

传智教育 (003032): IT 知识经济掘金时代的“卖铲人”

2021 年 02 月 06 日

推荐/首次

传智教育 公司报告

IT 知识经济掘金大时代。(1) IT 知识经济成为动力底座: 2020 年全国软件和信息技术服务业规模以上企业超 4 万家, 累计完成软件业务收入 81,616 亿, 同增 13.3%, IT 知识已成为国民经济的动力底座。**(1) IT 教培“售人以铲”:** 2020 年国内 IT 从业人员已超 700 万人, 2013-2020 年人数年均复合增速达 5.96%。根据前瞻产业研究院统计, 2019 年教培市场规模近 680 亿, 一二线城市的 IT 人才需求正旺盛, IT 教培行业为高产值服务行业。**综上: IT 知识经济已成为“待掘富矿”, IT 教培成为“掘金卖铲”好赛道。**

稳健经营, 坚守行业“卖铲人”。公司深耕 IT 教培行业超十年, 对外输送近 10 余万高端 IT 人才。2019 年营收首破 9 亿, 归母净利达 1.8 亿, 2019 年国内机构排名第二, 品牌和研发优势明显。公司已开设 19 所分校以巩固先发优势, 及时研发在线课程, 坚守赛道, 渐变行业前列“卖铲人”。

“标准化异地复制+产品服务创新”加速成长。(1) IT 教培市场领军者主要是达内科技、传智教育等, 达内科技市占率仅 3%, 国内第一梯队的服务商市占率总和也不足 6%, 行业竞争格局较为分散, 并且百洋股份等正在退出竞争。同时三四线城市的小型机构正面临疫情的巨大挑战, 相较而言品牌商在人力资源、规模、技术优、研发和销售渠道上具有 5 大优势。(2) 公司优势在于打磨精品课程并提供全方位培训服务, 以标准化服务实现异地扩张, 正迎来最成长机遇。

公司盈利预测及投资评级: 预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.71/1.78/2.67 亿, 对应 EPS 分别为 0.19/0.49/0.74 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 143/57/38 倍。IT 知识经济是丰饶富矿, 教培“卖铲人”角色必不可少, 教培蓝海市场足够撑起单体公司数十亿级别收入, 公司具备明显的先发优势和品牌效应, 管理层动力强, 发展路径清晰明确。看好公司在成功融资基础上加快发展速度。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 下游需求增长放缓, 疫情影响导致营收波动, 课程研发不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	791.45	923.67	700.82	1,055.92	1,484.45
增长率(%)	13.23%	16.71%	-24.13%	50.67%	40.58%
归母净利润(百万元)	169.80	180.27	70.52	177.95	266.94
增长率(%)	24.37%	6.16%	-60.88%	152.33%	50.01%
净资产收益率(%)	28.56%	23.14%	8.30%	17.32%	20.62%
每股收益(元)	0.47	0.50	0.19	0.49	0.74
PE	59.32	55.76	143.19	56.75	37.83
PB	16.99	12.96	11.89	9.83	7.80

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

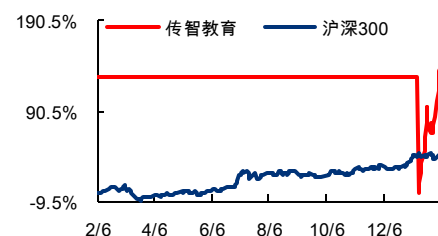
公司是一家国内领先的从事非学历、应用型计算机信息技术(IT)教育培训的高新技术企业, 致力于通过自主研发的优质课程内容、教学系统和自有教研团队为学员提供高水平的 IT 技术教育培训服务。报告期内公司累计向社会输送各类优秀 IT 人才 10 万余人, 全面提升了学员的工作与就业能力, 帮助贫困学子实现教育脱贫, 积极响应了党和国家“教育脱贫”、“大力发展职业教育”、“新一代人工智能发展”号召, 有力配合了国家“稳就业”、“教育强国”、“信息化发展”战略。

资料来源: Wind、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间(元)	29.23-12.18
总市值(亿元)	112.2
流通市值(亿元)	11.22
总股本/流通 A 股(万股)	40,245/4,024
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	21.14

52 周股价走势图



资料来源: Wind、东兴证券研究所

分析师: 王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050004

分析师: 孙业亮

010-66554022

sunyl_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010002

目 录

1. 知识经济掘金时代到来	3
1.1 知识经济“富矿”待掘	3
1.2 格局分散，领航者先发	6
2. IT 教培行业的“卖铲人”	8
2.1 IT 教培起家的成长黑马	8
2.2 稳健经营，潜心研发	9
3. 模式清晰，高增可期	11
3.1 创新基础上的标准化异地复制	11
4. 盈利预测及投资评级	13
5. 风险提示	13

插图目录

图 1： 2020 年软件行业收入增速	3
图 2： 2013-2020 年软件行业从业人数	3
图 3： 2013-2020 年软件行业人均创收变化	3
图 4： 2020 年月度薪酬增速在提升	3
图 5： 头部互联网公司人才依然需求稀缺	4
图 6： 居民可支配收入增加带动教育和文娱支出增加	4
图 7： IT 非学历教培分类	5
图 8： 主要服务商 2019 年 IT 教培业务收入	6
图 9： 主要服务商 2019 年 IT 教培业务市占率	6
图 10： 公司发展历程	8
图 11： IT 学科短期现场培训营业收入变化	8
图 12： IT 非学历高等教育培训营业收入及增长率	8
图 13： 营收实现稳步增长	9
图 14： 归母净利润增速有所放缓	9
图 15： 毛利率保持稳健变化（20H1 受疫情影响）	9
图 16： 公司毛利率高于行业均值	9
图 17： 研发费用变化	10
图 18： 研发费用组成占比变化	10
图 19： 公司具备品牌护城河	11
图 20： 公司已在全国实现异地快速复制	12

表格目录

表 1： 国内 IT 教培行业主要品牌厂商	6
-----------------------------	---

1. 知识经济掘金时代到来

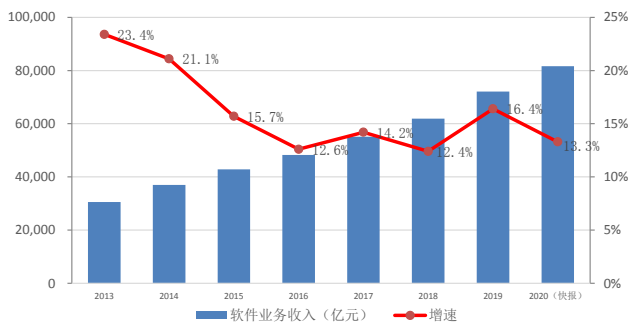
1.1 知识经济“富矿”待掘

IT 信息技术行业已经成为国民经济发展底座。根据工信部统计, 2020 年全国软件和信息技术服务业规模以上企业超 4 万家, 累计完成软件业务收入 81,616 亿元, 同比增长 13.3%, 实现利润总额 10,676 亿元, 同比增长 7.8%。人均实现业务收入 115.8 万元, 同比增长 8.6%, 软件行业人均创收超过 100 万元。

IT 从业人数已超 700 万。从 IT 行业从业人员数量的变化来看, 2013-2020 年我国 IT 行业从业人员数量由 470 万增长到 2020 年的 704.7 万, 年均复合增速达 5.96%。

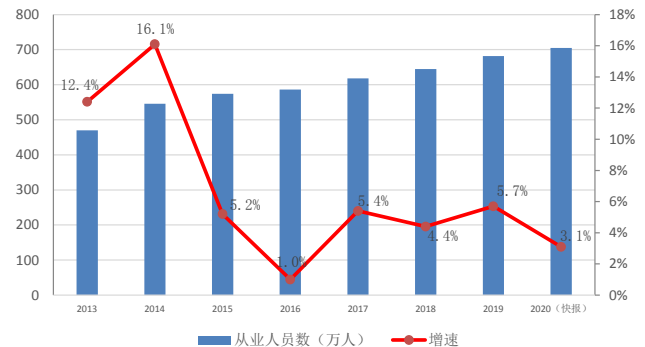
2020 年末, 全国软件和信息技术服务业从业人数 704.7 万人, 比上年末增加 21 万人, 同比增长 3.1%。从业员工工资总额 9941 亿元, 同比增长 6.7%, 低于上年平均增速, 主要原因在于随着行业内企业整合及内部管理完善, 企业效率进一步提升, 公司对从业人员的素质要求进一步提高。

图1: 2020 年软件行业收入增速



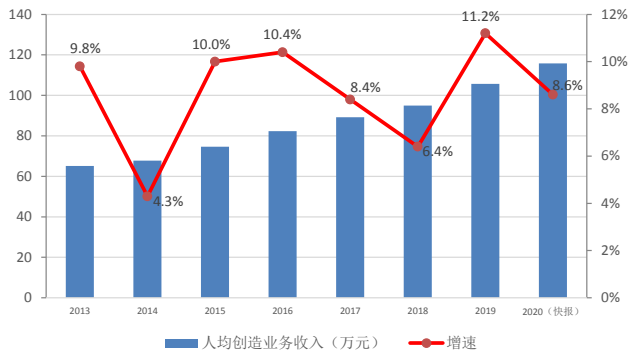
资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

图2: 2013-2020 年软件行业从业人数



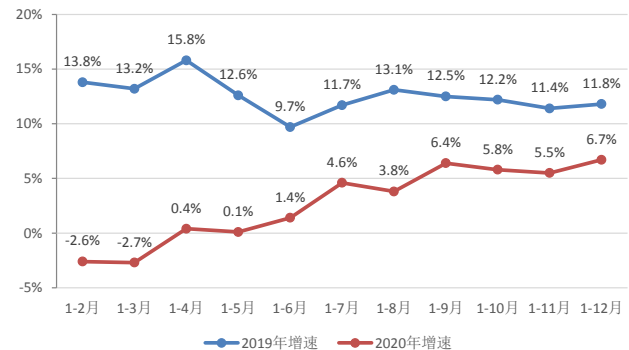
资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

图3: 2013-2020 年软件行业人均创收变化



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

图4: 2020 年月度薪酬增速在提升



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

IT 行业高素质人才依然稀缺。以人工智能为例，人工智能是一门交叉学科，涉及数学、统计学、计算机、心理学、逻辑学及神经生理学等多个学科领域知识，对人才的跨学科应用能力要求较高。根据头豹研究院数据，截至 2018 年，中国人工智能人才缺口超过 500 万人，人工智能领域人才供需严重失衡。从人工智能相关岗位的具体薪资待遇来看，2018 年中国硕士应届生起薪水平为 6,824 元，而人工智能相关岗位的应届毕业生月平均薪水接近 1 万元，高薪待遇吸引更多的人才投入进入人工智能领域。

观察头部互联网公司如字节头条，对于高素质人才需求非常旺盛，开出的薪酬高于市场普通人才水平。

图5：头部互联网公司人才依然需求稀缺

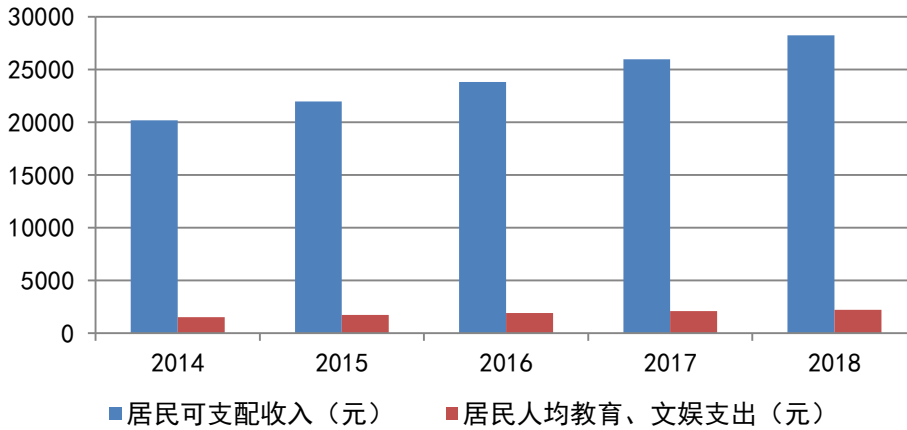


资料来源：猎聘，字节头条，东兴证券研究所

各公司由单纯的对 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，而高素质高技术人才的培养，除了传统的学院式培训，还可以通过职业教育培训进行提升。

居民可支配收入增加带动教育和文娱支出增加，为教培市场增长夯实基础。据国家统计局数据显示，在居民人均消费支出构成中，居民人均教育和文娱支出跟随同步上涨，由 2014 年的 1536 元增长至 2018 年的 2226 元，这为教育培训市场规模的增长提供坚实基础。

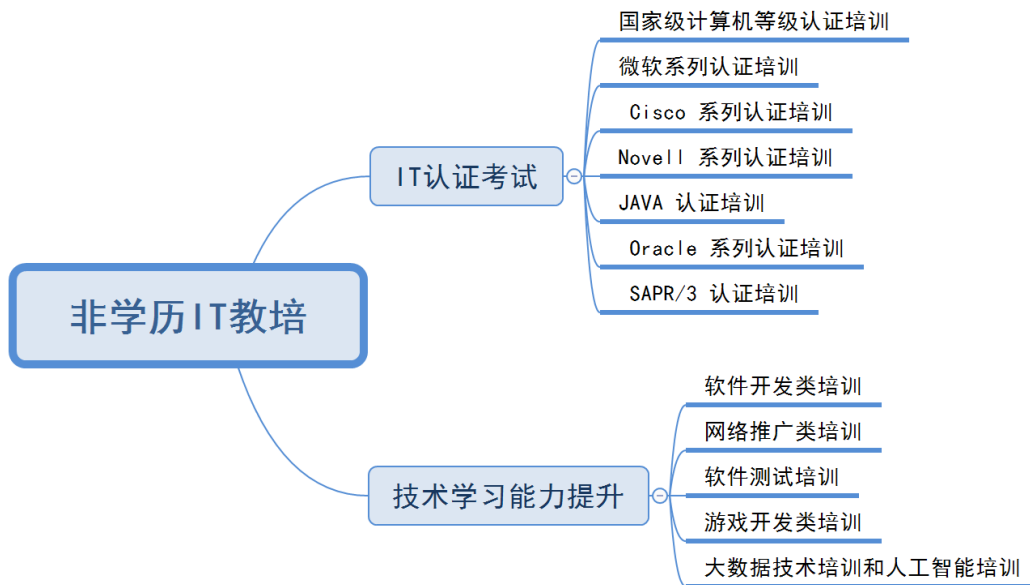
图6：居民可支配收入增加带动教育和文娱支出增加



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

IT 教育培训是指让受教育者学习与掌握信息技术的教育过程, 根据“是否颁发学历证书”可划分为学历 IT 教育培训和非学历 IT 教育培训两类。IT 教培目的以考试认证与能力提升双重并行。非学历 IT 教育以民办教育为主, 包括以通过 IT 认证考试为目的的教育培训和以 IT 技术学习、提升工作能力为目的的教育培训。

图7: IT 非学历教培分类



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

IT 从业人员学习意愿更强。据《2020 年度互联网人职业学习报告》显示, 53%的 80 后互联网人更注重抵抗风险, 78%的 85 后更看重收入提升, 而 49%的 95 后进大厂的意愿更强。9 成互联网人认为职业教育对职业

发展有显著帮助，超半数从业人员考虑过接受职业教育，75.6%的人希望通过职业教育提升薪酬，40%认为职业教育可以抵抗风险。而在有过职业教育经历的人中，6成曾学习过2个以上职业课程。

IT 产业已经成为国民经济发展的重要的底座引擎，在各行业信息化需求带动下，IT 产业已经成为一座“富矿”，IT 高素质人才将成为“掘矿人”主力军，所以 IT 人才教培将是一条高景气赛道。

1.2 格局分散，领航者先发

国内 IT 教育培训品牌商发展参差不齐。国内规模相对较大的行业知名公司包括达内科技、传智播客、火星时代（百洋股份收购，已于 2019 末剥离）、光环国际、翡翠教育（被文化长城收购）等。

表1：国内 IT 教培行业主要品牌厂商

厂商	主营业务
达内科技	开设 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 等。
百洋股份	2017 年，百洋股份收购火星时代 100% 股权，火星时代主营业务为数字艺术教育，公司涉足教育文化领域，主要从事数字艺术教育，为学员提供 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、传统美术绘画等产品的教育培训。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。
文化长城	2018 年文化长城通过重大资产重组收购北京翡翠教育科技有限公司 100% 股权，公司在原有的业务框架的基础上，进一步深化“教育产业”发展的战略规划，主要培训学科包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块，下设前端开发、安卓应用开发、iOS 平台开发、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等。

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

品牌服务商市占率均未超过 5%，市场格局较为分散。以行业龙头达内科技为例，2019 年达内科技实现营业收入 20.85 亿元，按照前瞻产业研究院测算的 2019 年 IT 教培行业市场规模约 680 亿测算，达内科技 2019 年的市场占有率约为 3.02%。2019 年 IT 教培行业主要公众公司市场占有率情况如下：五家品牌服务商市场占有率总计约为 5.13%，占比依然较低，可以看出行业竞争格局较为分散。

图8：主要服务商 2019 年 IT 教培业务收入

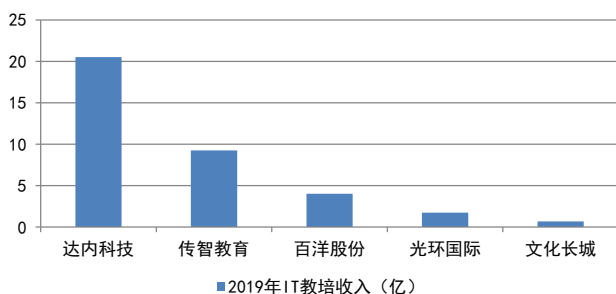
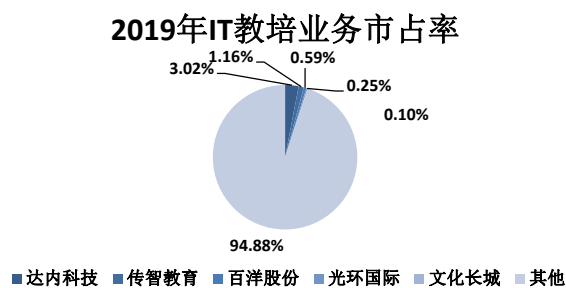


图9：主要服务商 2019 年 IT 教培业务市占率



资料来源：公司招股说明书，Wind，东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

相较于小而弱的培训机构，品牌厂商具有 5 大优势：人力资源优势、规模优势、技术优势、研发优势和销售渠道优势。

1. 人力资源优势：培训师的增长速度已无法满足培训市场需求，优秀培训师的资源越来越稀缺，在二、三线城市，这样的现象更为严重。而培训师会追求授课平台厂商的稳定性和持续性，从而优先选择品牌厂商。
2. 规模优势：教育培训机构的建立初期对于资金的要求不高，水平参差不齐，教学力量薄弱，缺乏专业师资以及标准化的教材以及教学方法。相比较而言，大型的已经进入市场多年的培训机构具备了一批优秀的培训师，拥有标准化的教学资料，一体化服务和共享的教育资源，形成了一定的规模经济优势。
3. 技术优势：要成立一家 IT 教育培训机构，不仅需要具有深厚专业基础知识的培训师，IT 教育培训机构的成功运营也需要大量高水平、高素质的专业技术人员以及经营管理人员。
4. 研发优势：教培机构的同一种类的课程将会根据消费者水平不同进行高低层次的区分，或者会涉及不同的方向，旨在为不同种类的服务者服务，或者为同一种类的消费者提供分阶段成长的阶梯式学习。因此，培训内容能否与时俱进，课程以及教材等资源的适用性将会成为培训机构的关键要素，而这需要强大的研发能力作为支撑。
5. 资金和销售渠道优势：要想实现规模化发展，在市场中占有一席之地，必须投入大量资金研发自己的产品、培养专业化人才、提高经营管理能力、在各省（直辖市、自治区）、地级市、县级市开设分支机构。因此庞大的资金需求也限制了很多培训机构的发展。而小机构很难突破资金瓶颈去铺设众多分支机构。

综上，品牌厂商在各个层面优势非常明显，未来有可能将会出现“大鱼吃小鱼”的结构现象，在市场空间扩容的情况下，传智作为国内第一梯队的品牌服务商，在成功融资的基础上，未来市占率将会进一步提升。

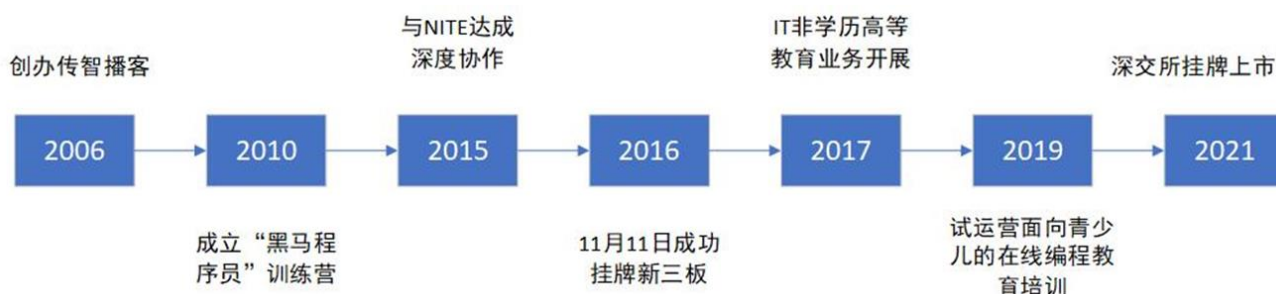
2. IT 教培行业的“卖铲人”

2.1 IT 教培起家的成长黑马

江苏传智播客教育科技股份有限公司（以下简称“传智”或“公司”）是一家国内领先的从事非学历、应用型计算机信息技术教育培训的高新技术企业。公司主要致力于通过自主研发的优质课程内容、教学系统和自有教研团队为学员提供高水平的 IT 技术教育培训服务，公司累计向社会输送各类优秀 IT 人才 15 万余人，全面提升了学员的工作与就业能力。根据行业内公众公司公开披露的财务数据，按照前瞻研究院测算市场空间为基准，公司 2019 年营业收入在国内 IT 教育培训机构排名居第二位。

公司在 2006 年成立，在 2015 年开展计算机信息技术短期培训领域的“黑马程序员”训练营，教学中心覆盖北京、上海、广州等二十多个城市，在行业内逐渐树立了良好的品牌形象与口碑。2015 年与国家信息技术紧缺人才培养工程（NITE）在软件开发与应用程序达成深度合作。2017 年开始运营主要面向高中毕业生的 IT 非学历高等教育业务。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。公司紧抓市场需求，信息技术的培训逐渐深入到高中毕业和青少年人群，业务得到快速发展。

图10：公司发展历程

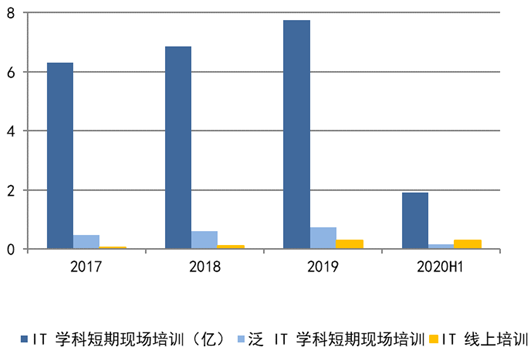


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

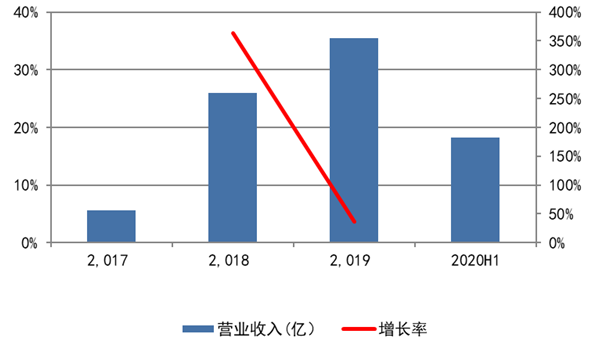
立足 IT 培训领域，三大主营业务协同发展。公司的主营业务主要在计算机信息技术（IT）短期培训领域，按照培训目的的不同，主要分为三个部分：IT 短期培训（黑马+博学谷）、IT 非学历高等教育培训（专修学院）和少儿非学科素质教育培训（少儿美术+青少年编程）。其中 IT 短期培训可以分为线下课程（IT 学科短期现场培训、泛 IT 学科短期现场培训）和线上培训。IT 短期培训是公司的主营业务收入，占到 90% 以上，其中 IT 学科短期现场培训达到 74.5%、泛 IT 学科短期现场培训达到 6.7%，线上培训达到 11.5%。

图11：IT 学科短期现场培训营业收入变化

图12：IT 非学历高等教育培训营业收入及增长率



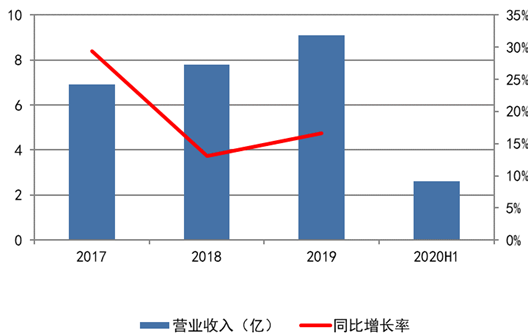
资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所



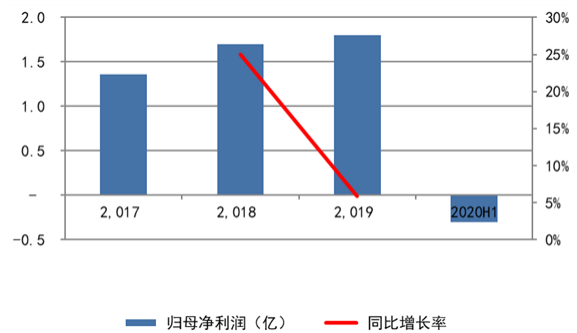
资料来源: 公司招股说明书, 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

2.2 稳健经营, 潜心研发

营业收入和净利润实现稳步增长。公司 2017 年—2019 年公司的营业收入稳步增长, 受益于高中毕业生的 IT 非学历高等教育业务与青少儿非学科素质教育业务同时发力, 2017 年营收同比增速为 29.4%, 其后两年仍然维持高于 10% 的增速, 处于扩张阶段。2020H1 受新冠疫情影响, 客观上对公司的业务造成一定的影响。

图13: 营收实现稳步增长


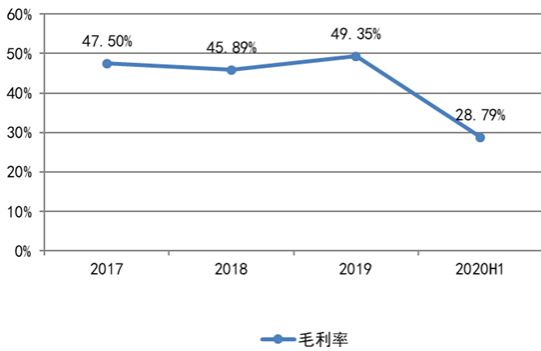
资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所

图14: 归母净利润增速有所放缓


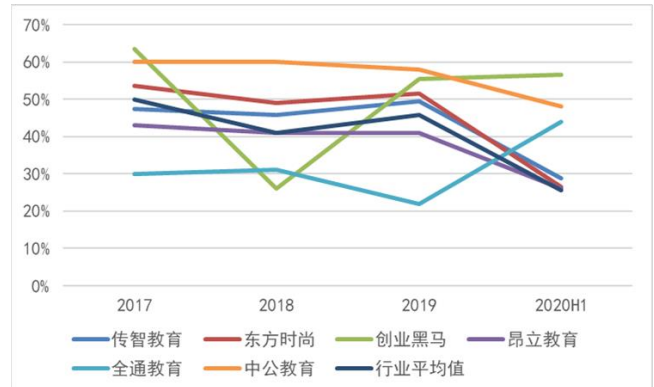
资料来源: 公司招股说明书, 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

毛利率变化稳健并高于行业均值。公司的毛利率在 2017 年-2019 年维持稳定在 47% 左右, 其中在 2019 年公司毛利率达到了 49.35%, 提升 3.5pct。受疫情影响, 2020H1 毛利率下降至 28.79%, 但仍高于平均行业毛利率, 主要受益于 IT 学科短期现场培训和泛 IT 学科短期现场培训两项业务毛利率稳步上升。

图15: 毛利率保持稳健变化 (20H1 受疫情影响)
图16: 公司毛利率高于行业均值



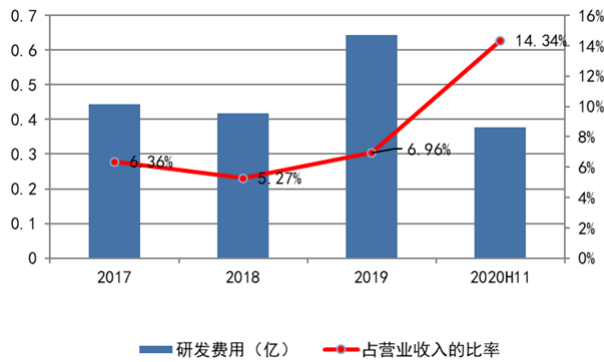
资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所

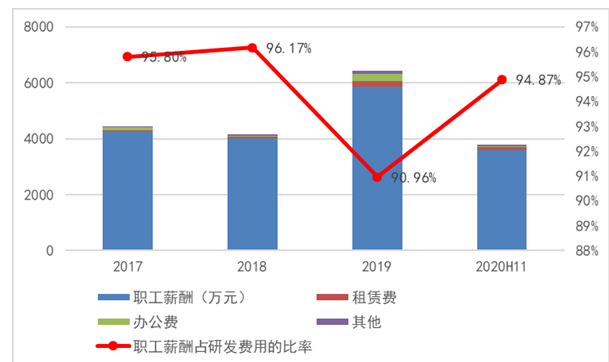
2019 年研发费用增长较快。2019 年公司研发费用增长较快, 主要原因为: (1) 随着公司教学中心的增加, 为了加强公司对各教学中心的支持, 保障培训质量, 公司加大了教学案例、在线教育项目、教学合作项目等方面的研发。(2) 为了实现上述研发任务, 公司加大优质研发人才的引进, 提升研发人员薪酬待遇。2020H1 因疫情影响, 公司线下短期培训招生受阻, 营业收入同比下降 40.22%; 同时公司不断加大研发投入, 积极探索线上直播教学模式, 研发人员薪酬有所上升, 导致研发费用占比上升。

图17: 研发费用变化



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所

图18: 研发费用组成占比变化



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 东兴证券研究所

3. 模式清晰，高增可期

3.1 创新基础上的标准化异地复制

传智本质是产品服务型公司。教育培训服务行业本质上是以精良的产品服务吸引特定消费者（教育需求者），所以公司的护城河之一是不断打造精良的精品课程，以标准化实现线下异地快速扩张，力求达到口碑相传，形成品牌护城河。目前公司已经形成以“黑马程序员”、“博学谷”、“酷丁鱼”等为代表的知名产品品牌。如前所述，公司作为品牌厂商具备 5 大优势，并且潜心于产品研发，构筑了明显的护城河。

图19：公司具备品牌护城河



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

以研究院为核心不断打磨创新课程产品。公司专门设立研究院研发精品服务课程，十分重视课程实用性、时效性、趣味性的提高，建立了符合职业人才培养逻辑的课程研发机制。具体流程如下：（1）基于对行业市场需求的分析，确定热门工作岗位；（2）基于热门工作岗位的所需能力分析，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）基于岗位胜任力模型和能力图表，推导出要这些能力所需要的知识和技能点体系；（4）基于所需知识和技能点体系，规划课程体系，编制课程内容，配套开发典型的“学用结合”的应用性案例及其他标准化的课程资源（如讲义、教学 PPT、教学视频、案例代码等）；（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。

以全方位培训服务提高获客率。IT 教培客源较为明确，基本是考虑职业发展需求选择教培课程，因此提供全方位的培训服务至关重要。公司主要采取措施具体包括：（1）在培训初期测评阶段，通过学习愿景与学习状态测评体系对学员进行测评，识别学员的学习问题或障碍，提出行之有效的解决方案；（2）在培训模式、培训课程选择阶段，根据学员的职业目标、兴趣爱好、时间安排等，协助学员选择与自身能力和兴趣相适应的培训模式、培训课程；（3）在日常培训（4-6 个月）管理阶段，为学员设计个性化的培训方案，采用考勤签

到等方式对学员培训参与度等进行督促；（4）在各培训实施阶段，针对排名靠后的学员，进行重点帮助和辅导；（5）在就业辅导阶段（课程培训结束前 1 个月），为学员提供就业辅导提供全方位的咨询与帮助；（6）在学员就业后阶段，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。

可较好实现标准化异地快速复制以抢占市场。目前 IT 教育培训市场较为分散，多数客源集中在一二三线城市，在口碑相传的前提下，容易形成聚焦效应，上市之后的教育培训服务商更容易实现快速复制。目前公司在一线城市和主要省会城市共设立 19 所分校，并且与产学研机构形成常态合作，既可以从高校和研究机构获得非 IT 专业客源，又可以为合作企业输送培训学员人才。

图20：公司已在全国实现异地快速复制



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

从市场拓展方面可以看出，公司也是从小培训机构起家，按照既定市场拓展策略，从单一城市拓展到全国主要一二线城市，成功实现异地复制，验证成功。

以华北地区为核心，业务向全国拓展。从业务收入的地区分布来看，各地区收入规模情况及变化趋势与 IT 人才市场需求变化相一致。华北地区属于传统的 IT 发达地区，报告期内公司实现收入规模较大；以上海、广州、深圳为代表的华南、华东地区近年来 IT 行业发展迅速，吸引了大量人才前往就业，公司各教学中心的招生规模不断扩大，成为公司新的利润增长点。随着公司在华中和华西地区开设教学中心的增多，部分中西部地区的学员出于交通成本和便捷性的考虑选择就近学习，使得公司华中和华西教学中心的收入规模呈现较好增长趋势。

硕果累累，上市助力行稳致远。根据公司官网统计，公司在 14 年间共输出 10 多万名高精尖人才。我们预判，前期发展态势良好的基础上，公司成功募资继续扩大规模，未来发展将继续迈上新台阶。

未来将实现较高同比增速。我们预计，尽管 2020 年公司受到疫情的显著影响，导致业绩实现负增长，但需求只是延迟而未消失。并且 IT 行业在疫情期间的增长表现要远胜于传统行业发展，这也对非 IT 从业人员产

生较强吸引力。伴随着 2021 年疫情影响逐渐消失，非学历需求或将爆发，从而在 20H1 较低基数基础上实现较好增长。

4. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.71/1.78/2.67 亿，对应 EPS 分别为 0.19/0.49/0.74 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 143/57/38 倍。IT 知识经济是丰饶富矿，教培“卖铲人”角色必不可少，教培蓝海市场足够撑起单体公司数十亿级别收入。公司具备明显的先发优势和品牌效应，管理层动力强，发展路径清晰明确。看好公司在成功融资基础上加快发展速度。首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

下游 IT 人才需求增长放缓，疫情影响导致营收波动，课程研发不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	785	917	1450	1954	2552	营业收入	791	924	701	1056	1484
货币资金	766	882	631	950	1336	营业成本	428	468	371	531	746
应收账款	6	4	403	579	773	营业税金及附加	3	3	3	4	6
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	74	122	140	148	163
预付款项	9	11	11	12	12	管理费用	90	100	84	109	151
存货	0	0	36	44	61	财务费用	-3	-1	-2	19	32
其他流动资产	1	13	13	13	13	研发费用	42	64	56	71	107
非流动资产合计	155	206	160	168	173	资产减值损失	8.58	0.00	8.22	12.38	17.41
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5	5	11	15	16	投资净收益	12.00	18.72	18.72	18.72	18.72
无形资产	4	3	13	21	27	加:其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	55	54	54	54	54	营业利润	161	183	60	181	281
资产总计	940	1122	1610	2122	2725	营业外收入	36.30	21.31	21.31	21.31	21.31
流动负债合计	346	343	761	1094	1430	营业外支出	1.66	2.08	2.08	2.08	2.08
短期借款	0	0	423	748	1073	利润总额	196	202	79	200	300
应付账款	23	25	19	27	39	所得税	26	22	9	22	33
预收款项	234	215	215	215	215	净利润	170	180	71	178	267
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	170	180	71	178	267
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	346	343	761	1094	1430	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	13.23%	16.71%	-24.13%	50.67%	40.58%
实收资本(或股本)	362	362	362	362	362	营业利润增长	6.00%	13.85%	-67.27%	201.17%	55.33%
资本公积	10	17	17	17	17	归属于母公司净利润增长	24.37%	6.16%	-60.88%	152.33%	50.01%
未分配利润	184	346	409	569	809	获利能力					
归属母公司股东权益合计	594	779	849	1027	1294	毛利率(%)	45.96%	49.33%	47.09%	49.76%	49.77%
负债和所有者权益	940	1122	1610	2122	2725	净利率(%)	21.45%	19.52%	10.06%	16.85%	17.98%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					
经营活动现金流	186	134	-362	41	129	偿债能力					
净利润	170	180	71	178	267	资产负债率(%)	37%	31%	47%	52%	52%
折旧摊销	18.76	18.45	21.10	25.51	33.25	流动比率	2.27	2.67	1.91	1.79	1.78
财务费用	-3	-1	-2	19	32	速动比率	2.27	2.67	1.86	1.75	1.74
应收帐款减少	2	2	-399	-175	-194	营运能力					
预收帐款增加	73	-19	0	0	0	总资产周转率	0.95	0.90	0.51	0.57	0.61
投资活动现金流	-15	-17	-315	-27	-37	应收账款周转率	108	177	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	45.05	39.09	32.01	45.24	44.92
长期投资减少	0	0	51	0	0	每股指标(元)					
投资收益	12	19	19	19	19	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.50	0.19	0.49	0.74
筹资活动现金流	-48	-5	426	306	293	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	0.31	-0.69	0.88	1.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.64	2.15	2.35	2.84	3.57
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	303	0	0	0	0	P/E	59.32	55.76	143.19	56.75	37.83
资本公积增加	-237	6	0	0	0	P/B	16.99	12.96	11.89	9.83	7.80
现金净增加额	123	111	-251	320	386	EV/EBITDA	57.88	49.77	156.62	46.33	29.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2020 年度获新浪第二届“金麒麟分析师”奖，2020 年度获万得“金牌分析师”奖，六年证券从业经验，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

孙业亮

计算机行业高级分析师。近 2 年 IT 实业经验和近 4 年证券从业经验，2021 年加入东兴证券研究所。熟悉云计算、信息安全及金融科技等领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526