

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 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

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

25H1 点评：笔试 AI 课程产品矩阵逐步丰富

2025 年 08 月 29 日

事件：25H1，公司实现收入 14.9 亿元、同减 8.5%，实现净利润 2.3 亿元、同减 18.4%，实现经调整净利润 2.7 亿元、同减 22.2%。

点评：

- **线上承压，小班有韧性。**线上持续受到自媒体平台个体教师低价竞争的影响，收入下滑。25H1，在线学习产品收入 0.47 亿元、同减 27.3%，大班培训课程收入 1.93 亿元、同减 27.4%。小班培训具有一定韧性，25H1 小班培训课程收入 10.33 亿元、同增 0.6%。
- **AI 课程 3 个月已贡献收款约 2000 万元。**25 年 4 月，公司发布行业内首个 AI 类大班课程——AI 刷题系统班，课程定价 399 元。截至 6 月末，已销售约 5 万人次，收款约 2000 万元。对比传统大班课程，AI 刷题系统班具有价格低、学习针对性强、效率高、利润空间大及不能被盗版等特点，有望提升多次备考学员的复购率。
- **MAUs 持续增长，全职讲师持续减少。**25H1，MAUs 为 930 万人，较上年同期增长约 10 万人。全职讲师人数同减 11.5%至 2784 人。
- **毛利率略有下滑。**25H1，综合毛利率同减 0.2pct 至 54.0%，其中培训服务毛利率同减 0.6pct 至 57.3%，图书销售及其他毛利率同减 1.5pct 至 32.1%。
- **收入小幅下滑，致期间费用率提升。**25H1，管理费用率同增 0.1pct 至 12.2%，销售费用率同增 0.9pct 至 20.5%，研发费用率同增 0.6pct 至 7.2%。
- **盈利预测与投资评级：**从 25H1 的业绩表现来看，线上受招录培训行业竞争的影响较大，小班培训具有一定韧性。虽然行业竞争格局艰难，公司及时推出公务员 AI 刷题系统班，销售数据靓丽，提升付费转化初具成效。25 年 8 月推出事业单位 AI 刷题系统班，随着笔试阶段 AI 课程产品矩阵逐步丰富，公司有望凭借 AI 课程实现非线性增长。上调 25~27 年的经调整净利润预测至 2.72/3.05/3.68 亿元，当前股价对应 PE 估值 24x/21x/17x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**教育行业的政策风险，宏观风险，AI 使用的合规风险，竞争格局持续恶化的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,034	2,790	2,625	2,682	2,846
增长率 YoY %	7.5	(7.7)	(5.9)	2.2	6.1
归属母公司净利润 (百万元)	189	240	272	305	368
增长率 YoY%	109.0	27.0	13.5	12.1	20.8
毛利率%	52.0	52.5	50.0	50.0	51.0
净资产收益率ROE%	14.9	19.9	18.3	16.9	16.8
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.11	0.12	0.14	0.16
市盈率 P/E(倍)	32	26	24	21	17
市净率 P/B(倍)	5	5	4	4	3

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价。

注: 汇率为 1HKD=0.92CNY, 25~27 年净利润为经调整净利润。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,830	1,452	1,730	2,065	2,487	
货币资金	672	946	1,224	1,538	1,929	
应收票据						
应收账款	31	21	19	20	21	
预付账款						
存货	61	77	76	78	81	
其他	121	78	79	80	85	
非流动资产	292	425	421	417	414	
长期股权投资	-	-	-	-	-	
固定资产(合计)	124	81	91	101	111	
无形资产	117	95	80	66	53	
其他	52	250	250	250	250	
资产总计	2,123	1,877	2,151	2,482	2,900	
流动负债	781	622	612	625	663	
短期借款	-	-	-	-	-	
应付票据						
应付账款	30	35	34	35	36	
其他	717	531	525	536	569	
非流动负债	73	52	52	52	52	
长期借款	-	-	-	-	-	
其他	73	52	52	52	52	
负债合计	855	673	663	677	714	
少数股东权益	-	-	-	-	-	
归属母公司股东权益	1,268	1,203	1,488	1,805	2,186	
负债和股东权益	2,123	1,877	2,151	2,482	2,900	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,034	2,790	2,625	2,682	2,846	
同比(%)	7.5	(7.7)	(5.9)	2.2	6.1	
归属母公司净利润	189	240	272	305	368	
同比(%)	109.0	27.0	13.5	12.1	20.8	
毛利率(%)	52.0	52.5	50.0	50.0	51.0	
ROE%	14.9	19.9	18.3	16.9	16.8	
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.11	0.12	0.14	0.16	
P/E	32	26	24	21	17	
P/B	5	5	4	4	3	
EV/EBITDA	22	18	17	15	11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,034	2,790	2,625	2,682	2,846	
营业成本	2,848	2,589	2,334	2,360	2,459	
营业税金及附加						
销售费用	674	631	512	515	541	
管理费用	471	411	323	322	336	
研发费用	251	221	186	182	188	
财务费用	-42	-35	-28	-37	-46	
减值损失合计						
投资净收益	-	-	-	-	-	
其他	-31	27	-	-	-	
营业利润	196	262	320	359	433	
营业外收支	9	-	-	-	-	
利润总额	205	262	320	359	433	
所得税	16	22	48	54	65	
净利润	189	240	272	305	368	
少数股东损益	-	-	-	-	-	
归属母公司净利润	189	240	272	305	368	
EBITDA	264	303	300	331	396	
EPS(当年)(元)	0.09	0.11	0.12	0.14	0.16	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	588	291	286	321	398	
净利润	189	240	272	305	368	
折旧摊销	100	76	9	9	9	
财务费用	-42	-35	-28	-37	-46	
投资损失						
营运资金变动	56	-159	5	7	22	
其它	285	169	28	37	46	
投资活动现金流	-912	469	-20	-20	-20	
资本支出	-56	-21	-5	-5	-5	
长期投资	-871	484	-15	-15	-15	
其他	16	7	-	-	-	
筹资活动现金流	-74	-499	-	-	-	
吸收投资	-17	-444	-	-	-	
借款	-58	-55	-	-	-	
支付利息或股息	-	-	-	-	-	
现金流净增加额	-376	262	278	313	391	

研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，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、2023 年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。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。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。