

# 新一轮建设周期来临，标考龙头业绩爆发在即 ——佳发教育动态报告

分析师：强超廷 执业证号：S0100519020001  
研究助理：应 瑛 执业证号：S0100119010012

2019年09月16日

风险提示：下游需求下降，业务推广不及预期

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议

公司是我国最早从事教育信息化业务的公司之一，旗下业务主要包括智慧招考和智慧教育两大模块。其中，智慧招考业务包括国家教育考试考务综合平台、网上巡查、应急指挥、身份认证、作弊防控等用于标准化考试考务建设的系统产品和包括走班排课、电子班牌、课程录播、出勤考评等智慧校园相关的云端智慧教育产品。

公司在标考建设行业中处领军地位，第一轮标考建设中市占率超60%。智慧招考业务是公司立家之本，2019年H1公司标考业务收入达2.10亿元，收入占比为72%。公司智慧标考产品和解决方案遍布全国29个省，在2007年第一轮标考建设中，参与全国26个省市，140多个地区的标准化考场建设，其中建设部署网上巡查系统的标准化考场30万间，市占率超6成。

表：公司主要业务内容拆分

业务分类	具体产品名称	市占率&覆盖情况
智慧招考	国家教育考试综合业务管理与服务平台	在第一轮标准化考点建设中，公司参与全国26个省市，140多个地区的标准化考场建设，建设部署了网上巡查系统的标准化考场30万间。
	网上巡查系统	
	应急指挥系统	
	身份认证系统	
	作弊防控系统	
	学业水平考试报名和管理系统	
	英语听说综合智能解决方案	
云巅智慧教育	云巅智慧校园	公司智慧教育产品不断落地。落地项目扩展到河南、重庆、山东、内蒙、四川、广西、贵州等13个省份

公司的智慧招考产品在第一轮标考建设中以网上巡查的系统建设为主，现推广产品包括标考整体解决方案、应急指挥系统、身份验证系统、学业水平考试综合考务系统平台等软硬件结合产品。公司成功案例遍布全国26个省、140多个城市，在第一轮标考建设中市占率超60%。

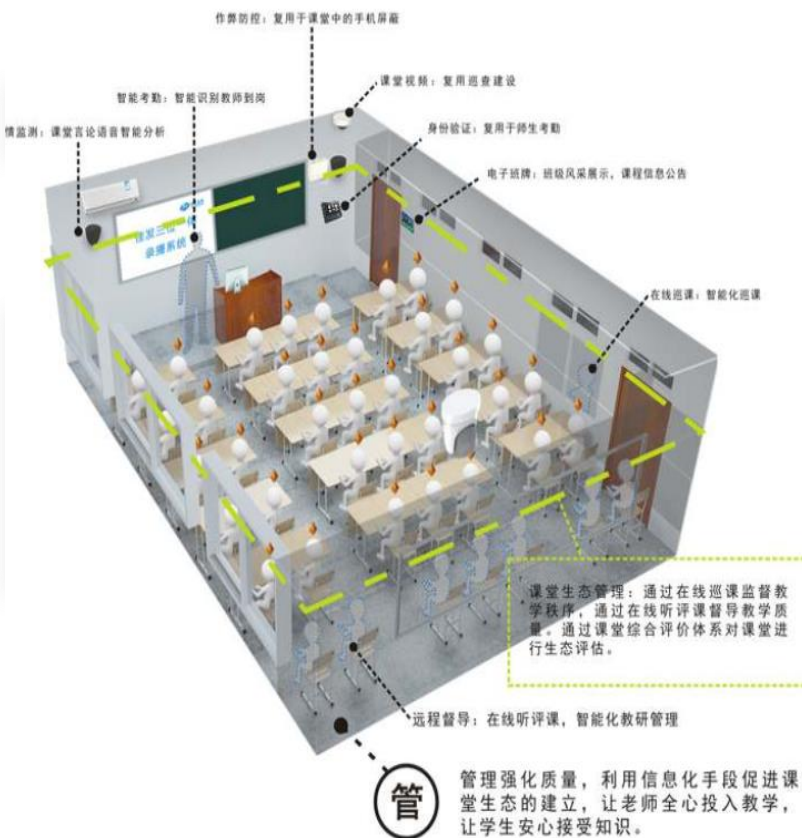
图：公司产品和成功案例





公司智慧教育产品以软件为主，结合自身的标考硬件设备实现一机多能，带动智慧教室的打造，满足录播系统、出勤考评等需求。此外，公司提供智慧校园一体化解决方案、智慧测试等业务。

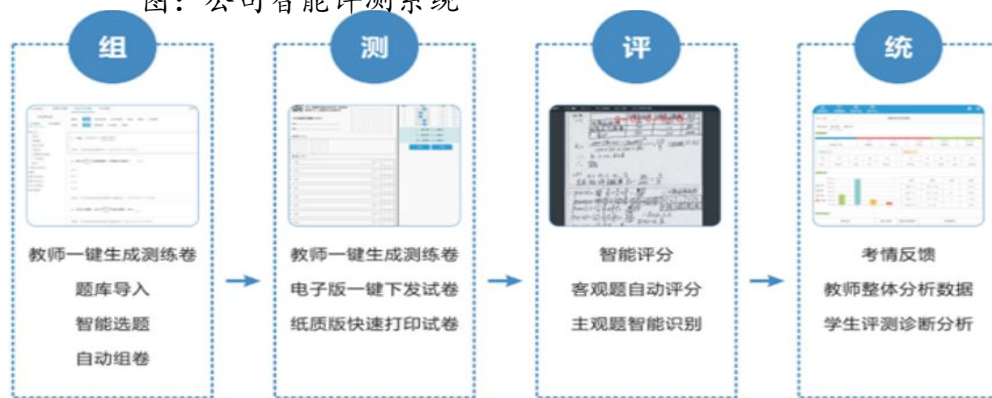
图：公司智慧教室



图：公司录播方案 从常态到精品的弹性化录播建设方案



图：公司智能评测系统



## 基本情况：销售集中度偏低，基金持仓占比约26.5%

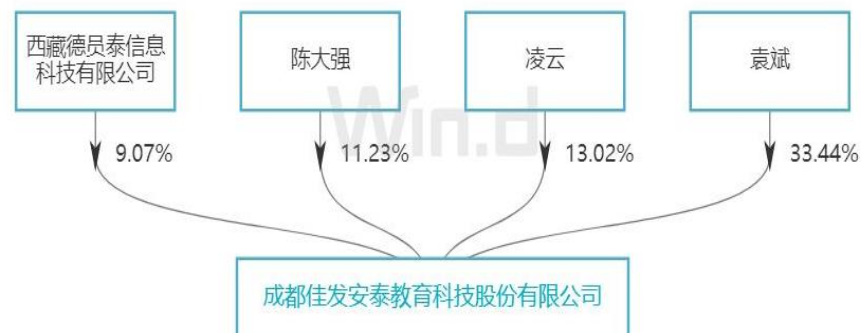
公司客户主要包括终端客户和代理商。具体来看，终端客户主要包括各级考试主管部门、学校等产品主要使用机构；代理商则包括大型系统集成商、各类经销商等。公司客户集中度相对分散，近两年前五大客户收入占比维持在21%左右，前五订单金额多数在百万级。

股权结构相对稳定，实控人持股33.44%；机构持股比例占43%，其中基金占比为26.50%。股权机构公司实际控制人为袁斌先生持有公司33.44%股份。旗下主营智慧标考业务的成都佳发安泰、成都佳发教育科技、成都佳发教育服务均为全资子公司。上海好学网络与成都环博软件为收购的控股子公司，公司持股比例分别为62%和51%，主营云巅智慧教育产品。

表：2017-2018年前5大客户明细

2017年			2018年		
客户	销售额（万元）	占比	客户	销售额（万元）	占比
客户一	1285	6.7%	客户一	4603	11.8%
客户二	851	4.4%	客户二	1436	3.7%
客户三	656	3.4%	客户三	831	2.1%
客户四	637	3.3%	客户四	782	2.0%
客户五	635	3.3%	客户五	572	1.5%
合计	4064	21.1%	合计	8224	21.1%

图：公司股权结构

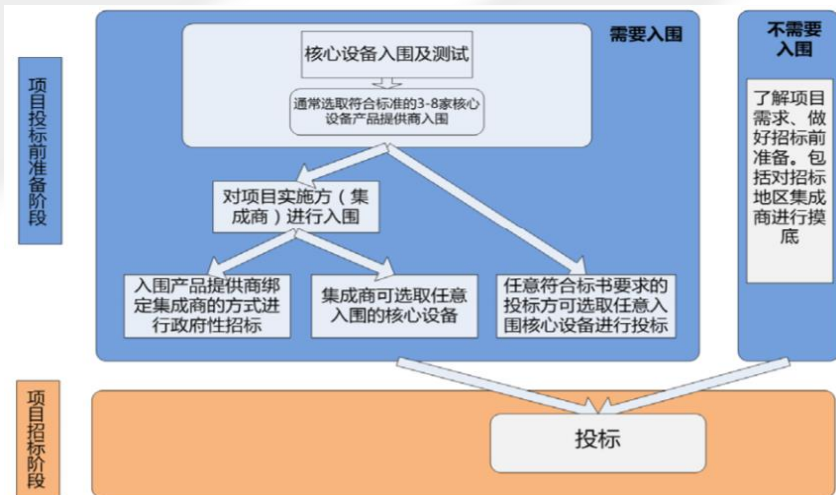


## 销售方式：招标为主要销售方式

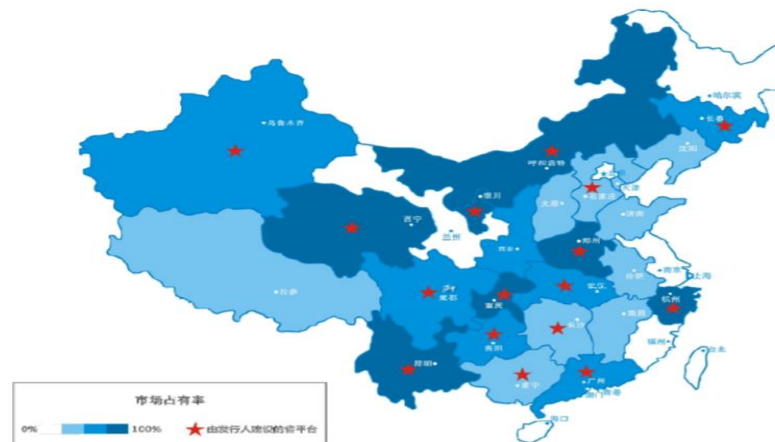
招标销售是公司主要销售方式，主要工程安装的产品如网上巡考采取下述2种方式进行销售。（1）学校及教育部门面向系统集成商招标，设备供应商配合系统集成商招标。系统集成商中标后，与学校及教育部门签订合同。核心产品提供商将产品销售给系统集成商。（2）学校及教育部门对系统集成业务和核心产品分开进行招标，中标后系统集成商向学校及教育部门提供系统集成服务，核心产品提供商将产品直接销售给学校及教育部门。对于无需工程安装的如身份验证、作弊防控系统等则直接对接学校及教育部门进行中标销售。

在第一轮标考建设中，公司即作为集成商也做为设备供应商进行网上巡考等产品的推广，并获得市占率超过60%的成绩。

图：公司产品的招标销售方式



图：公司网上巡考在第一轮标考建设的市占率情况



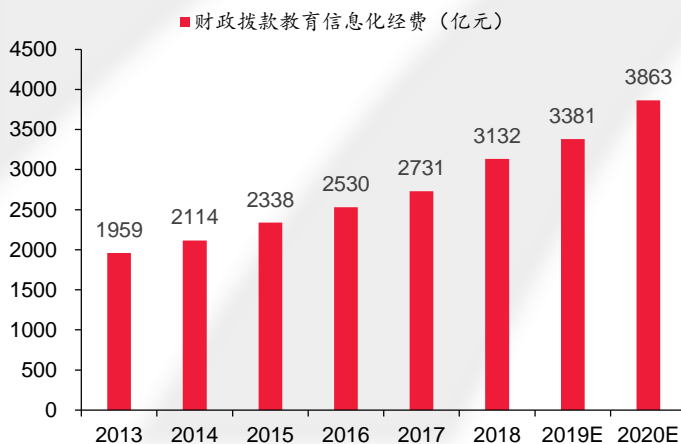
- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议



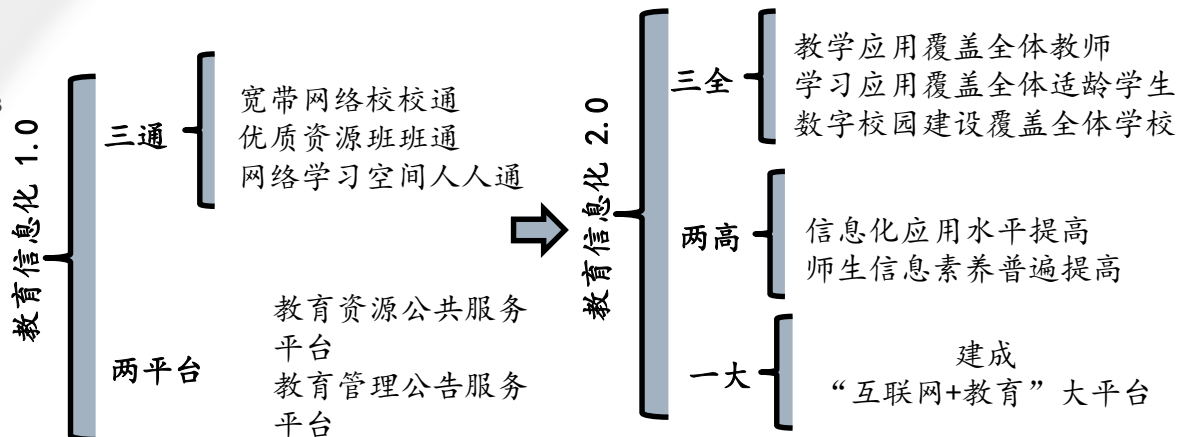
# 教育信息化：技术推动教育变革，促进教育公平公正

依托科技促进教育公平，普及优质教育是教育信息化的核心目的，为此国家高度重视，并出台多项相关文件，督促推行教育信息化在全国范围的实践。在2011年发布的《教育信息化十年发展规划（征求意见稿）》中要求各级政府在教育经费中不低于8%的比例列为教育信息化经费，而在2010年发布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》中明确提出提高教育支出占比，实现教育支出占GDP4%的要求。为此，国家对教育信息化的支出逐年增加，预计2020年将达到3863亿元。随着教育信息化支出的不断加大，我国教育信息化的发展目标也从1.0升至2.0，对教育平台的要求越来越高，“互联网+教育”的理解越来越深入，因此随着教育信息化行业的发展，原有教育信息化产品、系统和业务平台，都将迎来所处领域的升级和换代期。

图：2013-2020E财政拨款教育信息化经费情况（亿元）



图：教育信息化目标发展历程



# 教育信息化：新高考改革加速推进教育信息化进程



“新高考”改革提出“3+3+1”的学科评价模式，改变原有的单一考核制度。为推进新高考的落地和实施，催生更多考场、考点设备的建设和更新需求，同时对日常教学的课业管理、家长沟通、教师出勤等提出更高的要求，因此新高考的推广加速推进教育信息化进程。3点主要原因：（1）学业水平考试考生数量超高考人数，且需要在本校考试，增多标考考场数量；（2）不分文理，实行选课的设置，打破固定班级的教学和管理模式，传统管理模式无法满足需求，需求助于信息化的“走班排课管理”；（3）学生高考与高中整个学习生涯的关联度加强，学校与家长的沟通需更加频繁和高效。

图：新高考实施进程

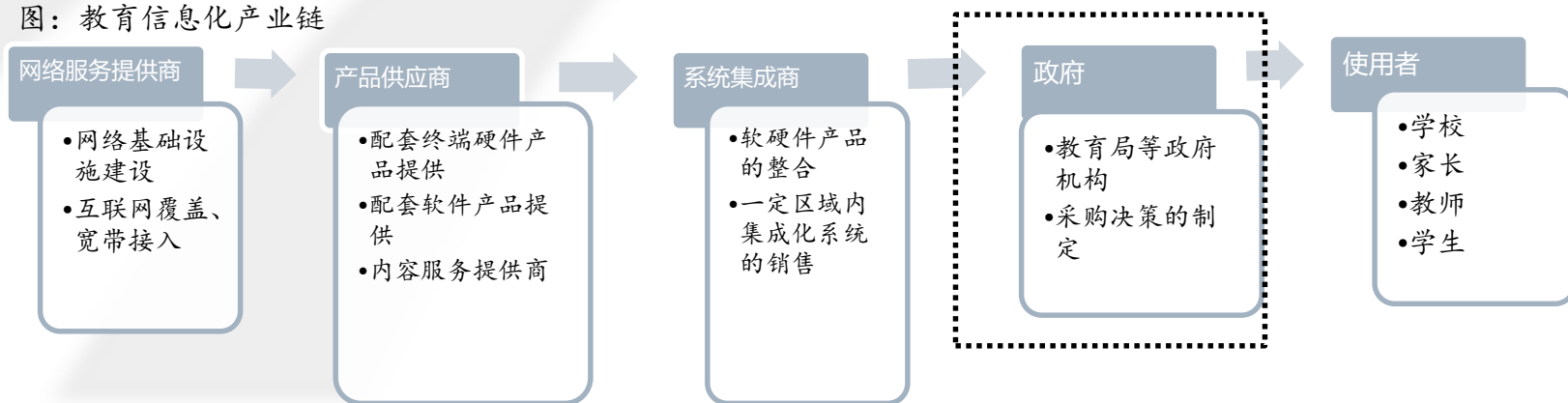


# 教育信息化：G端是最主要的采购者，学生和学校最主要的使用者

各地财政支出的教育信息化经费为教育信息化产品的主要买单者，而实际使用者以学校和学生为主体，因此政府的文件导向和教育主管部门、学校的决策是影响教育信息化产品推广和市占率的主要原因。教育信息化产业链覆盖众多厂商，从网络服务集成商开始，再到产品提供商包括终端产品生产厂商、软件产品提供商、内容服务提供商等，再通过集成商将产品进行组合，或者进行一定程度上的定制加工，再将产品和服务推向政府、教育主管部门、学校等决策者，最后产品进入学校促学生成为使用者。

因此，对于教育信息化产品提供商或者系统集成商来说，渠道的获取是影响产品销售的重要因素。而渠道的获取（1）TO G 区域类进行政府项目投标（项目金额较大，通常由教委参与招标工作，以K12, 公办幼儿园为主）（2）To B 以直接入校为渠道（以K12, 高校为主）。因此无论To G 还是 To B, 都需要通过试点项目竖立品牌和公司形象，以此案例基础进行异地扩张，逐步扩大客户群。因此占据先发优势对教育信息化公司至关重要。

图：教育信息化产业链



- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- **未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长**
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议

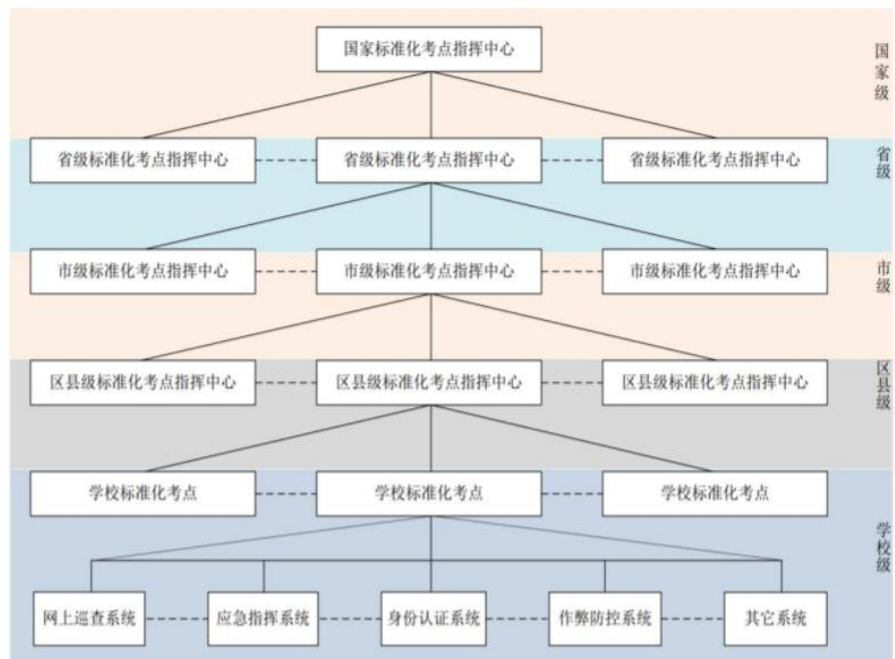
# 未来亮点1：标考二轮建设带动业绩快速增长

标准化考场建设是维护考试公平和考生权利的重要举措，深受国家重视。随着社会和科技的高速发展，传统考场已无法满足考试公平、工作的要求，为践行考试公平的原则、杜绝考试舞弊行为的出现，教育部于2007年发布《关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》正式拉开我国标准化考点的大旗。并在2012年明确一个标准化考点需要具备线巡查系统、信息发布系统、时间同步系统、应急指挥系统、信息阻断系统、考生身份识别系统等要求。但早期受经费限制，标考考点数量无法满足考试需求，故2017年提出第二轮标考建设计划，进一步践行标准化考场的五级互联网设计，实现自上而下的考试全程监管。

表：标考建设文件汇总

图：标准化考场五级联网建设设计

时间	文件	主要内容	地位
2007	教育部发出《关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》	2009年高考前分批建设信息化标考考场	标志首轮标考建设的开始
2010	教育部财政部关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知	2012年年底，在全国范围建设完成1.3万个标准化考点、3500个试卷保密室、365个考务指挥中心	提出首轮标考建设目标
2011	教育部印发《国家教育考试标准化考点暂行规范》和《国家教育考试标准化考点建设项目管理办法（暂行）》	明确标考立项过程、周期和涉及内容	标考建设标准制定出台
2011	财政部下发《中央部门所属高校国家教育考试标准化考点建设资金的通知》《2011年国家教育考试标准化考点建设奖励资金的通知》	明确专款专用	标考建设资金管理
2017	教育部考试中心印发《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范（2017版）》《国家教育考试综合管理平台建设指南》	提出打造1+N标考系统，对已有标考系统提出更高要求	标志第二轮标考建设开始





## 未来亮点1：标考二轮建设带动业绩快速增长



标考一轮建设始于2007年，2011年-2013年达到建设的高峰，该轮建设主要是以安装网上巡查系统为主要目标。截止2013年底，国家第一轮标准化考点建设已建标准化考场53万间，其中包括40万间高考考场和13万间研究生考试所需考场。因此第一轮的建设高峰期仅为3年，平均考点建设单价在3-5千左右，整体市场需求约为20亿左右。

为进一步推进无纸化考试、考试公平性和面对“新高考”改革带来的学业水平测试要求，国家教育部考试中心于2017年印发的《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范（2017版）》、《国家教育考试综合管理平台建设指南》对标考考场系统和考试考务平台提出新要求，标志着第二轮标考建设的启动。

图：一轮标考VS二轮标考

	第一轮建设	第二轮建设
建设目的	完成我国标准化考试考场的初步建设	进一步完善标准化考场建设和考试管理
建设内容	网上巡查系统和基础摄像头等硬件	打造1+N体系，建造综合管理平台+多个子系统
建设单价	4-5千/间	1万/间
建设数量	53万间	150万间
市场空间	20亿	160亿（含10亿平台建设）
建设高峰期	2011-2013, 3年	2018-2022, 5年

## 未来亮点1：标考二轮建设带动业绩快速增长

标考二轮建设从18年启动，仅考试综合考务管理平台市场带来的10亿市场将于2020年底前释放。受2017年教育部考试中心印发的《国家教育考试网上巡查系统视频标准技术规范（2017版）》、《国家教育考试综合管理平台建设指南》要求，2020年前需能覆盖国家、省、市和县区的综合考试考务平台。目前已完成国家级平台和首批8个省级平台的项目招标，剩余省市将陆续开展。首批招标中，公司中标国家级平台和青海、江苏、四川、广东、广西等6个省级平台项目，确保在教育综合平台市场中公司占有绝对份额优势。根据已有中标数据看，平台项目平均建设费用约300万元，合计约10亿元。

图：考试综合考务管理平台市场规模测算



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：民生证券研究院预测

## 未来亮点1：标考二轮建设带动业绩快速增长

新一轮标考建设提出1+N系统模式，拉长建设周期至5年。本轮标考建设提出的1+N模式是指1个综合管理平台+多个子系统（如身份识别、网上巡查、作弊防控、应急指挥等），而一轮建设中多为网上巡查一个子系统的打造，因此相较于1轮，从2011-2013的3年的建设高峰期，本轮建设由于系统众多，预计将有长达5年的建设高峰期。

“新高考”和无纸化考试的推进拉动标考考点需求数量的上升，促此轮标考建设数量扩至一轮的3倍，增至150万间，促150亿的市场释放。受新高考对学业水平测试要求的上升，上轮建设的考点数量满足不了“新高考”要求。因此根据在本校测试学业水平考试的要求，本来标考建设考点除了更新一轮50万间考场外，还将新增100万间教室考点。若每个考试考点建设费用为1万元，合计将产生150亿元的市场需求。

图：第二轮标考考点建设市场规模测算



## 未来亮点1：标考二轮建设带动业绩快速增长



横纵向双需求带来的“量价双升”刺激标考建设二轮需求的爆发，叠加佳发在标考市场的绝对优势。预计其关于平台+考点建设的营收将于5年内释放，其中平台市场预计将占50%的市场份额，考点建设市场预计占有不低于40%的份额，合计约65亿的营收将于5年内释放，确保公司未来3年内的业绩维持高增长。目前，公司从二轮启动至今仅完成6万间教室网上巡查的搭建，2万间身份识别和防作弊系统的安装，大部分学校的考点建设尚未开始。

横向需求（新增量）：（1）“新高考”带来的学业水平测试常规化和中考考点标准化，带来新增100W间考点建设需求；（2）无纸化考试的推广，未来职业相关考试考点也将选择标考考点。

纵向需求（提单价）：（1）一轮建设中的标考建设以网上巡查系统为主，现多系统共建是刚性需求，因此平均建设费用高于上轮建设标准；（2）随智慧校园要求的出现，标考设备一机多能成为行业发展方向，相应扩张了标考建设包的内容并提升单价。

表：佳发教育标考建设业务营收释放节奏预测

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
标考营收额（百万）	292	470	850	1300	1750	2200
增速（%）	101	61	81	53	35	26
平台建设收入（百万）	-	100	200	200	0	0
考点建设收入（百万）	-	370	650	1100	1750	2200

- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议



## 未来亮点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争

“新高考”改革和教育信息化2.0的新标准加速推进校内信息化的发展，随新高考推广省市数量的增加，对应教育信息化产品的市场规模将持续释放，仅新高考刚需的系统市场规模达178亿。

“新高考”改革将对校园信息化建设提出一套完整系统要求，这套系统需整合生涯教育、学业规划、选科决策、分层走班教学、导师制管理以及7选3课程安排、考勤、排课、综合素质评价等各子系统。仅该套系统每所学校平均建设费用为100万左右，全国2018年拥有1.78万所普通高中，仅新高考软件系统需求市场将高达178亿元。

按照国务院文件的规划，2014年首批新高考地区上海、浙江第一批试点，2018年迎来了改革高峰，第三批试点地区计划启动19个省市地区，到2019年全国31个省市全部完成新高考启动。目前受部分省市软硬件条件不足影响，2018年过半地区推迟一年实施新高考改革，但预计2022年前新高考将在全国全部启动。

图 新高考改革带来的信息化刚需



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：教育部、民生证券研究院

## 未来亮点2: 智慧教育产品提倡一机多能, 巧妙竞争



佳发教育利用标考建设的先发优势, 将于“新高考”需求融洽度高的产品推入教室端, 带动智慧教育产品营收占比逐步提升, 预计2019年覆盖学校升至900所。2018年全年智慧教育产品实现营业收入6796万元, 2019H1产品营收便实现6464万元, 标考包搭售战略初显成效, 业务营收增长迅速。

2017年收购上海好学和成都环博, 获得新高考管理平台技术和客户资源, 并同年成立重庆佳想教育专注云端教育产品运营。上海好学核心产品为英语听说考评训一体化解决方案, 由智能正考系统、智能评测系统、智能训练系统等; 成都环博的拳头产品新高考选课走班管理平台。利用收购企业和原有业务, 公司完成了“新高考”云端智慧教育产品的布局。

表: 上海好学和成都环博业绩承诺和完成情况

		2016	2017	2018	2019	2020
成都环博	承诺净利润 (万元)		451	658	865	1072
	实际净利润 (万元)	11	516	711		
上海好学	承诺净利润 (万元)		600	800	1200	
	实际净利润 (万元)	110	622	908		

## 未来亮点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争

公司的竞争优势有以下3点：（1）与标考产品结合，推出课程录播、考勤点评等产品，实现一机多能，提高设备利用率。（2）与标考项目结合，打包出售，低价吸引客户购买。后通过提供新增模块服务，实现杠杆效果。（3）与运营商合作，进入学校和教室，提供远高于家校通价值的课程录播、上课反馈等。

我们对公司智慧教育业务营收做一下预测，预计2020年业务营收可达1.35亿：（1）预测公司2019-2023年新高考相关业务模块的学校数为900/1500/2400/3000/3600。（2）假设智慧教育模块的渗透率为20%/25%/30%/35%/35%，即分别对应项目金额20/25/30/35/35万。（3）每年存量学校进行5%模块更新投入，即平均5万块投入。

图：智慧教育业务营收释放节奏预测

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
公司覆盖学校数（所）	300	900	1500	2400	3000	3600
公司新增覆盖学校数（所）		600	600	900	600	600
新增模块渗透率（假设）		20%	25%	30%	35%	35%
新增模块平均单价（万元）		20	25	30	35	35
存量学校数量（所）		300	900	1500	2400	3000
存量模块更新平均单价（万元）		5	5	5	5	5
公司智慧教育收入规模（百万元）	67.96	135	195	345	330	360

- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- **未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点**
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议

## 未来亮点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点



购地建造产业融合基地，将学业生涯体验中心和数字教育培训中心以及实训基地结合起来，满足新一代高中教育需求。公司于2018年3月公告拟用不低于2.2亿元且不超过2.9亿元投资建设“佳发安泰川西北区域智慧教育产业园总部基地项目”，项目包括拥有出让面积不低于15亩的教育文化用地。公司最终目的是希望通过此项目将校内培养和校外实验能够有机会结合在一起。预计该项目每年的单体产出大概是700万（服务费），预计两到三年能收回建设成本。

该块新增业务利于“新高考”提出的学生生涯规划的实践，顺应国家信息化2.0提出的一体化智能化教学需求，提高学生实践能力，顺应教育新需求发展。公司购置土地位于江油市，地处绵阳市与广元市交界处，截至2017年全市有各类学校172所，在校学生8.85万人，符合实验项目规划需求。

表：政策利好产教融合基地建设

时间	政策	内容
2018.5	《国务院关于推行终身职业技能培训制度的意见》	对国务院此前确定推行的终身职业技能培训制度措施做了具体规定，其中具体措施包括，构建终身职业技能培训体系、如何深化改革、保障措施等方面。
2018.8	《关于规范校外培训机构发展的意见》	鼓励发展以培养中小学生学习兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训
2018.3	《关于加强中小学生涯教育的指导意见》	构建大中小幼衔接的生涯教育内容体系，分学段实施。实施路径包括学校开设专门的生涯教育课程，组织生涯教育活动，提供生涯发展辅导等。在普通高中学校率先建立和普及生涯导师制。
2017.7	《教育部办公厅关于商请推荐“全国中小学生学习实践教育基地”的函》	组织省级教育行政部门会同相关部门组织资源单位申报，在各地遴选命名“全国中小学生学习实践教育基地”和“全国中小学生学习实践教育营地”。



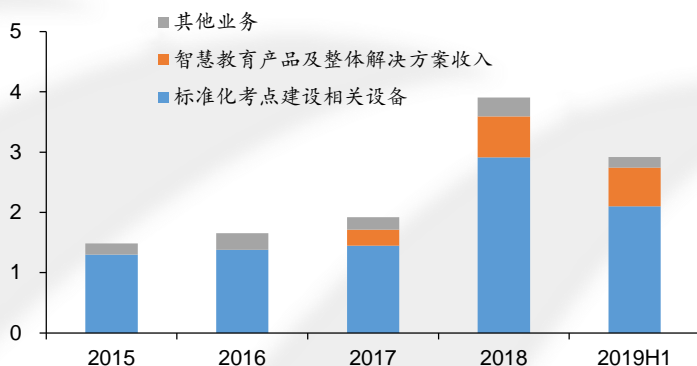
- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议

## 基本财务情况：标考二轮建设和教育信息化2.0的推动，公司营收持续上升，现金流充足

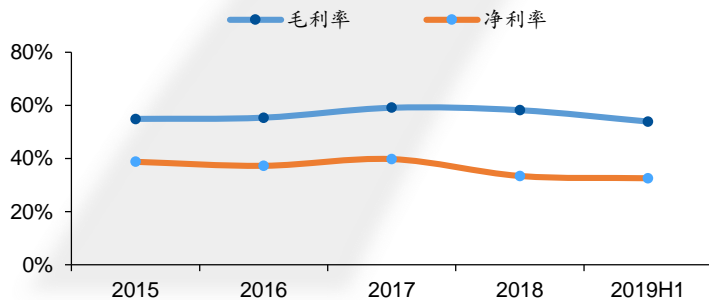


新一轮教育信息化建设推动公司业绩持续攀升，2019H1公司实现营业总收入2.92亿元，同比增加78.33%，归母净利润为9568.93万元，同比增加94.23%。其中标考业务实现营收2.09亿元，同比增长43.77%；智慧教育实现收入6463.85万元，同比增长650.36%，软件产品收入占比为38%。此外，受公司高毛利和内控效率提升影响，公司经营性现金流充足，期间费用率持续下降。

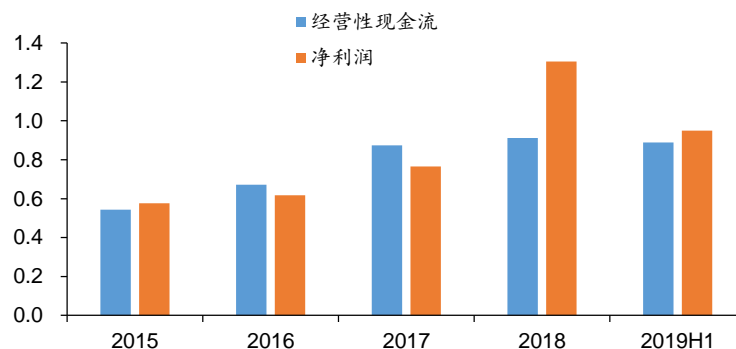
图：2015-2019H1产品营收情况（亿元）



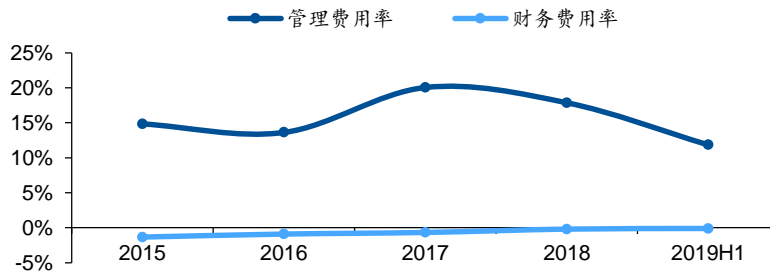
图：2015-2019H1毛利率和净利率情况



图：2015-2019H1公司经营性现金流和净利润情况（亿元）



图：2015-2019H1管理费用率和财务费用率（%）

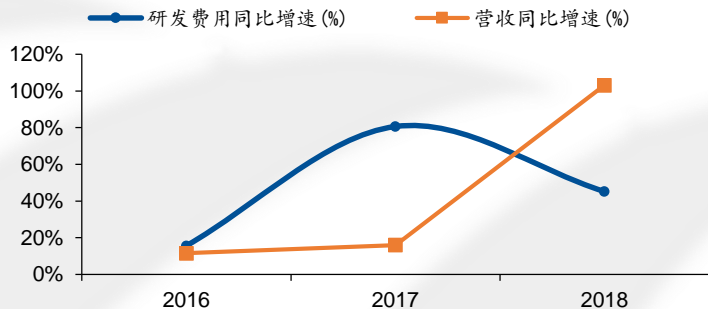


# 基本数据情况：研发投入和销售人員占比持续上升，为后续市场扩张奠定基础

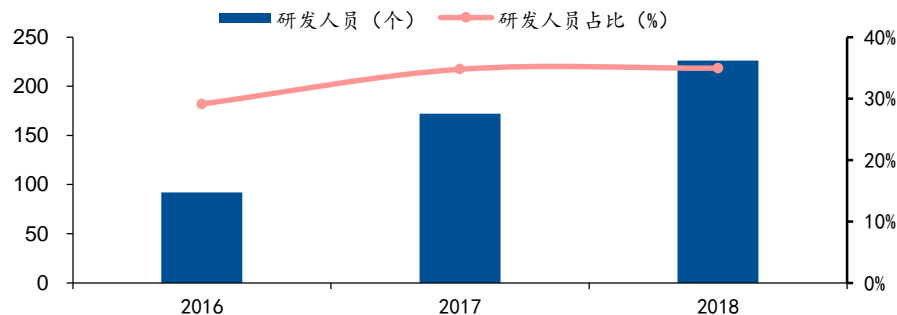
**持续增大研发投入，提升技术竞争力。**2018年公司研发投入3428万元，同比增加45.21%。公司产品以软件系统建设为主，重视研发投入，16-18年研发费用和研发人員占比持续上升，为第二轮标考产品设计和云端智慧教育的打造奠定基础。

**扩充销售人員，加快销售业务的推进。**2018年公司销售人員增至163人，占比升至25.19%，为后续业务的全国性拓展奠定人員基础。

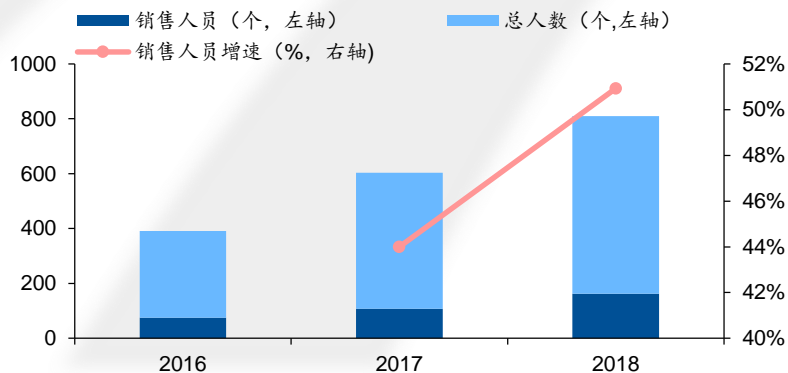
图：2015-2018研发费用增速和销售费用增速对比 (%)



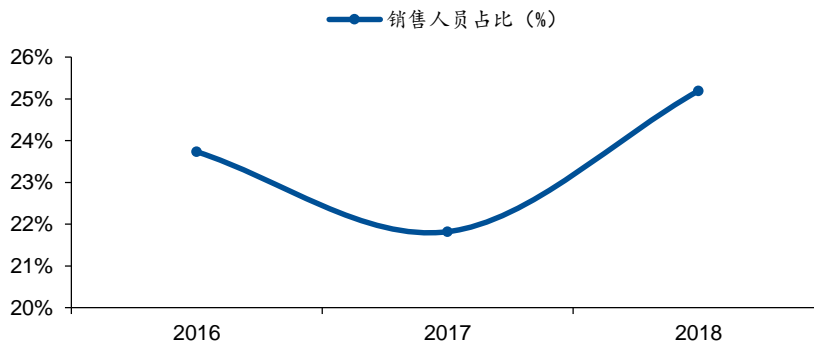
图：2015-2018研发人員和占比情况



图：2015-2018销售人員(个)和增速 (%)



图：2015-2018销售人員占比情况



- 佳发教育基本情况
- 教育信息化行业情况
- 未来看点1：标考二轮建设带动业绩快速增长
- 未来看点2：智慧教育产品提倡一机多能，巧妙竞争
- 未来看点3：产教融合基地项目未来或成惊喜点
- 财务数据
- 盈利预测与投资建议

**收入预测：**根据标考业务和智慧教育业务收入，我们预测2019E-2023E的营收分别是6.3/10.7/16.7/21.20/26.00亿元，同比增幅61%/70%/56%/27%/23%。

**毛利率预测：**预计2019E-2022E的整体毛利率水平分别是56%/55%/55%/56%/56%，其中标考业务毛利分别是54%/54%/53%/55%/55%；智慧教育业务毛利分别是64%/63%/62%/62%/62%；其余业务的毛利水平为维持在40%水平。

**费用率预测：**受开拓市场和内控提升影响，预计19-23E的销售费用率为12%/12%/12%/12%/12%；管理费用率为13%/14%/14%/14%（包含研发费用）。

**归母净利润预测：**19E-23E归母净利润分别为1.93/3.14/4.79/6.32/7.73亿元，同比增加56%/63%/53%/32%/22%。



# 盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营收	390.5	630	1070	1670	2120	2600
YOY	103%	61%	70%	56%	27%	23%
标考营收额 (百万)	292	470	850	1300	1750	2200
增速 (%)	101%	61%	81%	53%	35%	26%
平台建设收入 (百万)		100	200	200	0	0
考点建设收入 (百万)		370	650	1100	1750	2200
教室数量 (万间)		3.7	6.5	11	17.5	22
单价 (万元)		1	1	1	1	1
公司智慧教育收入规模 (百万元)	67.96	135	195	345	330	360
公司覆盖学校数 (所)	300	900	1500	2400	3000	3600
公司新增覆盖学校数 (所)		600	600	900	600	600
新增模块渗透率 (假设)		20%	25%	30%	35%	35%
新增模块平均单价 (万元)		20	25	30	35	35
存量学校数量 (所)		300	900	1500	2400	3000
存量模块更新平均单价 (万元)		5	5	5	5	5
标考毛利率 (%)	56%	54%	54%	53%	55%	55%
标考毛利 (百万)	164.2	253.8	459	689	962.5	1210
智慧教育毛利率 (%)	74%	64%	63%	62%	62%	62%
智慧教育毛利 (百万)	50.1	86.4	122.85	213.9	204.6	223.2
其他业务	30.96	25	25	25	40	40
其他业务毛利率 (%)	42%	40%	40%	40%	40%	40%
其他业务毛利	12.96	10	10	10	16	16
毛利 (百万)	141.6	350.2	591.85	912.9	1183.1	1449.2
毛利率 (%)		56%	55%	55%	56%	56%
销售费用率 (%)	10.66%	12%	12%	12%	12%	12%
管理费用率 (%)	17.86%	13%	14%	14%	14%	14%
期间费用 (百万)	110.5	158	278	434	551	676
归母净利润 (百万)	<b>123.9</b>	<b>193</b>	<b>314</b>	<b>479</b>	<b>632</b>	<b>773</b>
归母净利润增速 (%)		<b>56%</b>	<b>63%</b>	<b>53%</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>

**可比估值：**选取了同处教育信息化赛道的科大讯飞、视源股份、拓维信息和三盛教育。从可比公司数据看19-21E的PE均值为50X/36X/28X，均高于佳发教育的40X/25X/16X，可见公司估值水平处行业中间值。

**投资建议：**维持“推荐”评级。公司作为第一轮标考建设领军企业，获得60%的市占率。随着第二轮标考建设的打响，公司凭借技术和销售优势，有望继续保持行业领军低位与市占率水平，叠加云端智慧产品的推广，公司业绩确定性高，我们预测公司19-21E的EPS为0.73/1.18/1.80，对应现价PE为40X/25X/16X，低于可比公司PE均值，估值水平相对较低，因此我们维持“推荐”评级。

表：可比估值

代码	简称	EPS				PE				PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E		
002230.SZ	科大讯飞	0.27	0.40	0.59	0.84	127.0	87.55	59.07	41.41	8.88	8.52
002841.SZ	视源股份	1.80	2.35	3.02	3.89	50.01	38.41	29.85	23.20	15.93	3.29
002261.SZ	拓维信息	-1.23	0.14	0.19	0.23	-	44.03	31.51	26.18	2.64	5.35
300282.SZ	三盛教育	0.28	0.40	0.51	0.61	44.60	31.06	24.44	20.59	1.87	5.69
	<b>上述均值</b>	<b>0.28</b>	<b>0.82</b>	<b>1.08</b>	<b>1.39</b>	<b>73.87</b>	<b>50.26</b>	<b>36.22</b>	<b>27.85</b>	<b>7.33</b>	<b>5.71</b>
300559.SZ	佳发教育	0.64	0.73	1.18	1.80	45.51	40.10	24.66	16.18	9.15	14.95

资料来源：wind、民生证券研究院

## • 分析师与研究助理简介

- **强超廷**：民生研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。
- **应瑛**：民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

## 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12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。