# 佳发教育（300559.SZ）

## 标考业务表现稳健，智慧教育空间广阔

**事件：2020 年前三季度营收同比增长 4.82%，归母净利润同比增长 11.24%。**公司 2020 年前三季度实现营收 4.2 亿元，同比增长 4.82%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 11.24%，其中单三季度实现营收 1.2 亿元，同比增长 5.94%，归母净利润 5440.9 万，同比下降 8.56%。Q1-Q3 毛利率 53.8%保持相对稳定，同比微幅下降 0.65ppt，销售费用率、管理费用率分别降至 6.01%、10.94%，同比分别下降 1.12ppt、1.41ppt，盈利能力维持较高水平，净利率小幅提升至 39.97%，同比增加 1.48ppt。

**标考建设业务表现稳健，智慧教育确认节奏略有波动，在手订单充裕。**分业务看，标考业务领先地位依旧凸显，Q2 考试延期影响确认订单在 Q3 得以释放，预计前三季度实现 40%左右收入增速，而智慧教育受疫情影响增速略有放缓。截止目前公司在手订单仍充足，向供应商存备货有所增加，截止 Q3 预付款项大幅增长 1678.8%至 2331.23 万，预计 Q4 标考业务有望延续订单高速落地趋势，智慧教育业务亦有望逐渐恢复。

**携手腾讯推出英语机考升级产品，市场布局逐步加深。**公司与腾讯联合研发的“新一代英语听说智能考试系统”于 10 月 23 日正式发布，将腾讯在语音识别、云计算领域的领先技术与公司在教育信息化硬件设备、考务应用的优势融合，实现英语人机对话在脱离机房环境下的运行，将使用场景从考试扩充到英语口语的评测和日常训练。基于最新产品以及对区域性需求特征充分分析，公司有望借助腾讯平台优势继续加深产品布局。此外，公司已进行体育考试相关产品及设备，伴随近期体育等项目纳入中考等相关改革，智慧招考业务有望开辟增量市场并取得突破。

**智慧教育业务：推出教育信息化大单品，加强渠道建设。**公司通过电子班牌和教育录播设备等信息化大单品持续布局智慧教育业务。公司于 2020 年 8 月战略投资深圳锐取（多媒体录播产品和技术服务提供商）5000 万元，共同打造常态化、轻量化的录播设备，降低生产成本，价格具备较强竞争力。受益于政策鼓励建设“三个课堂”，录播设备销售发展前景良好。渠道方面，公司正积极与全国性渠道商合作，为大单品放量做好准备。

**投资建议。**公司在标考建设领域中拥有高市场份额，目前仍处于第二轮标准化考点建设周期内，公司自上而下持续中标省级平台，政策强推动下可持续增长可期。智慧教育业务除现有考教统筹、新高考、智慧校园等业务外，电子班牌、录播设备有望快速突破。根据公司三季报以及近期业务发展情况，我们对盈利预测做相应调整，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.29/3.45/4.34 亿元(原 3.01/4.18/5.02 亿元),同增 11.8%/50.4%/25.7%，现价对应 PE 31/21/17 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**教育政策推进不及预期；教育 IT 支出不及预期；市场竞争加剧风险，拖累公司整体利润率水平；技术人员流失风险。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 390 | 583 | 736 | 1,098 | 1,358 |
| 增长率 yoy（%） | 103.1 | 49.3 | 26.2 | 49.1 | 23.7 |
| 归母净利润（百万元） | 124 | 205 | 229 | 345 | 434 |
| 增长率 yoy（%） | 69.4 | 65.5 | 11.8 | 50.4 | 25.7 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.31 | 0.51 | 0.57 | 0.86 | 1.09 |
| 净资产收益率（%） | 16.2 | 21.0 | 18.2 | 22.7 | 23.2 |
| P/E（倍） | 57.7 | 34.9 | 31.2 | 20.7 | 16.5 |
| P/B（倍） | 9.4 | 7.4 | 5.7 | 4.7 | 3.9 |

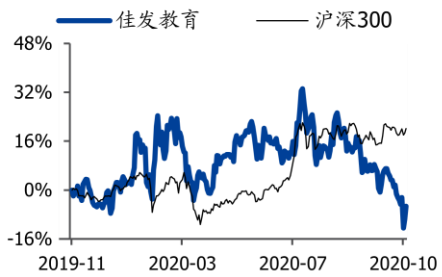
*资料来源：贝格数据，国盛证券研究所*

**买入（维持）**

### 股票信息

| | |
|---|---|
| 行业 | 教育 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 17.89 |
| 总市值(百万元) | 7,147.60 |
| 总股本(百万股) | 399.53 |
| 其中自由流通股(%) | 74.02 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 2.13 |

### 股价走势




### 作者

**分析师　鞠兴海**
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
**分析师　刘高畅**
执业证书编号：S0680518090001
邮箱：liugaochang@gszq.com
**分析师　孟鑫**
执业证书编号：S0680520090003
邮箱：mengxin@gszq.com

### 相关研究

1、《佳发教育（300559.SZ）：2020H1 收入确认受扰动，各业务市场拓展加速》2020-08-18
2、《佳发教育（300559.SZ）：与“腾讯云”战略合作，多项维度且意义深远》2020-04-29
3、《佳发教育（300559.SZ）：双业务推动增长，Q1 业绩超预期》2020-04-23

## 财务报表和主要财务比率

**资产负债表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 775 | 1,001 | 1,225 | 1,532 | 1,777 |
| 现金 | 459 | 297 | 435 | 545 | 783 |
| 应收账款 | 140 | 182 | 225 | 382 | 369 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 21 | 1 | 26 | 15 | 36 |
| 存货 | 56 | 64 | 81 | 132 | 131 |
| 其他流动资产 | 99 | 457 | 458 | 458 | 458 |
| **非流动资产** | 222 | 255 | 323 | 442 | 518 |
| 长期投资 | 7 | 15 | 23 | 31 | 38 |
| 固定资产 | 139 | 141 | 163 | 201 | 242 |
| 无形资产 | 26 | 41 | 44 | 48 | 51 |
| 其他非流动资产 | 51 | 59 | 93 | 163 | 186 |
| **资产总计** | 997 | 1,256 | 1,548 | 1,974 | 2,295 |
| **流动负债** | 189 | 237 | 237 | 389 | 348 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 47 | 58 | 70 | 118 | 113 |
| 其他流动负债 | 141 | 179 | 167 | 272 | 235 |
| **非流动负债** | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **负债合计** | 190 | 238 | 238 | 390 | 349 |
| 少数股东权益 | 45 | 54 | 63 | 77 | 96 |
| 股本 | 140 | 266 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积 | 270 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 留存收益 | 396 | 576 | 755 | 1,021 | 1,348 |
| 归属母公司股东权益 | 763 | 964 | 1,247 | 1,506 | 1,850 |
| **负债和股东权益** | 997 | 1,256 | 1,548 | 1,974 | 2,295 |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 91 | 238 | 137 | 301 | 391 |
| 净利润 | 131 | 214 | 239 | 359 | 452 |
| 折旧摊销 | 9 | 8 | 10 | 12 | 14 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 投资损失 | -16 | -17 | -25 | -25 | -25 |
| 营运资金变动 | -47 | 20 | -86 | -44 | -48 |
| 其他经营现金流 | 16 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | -113 | -376 | -53 | -106 | -65 |
| 资本支出 | 32 | 36 | 60 | 111 | 68 |
| 长期投资 | -7 | -9 | -8 | -8 | -8 |
| 其他投资现金流 | -88 | -349 | 0 | -3 | -5 |
| **筹资活动现金流** | 29 | -26 | 54 | -84 | -87 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 68 | 126 | 133 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -14 | -120 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -26 | -32 | -79 | -84 | -87 |
| **现金净增加额** | 7 | -164 | 138 | 110 | 238 |

**利润表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 390 | 583 | 736 | 1,098 | 1,358 |
| 营业成本 | 163 | 269 | 325 | 478 | 590 |
| 营业费用 | 42 | 51 | 66 | 97 | 115 |
| 管理费用 | 35 | 41 | 59 | 86 | 102 |
| 研发费用 | 34 | 35 | 46 | 64 | 75 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 资产减值损失 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 16 | 17 | 25 | 25 | 25 |
| **营业利润** | 142 | 232 | 259 | 389 | 489 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 142 | 232 | 259 | 389 | 489 |
| 所得税 | 11 | 18 | 20 | 30 | 37 |
| **净利润** | 131 | 214 | 239 | 359 | 452 |
| 少数股东损益 | 7 | 9 | 10 | 14 | 18 |
| **归属母公司净利润** | 124 | 205 | 229 | 345 | 434 |
| EBITDA | 137 | 231 | 267 | 399 | 502 |
| EPS（元/股） | 0.31 | 0.51 | 0.57 | 0.86 | 1.09 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 103.1 | 49.3 | 26.2 | 49.1 | 23.7 |
| 营业利润(%) | 75.2 | 63.6 | 11.6 | 50.4 | 25.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 69.4 | 65.5 | 11.8 | 50.4 | 25.7 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 58.2 | 53.9 | 55.8 | 56.4 | 56.5 |
| 净利率(%) | 31.74 | 35.17 | 31.2 | 31.4 | 31.9 |
| ROE(%) | 16.2 | 21.0 | 18.2 | 22.7 | 23.2 |
| ROIC(%) | 15.4 | 21.3 | 19.1 | 23.8 | 24.3 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 19.0 | 19.0 | 15.4 | 19.8 | 15.2 |
| 净负债比率(%) | -56.9 | -29.1 | -33.2 | -34.4 | -40.3 |
| 流动比率 | 4.1 | 4.2 | 5.2 | 3.9 | 5.1 |
| 速动比率 | 3.8 | 4.0 | 4.8 | 3.6 | 4.7 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.52 | 0.52 | 0.62 | 0.64 |
| 应收账款周转率 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| 应付账款周转率 | 4.0 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.31 | 0.51 | 0.57 | 0.86 | 1.09 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.28 | 0.42 | 0.34 | 0.75 | 0.98 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.91 | 2.41 | 3.12 | 3.77 | 4.63 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 57.7 | 34.9 | 31.2 | 20.7 | 16.5 |
| P/B | 9.4 | 7.4 | 5.7 | 4.7 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 48.6 | 28.2 | 23.9 | 15.7 | 12.1 |

*资料来源：贝格数据，国盛证券研究所*

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com