

# 传智教育 (003032)

## 传智：“全民学码”，IT 培训龙头上市扬帆 投资评级（暂无）

2021 年 01 月 11 日

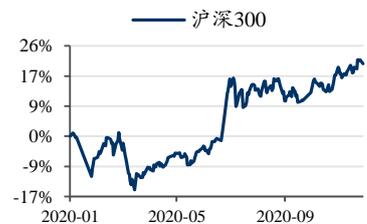
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	924	643	1,047	1,268
同比（%）	16.7%	-30.3%	62.7%	21.1%
归母净利润（百万元）	180	63	186	247
同比（%）	6.2%	-65.1%	196.3%	32.5%
每股收益（元/股）	0.50	0.16	0.46	0.61
P/E（倍）	17.00	54.12	18.26	13.78

### 投资要点

- **就业为导向，提供高质量的短期线下 IT 培训课程：**公司是国内领先的非学历 IT 教育培训机构，创始人有丰富的 IT 从业经验，公司以就业为导向，在全国现有 19 所分校，107 位专职科研技术大牛及 1100 位专职教师。2019 年实现收入 9.2 亿元，排名 IT 培训行业第二，主要收入来源于 IT 短期培训（2019 年占比 96%），主要提供如 JAVA，Python，系统开发等 IT 课程和产品经理、电商等泛 IT 课程。此外，公司同样在高等教育方面通过“传智专修学院”开拓职业培训和本科合作办学，在少儿阶段提供线上编程课程，未来有望实现 IT 培训全赛道布局。
- **IT 人才供不应求，培训市场高速增长：**过去 5 年 IT 行业市场保持 15% 以上的年均增速，2019 年收入规模达到 7.2 万亿，其中 IT 培训行业市场规模达到 600 亿以上。相比起行业的高速增长，IT 从业人口增速却相对滞后，留下了较大缺口，通过培训快速供应人才的需求仍将比较强烈。
- **从消费者的角度，高薪，终身学习的 IT 行业特性叠加就业焦虑带来参培率的提升：**IT 培训面向主要客群是刚毕业的学生，或寻求转行的非 IT 从业人员等。我们认为消费者选择 IT 培训主要有 1) 行业薪水吸引力大，非 IT 专业的学生渴望通过培训机构的快捷通道快速入行。2) 大学课程和工作要求不匹配，培训机构可以较好弥补其中的错配；3) IT 行业技术迭代快，终身学习已经成为一种习惯；4) 内卷加剧，就业焦虑导致从业人员希望从更多培训来获得心理安慰。
- **校企合作，规模化管理针对性教学保证生源：**公司通过与企业的紧密合作，保证课程与企业要求高度契合；同时也可推介学生实习和工作机会。通过高薪聘请 IT 大厂技术大牛组建研发团队保证课程贴近市场需求，通过专业教研+教师培训机制实现规模化扩张。
- **三大特色营销渠道，打造公司品牌影响力：**1) 口碑营销：创始团队自带影响力，70%新客户来自口碑推荐，获客成本低。2) 依托丰富的教学资源为高校提供全方位教学内容资源、教学支持平台和实训服务等支持，提升在 IT 圈子的专业话语权，提前锁定潜在的培训客户群体。3) 自建行业社区如“传智汇”IT 互联网精英社区举行线下论坛活动等，促进信息化资源共享，扩大公司品牌认知度和影响力。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内 IT 培训行业的领先企业（行业第二），有较为深厚的校企关系和行业影响力，有较强的营销能力和低成本获客能力，同时受益于 IT 培训行业的火热，未来仍能保持收入利润高增长。我们预测公司 2020-22 年将实现净利润 6291 万/1.9 亿/2.5 亿元，同比增速为 -65.1%/196.3%/32.5%，A 股发行价为 8.46 元，发行价对应 20-22 年 PE 为 54.1/18.3/13.8 倍。建议积极关注。
- **风险提示：** 疫情反复，行业竞争加剧，课程研发存在一定不确定性。

**证券分析师 吴劲草**  
 执业证号：S0600520090006  
 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  
**证券分析师 张家璇**  
 执业证号：S0600520120002

### 股价走势



### 市场数据

发行价(元)	8.46
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值 (百万元)	340.47

### 基础数据

每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	20.97
总股本(百万股)	402.45
流通股本(百万股)	40.25

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 15 年深耕，国内领先的非学历 IT 培训机构</b> .....	<b>5</b>
1.1. 创始团队之一黎活明为公司实控人 .....	5
1.2. 管理层逾 10 年行业经验，均为 IT 精英背景 .....	6
1.3. 全国一二线城市布局，收入利润稳步增长 .....	7
<b>2. 线下 IT 短期培训稳健发展，非学历培训和线上业务潜力较大</b> .....	<b>9</b>
2.1. IT 短期培训稳健增长 .....	9
2.2. IT 非学历高等教育布局---传智专修学院 .....	13
2.3. 多元化布局少儿编程 .....	14
<b>3. IT 人才供不应求，培训市场高速增长，产教融合，深厚的校企关系构建公司护城河</b> .....	<b>15</b>
3.1. IT 人才需求旺盛，IT 市场成长空间大 .....	15
3.2. 高薪，终身学习的 IT 行业特性叠加就业焦虑带来参培率的提升 .....	16
3.3. 行业竞争格局分散，未来存在整合空间 .....	18
3.4. 校企合作，规模化管理，以就业为导向的高质量针对性教学保证生源 .....	19
3.4.1. 与 IT 行业头部企业达成紧密合作关系，以就业为导向培训 .....	19
3.4.2. 强课研团队，规模化课程管理和教师培训机制构建人才壁垒 .....	20
3.4.3. 三大特色营销渠道，打造公司品牌影响力 .....	21
<b>4. 公司财务：收入利润稳步增长，费用利用效率高</b> .....	<b>23</b>
<b>5. 公司上市所募集资金用途</b> .....	<b>25</b>
<b>6. 盈利预测和投资建议</b> .....	<b>26</b>
6.1. 核心假设与盈利预测 .....	26
6.2. 投资建议 .....	27
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 前十大股东明细 (IPO 发行后)	5
图 2: 2017-2019 年公司收入规模及增速	7
图 3: 2017-2019 年公司净利润规模及增速	7
图 4: 线下短期 IT 培训为主要收入来源 (收入占比为 2019 年数据)	7
图 5: 主要收入构成占比	8
图 6: 公司实现了东部和中部主要一二线城市的布局	8
图 7: 线下课程开发过程	10
图 8: 线下 IT 课程收入保持稳步增长 (百万元)	10
图 9: 线下 IT 课程主要由服务器端 IT 课程组成	10
图 10: 线下泛 IT 课程收入保持高速增长 (百万元)	11
图 11: 线下泛 IT 课程主要为产品经理及设计类课程	11
图 12: 面授和双元模式培训收入占比	11
图 13: 线上课程制作和教授流程	12
图 14: “博学谷”APP 操作面	12
图 15: 线上培训增速迅猛 (百万元)	12
图 16: 传智专修学院本科学历教育专业方向	13
图 17: 传智专修学院 2021 招生计划	13
图 18: 传智专修学院收入 (百万元) 及增速	14
图 19: 传智专修学院分专业收入占比	14
图 20: Scratch 图形化编程	14
图 21: Python 西游编程	14
图 22: 在线双元课+精致动画+高频结构化实时互动融合模式	15
图 23: 2012-2019 年 IT 行业整体收入 (亿元) 及增速	15
图 24: 2017-2020 年 IT 行业培训市场规模 (亿元)	15
图 25: 2012-2019IT 行业从业人数 (万人) 及增速	16
图 26: IT 从业人员平均月工资较高	17
图 27: IT 行业发展路径清晰, 薪资空间大	17
图 28: 2020 年届毕业生打算从事的 Top10 行业	17
图 29: 2019 年 IT 培训行业主要公众公司市占率	18
图 30: 2019 年 IT 培训行业主要公众公司营收及毛利率	18
图 31: 传智教育与华为达成课程共建合作	19
图 32: 传智教育与百度云达成 AI 和大数据课程共建合作	19
图 33: 公司在培训之余还提供就业辅导	19
图 34: 2020 年 9 月, 公司推出了 9 个月高级软件工程师课程, 允许起步薪资 1 万元以上才交费	19
图 35: 教师选拔/培训体系	20
图 36: 高学历, 丰富大厂实战经验的课研团队	21
图 37: 专业的教师队伍	21
图 38: 公司百度平台搜索投放	22
图 39: 公司每年的百度投放费用 (万元)	22
图 40: “传智汇”平台举行的线下专项交流活动	22
图 41: “传智汇”举办的行业年会	22

图 42: 2017-2019 年公司收入规模及增速 .....	23
图 43: 2017-2019 年公司净利润规模及增速 .....	23
图 44: 可比公司毛利率 .....	23
图 45: 可比公司净利率 .....	23
图 46: 可比公司销售费用率 .....	24
图 47: 可比公司管理费用率 .....	24
图 48: 销售费用主要为宣传推广和销售人员支出 (百万元) .....	24
图 49: 2019 年公司员工结构 (人数, %) .....	24
表 1: 历史沿革 .....	5
表 2: 核心管理层均具备丰富的 IT 行业从业背景 .....	6
表 3: IT 短期培训课程简介 .....	9
表 4: IT 培训行业主要公众公司主营业务及主要产品 .....	18
表 5: 规模化研发管理 .....	20
表 6: 公司与高校合作模式 .....	22
表 7: 募集资金用途 .....	25
表 8: IT 职业培训能力拓展项目情况 .....	25
表 9: IT 培训研究院建设项目情况 .....	25
表 10: 分业务收入预测汇总 .....	26
表 11: 相关公司估值表 .....	27

## 1. 15年深耕，国内领先的非学历 IT 培训机构

来自 IT 大厂的老师+高质量教学，培训领域高知名度。传智教育（传智播客全新升级品牌）是国内领先的从事非学历、IT 教育培训的公司，致力于提供高水平的 IT 技术教育培训服务。现有 19 所分校，107 位专职科研技术大牛及 1100 位专职教师。公司的主要客户群体为有 IT 学习需求的成年人，高中毕业生等。收入主要来源于 IT 短期培训业务（占比超过 95%），就收入规模而言，2019 年排名行业第二。

表 1: 历史沿革

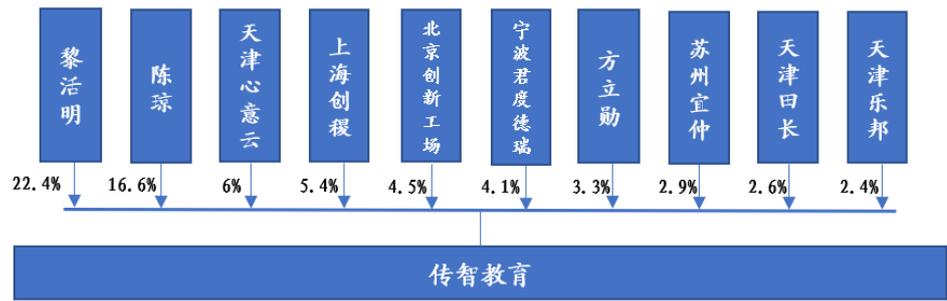
时间	事件
2006	传智播客成立，在北京大学开设首期班。
2008	黎活明老师加入传智播客,在 IT 培训行业引入真正的项目实战。
2010	在中关村软件园成立“黑马程序员”训练营，成为 IT 培训行业真正实施“先就业后付费”模式的培训机构。
2011	黑马程序员首期毕业，毕业平均薪水达到 8000 元以上，创行业新高。
2013	黑马程序员升级就业保障：“无需贷款，不 7000 以上就业不给一分钱”；
2014	引进国外“双元课堂”教学模式；面向高校推出博学谷教学辅助平台 1.0，以及堂播虎教学实施客户端 1.0。
2015	成立研究院，引领课程版本更新；与国家信息技术紧缺人才培养工程(NITE)在软件开发与应用领域达成深度合作。
2016	成立子品牌酷丁鱼少儿教育；成功挂牌新三板。
2017	传智专修学院在江苏沐阳正式揭牌成立； IT 互联网精英社区“传智汇”正式成立。
2018	与百度云达成人工智能&大数据课程共建合作；与华为云达成合作，共同推进技术发展资源共享。
2019	与百度云智学院共建智能运维课程；与库柏特科技达成战略合作。
2020	A 股 IPO 过会；“传智播客”品牌全新升级为“传智教育”；成为长沙人社局官方指定互联网+职业技能培训机构；传智研究院首次对外正式发布，研究院【项目库】重磅上线；教辅平台入选教育部产学合作教学资源名单。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.1. 创始团队之一黎活明为公司实控人

公司的控股股东和实际控制人为黎活明、陈琼。以 IPO 发行后计算，公司董事长及总经理黎活明先生持有 22.4% 的股份，为最大股东。第二大股东为董事陈琼，其持有 16.6% 的股份。黎活明与陈琼为一致行动人，合计控制股权 39%。

图 1: 前十大股东明细（IPO 发行后）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 管理层逾 10 年行业经验，均为 IT 精英背景

核心管理层拥有逾 10 年的行业经验，功底深厚。公司由一批拥有 10 年以上开发管理经验，且来自互联网或研究机构的 IT 精英组成。董事长及总经理黎活明先生为 Java EE 高级架构师、高级讲师及咨询顾问，国内第一本 ejb3.0 书籍的作者，有着丰富的 b/s 系统开发与网站运营经验，独立开发了国内第一个采用 ejb3.0 实现的大型电子商务网站巴巴运动网的所有代码。董事兼副总经理方立勋老师 2003 年进入 IT 行业，2006 年和张孝祥老师一起创办了传智播客，2010 年和中关村软件园、CSDN 一起创办了黑马程序员训练营。

表 2: 核心管理层均具备丰富的 IT 行业从业背景

姓名	职务	性别	学历	简历
黎活明	董事长、总经理	男	本科	2016 年 6 月至今任公司董事长兼总经理，2016 年 7 月至今任北京传智播客教育科技有限公司执行董事/经理。曾任北京游易天下旅行社有限公司项目经理/运营总监，北京联合创科电信技术有限公司高级软件工北京联合创科电信技术有限公司高级软件工，中国农业网技术部经理。
陈琼	董事	女	本科	2016 年 6 月至今任公司董事。曾任东风汽车公司铁路处工程师。
方立勋	董事、副总经理	男	大专	2016 年 6 月至今任公司董事、副总经理，2012 年 9 月至今任江苏传智播客教育科技股份有限公司副总裁。曾任江苏传智播客教育科技有限公司总经理、董事长。
肖敏	董事	男	本科	2017 年 5 月至今任公司董事。曾任经纬创投（北京）投资管理顾问有限公司合伙人，百度联盟经理，百度联盟经理，浪潮佳软公司渠道总监。
毕向东	董事、副总经理	男	本科	2007 年 9 月至今任公司副总裁；2016 年 6 月至今任公司副总经理；2017 年 12 月至今任公司董事。曾任延吉市德高科技开发有限公司总经理，亚洲商联（沈阳）投资管理有限公司工程师。
冯威	副总经理	男	本科	2012 年 11 月至今任公司副总裁；2016 年 6 月至今任公司副总经理。曾任北京传智播客教育科技有限公司讲师，北京东方清软科技有限公司讲师。

曲晓燕 副总经理、财务总监、董事会秘书 女 本科

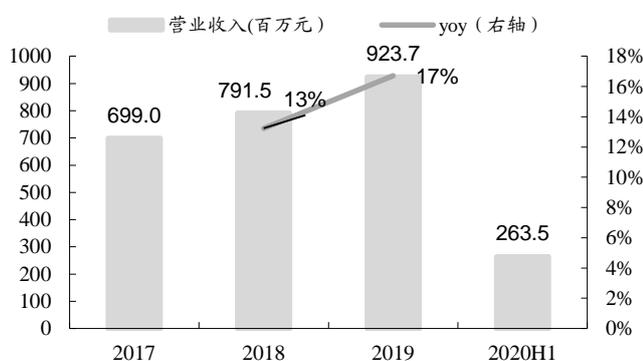
2015 年 12 月至今任公司副总裁；2016 年 6 月至今任公司副总经理/董事会秘书/财务总监。曾任北京春腾网络科技股份有限公司、微博英才（北京）科技有限公司财务法务总监，任北京金山软件有限公司审计经理，山东省中鲁远洋（烟台）食品有限公司财务主管。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.3. 全国一二线城市布局，收入利润稳步增长

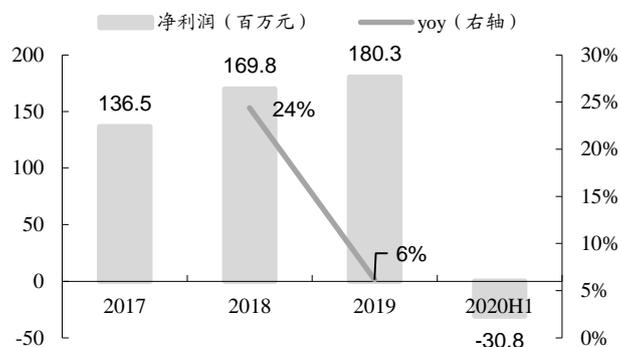
公司收入利润稳步增长。2017~2019 年，收入由 7 亿元增加至 9.2 亿元，CAGR 为 15%；利润由 1.4 亿元增加至 1.8 亿元，CAGR 为 15%。2020H1 受疫情影响较大，收入降至为 2.6 亿元，亏损 3080 万元。

图 2：2017-2019 年公司收入规模及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

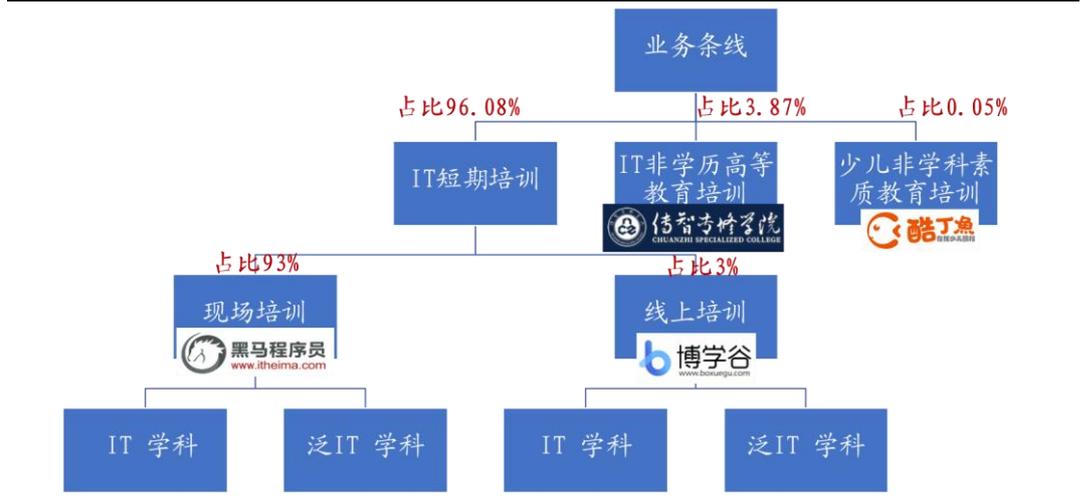
图 3：2017-2019 年公司净利润规模及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

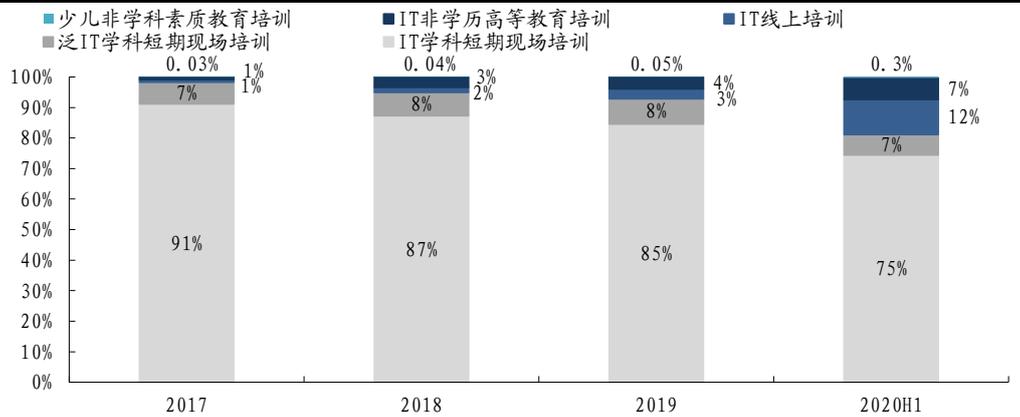
收入主要来自 IT 学科短期现场培训，IT 线上培训疫情期间加速发展。公司主营业务分为 IT 短期培训、IT 非学历高等教育培训和少儿非学科素质教育培训三大条线。其中根据科目的不同，IT 短期培训可分为 IT 学科短期现场培训和泛 IT 学科短期现场培训。根据授课方式的不同，IT 短期培训可分为现场培训（现场又可以分为面授和双师课程）和线上培训。2019 年 IT 学科短期现场培训收入贡献达到 85%，泛 IT 学科现场培训收入占比达 8%。IT 线上培训有加速发展趋势，尤其在疫情的催化下，2020H1 占比达 12%（2019 年为 4%）。

图 4：线下短期 IT 培训为主要收入来源（收入占比为 2019 年数据）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 5: 主要收入构成占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司现有 19 所分校，遍布各大一线城市及省会城市。自成立以来，公司已持续向社会高科技企业输送数十万名高新技术人员，累计就业学员人数超过 30 万。

图 6: 公司实现了东部和中部主要一二线城市的布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 线下 IT 短期培训稳健发展，非学历培训和线上业务潜力较大

### 2.1. IT 短期培训稳健增长

公司紧跟就业需求，开设了有针对性的 IT 培训课程。公司 IT 课程包括人工智能、Python、大数据、智能机器人软件开发、JAVAEE、前端与移动开发、Linux 云计算+运维开发及软件测试，泛 IT 课程包括新媒体+短视频直播运营、UI/UE+全链路设计师及产品经理。目前线下培训课程主要通过“黑马程序员”进行，授课模式分为面授培训和双师课堂，线上则通过“博学谷”平台进行。

表 3: IT 短期培训课程简介

产品/课程名称	价格(元)		受众群体	所开校区	有无线上课	主要内容
	基础班	就业班				
<b>IT 课程:</b>						
人工智能	598	22980	成年人	北京	无	计算机视觉、自然语言处理、推荐系统、机器学习、深度学习、数据挖掘、数据分析、知识图谱等
Python	598	20980-32980	成年人	北京、上海、广州等 11 个城市	有	Python-Web、自动化测试、自动化运维、数据采集，数据分析主流就业方向
大数据	598	22980-34980	成年人	北京、上海、广州等 8 个城市	有	离线数据处理、流式数据处理、海量数据快速查询、数据仓库、深度机器学习等
智能机器人软件开发	598	29980	成年人	深圳、武汉	无	机器人操作系统、感知、传感器融合、实时定位与路径规划、硬件控制驱动开发、无人驾驶等
JAVAEE	598	20980-32980	成年人	北京、天津、上海等 16 个城市	有	JAVASE 语言技术、JAWAWeb 核心技术、基础架构技术、传统行业项目解决方案、互联网行业项目解决方案
前端与移动开发	598	20980-32980	成年人	北京、天津、上海等 16 个城市	有	HTML5、CSS3、JavaScript、Vue、React、Node.js、微信小程序、多端跨平台、工程化、服务化等主流前端技术和应用
Linux 云计算+运维开发	598	17980	成年人/高中生	北京、上海、深圳	无	Linux 云计算、DBA、Python 运维开发、网络安全

软件测试	598	16980-18980	成年人/ 高中生	北京、上海、广州等 8 个城市	无	功能测试、接口自动化测试、性能测试、Web 自动化测试、移动自动化测试、微信小程序测试等
<b>泛 IT 课程:</b>						
新媒体+短视频 直播运营	598	12980	成年人/ 高中生	北京、上海、广州、深圳	无	内容运营、活动运营、渠道运营、用户运营、数据运营、爆款打造、直播带货、粉丝增长、粉丝留存、流量变现等
UI/UE+全链路 设计师	598	15980-17980	成年人/ 高中生	北京、上海、广州等 10 个城市	有	基本审美教学、实用型软件教学、基础图形图像处理 and APP、小程序、H5 项目设计全套流程等
产品经理	/	6980-12980	成年人	北京	无	需求调研-需求分析-产品规划-产品设计-项目管理-产品运营-用户反馈-数据分析-需求迭代等

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司采取以需定产的模式，培训周期 4-6 个月。在新开设班级前会主要参考就业市场真实就业需求，再进行了充分市场调研后才会开班。目前主要班型为就业班，培训周期多为 4-6 个月，单价在 2 万-3 万之间。

图 7：线下课程开发过程

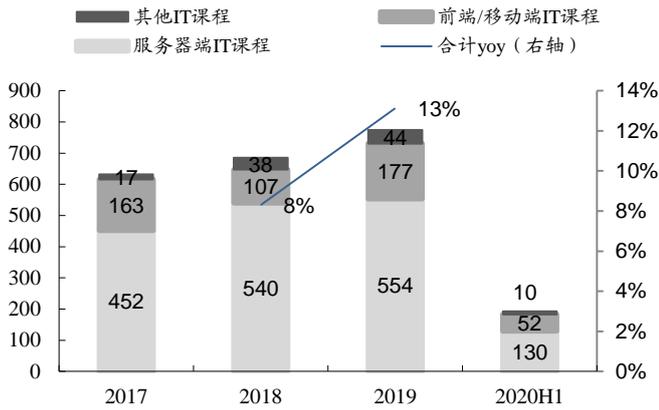


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

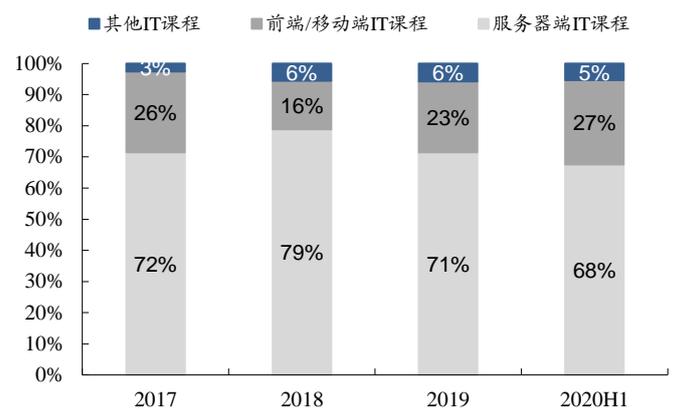
线下 IT 课程总收入稳步增长，从 17 年的 6.3 亿元增至 19 年 7.8 亿元。公司线下 IT 课程主要为服务器端 IT 课程，主要包括 JAVAEE、Python 等课程；前端/移动端 IT 课程主要包括前端与移动开发、Android、iOS 等课程；其他 IT 课程主要系公司跟随行业热点开设的具有市场前景性的课程，包括软件测试、智能机器人软件开发、智能物联网与区块链、C++、全栈、游戏开发等课程。

图 8：线下 IT 课程收入保持稳步增长（百万元）

图 9：线下 IT 课程主要由服务器端 IT 课程组成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

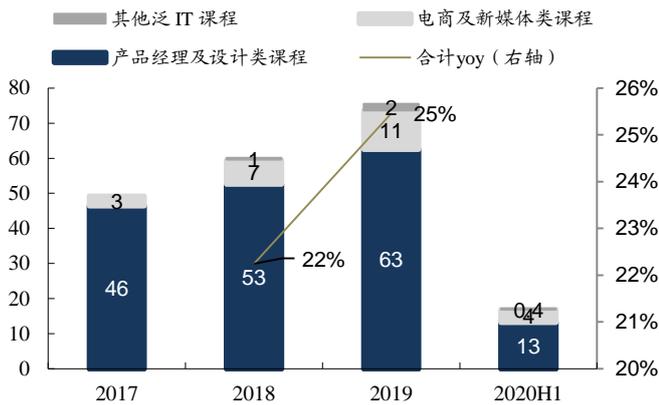


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

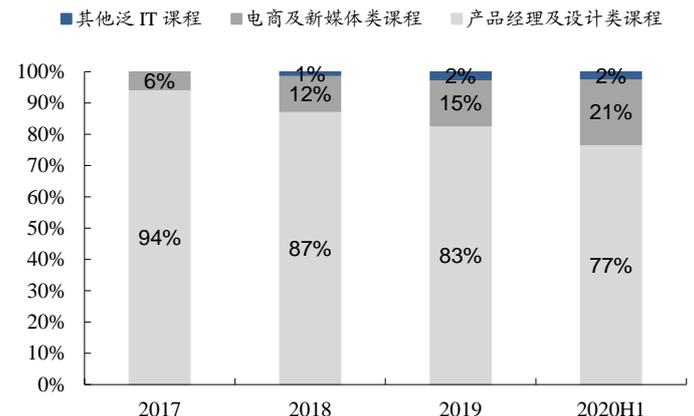
受益于电商的高速发展，公司线下泛 IT 课程收入同样增长强劲：从 17 年的 4922 万元增至 19 年 7549 万元。

图 10: 线下泛 IT 课程收入保持高速增长 (百万元)

图 11: 线下泛 IT 课程主要为产品经理及设计类课程



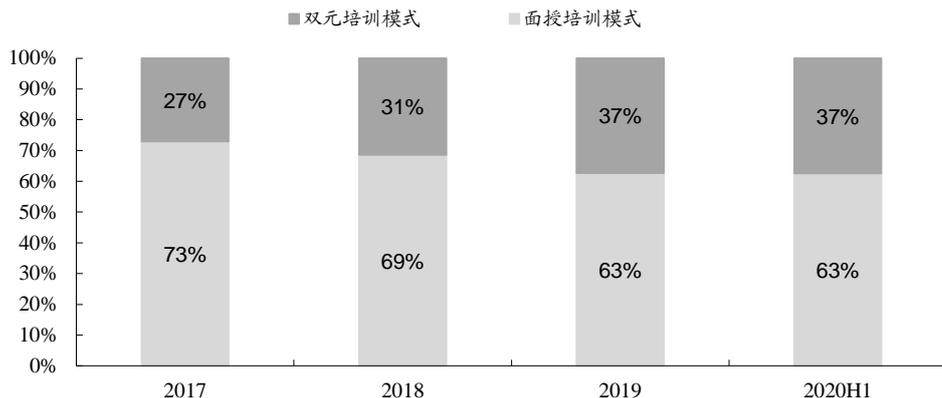
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

作为公司在全国性快速扩张中保持教学质量的重要模式，双元授课占比逐年提升。以授课方式分类，公司线下 IT 和泛 IT 课程主要以传统面授和双元（双师）课堂模式进行，其中双元培训模式指由顶级讲师制作知识点视频教学包，再由具有丰富一线开发经验的讲师现场带教。今年来随着全国性扩张的加速，双师模式比重逐年提升，优质教师的效能持续扩大。

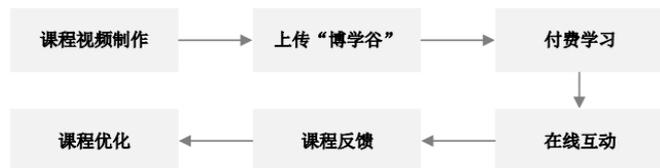
图 12: 面授和双元模式培训收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

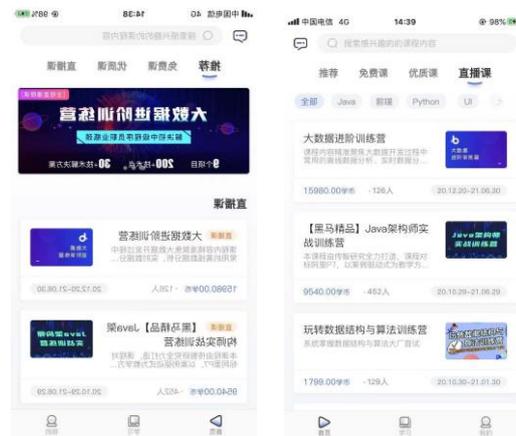
**IT 在线培训增长迅猛：**近年来随着线上培训普及率越来越高，线上培训收入增长迅猛，17-19 年 CAGR 达到 122%，收入规模从 600 万元增至 2900 万元。2020 年 H1 在疫情的催化下，线上化率进一步提高，占总收入比重达到 12%，半年收入已超过 19 年全年。

图 13: 线上课程制作和教授流程



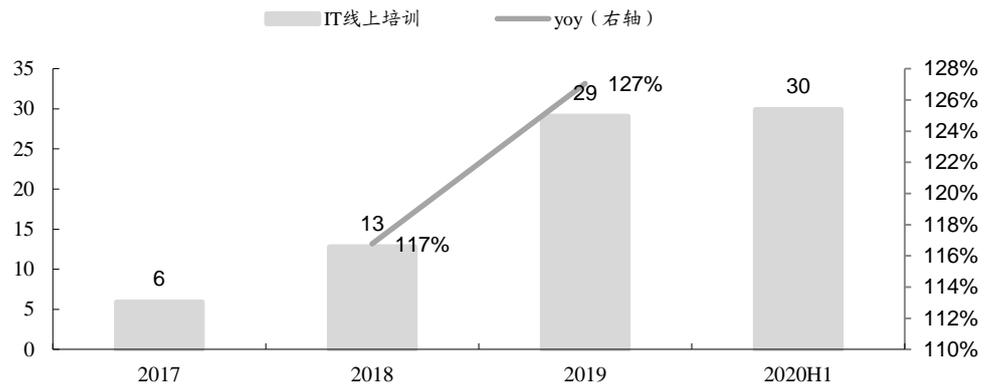
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 14: “博学谷” APP 操作面



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 15: 线上培训增速迅猛 (百万元)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2. IT 非学历高等教育布局---传智专修学院

**先学习后付费保证就业的模式吸引生源：**传智专修学院是公司 2017 年成立一所高等教育学院，主要面向高中毕业生，提供 2.5 年-4 年的 IT 技能教学服务，并提供先付费和后付费两种收费模式，选择后付费模式的学生上学期间不收学费，保证毕业月薪达到 8,000 元以上后再交学费（一线城市）。目前公司选择后付费人数从 17 年的 323 人增加至 1062 人。

**传统 IT 应用专业+5 大教学方向：**传智专修学院以计算机应用技术专业为主，现有 JAVA 应用开发、全栈应用开发、大数据应用开发、Python 应用开发、数字媒体艺术五个方向。据公司官网，截至 2019 年底，学校有 1300 多名在校生，2021 年招生人数为 370 人。

**与上海开放大学合作提供本科学历教育：**公司还与上海开放大学合作办学，提供 4 年制本科学历教育，学费 2 万/学期，四年总计约 16 万，毕业生可获得上海开放大学毕业证书及学位证书。根据与上海开发大学的协议，学费收入中 65%将归属于传智专修学院。

图 16: 传智专修学院本科学历教育专业方向

专业名称	研究方向	学位授予院校	授予学位
软件工程专业	Java应用开发	上海开放大学	工学学士
	全栈应用开发	上海开放大学	工学学士
	数字媒体艺术	上海开放大学	工学学士
	Python应用开发	上海开放大学	工学学士
	大数据应用开发	上海开放大学	工学学士

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 17: 传智专修学院 2021 招生计划

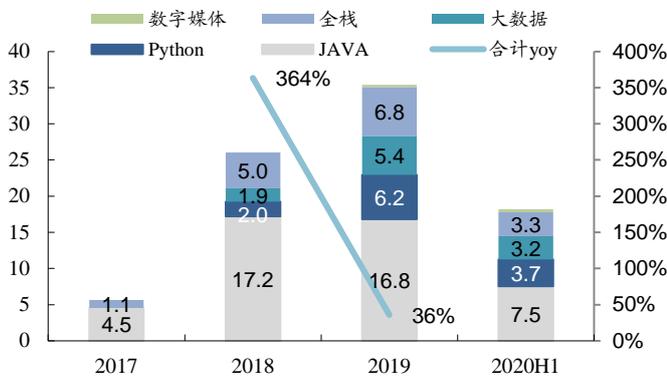
序号	专业名称	专业方向	招生人数
1	软件工程专业	Java大数据应用开发	190
2	软件工程专业	全栈Python应用开发	130
3	软件工程专业	数字媒体艺术	50

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**高教业务收入增长迅猛，疫情下韧性凸显：**2017~2019 年传智专修学院收入从 561

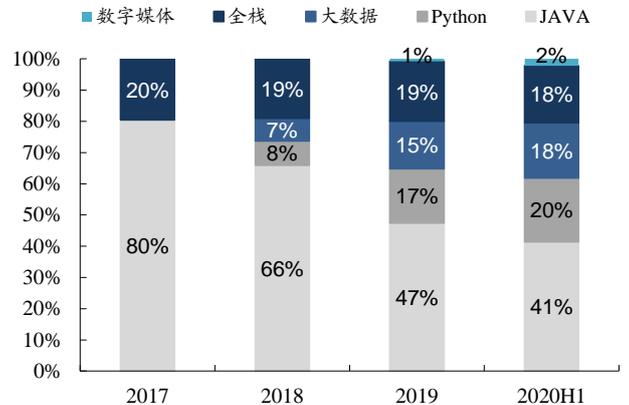
万增加到 3540 万元，CAGR 为 151%。JAVA 作为学校的传统强势课程，占比最高达到 47%，大数据和 Python 也是学校近年重点发展的方向。2020 年以来学校受疫情影响相对有限，体现出较强的韧性。

图 18: 传智专修学院收入 (百万元) 及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 19: 传智专修学院分专业收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 2.3. 多元化布局少儿编程

少儿编程仍处于起步阶段，未来可期。公司少儿课程自 2019 年通过“酷丁鱼”品牌开展少儿编程在线培训教育，课程主要包括 Scratch 图形化编程和 Python 西游编程，采用游戏化教学及在线双元课+精致动画+高频结构化实时互动融合模式，提高儿童学习兴趣 and 效率。目前少儿编程业务规模较小，仍处于推广阶段，2019 年实现收入 50 万元，2020 年收入有望突破 100 万元。

图 20: Scratch 图形化编程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 21: Python 西游编程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 22: 在线双元课+精致动画+高频结构化实时互动融合模式



为了解决行业师资匮乏的问题，酷丁鱼采用了目前在线教育行业先进的教育模式：在线双元课+精致动画+高频结构化实时互动的融合模式。该融合模式既保证了授课效果，又解决了优质教学资源稀缺、师资无法共享的教学难题。这种模式对师资要求极高，为此酷丁鱼采用12层筛选机制严选授课老师，由多年STEM教学研究、教育心理学、儿童心理学专业的专家型老师负责课程研发，并由专业的动画制作团队结合课程大纲制作精致的学科动画，再由师范专业、教育心理学专业的运营老师进行教学及服务实施。

为了让家长及时了解孩子的学习进度，酷丁鱼搭建了基于微信生态的授课及运营全服务体系，通过微信端推送课前预习提醒、课中学习进度跟踪、课后作业点评，让家长实时跟踪学生的学习情况、学习进度等数据。

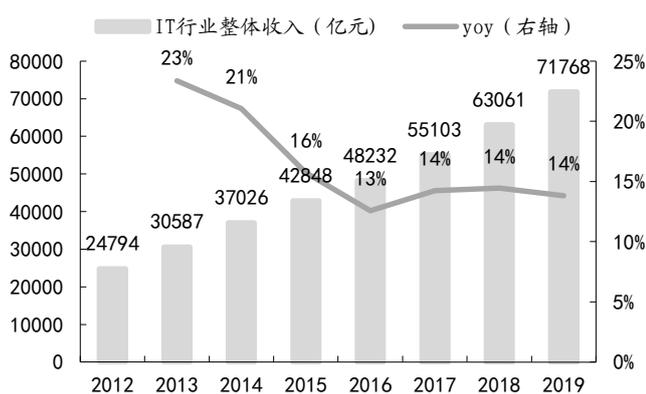
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3. IT 人才供不应求，培训市场高速增长，产教融合，深厚的校企关系构建公司护城河

#### 3.1. IT 人才需求旺盛，IT 市场成长空间大

IT 行业发展迅速，IT 培训市场空间大。2019 年，IT 行业整体收入达到 7.2 万亿元，同比增长 13.8%。行业始终保持双位数快速增长，2012-2019 年复合增长率为 16.4%，受 IT 技术应用领域不断拓宽，不同技术交互促进的影响，IT 培训行业同样保持了高速发展。从 IT 培训行业来看，2017 年中国 IT 培训市场规模约为 270 亿元，2020 年达到 680 亿元，3 年复合增长率为 36%，IT 培训行业潜在发展空间较大。

图 23: 2012-2019 年 IT 行业整体收入（亿元）及增速



数据来源：工信部，东吴证券研究所

图 24: 2017-2020 年 IT 行业培训市场规模（亿元）

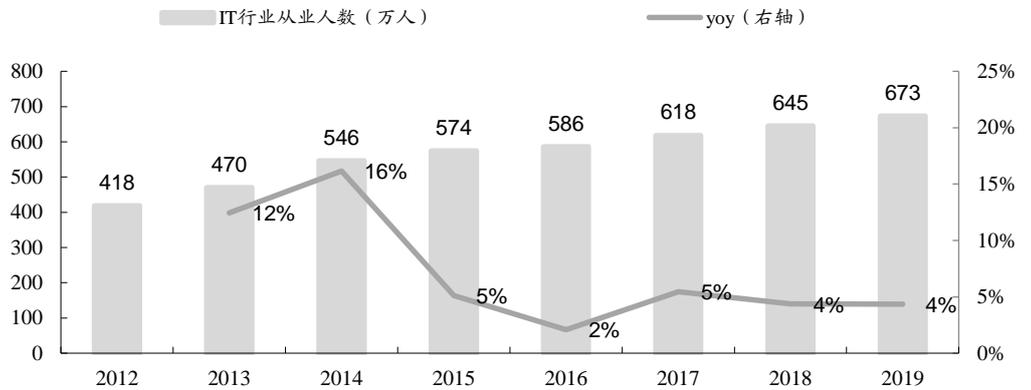


数据来源：工信部，东吴证券研究所

IT 行业人员需求增速低于行业收入增长，市场人才缺口较大。从 IT 行业人员增速来看，2019 年，IT 行业人员数量达到 673 万人，同比增长 4.3%，2012-2019 年呈不断增长趋势，复合增长率为 7.0%，低于行业收入增速，一方面因为 IT 行业从业人员素质提高，由单纯的对 IT 人员的数量需求变成对高素质、高技术、高创新性人才的需求。另

一方面也反映出 IT 人员的供给速度相对偏慢，市场存在的人员缺口。

图 25: 2012-2019IT 行业从业人数 (万人) 及增速



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

**培训市场主要聚焦一二线重点区域。**目前, 我国 IT 教育培训行业主要集中在一线城市, 主要系 IT 产业、人才需求区域集中化影响, 未来受益于一线城市 IT 产业规模整体空间较大, 一线城市的 IT 培训机构数量仍将保持稳定增长; 同时, IT 培训行业也逐渐开始向二线城市进行辐射, 原因系二线城市高校和专科学校众多, 学生需求人群庞大, 存在较大市场潜力; 三、四线城市尚未成为布局重点。

**国家政策大力推动 IT 行业发展:**近年来, 《中国制造 2025》、《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》、《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》、《中国教育现代化 2035》等文件相继印发, IT 行业和职业教育获得国家政策支持, 将促进 IT 教育培训行业快速发展。

**IT 产业技术高速迭代, 应用场景愈发多元, 未来持续保持长久生命力:**随着人工智能、云计算、物联网、智能终端、大数据等新一代信息技术的发展, 以及产业信息化、产业互联网的发展, IT 产业应用领域将更广泛, IT 相关岗位的人才需求将进一步增加, 从而将带动 IT 教育培训行业快速发展。

### 3.2. 高薪, 终身学习的 IT 行业特性叠加就业焦虑带来参培率的提升

IT 培训面向的主要客群是刚毕业参加工作的学生, 或者寻求转行的非 IT 从业人员和新领域补强的 IT 从业人员。站在消费者角度, 我们认为消费者选择 IT 培训主要有行业高薪, 校内学习与实操不匹配, 行业更新迭代快导致需要保持持续学习的习惯, 和内循环下的内卷加剧等因素。

1) **高起薪+高涨薪空间吸引了一批非 IT 专业的就业需求。**2019 年城镇非私营单位就业人员年平均工资中北京和上海分别为 16.7 万和 14.9 万, 平均月工资为 13900 元和 12400 元。相比起来, IT 工程师的薪水便显得十分有竞争力。此外, IT 从业员工工资涨幅同样较快, 工作 3-5 年工资涨幅可以达到 4-5 倍, 未来的上升空间大。正是因为行业

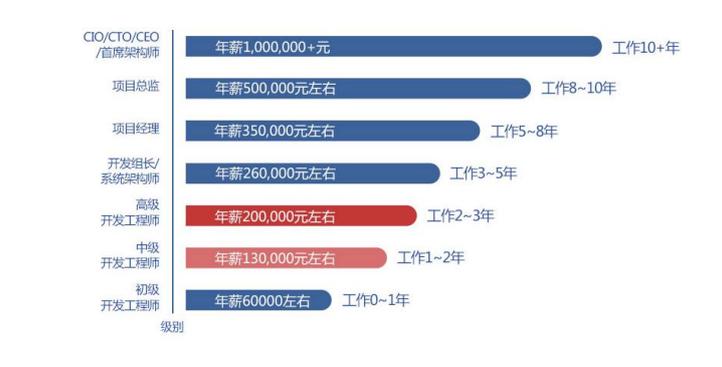
起点薪水高，未来发展空间大，根据 58 同城统计，2020 年届毕业生打算从事的行业中 IT 相关类高居第一。对于非 IT 专业的学生，通过培训机构快速学习，是他们进入这个行业最快捷的渠道。

图 26: IT 从业人员平均月工资较高



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 27: IT 行业发展路径清晰, 薪资空间大



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 28: 2020 年届毕业生打算从事的 Top10 行业



数据来源: 58 同城《2020 年高校毕业生就业报告》, 东吴证券研究所

2) 大学课程和工作要求不匹配, 培训机构可以较好弥补其中的错配。目前大学的主要课程实操性有限, 更多强调理论知识, 或是仅限于解决课本上的案例。而现实中的项目往往更复杂, 也更具技巧性。普通大学 IT 专业毕业的学生刚进入工作岗位时往往存在一定不适应, 而通过 4-6 个月的短期培训来迅速提升实操能力, 在工作中更快上手是目前 IT 新从业人员的普遍诉求。

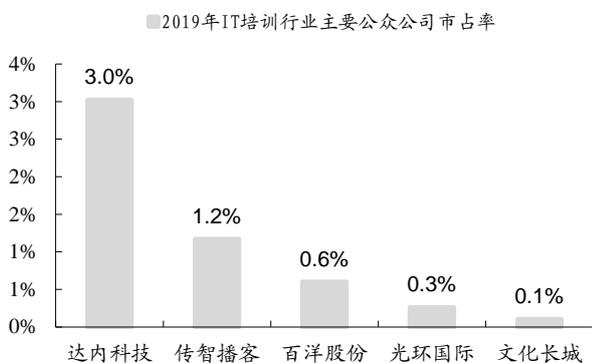
3) IT 行业技术迭代快, 终身学习已经成为一种习惯。在互联网快速发展的时代, 编程技术也飞快地更新迭代, 新技术层出不穷, 各种编程语言、编程框架, 新技术的理论等几乎年年都要更新。且 IT 行业不存在明显的年限积累壁垒, 30 岁+的人对于刚毕业的学生不一定有优势, 对于新技术新语言的快速学习能力是保证在 IT 行业长生命周期的制胜法宝。因此对于通过短期快速补强新知识的需求同时十分强烈。

4) “内卷”加剧，就业焦虑带来的参培率上升。在内循环的大背景下，由于过度竞争带来的囚徒困境，使得本不需要培训的从业人员，也会因为害怕被淘汰而主动寻求工作之余的学习培训，从而带来心理上的安慰，减缓焦虑情绪。

### 3.3. 行业竞争格局分散，未来存在整合空间

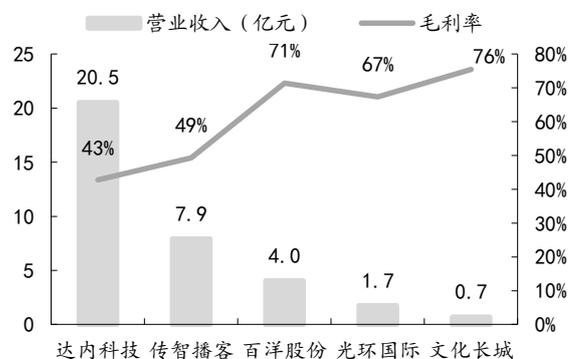
行业竞争格局分散，存在整合空间。目前 IT 教育培训行业竞争格局较为分散，2019 年行业中前五大公司——达内科技、传智播客、火星时代（百洋股份收购）、光环国际、翡翠教育（文化长城收购）的市占率均未超过 5%，其中，以龙头达内科技为例，2019 年实现营业收入 20.5 亿元，按照 IT 教育培训行业 680 亿元计算，达内科技的市占率仅为 3%，5 家公司市占率合计约为 5.13%，市场竞争格局分散，未来整合空间较大。

图 29: 2019 年 IT 培训行业主要公众公司市占率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 30: 2019 年 IT 培训行业主要公众公司营收及毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 4: IT 培训行业主要公众公司主营业务及主要产品

公司名称	主营业务	主要产品
达内科技	IT 职业教育培训	JAVA、JAVA 大数据、Android、iOS、PHP、软件测试、嵌入式、C++、C#、UID、UED、产品经理、Linux 云计算、Web 前端、VR、网络营销、高级电商、主办会计、Python
百洋股份 (火星时代)	数字艺术教育	通过收购火星时代 100% 股权，提供 UI 设计、Web 前端、影视剪辑包装、影视后期特效、游戏美术设计、游戏程序开发、室内设计、传统美术绘画培训服务。
传智播客	IT 教育培训	JavaEE、Python+人工智能、HTML&JS+前端、UI/UE 设计、大数据
文化长城 (翡翠教育)	教育培训	通过 100% 收购的北京翡翠教育科技有限公司，提供移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营服务
光环国际	AI 大数据培训、 IT 管理培训	PMP、软考、敏捷开发、大数据

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：由于教育文化业务出现了较大幅度的下滑，经协商，火星时代业绩承诺方已于 2019 年回购火星时代 100% 股权，火星时代为主体的教育文化业务相关资产已从公司剥离。

### 3.4. 校企合作，规模化管理，以就业为导向的高质量针对性教学保证生源

#### 3.4.1. 与 IT 行业头部企业达成紧密合作关系，以就业为导向培训

**与企业深度合作帮助课程研发和学生工作推介：**传智教育与华为、百度、IBM、库柏特机器人、中国软件、红象云腾、金山云等国内头部 IT 企业达成了深度合作，提供课程合作开发，定向人才培养等服务。通过与企业的紧密合作，一方面公司可以很快地保证自己的课程与企业要求高度契合；另一方面对于在传智教育培训的学生，公司也可以提供一定的实习工作推介机会。如 2020 年 8 月，传智播客与百度云智学院正式签约，在百度云智学院建立的才智中心平台上，提供 1000 个来自百度及生态合作企业的就业岗位，供传智播客学子选择，并正式启动专场招聘会。

图 31：传智教育与华为达成课程共建合作



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 32：传智教育与百度云达成 AI 和大数据课程共建合作



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 33：公司在培训之余还提供就业辅导



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 34：2020 年 9 月，公司推出了 9 个月高级软件工程师课程，允许起步薪资 1 万元以上才交学费



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.4.2. 强课研团队，规模化课程管理和教师培训机制构建人才壁垒

**公司采取强中央集权模式：**在总部搭建了实力强劲的高学历课程研发团队，以年薪 50-100 万持续引进大厂技术大牛（58%的教研开发人员来自 IT 大厂），建立 100+人的专职课研团队，源源不断引进企业的技术，保障项目研发及课程设计科学、先进且贴和市场需求。

**在地方层面，公司采取全直营模式：**制定严格的教研团队师资筛选/培训/晋升体系，讲师必须要有 IT 行业工作背景，且需通过一系列培训考核流程后才能上岗带班。独创三大教学方法，不断提高 IT 培训行业课程标准及教学质量。目前公司短期培训课程中仅专科背景的学生就业率便可达到 90%以上。

表 5: 规模化研发管理

相同的课程大纲	传智每年都会进行课程的升级和更新，一旦更新，全国所有校区课程将使用统一教学大纲。
相同的教学管理	公司所有校区均为直营，总部直接派讲师到分校区授课，采用相同的培训模式和课程
相同的师资力量	分校区的师资在同一套教师培训体系下完成培训，保障师资质量。
相同的就业服务	全国各分校设置有与总部相同的就业服务部门，享受同样的指导服务。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 35: 教师选拔/培训体系



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 36: 高学历, 丰富大厂实战经验的课研团队



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 37: 专业的教师队伍



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.4.3. 三大特色营销渠道, 打造公司品牌影响力

公司的营销渠道包括口碑营销、高校合作营销、网络营销, 高效营销体系助力公司品牌塑造和低成本获客。

创始团队自带影响力, 70%新客户来自口碑推荐, 口碑营销策略凸显优势。公司创始人张孝祥早期便是以录制 IT 教学视频, 编写 IT 教材出名, 在如何快速学习编程技能领域颇有自己的心得, 也因此 IT 学生圈积累了一定的口碑, 刚开始做培训便有不少学生慕名而来, 后来邀请了从易游网辞职的黎活明和国内最大的程序员社区 CSDN 的老板蒋涛联合创业。创始团队在 IT 圈子自带流量口碑, 具备口碑营销的实力。同时公司凭借优质的课程内容与服务质量, 持续打造品牌, 以便可以长期低成本获客。目前, 传智教育 70%的学员来自老学员口碑推荐, 口碑营销持续发力, 成为公司重要获客来源。

积极推进全方位高校合作体系, 在高校学生群体中保持高曝光度。公司依托丰富的教学资源 and 多年培训经验, 通过“院校邦”平台, 为高校提供了全方位的教学内容资源、教学支持平台和就学实训服务等支持。一方面可以强化公司自身的教研实力, 提升在 IT 圈子的专业话语权, 另一方面也可提前锁定潜在的培训客户群体。截至目前, 公司已与 1,900 余所高校达成课程内容及教学支持合作, 与 580 余所高校达成就业实训合作。并积极承担社会责任, 共享优秀资源, 已自主出版 IT 教材 99 本, 发行图书 277 万余册;

为 800 多所高校培训了 3,300 余名优质教师，树立了良好的品牌形象。

表 6: 公司与高校合作模式

合作模式	内容
教学内容合作	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 为高校提供一站式教学资源（包括教材、课件、试题、教学视频、案例、教学设计方案、教学大纲等一站式教学资源）</li> <li>2. 公司还根据高校个性化需求，为高校定制教学方案，量身打造教学资源与案例等</li> </ol>
教学支持合作	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 公司为高校提供教学实施客户端，让教师主导的讲解式教学更便捷、高效</li> <li>2. 公司为高校提供教学辅助平台，供学生开展预习、复习、作业练习及评估测试等多种方式的学习活动</li> <li>3. 公司通过社团联盟平台在高校开展多种形式的学生活动，拓展学生的视野，激发专业兴趣</li> <li>4. 公司定期或不定期为高校提供师资培训、实验指导课等服务</li> </ol>
就业实训合作	校内实训基地建设、签订校企战略合作协议、校内宣讲、实训、学生来往各教学中心实习、老师推荐学生

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

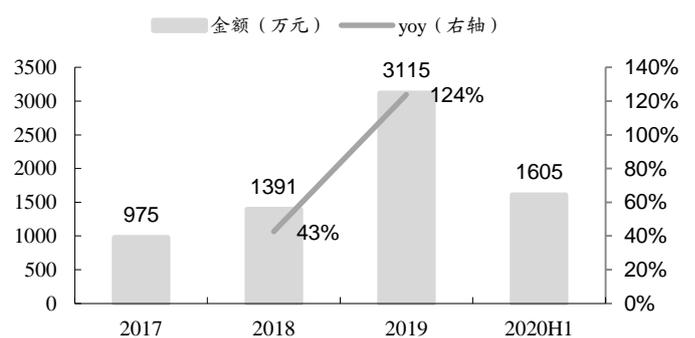
**多元化网络营销不断发力，持续引入潜在用户。**公司深耕网络营销渠道，构建其特有的网络营销体系。1) 通过行业论坛、外部新兴媒体平台、微博及微信矩阵号、自制短视频、动画节目、视频营销等多种营销方式持续扩大辐射用户范围。例如公司打造的传智汇 IT 互联网精英社区便通过举行线下交流，论坛活动等，汇聚互联网前沿技术，促进信息化资源共享，扩大公司品牌认知度和影响力。2) 通过自建营销平台、流量平台、社群运营精准定位潜在用户，提高转化率。

图 38: 公司百度平台搜索投放



数据来源：百度搜索，东吴证券研究所

图 39: 公司每年的百度投放费用（万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 40: “传智汇”平台举行的线下专项交流活动

图 41: “传智汇”举办的行业年会



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

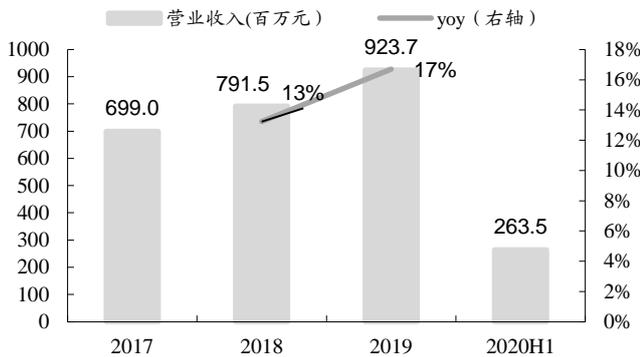


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4. 公司财务：收入利润稳步增长，费用利用效率高

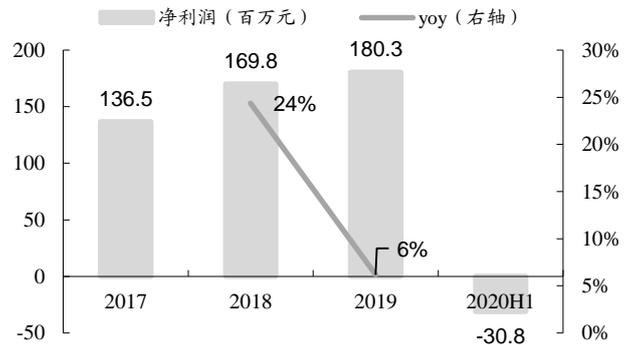
公司收入利润稳步增长。2017~2019年，收入由7亿元增加至9.2亿元，CAGR为15%；利润由1.4亿元增加至1.8亿元，CAGR为15%。2020H1受疫情影响较大，收入降至为2.6亿元，亏损3080万元。

图 42：2017-2019 年公司收入规模及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 43：2017-2019 年公司净利润规模及增速

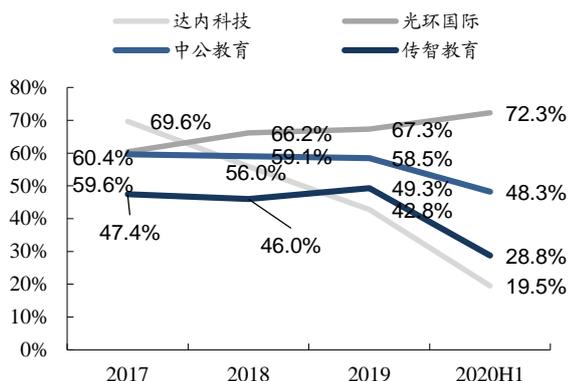


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司毛利率稳重有升，销售费用利用效率高，整体经营效率保持稳定。公司17年以来毛利率稳重有升，17-19年分别为47.4%/46%/49.3%。净利率稳定在20%左右。得益于公司强劲的品牌口碑营销，公司销售费用率一直处于同行业较低水平，2019年只有13.3%。管理费用率则稳定在11%左右。

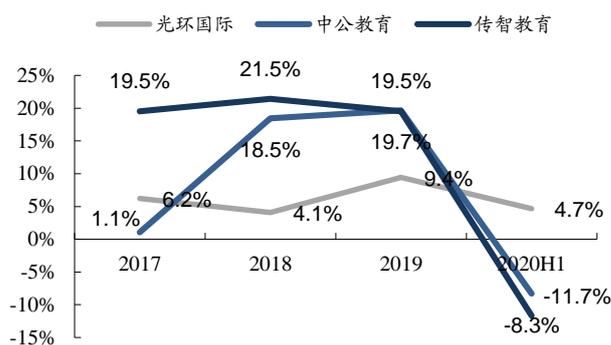
图 44：可比公司毛利率

图 45：可比公司净利率



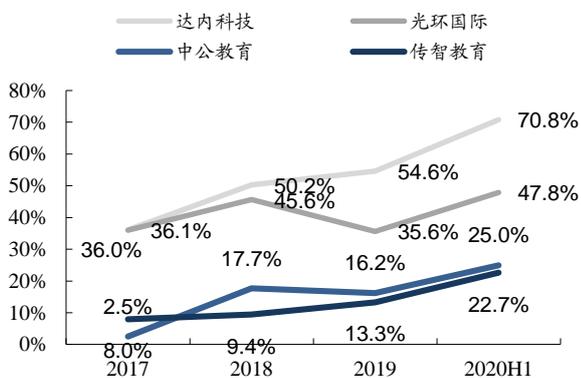
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 46: 可比公司销售费用率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 47: 可比公司管理费用率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

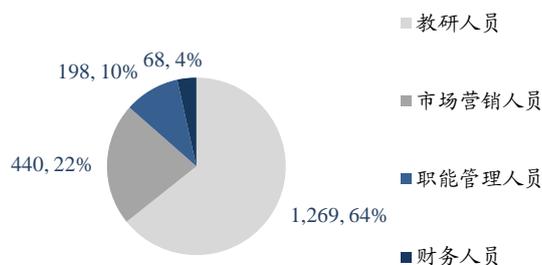
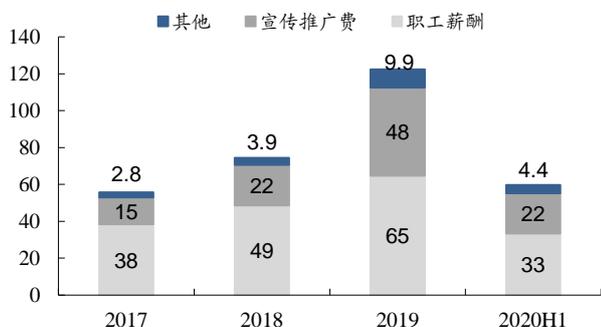


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

从人员拆分来看，公司 64%的员工仍然为教研人员，共 1269 人。而销售人员占比仅占比 22%，从侧面也验证出公司一直保持以研发教学为重，通过高质量的品牌口碑来获客。市场营销人员则主要作为公司获客的补充。

图 48: 销售费用主要为宣传推广和销售人员支出 (百万元)

图 49: 2019 年公司员工结构 (人数, %)



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

## 5. 公司上市所募集资金用途

公司本次实际募集资金 3.4 亿元，拟投资额合计 2.92 亿，主要用于 IT 职业培训能力拓展项目和 IT 培训研究院建设项目这两大用途。其中，IT 职业培训能力拓展项目为 2.09 亿元，占比 71.54%，IT 培训研究院建设项目为 0.83 亿元，占比 28.46%。

表 7: 募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投资额 (万元)	建设期
IT 职业培训能力拓展项目	28267	20866	24 个月
IT 培训研究院建设项目	11243	8299	24 个月
合计	39510	29165	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**培训能力拓展项目包括：**1) 分两年扩建上海、深圳、郑州、武汉、西安 5 个教学中心；2) 新建南昌、青岛、南宁、昆明、贵阳、兰州 6 个教学中心。项目完成后预计新增 IT 职业培训服务能力 30587 人次/年，进一步扩大公司办学规模和 IT 职业培训服务的覆盖范围，提升公司品牌竞争力。

表 8: IT 职业培训能力拓展项目情况

设立时间	城市名称	本次建设内容
2014 年	深圳、武汉、郑州	扩建
2015 年	上海、西安	扩建
募集资金到位后第一年	南昌、青岛、南宁	新建
募集资金到位后第二年	昆明、贵阳、兰州	新建

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**IT 培训研究院建设项目包括：**1) 新课程开发项目，以更好满足客户对于前沿热点问题课程的需求，并拓宽公司业务规模；2) 云计算平台建设项目，来更好支持公司各内外平台的运营，并为各项课程的开展提供数据计算平台和实践平台；3) 全民编程计划，打造面向全年龄段的自助式自主编程学习平台，激发全民对于编程的兴趣，挖掘更多潜在客户，助力公司未来业绩的增长；4) 少儿编程平台，在“互联网思维模式”下为孩子科普编程知识，培养孩子的综合素养。

表 9: IT 培训研究院建设项目情况

设立时间	本次建设内容
新课程开发项目	大数据课程开发项目 人工智能课程开发项目 智能机器人课程开发项目 区块链课程开发项目

	物联网课程开发项目
	现有课程改变计划
云计算平台建设项目	云计算平台建设项目
	全民编程平台开发
全民编程计划项目	全民编程课程开发
	少儿编程平台开发
少儿编程项目	少儿编程课程开发

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测和投资建议

### 6.1. 核心假设与盈利预测

2020 年公司受疫情影响较大，但我们预计随着下半年线下课程逐渐恢复，2021-2022 年仍将保持高速增长。具体来看

IT 学科短期现场培训作为公司的强势主业，我们预计 2020-22 年收入将实现 4.8 亿/7.7 亿/8.7 亿元，同比增速-37.9%/59.7%/13.0%。

泛 IT 学科短期现场培训受益于电商的高速发展，我们预计 2020-22 年收入将实现 4730 万/8240 万/1.1 亿元，同比增速-37.3%/74.1%/30.0%。

IT 线上培训受益于在线学习的快速普及，我们预计 2020-22 年收入将实现 6530 万/1.2 亿/1.9 亿元，同比增速 125.0%/80.0%/60.0%。

综上，收入端我们预计公司 2020-22E 年收入分别为 6.4 亿/10.5 亿/12.7 亿元，同比增速分别为-30.3%/62.7%/21.1%。

表 10: 分业务收入预测汇总

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	
IT 学科短期现场培训	775	481	768	869	
yoy		13.1%	-37.9%	59.7%	13.0%
泛 IT 学科短期现场培训	75	47	82	107	
yoy		25.5%	-37.3%	74.1%	30.0%
IT 线上培训	29	65	118	188	
yoy		127.1%	125.0%	80.0%	60.0%
IT 非学历高等教育培训	35	41	58	68	
yoy		35.9%	14.9%	43.7%	16.1%
少儿非学科素质教育培训	0	2	9	23	
yoy		31.4%	408.7%	300.0%	150.0%

总收入	924	643	1047	1268
yoy	16.7%	-30.3%	62.7%	21.1%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所预测

## 6.2. 投资建议

结合线上营销费用的提升和管理效率的持续改善，我们预测公司 2020-22 年将实现净利润 6291 万/1.9 亿/2.5 亿元，同比增速为-65.1%/196.3%/32.5%，2020-22 年 EPS 为 0.16/0.46/0.61 元，A 股发行价为 8.46 元，对应 PE 为 54.1/18.3/13.8 倍，建议重点关注。

公司是国内 IT 培训行业的领先企业（行业第二），且有较为深厚的校企关系和行业影响力，有较强的营销能力和低成本获客能力，同时受益于 IT 培训行业的火热。未来仍能保持长期稳定的收入利润增长。我们选取同为培训类上市公司中公教育，东方时尚和昂立教育作为可比公司，以 2021 年 1 月 11 日计，可比公司 2021 年平均 PE 为 46 倍。

表 11：相关公司估值表

股票代码	简称	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002607.SZ	中公教育	2,043	33.1	0.29	0.42	0.57	114	79	58	买入
603377.SH	东方时尚	115	18.9	0.42	0.20	0.39	45	92	48	未评级
600661.SH	昂立教育	42	14.5	0.19	0.11	0.47	75	137	31	未评级
平均							78	103	46	

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

注：数据截止 2021-1-11，未评级公司来源于 wind 一致预期，已评级公司盈利预测均来自东吴预期

## 7. 风险提示

**疫情反复：**疫情反复导致线下培训开展受阻。

**行业竞争加剧：**目前培训行业集中度较低，进入门槛较低，公司虽然有较强知名度，但仍可能面临较为激烈的竞争。

**IT 行业课程研发存在一定不确定：**公司虽然有较强的研发实力，但仍无法保证每次推向市场的课程都能获得成功。

## 传智教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>917</b>	<b>1,206</b>	<b>1,616</b>	<b>1,569</b>	<b>营业收入</b>	<b>924</b>	<b>643</b>	<b>1,047</b>	<b>1,268</b>
现金	882	1,190	1,573	1,546	减:营业成本	468	353	558	655
预付账款	11	3	19	8	营业费用	122	108	147	177
其他流动资产	24	13	23	16	管理费用	164	151	167	203
<b>非流动资产</b>	<b>206</b>	<b>198</b>	<b>194</b>	<b>183</b>	研发费用	64	76	63	76
长期应收款	73	73	73	73	财务费用	-1	-4	-2	-4
长期待摊费用	62	58	53	43	其他收益	80	92	76	93
其他非流动资产	72	67	69	68	<b>营业利润</b>	<b>183</b>	<b>43</b>	<b>186</b>	<b>246</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,122</b>	<b>1,404</b>	<b>1,809</b>	<b>1,752</b>	加:营业外净收支	19	20	20	24
<b>流动负债</b>	<b>343</b>	<b>222</b>	<b>521</b>	<b>317</b>	<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>63</b>	<b>206</b>	<b>270</b>
预收账款	215	124	411	217	减:所得税费用	22	0	20	23
其他流动负债	128	98	110	101	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>180</b>	<b>63</b>	<b>186</b>	<b>247</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	202	63	206	270
其它非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	221	81	227	294
<b>负债合计</b>	<b>343</b>	<b>222</b>	<b>521</b>	<b>317</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
归母股东权益	779	1,182	1,288	1,435	每股收益(元)	0.50	0.16	0.46	0.61
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,122</b>	<b>1,404</b>	<b>1,809</b>	<b>1,752</b>	每股净资产(元)	2.15	2.94	3.20	3.56
					发行在外股份(百万股)	362	402	402	402
					ROIC(%)	-115%	-103%	-55%	-150%
					ROE(%)	23.1%	5.3%	14.5%	17.2%
					毛利率(%)	49.3%	45.1%	46.7%	48.4%
					销售净利率(%)	19.5%	9.8%	17.8%	19.5%
					资产负债率(%)	30.6%	15.8%	28.8%	18.1%
					收入增长率(%)	16.7%	-30.3%	62.7%	21.1%
					净利润增长率(%)	6.2%	-65.1%	196.3%	32.5%
					P/E	17.00	54.12	18.26	13.78
					P/B	3.93	2.88	2.64	2.37
					EV/EBITDA	9.88	27.46	8.07	6.33

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 所有估值数据根据发行价计算得出

## 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>