佳发教育（300559）

Q3 收入+5.9%，新考试系统上线 Q4 值得期待

买入（首次）

2020 年 10 月 29 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	583	824	1,147	1,549
同比（%）	49.3%	41.3%	39.2%	35.1%
归母净利润（百万元）	205	301	399	529
同比（%）	65.5%	46.8%	32.5%	32.5%
每股收益（元/股）	0.51	0.75	1.00	1.32
P/E（倍）	35.87	24.42	18.42	13.90

业绩简评

- **Q3 单季收入同比+5.9%，归母净利同比-8.6%：**2020 年 10 月 29 日公司发布三季报。2020Q1-Q3 公司实现营业收入 4.21 亿元/+4.8%YOY，归母净利润 1.73 亿元/ +11.2%YOY，扣非归母净利润 1.70 亿元/ +10.8%YOY；其中 2020Q3 单季实现营收 1.16 亿元/ +5.9%YOY，归母净利润 0.54 亿元/ -8.6%YOY，扣非归母净利润 0.51 亿元/-11.1%YOY。

经营分析

- **各项费用率稳定，其他收益减少导致净利率下滑。**2020Q3 单季公司毛利率/净利率分别为 52.0%/ 45.5%，同比-4.0pct/ -8.8pct。2020 年初以来毛利率较低的运维服务占比大幅提升（2020H1 毛利率仅为 32%），导致公司整体毛利率下滑；而 Q3 单季公司其他收益从去年的 1747 万元锐减至今年的 1173 万元，导致公司归母净利润从 2019Q3 的 0.60 亿元下降至 2020Q3 的 0.54 亿元，净利率亦出现 8.8pct 的同比下降。Q3 单季各项费用率基本保持稳定，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5%/ 7.0%/ 7.1%/ -0.4%，同比持平/ -1.0pct/ +1.4pct/ -0.2pct。

- **4 月与腾讯达成战略协议后，合作成果落地进一步巩固佳发智慧招考龙头地位。**2020 年 10 月 23 日，佳发教育与好学网络、腾讯教育联合发布新一代英语听说智能考试系统，其适用于更多场景，让传统听说考试突破性实现“同批次、统考卷”，降低多次适用考试机房频次，同时提升考场设备可靠性。该次合作中腾讯提供基础语音核技术和云服务能力，佳发提供符合行业标准和客户需求的产品体验，双方实现优势互补。

- **智慧招考优势稳固，智慧教育业务恢复加速，看好 Q4 业绩厚积薄发：**于智慧招考业务：①标准化考点建设从单系统到平台+多个子系统，承建国家端综合考务管理平台，省级综合考务市场占有率第一，优势稳固，单教室产值有望增加；②联合腾讯开发的新一代英语智能听说考试系统于 10 月 23 日发布，未来更多合作成果在路上，而随着各地中、高考开始试点英语听说人机考试，该业务有望迎来发展新机遇。于智慧教育业务：①高考改革带来了对生涯规划等系统的需求，公司面向学校提供生涯规划类课程，面向学生提供研学服务产品；②教育信息化 2.0 持续推进，公司智慧校园顶层设计能力不断得到认可，新项目承接落地加速。

- **盈利预测与投资评级：**公司业务具有一定季节性，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季收入占比分别为 13%/ 37%/ 19%/ 31%。随着智慧教育业务恢复加速以及 10 月新一代考试系统上线，Q4 业绩值得期待。我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.01/ 3.99/ 5.29 亿元，同比+46.8%/ +32.5%/ +32.5%，当前市值对应 PE 分别为 24x/ 18x/ 14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

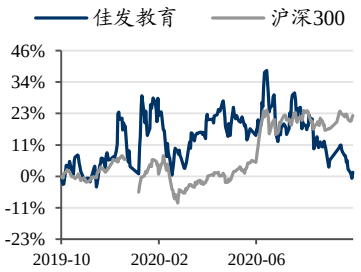
- **风险提示：**行业竞争加剧，大股东股权质押比例较高，政策风险等

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.41
一年最低/最高价	16.93/26.00
市净率(倍)	6.87
流通 A 股市值(百万元)	5444.61

基础数据

每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	15.09
总股本(百万股)	399.53
流通 A 股(百万股)	295.74

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

佳发教育三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,001**	**1,266**	**1,751**	**2,369**
现金	297	444	769	1,198
应收账款	182	274	361	496
存货	64	81	117	151
其他流动资产	459	468	504	524
非流动资产	**255**	**305**	**351**	**395**
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	141	184	224	262
在建工程	4	3	3	2
无形资产	41	49	56	63
其他非流动资产	54	54	54	54
资产总计	**1,256**	**1,571**	**2,102**	**2,764**
流动负债	**237**	**319**	**439**	**555**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	132	171	242	294
其他流动负债	106	148	197	261
非流动负债	**1**	**1**	**1**	**1**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	**238**	**321**	**440**	**557**
少数股东权益	54	64	78	94
归属母公司股东权益	964	1,186	1,585	2,114
负债和股东权益	**1,256**	**1,571**	**2,102**	**2,764**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	238	270	366	466
投资活动现金流	-376	-43	-43	-43
筹资活动现金流	-26	-80	2	6
现金净增加额	-164	147	325	429
折旧和摊销	8	10	13	16
资本开支	36	50	47	44
营运资本变动	20	-36	-40	-72

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**583**	**824**	**1,147**	**1,549**
减:营业成本	269	363	516	697
营业税金及附加	7	9	12	17
营业费用	51	72	100	132
管理费用	77	103	141	191
财务费用	-1	0	-2	-6
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	17	17	17	17
其他收益	44	45	50	55
营业利润	**232**	**338**	**447**	**591**
加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	**232**	**338**	**447**	**590**
减:所得税费用	18	26	34	45
少数股东损益	9	11	13	16
归属母公司净利润	**205**	**301**	**399**	**529**
EBIT	226	331	434	571
EBITDA	234	341	448	587

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.51	0.75	1.00	1.32
每股净资产(元)	2.41	2.97	3.97	5.29
发行在外股份(百万股)	266	400	400	400
ROIC(%)	80.1%	91.2%	98.2%	103.7%
ROE(%)	21.0%	25.0%	24.8%	24.7%
毛利率(%)	53.9%	55.9%	55.0%	55.0%
销售净利率(%)	35.2%	36.6%	34.8%	34.2%
资产负债率(%)	19.0%	20.4%	20.9%	20.1%
收入增长率(%)	49.3%	41.3%	39.2%	35.1%
净利润增长率(%)	63.9%	45.9%	32.1%	32.2%
P/E	35.87	24.42	18.42	13.90
P/B	7.63	6.20	4.64	3.48
EV/EBITDA	28.69	19.31	14.01	9.98

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn