

粉笔 (02469.HK)

行业竞争加剧致业绩承压，深耕 AI 探索结构性机遇

具体事件：2024 年公司营收同减 7.66%至 27.90 亿元，经调整净利润同减 18.56%至 3.63 亿元。公司发布 2024 年度报告，2024 年实现收入 27.90 亿元，同比下滑 7.66%；归母净利润 2.40 亿元，同比增长 27.05%；经调整净利润 3.63 亿元，同比下滑 18.56%，业绩受事业单位考试错期及行业竞争加剧等有所下降。

国考人数再创新高，公司精品小班课业绩稳定。宏观环境就业压力下，招录类考试需求持续增长，据国家公务员局数据，2025 年国考过审人数达 341.6 万人，同比增长 12.6%，招录比达 86:1（去年同期为 77:1）；据华图教育数据，2025 年省考联考报名人数超 530 万人，招录人数 16.6 万人，同比增长 8%，人数增长以及竞争加剧拉动考培相关需求。拆分来看：2024 年培训业务实现营收 23.41 亿元，yoy-6.9%，其中在线学习产品/线上大班课/小班课（线上+OMO）/专项课&推广课分别实现营收 1.06/5.08/16.87/0.39 亿元，同比-16.0%/-23.7%/+1.3%/-30.9%，其中小班课仍保持增长，大班课及在线学习产品受到部分自媒体平台低价课程竞争影响收入有所下降；图书销售实现营收 4.49 亿元，yoy-11.4%，主要是由于教师资格考试政策变化、事业单位考试错期等。截止 2024 年，粉笔注册用户数达 7274 万，线上 App 平均月活用户达 910 万。

AI 产品矩阵持续丰富，赋能教学提质增效。公司凭借多年线上化经验持续深耕数字化教学，自研粉笔垂域大模型覆盖“教-学-练-测-评”全链路，2024 年底已全面接入 DeepSeek 大模型，实现用户体验智能化升级与运营效能指数级提升。旗下基于自研垂域大模型研发的 AI 产品持续推出，2024 年 7 月，“粉笔 AI 老师”上线，可智能化辅助学习，内容覆盖行测、申论等科目；12 月“AI 教师面试点评”产品上线，通过 1:1 模拟真实面试考场视频作答，AI 教师一对一答疑，目前体验用户超过 10 万人；2025 年 4 月，公司预计正式开售“AI 刷题系统班”，采用“粉笔名师直播授课+AI 数字人老师启发式教学”双师结合模式，依托 AI 算法实现用户全周期学习管理。公司预计以每年 30%的增速加码 AI 研发投入，计划联合顶尖机构共建教育大模型实验室，深耕“AI+职业教育”领域，助力教师降本增效、增强用户体验。

盈利水平保持稳定。在 AI 等降本增效战略下，FY24 公司运营效率持续优化，整体毛利率同比提升 0.5PCTs 至 52.5%，分业务来看，培训服务毛利率同比提升 0.6PCTs 至 56.0%，图书销售毛利率同比微降 1.4PCTs 至 25.4%。报告期内管理/销售/研发费用率同比变动-1.3/+0.3/-0.4PCTs 至 22.7%/22.6%/7.9%，管理/研发费用率受益员工股份支付减少有所下降，销售费用率主要由于公司战略性增加营销费用有所增长，净利率同比提升 2.4PCTs 至 8.6%，剔除股权激励费用及金融负债公允价值经调整净利率同减 1.7PCTs 至 13.0%，中长期看随规模效应持续显现盈利水平仍有可观改善空间。

线上+线下协同效应持续体现，中长期成长可持续。公司核心优势在于多层次线上优质产品对学员需求的全面覆盖，教研教学优势奠定卓越口碑，同时线上线下充分联动在招生和教学等多角度相互赋能，预计未来 OMO 授课模式可逐步建立与同行线下培训的差异化竞争优势。截止 2024 年公司合约负债约 1.40 亿元，仍保持高位，招录考培+技能考试需求持续增长背景下，公司作为线上+线下全面布局的优质龙头有望充分受益，中长期成长可持续。

投资建议：根据 2024 年报，短期看公司业绩预计仍受行业竞争加剧集中度下降影响，中长期看行业需求保持强劲利好龙头发展，AI 赋能下公司经营效率有望持续提升，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现经调整净利润 3.7/4.1/4.6 亿元，同增 3%/10%/11%，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、招录考试时间不规律变化、业绩不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3021	2790	2868	3068	3269
增长率 yoy（%）	8%	-8%	3%	7%	7%
经调整净利润（百万元）	445	363	374	412	456
增长率 yoy（%）	134%	-19%	3%	10%	11%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.09	0.11	0.12	0.13	0.15
P/E（倍）	51.00	23.27	22.10	19.26	16.75
P/B（倍）	8.3	4.7	3.9	3.2	2.7

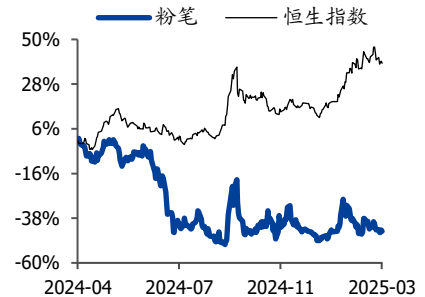
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
03 月 28 日收盘价（港元）	2.56
总市值（百万港元）	5,714.62
总股本（百万股）	2,232.27
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	25.41

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

研究助理 阮文佳

执业证书编号：S0680123040007

邮箱：ruanwenjia@gszq.com

相关研究

- 《粉笔 (02469.HK)：营收端受考试周期扰动，AI 赋能利润端显著提升》 2024-08-25
- 《粉笔 (02469.HK)：全年业绩亮眼，中长期成长可持续》 2024-03-30
- 《粉笔 (02469.HK)：盈利水平超预期，品牌力持续加强》 2024-02-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,830	1,452	1,955	2,324	2,677
现金	672	946	1,377	1,661	2,215
应收账款及票据	31	21	21	23	24
存货	61	77	78	83	88
其他	1,066	408	479	557	349
非流动资产	292	425	263	223	202
固定资产	124	81	30	14	-1
无形资产	117	95	-18	-40	-48
其他	52	250	250	250	250
资产总计	2,123	1,877	2,218	2,547	2,879
流动负债	781	622	704	737	727
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	30	35	28	34	40
其他	751	587	676	703	687
非流动负债	73	52	52	52	52
长期债务	0	0	0	0	0
其他	73	52	52	52	52
负债合计	855	673	756	788	779
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	1,979	1,203	1,462	1,759	2,100
归属母公司股东权益	1,268	1,203	1,462	1,759	2,100
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,268	1,203	1,462	1,759	2,100
负债和股东权益	2,123	1,877	2,218	2,547	2,879

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	588	0	309	281	279
净利润	189	240	259	297	341
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧摊销	100	0	0	0	0
营运资金变动及其他	299	-240	50	-16	-62
投资活动现金流	-912	0	122	3	275
资本支出	-56	0	162	39	22
其他投资	-855	0	-40	-36	253
筹资活动现金流	-74	0	0	0	0
借款增加	-58	0	0	0	0
普通股增加	-17	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-376	0	431	284	555

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,021	2,790	2,868	3,068	3,269
其他收入	12	0	0	0	0
营业成本	1,451	1,326	1,362	1,452	1,552
销售费用	674	631	631	650	670
管理费用	471	411	401	429	458
研发费用	251	221	229	245	255
财务费用	-42	-35	0	0	0
除税前溢利	205	262	272	320	366
所得税	16	22	13	23	25
净利润	189	240	259	297	341
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	189	240	259	297	341
经调整净利润	445	363	374	412	456
EBIT	163	227	272	320	366
EBITDA	264	227	272	320	366
EPS (元)	0.09	0.11	0.12	0.13	0.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.5%	-7.7%	2.8%	7.0%	6.6%
归属母公司净利润	109.0%	27.0%	7.9%	14.7%	15.0%
获利能力					
毛利率	52.0%	52.5%	52.5%	52.7%	52.5%
销售净利率	6.2%	8.6%	9.0%	9.7%	10.4%
ROE	14.9%	19.9%	17.7%	16.9%	16.2%
ROIC	11.8%	17.3%	17.7%	16.9%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	35.9%	34.1%	30.9%	27.0%
净负债比率	-53.0%	-78.6%	-94.2%	-94.4%	-105.5%
流动比率	2.3	2.3	2.8	3.2	3.7
速动比率	2.1	2.1	2.5	2.9	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
应收账款周转率	128.5	107.9	137.2	139.9	139.6
应付账款周转率	55.5	40.9	43.4	46.6	41.6
每股指标 (元)					
每股收益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
每股经营现金流	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
每股净资产	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
估值比率					
P/E	51.0	23.3	22.1	19.3	16.7
P/B	8.3	4.7	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	37.2	21.0	16.0	12.7	9.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com