别为 4.5/5.8/7.0 亿元，同比分别为-26%/31%/19%。

关键假设点：

1) 收入端：受市场有效需求不足、部分项目延期等因素的影响，公司 2024 年收入承压。我们判断，2025 年标考业务需求有望回暖，AI 相关产品类型不断增多，市场认可度和需求逐步提升，智慧教育业务有望进入爆发期。预计标考业务 2024-2026 年营收同比分别为-27%/25%/15%；预计智慧教育业务 2024-2026 年营收同比分别为-20%/50%/30%；预计其他业务 2024-2026 年营收同比分别为-30%/30%/20%。

2) 毛利率：公司标考业务毛利率稳健，AI 产品放量有望拉动智慧教育业务毛利率提升。2024-2026 年，我们预计公司标考业务毛利率为 58%/60%/60%；预计智慧教育业务毛利率为 35%/40%/42%；预计其他业务毛利率为 35%/35%/35%。

3) 费用率：考虑到 AI 产品的研发推广及员工持股计划带来的管理费用，我们判断公司未来的费用率相较 2023 年前有所增加。2024-2026 年，我们预计公司 2024-26 年的销售费用率分别为 16%/15%/14%；管理费用率分别为 17%/15%/15%；研发费用率分别为 10%/8%/8%。

表：营收拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	1.9	3.9	5.8	5.9	3.7	4.1	6.0	4.5	5.8	7.0
同比	16%	103%	49%	1%	-37%	12%	46%	-26%	31%	19%
1)标考设备	1.5	2.9	3.5	3.8	2.3	2.7	4.2	3.1	3.8	4.4
同比	5%	101%	20%	9%	-38%	15%	57%	-27%	25%	15%
2)智慧教育	0.3	0.7	1.8	1.6	1.0	0.8	1.2	0.9	1.4	1.8
同比		152%	163%	-11%	-35%	-27%	56%	-20%	50%	30%
3)其他收入	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7
同比	-29%	50%	80%	-6%	-35%	109%	-4%	-30%	30%	20%
毛利率										
产品	59%	58%	54%	48%	58%	54%	52%	51%	53%	53%
1)标考设备	58%	56%	59%	58%	61%	60%	56%	58%	60%	60%
2)智慧教育	79%	74%	53%	37%	50%	46%	46%	35%	40%	42%
3)其他收入	37%	41%	22%	17%	56%	39%	38%	35%	35%	35%

资料来源: wind, 申万宏源研究

4.2 投资分析意见

综上, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.35/1.40/1.76 亿元, 同比分别为-73.1%/297.6%/25.6%。采用可比公司估值法, 选取市值体量相近, 主业围绕教育领域, 布局 AI 教育积极的新开普 (主业为学校提供集智慧校园、智慧教育及校园移动互联服务在内的综合解决方案, 推出的智慧校园智能体服务 AI 产品“小美同学”)、鸿合科技 (主业为教育交互智能大屏, 布局 AI+体育等新业务)、世纪天鸿 (主业为智能教辅、数字内容资源建设等, 推出“小鸿助教”等 AI 教育应用) 作为可比公司进行估值参考。可比公司 2025 年平均 PE 为 41 倍, 给予佳发教育 2025 年 41 倍 PE, 目标市值 57 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值表 (截至 2025/3/28 收盘)

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
新开普	72	1.3	1.7	2.0	54	43	36
鸿合科技	64	3.0	3.4	4.0	21	19	16
世纪天鸿	39	0.5	0.7	0.8	72	60	51
平均值					49	41	34
佳发教育	46	0.4	1.4	1.8	131	33	26

资料来源: wind, 申万宏源研究;

注: 可比公司归母净利润预测来源于 wind 一致预期, 佳发教育预测来自申万宏源研究

5. 风险提示

1) 教育信息化政策落地不及预期风险: 若教育信息化政策落地不及预期, 有可能导致客户需求释放不及预期, 从而影响公司业绩。

2) 下游终端用户预算及采购计划的不确定性风险：国内教育信息化由政府主导、拨款建设，若地方政府收入下滑，投入不及预期，将有可能影响公司业绩。

3) AI 新产品推广不及预期风险：若公司 AI 系列新产品推广不及预期，有可能导致公司业绩增长不及预期。

6. 附表

表 7：合并利润表

单位：百万元（人民币）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	413	604	447	585	696
营业收入	413	604	447	585	696
营业总成本	328	466	404	480	562
营业成本	191	292	220	277	329
税金及附加	4	6	5	6	7
销售费用	66	78	72	88	97
管理费用	40	67	76	88	104
研发费用	43	45	45	47	56
财务费用	-15	-21	-13	-25	-32
其他收益	16	22	15	36	45
投资收益	-5	-2	-18	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
信用减值损失	-22	-13	0	0	0
资产减值损失	-6	-7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	139	40	146	184
营业外收支	0	0	-3	0	0
利润总额	63	139	37	146	184
所得税	6	9	4	8	11
净利润	58	130	32	137	173
少数股东损益	-11	-1	-3	-3	-3
归属于母公司所有者的净利润	69	131	35	140	176

资料来源：wind，申万宏源研究

表 8：合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	58	130	32	137	173
加：折旧摊销减值	48	45	24	24	24
财务费用	1	0	-13	-25	-32
非经营损失	7	-3	18	-5	-5
营运资本变	-11	-11	-77	49	19
动					
其它					

经营活动现金流	104	180	-16	180	179
资本开支	35	23	0	0	0
其它投资现金流	1	-12	-18	5	5
投资活动现金流	-34	-35	-18	5	5
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-63	0	0	0	0
支付股利、利息	40	27	26	7	28
其它融资现金流	-1	37	49	25	32
融资活动现金流	-104	9	22	18	4
净现金流	-34	155	-12	203	188

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 9: 合并资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	801	979	1,038	1,221	1,421
现金及等价物	485	648	636	839	1,027
应收款项	165	184	239	213	219
存货净额	92	94	110	115	122
合同资产	0	1	1	1	1
其他流动资产	58	52	52	52	52
长期投资	72	68	68	68	68
固定资产	250	237	213	189	166
无形资产及其他资产	144	145	145	145	145
资产总计	1,267	1,429	1,464	1,623	1,800
流动负债	202	208	201	230	262
短期借款	3	0	0	0	0
应付款项	161	188	181	210	242
其它流动负债	39	20	20	20	20
非流动负债	3	1	1	1	1
负债合计	205	209	202	231	263
股本	400	400	400	400	400
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	18	16	16	16	16
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	102	79	79	79	79
未分配利润	638	735	744	877	1,026
少数股东权益	28	27	24	21	18
股东权益	1,063	1,221	1,262	1,392	1,538
负债和股东权益合计	1,267	1,429	1,464	1,623	1,800

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。