

传智教育（003032.SZ）-2022 财年年报点评

业绩符合预期，积极修炼内功迎接复苏

增持

核心观点

2022 年扣非归母净利润同增 190%，贴近业绩预告下限。2022 财年，公司营业收入 8.03 亿元/+20.9%；归母净利润 1.81 亿元/+135.3%；扣非归母净利润 1.42 亿元/+190.4%，归母&扣非归母净利润均贴近业绩预告下限，我们认为主要系部分重读班学生收入延迟至 2023 年确认所致。若以无疫情的 2019 年为参考基准，则营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比 -13.1%/+0.3%/-3.9%，参培人数同比回暖但仍未恢复至 2019 年水平。**2022Q4**，公司收入 1.80 亿元/+3.5%；归母净利润 0.15 亿元/+13.8%；扣非归母净利润 605.74 万元/+34.1%。截至 2022 年底，合同负债为 1.76 亿元，同比+0.9%/环比-23.9%，环比下滑预计系防控政策调整影响当季招生。

分业务，IT 线上/线下短训收入 7.70 亿元/+23.8%，占比 95.9%/+2.2pct，具体看客单价持平、参培人数同增 20%+；非学历高等教育（传智专修学院）收入 1930.65 万元/-34.4%，占比 2.4%/-2.0pct，大专扩招、招生成本抬升下，预计公司将持续主动收缩非学历高教业务；学历中等职业教育（2021 年收购宿迁传智互联网中等职业技术学校）于 2022 年贡献 155.36 万元收入，占比 0.2%，未来有望持续贡献增量；其他业务收入 1212.20 万元/-2.7%，占比 1.5%/-0.4pct。

降本提效成果逐渐显现，收入规模效应带动利润率上行。2022 年，毛利率 57.7%/+8.9pct，归母净利率 22.5%/+10.9pct。期间费用率 35.8%/-5.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.2/-1.1/+2.5/-3.0pct，疫情下公司致力于降本增效，其中员工总数自 2019 年 6 月 2369 人减少至 2022 年底的 1445 人，本期招生回暖、收入规模回升，成本杠杆效用下利润率上行。

员工持股计划稳定中线信心，学历教育布局持续深化。2022 年公司发布员工持股计划，受让价格为 7.385 元/股，激励对象包含副总裁刘凡、于洋、CFO 徐淦海以及董秘陈碧琳在内的 95 名核心人员，激励股权全部解锁条件 2023-2025 年扣非归母净利润为 1.85/2.15/2.50 亿元，CAGR 约 16.3%。此次员工持股计划目标稳健，最大程度绑定了核心高管，稳定了公司中线成长信心。此外，公司公告申请举办的“大同互联网职业技术学院”已纳入《山西省“十四五”时期高校设置规划》，高校建成后将与现有中等职业技术学校行程互补，有望构筑新成长曲线。

风险提示：疫情反复，网点扩张不及预期，行业竞争加剧、招生不及预期等

投资建议：疫情 3 年以来公司加紧修炼内功，一方面巩固研发优势保证就业市场领先地位，另一方面内部积极尝试降本增效。2022Q4 国内防控政策转向，招生端预计将进入复苏上行通道，且国家数字化转型趋势确定性高，我们看好公司中线成长空间。此外，公司学历业务布局持续深化，预计大专的落地将在公司现有学历业务基础上形成强势互补，未来有望构筑公司新的成长曲线。考虑到 2023Q1 经济&就业市场弱复苏的大前提，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.09/2.49/2.95 亿元（原为 2.36/2.86/-亿元，下调 2023 年预测、新增 25 年预测），最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 32/27/23 倍，维持“增持”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：白晓琦 0755-81981232 baixiaoqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	16.53 元
总市值/流通市值	6652/2878 百万元
52 周最高价/最低价	20.83/11.27 元
近 3 个月日均成交额	197.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《传智教育（003032.SZ）-三季度经营数据释放积极信号，股权激励条件稳定中线预期》——2022-11-01

《传智教育（003032.SZ）-业务复苏节奏亮眼，学历教育布局稳步推进》——2022-08-19

《传智教育（003032.SZ）-逆风环境经营韧性凸显，静待后续培训需求回暖》——2022-07-13

《传智教育（003032.SZ）-2022 年一季报点评-经营强势复苏，跟踪学历教布局进展》——2022-04-29

《传智教育（003032.SZ）-2021 年年报点评-经营节奏符合预期，静待疫情企稳后的业务复苏》——2022-04-20

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	664	803	922	1,074	1,241
(+/-%)	3.8%	20.9%	14.8%	16.5%	15.5%
净利润(百万元)	77	181	209	249	295
(+/-%)	18.1%	135.3%	15.6%	19.1%	18.6%
每股收益(元)	0.19	0.45	0.52	0.62	0.73
EBIT Margin	9.7%	22.9%	23.5%	24.5%	25.5%
净资产收益率(ROE)	6.3%	13.5%	13.7%	14.2%	14.5%
市盈率(PE)	86.4	36.7	31.8	26.7	22.5
EV/EBITDA	107.2	38.5	35.5	29.8	25.0
市净率(PB)	5.47	4.96	4.34	3.77	3.27

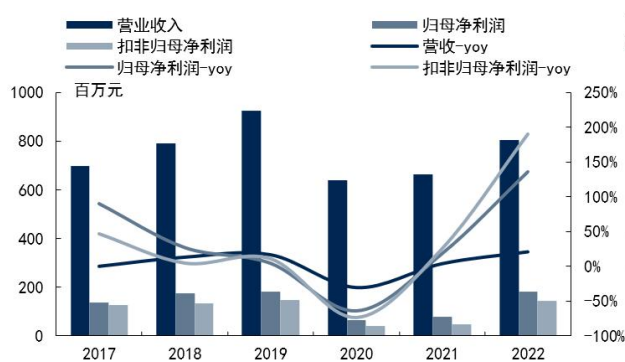
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年扣非归母净利润同增 190%，贴近业绩预告下限。2022 财年，公司营业收入 8.03 亿元，同比+20.9%；归母净利润 1.81 亿元，同比+135.3%；扣非归母净利润 1.42 亿元，同比+190.4%，归母&扣非归母净利润均贴近业绩预告下限，我们认为主要系部分重读班学生收入延迟至 2023 年确认所致。若以疫情前 2019 年为参考基准，则营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比-13.1%/+0.3%/-3.9%，参培人数有所回暖但仍未恢复至 2019 年水平。

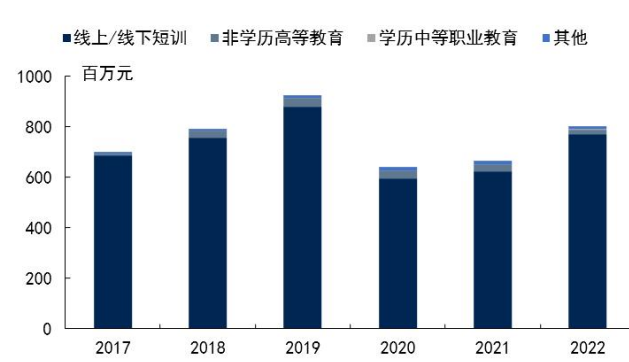
2022Q4，公司收入 1.80 亿元，同比+3.5%；归母净利润 0.15 亿元，同比+13.8%；扣非归母净利润 605.74 万元，同比+34.1%。截至 2022 年底，合同负债为 1.76 亿元，同比+0.9%/环比-23.9%，环比下滑预计系防控政策调整影响当季招生。

图1：传智教育营收、归母净利润、扣非归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司收入按产品划分

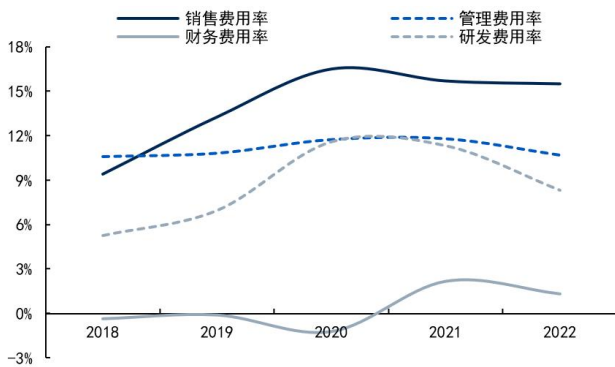


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务，2022 财年，公司线上/线下短训实现收入 7.70 亿元，同比增长 23.8%，占营业收入总额的 95.9%，同比+2.2pct，具体看客单价持平、参培人数同增 20%+；非学历高等教育（传智专修学院）收入 1930.65 万元，同比-34.4%，占营业收入总额的 2.4%，同比-2.0pct，大专扩招、招生成本抬升下，预计公司将持续主动收缩非学历高教业务；学历中等职业教育（2021 年收购宿迁传智互联网中等职业技术学校）于 2022 年贡献 155.36 万元收入，占比 0.2%，未来有望持续贡献增量；其他业务实现收入 1212.20 万元，同比-2.7%，占营业收入总额的 1.5%，同比-0.4pct。

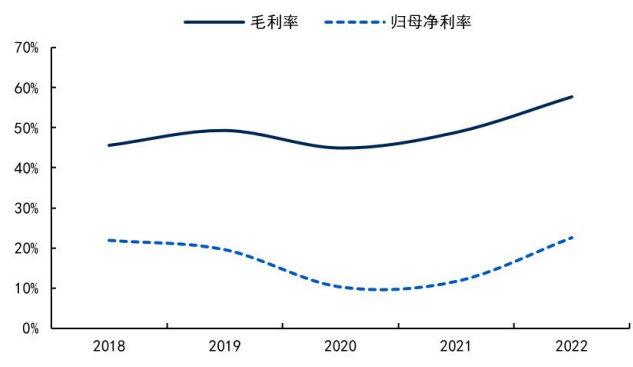
降本提效成果逐渐显现，收入规模效应带动利润率上行。利润端，2022 年，公司毛利率 57.7%，同比+8.9pct，系租金及折摊、物业水电成本同比均有优化；归母净利率 22.5%，同比+10.9pct。费用端，2022 年，公司期间费用率 35.8%，同比-5.2pct；其中，销售费用率 15.5%，同比-0.2pct；管理费用率 10.7%，同比-1.1pct；财务费用率 1.3%，同比+2.5pct；研发费用率 8.3%，同比-3.0pct；疫情下公司致力于降本增效，其中员工总数自 2019 年 6 月 2369 人减少至 2022 年底的 1445 人，本期招生回暖、收入规模回升，成本杠杆效用下利润率上行。

图3：传智教育期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：传智教育毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

员工持股计划稳定中线信心，学历教育布局持续深化。2022 年公司发布员工持股计划，受让价格为 7.385 元/股，激励对象包含副总裁刘凡、于洋、CFO 徐淦海以及董秘陈碧琳在内的 95 名核心人员，激励股权**全部解锁条件 2023-2025 年扣非归母净利润为 1.85/2.15/2.50 亿元，CAGR 约 16.3%**。此次员工持股计划目标稳健，最大程度绑定了核心高管，稳定了公司中线成长信心。此外，公司公告申请举办的“大同互联网职业技术学院”已纳入《山西省“十四五”时期高校设置规划》，高校建成后将与现有中等职业技术学校行程互补，有望构筑新成长曲线。

表1：员工持股计划参与对象及分配比例

序号	姓名	职务	持有份额（万份）	占员工持股计划的比例	所获份额对应股份数量（万股）
1	刘凡	副总裁	108.0426	4.00%	14.63
2	于洋	副总裁	81.0135	3.00%	10.97
3	徐淦海	财务总监	54.0582	2.00%	7.32
4	陈碧琳	董事会秘书	54.0582	2.00%	7.32
小计			297.1724	11.00%	40.24
核心骨干人员（不超过 91 人）			2257.0776	83.54%	305.63
预留份额			147.7000	5.47%	20
合计			2701.9500	100.00%	365.87

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：员工持股计划业绩考核标准

解锁期	对应考核年度	该考核年度使用的净利润值或净利润累计值	年度净利润值 (A) (亿元)		年度净利润累计值 (B) (亿元)	
			目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解锁期	2023	2023 年净利润值	1.85	1.57	1.85	1.57
第二个解锁期	2024	2024 年净利润值或 2023-2024 年两年净利润累计值	2.15	1.85	4.2	3.57
第三个解锁期	2025	2025 年净利润值或 2023-2025 年三年净利润累计值	2.5	2.15	6.7	5.7
考核指标			业绩完成度			
			公司层面解锁比例 (X)			
			$A \geq Am$			
			$X=100\%$			
净利润值 (A)			$An \leq A$			
			$X=A/Am*100\%$			
			A			
			$X=0$			
			$B \geq Bm$			
			$X=100\%$			
累计净利润值 (B)			$Bn \leq B$			
			$X=B/Bm*100\%$			
			B			
			$X=0$			
公司层面解锁比例			当考核指标出现 $A \geq Am$ 或 $B \geq Bm$ 时， $X=100\%$ ；当考核指标出现 $A < Am$ 且 $B < Bn$ 时， $x=0$ ；当考核指标 a、b 出现其他组合分布时， $x=a/Am*100\%$ 或 $x=B/Bm*100\%$ ，以孰高者确定。			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：疫情3年以来公司加紧修炼内功，一方面巩固研发优势保证就业市场领先地位，另一方面内部积极尝试降本增效。2022Q4 国内防控政策转向，招生端预计将进入复苏上行通道，且国家数字化转型趋势确定性高，我们看好公司中线成长空间。此外，公司学历业务布局持续深化，预计大专的落地将在公司现有学历业务基础上形成强势互补，未来有望构筑公司新的成长曲线。考虑到 2023Q1 经济 & 就业市场弱复苏的大前提，我们预计 2023 -2025 年归母净利润为 2.09/2.49/2.95 亿元（原为 2.36/2.86/-亿元，下调 2023 年预测、新增 25 年预测），最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 32/27/23 倍，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值		EPS（元）					PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(24E)			
003032.SZ	传智教育	16.53	66.52	0.45	0.52	0.62	0.73	32.12	27.77	23.31	19.66	13.51	1.34	增持		
605098.SH	行动教育	34.48	40.71	2.05	2.65	3.39	-	14.68	11.36	8.88	-	13.17	0.31	增持		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	833	929	1733	2138	2539	营业收入	664	803	922	1074	1241
应收款项	8	11	13	14	16	营业成本	340	340	388	448	512
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	3	3	3	2
其他流动资产	19	47	37	45	58	销售费用	104	124	141	162	185
流动资产合计	1313	1511	2307	2721	3138	管理费用	78	86	98	112	127
固定资产	2	2	8	34	54	研发费用	75	67	76	86	98
无形资产及其他	4	3	4	5	6	财务费用	14	11	(5)	1	1
投资性房地产	430	326	326	326	326	投资收益	21	23	5	9	9
长期股权投资	0	0	5	10	15	资产减值及公允价值变动	(2)	17	9	6	4
资产总计	1749	1841	2649	3096	3539	其他收入	(68)	(81)	(91)	(97)	(109)
短期借款及交易性金融负债	59	52	500	500	500	营业利润	76	199	221	265	317
应付款项	3	3	11	7	9	营业外净收支	4	9	13	14	12
其他流动负债	247	298	306	361	416	利润总额	80	209	234	278	330
流动负债合计	309	352	817	868	925	所得税费用	3	28	25	29	35
长期借款及应付债券	0	0	100	200	300	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	227	151	201	269	282	归属于母公司净利润	77	181	209	249	295
长期负债合计	227	151	301	469	582	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	536	503	1119	1336	1507	净利润	77	181	209	249	295
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	3	14	36	46
股东权益	1213	1338	1531	1760	2031	折旧摊销	2	2	2	5	10
负债和股东权益总计	1749	1841	2649	3096	3539	公允价值变动损失	2	(17)	(9)	(6)	(4)
						财务费用	14	11	(5)	1	1
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	28	51	88	145	102
每股收益	0.19	0.45	0.52	0.62	0.73	其它	0	(3)	(14)	(36)	(46)
每股红利	0.02	0.02	0.04	0.05	0.06	经营活动现金流	109	217	290	393	403
每股净资产	3.01	3.33	3.80	4.37	5.05	资本开支	0	(21)	(13)	(63)	(73)
ROIC	5.84%	17.88%	25%	33%	43%	其它投资现金流	(453)	(71)	0	0	0
ROE	6.34%	13.51%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(453)	(92)	(18)	(68)	(78)
毛利率	49%	58%	58%	58%	59%	权益性融资	0	27	0	0	0
EBIT Margin	10%	23%	23%	24%	25%	负债净变化	0	0	100	100	100
EBITDA Margin	10%	23%	24%	25%	26%	支付股利、利息	(7)	(8)	(17)	(20)	(24)
收入增长	4%	21%	15%	17%	16%	其它融资现金流	354	(40)	448	0	0
净利润增长率	18%	135%	16%	19%	19%	融资活动现金流	341	(29)	532	80	76
资产负债率	31%	27%	42%	43%	43%	现金净变动	(4)	96	804	405	401
股息率	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	837	833	929	1733	2138
P/E	86.4	36.7	31.8	26.7	22.5	货币资金的期末余额	833	929	1733	2138	2539
P/B	5.5	5.0	4.3	3.8	3.3	企业自由现金流	0	191	271	322	322
EV/EBITDA	107.2	38.5	35.5	29.8	25.0	权益自由现金流	0	151	823	420	421

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032