

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

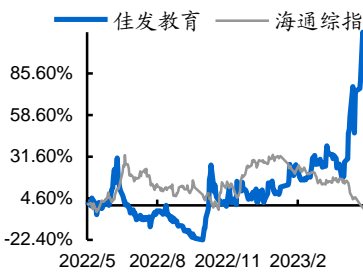
## 标考建设龙头积极拥抱 AI 新业态

### 股票数据

05月11日收盘价(元)	20.02
52周股价波动(元)	7.41-21.40
总股本/流通A股(百万股)	400/302
总市值/流通市值(百万元)	7998/6038

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	77.6	64.5	70.8
相对涨幅(%)	80.3	63.9	73.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 汪立亭

Tel: (021)23219399

Email: wanglt@haitong.com

证书: S0850511040005

分析师: 李宏科

Tel: (021)23154125

Email: lkh11523@haitong.com

证书: S0850517040002

分析师: 许樱之

Tel: (755)82900465

Email: xyz11630@haitong.com

证书: S0850517050001

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@haitong.com

证书: S0850518080001

### 投资要点:

- 全国教育考试信息化龙头, 产品业务覆盖范围广。**佳发教育是唯一有国家标准标准化考点各子系统全部核心产品的供应商, 在标准化考点建设中占有较大的市场份额, 同时也是市场上少有的能够提供完整的区、校智慧教育整体解决方案和顶层设计厂商之一。公司产品覆盖 50 多万间教室, 业务覆盖 31 个省、市、自治区、上万所学校, 其中标考建设覆盖 200 多个地市。
- 公司 2022 收入增长 11.6%。**2022 年实现收入 4.1 亿元, 同比增长 11.6%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比减少 16.6%, 扣非净利润 0.7 亿元, 同比减少 13.9%。摊薄 EPS 0.17 元, 净资产收益率 6.8%。22 年公司拟每 10 股分红 0.7 元。2023 年一季度实现收入 0.7 亿元, 同比减少 26.2%, 归母净利润 348 万元, 同比减少 77.0%; 扣非净利润 346 万元, 同比减少 77.2%, 摊薄 EPS 0.01 元, 净资产收益率 0.3%。
- 积极开发 AI 产品, 构建考试教育新业态。**①**战略合作:**公司已与腾讯云签署战略合作协议。双方将聚焦智慧考试和智慧教育以及创新业务等领域, 协同推进教育数字化产业创新升级, 构筑教育考试产业融合共进新生态。②**AI 应用:**公司英语听说、智慧体育等多项产品均涉及人工智能技术, 预计未来将加速发展; 目前海外公司多邻国推出“DuolingoMax”, 用户可与 AI 聊天机器人对话学习, 可汗学院将使用 GPT-4 向学生提出个性化问题促进深入学习。
- 新一轮标考建设, 相关业务有望迎来收入高峰。**2017 年, 第二轮标考建设开始, 相较第一轮: ①**类型上,**目前考试可分为初高中考试和大学及社会考试, 前者包括中考、高考、高中学业水平考试等, 后者包括考研、四六级、雅思托福等, 此轮建设应用场景增添了高中学业水平考试、中考、人社考试等新领域; ②**数量上,**我们使用普通高中在校生数代替第一类考试教室需求, 考研报考人数代表第二类考试教室需求, 由于部分考研考场和高考考场重合, 我们假设总需求人数=普通高中在校生数+0.6\*考研报考人数; 参考第一轮建设周期和国家规定时间, 我们推断 21-22 年为第二轮标考建设高峰, 因此选取中间年 21 年人数为总需求人数下限, 22 年人数为总需求人数上限, 假设每间考场容纳考生为 30 人, 所需标准化考点至少 94 万间, 乐观估计为 100 万间; ③**建设思路,**从单一网上巡查系统为主向“一个平台+N 个子系统”转变, 预计标准化考场除对原有网上巡查系统进行升级外, 还将增加综合管理平台、身份认证系统、作弊防控系统、应急指挥系统。我们以公司 2013-1H16 标考第一二轮建设过渡期的各个产品均价和公司在第一轮标考建设中 50% 以上的市占率为计算基础, 由于网上巡查系统需求主要来自升级而非新增, 我们适当调低该项目的客单价, 而公司作弊防控系统市占率稳定在 80% 以上, 考虑竞争等因素, 我们在公司总体市占率基础上适当调高对公司防作弊系统市占率的假设; 综合管理平台和应急指挥系统单价区间按市场均价估计, 假设公司市占率为 45-55%。据此, 第二轮标考建设中, 我们保守计算每个标准

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	370	413	688	953	1320
(+/-)YoY(%)	-37.4%	11.6%	66.7%	38.5%	38.6%
净利润(百万元)	83	69	169	236	312
(+/-)YoY(%)	-60.7%	-16.6%	144.6%	40.0%	32.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.17	0.42	0.59	0.78
毛利率(%)	57.7%	53.8%	52.5%	53.2%	53.8%
净资产收益率(%)	8.2%	6.7%	14.3%	17.3%	19.4%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

化考点投入约为 8500-10000 元, 整体投入约为 80-100 亿元; 综合各细分项目市占率及假设, 我们测算佳发教育第二轮标考建设相关总收入约为 40-60 亿元, 对应总体市占率为 50%-60%。我们按 18-22 年公司教育考试标准化考点产品及整体解决方案收入的 90% 估算公司已实现的标考教室建设收入, 按 10 年左右 (包含 20-22 年) 估计第二轮建设周期, 那么未来 5 年左右有望为公司带来 27-48 亿收入增量。

表 1 佳发教育第二轮标考建设收入测算

	部署单位	预测区间	数量 (万个)	单价 (元)	市场规模 (亿)	公司市占率 预测	预计公司收入 (亿)
管理平台系统	省、市、区 考试中心	下限		分项目	10	45%	5
		上限			12	55%	7
应急指挥系统	学校	下限	2	18000	4	45%	2
		上限		22000	4	55%	2
网上巡查系统	教室	下限	94	2500	24	45%	11
		上限	100	3000	30	55%	16
身份认证系统	教室	下限	94	2000	19	45%	8
		上限	100	2500	25	55%	14
作弊防控系统	教室	下限	94	2500	24	65%	15
		上限	100	3000	30	75%	22
总市场空间		下限	94	8441	80	51%	41
		上限	100	10147	101	61%	62
未来增量空间		下限			-		27
		上限					48

资料来源: 公司招股说明书, 公司 16、22 年年报, 公司官网, 锐观网, 教育部, 海通证券研究所

**2023 年员工持股计划已通过。**2023 年 3 月 30 日公司发布《2023 年员工持股计划 (草案)》和《2023 员工持股计划管理办法》, 并于 4 月 20 日表决通过。公司拟以 6.28 元/股为受让价格, 已回购股份 641 万股为本次计划标的, 约占公司总股本的 1.6%。公司层面解锁期业绩考核为: ①**收入:** 以 2022 年营业收入 4.1 亿元为基数, 2023 年收入不低于 2022 年基数的 130%, 23 年对应金额为 5.4 亿; 2023-2024 年收入累计值不低于 2022 年基数的 280%, 24 年对应金额为 6.2 亿; 2023-2025 年收入累计值不低于 2022 年基数的 450%, 25 年对应金额为 7.0 亿; ②**归母净利润:** 以 2022 年归母净利润 0.7 亿元为基数, 2023 年归母净利润不低于 2022 年基数 120%, 23 年对应金额 0.8 亿; 2023-2024 年归母净利润累计值不低于 2022 年基数的 260%, 24 年对应金额 1.0 亿; 2023-2025 年归母净利润累计值不低于 2022 年基数的 420%, 25 年对应金额 1.1 亿。

**收入拆分预测。**①**标准化考点产品:** 22 年收入 2.7 亿, 预计 23、24、25 年收入分别为 4.6、6.4、9.0 亿。考虑到疫情期间第二轮标考建设推进或受阻, 叠加公司近年新增安检门业务, 预计 23 年标准化考点产品收入放量增长 70%; 同时, 由于 1Q23 总体经济仍受阳性病例和春节因素影响, 我们判断政府订单落地将部分滞后到二/三季度, 年内收入或前低后高。同时, 我们预计标考业务 23 年爆发增长后, 增速将于 24-25 年放缓; ②**智慧教育:** 22 年收入 0.8 亿, 预计 23、24、25 年收入分别为 1.3、1.8、2.5 亿。随着“新高考”、“教育双减”及“教育新基建”等政策项目持续推进, 我们预计 23-24 年传统智慧教育业务收入有望在疫后迎来小规模爆发、其后回稳。智慧体育业务则有望借助公司深厚的学校资源在未来两年逐步提升渗透率, 逐渐实现放量。综合预计公司智慧教育业务收入 23-25 年增速各 70%、40%、40%。③**运营服务和其他业务:** 22 年收入各 0.2、0.5 亿, 预计标考业务 23、24、25 年收入分别为 0.3、0.4、0.5 亿, 其他业务 23、24、25 年收入分别为 0.7、0.9、1.2 亿。我们预计随着公司龙头地位更加稳固, 运营服务和其他业务也将有更大发展空间, 带动收入增长。

**盈利预测和估值。**我们预计公司 23-25 年总收入分别为 6.9、9.5、13.2 亿元, 利润分别为 1.7、2.4、3.1 亿元, 考虑到公司标考业务和智慧教育业务疫后有望迎来爆发式增长, AI 应用有望进一步提升产品竞争力、扩大业务应用场景, 可以给予公司一定估值溢价, 参考可比公司, 我们给予公司 23 年 55-60 倍 PE, 对应合理市值区间 92.8-101.2 亿元, 对应每股 23.22-25.33 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

**风险提示。**政策风险, 竞争加剧风险, 技术研发风险, 招标不及预期风险。

**表 2 佳发教育收入分项预测 (百万元, 2020-2025E)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
教育考试标准化考点产品及整体解决方案	380	234	269	458	641	897
yoy	8.6%	-38.4%	14.9%	70.0%	40.0%	40.0%
智慧教育产品及整体解决方案收入	159	103	75	128	179	250
yoy	-11.3%	-35.2%	-27.1%	70.0%	40.0%	40.0%
运营服务	20	16	21	32	41	53
yoy	-	-19.2%	33.4%	50.0%	30.0%	30.0%
其他	32	17	47	71	92	120
yoy	-3.4%	-47.1%	183.7%	50%	30.0%	30.0%
<b>总收入</b>	<b>590</b>	<b>370</b>	<b>413</b>	<b>688</b>	<b>953</b>	<b>1320</b>
<b>yoy</b>	<b>1.3%</b>	<b>-37.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>66.7%</b>	<b>38.5%</b>	<b>38.6%</b>

注: 预计公司主营业务均将于 23-25 年逐渐放量, 增长速度或先高后低

资料来源: 公司 2020-2022 年报, 海通证券研究所

**表 3 佳发教育可比公司估值表 (2023E, 2023 年 5 月 10 日)**

	总市值 (百万元)	利润 (百万元)				2022-25E CAGR	PE			PEG (2023E)
		2022	2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E	
科大讯飞	152046	561	1719	2439	3297	80%	88.4	62.3	46.1	1.10
捷安高科	2852	45	83	116	165	54%	34.6	24.6	17.3	0.64
传智教育	6037	181	223	278	344	24%	27.0	21.7	17.5	1.13
平均值	53645	262	675	944	1269	53%	50.0	36.2	27.0	0.95

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>413</b>	<b>688</b>	<b>953</b>	<b>1320</b>
每股收益	0.17	0.42	0.59	0.78	营业成本	191	326	446	610
每股净资产	2.59	2.96	3.42	4.03	毛利率%	53.8%	52.5%	53.2%	53.8%
每股经营现金流	0.26	-0.22	0.91	0.10	营业税金及附加	4	6	8	12
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	66	83	111	152
P/E	116.00	47.42	33.86	25.60	营业费用率%	16.0%	12.0%	11.7%	11.5%
P/B	7.73	6.77	5.85	4.97	管理费用	40	62	81	112
P/S	19.38	11.63	8.40	6.06	管理费用率%	9.7%	9.0%	8.5%	8.5%
EV/EBITDA	41.01	36.49	25.80	19.65	EBIT	63	178	251	346
股息率%	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-15	-12	-7	-13
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.7%	-1.8%	-0.8%	-1.0%
毛利率	53.8%	52.5%	53.2%	53.8%	资产减值损失	-6	0	0	0
净利率	16.7%	24.5%	24.8%	23.7%	投资收益	-5	-5	-5	-10
净资产收益率	6.7%	14.3%	17.3%	19.4%	<b>营业利润</b>	<b>63</b>	<b>176</b>	<b>253</b>	<b>349</b>
资产回报率	5.4%	12.0%	14.2%	16.0%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.4%	13.8%	16.7%	19.4%	<b>利润总额</b>	<b>63</b>	<b>176</b>	<b>253</b>	<b>349</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	85	211	290	388
营业收入增长率	11.6%	66.7%	38.5%	38.6%	所得税	6	12	19	27
EBIT 增长率	-8.8%	181.3%	40.7%	37.9%	有效所得税率%	8.7%	6.8%	7.5%	7.7%
净利润增长率	-16.6%	144.6%	40.0%	32.3%	少数股东损益	-11	-5	-2	10
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>69</b>	<b>169</b>	<b>236</b>	<b>312</b>
资产负债率	16.2%	14.5%	16.6%	16.3%					
流动比率	3.96	4.47	4.04	4.28	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	3.15	3.69	3.27	3.58	货币资金	485	291	509	383
现金比率	2.40	1.45	1.87	1.21	应收账款及应收票据	141	410	356	684
<b>经营效率指标</b>					存货	92	89	134	137
应收账款周转天数	127.88	144.00	144.55	141.59	其它流动资产	83	109	103	151
存货周转天数	168.63	100.00	90.00	80.00	流动资产合计	801	899	1103	1355
总资产周转率	0.32	0.51	0.62	0.73	长期股权投资	72	72	72	72
固定资产周转率	1.76	2.56	3.11	3.86	固定资产	250	287	326	358
					在建工程	0	7	12	15
					无形资产	58	65	72	79
					非流动资产合计	466	509	560	603
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1267</b>	<b>1408</b>	<b>1663</b>	<b>1958</b>
净利润	69	169	236	312	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-11	-5	-2	10	应付票据及应付账款	106	112	168	188
非现金支出	50	38	39	42	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	5	5	10	其它流动负债	96	89	105	129
营运资金变动	-11	-293	87	-335	流动负债合计	202	201	273	317
<b>经营活动现金流</b>	<b>104</b>	<b>-86</b>	<b>365</b>	<b>38</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-35	-76	-91	-84	其它长期负债	3	3	3	3
投资	-2	0	0	0	非流动负债合计	3	3	3	3
其他	3	-4	-5	-10	<b>负债总计</b>	<b>205</b>	<b>204</b>	<b>276</b>	<b>319</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-34</b>	<b>-81</b>	<b>-96</b>	<b>-94</b>	实收资本	400	400	400	400
债权募资	-63	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1035	1181	1367	1608
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	28	23	21	30
其他	-41	-27	-51	-71	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1267</b>	<b>1408</b>	<b>1663</b>	<b>1958</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-104</b>	<b>-27</b>	<b>-51</b>	<b>-71</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-34</b>	<b>-195</b>	<b>219</b>	<b>-127</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 11 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业  
许樱之 社会服务行业  
毛云聪 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城,爱美客,千味央厨,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,首旅酒店,中教控股,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,永辉超市,海底捞,安克创新,贝泰妮,步步高,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,雍禾医疗,老凤祥,锦江酒店,王府井

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。