

2023年08月31日

就业压力影响招生，控费保障净利率稳定

传智教育(003032)

评级:	买入	股票代码:	003032
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	20.83/12.12
目标价格:		总市值(亿)	51.11
最新收盘价:	13.0	自由流通市值(亿)	22.11
		自由流通股数(亿)	1.74

事件概述

23H1 公司实现收入/归母净利/扣非净利/经营活动现金流为 3.18/0.77/0.61/0.37 亿元，同比减少 17.97%/12.89%/11.84%/78.85%，我们分析，收入和净利下滑主要受就业压力影响招生；经营活动现金流低于归母净利主要由于预收款及应付项目减少。23Q2 公司实现收入/归母净利/扣非净利 1.78/0.60/0.49 亿元，同比下降 22.87%/13.40%/12.24%。

分析判断:

就业压力影响招生，中职学校业务开始贡献。收入拆分来看，1) 短训业务：23H1 公司线上+线下短训服务收入为 3.06 亿元，同比下降 17.98%；2) 非学历高等教育业务：23H1 实现收入 635.86 万元，同比下降 46.98%；3) 学历中等职业教育：23H1 实现收入 187.1 万元；4) 分地区来看，华北/华东/华中/华南/华西收入分别为 1.14/0.89/0.58/0.45/0.12 亿元，同比下降 17.09%/6.96%/18.83%/35.04%/13.73%。此外，23H1 公司培训服务预收款为 1.38 亿元、同比下降 35%。

毛利率略有下降，净利率增长主要受益于费用率及所得税率减少。(1) 23H1 公司毛利率为 58.28%，同比下降 1.03 PCT，其中短训业务毛利率为 59.25%，同比下降 1.08PCT；华北/华东/华中/华南毛利率分别为 61.44%/58.39%/62.78%/45.73%，同比下降-3.73%/1.83%/4.27%/7.99%。23Q2 毛利率为 62.93%，同比提升 0.02PCT。(2) 公司 23H1 净利率为 24.21%，同比增长 1.67PCT，其中 23Q2 净利率为 33.36%，同比增长 3.80PCT，主要由于费用率下降。从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率为 15.55%/11.71%/9.44%/0.51%，同比下降 2.16/-0.58/-0.7/0.98PCT。销售费用下降主要由于职工薪酬下降；财务费用下降主要由于理财产品收益增多导致利息收入增加。投资收益占比同比下降 0.85PCT；减值损失合计占比下降 0.29PCT；公允价值变动收益占比增长 0.43PCT；资产处置收益占比增长 0.15PCT；所得税率同比下降 0.79PCT 至 1.92%。

投资建议:

我们分析，(1) 短期来看，就业压力导致公司招生受到影响，我们预计随着经济企稳、未来会陆续恢复；(2) 中期来看，明年大同学校开始招生，构成增量贡献；(3) 长期来看，公司在教研上持续投入、新课程推出(如电商视觉设计、集成电路、ChatGPT 等)、公司储备的项目库等均有望和同行拉开差距，带动学员就业竞争力的提升。且“十四五”提出的发展目标不变，计划到 2025 年数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数字化人才需求将持续保持热度；人工智能、云计算、物联网、智能终端、大数据等技术的发展+产业信息化趋势，公司有望受益。考虑到上半年招生不如预期，下调 23-25 年收入预测 9.45/11.75/13.65 亿元至 7.03/7.65/9.0 亿元；下调 23-25 归母净利 2.30/3.05/3.85 亿元至 1.50/1.75/2.09 亿元；对应 23-25 年 EPS 0.37/0.44/0.52 元；对应 2023 年 08 月 30 日 13.0 元收盘价，PE 分别为 35/30/25 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	664	803	703	765	900
YoY (%)	3.8%	20.9%	-12.4%	8.8%	17.7%
归母净利润(百万元)	77	181	150	175	209
YoY (%)	18.1%	135.3%	-16.9%	16.6%	19.1%
毛利率 (%)	48.8%	57.7%	56.1%	56.4%	56.8%
每股收益 (元)	0.19	0.45	0.37	0.44	0.52
ROE	6.3%	13.5%	10.1%	10.4%	11.0%
市盈率	68.08	28.94	34.82	29.86	25.07

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	803	703	765	900	净利润	181	150	175	209
YoY (%)	20.9%	-12.4%	8.8%	17.7%	折旧和摊销	84	10	10	10
营业成本	340	309	334	389	营运资金变动	22	-25	20	45
营业税金及附加	3	2	3	3	经营活动现金流	276	104	178	236
销售费用	124	102	102	135	资本开支	-4	2	-1	-1
管理费用	86	75	83	92	投资	-110	-10	-10	-10
财务费用	11	14	11	3	投资活动现金流	-82	-25	-28	-27
研发费用	67	58	57	66	股权募资	27	0	0	0
资产减值损失	-8	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	23	8	8	9	筹资活动现金流	-97	0	0	0
营业利润	199	156	183	222	现金净流量	96	80	150	208
营业外收支	9	17	19	19	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	209	174	202	241	成长能力				
所得税	28	23	27	32	营业收入增长率	20.9%	-12.4%	8.8%	17.7%
净利润	181	150	175	209	净利润增长率	135.3%	-16.9%	16.6%	19.1%
归属于母公司净利润	181	150	175	209	盈利能力				
YoY (%)	135.3%	-16.9%	16.6%	19.1%	毛利率	57.7%	56.1%	56.4%	56.8%
每股收益	0.45	0.37	0.44	0.52	净利润率	22.5%	21.4%	22.9%	23.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.8%	7.6%	8.1%	8.5%
货币资金	929	1,009	1,159	1,367	净资产收益率 ROE	13.5%	10.1%	10.4%	11.0%
预付款项	6	6	6	7	偿债能力				
存货	0	0	0	0	流动比率	4.29	4.89	5.02	4.94
其他流动资产	575	574	574	576	速动比率	4.27	4.87	5.00	4.92
流动资产合计	1,511	1,588	1,740	1,951	现金比率	2.64	3.10	3.34	3.46
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	27.3%	24.2%	22.9%	22.3%
固定资产	2	8	18	34	经营效率				
无形资产	3	3	3	3	总资产周转率	0.44	0.36	0.35	0.37
非流动资产合计	331	381	437	497	每股指标 (元)				
资产合计	1,841	1,970	2,176	2,448	每股收益	0.45	0.37	0.44	0.52
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.33	3.71	4.17	4.73
应付账款及票据	3	3	3	3	每股经营现金流	0.69	0.26	0.44	0.59
其他流动负债	349	322	344	391	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	352	325	347	395	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.94	34.82	29.86	25.07
其他长期负债	151	151	151	151	PB	5.19	4.45	3.96	3.50
非流动负债合计	151	151	151	151					
负债合计	503	476	498	546					
股本	402	402	402	402					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,338	1,493	1,679	1,902					
负债和股东权益合计	1,841	1,970	2,176	2,448					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。