

# IT 培训龙头，研发、就业、口碑优势显著

## 传智教育 (003032)

### 公司概况：A 股 IT 培训第一股

公司经历 15-16 年高速增长后，17-19 年保持平稳、收入/归母净利 CAGR15%/15%至 9.24/1.80 亿元，其中 IT 短期培训收入占比 95%+，IT 线下短训课程周期约 6 个月、平均客单价在 1.7-1.8 万元。黎活明、陈琼为控股股东和实控人，高管团队基本为教师出身，公司上市前进行了三次有服务期限的股权激励。

### 行业分析：行业存在集中度提升空间

目前我国 IT 培训行业已发展到重实操性和就业导向的 IT 职业培训阶段，行业规模约 500-600 亿元、未来几年有望维持 10%+ 复合增长。但行业痛点在于：存在周期性、学科迭代快、获客及就业难度加大等方面，因此市场仍然高度分散、CR5 仅 6%。

### 竞争优势：研发导向+优质师资构建优质口碑

传智毛利率 49%不算高、但归母净利率 20%却较高，主要系竞争优势显著：(1) 领先的就业优势：公司短期现场培训后付费模式中大专及以上学历学员的就业率为 90.66%、平均薪资在 9000 元以上；(2) 低成本获客优势：公司 70%以上的学员来自老学员转介绍，销售费用率仅 10%左右；(3) 研发体系化优势：现有研发人员 1269 人、占比 64%，2017-19 年研发费用率提升 2.0pct 至 7.0%，从而形成持续打造明星爆款产品的能力。

### 成长驱动：市场扩张份额提升，少儿编程业务起步

公司上市募资净额 2.92 亿元，其中 2.09/0.83 亿元将用于 IT 职业培训能力拓展/IT 培训研究院建设项目，即未来成长驱动包括：(1) 校区拓展，伴随募投项目完成，公司 2022/23 年有望新进入 3/3 个城市校区，对比达内有上百个校区，我们预计其 2024-28 年有望再进入 16 个城市校区，公司预计，达产后平均单校区年收入 6099 万元、年净利 489 万元。(2) 公司将对现有课程进行改编升级并且持续开发前沿热点课程。

### 盈利预测与投资建议

我们预计，2020-22 年公司营收 6.43/10.60/13.08 亿元、同比增速-30%/65%/23%，归母净利 0.63 /2.14 /2.74 亿元、同比增速-65%/ 241%/28%。参考教育龙头股的较高估值，考虑传智教育较强的 IT 培训业内竞争力及上市募投项目落地后的成长性，我们给予其 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 34.09 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

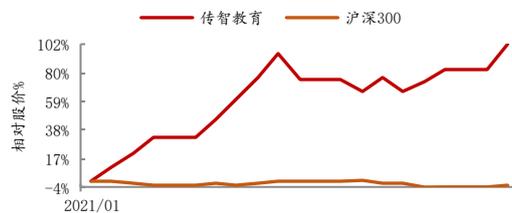
市场竞争加剧的风险、技术迭代不及预期、线下校区拓展及业务发展不及预期、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	791	924	643	1,060	1,308

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	34.09
最新收盘价：	24.56
股票代码：	003032
52 周最高价/最低价：	24.56/10.15
总市值(亿)	98.84
自由流通市值(亿)	9.88
自由流通股数(百万)	40.24



### 分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002  
联系电话：

### 分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520080002  
联系电话：

YoY (%)	13.2%	16.7%	-30.3%	64.8%	23.3%
归母净利润(百万元)	173	180	63	214	274
YoY (%)	26.7%	4.2%	-65.2%	241.4%	28.2%
毛利率 (%)	45.6%	49.3%	45.0%	51.8%	52.7%
每股收益 (元)	0.43	0.45	0.16	0.53	0.68
ROE	29.1%	23.1%	5.3%	15.2%	16.1%
市盈率	51.95	49.85	143.38	42.00	32.75

资料来源：WIND 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司概况：A股 IT培训第一股	5
1.1. 发展回顾：15、16年高速扩张，17年后稳定增长	5
1.2. 股权结构：股权结构集中，重视股权激励	7
2. 行业分析：行业存在集中度提升空间	8
2.1. 行业规模：市场在500-600亿，增速11%	8
2.2. 竞争格局：市场高度分散，CR5小于10%	10
3. 竞争优势：研发导向+优质师资打造好口碑	13
3.1. 就业优势：就业率、就业薪酬均领先同业	13
3.2. 获客优势：品牌形象+行业口碑保证低获客成本	13
3.3. 研发优势：教研人员占比高，持续打造爆款课程	14
4. 成长驱动：加速校区拓展，推进品类开发	15
4.1. 校区扩展：扩建+新建	15
4.2. 单校收入提升	16
4.3. 品类开发：新课程+新客群	17
5. 盈利预测与投资建议	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 估值与投资建议	19
6. 风险提示	19

## 图表目录

图 1：公司历年收入和净利	6
图 2：2019年分业务收入及占比（亿元）	6
图 3：传智教育前十大股东	8
图 4：IT培训行业市场规模及增速	9
图 5：IT行业人才供需缺口	9
图 6：IT行业收入规模及增速	9
图 7：IT行业从业人数及增速	9
图 8：IT行业人均创收及增速	10
图 9：IT行业人均工资及增速	10
图 10：IT培训行业公司收入及净利（亿元）	10
图 11：IT培训行业公司市占率（2019）	10
图 12：同业收入增速对比	12
图 13：同业毛利率对比	13
图 14：同业净利率对比	13
图 15：传智与同业销售费用率	14
图 16：传智员工人数构成	14
图 17：传智与同业研发费用率	14
图 18：公司覆盖城市数计划	16
表 1：公司发展历程	5
表 2：传智教育业务矩阵	6
表 3：公司分学科学费水平	7
表 4：传智教育股权激励计划	8
表 5：IT培训市场高度分散（2019年）	11

表 6: 同业费用率对比 .....	12
表 7: 课程迭代速度 .....	15
表 8: 公司上市募资用途 .....	15
表 9: 公司募投校区拓展计划 .....	16
表 10: 公司单校区财务模型 .....	17
表 11: 公司募投品类开发计划 .....	17
表 12: 公司分业务营收与毛利预测 .....	18
表 13: 公司盈利预测 .....	19
表 14: 相对估值—可比同业估值水平 .....	19

## 1. 公司概况：A 股 IT 培训第一股

### 1.1. 发展回顾：15、16 年高速扩张，17 年后稳定增长

传智教育 2006 年成立、2021 年在深交所上市并成为 A 股 IT 培训第一股。其业务涵盖 IT 短期培训（线下黑马程序员、线上博学谷）、IT 非学历高等教育（传智专修院）和少儿素质教育培训（酷丁鱼）等领域，并有 IT 互联网精英社区传智汇及院校服务平台院校帮，其中 IT 短期培训是公司核心收入来源、收入占比达 95%。从创立至今已覆盖 JAVAEE、Python 等 10 余门课程、在全国 19 个城市设分校，并已培养 30 万 IT 人才、帮助 10 万农村学子就业。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2006	CSDN 与张孝祥创立传智教育，并在北京大学开设首期班。
2008	黎活明加入传智教育，并在 IT 行业引入真正的项目实战； 编辑出版书籍《E 3.0 入门经典》。
2009	开设 3G-Android+物联网课程。
2010	开设 .Net 学科； 在中关村软件园成立线下“黑马程序员”训练营，成为实施先就业后付费模式的 IT 培训机构。
2011	开设 PHP 学科。
2012	开设网页平面设计学科。
2013	开设 iOS、C/C++ 两大学科； 黑马程序员升级就业保障：“无需贷款，不 7000 以上就业就不给一分钱。” 开设网络营销学科；
2014	编著出版计算机类专业教材 12 本，涵盖 7 大学科； 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，问答精灵答疑社区。 开设游戏开发、HTML&JS+前端两大学科；
2015	成立研究院，引领课程版本更新；成立培训院，继续提高师资队伍水平； “传智播客大学计划”免费课程植入服务进驻 552 所高校。
2016	开设人工智能+Python； 成立子品牌“酷丁鱼”少儿教育。
2017	开设产品经理、软件测试、视觉设计、H5+全栈工程师学科； 传智专修学院在江苏沭阳正式揭牌成立； IT 互联网精英社区“传智汇”正式成立； 试运营少儿美术培训业务。
2018	开设 Linux 云计算+运维开发、智能物联网+区块链、Go 语言与区块链、拍摄剪辑+短视频制作、PMP 项目经理认证学科； 与百度云达成人工智能&大数据课程共建合作；与华为云达成合作推进技术发展资源共享。
2019	开设智能机器人软件开发学科； 试运营少儿在线编程培训业务。
2020	“传智播客”品牌全新升级为“传智教育”。
2021	传智教育成功在深交所挂牌上市，成为教育行业 A 股 IPO 第一股。

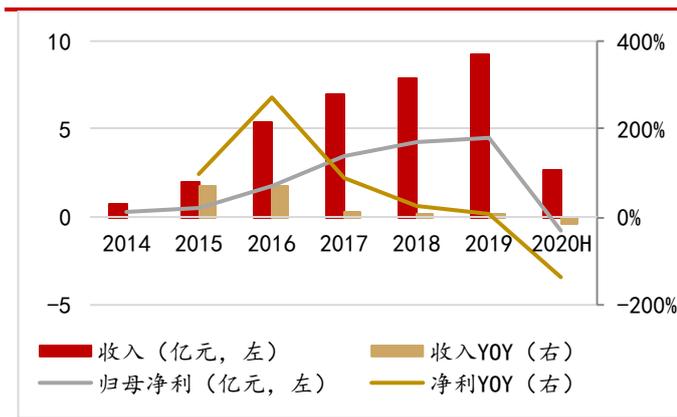
资料来源：公司官网 华西证券研究所

回顾公司发展，收入方面：15、16年为高速增长期、最低YOY为172%，17-19年保持平稳增长、最低YOY为13%，20H1受疫情影响YOY为-40%，公司预计2020全年收入YOY-30%至6.43亿元。我们分析，公司增速变化原因在于：(1)外部来看，15、16年为移动互联网爆发增长期，公司营收增长主要得益于IOS、安卓市场和UI这3个学科，而17年之后行业爆发带来的人才缺口效应开始减缓；(2)内部来看，一方面，公司15/16年新增5家/新增2家+扩建4家校区，17-19年末新增校区；另一方面，公司有部分名师离职，也使得公司开始打造自己的师训体系、并进行股权激励。

净利方面，公司归母净利率从14-16年平均12%提升至17-19年平均20%，主要由于其外延扩张放缓、费用压力降低；20H1受疫情影响归母净亏损3100万元，5月底开始逐步复课、8月底最后1个校区（北京）复课，估计Q3/Q4单季净利均接近5000万元，公司预计2020全年归母净利YOY-65%至6292万元。

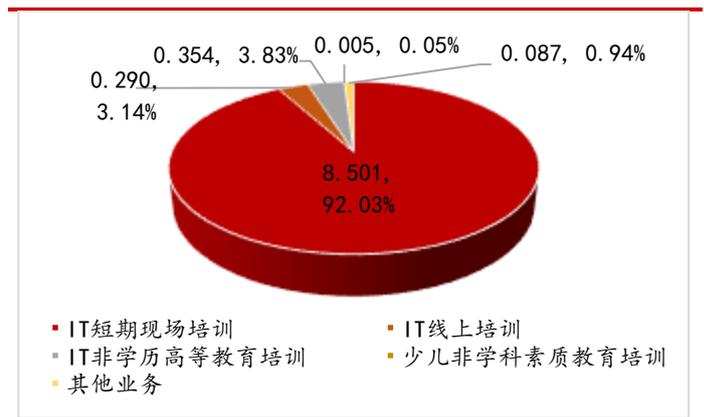
分学科看，服务器端JAVA/Python等、前端/移动端课程是公司主要利润来源，IT新类、泛IT类课程有望成为未来增长贡献点。2017-19年公司营收CAGR15%至9.24亿元，IT线下短训/线上培训/非学历高教/少儿素质/其他收入占92%/3%/4%/0%/1%、17-19年CAGR12%/122%/151%/47%/23%。在IT线下短训中IT/泛IT学科收入占91%/9%、17-19年CAGR11%/25%；进一步在IT学科中，服务器端/前端+移动端/其他IT课程收入占71%/23%/6%、17-19年CAGR11%/4%/63%，在泛IT学科中，产品经理及设计类/电商及新媒体/其他泛IT课程收入占83%/15%/2%、17-19年CAGR16%/101%/NA。

图 1：公司历年收入和净利



资料来源：招股说明书 华西证券研究所

图 2：2019 年分业务收入及占比 (亿元)



资料来源：招股说明书 华西证券研究所

表 2：传智教育业务矩阵

业务类型	对象	培训模式	平台	周期	课程	
					IT 课程	泛 IT 课程
IT 短期培训	成人	现场培训	黑马程	4-6 个月	(1) 服务器端：JAVAEE、Python、PHP 等；(2) 前端/移动端：前端与移动开发、Android、iOS 等；(3) 其他：软件测试、智能机器人软件开发、智能物联网与区块链、GO 语言与区块链、C++、游戏开发等；	(1) 产品经理及设计类：UI 设计、视觉设计；(2) 电商及新媒体类：电子商务、淘宝电商等；(3) 其他泛 IT 课程：影视制作、PMP 等；
		线上培训	博学谷	≤1 年		

IT 非学历高等教育培训	高中生	与公办大学合作办学推“技能+学历”	传智专修学院	2.5-4年(有1年实习)	(1) JAVA ; (2) 全栈; (3) Python; (4) 大数据; (5) 数字媒体
少儿非学科素质教育	学龄前	现场培训	酷丁鱼	/	少儿美术
	青少年	线上培训	酷丁鱼	/	在线编程

资料来源：招股说明书 华西证券研究所

分量价看，公司 IT 短训课程周期在 6 个月左右、均为全日制脱产培训，因此，平均客单价在 1.7-1.8 万元、对应 2019 年 IT 短训学员人次在 5 万人次左右。公司一般提供 598 元基础班并设有 1.3-3.5 万元不等的就业班，定价与课程、时长、地区等相关，其中 JavaEE、HTML&JS+前端、大数据、Python+数据分析 9 个月全线下课程一线城市定价均在 3 万元以上。公司平均客单价每年上涨约 5%-10%，主要根据学科需求热度及教师供给受限程度调节。

表 3：公司分学科学费水平

学科	班级类型	学费水平
除产品经理外	各学科基础班	598 元
JavaEE、HTML&JS+前端	就业班（9 个月线下）	一线城市 32980 元
	就业班（6 个月线下+3 个月线上）	一线城市 22980 元、其他城市 20980 元
	高手班	11980 元（先付费）、15980 元（后付费）
大数据	就业班（9 个月线下）	一线城市 34980 元
	就业班（6 个月线下+3 个月线上）	一线城市 24980 元、其他城市 22980 元
Python+数据分析	就业班（9 个月线下）	一线城市 32980 元
	就业班（6 个月线下+3 个月线上）	一线城市 22980 元、其他城市 20980 元
UI/UE 设计	就业班	一线城市 17980 元、其他城市 15980 元
产品经理	就业班	一线城市 12980 元
	就业班（线上周末直播）	所有城市 6980 元
Linux 云计算+运维开发	就业班	一线城市 17980 元
智能机器人软件开发	就业班	一线城市 29980 元
软件测试	就业班	一线城市 18980 元、其他城市 16980 元

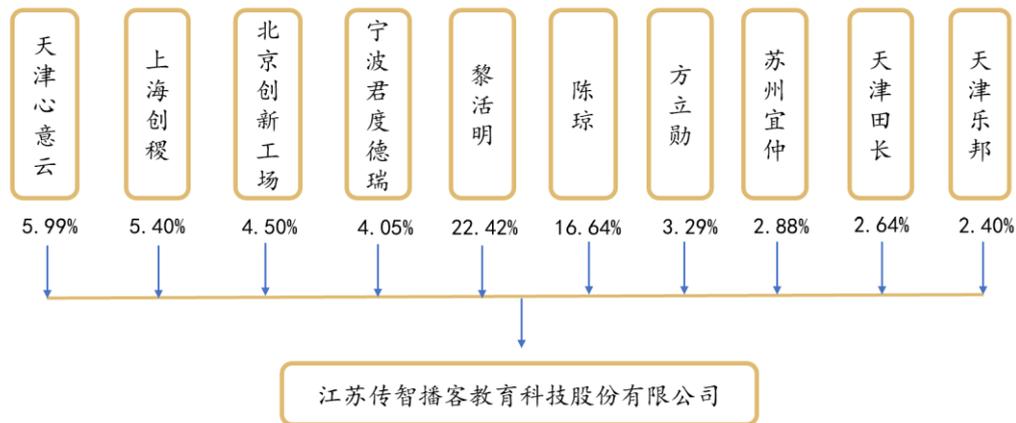
资料来源：公司官网 华西证券研究所

## 1.2. 股权结构：股权结构集中，重视股权激励

黎活明、陈琼为公司控股股东和实控人，分别直接持股 22.42%/16.64%并通过员工持股平台间接持股 3.35%/0.15%，二人合计持股 42.57%、股权结构集中。黎总 2008 年加入公司，一直负责公司运营，至今已具备 13 年管理经验。

公司高管团队基本为教师出身，总经理方总负责全业务线运营管理（持股 4.36%），副总毕总负责京津两城市校区（持股 1.20%）、冯总负责管理传智专修学院（持股 1.18%），三人早期都是名师出身；副总曲晓燕具备多年财务管理经验（持股 2.40%）。公司在上市前进行了三次有服务期限条件的股权激励，共授出 87.18 万股限制性股票、合前复权授予 0.12 元/股，重视股权激励、绑定双方利益。

图 3：传智教育前十大股东



资料来源：招股说明书 华西证券研究所

表 4：传智教育股权激励计划

授予日	授予人数	授予数量 (股)	授予价格 (元 /股)	服务条件	锁定期限
2015 年 12 月 30 日	8	172,040	1.00	在公司服务期限为取得股权之日起五年，若提前离职，黎活明以授予价购买其份额	遵循公司上市安排期间及证券交易所上市交易之日后一年内不转让、质押其出资
2016 年 3 月 15 日	182	523,582	10.00		
2016 年 3 月 22 日	14	176,153	10.00		
合计	/	871,775	8.22		

资料来源：招股说明书 华西证券研究所

注：授予对象涵盖中高管及 A/B 级讲师

## 2. 行业分析：行业存在集中度提升空间

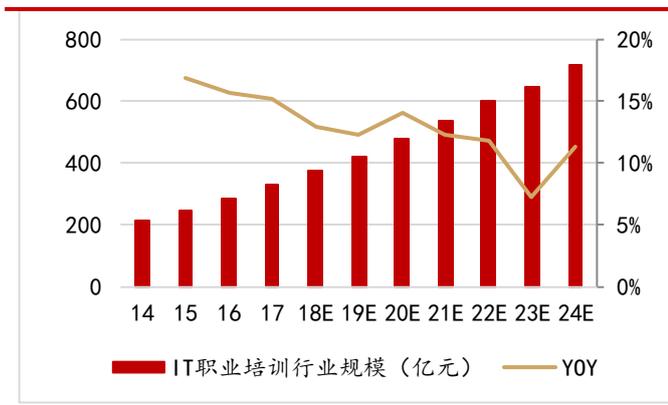
### 2.1. 行业规模：市场在 500-600 亿，增速 11%

我们分析，IT 职业培训机构的核心价值在于：(1) 解决 IT 行业学历制授课内容与企业要求的实操技能存在差距的痛点；(2) 满足低学历人员试图转行而学习 IT 技能的需求。参考弗若斯特沙利文数据，我国 IT 职业培训市场规模 2014-20 年复合增长 15%至 480 亿元，伴随 IT 人才缺口及职业培训需求持续增长，预计 2020-24 年复合增长 11%至 720 亿元。

回顾行业历程，我们分成 4 个阶段：(1) IT 基础技能培训阶段：80 年代末、90 年代初开始，行业主要以掌握计算机及办公软件操作、网页及多媒体制作等技能为主，此后随着学校开课、用户自学，培训需求减弱；(2) IT 认证培训阶段：90 年代中期，跨国 IT 公司（微软、IBM、惠普等）推出了与自身业务相关的认证，但此类培训门槛较高、不适合有初次就业或转行需求的用户，市场有限；(3) IT 职业培训起步阶段：21 世纪初开始出现以就业为导向的机构，以面向“软件蓝领”的软件课程和面向“网络工程师”的网络课程为主，典型代表是北大青鸟引进了印度的 IT 流水线人才培养模式、并做快速加盟；但这一模式不适应国内需求、且加盟影响口碑，逐步退出；

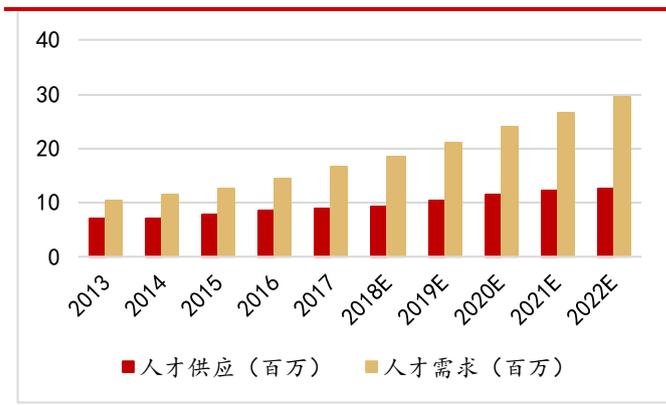
(4) IT 职业培训升级阶段，目前各家机构在以就业为强导向的基础上，更注重基于企业实操性、定制化需求的 IT 培训，兼顾渠道扩张与发展持续性。

图 4：IT 培训行业市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文 华西证券研究所

图 5：IT 行业人才供需缺口



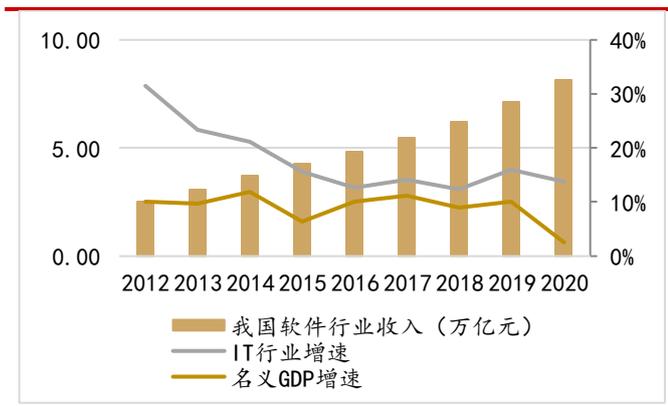
资料来源：弗若斯特沙利文 华西证券研究所

我们分析，IT 职业培训行业下游长期景气度毋庸置疑，但行业的痛点则在于：  
 (1) 伴随下游短期需求波动，整体存在一定周期性；(2) 学科迭代及升级快，不同品类自身爆发和衰退的小周期存在不确定性，如 JAVA 和 C 语言占比下降、IOS 和安卓供给过剩、UI 市场萎缩，及部分新品类受制于需求尚未爆发仍处于长尾阶段；(3) 获客、就业难度持续加大，“培训贷”政策受限也对获客产生影响、尤其中小机构；(4) 由于行业对实操性、培训强度要求较高，线下转线上难度更大、疫情期间受损更严重；(5) 固定成本比重高，经营杠杆高，尤其教师成本占比高，毛利率不高。

从下游行业驱动看，(1) 下游景气度：根据工信部披露数据，2020 年我国软件业总收入/从业人数/人均创收为 8.16 万亿元/705 万人（窄口径）/116 万元，2012-20 年 CAGR 为 16%/7%/9%；近 4 年年均新增从业人数 30 万人（窄口径）；参考弗若斯特沙利文数据，预计 2020 年我国 IT 人才供应量 1130 万人（宽口径），近 4 年年均新增供应人数 70 万人（宽口径）。(2) 下游薪酬：根据国家统计局数据，2019 年我国软件业从业人员人均工资达 16.14 万元、在各行业中排名第一，2012-19 年 CAGR10%。

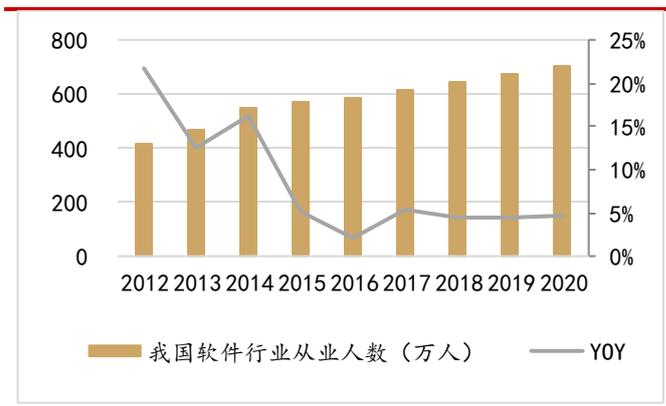
(3) 人才缺口：参考弗若斯特沙利文数据，2020 年我国 IT 行业熟练工的供需差距 1250 万人次、甚至高出存量供应基数，IT 人才供应存在巨大缺口。

图 6：IT 行业收入规模及增速



资料来源：工信部 华西证券研究所

图 7：IT 行业从业人数及增速



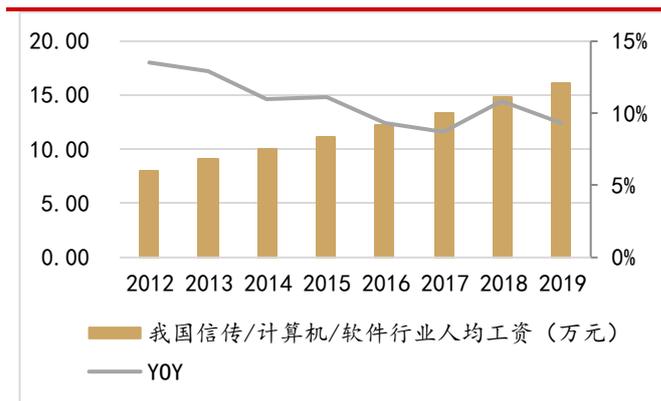
资料来源：工信部 华西证券研究所

图 8： IT 行业人均创收及增速



资料来源：工信部 华西证券研究所

图 9： IT 行业人均工资及增速



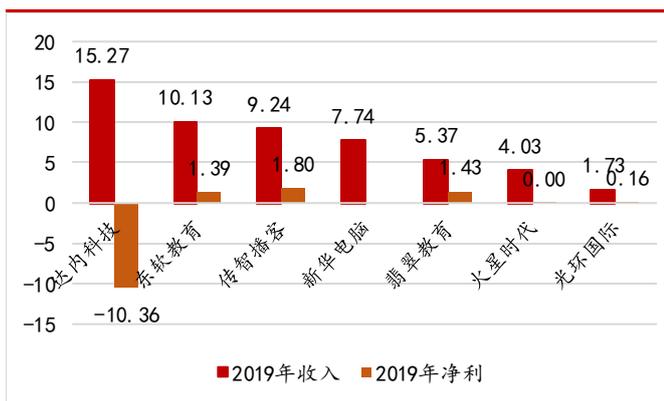
资料来源：国家统计局 华西证券研究所

## 2.2. 竞争格局：市场高度分散，CR5 小于 10%

我国 IT 职业培训行业在 2008 年时北大青鸟一度市占率高达 40%，但因公司定位于高考落榜生，后续就业口碑不佳对招生进一步形成了负反馈。目前市场高度分散，CR5 小于 10%、2019 年为 6%：(1) 达内教育凭借“双师模式+校企合作+就业输出”成为行业龙头，但近年收入下滑，17-19 年整体收入均在 20 亿左右，19 年成人 IT 收入在 15.27 亿；(2) 第二梯队公司收入在 1-10 亿，有一定研发和师资团队；(3) 第三梯队公司则为收入在千万级规模的区域性机构和纯线上的中小机构。

我们将传智教育的竞争对手分为三类：(1) 大学：大学授课与企业要求存在一定差距、给了 IT 培训机构生存空间，但近些年学校在学生实习、项目经验等方面开始注重加强，因此 IT 培训机构吸引“技术小白”的获客难度在加大；(2) 独立 IT 培训机构：大部分 IT 培训机构研发不成体系、且以营销为主，随着获客成本提升、就业难度增大，大部分机构口碑在下降；(3) 大型职培机构下的 IT 培训品牌，如新华电脑、北大青鸟，这两家机构主要面向高中生群体，因学员学历更低、教师薪酬更低，研发水平偏弱、且就业竞争力不强，但面对最大客群、有流量空间。

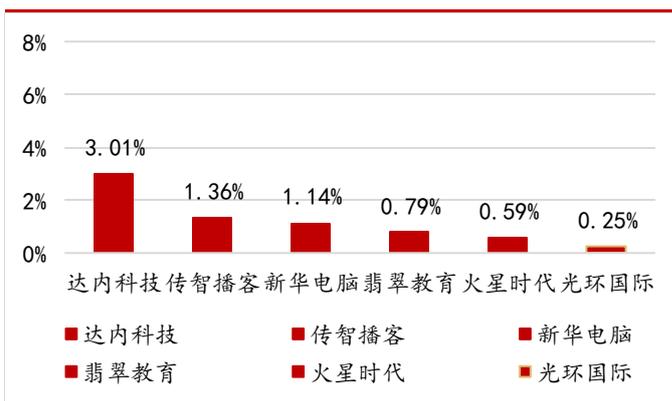
图 10： IT 培训行业公司收入及净利（亿元）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

注：火星时代、翡翠教育使用 2018 年数据；达内选用成人口径

图 11： IT 培训行业公司市占率（2019）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

注：翡翠教育使用 2018 年收入、净利数据。

表 5：IT 培训市场高度分散（2019 年）

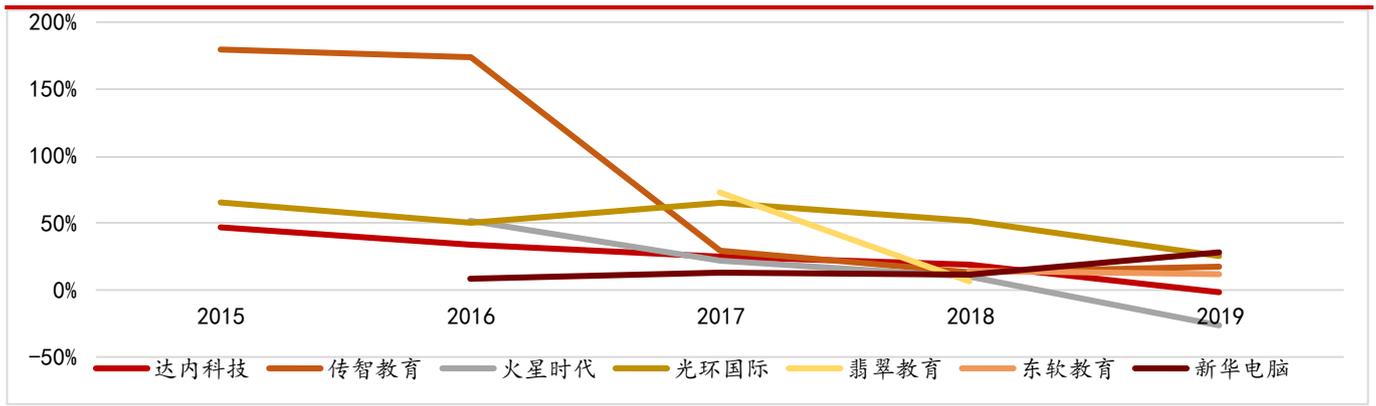
机构名称	成立时间	主要课程	收入/ 16-19 年 CAGR	净利/ 16-19 年 CAGR	毛利率	净利率	学生人数/ 万	教师人数	学习中心 数	人均学费/ 万元	单校区收 入/万元
达内科技	2001	Java 开发、UI 设计、UE 设计	15.27 亿 /9.1%	-10.36 亿/-262%	42.81%	-50.51%	成人 10.9 儿童 9.9	3193 (全 职 585)	130 (成 人)	1.40	1175 (成 人)
传智教育	2006	① IT 课程：人工智能、Python、大数据、智能机器人软件开发、JAVAEE、前端与移动开发、软件测试、Linux 云计算+运维开发等 ② 泛 IT 课程：新媒体+短视频运营、产品经理、UI/UE+ 全链路设计等	9.24 亿 /19.6%	1.8 亿 /35.8%	49.15%	19.52%	5	1269 (20H)	19	1.85	4861
光环国际	2001	线上管理(PMP)	1.73 亿 /47.92%	0.16 亿 /32%	67.16%	9.5%	4.2	全职 40; 兼职 30	线上/线 下短租	0.41	-
火星时代	1994 成 立; 2017 被 百洋股 份收购	UI 平面设计、商业插画 游戏原画、特效、游戏 UI、模型、影视特效、后期、动画、原画、室内设计、影视包装、影视剪辑、web 前端, VR 创作等	4.03 亿 /15.88%	0.54 亿 /-5.7%	61.06% (2018)	9.88% (2018)	2.13 (2016)	-	22	1.91 (2016)	1851
翡翠教育	2012 成 立, 2017 被 文化长 城收购	前端开发、Java 大数据、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销	5.37 亿 /35.6%	1.43 亿 /540%	57.7% (2016)	26.7% (2018)	1.07 (17/9) 0.94 (2016)	-	29 (17/9)	3.10 (2016)	1738
新华电脑	1988 成 立, 2000 年 品牌独 立	UI 设计、人工智能、物联网、软件开发、动漫设计、游戏设计、互联网营销、新媒体运营	7.74 亿 /28.14%	-	65.6%	-	4 万人 (长期课 程 3.94 万人,短 期课程 735 人)	1000+	25	19296	3098
东软教育	2000	《程序设计基础<C 语言>I》、《网络互联技术(二)》、电子商务、数字媒体技术、物联网工程、通信工程、集成电路设计与集成系统	10.13 亿 /13.1% 17- 19CAGR	1.39 亿 /10.1% 17- 19CAGR	33.71%	13.74%	3.4 万人 (全日制 /继续教 育: 3.61/0.4 0 万)	2170 (全 职 1318)	3 所大 学、8 所 培训学校	大学: 21809 培训学 校: 5655	-

资料来源：公司公告华西证券研究所

注：达内教育选用成人业务收入；火星时代、翡翠教育收入为 2018 年数据

对比同业收入增速，大部分公司在 15、16 年后收入增速都显著回落，我们分析主要受移动互联网高潮回落的影响，此外 18、19 年下游互联网企业迎来融资低谷期，限制了业务扩张。2019 年达内成人 IT 业务的收入/人次 YOY 为 -20%/-6.6%、传智教育收入 YOY 回升至 17%、短训增速恢复且其他业务高增长，新华电脑收入 YOY 为 28%、增速业内最高，光环国际收入 YOY 放缓至 25%，受线下增速下滑影响。

图 12: 同业收入增速对比



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所。

从毛利率看, 传智教育 49.3%的毛利率低于光环国际、新华电脑、火星时代, 主要由于其教师成本占比更高, 2019 年传智教师薪酬占营业成本比例为 75%、占总收入的比例为 38%; 而光环国际大部分采用教师外包, 2015 年内外部教师薪酬占营业成本比例仅 21% (内部员工成本/外部劳务成本为 5%/16%)、占总收入比例仅 8% (内部/外部为 2%/6%); 新华电脑母公司中国东方教育 2019 年教师薪酬占营业成本比例仅 32%、占总收入比例仅 13%。

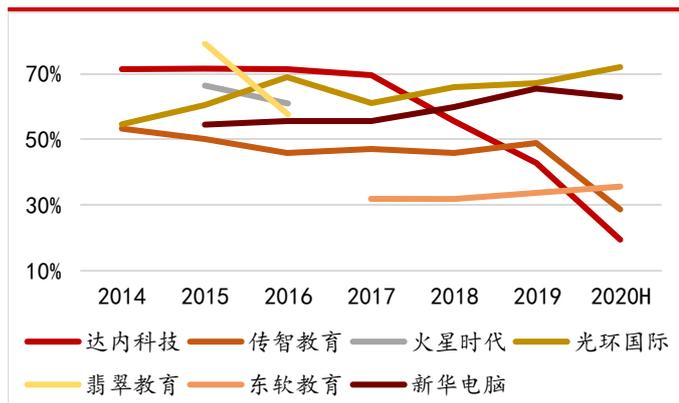
从净利率看, 传智教育 19.5%的净利率在行业内较高, 主要由于其销售、管理费用率较低, 2019 年传智销售/管理费用率为 13%/11%; 而达内重营销且管理扩张, 2019 年销售/管理费用率为 55%/135%, 业绩亏损主要系少儿业务快速扩张; 新华电脑母公司中国东方教育 2019 年销售/管理费用率为 18%/15%。

表 6: 同业费用率对比

A 股公司	传智教育	光环国际	翡翠教育	火星时代
占收入比例/报告期	2019 年	2019 年	2016 年	2016 年
毛利率	49.33%	67.31%	57.72%	61.06%
销售费用率	13%	36%	18%	27%
管理费用率	11%	15%	31%	16%
研发费用率	7%	5%	0%	0%
财务费用率	0%	0%	0%	0%
净利率	20%	9%	1.2%	15%
港/美股公司	达内教育	东软教育	中国东方教育	
占收入比例/报告期	2019 年	2019 年	2019 年	
毛利率	42.78%	33.71%	58.38%	
销售费用/收入 (-)	55%	1%	18%	
管理费用/收入 (-)	35%	11%	15%	
研发费用/收入 (-)	6%	2%	1%	
净利率	-51%	15%	22%	

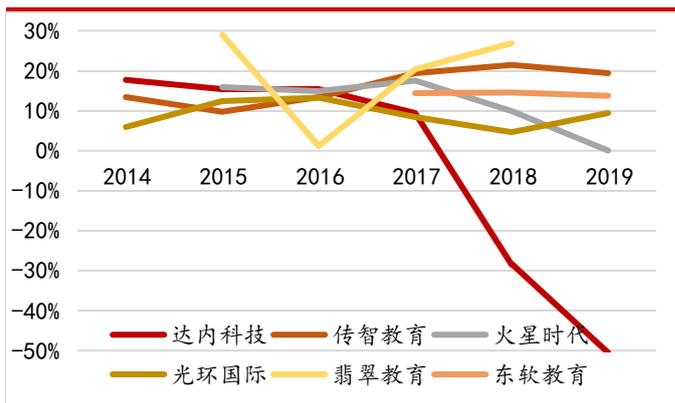
资料来源: 公司公告 华西证券研究所

图 13: 同业毛利率对比



资料来源: 公司公告 华西证券研究所

图 14: 同业净利率对比



资料来源: 公司公告 华西证券研究所

### 3. 竞争优势: 研发导向+优质师资打造好口碑

#### 3.1. 就业优势: 就业率、就业薪酬均领先同业

我们分析, 决定 IT 职培机构口碑的关键在于就业, 学生在传智教育培训后, 其培训效果在于掌握了 IT 技能、并能在简历上描述项目经验, 可成为更能针对性满足企业需求的高匹配人才。公司 IT 线下短训后付费模式中大专及以上学历学员的就业率为 90.66%、平均薪资在 9000 元以上, 均高于同业竞争对手。根据黑马程序员最新统计, 北京校区最新 1 期 JavaEE/前端与移动开发/Python+人工智能学科课程的就业率为 96.25%/93.55%/91.67%、平均薪资为 9682/11566/9166 元。

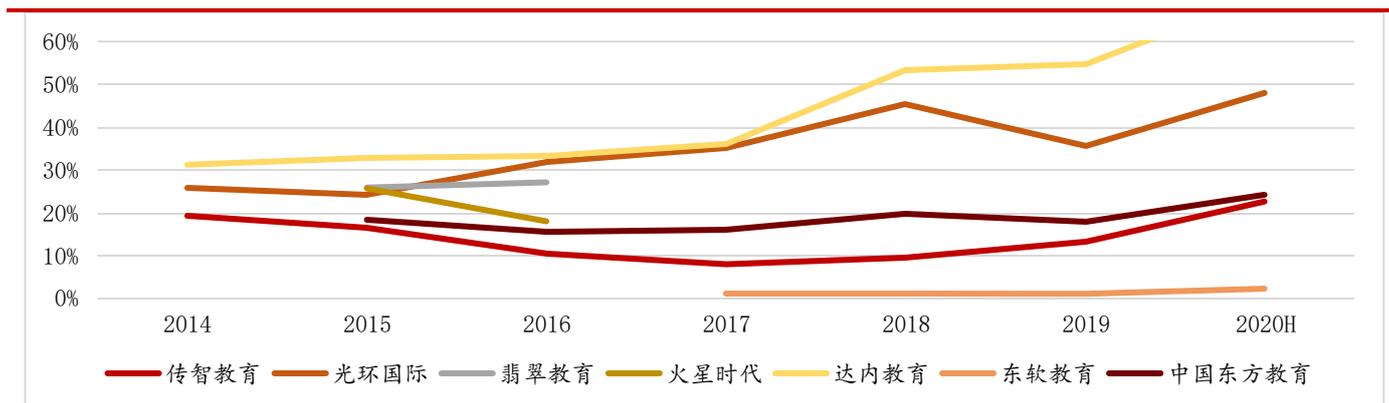
公司有专门的就业中心, 其主要作用在于: (1) 了解市场上 IT 技能需要; (2) 联系合作企业来保证学员就业; (3) 提供就业咨询与服务。大部分的学生选择了自主就业, 少量学生会选择传智的就业合作单位, 但其薪资可能低于自主就业; 且非一线校区的学生完成课程后, 除选择在本地就业外, 同样有机会进入一线城市就业。

#### 3.2. 获客优势: 品牌形象+行业口碑保证低获客成本

截至 2020 年底, 公司 70% 以上的学员来自老学员转介绍, 2017-19 年公司平均的销售费用率仅 10% 左右, 公司已树立其高质量的课程及就业的品牌形象, 口碑介绍率明显高于同业、销售费用率明显低于同业, 从而低成本获客优势显著。

公司有大量的流量待变现, 主要体现在: (1) 长期编著原创教材, 截至目前编著计算机教材共 111 本、覆盖全国高校 1904 所并与 580 所高校达成就业实训合作, 已发行 380 多万册教材、有 200 余万学生在使用; (2) 持续开放免费学习资源, 视频教程年均下载及播放量 4000 万余次, 年均听课人数近百万; (3) 大力投建教辅平台, 可供老师进行系列教学活动, 目前已有几十万真实大学生用户, 未来有望通过从教材向教辅平台的流量迁移与运营, 进一步实现向有偿培训服务的转化变现。

图 15：传智与同业销售费用率



资料来源：公司公告 华西证券研究所

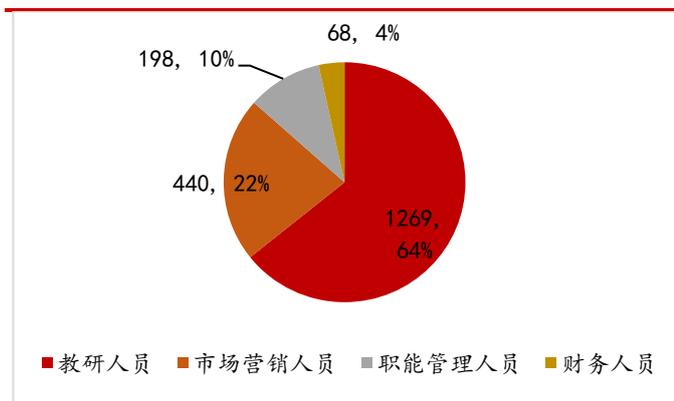
### 3.3. 研发优势：教研人员占比高，持续打造爆款课程

我们分析，决定 IT 职培学员就业的关键在于课程，对于 IT 职培机构的挑战一是要求实操性强，对研发有一定要求；二是要求前瞻性强，对研发体系化及资金投入的要求很高。公司现有研发人员 1269 人、占比 64%，其中有 107 位专职科研技术大牛，72%为 985/211 院校硕士和博士，58%具备华为、腾讯、阿里、百度、IBM 等大厂背景；且公司每年投入近亿元用于前沿课程技术研发，2017-19 年研发费用率提升 2.0pct 至 7.0%。

因此，公司形成持续打造明星爆款产品的能力，如 2013 年推出 Java、2015 年推出前端、至今都是爆款经典，2016 年最先推出 Python、抓住 Python 和人工智能热，2017 年推出软件测试及产品经理、视觉设计等泛 IT 课程，2018 年推出大数据、区块链及短视频制作，2019 年推出智能机器人课程、也是业内唯一一家。此外，公司保持快速迭代更新课程的能力，课程迭代周期在 6-12 个月、部分课程实现周度更新。

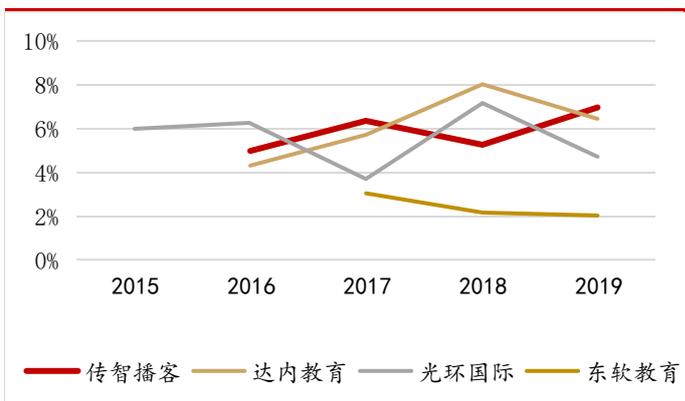
而且，公司线下实现面授+双元结合的教学模式，配有标准化的教学资料和独创的三大教学方法，2017-19 年双元模式收入占比提升 20pct 至 37%，不仅通过名师实现高质量授课，而且在非一线城市可通过双元模式打开教师供给瓶颈。

图 16：传智员工人数构成



资料来源：招股说明书 华西证券研究所

图 17：传智与同业研发费用率



资料来源：招股说明书 华西证券研究所

表 7: 课程迭代速度

课程名称	课程版本/迭代周期			
	JavaEE	11.0/5 个月	10.0/8 个月	9.5/12 个月
HTML&JS+前端	7.0/13 个月	6.5/9 个月	6.0/6.5 个月	5.0/7 个月
大数据	8.0/10 个月	7.0/10 个月	6.0/14 个月	5.0/16 个月
Python+数据分析	6.5/4 个月	6.0/12 个月	5.0/13 个月	4.0/6 个月
AI	1.5/6 个月	/	/	/
软件测试	4.0/8 个月	3.0/7 个月	2.0/12 个月	/
新媒体+短视频直播运营	9.0/12 个月	8.0/7 个月	7.0/4 个月	6.0/8 个月

资料来源: 公司官网

## 4. 成长驱动: 加速校区拓展, 推进品类开发

公司上市募资净额 2.92 亿元, 其中 2.09/0.83 亿元将用于 IT 职业培训能力拓展/IT 培训研究院建设项目、项目建设期均为 24 个月, 公司预计 IT 职培能力拓展项目达产后年收入 6.71 亿元、年净利 5381 万元, 而 IT 培训研究院建设项目不单独评价。

表 8: 公司上市募资用途

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投资额 (万元)	建设期	达产后年收入 (万元)	达产后年净利 (万元)
IT 职业培训能力拓展	28,266.84	20,866.05	24 个月	67,083.94	5,381.31
IT 培训研究院建设	11,242.59	8,299.07	24 个月		
合计	39,509.43	29,165.11	-		

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 4.1. 校区扩展: 扩建+新建

公司在初步建立校区网络及业内口碑基础上, 一方面将扩建上海、深圳、郑州、武汉、西安 5 个教学中心, 这些校区成立时间在 2014-2015 年、扩建后将填补潜在不同程度的座位缺口; 另一方面将选择南昌、青岛、南宁、昆明、贵阳、兰州等城市新建教学中心, 既可分流北京等热门城市需求、也将扩大公司校网覆盖范围。伴随募投项目完成, 公司 2022/23 年有望新进入 3/3 个城市校区, 对比达内有上百个校区, 我们预计其 2024-28 年有望再进入 16 个城市校区。

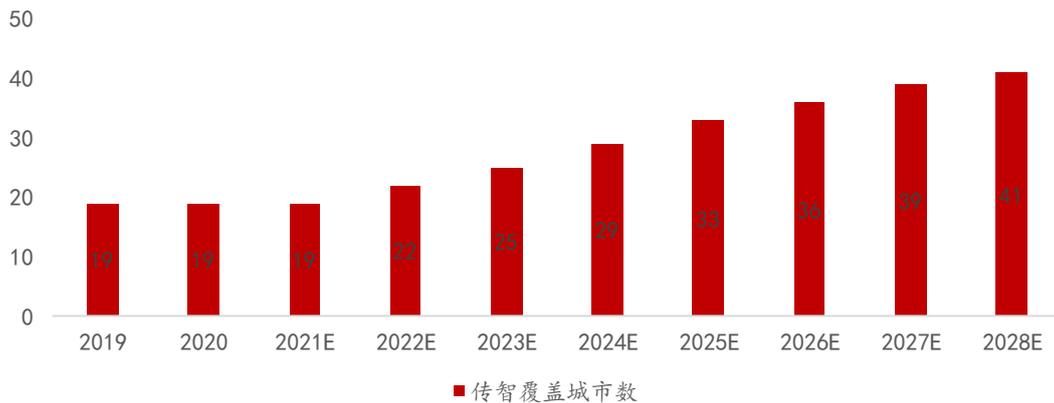
公告显示, 扩建/新建单校区面积在 1800-11400/3000 平米、资本开支在 588-4763/2303-2789 万元, 仅新建校考虑教学人员增加、单校区教学人员 66 人, 但扩建校平均租赁成本更高。公司预计, 达产后平均单校区年收入 6099 万元、年净利 489 万元。

表 9： 公司募投校区拓展计划

募投后首年起建	城市	合计开支 (万元)	租赁 3 年 (万元)	装修 (万元)	设备 (万元)	教学 (万元)	基本预备 (万元)	面积 (m <sup>2</sup> )
扩建	上海	4,763	2,438	1,710	183	0	433	11,400
	深圳	3,179	1,861	930	99	0	289	6,200
	郑州	1,166	396	600	64	0	106	4,000
新建	南昌	2,413	299	450	124	1,452	87	3,000
	青岛	2,789	641	450	124	1,452	122	3,000
	南宁	2,393	299	450	124	1,452	67	3,000
募投后次年	城市	合计开支 (万元)	租赁 3 年 (万元)	装修 (万元)	设备 (万元)	教学 (万元)	基本预备 (万元)	面积 (m <sup>2</sup> )
扩建	武汉	1,149	480	510	55	0	104	3,400
	西安	588	235	270	29	0	53	1,800
新建	昆明	2,303	200	450	124	1,452	77	3,000
	贵阳	2,303	200	450	124	1,452	77	3,000
	兰州	2,303	200	450	124	1,452	77	3,000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18： 公司覆盖城市数计划



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：2020-23 年扩校计划为公告预估，2024-28 年扩校计划为自行估计

## 4.2. 单校收入提升

公司单校区平均面积 3000 m<sup>2</sup>（北京 1 万 m<sup>2</sup>）、平均初始投入 2000 多万元，年均容容量约 3000 人次、人均学费 1.7-1.8 万元左右，在较高的利用率下成熟期单校区平均年收入 4000 多万元；平均毛利率 50% 以上，其中生师比 40+、教师年薪 20 万元+，经营利润率 20% 以上、其中销售/管理费用率均 10%+、研发费用率 5%+。

未来单校区收入存在提升空间：一方面来自校区利用率提升，课程安排可更密，目前一周上 5 天课、未来有需要可增至 6-7 天，以及单班人次可更高，目前平均不足

30 人、未来可增加；另一方面来自非一线校区扩科，目前一线/新一线/二线校区设置 10/6-7/1-2 科，未来非一线校区扩科有望带来量价增长。

表 10：公司单校区财务模型

平均单校 3000 m <sup>2</sup> 、 初始投入 2000 万+	一线校区		新一线校区		二线校区	
	Y1	Y6	Y1	Y6	Y1	Y6
容量 (人次)	3000	3000	3000	3000	3000	3000
利用率	35%	94%	31%	81%	27%	77%
平均培训人次	1050	2820	930	2430	810	2310
人均学费 (万元)	1.6	1.9	1.5	1.8	1.4	1.7
<b>课程收入 (万元)</b>	<b>1680</b>	<b>5384</b>	<b>1428</b>	<b>4454</b>	<b>1145</b>	<b>3896</b>
教师工资	48.1%	35.7%	47.0%	34.6%	47.2%	34.3%
房租	18.0%	5.9%	18.1%	6.1%	13.2%	4.1%
物业水电	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
折旧摊销	5.4%	1.7%	6.3%	2.0%	7.9%	2.3%
<b>毛利率</b>	<b>25.3%</b>	<b>53.9%</b>	<b>25.2%</b>	<b>54.4%</b>	<b>28.3%</b>	<b>56.4%</b>
销售及营销费用率	15.6%	11.5%	16.3%	12.0%	16.6%	13.0%
分部管理费用率	15.0%	11.0%	15.6%	11.5%	15.9%	12.5%
研发费用率	9.4%	6.3%	9.8%	6.5%	9.6%	7.1%
<b>经营利润率</b>	<b>-14.7%</b>	<b>25.1%</b>	<b>-16.5%</b>	<b>24.4%</b>	<b>-13.8%</b>	<b>23.7%</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 4.3. 品类开发：新课程+新客群

公司为应对技术变化及扩大内需，将对现有课程进行改编升级，并且持续开发前沿热点问题的相应课程，如大数据、人工智能、智能机器人、区块链、物联网等；并将建设全民编程计划和少儿编程平台，进一步扩大公司受众群体，提升 IT 职业培训的市场渗透率，也带动公司现有短训和线上业务的进一步发展。

尽管尚难直接预计该项目的投资收益，但通过品类开发公司将进一步增强其研发优势并维持其口碑效果，并为创造新课程、新客群等新增长点提供预备性支持。

表 11：公司募投品类开发计划

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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们假设：(1) IT 短期现场培训 2020/21 年城市校区数维持 19 个不变、受疫情影响单校区平均收入下降 36%/反弹 60%至 2863/4587 万元、毛利率 35.9%/ 48.8%，22 年完成扩建 3+新建 3 校区、等同于新增 6 个校区，受新校区爬坡影响单校区平均收入下降 8%至 4221 万元、毛利率 49.5%；(2) IT 线上培训 2020-22 年收入增速 146%/60%/40%、毛利率 77.1%/ 67.7%/67.8%；(3) IT 非学历高教培训 2020-22 年收入增速 22%/27%/24%、毛利率 57.8%/57.9%/58.0%；(4) 少儿及其他业务健康发展。

因此，我们预计，2020-22 年公司营收 6.43/10.60/13.08 亿元、同比增速-30%/65%/23%，其中 IT 短期现场培训营收 5.44/8.71/10.55 亿元、占比 85%/82%/81%、同比增速-36%/60%/21%。

表 12：公司分业务营收与毛利预测

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收	7.91	9.24	6.43	10.60	13.08
YOY	13%	17%	-30%	65%	23%
一、IT 短期现场培训	7.45	8.50	5.44	8.71	10.55
校区数量 (个, 假设扩建等同新建)		19	19	19	25
单校营收 (万元)		4474	2863	4587	4221
YOY	9%	14%	-36%	60%	21%
占比	94%	92%	85%	82%	81%
二、IT 线上培训	0.13	0.29	0.71	1.14	1.60
YOY	117%	127%	146%	60%	40%
占比	2%	3%	11%	11%	12%
三、IT 非学历高教培训	0.26	0.35	0.43	0.55	0.67
YOY	364%	36%	22%	27%	24%
占比	3%	4%	7%	5%	5%
四、少儿非学科素质教育培训	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
YOY	66%	31%	199%	15%	15%
占比	0%	0%	0%	0%	0%
五、其他业务	0.07	0.09	0.15	0.19	0.23
YOY	28%	19%	73%	25%	25%
占比	1%	1%	2%	2%	2%
毛利	3.64	4.56	2.89	5.36	6.70
YOY	10%	25%	-37%	85%	25%
毛利率	46.0%	49.3%	45.0%	50.5%	51.2%
一、IT 短期现场培训	45.6%	48.8%	35.9%	48.8%	49.5%
二、IT 线上培训	45.8%	47.7%	77.1%	55.7%	55.8%
三、IT 非学历高教培训	57.5%	56.8%	60.4%	57.8%	57.9%
四、少儿非学科素质教育培训	-255.8%	-6.7%	68.8%	39.4%	39.5%
五、其他业务	61.1%	78.1%	78.6%	79.1%	79.2%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们假设：费用率 20 年受疫情影响激增、21-22 年影响逐步消除，2020-22 年销售费用率 17.9%/13.8%/13.6%、管理费用率 13.2%/11.3%/11.1%，研发费用率 10.6%/7.2%/7.1%、财务费用率-0.2%/-0.2%/-0.2%。

因此，我们预计，2020-22 年公司归母净利 0.63 /2.14 /2.74 亿元、同比增速-65%/241%/28%，扣非后归母净利 0.36/ 1.97/2.58 亿元、同比增速-76%/444%/31%。

表 13：公司盈利预测

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收	7.91	9.24	6.43	10.60	13.08
YOY	13%	17%	-30%	65%	23%
毛利率	46.0%	49.3%	45.0%	50.5%	51.2%
税金及附加率	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
销售费用率	9.4%	13.3%	17.9%	13.8%	13.6%
管理费用率	11.3%	10.8%	13.2%	11.3%	11.1%
研发费用率	5.3%	7.0%	10.6%	7.2%	7.1%
财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
营业利润率	20.3%	19.8%	6.5%	21.5%	22.8%
归母净利润	1.70	1.80	0.63	2.14	2.74
YOY	24%	6%	-65%	241%	28%
归母净利率	21.5%	19.5%	9.7%	20.2%	21.0%
非经常性损益	0.40	0.32	0.26	0.17	0.17
扣非归母净利	1.30	1.48	0.36	1.97	2.58
YOY	2%	14%	-76%	444%	31%
扣非归母净利率	16.5%	16.0%	5.6%	18.6%	19.7%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5.2. 估值与投资建议

参考教育龙头股的较高估值，考虑传智教育较强的 IT 培训业内竞争力及上市募投项目落地后的成长性，我们给予其 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 34.09 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：相对估值—可比同业估值水平

		股价	EPS (元/股)			市盈率 PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002607.SZ	中公教育	34.44	0.29	0.41	0.56	118.8	83.6	61.0
EDU.N	新东方	174.00	2.61	2.92	4.20	66.7	59.6	41.5
TAL.N	好未来	69.22	-0.56	1.54	3.23	-123.6	44.9	21.4
0667.hk	中国东方教育	17.52	0.43	0.34	0.54	41.1	51.9	32.6

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：新东方、好未来为美元计价，中国东方教育为港元计价，新东方、好未来 19A 对应为 FY20

## 6. 风险提示

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

#### 1、市场竞争加剧的风险

IT 培训市场新进入者越来越多，培训产品的同质化竞争日益严重，公司在未来面临着高等院校及专门培训机构的愈发激烈竞争。

#### 2、技术迭代不及预期

公司研发及销售投入规模效应有限，技术迭代包括新课程开发及老课程升级速度及效果可能存在不及预期的情况。

#### 3、线下校区拓展及业务发展不及预期

受疫情影响及需求变化等影响，线下校区拓展进度及业务发展情况可能存在不及预期的情况。

#### 4、系统性风险

宏观经济、政治及金融、证券市场波动可能给公司业绩与股价带来不利影响。

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	924	643	1,060	1,308	净利润	180	63	214	274
YoY (%)	16.7%	-30.3%	64.8%	23.3%	折旧和摊销	18	10	10	10
营业成本	468	354	511	619	营运资金变动	-47	-92	134	82
营业税金及附加	3	3	4	5	经营活动现金流	134	-62	316	321
销售费用	122	115	146	177	资本开支	-37	1	-1	-1
管理费用	100	85	120	145	投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-2	-3	投资活动现金流	-17	-3	-4	0
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	40	0	0
投资收益	19	21	23	26	债务募资	0	0	0	0
营业利润	183	42	228	298	筹资活动现金流	-5	340	0	0
营业外收支	19	21	19	19	现金净流量	111	276	312	321
利润总额	202	63	247	317	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	22	0	33	43	<b>成长能力</b>				
净利润	180	63	214	274	营业收入增长率	16.7%	-30.3%	64.8%	23.3%
归属于母公司净利润	180	63	214	274	净利润增长率	4.2%	-65.2%	241.4%	28.2%
YoY (%)	4.2%	-65.2%	241.4%	28.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.45	0.16	0.53	0.68	毛利率	49.3%	45.0%	51.8%	52.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	19.5%	9.7%	20.2%	21.0%
货币资金	882	1,158	1,470	1,792	总资产收益率 ROA	16.1%	4.4%	11.9%	12.6%
预付款项	11	8	12	14	净资产收益率 ROE	23.1%	5.3%	15.2%	16.1%
存货	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	24	21	25	28	流动比率	2.67	4.83	3.89	3.86
流动资产合计	917	1,187	1,507	1,834	速动比率	2.64	4.80	3.86	3.83
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.57	4.71	3.79	3.77
固定资产	5	10	21	36	资产负债率	30.6%	17.2%	21.6%	21.9%
无形资产	3	3	3	3	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	206	246	292	342	总资产周转率	0.82	0.45	0.59	0.60
资产合计	1,122	1,433	1,799	2,176	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.45	0.16	0.53	0.68
应付账款及票据	25	19	27	33	每股净资产	1.94	2.95	3.51	4.23
其他流动负债	319	227	361	443	每股经营现金流	0.33	-0.15	0.79	0.80
流动负债合计	343	246	388	476	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	49.85	143.38	42.00	32.75
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	12.69	8.33	7.00	5.81
负债合计	343	246	388	476					
股本	362	402	402	402					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	779	1,187	1,411	1,700					
负债和股东权益合计	1,122	1,433	1,799	2,176					

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，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

### 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。