

2020年10月30日

业绩低于预期，智慧教育受疫情影响

佳发教育(300559)——2020年三季度报点评

评级:	增持	股票代码:	300559
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	35.52/18.01
目标价格:		总市值(亿)	73.55
最新收盘价:	18.41	自由流通市值(亿)	54.45
		自由流通股数(百万)	295.74

事件概述

公司 2020Q1-3 收入/归母净利/扣非净利 4.21/1.73/1.70 亿元，同比增长 4.82%/11.24%/10.81%，低于预期。Q3 单季收入/归母净利/扣非净利 1.16/0.54/0.51 亿元，同比增长 5.94%/-8.56%/-11.12% (Q2 增幅为-4.35%/13.50%/13.05%)，收入增速转正，业绩增速转负。

分析判断:

标考维持较高增长，智慧教育受疫情影响。从收入拆分来看，我们估计标考业务仍保持 30-40%增长，但智慧教育受到疫情影响收入确认下滑，一方面，已有订单施工进度受影响；另一方面，疫情背景、且是十三五最后一年背景下，政府支出偏谨慎；分品类看，估计大屏项目政府投入减少，但智慧教室（录播、在线教育相关）等支出增加。

2020 年前三季度毛利率/净利率为 53.80%/41.02%，同比下降 0.65%/-2.37PCT，一方面销售/管理/研发/财务费用率为 6.01%/6.03%/4.90%/-0.16%、同比下降 1.12%/0.80%/0.60%/0.03PCT，各项费用率下降主要由于费用管控及规模效应；另一方面其他收益/收入为 4.21%、同比下降 2.21PCT，主要为政府补贴变动；投资收益/收入为 2.95%、同比提升 0.99PCT。2020Q3 末合同负债 0.16 亿元，较年初下降 46%。

投资建议:

看好公司受益于新基建背景下教育信息化建设加速，公司在第一轮标考中占据 60%份额、先发优势明显，智慧教育的教考统筹业务进入收获期；从目前原材料备货采购来看，身份认证和作弊防控系统分别增长 100%和 50%。考虑 Q3 低于预期，下调 20/21/22 年营收从 9.5/13.7/17.2 亿到 8.1/11.8/14.7 亿，归母净利从 3.2/4.2/5.0 亿到 3.0/3.8/4.7 亿，EPS 从 0.8/1.04/1.26 至 0.75/0.94/1.18 元，目前股价对应 20/21PE 为 32/25 倍，我们判断，明年疫情恢复、十四五规划重启后，政府支出有望逐步恢复正常，带动公司智慧教育业务回暖，公司子公司和腾讯合作也有望进一步推出新产品、抢占市场份额，维持“增持”评级。

风险提示

新高考改革进度低于预期；招标进度低于预期；行业竞争加剧；行业依赖度较高的风险；应收账款风险；商誉减值风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	390	583	806	1,175	1,472
YoY (%)	103.1%	49.3%	38.2%	45.8%	25.3%
归母净利润(百万元)	124	205	299	376	473
YoY (%)	69.4%	65.5%	46.1%	25.6%	25.9%
毛利率 (%)	58.2%	53.9%	51.6%	50.4%	50.2%
每股收益 (元)	0.31	0.51	0.75	0.94	1.18
ROE	16.2%	21.3%	21.4%	21.2%	21.1%
市盈率	76.28	46.10	31.57	25.14	19.97

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	583	806	1,175	1,472	净利润	214	314	394	495
YoY (%)	49.3%	38.2%	45.8%	25.3%	折旧和摊销	8	9	9	9
营业成本	269	390	583	733	营运资金变动	26	51	20	4
营业税金及附加	7	6	11	13	经营活动现金流	238	351	403	483
销售费用	51	48	82	102	资本开支	-36	2	-7	-5
管理费用	41	48	82	102	投资	-9	-351	-407	-328
财务费用	-1	-6	-8	-11	投资活动现金流	-376	-326	-394	-309
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	133	0	0
投资收益	17	23	19	24	债务募资	0	0	0	0
营业利润	232	339	427	537	筹资活动现金流	-26	133	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-164	158	8	174
利润总额	232	339	427	537	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	18	26	33	42	成长能力				
净利润	214	314	394	495	营业收入增长率	49.3%	38.2%	45.8%	25.3%
归属于母公司净利润	205	299	376	473	净利润增长率	65.5%	46.1%	25.6%	25.9%
YoY (%)	65.5%	46.1%	25.6%	25.9%	盈利能力				
每股收益	0.51	0.75	0.94	1.18	毛利率	53.9%	51.6%	50.4%	50.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	36.7%	38.9%	33.5%	33.6%
货币资金	297	455	463	637	总资产收益率 ROA	16.3%	16.5%	15.7%	15.6%
预付款项	1	2	3	4	净资产收益率 ROE	21.3%	21.4%	21.2%	21.1%
存货	64	117	166	209	偿债能力				
其他流动资产	639	997	1,519	1,937	流动比率	4.22	4.50	4.03	4.16
流动资产合计	1,001	1,570	2,151	2,786	速动比率	3.95	4.16	3.71	3.84
长期股权投资	15	15	15	15	现金比率	1.25	1.30	0.87	0.95
固定资产	141	139	139	137	资产负债率	19.0%	19.3%	22.3%	22.2%
无形资产	38	36	34	33	经营效率				
非流动资产合计	255	244	242	239	总资产周转率	0.46	0.44	0.49	0.49
资产合计	1,256	1,815	2,393	3,025	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.51	0.75	0.94	1.18
应付账款及票据	132	214	335	422	每股净资产	2.41	3.50	4.44	5.62
其他流动负债	106	135	198	249	每股经营现金流	0.60	0.88	1.01	1.21
流动负债合计	237	349	534	671	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1	1	1	1	PE	46.10	31.57	25.14	19.97
非流动负债合计	1	1	1	1	PB	12.14	9.06	7.14	5.63
负债合计	238	350	535	672					
股本	266	400	400	400					
少数股东权益	54	68	85	107					
股东权益合计	1,018	1,465	1,858	2,354					
负债和股东权益合计	1,256	1,815	2,393	3,025					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。