

# 佳发教育 (300559)

证券研究报告

2022年11月26日

## 智慧招考加强防作弊建设，产业东风静待花开

### 政策红利持续释放，下游增量需求可期

政策鼓励高职校园建设，叠加贴息优惠有望刺激下游需求。近期利好政策持续推出，11月上旬教育部等五部门联合印发通知，全面改善职校办学条件与质量；9月国常会提出对高校、职校、实训基地等设备购置和更新改造新增贷款，随后央行设立设备更新改造专项再贷款。

本次专项贷款总规模额度在2000亿元以上，利率不超过3.2%，中央财政贴息2.5%，贷款实际利率约0.7%；贷款投放或将带动教育信息化需求增长，特别是提升高教、职教、实训教育等领域教育信息化渗透率，带动相关订单增长。

本次贴息政策下，佳发等教育信息化厂商或一方面助力高职院校申请专项贷款，后续相关订单有望逐步落地；另一方面按照政策指引方向加快业务覆盖。

### 考试招生改革带动标准化考场建设，订单情况向好

2022年全国有望基本全面实施新高考改革，并带动中考改革的实施，高中学业水平考试和中考考试用标准化考场也将加快建设；同时近两年高考等重要考试仍有作弊行为发生，国家持续重视、加强考场监管，防作弊市场或将快速增长。智慧招考是公司传统优势业务，佳发曾先后中标国家级、省级平台项目，在标准化考点建设中占有较大的市场份额，伴随相关需求增长，作为行业领先企业，产品渗透率有望不断提升，近一个月以来已中标多个项目。

### 22Q3收入1.04亿同增19.5%，合同负债0.29亿元同增211.9%

此前公司发布三季报，前三季度收入3.51亿元，同比增长23.6%；其中22Q1-3收入及同比增速分别为0.92亿(+67.1%)、1.55亿(+9.3%)、1.04亿(+19.5%)。截至22Q3末，公司合同负债0.29亿元，同增211.9%，较22年初增长52.6%，主要系公司前三季度预收款项增长所致。

22Q1-3公司归母净利润0.90亿元，同比减少2.5%；其中22Q1-3归母净利润及同比增速分别为0.15亿(+209.2%)、0.55亿(+0.5%)、0.20亿(-39.6%)。22Q3公司毛利率40.1%，同比减少18.8pct；归母净利率18.8%，同比减少18.4pct。

**更新盈利预测，维持买入评级。**由于公司22年以来受疫情影响，部分项目延期，我们调整盈利预测；同时考虑公司受益本次贴息贷款政策红利，教育信息化需求及订单有望增长，我们预计公司2022-24年归母净利润分别为1.2、2.5、3.8亿（此前22-23年原值分别为5.5、6.1亿），EPS分别为0.31、0.63、0.95元/股（此前22-23年EPS分别为1.38、1.53元/股），对应PE分别为35.9、17.4、11.5x。

我们选取教育信息化相关标的国新文化、科大讯飞为可比，参考可比公司2023年一致预期均值24.8x PE，给予公司2023年合理估值区间23-25x，对应目标价格区间14.5-15.8元，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济景气度下行风险；行业竞争加剧风险；疫情反复影响项目交付；毛利率随业务结构波动等风险。

### 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	10.98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)	301.98
A股总市值(百万元)	4,386.67
流通A股市值(百万元)	3,315.69
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	15.09
一年内最高/最低(元)	13.69/7.41

### 作者

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

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《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归母净利润同比增23.6%，发力英语口语机考及生涯规划》2020-08-18
- 《佳发教育-公司点评:与腾讯达成战略合作，加速智慧教育拓展》2020-04-29

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	590.33	369.70	513.88	784.69	1,071.11
增长率(%)	1.26	(37.37)	39.00	52.70	36.50
EBITDA(百万元)	228.51	143.44	139.73	266.13	379.21
归属母公司净利润(百万元)	210.35	82.63	122.34	252.00	380.79
增长率(%)	2.59	(60.72)	48.05	105.99	51.10
EPS(元/股)	0.53	0.21	0.31	0.63	0.95
市盈率(P/E)	20.85	53.09	35.86	17.41	11.52
市净率(P/B)	3.93	4.37	3.82	3.41	2.96
市销率(P/S)	7.43	11.87	8.54	5.59	4.10
EV/EBITDA	20.34	21.76	26.73	14.08	9.33

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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	655.02	519.48	630.70	593.16	782.33	营业收入	590.33	369.70	513.88	784.69	1,071.11
应收票据及应收账款	216.72	152.56	228.99	403.12	506.22	营业成本	304.18	156.57	259.51	370.38	482.00
预付账款	1.33	3.12	7.14	2.31	12.71	营业税金及附加	7.21	5.93	6.77	10.83	15.36
存货	59.65	86.16	68.15	170.47	178.20	销售费用	46.18	58.04	66.80	80.04	104.97
其他	72.40	75.47	84.99	92.39	117.07	管理费用	36.23	36.93	41.11	53.36	71.76
<b>流动资产合计</b>	<b>1,005.12</b>	<b>836.79</b>	<b>1,019.97</b>	<b>1,261.46</b>	<b>1,596.52</b>	研发费用	36.70	41.67	47.28	54.93	72.84
长期股权投资	59.07	77.62	77.62	77.62	77.62	财务费用	(2.33)	(18.02)	(17.70)	(19.64)	(22.07)
固定资产	104.50	218.97	215.35	208.67	201.34	资产/信用减值损失	(18.71)	(37.27)	(12.99)	(22.99)	(9.42)
在建工程	54.54	31.53	36.18	25.22	23.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	47.55	55.18	49.36	43.53	37.71	投资净收益	20.89	3.78	22.34	25.67	27.26
其他	116.08	94.36	68.76	77.63	79.63	其他	(47.03)	43.71	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>381.74</b>	<b>477.67</b>	<b>447.27</b>	<b>432.68</b>	<b>420.10</b>	<b>营业利润</b>	<b>207.02</b>	<b>78.35</b>	<b>119.45</b>	<b>237.47</b>	<b>364.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,386.86</b>	<b>1,314.46</b>	<b>1,467.24</b>	<b>1,694.14</b>	<b>2,016.62</b>	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	63.09	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.60	0.37	0.68	0.89	0.65
应付票据及应付账款	147.78	121.78	180.68	289.18	378.52	<b>利润总额</b>	<b>205.41</b>	<b>77.98</b>	<b>118.77</b>	<b>236.59</b>	<b>363.45</b>
其他	60.47	60.99	103.51	98.42	152.50	所得税	1.44	5.51	6.10	10.18	17.10
<b>流动负债合计</b>	<b>208.24</b>	<b>245.85</b>	<b>284.19</b>	<b>387.59</b>	<b>531.02</b>	<b>净利润</b>	<b>203.97</b>	<b>72.47</b>	<b>112.67</b>	<b>226.40</b>	<b>346.35</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(6.38)	(10.17)	(9.67)	(25.60)	(34.44)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>210.35</b>	<b>82.63</b>	<b>122.34</b>	<b>252.00</b>	<b>380.79</b>
其他	0.91	5.63	2.53	3.02	3.72	每股收益(元)	0.53	0.21	0.31	0.63	0.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.91</b>	<b>5.63</b>	<b>2.53</b>	<b>3.02</b>	<b>3.72</b>						
<b>负债合计</b>	<b>224.75</b>	<b>270.43</b>	<b>286.72</b>	<b>390.61</b>	<b>534.74</b>						
少数股东权益	47.30	39.13	33.44	18.56	(0.93)	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	399.53	399.51	399.51	399.51	399.51	<b>成长能力</b>					
资本公积	18.51	18.48	18.48	18.48	18.48	营业收入	1.26%	-37.37%	39.00%	52.70%	36.50%
留存收益	706.10	710.61	782.63	929.17	1,144.63	营业利润	-10.67%	-62.15%	52.45%	98.80%	53.32%
其他	(9.34)	(123.71)	(53.55)	(62.20)	(79.82)	归属于母公司净利润	2.59%	-60.72%	48.05%	105.99%	51.10%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,162.11</b>	<b>1,044.03</b>	<b>1,180.52</b>	<b>1,303.52</b>	<b>1,481.88</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,386.86</b>	<b>1,314.46</b>	<b>1,467.24</b>	<b>1,694.14</b>	<b>2,016.62</b>	毛利率	48.47%	57.65%	49.50%	52.80%	55.00%
						净利率	35.63%	22.35%	23.81%	32.11%	35.55%
						ROE	18.87%	8.22%	10.67%	19.61%	25.68%
						ROIC	63.59%	13.74%	19.06%	42.04%	50.43%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	16.21%	20.57%	19.54%	23.06%	26.52%
净利润	203.97	72.47	122.34	252.00	380.79	净负债率	-56.36%	-43.54%	-53.37%	-45.44%	-52.72%
折旧摊销	11.61	15.09	18.49	18.81	19.10	流动比率	4.49	3.16	3.59	3.25	3.01
财务费用	0.00	0.75	(17.70)	(19.64)	(22.07)	速动比率	4.22	2.83	3.35	2.81	2.67
投资损失	(20.89)	(3.78)	(22.34)	(25.67)	(27.26)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(132.63)	(44.53)	31.41	(182.79)	(4.76)	应收账款周转率	2.96	2.00	2.69	2.48	2.36
其它	55.54	40.34	(9.67)	(25.60)	(34.44)	存货周转率	9.54	5.07	6.66	6.58	6.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>117.59</b>	<b>80.34</b>	<b>122.53</b>	<b>17.12</b>	<b>311.36</b>	总资产周转率	0.45	0.27	0.37	0.50	0.58
资本支出	76.45	114.38	16.80	(5.15)	3.82	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	44.23	18.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.53	0.21	0.31	0.63	0.95
其他	199.24	(208.72)	(5.31)	34.05	19.64	每股经营现金流	0.29	0.20	0.31	0.04	0.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>319.92</b>	<b>(75.78)</b>	<b>11.49</b>	<b>28.90</b>	<b>23.45</b>	每股净资产	2.79	2.52	2.87	3.22	3.71
债权融资	2.33	82.97	(46.62)	19.84	22.35	<b>估值比率</b>					
股权融资	(58.12)	(153.48)	23.82	(103.40)	(168.00)	市盈率	20.85	53.09	35.86	17.41	11.52
其他	(24.00)	(69.56)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	3.93	4.37	3.82	3.41	2.96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(79.79)</b>	<b>(140.07)</b>	<b>(22.80)</b>	<b>(83.55)</b>	<b>(145.65)</b>	EV/EBITDA	20.34	21.76	26.73	14.08	9.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.37	24.20	30.81	15.15	9.83
<b>现金净增加额</b>	<b>357.72</b>	<b>(135.50)</b>	<b>111.22</b>	<b>(37.53)</b>	<b>189.16</b>						

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