

2025年08月29日

推出 AI 新产品，有利于应对价格战

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):	3.93/2.03
目标价格:		总市值(亿港元)	69.73
最新收盘价:	3.12	自由流通市值(亿港元)	69.73
		自由流通股数(百万)	2,234.99

事件概述

2025H1 公司收入/净利/经调整净利/经营性现金流净额分别为 14.92/2.3/2.7/2.1 亿元、同比增长-8.50%/-18.39%/-22.24%/-9.12%。经调整归母净利润降幅大于收入主要由于销售费用、研发费用提升、其他收入占比下降，调整项主要为股份支付 0.45 亿元。

分析判断:

小班培训收入持平，大班下降较多。1) 分业务看，25H1 培训服务/图书销售收入分别为 12.9/2.0 亿元，同比下降 6.08%/21.71%，25H1 培训服务收入下降主要由于招录考试培训行业竞争加剧。图书销售收入下降主要由于市场竞争加剧和相关业务调整 2) 分产品来看，25H1 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 0.47/1.93/10.33/0.23 亿元，大班/小班同比增长-27.44%/0.64%。3) 线上来看，25H1 平台平均月活跃用户为 930 万，同比增加 1.1%，环比增加 2.2%。

推出 AI 大班培训课程。公司基于自研的 AI 模型于 2025 年 4 月推出行业内首个创新的 AI 类大班课程-AI 刷题系统班，定价为 399 元，不同于传统的大班类课程，AI 刷题系统班向学生提供以下独特的学习体验：1) 实时捕捉数据，AI 模型基于每位学员个人的学习数据分析，科学规划并动态调整其学习路径；2) 及时定制学习任务，通过 AI 模型分析精准匹配必要的直播或录播课程，打破传统模式的固定化上课形式；3) 动态调整学习计划，实现高效练习，精准推送最具价值的练习题及各项学习任务。截至 2025 年 6 月 30 日，AI 刷题系统班已销售约 5 万人次，收款约人民币 2,000 万元。

合约负债提升为收入增长提供保障。25H1 公司合约负债为 2.28 亿元、同比上升 7.35%，主要由于考试季临近，预付课程销量增加。25H1 公司退款负债为 1.28 亿元、同比下降 32.10%，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。在公务员考试成绩公布后，公司在报告期内对相关退款请求进行了处理。

经调整净利率降幅高于毛利率主要由于销售、研发费用率提升、其他收入占比下降。(1) 2025H1 公司毛利率为 54.0%，同比下降 0.2PCT，培训服务/图书销售毛利率分别为 57.3%/32.1%，同比下降 0.6/1.5PCT。

(2) 2025H1 经调净利率为 18.2%，同比下降 3.2PCT。经调整净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 0.9PCT、研发费用率提升 0.6PCT、其他收入占比下降 0.3PCT。

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；但当前行业主要矛盾是竞争加剧、价格战激烈问题，因此公司推出 AI 产品是较强有利的应对，虽然短期对大班产生掣肘，但有望逐步替代大班、形成新增量。(2) 小班仍有渗透率提升空间。下调 25-27 年营收预测 28.42/29.85/31.53 亿元至 25.12/26.59/29.72 亿元；下调 25-27 年经调归母净利润预测 3.73/3.96/4.23 亿元至 2.69/3.71/4.95 亿元，对应下调 25-27 年 EPS 0.17/0.18/0.19 元至 0.12/0.17/0.22 元，2025 年 8 月 29 日股价为 3.12 港元，对应 PE 为 24/17/13X (1 港元 = 0.92 元人民币)，看好 AI 产品打造新增长曲线，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、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	2512.25	2658.82	2971.66
YoY (%)	7.50%	-7.66%	-9.95%	5.83%	11.77%
经调整归母净利润(百万元)	445.13	362.53	269.26	370.59	494.84
YoY (%)	109.03%	-18.56%	12.39%	37.63%	33.53%
毛利率 (%)	51.96%	52.48%	52.00%	53.00%	54.00%
每股收益 (元)	0.08	0.11	0.12	0.17	0.22
ROE (%)	0.15	0.19	0.18	0.20	0.21
市盈率	28.15	22.16	23.83	17.31	12.96

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.92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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2789.78	2512.25	2658.82	2971.66	净利润	239.57	269.26	370.59	494.84
YoY(%)	-8.04%	-9.95%	5.83%	11.77%	折旧和摊销	76.01	20.62	17.98	15.70
营业成本	1325.80	1205.88	1249.65	1366.96	营运资金变动	-158.79	54.91	5.45	62.13
营业税金及附加					经营活动现金流	290.96	359.87	409.97	590.49
销售费用	630.87	471.05	437.38	445.75	资本开支	-21.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	411.40	376.84	393.51	424.95	投资	484.03	0.00	0.00	0.00
财务费用	-34.83	15.07	15.95	17.83	投资活动现金流	469.45	13.08	-6.54	3.27
研发费用					股权募资	-443.96	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	0.00
投资收益					筹资活动现金流	-498.66	-15.07	-15.95	-17.83
营业利润					现金净流量	274.42	357.88	387.47	575.94
营业外收支	262.04	292.68	402.81	537.87	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	22.47	23.41	32.22	43.03	成长能力 (%)				
所得税	239.57	269.26	370.59	494.84	营业收入增长率	-7.66%	-9.95%	5.83%	11.77%
净利润	239.57	269.26	370.59	494.84	净利润增长率	27.05%	12.39%	37.63%	33.53%
归属于母公司净利润	27.05%	12.39%	37.63%	33.53%	盈利能力 (%)				
YoY(%)	0.11	0.12	0.17	0.22	毛利率	52.48%	52.00%	53.00%	54.00%
每股收益	2789.78	2512.25	2658.82	2971.66	净利率	8.59%	10.72%	13.94%	16.65%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	12.76%	13.20%	15.16%	16.52%
货币资金	945.95	1303.83	1691.31	2267.24	净资产收益率 ROE	18.90%	18.28%	20.10%	21.16%
预付款项					偿债能力 (%)				
存货	77.04	50.16	80.79	62.93	流动比率	2.33	3.25	3.79	4.40
其他流动资产	78.28	70.49	74.61	83.38	速动比率	2.09	3.01	3.50	4.16
流动资产合计	1452.06	1635.99	2058.21	2625.05	现金比率	1.52	2.59	3.11	3.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	35.88%	27.82%	24.59%	21.95%
固定资产	80.57	74.13	68.20	62.74	经营效率 (%)				
无形资产	94.51	80.33	68.28	58.04	总资产周转率	1.40	1.28	1.19	1.09
非流动资产合计	424.86	404.23	386.25	370.56	每股指标 (元)				
资产合计	1876.91	2040.22	2444.46	2995.61	每股收益	0.11	0.12	0.17	0.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	0.57	0.66	0.82	1.05
应付账款及票据	34.56	24.42	36.70	30.16	每股经营现金流	0.13	0.16	0.18	0.26
其他流动负债	531.33	478.47	506.38	565.96	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	621.93	502.89	543.08	596.12	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	26.71	23.83	17.31	12.96
其他长期负债	51.55	64.63	58.09	61.36	PB	5.05	4.36	3.48	2.74
非流动负债合计	51.55	64.63	58.09	61.36					
负债合计	673.48	567.52	601.18	657.48					
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	1472.70	1843.29	2338.13					
负债和股东权益合计	2122.51	2040.22	2444.46	2995.61					

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。