

2025 年 03 月 31 日

AI 赋能有助于应对价格战

粉笔 (2469. HK)

评级:	买入	股票代码:	2469
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	4.84/2.2
目标价格:		总市值(亿港元)	57.15
最新收盘价:	2.56	自由流通市值(亿港元)	57.15
		自由流通股数(百万)	2,232.27

事件概述

2024 年公司收入/净利/经调整净利/经营性现金流净额分别为 27.9/2.4/3.6/2.9 亿元、同比增长-7.7%/27.0%/-18.6%/-50.5%。拆分上下半年来看,下半年基本微利。我们分析,收入下降主要由于:1) 24 年事业单位考试安排在 3 月、和公考有所冲突、从而影响了报名人数,2) 小机构价格战竞争激烈。经调整归母净利润降幅大于收入主要由于销售费用及研发费用提升,调整项主要为股份支付 1.23 亿元。

分析判断:

收入下降主要受竞争加剧及考公招录时间调整影响。1) 分业务看,2024 年培训服务/图书销售收入分别为 23.4/4.5 亿元,同比下降 6.9%/11.4%,24 年培训服务收入下降主要由于招录考试培训行业竞争加剧以及自媒体平台个体教师通过低价竞争在短期内抢占部分市场份额,大班培训付费人次下降 30%至 120 万人次。图书销售收入下降主要由于 2024 年教师资格考试政策的变化以及事业单位人员招录联考笔试与公务员联考笔试撞期,导致教材订单下降 13%。2) 分产品来看,2024 年在线学习产品/大班培训(全在线)/小班培训(OMO)/其他培训收入分别 1.06/5.08/16.87/0.39 亿元,大班/小班同比增长-23.7%/1.3%,小班培训占比由 23 年 66%提升至 72%。3) 线上来看,2024 年平台平均月活跃用户为 910 万,同比持平,环比人次持平。

合约负债下降主要由于大班课程入学人次下降。2024 年公司合约负债为 1.40 亿元、同比下降 6.1%,主要由于大班课程入学人次下降。2024 年公司退款负债为 1.74 亿元、同比下降 23.6%,主要由于公司调整业务发展战略,导致因不通过而退班的协议班课程费用比例降低。

AI 赋能带动毛利率提升,毛利率提升而经调整净利率下降主要由于销售费用率及研发费用率提升。(1) 2024 年公司毛利率为 52.5%,同比增加 0.5PCT,培训服务/图书销售毛利率分别为 56%/34%,同比增加 0.6/-0.7PCT,培训服务毛利率提升主要由于:1) 公司深化 OMO 授课模式,提升满班率;2) 人工智能技术及其他在线技术赋能提升授课效率以及提升了运营效率,2024 年教师人数同比下降 6.2%至 3026 人,对应人均创收 92.2 万元,同比-2%。(2) 2024 年经调整净利率为 13%,同比下降 1.7PCT,其中上下半年经调整利润率分别为 21.4%/1.2%,同比+4.3%/-20.6%。毛利率提升而经调整净利率下降主要由于:1) 销售费用/管理费用/研发费用率/财务费用率分别为 22.6%/14.7%/7.9%/1.2%,同比增长 0.9/-0.3/0.4/-0.3PCT;管理费用率下降主要由于股利支付减少;财务费用率下降主要由于利息收入增加及外汇亏损减少。3) 其他收益/收入占比提升 0.6PCT。4) 所得税/收入增加 0.3PCT 至 0.81%。

投资建议

我们分析,公司未来空间在于:(1) 2025 国考共有 341.6 万人通过了资格审查,报名人数增加 38.3 万人,同比提升 12.6%,市场需求扩大,公司公考培训业务有望持续提升;(2) 未来大班仍有提价空间;(3) 小班仍有渗透率提升空间;(4) 随着 AI 赋能科技愈发成熟与完善,有望进一步提升教师授课效率、课后服务效率,降本增效仍存在较大空间。下调 25-26 年营收预测 33.23/36.46 亿元至 28.42/29.85 亿元,新增 27 年收入预测 31.53 亿元;下调 25-26 年经调整归母净利润预测 6.46/7.40 亿元至 3.73/3.96 亿元,新增 27 年归母净利润预测 4.23 亿元,对应下调 25-26 年 EPS 0.29/0.33 元至 0.17/0.18 元,新增 27 年 EPS 预测 0.19 元,2025 年 3 月 28 日股价为 2.56 港元,对应 PE 为 14/13/13X (1 港元=0.93 元人民币),维持“买入”评级。

风险提示

政策变化的潜在风险、大班竞争激烈风险、小班获客风险、小非减持风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3021.32	2789.78	2842.47	2985.05	3152.66
YoY (%)	7.50%	-7.66%	1.89%	5.02%	5.61%
经调整归母净利润(百万元)	445.13	362.53	373.21	395.57	423.10
YoY (%)	109.03%	-18.56%	2.95%	5.99%	6.96%
毛利率 (%)	51.96%	52.48%	53.98%	54.78%	55.58%
每股收益 (元)	0.08	0.11	0.17	0.18	0.19
ROE (%)	0.15	0.19	0.24	0.20	0.18
市盈率	28.15	22.16	14.24	13.44	12.56

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.93元人民币）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2789.78	2842.47	2985.05	3152.66	净利润	-	373.21	395.57	423.10
YoY (%)	-8.04%	1.89%	5.02%	5.61%	折旧和摊销	-	20.62	17.98	15.70
营业成本	1325.80	1308.21	1349.95	1400.52	营运资金变动	-	102.75	10.78	36.29
营业税金及附加					经营活动现金流	-	513.63	442.23	494.00
销售费用	630.87	537.51	584.62	637.22	资本开支	-	0.00	0.00	0.00
管理费用	411.40	426.37	447.76	472.90	投资	-	0.00	0.00	0.00
财务费用	-34.83	17.05	17.91	18.92	投资活动现金流	-	13.08	-6.54	3.27
研发费用					股权募资	-	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
投资收益					筹资活动现金流	-	-17.05	-17.91	-18.92
营业利润					现金净流量	-	509.66	417.78	478.35
营业外收支					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	262.04	382.78	405.71	433.95					
所得税	22.47	9.57	10.14	10.85	成长能力 (%)				
净利润	239.57	373.21	395.57	423.10	营业收入增长率	-7.66%	1.89%	5.02%	5.61%
归属于母公司净利润	239.57	373.21	395.57	423.10	净利润增长率	27.05%	55.78%	5.99%	6.96%
YoY (%)	27.05%	55.78%	5.99%	6.96%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.11	0.17	0.18	0.19	毛利率	52.48%	53.98%	54.78%	55.58%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	8.59%	13.13%	13.25%	13.42%
货币资金	945.95	1455.62	1873.40	2351.75	总资产收益率 ROA	12.76%	16.87%	15.01%	13.70%
预付款项					净资产收益率 ROE	18.90%	23.67%	20.06%	17.66%
存货	77.04	60.95	80.51	66.74	偿债能力 (%)				
其他流动资产	78.28	79.76	83.76	88.46	流动比率	2.33	3.17	3.72	4.30
流动资产合计	1452.06	1807.83	2249.17	2718.45	速动比率	2.09	2.92	3.45	4.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.52	2.55	3.10	3.72
固定资产	80.57	74.13	68.20	62.74	资产负债率	35.88%	28.73%	25.17%	22.46%
无形资产	94.51	80.33	68.28	58.04	经营效率 (%)				
非流动资产合计	670.45	404.23	386.25	370.56	总资产周转率	1.40	1.39	1.23	1.10
资产合计	2122.51	2212.07	2635.43	3089.01	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.11	0.17	0.18	0.19
应付账款及票据	34.56	29.42	36.60	31.90	每股净资产	0.57	0.71	0.88	1.07
其他流动负债	531.33	541.36	568.52	600.44	每股经营现金流	0.00	0.23	0.20	0.22
流动负债合计	621.93	570.78	605.12	632.33	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	51.55	64.63	58.09	61.36	PE	22.16	14.24	13.44	12.56
非流动负债合计	51.55	64.63	58.09	61.36	PB	4.19	3.37	2.69	2.22
负债合计	673.48	635.42	663.21	693.70					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	1267.74	1576.65	1972.22	2395.32					
负债和股东权益合计	2122.51	2212.07	2635.43	3089.01					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。