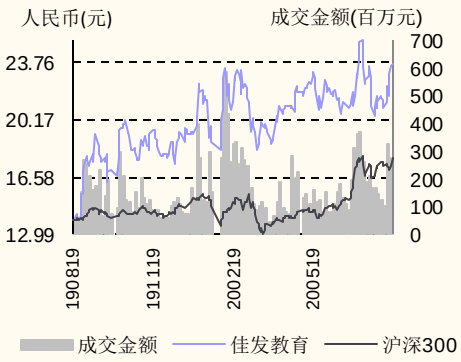
佳发教育 (300559.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：23.66 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	2.96
总市值(亿元)	94.53
年内股价最高最低(元)	23.66/20.45
沪深 300 指数	4815
创业板指	2696



相关报告

1.《Q1 营收+30%，净利+75%超预期持续快速增长-Q1 营收+...》，2020.4.24

2.《19 年净利+65%，教育信息化赛道仍战力十足-19 年净利+6...》，2020.4.10

3.《前三季度业绩同增 101%，持续快增长未来可期-前三季度业绩同...》，2019.10.29

4.《景气行业的景气公司，佳发教育前三季度预计同比增长 91%-10...》，2019.10.10

5.《1H19 净利+94%，标考业务&智慧教育业务均超预期推进-1...》，2019.8.28

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

受疫情影响 H1 营收小幅增长，净利+24%

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	390	583	824	1,147	1,549
营业收入增长率	103.13%	49.30%	41.28%	39.21%	35.08%
归母净利润(百万元)	124	205	299	402	530
归母净利润增长率	69.43%	65.46%	45.81%	34.54%	31.65%
摊薄每股收益(元)	0.884	0.770	0.748	1.007	1.325
每股经营性现金流净额	1.25	1.02	1.20	1.51	1.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.24%	21.26%	25.86%	28.22%	29.50%
P/E	38.98	38.06	31.62	23.50	17.85
P/B	6.33	8.09	8.18	6.63	5.27

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2020 年 8 月 17 日，佳发教育发布 2020H1 业绩公告，公司 2020H1 实现营收 3.05 亿元，同比增长 4%，归母净利润 1.18 亿元，同比增长 24%。

点评

- 佳发教育 2020H1 实现营收 3.05 亿元/+4%YOY，归母净利润为 1.18 亿元/+24%YOY，毛利率为 54.5%/+1pct，归母净利率为 38.8%/+6pct，销售费用率 5.5%/-2pct，管理费用率 5.7%/-1pct，持续推进降本增效，费用率进一步改善。单季度来看，2020Q2 实现营收 2.07 亿元/-4%YOY，归母净利润为 0.91 亿元/+14%YOY，毛利率为 54.9%/+1pct，归母净利率为 43.9%/+7pct，营收小幅波动主要由于疫情影响导致客户短期复工受阻、部分项目延期招投标、高考由往年的 6 月份延期至 7 月份带来的业绩及回款短期季节性波动。
- **分业务情况：**2020H1 智慧招考业务实现营收 2.17 亿元/+3%YOY，占总收入比重为 71%，智慧教育业务实现营收 0.67 亿元/+4%YOY，占比 22%，运维收入 0.14 亿元/+85%YOY，占比 5%，其他收入 0.07 亿元/-29%YOY，占比 2%。
- **公司主要增长点来源于：**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，单教室产值有望增加，佳发教育承建国家教育考试综合管理平台并已成功交付，省级综合考务平台占有率市场第一，在继续建设地市级、区县级平台标准化考点具有一定的入口优势；②高中学业水平考试、中考、人社考试标准化考场对标准化考点有新增需求；③英语口语机考产品（联合腾讯研发的“新一代英语听说人机对话系统”预计将于今年下半年进入市场）、高考无纸化体检、智能试卷流转等新产品存在新机遇。智慧教育业务——①考教统筹业务与标考业务有协同性；②高考改革带来了对生涯规划、走班管理、综合评价等系统的需求，公司计划重点打造生涯体验中心，TO G/B 端向学校、政府提供面向师生的培训服务，TO C 端向学生提供职业咨询、实践研学等服务；③教育信息化 2.0 持续推进，为智慧校园业务发展提供动力。除此之外，与腾讯达成战略合作关系有望为公司在产品研发、市场推广、用户服务等多方面带来积极影响。
- **投资建议：**我们预计 20-22 年公司归母净利润为 2.99/4.02/5.30 亿元，同比增速分别为 46%/35%/32%，对应 pe 为 32/24/18 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**竞争加剧、政策风险、疫情影响、质押风险（第一大股东质押比例为 65%）等。

事件

- 2020 年 8 月 17 日，佳发教育发布 2020H1 业绩公告，公司 2020H1 实现营收 3.05 亿元，同比增长 4%，归母净利润 1.18 亿元，同比增长 24%。

点评

- 佳发教育 2020H1 实现营收 3.05 亿元/+4%YOY，归母净利润为 1.18 亿元/+24%YOY，毛利率为 54.5%/+1pct，归母净利率为 38.8%/+6pct，销售费用率 5.5%/-2pct，管理费用率 5.7%/-1pct，持续推进降本增效，费用率进一步改善。单季度来看，2020Q2 实现营收 2.07 亿元/-4%YOY，归母净利润为 0.91 亿元/+14%YOY，毛利率为 54.9%/+1pct，归母净利率为 43.9%/+7pct，营收小幅波动主要由于疫情影响导致客户短期复工受阻、部分项目延期招投标、高考由往年的 6 月份延期至 7 月份带来的业绩及回款短期季节性波动。

- **分业务情况：**2020H1 智慧招考业务实现营收 2.17 亿元/+3%YOY，占总收入比重为 71%，智慧教育业务实现营收 0.67 亿元/+4%YOY，占比 22%，运维收入 0.14 亿元/+85%YOY，占比 5%，其他收入 0.07 亿元/-29%YOY，占比 2%。具体来看，智慧招考业务——①由于高考由往年的 6 月举行延迟至 7 月，标准化考点业务受到短期季节性波动影响，综合来看业务平稳推进，实现 2.17 亿元的收入，同比增长 3%。②报告期内，公司中标宁夏省省级考试综合管理平台同时完成国家教育考试综合管理平台的交付使用，服务和承建能力得到印证，持续巩固公司在标准化考点建设业务中的领先地位。③创新业务持续推动，报告期内，公司联合腾讯研发“新一代英语听说人机对话系统”，能够实现英语听说人机对话系统在脱离机房环境下的运行，解决了建设成本、考试组织、日常使用维护等难题，预计下半年正式向市场进行推广。智慧教育业务——①部分项目受疫情影响出现招投标延期的情况，Q2 以来，逐步呈现恢复性增长态势。②教考统筹业务继续加快向高校推广的步伐，报告期内先后中标广西工业大学、集宁师范学院、中国海洋大学、内蒙古工业大学等高校的考教统筹项目。③新高考业务方面，生涯规划产品与服务业务获得良好发展，报告期内公司联合参股公司，在疫情期间向学校免费提供生涯规划类产品，公司推出的“专业说”、“职业说”等生涯规划类课程登录“学习强国”平台。④区域智慧校园建设项目影响力扩大，顶层设计能力不断得到认可，承建项目数量增加，报告期内，公司先后中标了凉山彝族自治州、达州市、贵安新区等区域智慧校园建设项目，入围 2020 年贵州电信数字校园合作伙伴招募项目，并与宜宾市政府签署长期合作协议，共同打造宜宾区域教育云平台。

- **公司主要增长点来源于：**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，单教室产值有望增加，佳发教育承建国家教育考试综合管理平台并已成功交付，省级综合考务平台占有率市场第一，在继续建设地市级、区县级平台标准化考点具有一定的入口优势；②高中学业水平考试、中考（山西、福建两省，南昌、武汉、贵阳、杭州、兰州、南昌等大部分省会城市已有要求）、人社考试标准化考场（公司打造了广东、内蒙两省的样板项目）对标准化考点有新增需求；③英语口语机考产品（联合腾讯研发的“新一代英语听说人机对话系统”预计将于今年下半年进入市场）、高考无纸化体检（广东、山东、江苏、四川等省份已开始实行试点应用，公司推出的产品参与四川省试点工作，并在深圳高考无纸化体检中得到应用）、智能试卷流转（公司智能试卷流转系统在青海省成功实施）等新产品存在新机遇。智慧教育业务——①考教统筹业务（录播、直播、教室管理、课堂生态业务管理等服务）与标考业务有协同性；②高考改革带来了对生涯规划、走班管理、综合评价等系统的需求，公司计划重点打造生涯体验中心，TO G/B 端向学校、政府提供面向师生的培训服务，TO C 端向学生提供职业咨询、实践研学等服务；③教育信息化 2.0 持续推进，为智慧校园业务发展提供动力。除此之外，与腾讯达成战略合作关系有望为公司在产品研发、市场推广、用户服务等多方面带来积极影响。

- **投资建议：**我们预计 20-22 年公司归母净利润为 2.99/4.02/5.30 亿元，同比增速分别为 46%/35%/32%，对应 pe 为 32/24/18 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**竞争加剧、政策风险、疫情影响、质押风险（第一大股东质押比例为 65%）等。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**192**	**390**	**583**	**824**	**1,147**	**1,549**
增长率		103.1%	49.3%	41.3%	39.2%	35.1%
主营业务成本	-79	-163	-269	-363	-516	-707
%销售收入	40.9%	41.8%	46.1%	44.1%	45.0%	45.6%
毛利	114	227	314	460	631	842
%销售收入	59.1%	58.2%	53.9%	55.9%	55.0%	54.4%
营业税金及附加	-2	-4	-7	-8	-11	-15
%销售收入	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-21	-42	-51	-72	-100	-132
%销售收入	10.7%	10.7%	8.8%	8.8%	8.7%	8.5%
管理费用	-39	-35	-41	-58	-78	-105
%销售收入	20.0%	9.1%	7.1%	7.0%	6.8%	6.8%
研发费用	0	-34	-35	-45	-63	-85
%销售收入	0.0%	8.8%	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润（EBIT）	52	112	179	277	379	505
%销售收入	27.1%	28.7%	30.8%	33.6%	33.0%	32.6%
财务费用	1	1	1	8	13	19
%销售收入	-0.7%	-0.2%	-0.1%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-1	-8	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	142	232	336	451	591
营业利润率	42.1%	36.3%	39.8%	40.9%	39.3%	38.2%
营业外收支	4	0	0	0	0	0
税前利润	85	142	232	336	451	591
利润率	44.1%	36.3%	39.7%	40.9%	39.3%	38.2%
所得税	-8	-11	-18	-26	-35	-46
所得税率	9.8%	7.8%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
净利润	77	131	214	310	416	545
少数股东损益	3	7	9	11	14	16
归属于母公司的净利润	**73**	**124**	**205**	**299**	**402**	**530**
净利率	38.0%	31.7%	35.2%	36.3%	35.1%	34.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	77	131	214	310	416	545
少数股东损益	3	7	9	11	14	16
非现金支出	2	11	7	8	8	9
非经营收益	-12	-16	-17	0	0	0
营运资金变动	13	50	67	1	-22	-28
经营活动现金净流	**80**	**175**	**271**	**319**	**402**	**527**
资本开支	0	0	0	-18	-17	-17
投资	-18	-12	-9	0	0	0
其他	312	-69	-331	0	0	0
投资活动现金净流	**294**	**-81**	**-340**	**-18**	**-17**	**-17**
股权募资	0	44	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-107	-133	-160
筹资活动现金净流	**0**	**44**	**0**	**-107**	**-133**	**-160**
现金净流量	**374**	**137**	**-70**	**193**	**252**	**350**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	463	459	297	490	742	1,092
应收款项	84	151	234	259	361	488
存货	23	56	64	80	113	155
其他流动资产	3	109	407	420	427	434
流动资产	572	775	1,001	1,249	1,642	2,169
%总资产	75.5%	77.7%	79.7%	82.5%	85.7%	88.5%
长期投资	0	7	15	15	15	15
固定资产	112	139	145	157	165	171
%总资产	14.8%	13.9%	11.5%	10.4%	8.6%	7.0%
无形资产	72	70	87	85	86	87
非流动资产	186	222	255	266	274	282
%总资产	24.5%	22.3%	20.3%	17.5%	14.3%	11.5%
资产总计	**758**	**997**	**1,256**	**1,515**	**1,917**	**2,451**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	47	150	192	234	330	451
其他流动负债	28	38	46	59	82	110
流动负债	76	189	237	293	412	560
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1	1
负债	**77**	**190**	**238**	**294**	**413**	**562**
普通股股东权益	**643**	**763**	**964**	**1,156**	**1,425**	**1,795**
其中：股本	72	140	266	266	266	266
未分配利润	246	343	504	696	965	1,335
少数股东权益	38	45	54	65	79	95
负债股东权益合计	**758**	**997**	**1,256**	**1,515**	**1,917**	**2,451**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.019	0.884	0.770	1.122	1.510	1.988
每股净资产	8.952	5.441	3.621	4.340	5.350	6.739
每股经营现金净流	1.119	1.246	1.017	1.196	1.509	1.977
每股股利	0.200	0.180	0.300	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	11.38%	16.24%	21.26%	25.86%	28.22%	29.50%
总资产收益率	9.65%	12.42%	16.32%	19.74%	20.99%	21.61%
投入资本收益率	6.90%	12.77%	16.26%	20.89%	23.21%	24.63%
增长率						
主营业务收入增长率	15.99%	103.13%	49.30%	41.28%	39.21%	35.08%
EBIT增长率	2.59%	114.91%	60.02%	54.31%	36.78%	33.28%
净利润增长率	11.91%	69.43%	65.46%	45.81%	34.54%	31.65%
总资产增长率	17.48%	31.66%	25.94%	20.58%	26.53%	27.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	148.5	102.0	100.9	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	101.2	87.4	81.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	155.9	91.5	71.5	72.0	72.0	72.0
固定资产周转天数	27.3	129.8	88.0	63.5	46.3	34.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.95%	-67.45%	-67.63%	-72.17%	-75.37%	-78.52%
EBIT利息保障倍数	-39.1	-135.6	-264.7	-34.0	-29.7	-26.6
资产负债率	10.14%	19.03%	18.97%	19.39%	21.54%	22.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-20	买入	49.05	60.00～60.00
2	2019-03-28	买入	46.94	60.00～60.00
3	2019-04-29	买入	23.01	31.60～31.60
4	2019-08-28	买入	21.34	31.60～31.60
5	2019-10-10	买入	26.95	31.60～30.00
6	2019-10-29	买入	27.90	N/A
7	2020-04-10	买入	31.80	N/A
8	2020-04-24	买入	31.67	N/A

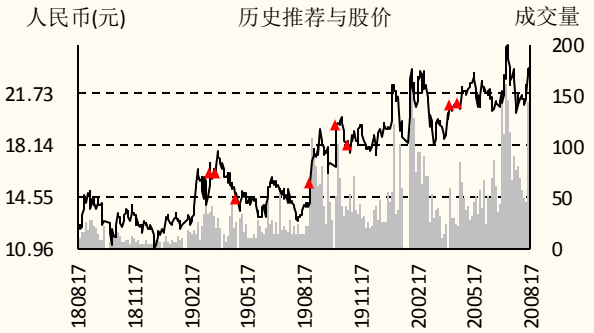
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH