

传智教育 (003032.SZ)

“产品型”IT培训领军，扩张与延展可期

公司概况：IT培训领军，多品牌运营。传智教育创办于2006年，为国内领先的IT培训教育公司，基于自主研发的教研体系，开展IT短期职业培训(黑马程序员及博学谷品牌)、IT非学历高等教育(传智专修学院)、少儿编程(酷丁鱼品牌)等业务，其中面向成年人的IT短期培训占收入比重95%。公司在全国19个一线及省会城市拥有教学中心，实现跨区域、跨品牌运营，2019年实现营收9.24亿元、归母净利润1.80亿元，2017-2019年收入及归母净利润CAGR均为15.0%。2020年受疫情影响收入/利润预期有所下滑。

IT培训行业：产业升级驱动市场扩容，集中度有待提升。IT技术为基础的数字经济时代来临，根据国家统计局数据：我国信息传输、软件及信息技术服务业从业人数从2013年的539.4万人增至2018年的995.10万人(年均增加91.14万人，2013-2018年CAGR=13.0%)。技术持续迭代并向实体经济各产业融合渗透，成为IT培训市场扩容的强劲驱动，目标客群广泛涉及大学生以及在职人士。根据前瞻产业研究院，2019年我国IT培训市场规模同增24.2%至410亿元。另一方面，目前IT培训行业集中度有待提升，以营收测算2019年CR5约为9.4%。

竞争优势：教研+教学+产业网络，铸造好的产品和品牌。公司竞争优势包括：1)教研：体系化、标准化课程研发，基于市场需求持续迭代。截至2020H1拥有教研人员1269人，占公司员工人数的64.3%；2)教学：教师录用标准严格，汇集具备一线开发经验的专业师资，招聘要求4年以上IT工作经验，录取率不足3%，并对教师进行系统培训与考核；3)产业网络：与1900+所高校达成课程内容及教学支持合作，与580+所高校达成就业实训合作，建立业内影响力，并广泛合作用人企业，为学员提供就业出口。基于以上优势，公司在业内打磨出优质的产品和极佳的品牌，估算其学员就业率90%+、通过转介绍参培学员占比约70%。

未来发展：网点持续扩张，赛道尝试延展。公司此次IPO募集资金2.92亿元，资金用途包括：1)IT培训研究院建设项目：更新和完善现有课程，并拓展零基础编程课程以及少儿编程课程，建设期为2年；2)IT职业培训能力拓展项目：扩建现有5个教学中心，并在募集资金到位第1年新建南昌、青岛、南宁教学中心，募集资金到位后第2年新建昆明、贵阳、兰州教学中心，从而将覆盖地域拓展至25个城市。此外，公司未来依托传智专修学院，未来有望向IT相关专业的学历教育延伸。

投资建议。公司为我国IT培训龙头，积淀强大的研发体系，并配备优质师资，叠加全方位服务满足学员培训需求。公司与IT产业知名企业紧密合作，优良口碑持续积累。未来有望通过教学中心扩张以及业务拓展丰富目标群体，驱动盈利增长。我们预计公司2020-2022年实现归母净利润0.63/2.04/2.57亿元，同增-65.1%/225.0%/25.7%，对应EPS 0.16/0.51/0.64元，给予公司目标市值102亿元、目标价25.40元，对应2021年50倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情复发风险；市场竞争加剧风险；IT培训需求下降风险；拓展过程中公司业绩不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	791	924	644	1,076	1,375
增长率 yoy (%)	13.2	16.7	-30.3	67.3	27.7
归母净利润(百万元)	170	180	63	204	257
增长率 yoy (%)	24.4	6.2	-65.1	225.0	25.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.42	0.45	0.16	0.51	0.64
净资产收益率(%)	28.6	23.1	7.1	14.3	15.3
P/E(倍)	50.6	47.7	136.6	42.0	33.4
P/B(倍)	14.5	11.0	9.7	6.0	5.1

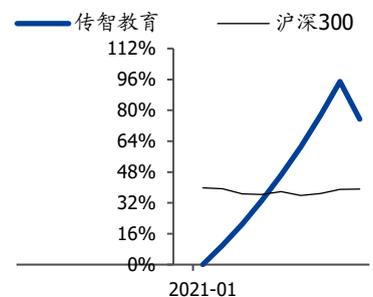
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	教育
最新收盘价	21.36
总市值(百万元)	8,596.28
总股本(百万股)	402.45
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	0.43

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 孟鑫

执业证书编号：S0680520090003

邮箱：mengxin@gszq.com

研究助理 李宣霖

13482440236

邮箱：lixuanlin@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	785	917	934	1,728	1,873
现金	766	882	915	1,676	1,841
应收账款	6	4	3	9	6
其他应收款	3	6	0	10	3
预付账款	9	11	3	20	10
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	13	13	13	13
非流动资产	155	206	212	223	234
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	5	6	10	14
无形资产	4	3	4	4	5
其他非流动资产	147	197	202	208	215
资产总计	940	1,122	1,147	1,951	2,108
流动负债	346	343	265	524	424
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	23	25	14	41	29
其他流动负债	323	319	251	483	395
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	346	343	265	524	424
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	362	362	402	443	443
资本公积	10	17	17	317	317
留存收益	222	400	463	667	924
归属母公司股东权益	594	779	882	1,427	1,684
负债和股东权益	940	1,122	1,147	1,951	2,108

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	186	134	-20	408	150
净利润	170	180	63	204	257
折旧摊销	19	18	8	10	12
财务费用	-3	-1	-2	-3	-3
投资损失	-12	-19	-25	-30	-36
营运资金变动	-4	-53	-64	227	-80
其他经营现金流	16	8	0	0	0
投资活动现金流	-15	-17	10	9	12
资本支出	28	37	7	11	11
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	13	20	17	20	24
筹资活动现金流	-48	-5	42	343	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	303	0	40	40	0
资本公积增加	-237	6	0	300	0
其他筹资现金流	-113	-12	2	3	3
现金净增加额	123	111	33	761	165

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	791	924	644	1,076	1,375
营业成本	428	468	383	549	694
营业费用	74	122	97	145	190
管理费用	90	100	77	118	148
研发费用	42	64	58	81	103
财务费用	-3	-1	-2	-3	-3
资产减值损失	9	0	2	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	19	25	30	36
营业利润	161	183	52	206	269
营业外收入	36	21	22	26	23
营业外支出	2	2	3	3	4
利润总额	196	202	71	230	289
所得税	26	22	8	25	32
净利润	170	180	63	204	257
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	170	180	63	204	257
EBITDA	193	201	77	237	298
EPS (元/股)	0.42	0.45	0.16	0.51	0.64

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	13.2	16.7	-30.3	67.3	27.7
营业利润 (%)	6.0	13.9	-71.9	300.3	30.5
归属母公司净利润 (%)	24.4	6.2	-65.1	225.0	25.7
获利能力					
毛利率 (%)	46.0	49.3	40.5	49.0	49.5
净利率 (%)	21.45	19.52	9.8	19.0	18.7
ROE (%)	28.6	23.1	7.1	14.3	15.3
ROIC (%)	28.1	23.0	6.9	14.2	15.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.8	30.6	23.1	26.9	20.1
净负债比率 (%)	-128.9	-113.2	-103.7	-117.4	-109.3
流动比率	2.3	2.7	3.5	3.3	4.4
速动比率	2.3	2.7	3.5	3.3	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.90	0.57	0.69	0.68
应收账款周转率	108.4	176.9	176.9	176.9	176.9
应付账款周转率	24.3	19.8	19.8	19.8	19.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.45	0.16	0.51	0.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.35	-0.05	1.01	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	1.48	1.94	2.19	3.55	4.18
估值比率					
P/E	50.6	47.7	136.6	42.0	33.4
P/B	14.5	11.0	9.7	6.0	5.1
EV/EBITDA	40.6	38.3	100.0	29.2	22.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

公司概况：IT 培训领军，多品牌运营	5
业务架构：IT 短期培训为核心，向低年龄段积极拓展	5
IT 短期培训：	6
IT 非学历高等教育培训：	8
少儿非学科素质教育：	8
发展历程：深耕 IT 培训课程研发，多元业务拓展	9
经营情况：2017-19 年稳健增长，疫情影响 2020H1 业绩表现	10
股权结构：实控人共持股 42.57%，核心管理团队稳定	13
IT 培训行业：产业升级驱动培训需求，培训行业高度分散	15
行业规模：市场规模超 400 亿，细分培训项目众多	15
竞争格局：行业集中度低，头部机构产业合作紧密	16
竞争优势：教学研究为基，产业合作密切	18
课程研发：紧跟市场需求体系化研发，培训模式多元	18
师资优势：录用标准严格，严控教学质量	20
渠道优势：与高校及企业紧密合作	21
入口端：紧密合作高等院校，潜在客群内部建立口碑	21
出口端：广泛合作用人单位，为学员提供就业出口	23
品牌优势：全方位服务打造优良口碑，转介绍成为主要获客手段	24
发展规划：强化研发能力，培训业务扩张	25
盈利预测及估值	26
盈利预测	26
估值及投资建议	28
风险提示	28

图表目录

图表 1：传智教育旗下品牌	5
图表 2：传智教育主营业务架构	5
图表 3：传智教育教学中心分布	6
图表 4：公司租赁房产情况（部分）	7
图表 5：公司 IT 短期培训 2020 年课程价格（部分）	7
图表 6：公司短期现场培训业务后付费收入及占比（左轴：万元；右轴：%）	8
图表 7：公司非学历高等教育培训业务后付费收入及占比（左轴：万元；右轴：%）	8
图表 8：传智专修学院 2021 年各专业招生计划	8
图表 9：公司 2019 年各项业务营收占比（单位：%）	9
图表 10：公司 2020H1 各项业务营收占比（单位：%）	9
图表 11：传智教育发展历程	10
图表 12：公司营业收入及增速（左轴：百万元；右轴：%）	11
图表 13：公司归母净利润及增速（左轴：百万元；右轴：%）	11
图表 14：公司分业务营收（单位：百万元）	11
图表 15：公司分业务营收占比（单位：%）	11
图表 16：公司 IT 及泛 IT 短期现场培训各培训内容营业收入（单位：百万元）	12

图表 17: 公司 IT 及泛 IT 短期现场培训各培训内容营收占比 (单位: %)	12
图表 18: 公司分业务毛利率 (单位: %)	12
图表 19: 公司期间费用率 (单位: %)	12
图表 20: 公司发行后股权结构	13
图表 21: 公司发行前后前 10 大股东持股情况 (单位: 股; %)	13
图表 22: 公司董事及高级管理层简介	14
图表 23: 我国软件业务收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	15
图表 24: 我国信息传输、软件和信息技术服务业从业人员数 (单位: 万人)	15
图表 25: 我国 IT 培训市场规模及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	16
图表 26: 主要 IT 技能培训内容	16
图表 27: 我国 IT 培训品牌基本情况	17
图表 28: 部分 IT 职业培训机构课程价格对比	17
图表 29: 黑马程序员校区环境	18
图表 30: 优就业校区学习及生活环境	18
图表 31: 优就业合作企业展示	18
图表 32: 公司课程研发体系	19
图表 33: 公司面授培训及双元培训占 IT 短期现场培训业务营收比重 (单位: %)	19
图表 34: 双元培训模式服务流程	19
图表 35: 公司截至 2020 年 6 月 30 日的员工结构 (单位: 人, %)	20
图表 36: 公司教师招聘标准	20
图表 37: 公司人才筛选、考核及培训体系	21
图表 38: 公司教学人员平均薪酬 (单位: 万元)	21
图表 39: 公司研发人员平均薪酬 (单位: 万元)	21
图表 40: 公司合作高校 (部分)	22
图表 41: 传智教育教学资源展示	22
图表 42: 公司实训内容体系	23
图表 43: 公司合作就业企业 (部分)	23
图表 44: 公司 TLIAS 全方位 AI 教辅系统介绍	24
图表 45: 职业培训公司销售费用率 (单位: %)	25
图表 46: 职业培训公司平均获客成本 (单位: 元)	25
图表 47: 公司上市募集资金用途	25
图表 48: 公司上市募集资金用途	26
图表 49: 公司完成校区新建后教学中心布局	26
图表 50: 公司营收预测 (单位: 百万元; %)	27
图表 51: 公司主要财务指标测算 (单位: 百万元; %)	28
图表 52: 可比公司估值表	28

公司概况：IT 培训领军，多品牌运营

传智教育创办于 2006 年，为国内领先的数字化专业培训教育公司。基于自主研发的教研体系，开展 IT 短期培训、IT 非学历高等教育、少儿编程等业务，实现跨品牌运营。公司于 2021 年 1 月 12 日于深交所上市，以发行价 8.46 元/股发行 4024.48 万股，募集资金净额 2.92 亿元。

图表 1: 传智教育旗下品牌

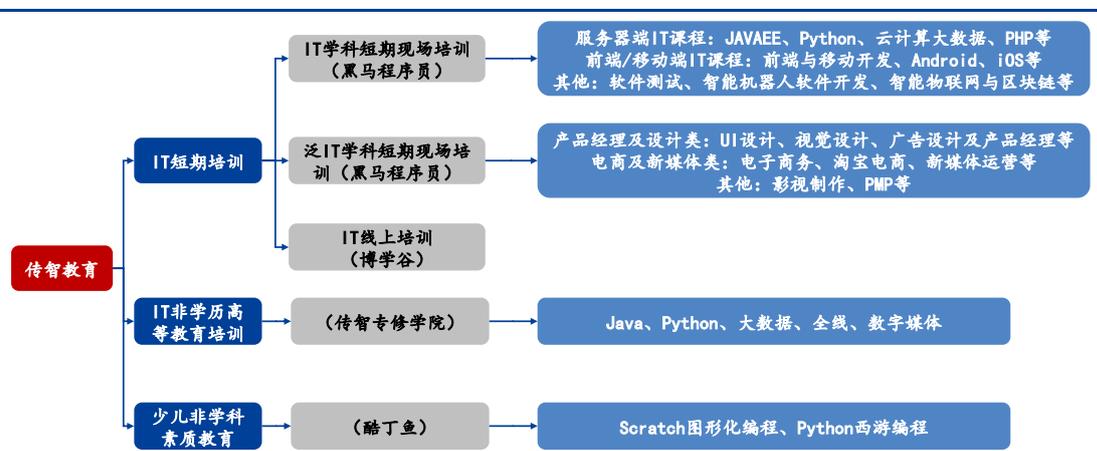


资料来源：招股说明书、公司官网，国盛证券研究所

业务架构：IT 短期培训为核心，向低年龄段积极拓展

公司主营业务包括 IT 短期培训、IT 非学历高等教育培训以及少儿非学科素质教育培训三类。其中 IT 短期培训为公司核心业务，通过“黑马程序员”及“博学谷”品牌分别开展线下及在线培训；IT 非学历高等教育培训依托传智专修学院开展，学院成立于 2017 年；少儿非学科素质教育以“酷丁鱼”为品牌，于 2019 年开始试运营。此外，公司搭建 IT 互联网经营社区“传智汇”，并运营面向高校的 IT 资源输出品牌“院校邦”。

图表 2: 传智教育主营业务架构

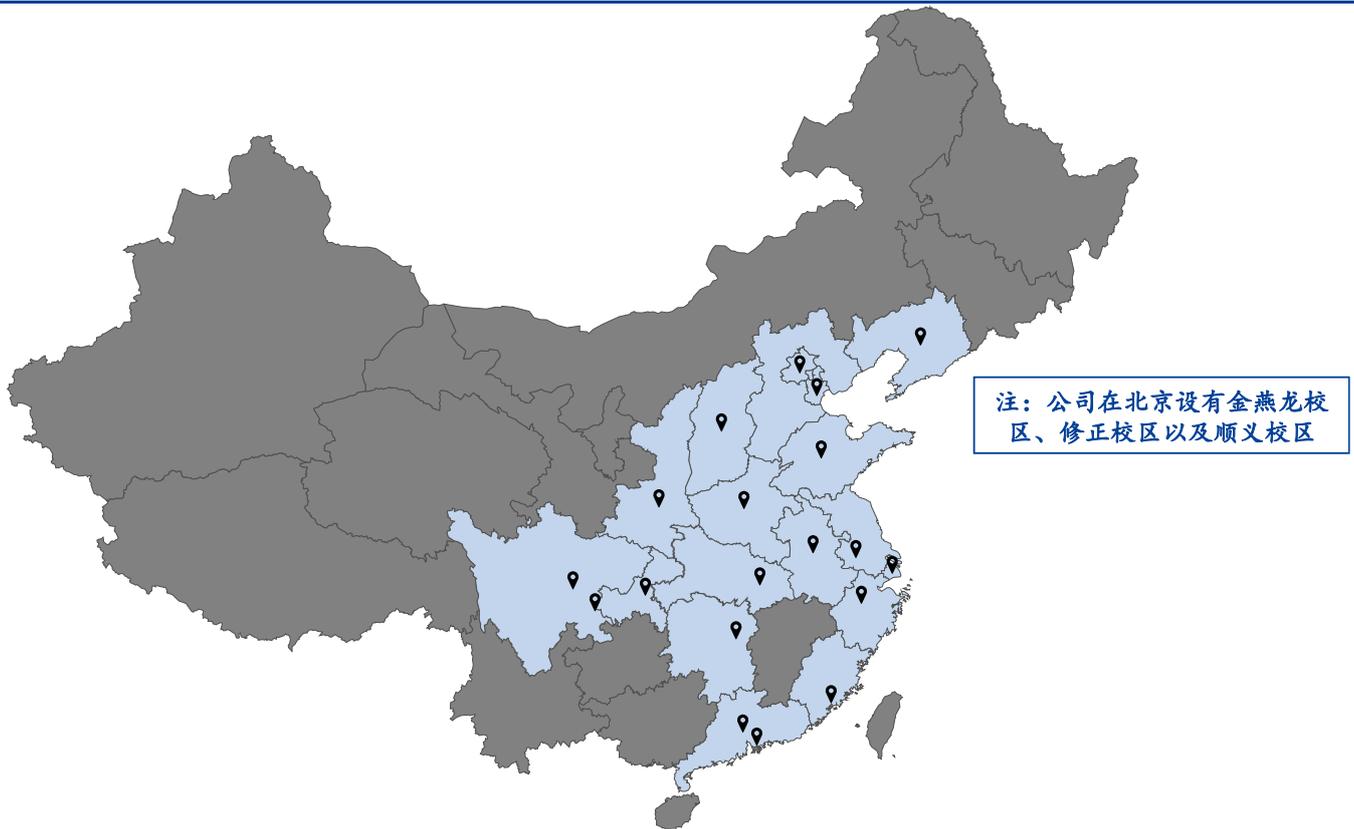


资料来源：招股说明书、公司官网，国盛证券研究所

IT 短期培训:

IT 短期培训主要面向有 IT 学习需求的成年人开展,以就业为导向。教学中心覆盖北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、重庆、成都、厦门、武汉、郑州、西安、长沙、济南、石家庄、合肥、太原、沈阳、天津等 19 个城市。培训内容可分为三类: 1) IT 学科短期现场培训, 包括服务器端 IT 课程、前端/移动端 IT 课程以及其它 IT 课程; 2) 泛 IT 学科短期现场培训, 包括产品经理及设计类课程、电商及新媒体类课程以及其它课程; 3) IT 线上培训。2019/2020H1 公司 IT 短期培训营收 8.79/2.40 亿元, 营收占比 95.2%/91.1%。

图表 3: 传智教育教学中心分布



资料来源: 招股说明书、公司官网, 国盛证券研究所

教学中心采用租赁模型, 面积达数千平方米。公司目前开设教学中心 21 个, 全部采用租赁模式, 租赁面积达数千平方米, 其中北京、上海等核心城市租赁面积达 1 万平方米以上。公司新进入城市普遍首先租赁约 3000 平方米的场地用于教学中心, 随后根据实际爬坡情况以及市场需求情况逐步扩大租赁面积, 平均而言, 公司的教学中心使用 2-3 年后进入扩建期。

图表4: 公司租赁房产情况(部分)

城市	承租方	面积(平方米)	租期
上海	上海传智	8310.27	2017年2月1日-2024年1月31日
	上海传智	3862.66	2019年4月28日-2022年4月2日
广州	传智教育广州分公司	8500	(一层) 2016年1月1日-2025年12月31日
			(二层/四层) 2016年5月1日-2025年12月31日
			(三层) 2015年11月10日-2025年12月31日
郑州	郑州传智	7817.55	2019年8月1日至2029年7月31日
长沙	传智教育长沙分公司	3957.84	2019年4月1日至2024年3月31日
重庆	重庆传智	1854	2017年12月1日至2022年12月31日

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

短期培训时长达数月, 采用全日制脱产培训, 运营模式重。公司IT短期现场培训周期普遍为4-6个月, 采用全日制脱产培训模式, 根据黑马程序员2020年各学科学费价格表, JavaEE、HTML&JS+前端、大数据等课程开设9个月培训班型, 而IT短期线上培训周期不超1年。培训过程中, 公司为学员提供课程讲解、课后辅导、就业辅导等服务, 运营及服务模式较重。

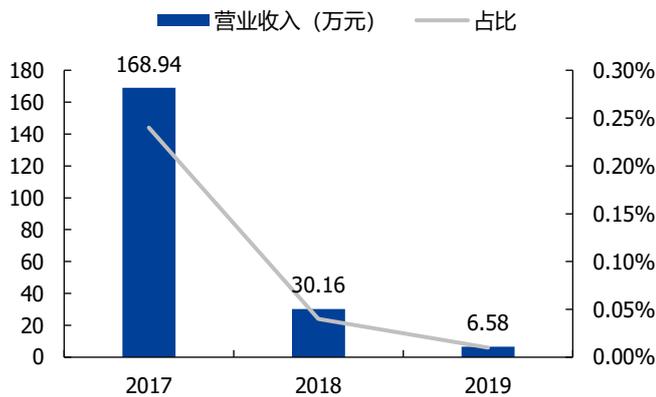
图表5: 公司IT短期培训2020年课程价格(部分)

学科	班级类型	学费
JavaEE、HTML&JS+前端	基础班	598元
	就业班(9个月面授)	32980元
	就业班(6个月面授+3个月线上)	一线城市 22980元、其它城市 20980元
	高手班	11980元(先付费)、15980元(后付费)
大数据	基础班	598元
	就业班(9个月面授)	34980元
	就业班(6个月面授+3个月线上)	一线城市 24980元、其它城市 22980元
Python+数据分析	基础班	598元
	就业班(9个月面授)	32980元
	就业班(6个月面授+3个月线上)	一线城市 22980元、其它城市 20980元
UI/UE设计	基础班	598元
	就业班	一线城市 17980元、其他城市 15980元

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

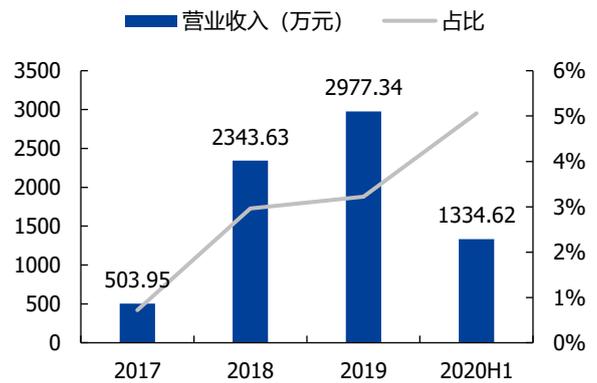
收费模式包括先付费以及后付费。先付费模式下学员在培训开始前向公司支付学费; 后付费模式下, 公司在招生环节严格对报名学员的学历水平、专业能力、逻辑分析能力、心理等方面进行测试, 确保报名此类型班级的学员有较高的就业率, 并严格评估该类学员的信用情况以降低坏账风险。学员在培训结束后, 满足培训合同中就业保障条款的情况下向公司支付学费, 否则, 学员不需支付学费。公司2017-2019年IT短期现场培训业务后付费收入占比分别为0.24%/0.04%/0.01%, 收入占比低。根据黑马程序员2020年各学科学费价格表, 公司JavaEE以及HTML&JS+前端课程开设高手班, 参训学员可选择后付费模式。

图表 6: 公司短期现场培训业务后付费收入及占比 (左轴: 万元; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 7: 公司非学历高等教育培训业务后付费收入及占比 (左轴: 万元; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

IT 非学历高等教育培训:

公司于 2017 年开始运营 IT 非学历高等教育业务, 通过传智专修学院开展, 主要面向高中毕业生, 提供 2.5 至 4 年的 IT 技能教学服务, 现有在校生 1100 余人。传智专修学院位于江苏沐阳, 采用与上海开放大学联合办学模式, 学历证书由上海开放大学颁发, 公司根据上海开放大学确定的教学大纲内容要求负责专业课程的课程设计、开发与课程安排。根据双方约定, 上海开放大学收取的学历部分学费的 65% 应支付给公司作为合作办学收益。2019/2020H1 公司 IT 非学历高等教育培训营收 3540/1816 万元, 营收占比 3.8%/6.9%。

图表 8: 传智专修学院 2021 年各专业招生计划

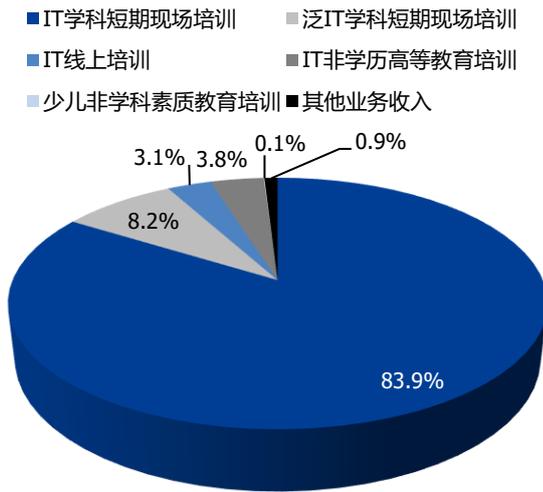
专业名称	专业方向	招生人数
软件工程专业	Java 大数据应用开发	190
软件工程专业	全栈 Python 应用开发	130
软件工程专业	数字媒体艺术	50

资料来源: 传智专修学院官网, 国盛证券研究所

少儿非学科素质教育:

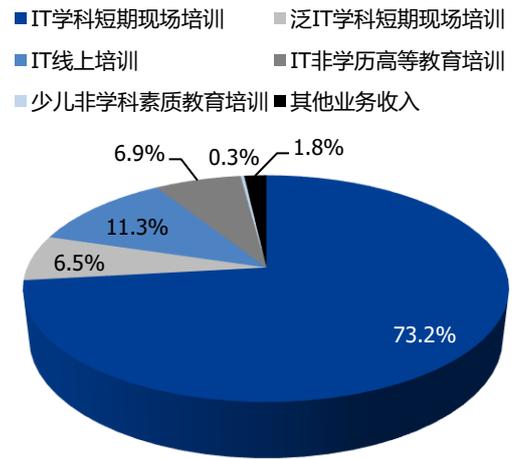
公司于 2017 年开始试运营面向学龄前少儿的、以少儿美术为主要内容的非学科素质教育业务, 于 2019 年开始试运营面向青少年的在线编程教育培训。目前该业务通过酷丁鱼品牌开展, 以 Scratch 图形化编程语言及 Python 为切入口开展培训业务。目前该业务仍处于起步阶段, 收入绝对值及占比较低, 2019/2020H1 营收 46/75 万元, 营收占比 0.1%/0.3%。

图表 9: 公司 2019 年各项业务营收占比 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 公司 2020H1 各项业务营收占比 (单位: %)



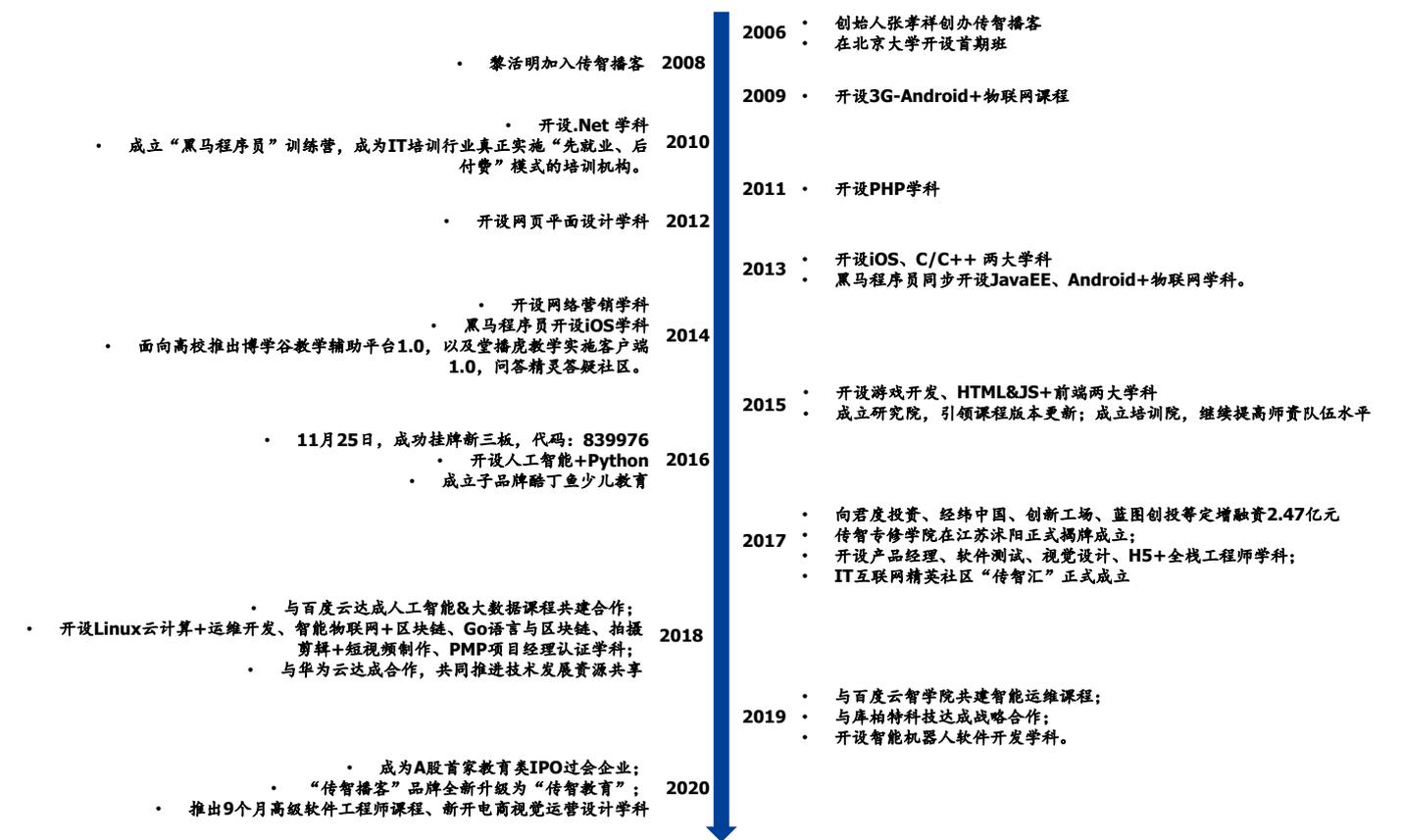
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

发展历程: 深耕 IT 培训课程研发, 多元业务拓展

公司发展可追溯至 2006 年创始人张孝祥创办传智播客, 回顾公司 14 年的发展历程, 公司起步于 IT 职业培训并深耕该领域, 紧跟行业发展前沿, 持续深化产品及课程研发, 并以 IT 职业培训为基础拓展多元业务, 扩充目标用户人群年龄段。以公司 2016 年 11 月挂牌新三板为界, 我们认为可以将公司的发展历程划分为两个阶段:

第一阶段 (2006-2016 年): 专注 IT 短期职业培训, 积淀品牌口碑。公司发展初期完成核心团队的搭建, 包括现任公司董事长及总经理黎活明于 2008 年加入公司。公司紧跟产业发展前沿, 不断更新完善课程体系, 并于 2015 年成立研究院及培训院, 优化教研教学。品牌及渠道端, 公司 2010 年推出“黑马程序员”品牌, 至 2016 年教学中心已进入 14 个城市, 在全国各大一线城市及省会城市布局网点, 形成全国化运营。得益于公司的优质发展, 公司积累优良品牌口碑, 获得广泛认可, 并于 2015 年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。

图表 11: 传智教育发展历程



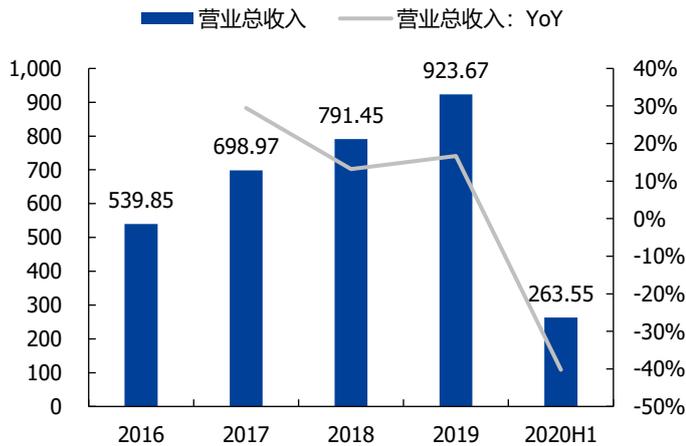
资料来源：招股说明书、公司官网，国盛证券研究所

第二阶段（2017年至今）：扩充业务范围，强化产业合作。公司于2016年11月25日于新三板挂牌上市，并于2017年完成定增融资2.47亿元，资本化进程加速。公司在IT短期职业培训的基础上积极拓展业务范围，包括于2017年在江苏沐阳创办传智专修学院，面向高中毕业生提供IT非学历高等教育培训，以及于2017年开始试运营的酷丁鱼少儿编程业务。此外，得益于公司在IT职业培训领域积淀的品牌口碑，公司强化产业合作，包括2018年与百度云达成人工智能&大数据课程共建合作、与华为云合作推进技术发展资源共享等，通过产业合作强化自身竞争优势。

经营情况：2017-19年稳健增长，疫情影响2020H1业绩表现

2017-2019年收入及利润稳健增长，2020H1受疫情影响利润端转亏。公司2019年营业收入同增16.7%至9.24亿元，归母净利润同增4.2%至1.80亿元，2017-2019年营业收入及归母净利润CAGR分别为15.0%和14.9%，主要系培训人数增长驱动。2020H1公司业务运营受疫情冲击较为明显，由于校区无法正常开课，公司将业务从线下转至线上，但就业班学员的参培意愿仍受较大影响，导致2020H1营业收入同降40.2%至2.64亿元，归母净亏损3077万元，同比转亏。

图表 12: 公司营业收入及增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 13: 公司归母净利润及增速 (左轴: 百万元; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

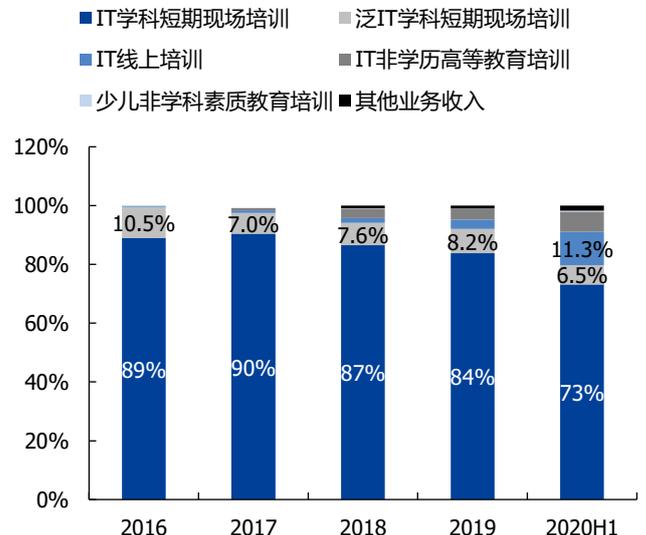
IT 线上培训、IT 非学历高等教育培训以及少儿 IT 培训取得高增长。分业务看, 作为公司核心业务的 IT 学科短期现场培训以及泛 IT 学科短期现场培训营收增长稳健, 其中 IT 学科短期现场培训 2019/2020H1 营收 7.75/1.93 亿元, 2017-2019 年 CAGR=10.7%; 泛 IT 学科短期现场培训 2019/2020H1 营收 7549/1722 万元, 2017-2019 年 CAGR=23.8%。另一方面, IT 线上培训、IT 非学历高等教育培训以及少儿 IT 培训体量较小并取得高增长, 2017-2019 年 CAGR 分别达到 122.0%、151.2%以及 47.3%, 并且在 2020H1 疫情影响下分别取得 163.5%、18.6%以及 2097%的营收同比增长, 表现亮眼。

图表 14: 公司分业务营收 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 15: 公司分业务营收占比 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

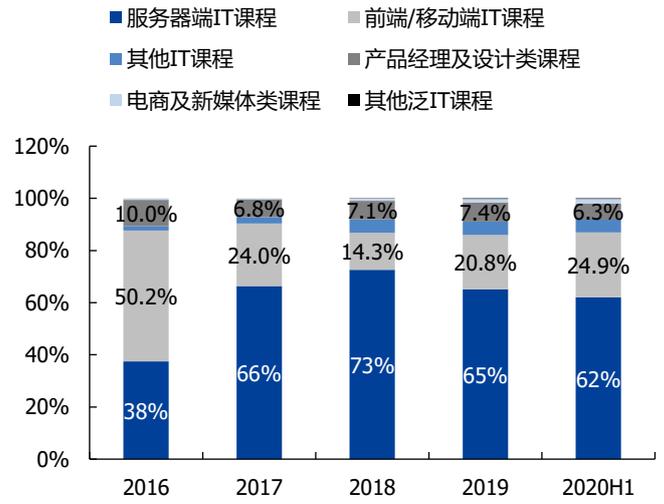
就培训内容来看, 服务器端 IT 课程收入占比较高。在公司 IT 及泛 IT 短期现场培训各项培训中, 服务器端 IT 课程 (包括 JAVAEE、Python、云计算大数据、PHP 等) 营收占比最高, 2019/2020H1 营收 5.54/1.30 亿元, 占 IT 及泛 IT 短期现场培训营收的 65%/62%。其次为前端及移动端 IT 课程 (包括前端与移动开发、Android、iOS 等), 2019/2020H1 营收 1.77/0.52 亿元, 占比 20.8%/24.9%。在泛 IT 短期现场培训中, 产品经理及设计类课程 (UI 设计、视觉设计、广告设计及产品经理等) 占比较高, 2019/2020H1 营收 6255/1323 万元, 占比 7.4%/6.3%。

图表 16: 公司 IT 及泛 IT 短期现场培训各培训内容营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 公司 IT 及泛 IT 短期现场培训各培训内容营收占比 (单位: %)

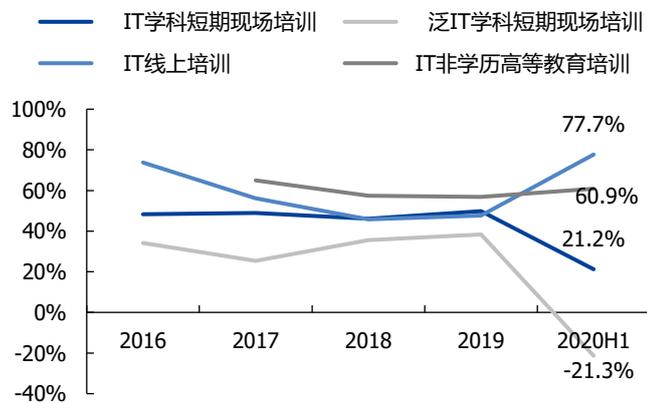


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

疫情致 2020H1 线下培训毛利率下滑, 线上培训毛利率显著提升。毛利率方面, 2019 年 IT/泛 IT 学科短期现场培训毛利率分别为 49.8%/38.3%, 2020H1 疫情背景下由于学员招生人数下降毛利率明显下滑至 21.2%/-21.3%。另一方面, IT 线上培训以及少儿非学科素质教育培训由于采用在线培训, 疫情背景下在线培训需求提升带动报名学生人次增长, 2020H1 毛利率相较 2019 年增长 30.0/76.5PCTs 至 77.7%/69.7%。此外, IT 非学历高等教育培训时长为 2.5-4 年, 学员人数较为稳定, 受疫情影响可控, 2019/2020H1 毛利率分别为 56.8%/60.9%。

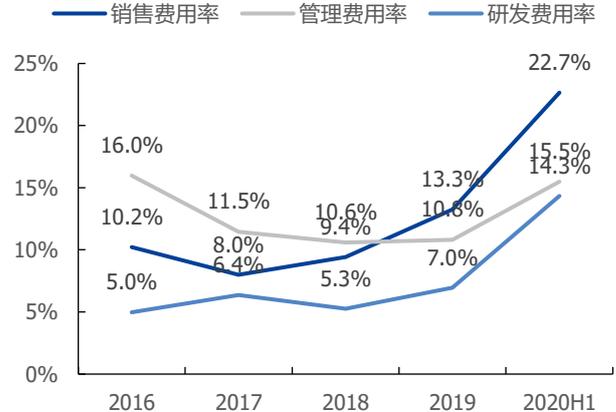
加大营销力度叠加疫情影响, 期间费用率有所提升。公司 2019 年销售费用率同增 3.9PCTs 至 13.3%, 主要系公司加大营销力度所致; 而管理/研发费用率同增 0.2/1.7PCTs 至 10.8%/7.0%。2020H1 疫情影响公司营收导致期间费用率进一步提升, 销售/管理/研发费用率分别达到 22.7%/15.5%/14.3%。综上, 公司 2019/2020H1 归母净利率分别为 19.5%/-11.7%, 同比下滑 2.3/30.7PCTs。

图表 18: 公司分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 公司期间费用率 (单位: %)

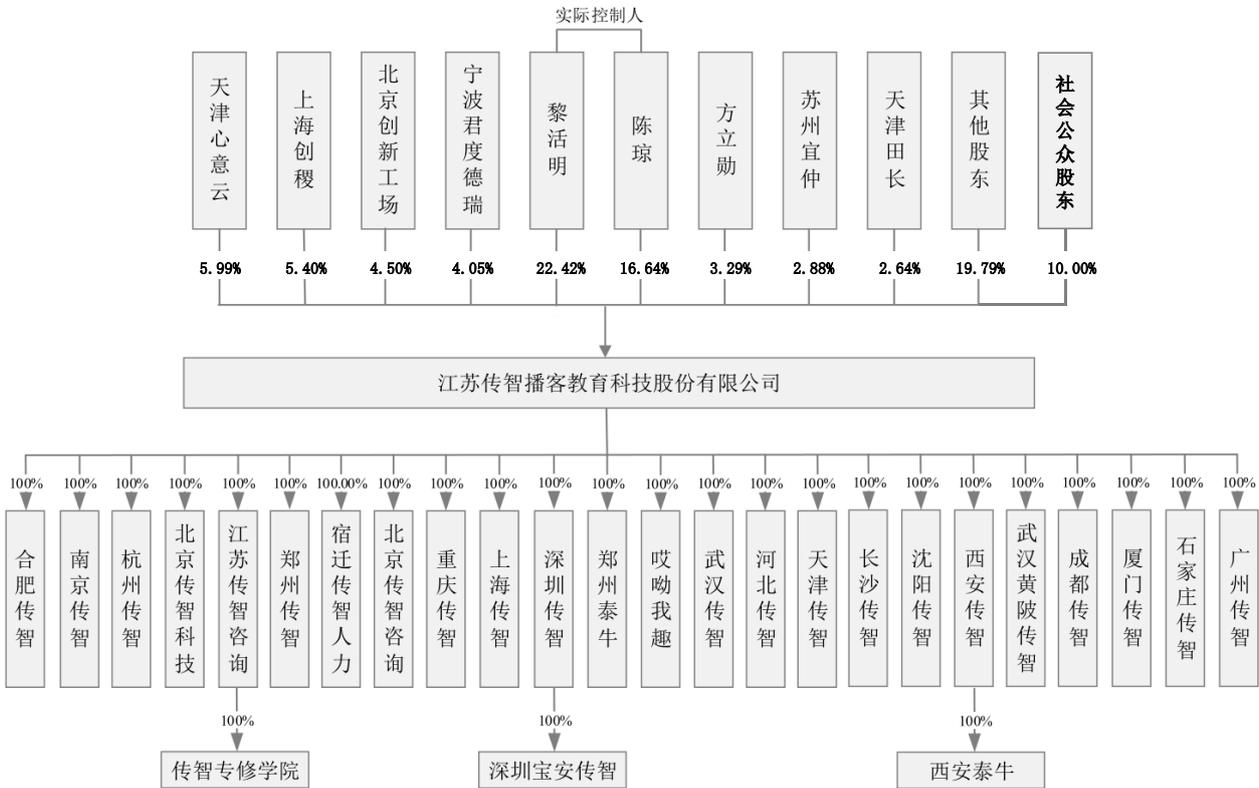


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

股权结构：实控人共持股 42.57%，核心管理团队稳定

实控人黎活明及陈琼合计持股 42.57%，股权结构较为集中。公司董事长兼总经理黎活明与董事陈琼为公司的实际控制人，分别直接持股 22.42%及 16.64%；此外，二人通过员工持股平台分别间接持有公司 3.36%及 0.14%的股权，二人通过直接及间接持股合计持有公司 42.57%的股权以及 50.96%的表决权，股权结构较为集中。

图表 20: 公司发行后股权结构



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 21: 公司发行前后前 10 大股东持股情况 (单位: 股; %)

	发行前		发行后	
	持股数量 (股)	持股份额	持股数量 (股)	持股份额
黎活明	90,248,627	24.92%	90,248,627	22.42%
陈琼	66,978,330	18.49%	66,978,330	16.64%
天津心意云	24,109,787	6.66%	24,109,787	5.99%
上海创稷	21,730,182	6.00%	21,730,182	5.40%
北京创新工场	18,104,355	4.9984%	18,104,355	4.50%
宁波君度德瑞	16,294,399	4.50%	16,294,399	4.05%
方立勋	13,228,924	3.65%	13,228,924	3.29%
苏州宜仲	11,590,487	3.20%	11,590,487	2.88%
天津田长	10,610,139	2.93%	10,610,139	2.64%
天津乐邦	9,670,800	2.67%	9,670,800	2.40%

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

设有员工持股平台，对员工实行股权激励。公司的员工持股平台包括天津田长、天津地宽、天津人欢、天津合鼎和天津乐邦等，公司通过员工持股平台于2015年及2016年分三批对激励对象进行股权激励，激励对象的范围为公司高级管理人员、中级管理人员及A、B级讲师。公司通过股权激励将员工利益于公司发展深度绑定，保持公司核心团队稳定。

公司董事及高级管理层从业经验丰富，核心团队稳定。公司核心管理团队年轻化，年龄均在40-45岁之间。公司董事长兼总经理黎活明从2009年6月起于公司任职，IT从业经验丰富；公司董事陈琼、方立勋、毕向东以及公司副总经理冯威均在公司任职10年以上，且具备丰富的IT类教学经验，公司核心团队较为稳定。

图表 22: 公司董事及高级管理层简介

姓名	职位	年龄	学历	主要履历
黎活明	董事长、 总经理	40	本科	2003.3-2003.10, 任中国农业网 (www.zgny.com.cn) 技术部经理; 2004.1-2004.11, 任北京联合创科电信技术有限公司高级软件工程师/北京区总经理; 2005.5-2006.10, 任北京游易天下旅行社有限公司项目经理/运营总监; 2006.10-2009.6, 写作; 2009.6-2016.7, 任北京传智播客教育科技有限公司执行董事; 2016.7-至今, 任北京传智播客教育科技有限公司执行董事/经理; 2012.9-2016.4, 任江苏传智播客教育科技有限公司董事; 2016.4-2016.6, 任江苏传智播客教育科技有限公司董事长/总经理; 2016.6-至今, 任公司董事长兼总经理。
陈琼	董事	45	本科	1997.7-1999.7, 任东风汽车公司铁路处工程师; 1999.8-2006.4, 待业; 2006.5-至今, 任北京传智播客科技有限公司监事; 2012.9-2016.6, 任江苏传智播客教育科技有限公司董事; 2016.6-至今, 任公司董事。
方立勋	董事、副 总经理	42	大专	1997.9-2004.11, 任湖南省临湘市自来水公司业务股股长; 2004.12-2016.2, 在湖南省临湘市自来水公司轮岗; 2016.3-至今, 在湖南省临湘市自来水公司停薪留职; 2006.5-2012.9, 任北京传智播客教育科技有限公司副总裁; 2012.9-至今, 任江苏传智播客教育科技股份有限公司副总裁; 2015.5-2016.4, 任江苏传智播客教育科技有限公司总经理; 2016.4-2016.6, 任江苏传智播客教育科技有限公司董事; 2016.6-至今, 任公司董事、副总经理。
肖敏	董事	41	本科	2000年-2004.12, 在浪潮佳软公司任渠道总监; 2004.12-2006年, 在拼音加加任总经理; 2006年-2008.4, 在百度任百度联盟经理; 2008.5-2010.5, 在天极传媒集团任事业部总经理; 2010.6-至今, 任经纬创投(北京)投资管理顾问有限公司合伙人。 2017.5-至今, 任公司董事。
毕向东	董事、副 总经理	41	本科	2001.10-2002.9, 任亚洲商联(沈阳)投资管理有限公司工程师; 2002.9-2007.6, 任延吉市德高科技开发有限公司总经理; 2007.9-至今, 任公司副总裁; 2016.6-至今, 任公司副总经理; 2017.12-至今, 任公司董事。
冯威	副总经 理	42	本科	2008.7-2009.7, 任北京东方清软科技有限公司讲师; 2009.7-2012.10, 任北京传智播客教育科技有限公司讲师; 2012.11-至今, 任公司副总裁; 2016.6-至今, 任公司副总经理
曲晓燕	副总经	42	本科	2001.7-2004.8, 任山东省中鲁远洋(烟台)食品有限公司财务主管;

理、财务	2004.9-2007.7, 任北京金山软件有限公司审计经理;
总监、董	2007.7-2015.11, 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;
事会秘	2015.12-至今, 任公司副总裁;
书	2016.6-至今, 任公司副总经理/董事会秘书/财务总监。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

IT 培训行业: 产业升级驱动培训需求, 培训行业高度分散

行业规模: 市场规模超 400 亿, 细分培训项目众多

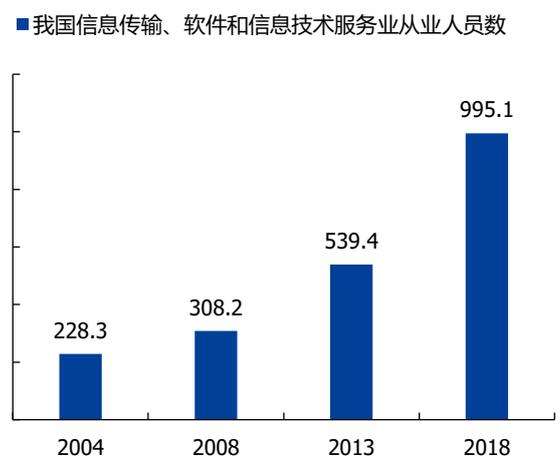
信息技术持续向实体经济加速渗透, IT 行业实现快速增长。目前我国正处于以 IT 技术为基础的数字经济时代, 新一代信息技术持续向实体经济各产业融合渗透, 新技术以及新产业生态不断迭代。在融合发展过程中, IT 行业成为驱动企业业务发展的新引擎, 具备较高景气度, 带动 IT 行业整体收入以及从业人数增长。根据我国工业和信息化部统计数据, 2019 年我国 IT 行业整体收入同增 14.3% 至 7.21 万亿元, 2014-2019 年 CAGR=14.2%; 2019 年软件业从业人数同增 5.4% 至 678 万人, 2014-2019 年 CAGR=4.4%。从更广的统计口径看, 根据国家统计局数据, 我国信息传输、软件及信息技术服务业从业人数从 2013 年的 539.4 万人增加至 2018 年的 995.10 万人, 2013-2018 年 CAGR=13.0%。

图表 23: 我国软件业务收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 招股说明书, 工信部, 国盛证券研究所

图表 24: 我国信息传输、软件和信息技术服务业从业人数 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

IT 行业高速发展、技术快速迭代, 催生 IT 职业培训需求。根据前瞻产业研究院数据, 2019 年我国 IT 培训市场规模同增 24.2% 至 410 亿元, 每年人才缺口约 100 万人, 专业人才供不应求。就业薪酬较高、行业技术迭代较快是吸引人才参加 IT 培训的驱动因素。IT 培训目标客群包括: 1) 大学生群体: 就业压力下, 熟练掌握 IT 技能可强化就业竞争力, 此外高校由于缺乏产业资源, 教学过程中学生难以获得实际项目操作经验, IT 培训机构亦积极合作高校进行专业共建人才培养; 2) 希望转行进入 IT 行业的在职人员; 3) 需紧跟技术迭代, 强化自身专业能力的 IT 从业人员。广泛的参培用户基础支撑 IT 培训行业的快速发展。

图表 25: 我国 IT 培训市场规模及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

IT 职业培训细分科目众多, 涵盖 IT 行业各个领域。就培训内容而言, IT 职业培训可划分为认证培训以及技能培训。其中, 认证培训已通过考试为目的, 如 Adobe 认证、PMP 认证等, 考生参培目的为通过考试以获得国际权威机构认证, 增强自身就业竞争力; 技能培训涵盖内容更广, 包括开发类 (Java 开发、Python)、大数据、AI 开发等, 以及在行业发展基础上衍生出的新媒体、电商运营、产品经理等内容。技能培训内容与从业人员实操所需高度相关, 因此需求面更广。

图表 26: 主要 IT 技能培训内容



资料来源: 达内教育官网, 国盛证券研究所

竞争格局: 行业集中度低, 头部机构产业合作紧密

行业集中度较低, 传智教育市占率位居第二。我国 IT 教育培训行业竞争格局较为分散, 规模较大的知名公司包括达内科技、传智播客、火星时代、优就业 (中公教育旗下 IT 培训品牌)、光环国际等, 以 2019 年营收计算 CR5 约为 9.4%。传智教育市占率位居第二, 仅次于达内教育。

图表 27: 我国 IT 培训品牌基本情况

培训机构名称	创立时间	IT 类课程设置	线下覆盖城市数量	2019 年营收规模 (亿元)
达内教育	2002 年	Java、大数据、UI、Web 全栈、Python、Andriod、CAD、影视后期、UE、Linux、软件测试、C++、产品经理、网络运维、网络营销、高级电商等	50	20.51
传智教育	2006 年	JAVAE、HTML&JS+前端、大数据、Python+数据分析、人工智能开发、UI/UE 设计、软件测试、新媒体+短视频直播运营、产品经理、Linux 云计算+运维开发、智能机器人软件开发、电商视觉运营设计等	19	9.24
火星时代	1993 年	影视后期、剪辑包装、游戏设计、游戏程序、UI 设计、室内设计、商业插画	18	2019Q1-Q3 4.03 亿元
优就业(中公教育旗下)	1999 年	Java 开发、Python+人工智能、大前端、UI/UE 设计、大数据、软件测试、Linux 云计算、VR/AR 游戏开发、网络完全、PHP、互联网营销、全域电商运营、新媒体与短视频运营、直播带货、室内设计、智能机器人开发、嵌入式物联网、C/C++	319 (招生渠道)	预计 3 亿元
光环国际	2001 年	PMP、IT 项目经理、软考、PRINCE2、PMI-ACP 敏捷认证、NPDP 产品经理国际认证、大数据开发、AI 人工智能、云计算与 Openstack、DevOps 开发运维等	6	1.74

资料来源: 公司财报、各品牌官网, 国盛证券研究所

IT 产业集中限制培训机构渠道下沉, 教学中心集中在一线及省会城市。渠道端, 传智教育/火星时代/光环国际线下教学中心分别覆盖 19/18/6 个省市, 主要设置在一线城市及省会城市, IT 产业区域集中导致人才需求以及 IT 培训机构线下教学中心的区域集中。达内教育作为行业龙头, 线下教学中心达到 50 个, 且更多下沉至二线城市。此外, 优就业借助中公教育遍布全国的渠道网络, 线下渠道覆盖全国 319 个地级市, 借助集团的渠道优势, 在教学中心数量方面具备一定优势。

培训以解决就业为导向, 头部培训机构拥有充足就业合作企业储备。IT 职业培训以解决就业问题为导向, 各培训机构普遍采取节奏紧凑的高强度线下面授培训模式, 培训周期长达数月(普遍 4 个月以上), 且培训机构通过吃、住、学一体的教学中心以确保学习效果。重运营、长周期、高强度的培训模式下, IT 职业培训客单价较高, 就业班客单价普遍在 2 万元以上。

图表 28: 部分 IT 职业培训机构课程价格对比

公司	课程名称	培训时长	课程价格 (元)
达内教育	成人全日制课程	通常 4 个月, 约 620 小时	19,800-26,800
传智教育	就业班	通常 4-6 个月	12,980-34,980
优就业	封闭面授/系统班	4-6 个月	未披露

资料来源: 公司财报、公司官网, 国盛证券研究所

图表 29: 黑马程序员校区环境



资料来源: 黑马程序员官网, 国盛证券研究所

图表 30: 优就业校区学习及生活环境



资料来源: 优就业官网, 国盛证券研究所

头部培训机构与企业合作强化就业服务, 并与高校合作积极推进教育资源入校。各头部 IT 培训机构通过企业合作解决学员就业, 如传智教育以及优就业均与华为、百度等知名企业展开合作, 从而强化自身课程设计以及学员就业服务。在具备完善的研发体系并且教学资源紧跟行业发展的基础上, 头部 IT 培训机构积极与各高校合作, 通过与高校联合培养人才的模式实现教育资源输出, 如达内教育、传智教育、优就业能 IT 培训机构均积极推展与高校的联合培养项目。

图表 31: 优就业合作企业展示

合作企业10000+ 就业渠道畅通

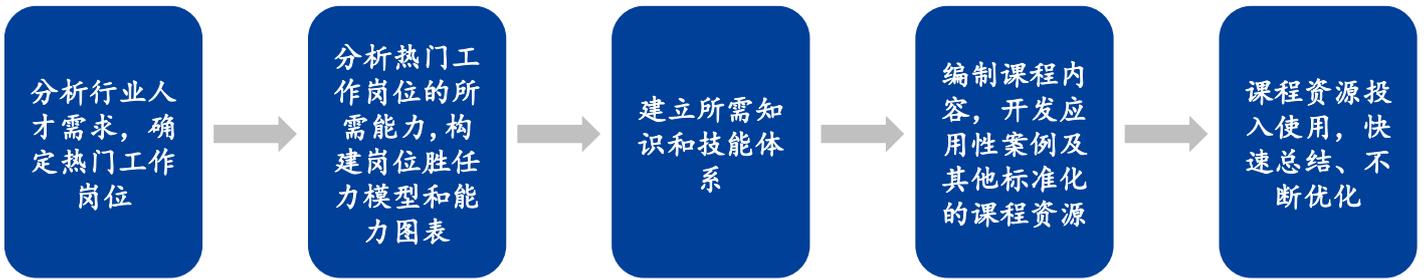
资料来源: 优就业官网, 国盛证券研究所

竞争优势: 教学研究为基, 产业合作密切

课程研发: 紧跟市场需求体系化研发, 培训模式多元

课程研发过程体系化、标准化, 基于市场需求持续迭代。IT 行业高速发展, 从业人员所需技能亦持续迭代, 对于 IT 职业培训机构而言, 强大的研发实力为立足之本。公司具备标准化的研发体系, 其流程包括 1) 分析行业人才需求, 确定热门工作岗位; 2) 分析热门工作岗位的所需能力, 梳理岗位的典型工作场景和任务, 构建岗位胜任力模型和能力图表; 3) 推导上述能力所需知识和技能体系; 4) 基于知识和技能体系规划课程体系, 编制课程内容, 开发应用性案例及其他标准化的课程资源; 5) 课程资源研发后, 立刻在各教学中心投入使用, 并快速总结使用效果、不断优化。

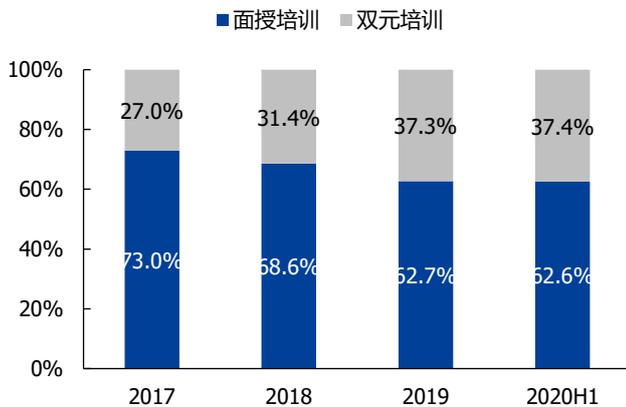
图表 32: 公司课程研发体系



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所绘制

开创双元培训模式, 提升师资利用效率。公司开创线上线下结合的双元培训模式, 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的培训模式。该培训模式充分利用名师产能, 提升优质教学资源利用率。在 IT 短期现场培训业务中, 双元培训占营收占比从 2017 年的 27.0% 提升至 2019 年的 37.3%。授课方式更为灵活、定价低于面授的双元培训受到学员欢迎。

图表 33: 公司面授培训及双元培训占 IT 短期现场培训业务营收比重 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

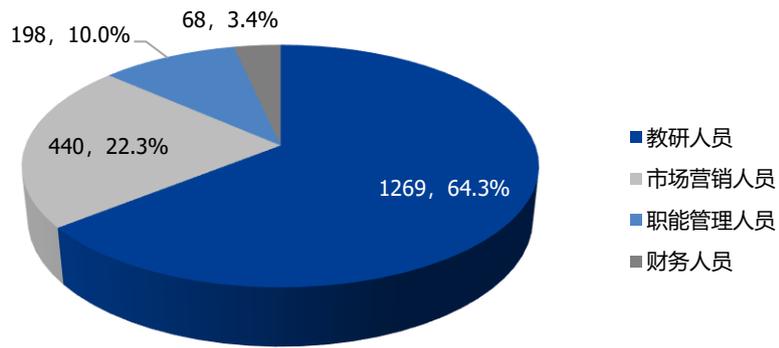
图表 34: 双元培训模式服务流程



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

储备专业教研团队, 自主设计及编制课程内容。公司具备规模化的教研人才储备, 截至 2020H1 拥有教研人员 1269 人, 占公司员工人数的 64.3%, 其中专职研发人员达到 100 人以上。组织架构层面, 公司短训事业部设有研究院, 专门负责课程研发, 确保课程体系的时效性和先进性。此外, 公司自主研发、编写具有创新性的课程内容、图书、辅导教材和视频课件、软件等, 获得业内认可, 截至 2020 年 10 月, 公司已自主出版 IT 教材 99 本, 发行图书 277 万余册, 体现公司强大的研发实力。

图表 35: 公司截至 2020 年 6 月 30 日的员工结构 (单位: 人, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

师资优势: 录用标准严格, 严控教学质量

教师录用标准严格, 汇集具备一线开发经验的专业师资。公司通过多维面试、研究院小组诊断测评等环节确定录用人才, 选拔教学、教研人员注重实战经验, 根据公司博学谷品牌官网招聘页面, 大数据讲师/课程研究员、Python 讲师/研究员、软件测试讲师/课程研究员等岗位均需具备 4 年以上相关工作从业经验, 录取率不足 3%, 通过严格的师资选拔标准, 对课程质量进行严格把控。

图表 36: 公司教师招聘标准

职位	任职要求 (部分)
大数据讲师/课程研究员	1) 本科及以上学历, 计算机相关专业, 从事相关工作 4 年以上; 2) 有从事分布式数据存储与计算平台应用开发经验, 熟悉 Hadoop 生态相关技术并有相关开发经验; 3) 较为丰富的数据仓库及数据平台的架构经验, 擅长数据仓库建模及 ETL 设计开发; 有较为系统的海量数据性能处理经验; 在大数据资产管理与治理有一定成功产品化经验等。
Python 讲师/研究员	1) 统招 211、985 本科及以上学历, 互联网工作背景, 从事相关工作 4 年以上; 2) 擅长 Python 语言, 5 年以上 Python Web 开发经验; 3) 具有分布式服务设计及开发经验, Kafka/RabbitMQ 等消息队列服务使用经验; 4) 具有大型网站的后端架构实践经验, 以及性能优化实践经验(如解决: 负载, 高并发) 等。
软件测试讲师/课程研究员	1) 统招 211、985 本科及以上学历, 互联网工作背景, 从事软件测试相关工作 4 年以上; 2) 具有实战的 Coding 能力, 熟练掌握常见的数据结构与算法, 及常见设计模式; 3) 擅长移动端 Android/iOS 主流自动化测试框架, 具备自动化测试框架开发能力等。

资料来源: 博学谷官网, 国盛证券研究所

对教师实行全方位培训及考核, 把控教学质量。公司对教师进行标准化的入职培训, 人力资源部、所属部门及培训院从企业认同、岗位服务及从业技能等角度对入职教师进行系统培训。岗前考核方面, 培训院与所属部门对入职教师进行双重考核, 考核通过的新讲师完成一系列岗前实战训练后, 方可进行相应课程试教。在新讲师的试教过程中, 培训院与所属部门对试教效果进行考察, 考察通过后新讲师方可获得实施相应课程教学资格。此外, 结合讲师所处不同岗位阶段, 公司为其制定对应的提升计划, 保障讲师逐步成长。我们认为公司通过严格、标准化的教师录用、考核及培训体系, 有利于不断强化自身的师资优势, 从而持续优化课程质量, 强化自身竞争优势。

图表 37: 公司人才筛选、考核及培训体系

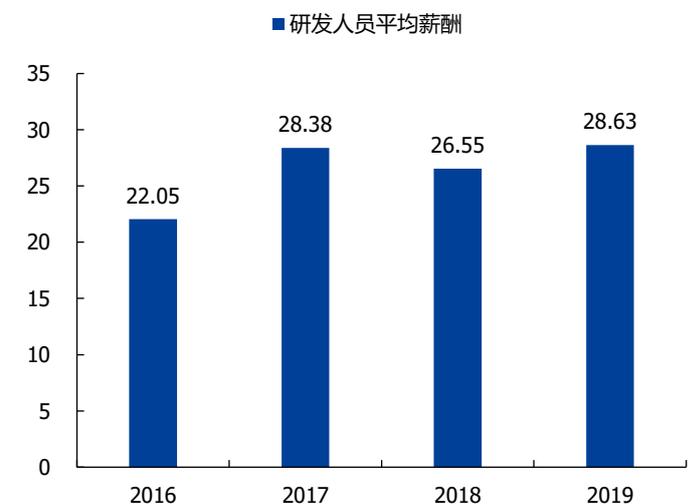


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

为教学及研发人员提供较高薪酬, 留存核心人才。公司 2019 年教学/研发人员平均薪酬 23.10/28.63 万元, 同比增长 6.3%/7.8% , 在行业内处于较为领先水平。从公开的招聘信息来看, 公司在北京、上海等一线城市招聘教师提供的月薪高达 3-5 万元, 通过提供高薪留存人才, 保持较高教学水平。除薪酬外, 公司为年轻教师提供岗位晋升以及向管理职位晋升的畅通渠道, 保持较低的人才流失率。

图表 38: 公司教学人员平均薪酬 (单位: 万元)

图表 39: 公司研发人员平均薪酬 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

渠道优势: 与高校及企业紧密合作

入口端: 紧密合作高等院校, 潜在客群内部建立口碑

与高等院校广泛合作, 建立业内影响力。公司依托自身优质 IT 教学资源积累, 司从高校、教师和学生需求出发, 为高校提供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, 与高校建立了稳固的合作关系。截至 2020 年, 公司已与 1900+所高校达成课程内容及教学支持合作, 与 580+所高校达成就业实训合作, 为 800+所高校培训 3300+名教师。通过与高等院校广泛合作, 公司在大学生群体中建立良好口碑和影响力。公司

与高校的合作方式包括:

图表 40: 公司合作高校 (部分)



资料来源: 传智教育高校教辅平台官网, 国盛证券研究所

- 教学内容合作:** 公司设有高校教辅平台, 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), 并根据高校个性化需求为其定制教学方案, 保障和深化高校自身教学特色。仅教材合作方面, 公司已与近 1900 所高校达成教材合作。

图表 41: 传智教育教学资源展示

分类: **全部** Java Android iOS 大数据 C/C++ UI设计 PHP 电子商务 前端 Python .NET 硬件与维护 网络与通信 软件测试

排序: **使用最多** 最近更新 最新上架

请输入关键词搜索

<p>HTML5+CSS3 网站设计基础教程</p> <p>使用学校: 898 所 使用教师: 3189 人</p>	<p>Python 快速编程入门</p> <p>使用学校: 829 所 使用教师: 2673 人</p>	<p>Java 基础案例教程</p> <p>使用学校: 736 所 使用教师: 2659 人</p>	<p>Java 基础入门</p> <p>使用学校: 805 所 使用教师: 2566 人</p>
<p>Java Web 程序设计任务教程</p> <p>使用学校: 663 所 使用教师: 2324 人</p>	<p>JavaScript 前端开发案例教程</p> <p>使用学校: 667 所 使用教师: 2262 人</p>	<p>MySQL 数据库入门</p> <p>使用学校: 656 所 使用教师: 2084 人</p>	<p>Java 基础入门 (新)</p> <p>使用学校: 623 所 使用教师: 1976 人</p>
<p>Java EE 企业级应用开发教程 (Spring+Spring MVC+MyBatis)</p> <p>使用学校: 611 所 使用教师: 1900 人</p>	<p>Android 移动开发基础案例教程</p> <p>使用学校: 607 所 使用教师: 1722 人</p>	<p>响应式 Web 开发项目教程 (HTML5+CSS3+Bootstrap)</p> <p>使用学校: 584 所 使用教师: 1673 人</p>	<p>网页设计与制作项目教程 (HTML+CSS+JavaScript)</p> <p>使用学校: 594 所 使用教师: 1587 人</p>

资料来源: 传智教育高校教辅平台官网, 国盛证券研究所

- 教学支持合作:** 该合作方式包括 (1) 公司为高校提供教学实施客户端, 提升教学效率; (2) 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学习活动; (3) 通过社团联盟平台在高校开展多种形式的学生活动, 丰富和拓展学生的视野, 激发学生的专业兴趣; (4) 为高校提供师资培训、实验指导课等服务。

- **就业实训合作：**公司通过职业规划讲座、入校短实训、建立实训基地等方式，与高校开展就业实训合作，为高校学生提供项目实战演练，提升其就业实战能力。实训形式包括（1）派遣经验丰富的技术讲师到学校进行实训以及（2）根据高校实际实训需求，联合高校将大学生聚集到基地，公司派遣经验丰富的技术讲师到基地进行实训。

图表 42: 公司实训内容体系



资料来源：公司旗下院校官网，国盛证券研究所

出口端：广泛合作用人企业，为学员提供就业出口

IT 职业培训及就业为导向，公司通过与 IT 产业内的知名企业保持深度合作，为学员提供良好的就业出口。具体案例包括与京东人工智能平台就平台建设、课程研发、人才培养及产品创新展开合作；与百度云合作推动智能运维课程的普及与应用，培养实战型高端 IT 人才等。根据公司旗下传智专修学院（开展 IT 非学历高等教育培训业务）官网，学院与超过 1200 家企业展开招聘合作关系，为学生就业提供便利。

图表 43: 公司合作就业企业（部分）



资料来源：传智专修学院官网，国盛证券研究所

品牌优势：全方位服务打造优良口碑，转介绍成为主要获客手段

提供全方位服务，涵盖培训各个阶段。公司致力于以学员为中心构建综合性服务体系，通过对学员数的精准分析，为学员培训初期测评、培训模式及培训课程选择、日常培训管理、未达目标学员重点帮扶、就业指导咨询、就业后持续服务等六个方面提供个性化服务。通过 TLIAS 全方位 AI 教辅系统，涵盖学生学习各种场景，以数据驱动教学，贯通教、学、练、测、评各个阶段，为每一位学员私人定制学习计划和就业服务。全方位服务过程贯穿学前、学中以及学后就业指导阶段。

图表 44：公司 TLIAS 全方位 AI 教辅系统介绍

Tlias全方位AI教辅系统 数据驱动教学，贯通教/学/练/测/评，为每一位学员私人定制学习计划和就业服务

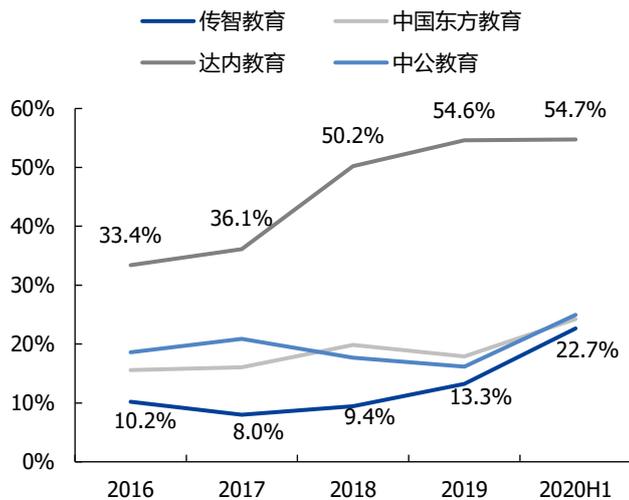


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

- **培训前：**根据学员的职业目标及时间安排，协助学员选择适应的培训课程及培训模式；并对学员进行测评，识别学员的学习问题或障碍（如学习动力不足、基础知识不牢、认知障碍等），并提出有效解决方案；
- **培训过程中：**根据学员的职业目标、兴趣、时间安排等，为学员设计个性化的培训方案，对排名靠后的学员进行重点帮助和辅导；
- **就业阶段：**在课程培训结束前 1 个月的就业辅导阶段，公司为学员提供就业辅导，为其提供全方位的咨询与帮助；在学员就业后，公司继续为学员提供咨询服务，如学员有后继培训需求，则为学员提供新的培训方案。

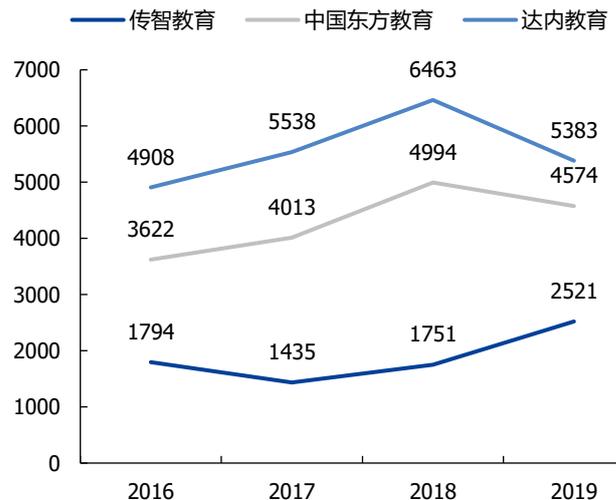
多重优势奠定优良行业口碑，转介绍成为主要获客手段。基于公司在课程研发、师资力量、渠道、服务等方面的优势，公司学员就业率高达 90%+，卓越的培训效果为公司在行业内奠定优良口碑，公司学员中通过转介绍方式参培比重高达约 70%，成为公司主要获客手段，有效降低获客成本，驱动公司长期健康增长。公司 2019/2020H1 销售费用率 13.3%/22.7%，低于职业教育领域龙头中公教育、中国东方教育，显著低于达内教育；公司获客成本同样低于其他职业教育上市公司，获客端的竞争优势体现公司优良口碑。

图表 45: 职业培训公司销售费用率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所

图表 46: 职业培训公司平均获客成本 (单位: 元)



资料来源: 招股说明书、公司财报, 国盛证券研究所 注: 1) 获客成本采用销售费用/培训人次测算; 2) 传智教育人次口径仅考虑 IT/泛 IT 学科现场培训, 假设平均客单价 1.75 万元估算培训人次; 3) 中国东方教育人次口径为新培训人次; 4) 达内教育人次口径包括成人及 K12

发展规划: 强化研发能力, 培训业务扩张

募集资金 2.92 亿元, 用途为 IT 职业培训拓展以及 IT 培训研究院建设。公司 IPO 募集资金 2.92 亿元, 募集资金用途包括 IT 职业培训能力拓展项目以及 IT 培训研究院建设项目, 使用资金分别为 2.09/0.83 亿元。

图表 47: 公司上市募集资金用途

项目名称	投资总额(百万元)	募集资金拟投资额(百万元)	建设期
IT 职业培训能力拓展项目	282.67	208.66	24 个月
IT 培训研究院建设项目	112.43	82.99	24 个月
合计	395.09	291.65	/

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

IT 培训研究院建设项目: 进一步强化研发能力, 拓展用户群体。如前文所述, IT 行业技术迭代速度快, 对于培训机构的研发能力提出较高要求, 公司已于 2015 年成立研究院, 并在同业竞争中形成研发优势。公司上市后拟进一步强化研发能力, 包括: 1) 进一步更新和完善现有课程, 突出现有课程中与 IT 行业前沿热点相关的知识点, 并且持续开发 IT 行业前沿热点课程; 2) 开展全民编程计划, 建设全民编程平台, 针对无编程基础人群制定扫盲类课程, 发掘潜在的客户群体; 3) 打造青少年 STEAM 课程体系, 开展少儿编程项目, 使公司业务向青少年端拓展, 进一步扩大受众群体。

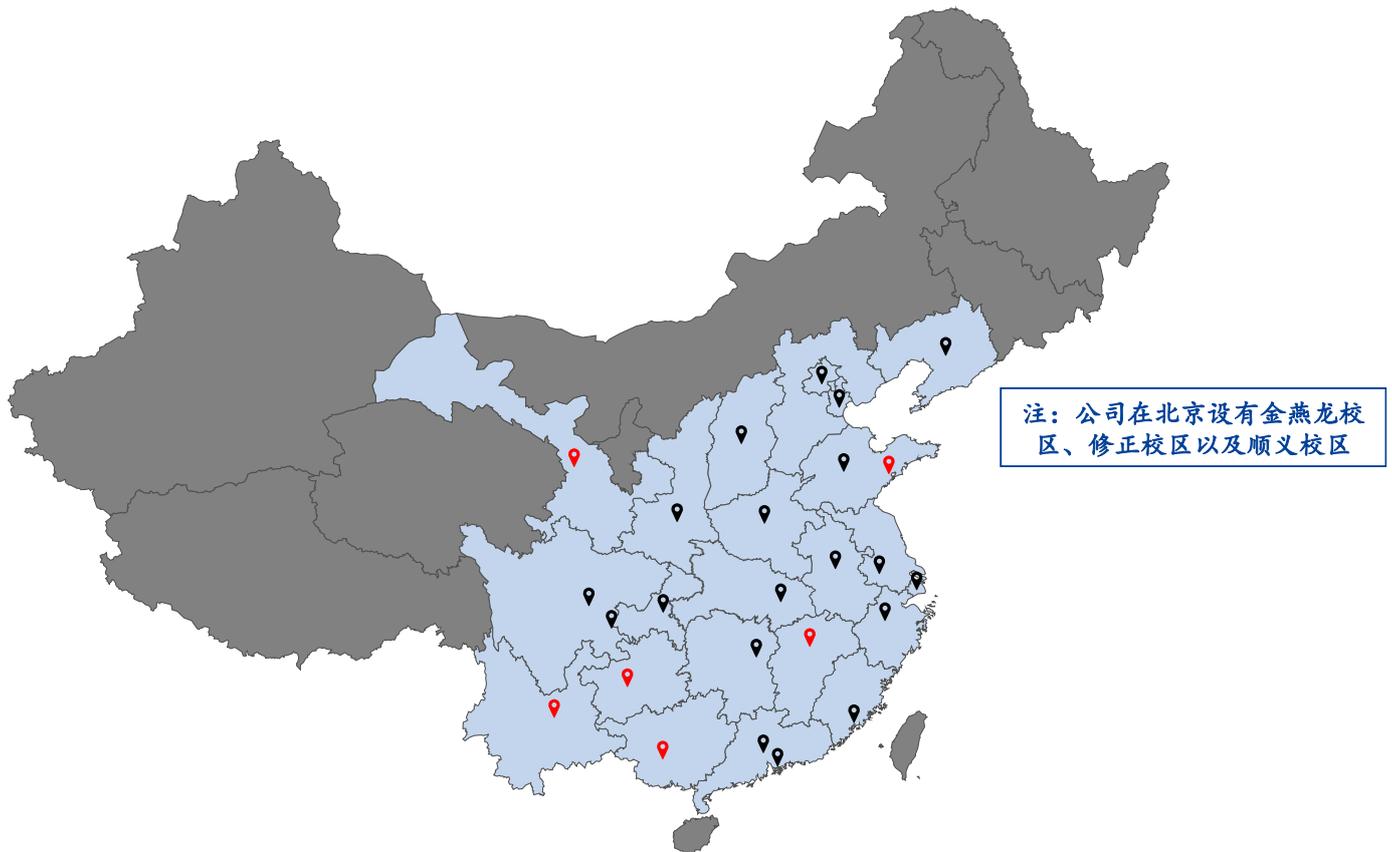
IT 职业培训能力拓展项目: 扩张教学中心网点, 扩大覆盖地域。公司 IT 职业培训能力拓展项目将基于现有营销渠道进行扩张, 通过扩建现有教学中心以及新建教学中心扩大招生规模, 以实现核心业务收入增长。扩建方面, 公司将扩建上海、深圳、郑州、武汉、西安 5 个教学中心, 目前上述教学中心已出现不同程度的座位缺口; 新建方面, 公司计划选择南昌、青岛、南宁、昆明、贵阳、兰州等城市布局新教学中心, 从而将覆盖地域拓展至 25 个城市。

图表 48: 公司上市募集资金用途

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

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 49: 公司完成校区新建后教学中心布局



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所绘制 注: 红色为新增教学中心

盈利预测及估值

盈利预测

营业收入: 公司 2020H1 营收同降 40.2%至 2.64 亿元, 主要系公司 IT 短期现场培训业务收到疫情影响所致。考虑到疫情于 2020 下半年逐步得到控制, 我们预计公司收入情况亦逐步恢复, 基于公司募资用途中披露的新开教学中心数量, 预计 2021/2022 年新分别新增 3 所教学中心至 24/27 所。我们预计 IT 短期培训业务 2020-2022 年营收 5.95/10.20/13.10 亿元。IT 非学历高等教育方面, 我们预计传智专修学院保持稳健增长, 预计 2020-2022 年该业务营收 3717/4088/4497 万元, CAGR=10%。此外, 公司少儿非学科素质教育培训 2019 年起高速增长, 我们预计该业务 2020-2022 年营收同增 225%/150%/100%至 150/376/752 万元。综上, 我们预计公司 2020-2022 年营收

6.44/10.76/13.75 亿元，同增-30.3%/67.3%/27.7%，2019-2022 CAGR=14.2%。

图表 50: 公司营收预测 (单位: 百万元; %)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	698.97	791.45	923.67	643.53	1076.31	1374.95
IT 短期培训:	687.41	757.70	879.11	594.85	1020.17	1309.57
IT 学科短期现场培训	632.29	684.75	774.57	487.98	829.57	1036.96
泛 IT 学科短期现场培训	49.23	60.17	75.49	41.52	66.43	86.36
IT 线上培训	5.90	12.79	29.04	65.35	124.17	186.25
IT 非学历高等教育培训	5.61	26.05	35.40	37.17	40.88	44.97
少儿非学科素质教育培训	0.21	0.35	0.46	1.50	3.76	7.52
其他业务收入	5.73	7.34	8.70	10.00	11.50	12.88
YoY						
营业收入		13.2%	16.7%	-30.3%	67.3%	27.7%
IT 短期培训:		10.2%	16.0%	-32.3%	71.5%	28.4%
IT 学科短期现场培训		8.3%	13.1%	-37.0%	70.0%	25.0%
泛 IT 学科短期现场培训		22.2%	25.5%	-45.0%	60.0%	30.0%
IT 线上培训		117.0%	127.1%	125.0%	90.0%	50.0%
IT 非学历高等教育培训		364.2%	35.9%	5.0%	10.0%	10.0%
少儿非学科素质教育培训		65.4%	31.2%	225.0%	150.0%	100.0%
其他业务收入		28.0%	18.5%	15.0%	15.0%	12.0%
教学中心数据:						
教学中心数量 (个)			20	21	24	27
单教学中心平均营收 (百万元)			42.50	25.83	39.82	44.05
单教学中心平均营收: YoY				-39.2%	54.2%	10.6%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所预测

营业成本: 公司 2019/2020H1 营业成本 4.66/1.88 亿元, 对应毛利率 49.3%/28.8%, 疫情影响下公司 2020H1 毛利率出现下滑。公司主要成本项目为职工薪酬及租赁费, 其中 2019/2020H1 职工薪酬 3.49/1.38 亿元, 占营业成本的 74.9%/73.7%。我们预计公司 2020-2022 年营业成本 3.83/5.49/6.94 亿元, 预计毛利率 40.5%/49.0%/49.5%, 伴随疫情恢复毛利率在 2021 年恢复至正常水平。

期间费用: 公司 2019 年销售/管理/研发费用率分别为 13.3%/10.8%/7.0%, 2020H1 疫情影响公司收入, 而期间费用相关的员工成本较为刚性, 故三项费用率分别达到 22.7%/15.5%/14.3%。我们预计公司期间费用率伴随疫情得到控制而趋向恢复至正常水平, 预计公司 2020-2022 年销售费用率 15.0%/13.5%/13.8%, 管理费用率 12.0%/11.0%/10.8%, 研发费用率 9.0%/7.5%/7.5%。

综上, 我们预计公司 **2020-2022 年归母净利润 0.63/2.04/2.57 亿元, 同增 -65.1%/225.0%/25.7%, 2019-2022 CAGR=12.6%。**

图表 51: 公司主要财务指标测算 (单位: 百万元; %)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	698.97	791.45	923.67	643.53	1076.31	1374.95
营业收入: YoY		13.2%	16.7%	-30.3%	67.3%	27.7%
归母净利润	136.53	169.80	180.27	62.91	204.46	257.09
归母净利润: YoY		24.4%	6.2%	-65.1%	225.0%	25.7%
毛利率	47.7%	46.0%	49.5%	40.5%	49.0%	49.5%
销售费用率	8.0%	9.4%	13.3%	15.0%	13.5%	13.8%
管理费用率	11.5%	10.6%	10.8%	12.0%	11.0%	10.8%
研发费用率	6.4%	5.3%	7.0%	9.0%	7.5%	7.5%
归母净利率	19.5%	21.5%	19.5%	9.8%	19.0%	18.7%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所预测

估值及投资建议

相对估值: 我们采用相对估值法对公司进行估值。选取职业教育龙头中公教育 (2020PE 63X) 以及中国东方教育 (2021PE 31X) 作为可比公司。我们认为相较于赛道运营的招录培训龙头中公教育, 公司目前业务聚焦 IT 培训, 覆盖赛道仍较为单一; 而相较于港股上市的中国东方教育, 公司作为 A 股稀缺优质教育资产应享有一定溢价。结合可比公司估值, 我们给予公司 2020 年 50 倍 PE, 对应目标市值 102 亿元、目标价 25.40 元。

图表 52: 可比公司估值表

		股价	EPS (元人民币)			PE			总市值
		原始货币	19A	20E	21E	19A	20E	21E	亿原始货币
002607.SZ	中公教育	37.41	0.29	0.40	0.54	128	93	69	2098
0667.HK	中国东方教育	17.10	0.39	0.23	0.47	37	62	30	382
	平均					82	78	50	
003032.SZ	传智教育	21.36	0.45	0.16	0.51	48	137	42	86

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 1 月 22 日收盘价, EPS 均由国盛证券研究所预测, 港元兑人民币汇率为 0.83358

投资建议: 公司为我国 IT 培训龙头, 积淀强大的研发体系, 并配备优质师资, 叠加全方位服务满足学员培训需求。公司与 IT 产业知名企业紧密合作, 优良口碑持续积累。未来有望通过教学中心扩张以及业务拓展丰富目标群体, 驱动盈利增长。我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 0.63/2.04/2.57 亿元, 同增-65.1%/225.0%/25.7%, 对应 EPS 0.16/0.51/0.64 元。结合可比公司估值, 我们给予公司目标市值 102 亿元、目标价 25.40 元, 对应 2021 年 50 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

疫情复发风险: 公司核心业务为 IT 短期现场培训, 疫情复发或导致教学中心无法开课, 进而致使公司收入及业绩下滑。

市场竞争加剧风险: IT 培训行业集中度较低, 培训产品的同质化竞争日益严重, 竞争格局加剧或影响公司获客成本, 进而影响公司业绩。

IT 培训需求下降风险: IT 行业快速发展并高速迭代, 存在培训内容难以匹配产业发展前沿, 进而导致培训需求下降风险。

拓展过程中公司业绩不达预期: 公司计划进行教学中心扩张以及新业务拓展, 扩张购程需要一定爬坡期, 或导致公司业绩不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com