

佳发教育 (300559)

证券研究报告

2023年04月03日

数字化智能化打开新机遇，员工持股绑定新一届团队

22 年收入 4.1 亿同增 12%，归母净利 0.7 亿同减 17%

公司 22 年收入 4.1 亿同增 12%，其中 Q1-Q4 收入及增速分别为 0.9 亿（同比+67%，下同）、1.6 亿（+9%）、1.0 亿（+19%）、0.6 亿（-28%）；

22 年归母净利 0.7 亿同减 17%，其中 Q1-Q4 归母净利及增速分别为 0.2 亿（+209%）、0.6 亿（+0.5%）、0.2 亿（-40%）、-0.2 亿，减少主要系：1）国内经济大环境影响，智慧教育相关收入减少；2）公司加强市场拓展及研发项目的投入，职工薪酬增长所致。

分产品看，标考产品及整体解决方案收入 2.7 亿（占总 65%），同增 15%；智慧教育产品及整体解决方案收入 0.8 亿（占总 18%），同减 27%；运营服务收入 0.2 亿（占总 5%），同增 33%。

22 年标考产品毛利率 60%同减 1pct，智慧教育 46%同减 5pct

22 年毛利率 53.8%（-3.8pct），其中 22Q4 毛利率 66.6%（+16.3pct）；22 年净利率 14.0%（-5.6pct）。

分产品看，22 年标考产品及整体解决方案毛利率 59.9%，同减 1.3pct；智慧教育产品及整体解决方案毛利率 45.6%，同减 4.5pct。

发布员工持股计划，绑定骨干长期利益

公司拟使用已回购股份 641 万股用于员工持股计划，占总股本 1.6%，受让价格拟定为 6.28 元/股。本次参加持股计划的员工总数不超过 115 人；其中包括公司董监高 10 人，合计占员工持股计划总份额的比例为 25%。

公司本次持股计划存续期为 48 个月，所获股票分三期解锁，解锁时点分别为股票过户起满 12、24、36 个月，每期分别解锁 40%、30%、30%的股票比例。据我们测算，每期解锁条件分别为：

第一期、23 年归母净利不低于 0.83 亿或收入不低于 5.36 亿；第二期、23-24 年归母净利累计值不低于 1.79 亿或收入累计值不低于 11.55 亿；第三期、23-25 年归母净利累计值不低于 2.90 亿或收入累计值不低于 18.57 亿。

22 年公司组建新一届经营管理团队，补充战略、技术等方面人才；本次员工持股计划可绑定管理团队及核心骨干与公司长期价值，有效统一利益、激发工作责任感与积极性。

教育信息化、数字化政策持续利好，龙头企业受益需求增长

教育信息化提升至新战略高度，政策红利有望持续释放。国家积极推进数字化产业发展，相关政策支持力度持续加大，22 年以来多次提出推进智慧教育、教育数字化战略行动。23 年我国一般公共预算中教育支出持续增长，占总 15.3%居各项支出之首，为教育信息化推进提供坚实资金支持。

公司是全国教育考试信息化行业龙头，是唯一有国家标准化考点各子系统全部核心产品的供应商，在标考建设中占有较大市场份额。未来伴随标考应用场景拓宽、防作弊系统建设需求增长、机考应用增多以及考试服务数字化，公司智慧招考业务或有新机遇与增量；22 年在高考领域继续保持市场领先并拓宽其他考试应用类别，同时英语听说综合职能考试结局方案、智能安检门、无纸化体检等新业务也取得显著进展。

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	399.51
流通 A 股股本(百万股)	301.58
A 股总市值(百万元)	5,009.91
流通 A 股市值(百万元)	3,781.81
每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	16.17
一年内最高/最低(元)	13.39/7.41

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《佳发教育-公司点评:智慧招考加强防作弊建设，产业东风静待花开》2022-11-26
- 《佳发教育-半年报点评:智慧招考拓展加速，随国家战略发力素质教育信息化》2021-07-31
- 《佳发教育-半年报点评:20H1 归母净利同比增 23.6%，发力英语口语机考及生涯规划》2020-08-18

同时公司也是市场上少有能够提供完整的区、校智慧教育整体解决方案与顶层设计的厂商之一，客户覆盖基础教育、高职教领域。基础教育方面，以区域统筹建设为主的智慧教育整体方案与“双减”下素质教育类产品预计需求将持续增长；高职教方面，22 年国家推出“高校贴息贷款”政策，数字化建设为重点支持方向之一，智慧校园、教室、实训室及 AR/VR 产品需求增长。公司智慧教育相关产品已在全国 22 个省份实现市场转化，伴随大环境好转，未来市场有望进一步得到拓展。

调整盈利预测，维持买入评级

公司是智慧招考、智慧教育领域头部企业，践行以一主（智慧教育）引领、两翼（高职、基础教育）为驱动的战略，在教育数字化转型浪潮中，受益需求增长弹性或较多，考试领域固本提质，基础教育、高职教持续深耕有望实现业务增量。

同时考虑公司智慧教育相关业务开展受到整体环境影响，我们调整盈利预测，预计公司 2023-25 年收入分别为 5.6、7.6、9.8 亿（此前 23-24 年为 7.8、10.7 亿），归母净利分别为 1.5、2.0、2.8 亿（此前 23-24 年为 2.5、3.8 亿），对应 EPS 分别为 0.4、0.5、0.7 元/股（此前 23-24 年为 0.6、1.0 元/股），PE 分别为 34、25、18 倍。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；下游需求不及预期风险；行业竞争风险；创新产品成长不及预期风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	369.70	412.64	557.06	760.39	980.90
增长率(%)	(37.37)	11.62	35.00	36.50	29.00
EBITDA(百万元)	143.44	128.95	167.42	221.34	272.44
归属母公司净利润(百万元)	82.63	68.95	150.10	200.39	280.15
增长率(%)	(60.72)	(16.56)	117.69	33.50	39.80
EPS(元/股)	0.21	0.17	0.38	0.50	0.70
市盈率(P/E)	60.63	72.66	33.38	25.00	17.88
市净率(P/B)	4.99	4.84	4.24	3.84	3.25
市销率(P/S)	13.55	12.14	8.99	6.59	5.11
EV/EBITDA	21.76	26.62	26.13	19.42	14.99

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	519.48	485.30	572.98	622.59	805.76	营业收入	369.70	412.64	557.06	760.39	980.90
应收票据及应收账款	152.56	141.00	301.97	333.08	432.60	营业成本	156.57	190.58	250.68	339.89	436.50
预付账款	3.12	14.16	5.34	12.98	14.25	营业税金及附加	5.93	3.77	6.13	9.17	10.53
存货	86.16	92.38	97.71	199.86	174.17	销售费用	58.04	66.01	69.58	94.29	125.46
其他	75.47	68.49	96.11	80.65	111.43	管理费用	36.93	39.97	49.02	68.44	90.24
流动资产合计	836.79	801.34	1,074.10	1,249.16	1,538.22	研发费用	41.67	42.95	51.25	70.72	91.22
长期股权投资	77.62	72.02	72.02	72.02	72.02	财务费用	(18.02)	(15.08)	(17.19)	(19.42)	(23.21)
固定资产	218.97	250.23	238.10	225.98	213.86	资产/信用减值损失	(37.27)	(28.20)	(17.74)	(27.74)	(9.56)
在建工程	31.53	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	(4.00)	(2.67)	0.44	0.59
无形资产	55.18	64.27	55.80	47.32	38.85	投资净收益	3.78	(4.90)	9.44	12.77	15.77
其他	94.36	79.63	77.57	80.52	78.15	其他	43.71	58.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	477.67	466.15	443.50	425.86	402.89	营业利润	78.35	63.33	136.64	182.79	256.96
资产总计	1,314.46	1,267.49	1,517.60	1,675.02	1,941.11	营业外收入	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
短期借款	63.09	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.37	0.24	0.74	0.45	0.47
应付票据及应付账款	121.78	105.83	214.58	260.61	302.56	利润总额	77.98	63.11	135.91	182.35	256.50
其他	60.99	71.22	106.95	116.22	140.78	所得税	5.51	5.51	7.48	12.95	18.24
流动负债合计	245.85	177.05	321.53	376.82	443.35	净利润	72.47	57.60	128.43	169.40	238.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(10.17)	(11.35)	(21.67)	(30.99)	(41.89)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	82.63	68.95	150.10	200.39	280.15
其他	5.63	2.73	3.09	3.81	3.21	每股收益(元)	0.21	0.17	0.38	0.50	0.70
非流动负债合计	5.63	2.73	3.09	3.81	3.21						
负债合计	270.43	204.93	324.62	380.64	446.56	主要财务比率					
少数股东权益	39.13	27.78	12.21	(10.99)	(45.44)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	399.51	399.51	399.51	399.51	399.51	成长能力					
资本公积	18.48	18.48	18.48	18.48	18.48	营业收入	-37.37%	11.62%	35.00%	36.50%	29.00%
留存收益	710.61	740.49	848.36	998.37	1,228.77	营业利润	-62.15%	-19.18%	115.77%	33.78%	40.57%
其他	(123.71)	(123.71)	(85.59)	(111.00)	(106.76)	归属于母公司净利润	-60.72%	-16.56%	117.69%	33.50%	39.80%
股东权益合计	1,044.03	1,062.56	1,192.97	1,294.38	1,494.56	获利能力					
负债和股东权益总计	1,314.46	1,267.49	1,517.60	1,675.02	1,941.11	毛利率	57.65%	53.81%	55.00%	55.30%	55.50%
						净利率	22.35%	16.71%	26.94%	26.35%	28.56%
						ROE	8.22%	6.66%	12.71%	15.35%	18.19%
						ROIC	13.74%	8.69%	22.59%	27.79%	36.55%
						偿债能力					
						资产负债率	20.57%	16.17%	21.39%	22.72%	23.01%
						净负债率	-43.54%	-45.43%	-47.90%	-47.95%	-53.78%
						流动比率	3.16	3.96	3.34	3.31	3.47
						速动比率	2.83	3.51	3.04	2.78	3.08
						营运能力					
						应收账款周转率	2.00	2.81	2.52	2.39	2.56
						存货周转率	5.07	4.62	5.86	5.11	5.25
						总资产周转率	0.27	0.32	0.40	0.48	0.54
						每股指标(元)					
						每股收益	0.21	0.17	0.38	0.50	0.70
						每股经营现金流	0.20	0.26	0.14	0.22	0.45
						每股净资产	2.52	2.59	2.96	3.27	3.85
						估值比率					
						市盈率	60.63	72.66	33.38	25.00	17.88
						市净率	4.99	4.84	4.24	3.84	3.25
						EV/EBITDA	21.76	26.62	26.13	19.42	14.99
						EV/EBIT	24.20	31.28	29.80	21.41	16.22

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	72.47	57.60	150.10	200.39	280.15
折旧摊销	15.09	19.95	20.59	20.59	20.59
财务费用	0.75	1.18	(17.19)	(19.42)	(23.21)
投资损失	(3.78)	4.90	(9.44)	(12.77)	(15.77)
营运资金变动	(44.53)	8.34	(62.38)	(71.91)	(38.94)
其它	40.34	12.31	(24.34)	(30.54)	(41.30)
经营活动现金流	80.34	104.28	57.34	86.33	181.52
资本支出	114.38	19.05	(0.36)	(0.73)	0.60
长期投资	18.56	(5.60)	0.00	0.00	0.00
其他	(208.72)	(47.60)	12.64	12.08	15.88
投资活动现金流	(75.78)	(34.15)	12.28	11.36	16.48
债权融资	82.97	(47.25)	16.07	19.92	23.25
股权融资	(153.48)	0.00	1.98	(68.00)	(38.08)
其他	(69.56)	(56.61)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(140.07)	(103.86)	18.06	(48.08)	(14.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(135.50)	(33.73)	87.68	49.61	183.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com