2020 年 08 月 18 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

佳发教育（300559）计算机

持有（首次）

当前价：23.66 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

受益二轮标考建设，加码教育信息化正逢其时

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 3 亿元，同比增长 4.4%；归母净利润为 1.2 亿元，同比增长 23.6%。
- **2020H1 公司业绩同比增速放缓，**主要原因有：1）受疫情影响，2020Q1 出现客户短期复工受阻、部分项目延期招投标现象；2）原本 Q2 期间的高考延期至 7 月份举行等情况，导致公司业绩及回款出现短期季节性波动。
- **智慧招考和智慧教育迎来窗口期，2020 年有望实现“双加速”。1）智慧招考：**截至 2019 年，公司先后中标国家教育考试综合管理平台，广东省、四川省以及广西省省级考试综合管理平台等，承建的省级平台已扩大至 6 个。在政策明确要求 2021 年高考前完成高考标准化考点建设、2023 年前完成学业水平考试标准化考场建设的背景下，我们预计 2020 年公司智慧招考招标量有望加速上涨。**2）智慧教育：**受疫情深度影响，2020 上半年国内在线教育渗透率大幅提升。疫情期间，教育信息化有效支撑了近 3 亿师生开展在线教学，为疫情防控作出重要贡献。为响应国家的倡导和需求，确保学生“停课不停学”，疫情期间公司向各省市的学校提供了免费在线课堂服务，帮助学校打造网络直播教室。此举有助于公司提升品牌影响力，拓宽公司考教业务的覆盖广度。疫情期间的在线课堂有望促进教育信息化产品使用步入常态化，带动 K12 学校和高校对在线教育需求增加。公司智慧教育业务将直接受益，预计订单量有望实现加速增长。
- **牵手腾讯云计算，为加码教育信息化增强技术基础。**2020 年 4 月 28 日，公司与腾讯云计算共同签署了《战略合作协议》，双方决定互相视对方为国内教育市场的重要战略合作伙伴，在品牌、产品研发、联合推广、用户服务等领域展开合作，意在实现双方优势互补和互利共赢。本次合作一方面有助于公司英语口语考试系统、英语口语考试评测系统、考试报名系统、学生生涯规划、高考志愿填报系统等产品的推广以及智慧教育市场的拓展，另一方面则有利于公司借助腾讯云的数据和算力优势，实现在教育信息化领域的延伸。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.79 元、1.10 元、1.40 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 35%以上。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**第二次标考业务景气度不达预期；智慧教育业务拓展或不及预期；行业竞争加剧。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	582.97	831.78	1192.95	1616.98
增长率	49.30%	42.68%	43.42%	35.54%
归属母公司净利润（百万元）	205.03	316.02	438.94	559.50
增长率	65.46%	54.13%	38.90%	27.47%
每股收益 EPS（元）	0.51	0.79	1.10	1.40
净资产收益率 ROE	21.02%	24.46%	26.32%	26.15%
PE	46	30	22	17
PB	9.80	7.63	5.86	4.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

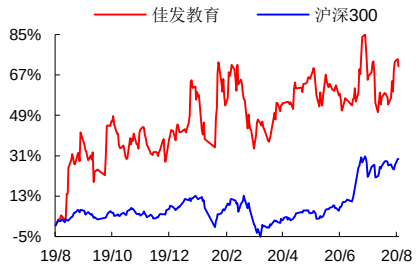
分析师：常潇雅

执业证号：S1250517050002

电话：021-58351932

邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通 A 股(亿股)	2.96
52 周内股价区间(元)	20.45-35.52
总市值(亿元)	92.73
总资产(亿元)	13.02
每股净资产(元)	2.55

相关研究

1 立足教育信息化前沿，推动智慧教育发展

佳发教育成立于 2002 年，是全国最早从事国家教育考试信息化建设的企业之一。历经十多年的发展，公司已成为我国教育信息化行业的龙头企业。公司产品主要包括智慧招考和智慧教育：**1）智慧招考：**产品主要包括国家教育考试综合管理平台、网上巡查系统、作弊防控系统、考试报名和管理系统、无纸化体检系统、智能试卷流转系统等，广泛覆盖了国内 29 个省级行政区、应用于上千个教育管理机构及上万所学校。公司在标准化考点建设中占有 60%以上的市场份额，市场领先优势明显。2017 年，国家第二轮标准化考点建设开启，为公司智慧招考业务提供新的发展机遇。**2）智慧教育：**主要包括考教统筹、新高考和智慧校园整体解决方案。受益于新高考改革的推进、教育信息化 2.0 时代的扩张，智慧教育迎来高增长，有望成为公司增长的驱动业务。

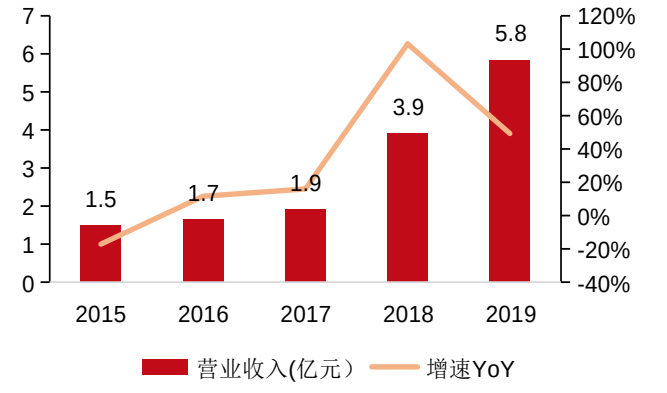
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

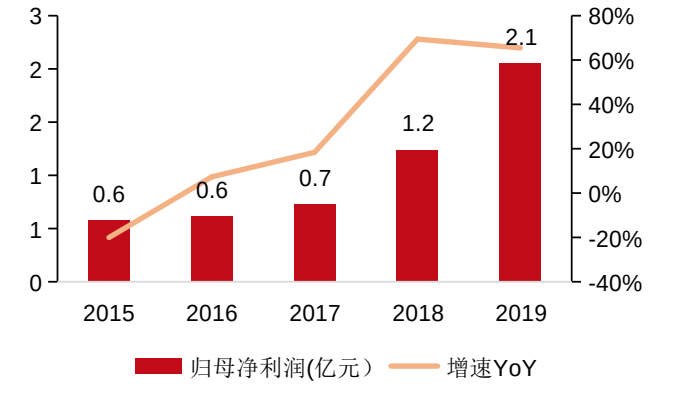
受益于第二次标准化考场建设，近两年公司业绩持续高增长。2004-2013 年是全国第一次标准化考场建设，期间内公司业绩实现了跨越式发展。2017 年第二次标考建设开启，“1 个平台+5 个教育信息化子系统”建设需求大增，公司业绩重回高增长轨道。公司继 2018 年营收实现翻倍增长以后，2019 年业绩仍增长可观：实现营业收入 5.8 亿元，同比增长 49.3%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 65.5%。2020 年上半年，在疫情影响下，公司实现营收 3 亿元，同比增长 4.4%，实现净利润 1.2 亿元，同比增长 23.6%，二者增速均有所放缓。

图 2：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

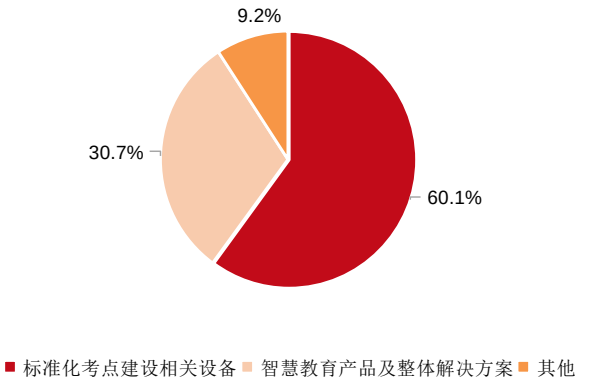
图 3：公司近五年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

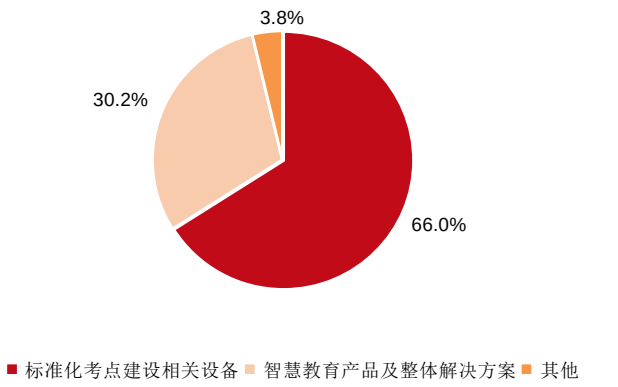
标考业务贡献主要毛利，智慧教育有望成为新的增长点。近几年，虽然公司智慧教育业务对公司收入贡献逐年提升，但目前标准化考点业务仍是公司的核心业务。2019 年，标准化考点相关业务完成收入 3.5 亿元，同比增长 20%，营收占比达 60%；毛利率约 59%，贡献了公司 66%的毛利。智慧教育产品及整体解决方案业务实现收入 1.8 亿元，同比增长 164%，营收占比约 31%；毛利率约 53%，毛利占比达 30%。智慧教育业务保持高增长，随着营收占比的不断提升，未来有望成为公司新的业绩增长点。2020H1，公司标准化考点业务实现收入 2.2 亿元，同比增长 3.2%，收入占比约 71%；智慧教育业务实现收入 0.67 亿元，同比增长 3.6%，占总收入 22%。

图 4：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

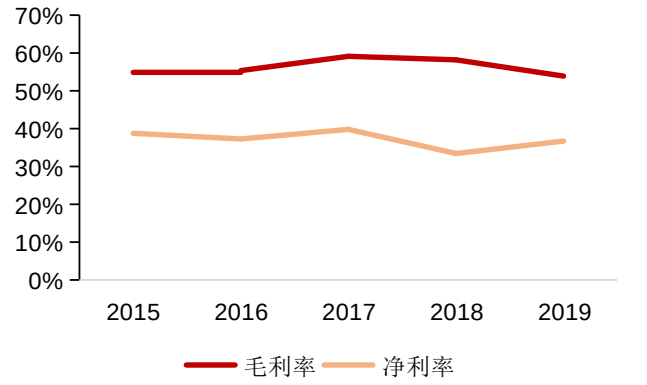
图 5：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

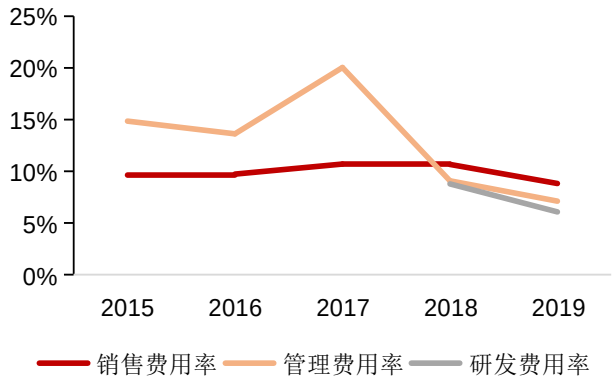
公司费用支出控制效果明显，整体盈利水平进一步提升。1）利润率方面：2019 年，公司毛利率为 54%，较去年同期下降 4.3pp；净利率为 36.7%，同比增长 3.3pp。2020H1，公司毛利率为 54.5%，同比增长 0.6pp；净利率维持较高水平，达 37.9%，同比增长 5.3pp。公司整体盈利能力较强。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 8.8%，较去年同期下降 1.9pp；管理费用率为 7.1%，较去年同期下降 2pp；研发费用率为 6.1%，较去年同期下降 2.7pp。2020H1，公司销售费用率为 5.4%，管理费用率为 5.7%，研发费用率为 4%，期间费用率相比去年同期大幅下降，可见公司费用支出控制效果明显。

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：高考延期导致公司 2020Q2 部分标考业务收入推迟确认。分季度看，公司 Q1、Q2 营收增速分别为 29.6%、-4.4%，归母净利润增速分别为 74.9%、13.5%。公司标考业务在主营结构中占比达 70%左右，其收入在 Q2 延迟确认是造成公司上半年业绩增速下滑的主要原因。基于此，我们认为公司上半年业绩增速放缓对全年业绩影响不大。伴随标准化考点设备的升级换代期开启、考试考务综合管理平台在全国推广速度加快，预计 2020-2022 年标准化考点建设相关设备的订单增速分别为 25%、25%、22%。

假设 2：智慧教育产品起步时间较晚，未来持续拓展市场，在新高考的催化下保持较强的盈利能力，预计 2020-2022 年订单增速分别为 70%、60%、40%。

假设 3：政策环境保持稳定，行业竞争形势不发生重大变化，业务开发和拓展不出现重大风险，公司成本费用构成稳定，综合毛利率维持在 53%-60%区间。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务营业收入如下：

表 1：公司分产品营收预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
标准化考点建设相关设备	收入	350.1	437.7	547.1	667.4
	增速	20.1%	25.0%	25.0%	22.0%
	毛利率	59.2%	59.5%	59.7%	60.0%
智慧教育产品及整体解决方案	收入	179.3	304.7	487.6	682.6
	增速	163.8%	70.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	53.0%	60.0%	60.0%	58.0%
其他业务	收入	32.7	65.3	130.6	235.1
	增速	153.9%	100.0%	100.0%	80.0%
	毛利率	29.0%	35.0%	30.0%	27.0%
其他主营业务	收入	20.9	24.1	27.7	31.8
	增速	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	11.0%	15.0%	14.0%	12.0%
合计	收入	583.0	831.8	1193.0	1617.0
	增速	49.3%	42.7%	43.4%	35.5%
	毛利率	76.1%	57.4%	55.8%	53.6%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从教育及商用信息化领域中选取了视源股份（002841.SZ）、立思辰（300010.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、国新文化（600636.SH）、鸿合科技（002955.SZ）、新开普（300248.SZ）六家可比公司。2019 年六家公司平均 PE 为 151 倍，2020 年平均 PE 为 58 倍。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.79 元、1.10 元、1.40 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 35%以上。考虑到公司在标考业务领域的绝对优势、智慧教育业务的爆发、新基建背景下教育信息化建设加速行进，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002841.SZ	视源股份	100.56	2.46	2.59	3.06	3.45	34.88	38.84	32.86	29.12
300010.SZ	豆神教育	19.44	0.79	0.04	0.19	0.42	366.42	103.28	45.41	30.37
002261.SZ	拓维信息	10.01	0.02	0.08	0.11	0.16	414.90	121.75	88.86	64.06
600636.SH	国新文化	17.35	0.27	0.59	0.68	0.84	38.03	29.54	25.46	20.55
002955.SZ	鸿合科技	29.35	2.26	1.18	1.64	1.93	26.35	24.83	17.86	15.19
300248.SZ	新开普	13.97	0.33	0.44	0.58	0.74	25.05	32.00	24.22	18.87
平均值							150.94	58.37	39.11	29.69

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.17 收盘）

3 风险提示

第二次标考业务景气度或不及预期，智慧教育业务拓展或不及预期，行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	582.97	831.78	1192.95	1616.98
营业成本	268.79	362.06	530.74	753.31
营业税金及附加	6.59	9.40	13.48	18.27
销售费用	51.40	73.08	104.46	141.10
管理费用	41.45	58.73	83.64	112.56
财务费用	-0.68	0.29	0.33	0.46
资产减值损失	0.00	2.59	1.73	2.01
投资收益	17.23	16.85	16.98	16.93
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	231.75	342.48	475.56	606.21
其他非经营损益	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
利润总额	231.69	342.43	475.51	606.15
所得税	17.71	26.41	36.57	46.66
净利润	213.98	316.02	438.94	559.50
少数股东损益	8.95	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	205.03	316.02	438.94	559.50

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	296.60	780.92	1103.12	1535.40
应收和预付款项	235.17	326.19	473.16	642.37
存货	64.11	86.36	126.59	179.67
其他流动资产	405.48	166.13	192.85	216.49
长期股权投资	14.84	14.84	14.84	14.84
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	144.77	137.63	130.50	123.37
无形资产和开发支出	85.33	80.56	75.79	71.02
其他非流动资产	9.90	12.60	15.46	18.17
资产总计	1256.20	1605.23	2132.31	2801.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	207.59	271.26	397.91	562.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	30.70	41.73	66.43	99.19
负债合计	238.29	313.00	464.34	661.66
股本	266.35	399.53	399.53	399.53
资本公积	149.93	16.75	16.75	16.75
留存收益	575.66	850.67	1226.40	1698.11
归属母公司股东权益	964.34	1238.67	1614.40	2086.11
少数股东权益	53.57	53.57	53.57	53.57
股东权益合计	1017.91	1292.23	1667.97	2139.68
负债和股东权益合计	1256.20	1605.23	2132.31	2801.34

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	239.54	354.81	487.93	618.71
PE	46.10	29.91	21.54	16.90
PB	9.80	7.63	5.86	4.53
PS	16.21	11.36	7.92	5.85
EV/EBITDA	23.40	23.98	16.73	12.46
股息率	0.27%	0.43%	0.67%	0.93%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	213.98	316.02	438.94	559.50
折旧与摊销	8.47	12.04	12.04	12.04
财务费用	-0.68	0.29	0.33	0.46
资产减值损失	0.00	2.59	1.73	2.01
经营营运资本变动	-35.31	-37.78	-43.26	-33.11
其他	51.41	-19.44	-18.70	-18.95
经营活动现金流净额	237.88	273.72	391.08	521.94
资本支出	-5.29	0.00	0.00	0.00
其他	-370.85	252.46	-5.33	-1.43
投资活动现金流净额	-376.14	252.46	-5.33	-1.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.08	0.00	0.00	0.00
支付股利	-25.23	-41.01	-63.20	-87.79
其他	-6.49	-0.86	-0.34	-0.44
筹资活动现金流净额	-25.64	-41.87	-63.54	-88.23
现金流量净额	-163.90	484.32	322.20	432.28

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	49.30%	42.68%	43.42%	35.54%
营业利润增长率	63.60%	47.78%	38.86%	27.47%
净利润增长率	63.93%	47.69%	38.90%	27.47%
EBITDA 增长率	59.89%	48.12%	37.52%	26.80%
获利能力				
毛利率	53.89%	56.47%	55.51%	53.41%
三费率	15.81%	15.88%	15.79%	15.72%
净利率	36.71%	37.99%	36.79%	34.60%
ROE	21.02%	24.46%	26.32%	26.15%
ROA	17.03%	19.69%	20.59%	19.97%
ROIC	65.32%	81.15%	97.87%	108.86%
EBITDA/销售收入	41.09%	42.66%	40.90%	38.26%
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.58	0.64	0.66
固定资产周转率	4.17	6.07	9.18	13.17
应收账款周转率	3.62	3.77	3.78	3.69
存货周转率	4.49	4.81	4.98	4.92
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.63%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	18.97%	19.50%	21.78%	23.62%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.22	4.36	4.09	3.90
速动比率	3.95	4.08	3.82	3.62
股利支付率	12.31%	12.98%	14.40%	15.69%
每股指标				
每股收益	0.51	0.79	1.10	1.40
每股净资产	2.41	3.10	4.04	5.22
每股经营现金	0.60	0.69	0.98	1.31
每股股利	0.06	0.10	0.16	0.22

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn