

## 粉笔 (02469.HK)

## 与华图战略合作，AI 产品矩阵持续丰富

**具体事件：公司与华图订立战略合作协议。**12月12日，公司与华图订立战略合作协议，双方旨在共同探索招录类考试培训业务中下列领域的合作，**(1) 投资合作：**双方将探索并寻求在股权投资的合作，包括但不限于战略投资及成立合资企业。**(2) 公司治理：**双方可相互推荐董事进入对方实体机构，建立常态化沟通机制，借鉴彼此先进管理经验，发挥各自优势。

**(3) 技术开发：**双方将共同开发招录类考试培训行业的 AI 应用方案，通过整合双方各自在 AI 技术开发领域的优势，公司与华图将就 AI 融入课程与产品进行交流分享，共同探索开发 AI 主导课程的发展前景，并促进双方核心研发团队间的专业经验交流。**(4) 分销渠道合作：**双方将整合各自的渠道，发挥线上与线下分销渠道的优势，以提升双方营运效率。**(5) 行业自律：**旨在透过优质服务与教学标准，树立行业标杆，抵制行业内的不良行径。**(6) 客户服务：**共同分析行业发展趋势及用户需求变化，并为此项战略合作的调整与优化提供数据支持。

**双方合作优势互补，龙头市占有望提升，盈利能力有望修复。**我们认为，考虑到华图与粉笔均为行业龙头企业，两者合作有望实现优势互补，龙头市占有望提升，盈利能力有望修复。

**AI 产品矩阵持续丰富，10月14日 AI 刷题系统班单日销量突破 14000 单。****(1) AI 产品矩阵持续丰富。**公司 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，公司上线“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。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 2000 万元。10 月 14 日，公司 AI 刷题系统班单日销量突破 14000 单。11 月 18 日，公司创新打造的国央企面试题题库及相关 AI 面试点评服务正式上线；12 月 11 日，粉笔自研 AI 大模型通过国家备案，粉笔 AI 产品已累计服务用户超 3000 万，付费用户达 238 万，月活跃用户近 1000 万。**(2) 持续加码研发投入。**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、增强用户学习体验。

**投资建议：**AI 赋能下公司经营效率有望持续提升，我们预计公司 2025-27 年营业收入各 26.7/27.8/29.8 亿元，经调整净利润分别为 2.98/3.75/4.45 亿元，对应经调整净利润估值各 15.3/12.1/10.2x PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、产品和服务发展不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	3,021	2,790	2,669	2,782	2,980
增长率 yoy (%)	7.5	-7.7	-4.3	4.2	7.2
经调整净利润(百万人民币)	445	363	298	375	445
增长率 yoy (%)	132.5	-18.6	-17.9	25.9	18.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.16	0.13	0.17	0.20
净资产收益率(%)	35.1	30.1	19.8	20.0	19.2
P/E(倍)	10.2	12.5	15.3	12.1	10.2
P/B(倍)	3.6	3.8	3.0	2.4	2.0

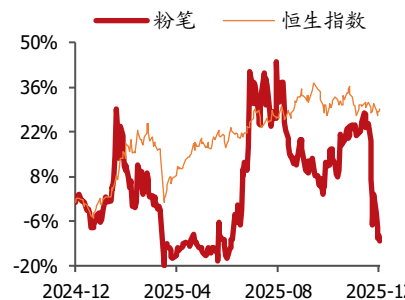
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

## 买入(维持)

## 股票信息

行业	教育
前次评级	买入
12月19日收盘价(港元)	2.24
总市值(百万港元)	5,010.64
总股本(百万股)	2,236.89
其中自由流通股(%)	98.63
30日日均成交量(百万股)	34.08

## 股价走势



## 作者

分析师 李宏科

执业证书编号: S0680525090002

邮箱: lihongke@gszq.com

分析师 张冰清

执业证书编号: S0680525110002

邮箱: zhangbingqing1@gszq.com

## 相关研究

- 《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》 2025-04-01
- 《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

**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
<b>流动资产</b>	1830	1452	1883	2248	2709
现金及现金等价物	672	946	1278	1613	1966
贸易应收款项	31	21	20	21	22
预付款项及其它应收款项	67	119	136	150	173
合约资产	39	13	14	14	14
存货	61	77	59	39	33
其它流动资产	961	277	376	413	500
<b>非流动资产</b>	292	425	272	307	333
物业、厂房及设备	124	81	110	131	146
使用权资产	116	92	107	119	126
无形资产	0	3		3	4
其他非流动资产	52	250	52	54	57
<b>资产总计</b>	2123	1877	2155	2555	3042
<b>流动负债</b>	782	622	608	629	666
合约负债	149	140	125	132	137
应付票据及应付账款	334	233	223	232	249
其他流动负债	299	249	261	265	281
<b>非流动负债</b>	73	52	46	51	56
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	52	46	51	56
<b>负债合计</b>	855	673	654	680	722
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	15104	15064	15144	15228	15302
其他储备	-9512	-9753	-9753	-9753	-9753
保留盈利/(累计亏损)	-4325	-4108	-3890	-3599	-3229
归属母公司股东权益	1268	1203	1501	1876	2320
<b>负债和股东权益</b>	2123	1877	2155	2555	3042

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	588	291	234	358	372
除税前溢利	205	262	238	318	405
非现金支出	89	69	65	78	87
财务成本净额	-29	-35	-35	-35	-35
非经常收益	8	0	0	1	1
营运资金变动	63	-128	-115	-88	-161
其他经营现金流	252	123	80	83	75
<b>投资活动现金流</b>	-912	469	63	-61	-60
资产	-35	8	-60	-60	-60
投资	-877	462	124	-1	0
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-74	-499	35	38	40
债权募资	42	40	40	41	42
股权募资	-133	-535	0	2	3
其他筹资现金流	91	496	-40	-43	-45
汇率变动对现金的影响额	22	13	0	1	2
<b>现金净增加额</b>	-376	274	332	335	353

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3021	2790	2669	2782	2980
营业成本	1451	1326	1262	1300	1381
毛利润	1570	1464	1407	1482	1599
销售及营销开支	674	631	612	612	624
研发开支	251	221	228	241	261
一般及行政开支	471	411	391	371	371
财务费用	-29	-35	-35	-35	-35
营业利润	181	227	203	284	370
除税前溢利	205	262	238	318	405
所得税	16	22	20	27	35
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	189	240	217	291	370
<b>经调整净利润</b>	445	363	298	375	445

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.5	-7.7	-4.3	4.2	7.2
营业利润(%)	845.6	25.5	-10.6	39.7	30.4
经调整净利润净利润(%)	132.5	-18.6	-17.9	25.9	18.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.0	52.5	52.7	53.3	53.7
经调整净利率(%)	14.7	13.0	11.1	13.5	14.9
ROE(%)	35.1	30.1	19.8	20.0	19.2
ROA(%)	21.0	19.3	13.8	14.7	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.3	35.9	30.3	26.6	23.7
流动比率	2.3	2.3	3.1	3.6	4.1
速动比率	2.2	2.2	3.0	3.5	4.0
现金比率	0.9	1.5	2.1	2.6	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
应收帐款周转天数	3.7	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	7.3	9.9	8.0	5.0	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(经调整口径)	0.20	0.16	0.13	0.17	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.13	0.10	0.16	0.17
每股净资产(最新摊薄)	0.57	0.54	0.67	0.84	1.04
<b>估值比率</b>					
P/E	10.2	12.5	15.3	12.1	10.2
P/B	3.6	3.8	3.0	2.4	2.0
P/S	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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 号楼

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