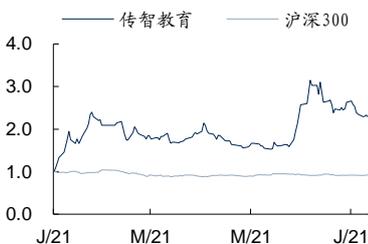


证券研究报告—深度报告

传智教育(003032)
增持

合理估值: 元 昨收盘: 27.9 元 (首次评级)

2021年07月23日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	402/40
总市值/流通(百万元)	11,228/1,123
上证综指/深圳成指	3,575/15,262
12个月最高/最低(元)	41.32/10.15

证券分析师: 曾光

 电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

 电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

 电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告
IT 职教领军者, 口碑和就业体验筑护城河
● IT 培训行业: 赛道增速快, 政策鼓励, 能者居前

2019年IT培训行业规模达681亿, 10-19年CAGR=25%, 规模可观、增长迅速; 竞争分散, CR5=6.6%, 达内(3.0%)、传智(1.4%)排行前列。政策方面持续利好, 民促法鼓励社会力量规范办学。复盘历史, IT培训行业初始门槛不高、需求刚性相对不强、复购率低、客群内容更迭, 因此龙头沉浮变化; 然而行业痛点不变, 就业为最终目标, 口碑、质量、体验系重点, 能帮学员更好找到好工作是核心竞争力。

● 传智教育: IT 行业领军者, 口碑和就业体验

公司系国内IT职教Top2, 16-19年营收和利润CAGR分别20%/36%; 主营IT短期培训(线下+线上)、IT非学历高等教育培训、少儿非学科培训, 2020年收入各占93%/5%/2%, 总营收6.4亿/-31%, 业绩6506万/-64%, 疫情承压, 但下半年来已明显改善。公司股权结构稳定, 管理层经验丰富, 多年经营沉淀教研实力(研发费用率7%)、口碑(口碑招生70%)和产业资源, 保障招生、培训和就业(就业率90%+)。

● 成长看点: 短训为基, 非学历高教及少儿培训孵化新的增长曲线

未来成长: 一看IT短训, IT行业需求旺盛, 高薪酬具备人才吸引力, 为IT培训提供空间; 公司有望凭借核心优势, 量价齐升提高市占率; 单校模型多数首年微利或盈亏平衡, 疫情平稳后有望扩建5个和新建6个校区, 新增服务能力3万人次/年; 二看IT非学历高等教育, 联合办学提供学位证书(本科)和技能认证, 目前在校生1000+, 政策支持, 未来有望申请专科学历, 增加招生(校区可容纳1w人), 也不排除收购新校区的可能。三看少儿IT培训, 蓝海市场, 低价切入, 尚待挖掘。

● 风险提示

宏观、疫情风险; 政策; 市场竞争加剧; 业务拓展不及预期等。

● 短期关注短训复苏, 中线期待非学历培训, 首次覆盖给予“增持”

预计公司21-23年EPS为0.34/0.58/0.70元/股, 对应PE81/49/40x。公司当前估值不算低(流通盘小、题材稀缺), 但质地相对优良, 政策鼓励, 未来成长具有一定期待, 故首次覆盖给予中线“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	923.67	639.62	835.93	1237.86	1484.96
(+/-%)	16.71%	-30.75%	30.69%	48.08%	19.96%
净利润(百万元)	180.27	65.07	137.95	231.44	282.16
(+/-%)	6.16%	-63.91%	112.01%	67.77%	21.91%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.16	0.34	0.58	0.70
EBIT Margin	24.90%	16.70%	13.63%	17.57%	18.19%
净资产收益率(ROE)	23.14%	7.65%	13.96%	18.97%	18.79%
市盈率(PE)	56.06	172.56	81.39	48.51	39.79
EV/EBITDA	44.85	104.72	100.54	53.39	43.21
市净率(PB)	12.97	13.20	11.36	9.21	7.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计

投资摘要

估值与投资建议

传智教育系国内 IT 职教 Top2，教研、口碑及产业资源等竞争力强，盈利能力优秀。短期因疫情影响，公司线下培训承压、尚处恢复通道，业绩仍处于低谷期；再加上公司上市时间短（流通市值很小，A 股纯正职教材材稀缺），以及近期鸿蒙概念和次新股概念催化股价大涨，公司当前动态估值相对不低。不过市场仍在一定程度上期待疫情稳定后的业务复苏，以及 IT 非学历职教的政策红利。跟踪战略推进成效，建议在公司股价企稳后择机配置。简言之，虽然公司当前估值不算低，但公司质地相对优良，未来成长具有一定期待，故首次覆盖给予中线“增持”评级。

核心假设与逻辑

第一，短期疫情影响 IT 短期线下培训业务，但随着疫情防控稳定，线下业务有望逐步复苏。中长线来看，IT 行业需求旺盛，公司单校模型良好，疫情后有望量价齐升。

第二，IT 非学历高等教育需求较 IT 短训更为刚性，且政策支持。目前公司与上海开放大学联合办学，未来则有望申请专科学历，学生人数空间较大；且不排除收购其他院校的可能性。

第三，公司教研、品牌、产业等竞争力强，学员就业率和平均薪酬高，有助于提升公司盈利能力。

与市场的差异之处

部分投资者可能认为，IT 行业竞争激烈，龙头格局分散，难言长期成长性。我们认为对于学员来说花钱进行类似于 IT 这种非学历职业教育的核心动机还是找到一份理想的工作。当然教研实力是学员提升职业技能并找到好工作的关键。公司经过 10 多年的运营积累，实践证明了自己在解决学生就业痛点上的价值。公司通过对接资本市场，在品牌和资本上获得先发优势，未来有望分享职业教育政策红利。

此外，公司也通过 IT 非学历高等教育、合作开展学历高等教育、青少年非学科素质教育等赛道的孵化进一步丰富自己的品牌内涵，提升自己的客群覆盖度，进一步打造全年龄段的流量体系。

股价变化的催化因素

第一，疫情防控稳定，公司 IT 短期线下培训恢复良好。

第二，IT 非学历高等教育受疫情影响较小，招生顺利，计划申请专科学历。

第三，核心竞争力支撑，上市融资后有望加速发展。

核心假设或逻辑的主要风险

宏观、疫情风险；政策风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等。

内容目录

估值与投资建议.....	6
IT 培训行业：政策利好，能者居前	9
IT 职业培训：规模可观、增长迅速、竞争分散.....	9
政策利好：职业教育政策持续利好，鼓励社会力量办学.....	10
供需衍变：变的是客群、内容，不变的是痛点、系统.....	11
商业痛点：核心是找到好工作，具体是口碑、培训质量、就业体验.....	13
公司概况：IT 行业领军者，行稳致远	15
公司沿革：深耕 IT，行业领军.....	15
股权结构：股权结构稳定，集中度高，踏实融资.....	15
管理层：IT 背景，富有经验，产业资源丰富.....	16
核心业务：IT 短训为主，三大业务协同发展.....	16
核心竞争力：教研为基，品牌、产业资源助力	18
教研实力：持续投入完善教研体系，提升稳定性及盈利能力.....	18
品牌口碑：口碑传播，降低营销费用率.....	19
产业资源：高校+企业资源，解决学生就业痛点.....	20
成长看点：短训为基，非学历及少儿后继	22
IT 短期培训：需求旺盛，模型良好，疫情后有望量价齐升.....	22
IT 非学历高等教育：政策利好，平稳推进，静待花开.....	26
少儿非学科素质教育：蓝海市场，低价切入，尚待挖掘.....	28
财务分析：经营稳健，成本管控优良	31
后付费模式下关注应收账款，周转率有所改善.....	31
成本解析：职工薪酬占比 7-8 成，租金占比次之.....	31
费用解析：销售、研发费用率有所提升，其他相对稳定.....	32
盈利预测	33
假设前提.....	33
未来 3 年盈利预测.....	33
风险提示	34
盈利预测的风险.....	34
政策风险.....	34
人才流失风险.....	34
市场风险.....	34
分支机构管控的风险.....	34
附表：财务预测与估值	35
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 中公教育股价走势及事件催化	6
图 2: 达内教育股价走势及事件催化	7
图 3: 传智教育股价走势及事件催化	7
图 4: 职业教育行业体系构成	9
图 5: IT 培训行业市场规模不断扩大, 增长迅速	9
图 6: IT 培训公司 2019 年收入水平 (亿元)	10
图 7: IT 培训行业集中度低 (按 2019 年收入计)	10
图 8: 北大青岛收入表现	11
图 9: 北大青岛市占率变化	11
图 10: 高等教育招生人数及毛入学率	12
图 11: 达内科技收入、净利润及变化	12
图 12: 中国职业培训细分领域投资价值分析	13
图 13: 截至 2021.5.25, 传智教育股权结构图	16
图 14: 传智教育的主营业务构成 (万元)	17
图 15: 传智教育的主营业务毛利率变动	17
图 16: 传智教育的研发费用水平	18
图 17: 传智教育研发人员薪酬高于其他工作人员	18
图 18: 公司课研团队学历高, 经验丰富	19
图 19: 公司专职教学团队特点	19
图 20: 传智教育的营销模式	20
图 21: 传智教育的销售费用率明显低于达内教育	20
图 22: 传智教育有良好的产业合作基础	20
图 23: 传智教育举办高校教师研修班培训	20
图 24: IT 行业整体收入、利润情况	22
图 25: IT 行业从业人数变化情况	22
图 26: 2020 年分行业岗位就业人员年平均工资 (万元)	23
图 27: 2021 年中国职业技能培训用户偏好培训项目调查	23
图 28: IT 短期现场培训收入及增速	24
图 29: IT 短期培训现场及线上培训表现	24
图 30: 传智教育短训业务校区布局	25
图 31: 传智教育短训业务校区开设历程	25
图 32: 传智教育专修学院历年招生情况	27
图 33: 传智教育非学历 IT 教育收入表现	27
图 34: 传智专修学院 2017 级学生就业期 3 个月内入职率	28
图 35: 传智专修学院 2017 级学生薪酬水平	28
图 36: 酷丁鱼少儿编程课程研发标准	28
图 37: 传智教育少儿非学科素质教育收入表现	28
图 38: 中国少儿编程行业融资事件	29
图 39: 中国少儿编程教育市场规模	29
图 40: 童程童美经营表现	29

图 41: 少儿编程教育行业格局	29
图 42: 传智教育期末应收账款	31
图 43: 传智教育应收账款周转率	31
图 44: 传智教育主营业务成本构成	32
图 45: 传智教育主营业务成本构成	32
图 46: 传智教育费用率水平	32
图 47: 传智教育盈利能力	32
表 1: 同类公司估值比较	8
表 2: 近几年职业教育政策频出: 持续利好, 鼓励社会化办学一以贯之	10
表 3: IT 培训机构融资情况	12
表 4: 传智教育发展历程	15
表 5: 传智教育管理层主要人员介绍	16
表 6: 传智教育主营业务及其简要介绍	17
表 7: 传智教育“一库五模块”的研发体系	18
表 8: 传智教育所获荣誉奖项	19
表 9: 黑马程序员课程毕业学员就业率及薪酬表现 (随机节选)	21
表 10: 2021 年黑马程序员各学科学费价格表	23
表 11: 黑马程序员课程近几年课程价格变化	24
表 12: 部分校区租赁、装修成本示例	25
表 13: 公司募投项目拟扩建及新建项目	26
表 14: 扩建及新建教学中心的具体投资情况	26
表 15: 传智专修学院发展历程	27
表 16: 少儿编程体验场场地面积及租赁、装修费用	30
表 17: 少儿编程项目拟投入课程研发费	30
表 18: 公司细分业务收入预测	33
表 19: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	33

估值与投资建议

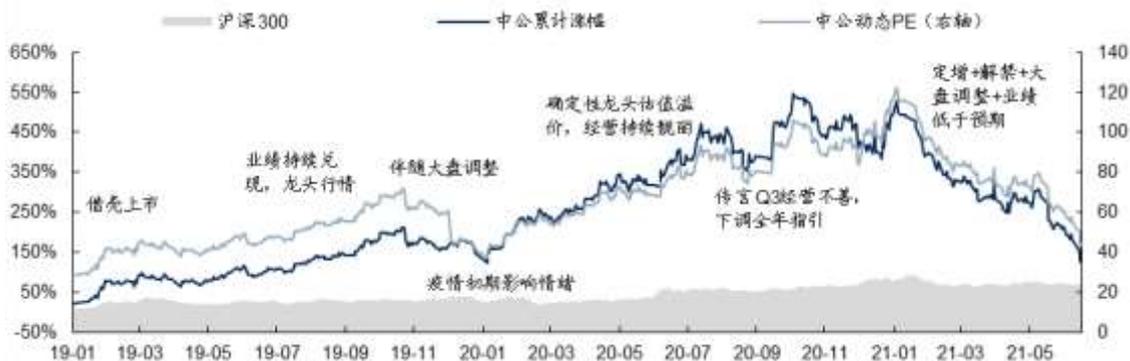
传智教育的业务主要为 IT 培训，尤其以线下短期培训为主。线下短期培训业务 2020 年上半年受疫情影响较为明显，但下半年以来恢复良好。短期海内外疫情的防控预计仍将影响线下培训的恢复力度，但参考公司在 2019 年取得的成绩、已经储备好的校区及其他资源，我们认为公司业务中长线依然值得期待。作为次新股，公司短期业绩增速中枢估计需要进一步跟踪观察。另一方面，公司所涉及的 IT 非学历高等教育培训，若能申请到专科学历或收购其他学校，则收入利润水平有望明显提升，因此公司还在尝试新的成长曲线。

我们除参考公司纵向估值水平，还对标其他职业教育公司。其中重点分析代表性公司中公教育以及 IT 培训行业 NO.1 的达内教育，复盘其历史估值表现，以期对传智教育的估值提供一些有用的参考。

首先我们分析中公教育的历史估值走势，因为中公教育是 A 股第一家纯正的职业教育标的（招录考试培训+职业技能培训），也是 A 股职教标的中净利润和市值体量最大的一家。其估值表现对职业教育上市公司有着重要参考价值。如下图所示，中公教育借壳上市以来，一直维持较高估值水平（流通盘小、业绩表现好），从 19 年初的 30x 逐步提升至 19 年 11 月的 70x+；后因大盘风格转变有所回调，但仍有 40x+。2020 年初，受疫情影响，公司股价有所回调；此后随着疫情缓解，线下培训步入复苏通道，且受大盘风格叠加影响，公司股价一路上行，2020 年 2 月 4 日-9 月 3 日估值从 40x+ 攀升至 100x+；但 9 月中下旬受 Q3 业绩不善的传闻影响，股价暂时下跌，估值最低调整至 80x 左右；但随着 Q3 业绩的公布，靓丽表现又再次催化股价上涨，估值回到 100x+；11 月受定增计划影响，以及大盘调整，股价下跌；2021 年 1 月，又随着市场风格估值再次上扬达到顶峰；2021 年 Q1，受股份限售解禁以及年报业绩低于预期等原因，公司股价严重下行，截至最新，动态估值跌至约 44x 左右（对应 2021 年业绩 21 亿）。

总结来看，中公教育作为市值较大的龙头股，其股价和估值主要受业绩增速驱动，“赛道格局稳定+业绩持续超预期+质地稀缺+流通盘小”支撑其阶段高估值。但若业绩不及预期（背后有竞争阶段性加剧和招录人数低于预期等原因），加上流通盘较显著增加影响，高估值下也会遭遇戴维斯双杀，核心还是业绩增速的稳定性。

图 1：中公教育股价走势及事件催化



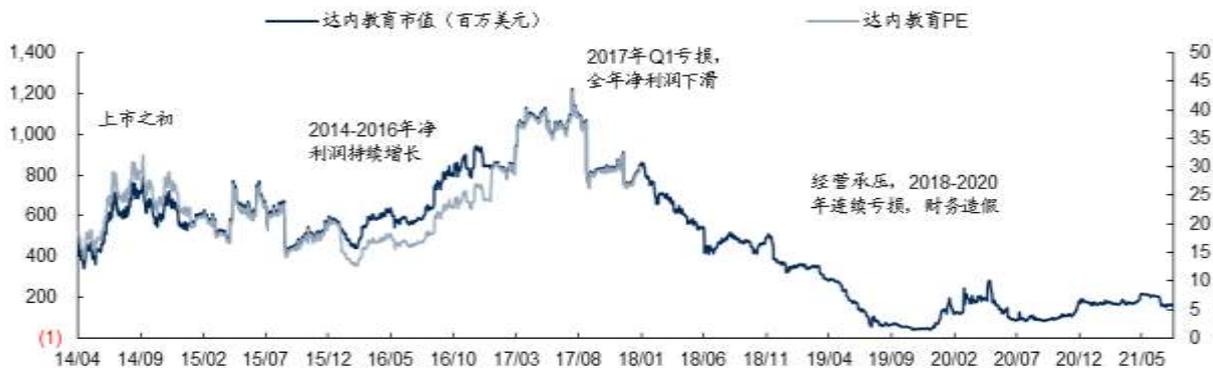
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其次，我们复盘中公教育历史表现。达内教育于 2014 年在美国纳斯达克上市，是中国 IT 培训第一股，也是目前营收规模最大的 IT 培训企业。

达内教育上市之初，收入、利润体量都相对较小（2014 年营收 8.3 亿元，归母净利润 1.5 亿元；与此相对应的传智教育 2019 年营收 9.2 亿元，归母净利润 1.8 亿元），面临线上教育等挑战，而且受美国市场科技股表现低迷拖累，动态 PE 在 14-19x。2015 年底，公司推出“童程童美”少儿编程业务，给予了资本市场公司空间进一步打开的预期；再加上公司 2014-2016 年财报持续表现靓丽，公司市值和 PE 也一路上行，动态 PE 从 2015 年阶段底部的 14x 左右提升至 40x+。但伴随 2016 年公司经营达到顶峰、2017 年 O2O 互联网泡沫破灭，利润下滑，2018 年开始进入亏损周期，投资童程童美处于赛道孵化期也影响了公司盈利表现，以及后续公司被曝财务问题，2018-2020 年亏损严重，公司市值开始显著下跌，目前仍处于底部盘整期，但转型的少儿编程业务已经显露收获期。

从达内的历史表现可以看出，IT 培训业务要与时俱进深耕课程的实用性和创新性，以切实解决学员的痛点问题，仅靠渠道营销创新而不是产品竞争力持续打造，企业很难走的长远。从达内的沉浮录也可以看到业绩增长依然是公司估值高低的核心，同时在有实力的前提下未雨绸缪进行多赛道孵化，以便减少单一业务生命周期波动影响。

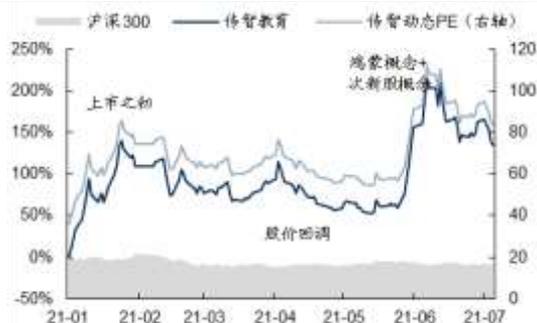
图 2：达内教育股价走势及事件催化



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

最后，我们复盘传智教育上市以来的股价走势和估值水平。公司于 2021 年 1 月 12 日登陆 A 股，上市之初 PE 为 36x，随着股价攀升动态 PE 最高达到 85x，然后逐步回落至 55x-60x 区间。6 月中旬以来，受鸿蒙概念及次新概念影响，公司股价再度大涨，动态 PE 最高时达到 110x。公司主要是推出了部分鸿蒙相关课程，随着主题炒作退烧，公司动态 PE 回落至 81x。目前公司估值一直处于相对高位，也与流通盘小（流通市值仅 10 亿元+）和题材相对稀缺有关。

图 3：传智教育股价走势及事件催化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

整体来看，公司因疫情影响，业务暂未完全恢复，业绩还处于爬升期（2021Q1 营收同比下滑 6.13%，但归母净利润转亏为盈）；再加上公司上市时间短，以及近期鸿蒙概念和次新股概念催化，公司当前估值水平确实不算低（对应 2021 年 80X+）。虽然中公教育历史估值曾一度维持在 80x 以上，但当时中公教育相比传智教育，所处赛道、盈利能力、成长空间相对更优，再加上市场青睐龙头资产，因而也能享受一定程度的估值溢价。当然传智教育通过 A 股上市，获得资本平台助力，加上职业教育的政策红利，公司也属于稳健进取的业务风格，因此依然存在一定的看点。我们建议投资者跟踪战略推进成效。总结而言，虽然公司当前估值不算低（流通市值小，A 股纯正职教题材稀缺），但公司质地相对优良，政策利好，未来成长具有一定期待，故首次覆盖给予中线“增持”评级。

表 1：同类公司估值比较

代码	简称	股价		EPS (元)			PE				总市值 (百万元)
		2021-7-22	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
003032	传智教育	27.90	0.16	0.34	0.58	0.70	173	81	49	40	11,228
A 股教育类可比公司：											
002607	中公教育	15.29	0.37	0.48	0.64	0.84	41	32	24	18	94,300
300192	科德教育	9.54	0.12	0.18	0.31	0.45	25	14	12	11	2,834
000526	学大教育	26.15	0.37	0.74	1.20	1.68	70	35	22	16	3,079
美股教育类可比公司：											
TAL.N	好未来	128.60	-1.08	1.44	5.12	8.87		89	25	14	89,114
EDU.N	新东方	41.85	1.54	1.55	2.43	3.37	27	27	17	12	72,651
GOTU.N	跟谁学	69.64		-9.03	-5.38	5.60				12	17,865
均值							41	39	20	14	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：单位均为人民币，除传智教育外，其他公司的盈利预测均来自 wind 一致预期

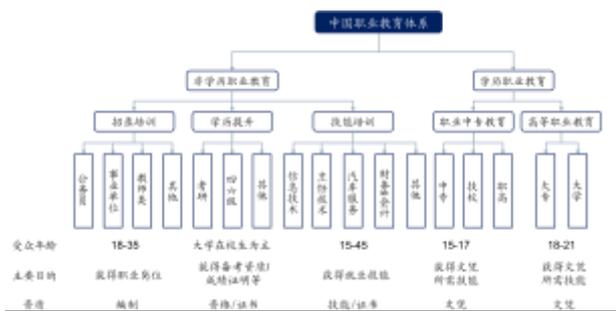
IT 培训行业：政策利好，能者居前

IT 职业培训：规模可观、增长迅速、竞争分散

职业教育行业广义包括学历职业教育和非学历职业教育。学历职业教育主要以获得文凭为目的，目前上市公司主要有港股的中教控股、希望教育、新高教集团等。非学历职业教育则系为了获得就业或相关资质、技能等，可进一步划分为：**1）招录板块**，含公考、事业单位、教师等招录培训（中公教育/华图教育/粉笔教育等）；**2）学历提升**，如考研、Cet4/6 培训等（新东方/中公教育等）；**3）技能提升**，包括 IT、金融、医疗、工程等（东方教育/达内教育/传智教育/开元教育/中公教育等）。

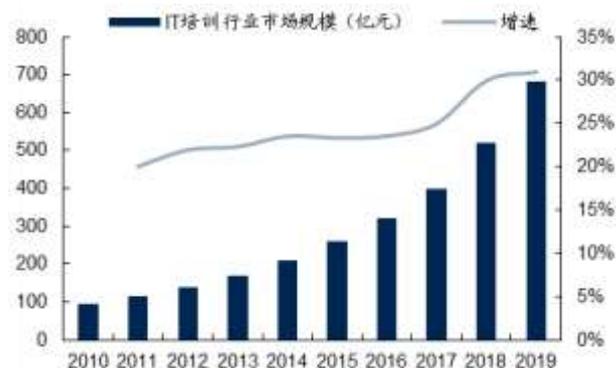
因此 IT 教育培训也可以根据“是否颁发学历证书”分为学历 IT 教育培训和非学历 IT 教育培训。其中非学历 IT 教育以民办教育为主，包括以通过 IT 认证考试为目的的教育培训和以 IT 技术学习、提升工作能力为目的的教育培训。根据公司招股书及前瞻产业研究院数据，**2010 年至 2019 年，我国 IT 培训行业市场规模从 95 亿元提升至 681 亿元，CAGR 为 25%，规模可观且增长快速。**

图 4：职业教育行业体系构成



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

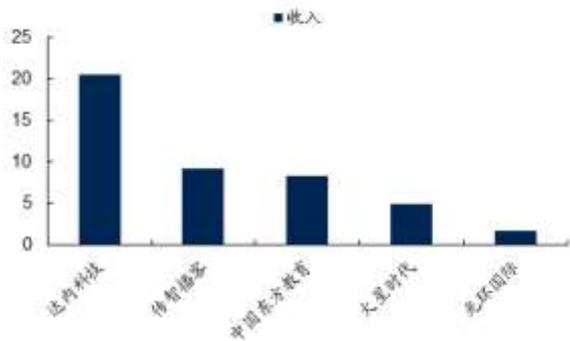
图 5：IT 培训行业市场规模不断扩大，增长迅速



资料来源：前瞻产业研究院、公司公告，国信证券经济研究所整理

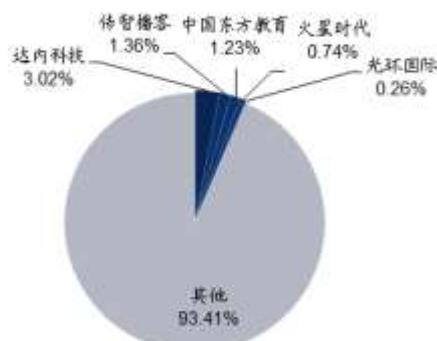
竞争格局分散，CR5=6.59%。目前，我国的 IT 培训行业竞争格局较为分散，规模排名前列的公司主要为达内科技、传智教育、中国东方教育、火星时代、光环国际等，其中达内科技收入体量排名第一，2019 年实现营业收入 20.51 亿元，市占率为 3.02%；传智教育排名第二，2019 年营业收入 9.24 亿元，市占率 1.36%；中国东方教育旗下的新华电脑和华信智原合计占比 1.23%，略低于传智教育；火星时代、光环国际分别排名第四、第五，规模都相对更小，估计均不超过 5 亿元。而 IT 培训行业内大多数机构规模都接近火星时代、光环国际，甚至更小。行业整体呈现单体规模小、集中度低的特点。

图 6: IT 培训公司 2019 年收入水平 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 火星时代为估算数据

图 7: IT 培训行业集中度低 (按 2019 年收入计)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策利好: 职业教育政策持续利好, 鼓励社会力量办学

职业教育政策持续利好。2005 年以来, 职业政策方面, 一是将职业教育的定位不断强化提升, 二是鼓励社会力量参与职业教育办学主基调不断明确。具体从近期政策来看, 2019 年 1 月出台《国家职业教育改革实施方案》, 再次强调建设多元办学格局, 着力激发企业参与和举办职业教育的内生动力。同时, 2019 年 2 月 23 日, 中共中央、国务院印发《加快推进教育现代化实施方案 (2018 - 2022 年)》和《中国教育现代化 2035》中也重点强调“完善职业教育体系; 健全行业制度标准”等。结合此前《国家职业教育改革实施方案》等所提出的, 经过 5-10 年左右时间, **职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。**

表 2: 近几年职业教育政策频出: 持续利好, 鼓励社会化办学一以贯之

时间	政策	主要内容
2017 年 1 月	《国家教育事业发展的第十三个五年规划》	进一步完善现代职业教育体系, 大力发展现代职业教育和继续教育, 加快培养经济社会发展急需人才
2017 年 12 月	《关于深化产教融合的若干意见》	优化职业教育布局。拓宽企业参与途径。鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革, 允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。
2018 年 2 月	《职业学校校企合作促进办法》	从合作形式、合作内容、政策支持等方面对校企合作进一步作出规定
2018 年 4 月	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	明确“职业技能培训”的现实意义; 将职业院校学生“试创业”实践活动纳入政策支持范围; 开展职业训练院试点工作
2018 年 8 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例 (修订草案) (送审稿)》	提出实施语言能力、艺术等非学历职业教育培训的机构可以直接申请法人登记
2018 年 12 月	《个人所得税专项附加扣除暂行办法》	对纳税人在接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育时产生的支出, 在取得相关证书的当年, 按照 3600 元定额扣除
2019 年 1 月	《国家职业教育改革实施方案》	实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划; 启动“1+X 证书制度”改革, 实现“育训结合、书证结合”, 培养社会急需的高质量人才
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	推进职业教育与产业发展有机衔接、深度融合; 建设中国特色高水平职业院校和专业; 推进中等职业教育和普通高中教育协调发展; 提升职业教育的服务能力等
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案 (2018 - 2022 年)》	深化产教融合; 完善职业教育体系; 健全行业制度标准; 建立国务院职业教育工作联席会议制度; 发展现代农业职业教育等
2019 年 3 月	总理政府工作报告	实施职业技能提升行动, 加快发展现代职业教育, 既有利于缓解当前就业压力, 也是解决高技能人才短缺的战略之举。改革完善高职院校考试招生办法, 鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考, 今年大规模扩招 100 万人。设立中等职业教育国家奖学金。支持企业和社会力量兴办职业教育。
2019 年 5 月	《职业技能提升行动方案 (2019—2021 年)》	2019-2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上, 其中 2019 年培训 1500 万人次以上; 到 2021 年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到 25% 以上, 高技能人才占技能劳动者的比例达到 30% 以上
2019 年 10 月	《关于教育支持社会服务产业发展提高紧缺人才培养培训质量的意见》	鼓励院校广泛开展职业培训, 开展 1+X 证书制度试点, 打造“双师型”教师队伍
2019 年 12 月	《中华人民共和国职业教育法修订草案 (征求意见稿)》	落实职业教育“由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变”要求, 支持举办股份制、混合所有制职业学校, 确定产教融合型企业制度并明确条件和优惠政策
2020 年 9 月	《职业教育提质培优行动计划 (2020—2023 年)》	明确了办好新时代职业教育的施工图, 宣告职业教育大改革大发展的格局基本形成, 职业教育由此进入爬坡过坎、提质培优的历史关键期
2021 年 5 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	对职业学校营利性上给予更多空间, 鼓励多种方式参与或举办实施职业教育的民办学校; 规范职业院校的招生、培训、教材等。

资料来源: 国务院, 教育部, 新华网、百度百科等, 国信证券经济研究所整理

2021年5月14日,《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》正式发布,自2021年9月1日正式施行。其中关于职业教育的条例共有以下几条:第七条,实施职业教育的**公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素**,举办或者参与举办实施职业教育的**营利性民办学校**;第九条,国家**鼓励企业以独资、合资、合作等方式**依法举办或者参与举办实施职业教育的**民办学校**;第十四条,实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构,举办或者参与举办与其所实施的考试相关的**民办学校应当符合国家有关规定**;第二十九条,实施高等教育和中等职业技术学历教育的**民办学校**,可以按照办学宗旨和培养目标自主设置专业、开设课程、选用教材等。

整体来看,民促法条例以及相关政策对职业教育主要持**鼓励、规范**的态度,营利性空间更多、鼓励多种方式办学,同时也要求民办职业学校及考培机构要符合相关规定。

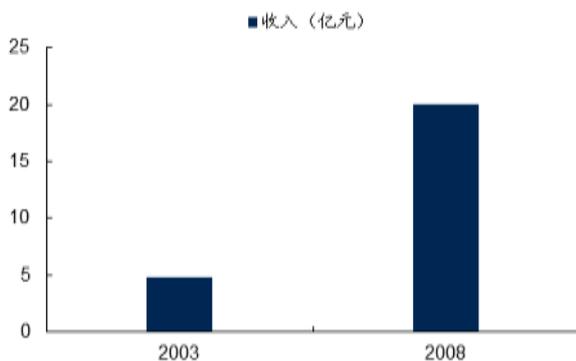
供需衍变: 变的是客群、内容, 不变的是痛点、系统

IT 培训行业的起源: 我国的 IT 培训行业起源于 20 世纪末, 伴随着电脑的引入和逐步普及, 以及当时的教育和就业背景。1988 年成立的新华电脑学校, 基本上是最早从事 IT 培训的机构之一, 最初以初级电脑培训课程为主要业务, 1990s 中期在多个省会城市创办电脑培训, 其中安徽新华电脑学校为安徽省计算机定点培训和考试中心。

第一发展阶段: 1990s-2008 年, 北大青鸟时代, 定位中高考落榜生、长周期课程。 发展背景, 1) 1993 年《中国教育改革和发展纲要》出版, 首次提出要积极发展职业技术教育和成人教育; 2) 1997-2000 年网易、新浪、京东、阿里、腾讯、百度等相继成立, 互联网行业欣欣向荣; 3) 高等教育毛入学率尚且不高, 部分初高中生毕业后会选择 IT 培训。在这种时代背景下, IT 培训快速兴起, 以 1999 年的北大青鸟和 2002 年的达内科技成立为代表。

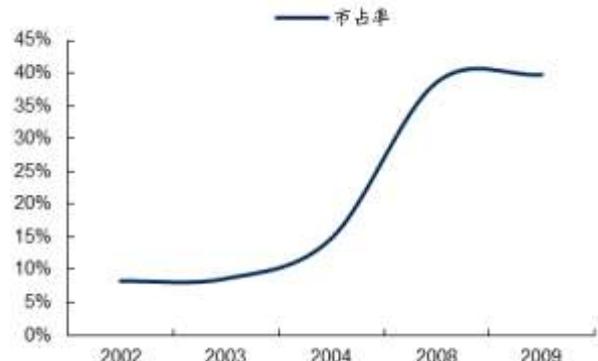
其中北大青鸟是这一时期的代表培训机构。北大青鸟首次提出“软件蓝领”概念, 客群定位为高中毕业生, 培训周期较长, 把握住了当时的高考录取率低的特殊背景; 同时因其首创的**教育加盟模式**, 扩张迅速。根据 CCID 报告, 2004 年北大青鸟在 IT 培训市场的市占率达 14.8%。2008 年北大青鸟在全国共开出 240 余家加盟中心, 年收入超 20 亿元, 市占率达 38.6% (IDG 数据)。

图 8: 北大青鸟收入表现



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 9: 北大青鸟市占率变化



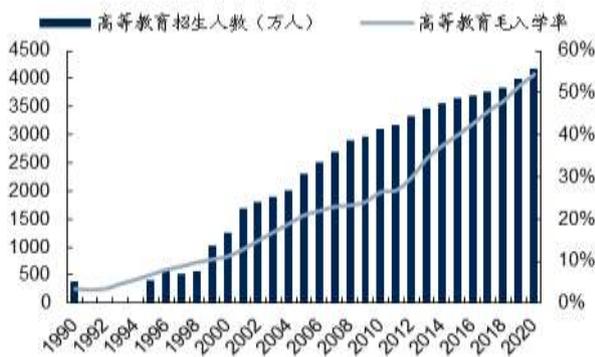
资料来源: CCID、IDG, 国信证券经济研究所整理

第二发展阶段: 2009-2015 年, 达内科技时代, 定位大学生、直营、O2O。 前文所述北大青鸟接近 40% 的市占率, 并不意味着 IT 培训行业稳定格局的诞生, 相反, 伴随着市场环境的变化, 北大青鸟迅速由盛转衰, 2008 年起校区迅速减少, 营收规模不断收缩, 主要是因为: 1) 高校扩招后, 高中生有更多机会进入

大学而非参加职业培训，生源减少；2) IT技能迭代快速，培训需求变化大；3) 20%-30%的高额加盟管理费抽成+总部支撑不到位，加盟商另起炉灶，比如2004年从北大青鸟独立出来的华育国际。

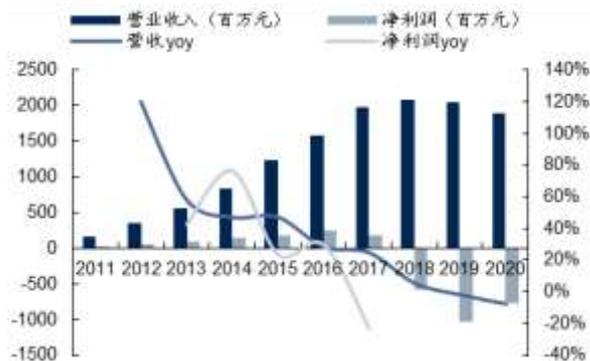
这一阶段，达内科技逐渐脱颖而出，凭借其灵活的定位（大学生技能提升）+先就业后还款模式+O2O双师制+强势广告投放，收入体量及市占率逐步提升，并于2014年登陆纳斯达克市场，2016年时收入15.80亿、净利润2.42亿。

图 10: 高等教育招生人数及毛入学率



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 11: 达内科技收入、净利润及变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

第三发展阶段：2016年至今，竞争激烈，整合调整。1) 行业竞争加剧，2015年-2017年双创热潮下，IT职业培训迎来了融资高潮，麦子学院、兄弟连、51CTO、翡翠教育、千锋教育等均获得亿元以上的投资。供给的快速增多导致竞争激烈，根据教培校长参考的资料，2017年下半年-2018年，有1/3的职业教培机构关门，达内也关掉了40家教学中心。2) 激烈的竞争导致获客成本高，盈利困难。3) IT技术更迭，培训方向从安卓、IOS等转向大数据、人工智能。IT培训行业进入整合调整期。

这一阶段有曾经的巨头陨落，也有新的培训机构展露头角。一方面，传统的IT培训机构中，达内科技因其教研乏力、营销费用高企、培训贷掣肘、财务问题等江河日下，虽有开拓少儿编程业务提振收入，但业绩亏损严重；相反，传智教育凭借教研+口碑稳扎稳打，收入利润规模稳步提升。另一方面，线上培训风起，风变编程、开课吧、51CTO等线上培训机构兴起。总之，不论是线下IT培训还是线上，行业都还相对分散，规模波动提升。

表 3: IT培训机构融资情况

融资机构	时间	投资机构	轮次	金额
VIPabc	2015年10月	GIC、RCIF、高盛等	C	2亿
麦子学院	2015年11月	曲速资本，五岳资本等	B	1亿
邢帅网络学院	2016年4月	国泰君安、中国移动、中民投资资本和华盖资本	B	3亿
兄弟连IT教育	2016年6月	华图资本	A	1.2亿
牛客网	2016年7月	亿联资本	Pre-A	1000万
51CTO	2016年10月	未公开	B	1亿
智游臻龙	2016年10月	文化长城	收购	3亿
实验楼	2016年10月	大河创投	Pre-A	1000万
翡翠教育	2016年11月	御泓资本	C	2亿
千锋教育	2017年1月	未公开	战略投资	1亿
翡翠教育	2017年9月	文化长城	并购	15.75亿

资料来源：各公司官网、亿欧、芥末堆等，国信证券经济研究所整理

整体来看，在IT培训发展的二三十年中，供给及需求经历了几轮衍变。第一次

蓬勃发展期是 2000s，高考落榜生学习就业需求催生了 IT 长期培训课程，蓝海市场中培训机构重量胜过质；后来高校扩招改变行业需求，大学生 IT 技能提升需求替代高考落榜生，长期课向短期课转化，这是第二轮发展；第三次则是在 15 年融资热潮后，市场竞争激烈，获客成本提高和技术的快速迭代如大浪淘沙，淘汰了教研质量差的培训机构，推动行业波动向前。

然而归根结底，虽然客群在变，但用户需求不变——找到好工作；虽然具体培训内容在变，但优质培训机构的系统不变——完善的获客、培训、促就业体系。只是完善的获客、培训、促就业体系到底如何，需要我们进一步分析，详见后文。

商业痛点：核心是找到好工作，具体是口碑、培训质量、就业体验

结合前文对 IT 培训行业的复盘，我们可以总结出 IT 培训行业的特点亦难点：

- 1) **IT 培训的初始进入门槛不高**，跟大多数教培行业类似，仅需教师、销售、租房即可；但想要做大比较难（与以下几点相关）。这导致小型培训机构众多，行业分散，竞争激烈。
- 2) **需求刚性相对不强**。相比人才招聘及考研等培训需求，IT 培训的需求刚性相对不强，这主要是由其培训效果的考核方式决定的。人才招聘、考研等均为竞争性考试，且通过考试对考生而言意义重大。但 IT 培训多以技能提升为目的，就算是以就业为导向，技能提升的程度、能否就业以及就业好坏也没有统一标准，较难评判，也因此对学员的吸引力相对不足。
- 3) **复购率低，获客成本高**。现行的 IT 技能培训与 K12 培训不同，IT 技能培训的复购率很低，大多数学员经过几个月的培训之后便进入工作，完成了培训目的，此后几乎不会再参与培训，因此 IT 培训机构需要不停的获取新客。再加上目前行业竞争激烈，获客成本较高；据多知网数据，有在线 IT 机构的体验课单个用户获客成本已达 200 元，正价课的获客成本则“至少要大几千”，“投入产出比甚至是 1:1”。
- 4) **培训内容更迭快**。IT 技术日新月异，相应的，对培训机构的课程更新也提出了较高要求。

图 12：中国职业培训细分领域投资价值分析



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

行业的特点/难点，对行业内的众多玩家提出了挑战，要想解决上述问题。我们认为需要具备以下几点能力：

- 1) **低成本+快速的获客能力**。目前 IT 培训机构的获客方式主要分为两种，营

销宣传+口碑传播。**营销宣传**主要是通过“烧钱”投放广告，优点是只要投的钱够多便能在短期内取得较为明显的效果，即学生人数的快速提升；缺点则是获客成本高，且不具有持续性，需要不断的投入。营销宣传要解决性价比的问题，需要探索新的广告模式，比如通过投放特价班的广告、再吸引学员转正价班，相比直接投放正价班广告效果会更好。**口碑传播**是依赖学员口口相传，优点是有益于成本控制、可持续，缺点则是传播速度有限、学员增速相对受限。口碑传播需要企业有“口碑”，对IT培训企业而言是良好的教学体验和就业保障；口碑传播具有规模效应，规模越大、渠道网点越密集，越容易占领消费者认知，比如中公教育的线下网点布局。

- 2) **研发教学实力**。一是要搭建完善的研发教学体系，做到每个研发、教师人员都是螺丝钉的角色，系统离开谁都可以正常运转，不依赖名师。二是课程研发质量确实要好，学员体验好+就业单位认可；而且时效性要强，要
- 3) **结合技术迭代不断研发更新课程**。从过往的职教培训机构来看，这部分能力无法速成，需要管理层的设计以及时间沉淀，也是培训机构做大的门槛。
- 4) **学员就业率**。IT培训最重要的就是解决就业问题。这要求培训机构的培训内容贴近企业需求（即要求教研实力），学员培训效果好，并且培训机构有相应的对口企业资源可以接纳学员就业。

公司概况：IT 行业领军者，行稳致远

公司沿革：深耕 IT，行业领军

传智教育是国内领先的非学历、应用型 IT 技术教育培训机构。公司由张孝祥创立于 2006 年，2008 年黎活明加入；2011 年与 CSDN、中关村软件园成立“黑马程序员”训练营，开启线下 IT 培训业务；2014 年开始不断在全国多个城市开设直营分校；2016 年通过“博学谷”打开线上教育市场，同年新三板挂牌（2018 年摘牌）；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，同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；2019 年开始试运营面向青少年的在线编程教育培训；2021 年中小板上市。

公司致力于培养高精尖数字化人才，经过 10 多年的发展，可以提供以提供涉及人工智能、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、新媒体+短视频直播运营、产品经理等全方位的 IT 培训。目前旗下拥有“黑马程序员”、“博学谷”、“传智专修学院”、“酷丁鱼”等子品牌，在 19 个城市建立了 21 家短训教学中心。2019 年的营收在国内 IT 教育培训行业排行第二。

表 4：传智教育发展历程

时间	事件
2006 年	张孝祥老师创办传智教育，在北京大学开设首期班。
2007 年	编著出版书籍《深入体验 JavaWeb 开发内幕-高级特性》、《Java 邮件开发讲解》。
2008 年	免费公开教学视频；黎活明老师加入传智教育，在 IT 培训行业引入真正的项目实战；编著出版 EJB3.0 书籍《EJB3.0 入门经典》。
2009 年	开设 3G-Android+物联网课程。
2010 年	开设 .Net 学科；在中关村软件园成立高端 IT 教育品牌“黑马程序员”，推出先就业后付费模式。
2011 年	开设 PHP 学科；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；张孝祥突发心脏病过世，黎活明接管公司。
2012 年	建立标准化服务模式；开设网页平面设计学科。
2013 年	举办首期“全国高校 IT 骨干教师师资培训会”；开设 iOS、C/C++ 两大学科。
2014 年	引进国外“双元课堂”教学模式；开设网络营销学科。
2015 年	开设游戏开发、HTML&JS+前端两大学科；召开股权激励大会，近 200 位员工受到股权激励；成立研究院、培训院；与 NITE 在软件开发与应用领域达成深度合作。
2016 年	IT 在线教育品牌“博学谷”正式成立；开设人工智能+Python 学科；少儿教育品牌“酷丁鱼”正式成立；11 月 11 日，成功挂牌新三板。
2017 年	传智专修学院在江苏沐阳正式揭牌成立；开设产品经理、软件测试、视觉设计、H5+全栈工程师学科；IT 互联网精英社区品牌“传智汇”正式成立。
2018 年	与百度云达成人工智能&大数据课程共建合作；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；与华为云达成合作，共同推进技术发展资源共享；院校服务品牌“院校邦”正式成立。
2019 年	举办 2019IT 培训行业变革大会；与百度云智学院、库柏特科技达成战略合作；开设智能机器人软件开发学科。
2020 年	与北京大数据研究院平台公司博雅智慧达成战略合作；与金山云达成战略合作；开设电商视觉运营设计学科；院校邦全国高校 IT 骨干教师研修班单届培训教师超 2000 人，累计培训教师超 5500 人，覆盖 800 所高校。
2021 年	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；原创教材总发行量突破 400 万本，覆盖高校超 1900 所；和工信部教育与考试中心达成战略合作。

资料来源：公司公告、官网，国信证券经济研究所整理

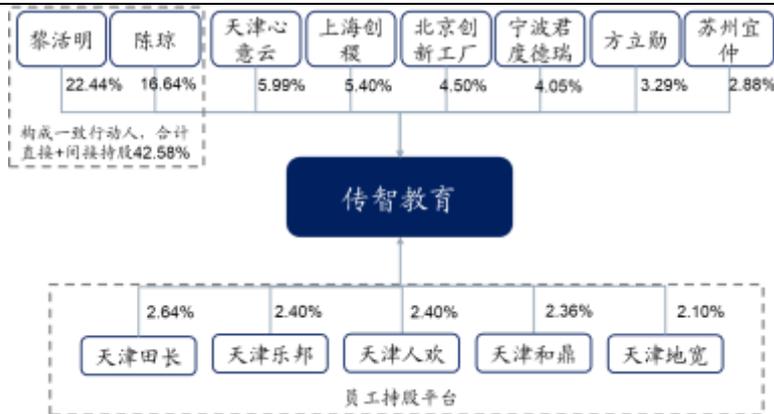
股权结构：股权结构稳定，集中度高，踏实融资

目前，传智教育的控股股东和实际控制人为黎活明、陈琼。截至 2021 年 5 月 25 日，黎活明直接持有并控制 22.44% 的股权，通过员工持股平台间接持股 3.35%（间接控制 11.89%）；陈琼直接持股 16.64%，通过员工持股平台间接持股 0.15%（间接控制 9.49%），两人直接、间接持股比例为 42.58%（直接、间接控制比例为 50.98%），为公司的控股股东、实际控制人。

黎活明为公司董事长，于 2008 年加入公司负责公司运营，并于 2011 年张孝祥去世后全权接管公司，多年以来运营管理良好；而且黎活明在 2021.2.26-2021.5.25 以集中竞价方式增持公司股份 60,900 股，占总股本的 0.015%，彰显对公司的信心。陈琼系张孝祥妻子，目前为公司第二大股东，任公司董事。方立勋为公司的联合创始人，直接持股 3.65%。此外，天津田长、

天津乐邦、天津人欢、天津和鼎、天津地宽为公司的员工持股平台，公司在 2015.12-2016.3 通过员工持股平台实施股权激励，激励对象除公司高级、中级管理人员外，还包括约 180 名 A/B 级讲师等员工。上海创稷投资（经纬旗下）、北京创新工场、君度投资、蓝图天兴为公司 2017 年定增引入的机构投资者。

图 13：截至 2021.5.25，传智教育股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层：IT 背景，富有经验，产业资源丰富

传智教育公司管理层主要人员大多有着丰富的 IT 行业从业经验。董事长黎活明先生是 JavaEE 高级架构师与咨询顾问，出版多本 IT 行业相关的书籍，受到广泛好评；总经理方立勋专注 IT 教育 10 余年，为传智播客的创始人之一，对 Java 安全和框架有深入研究，开发许多课程；副总经理毕向东也系公司元老级人物，从事软件开发以及软件教育培训多年，主要负责校务管理系统产品的设计和开发，税务系统模块的后期升级与维护等。传智播客成熟的管理团队为集团未来的转型升级和稳健发展提供了有力的保障。

表 5：传智教育管理层主要人员介绍

姓名	职务	简介
黎活明	董事长、法定代表人	传智播客教育集团总裁，Java EE 高级架构师与咨询顾问，国内第一本 ejb3.0 书籍《EJB3.0 入门经典》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。2009 年 02 月加入传智播客，任职总裁及公司法人。主持或参与《一网通》、《国语彩铃》、《移动办公 OA》、《统一信息发送机》、《MSN 业务支撑平台》和《国内与国际机票预定系统》等项目，成功运营过中国农业网/游易网等电子商务网站。
方立勋	董事、总经理	2003 年进入 IT 行业，2005 年出版了畅销软件开发书籍《Java 邮件开发详解》和《深入体验 JavaWeb 开发内幕—高级特性》，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。精通 C/C++/VC++、VB、JAVA 等编程语言，Oracle、MySql 和 SQL Server 等各种主流数据库系统。对 J2EE 有深入理解，尤其是对 Java 安全和以 Java 语言为基础的各种框架有深入研究，具备很强的项目管理能力和丰富的项目实施经验。
毕向东	董事、副总经理	从事软件开发以及软件教育培训多年，有丰富的企业内训经验，对于软件培训有自己独到的见解。2013 年 2 月任传智播客上海中心校长，2015 年 6 月任职传智播客教育集团运营副总裁；从 2015 年 12 月开始，负责公司教学产品研发和分管研究院，并任职研究院副总裁。
冯威	副总经理	2008 年 7 月至 2009 年 7 月任北京东方清软科技有限公司讲师；2009 年 7 月至 2012 年 10 月任北京传智播客教育科技有限公司讲师；2012 年 11 月至今任江苏传智播客教育科技股份有限公司副总裁；2016 年 6 月至今任江苏传智播客教育科技股份有限公司副总经理。
陈琼	董事	1997 年 7 月至 1999 年 7 月任东风汽车公司铁路处工程师；1999 年 8 月至 2006 年 4 月，待业；2006 年 5 月至今任北京传智播客科技有限公司监事；2012 年 9 月至 2016 年 6 月任江苏传智播客教育科技有限公司董事；2016 年 6 月至今任公司董事。

资料来源：公司官网、百度百科、公司公告等，国信证券经济研究所整理

核心业务：IT 短训为主，三大业务协同发展

按照培训目不同公司的主营业务可分为 IT 短期培训（线下黑马程序员+线上博学谷）、IT 非学历高等教育培训（传智专修学院）和少儿非本科素质教育培训（酷丁鱼），2020 年占营业收入比重分别为 92.85%、5.23%、1.91%，IT 短训业务是公司收入利润的核心支撑。2017 年以来，公司的主营业务收入占总收入的比重均在 99%以上。

表 6: 传智教育主营业务及其简要介绍

IT 学科短期现场培训	主要包含人工智能、Python、大数据、智能机器人软件开发、JAVAEE、C/C++、PHP+H5 全栈工程师、前端与移动开发、软件测试、Linux 云计算 + 运维开发等学科。按照营收分类为服务器端 IT 课程、前端/移动端 IT 课程以及其他课程。
泛 IT 学科短期现场培训	包含新媒体 + 短视频运营、产品经理、UI/UE 综合设计师、影视制作等学科，按照营收分类为产品经理及设计类课程、电商及新媒体类课程以及其他泛 IT 课程。
IT 线上培训	主要依托“博学谷”在线教育平台开展，培训的内容包括 JavaEE、Python+人工智能、HTML+前端、大数据、设计学院、新媒体+短视频直播、软件测试、产品经理、新综合实战电商等。
IT 非学历高等教育培训	主要依托传智专修学院开展，为学员提供 IT 技能教学服务。
少儿非学科素质教育培训	少儿非学科素质教育培训以“酷丁鱼”为品牌，于 2017 年开始试运营，主要从事以少儿美术和青少年编程为主要内容的非学科素质教育。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体来看，公司 IT 短训业务 2019 年实现收入 8.79 亿元，2016-2019 年复合增速为 18%（2020 年因疫情影响收入下滑 32%至 5.94 亿元）；其中 2019 年 IT 短期现场培训、泛 IT 短期现场培训、IT 短期线上培训收入占比分别为 88%、9%、3%。IT 非学历高教业务 2019 年实现收入 3540 万元/+36%，低基数上快速增长，2020 年收入为 3347 万元/-5%。少儿非学科培训 2019 年收入为 46 万，2020 年为 140 万元，基数尚小。

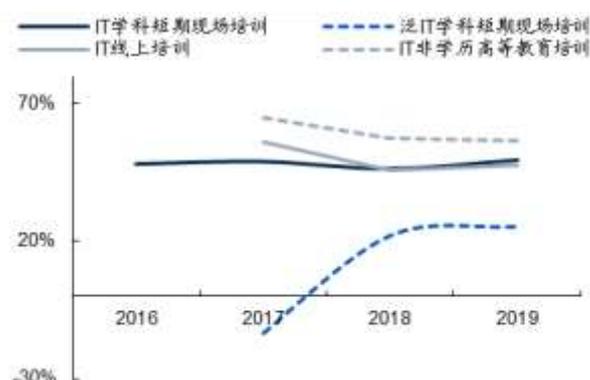
从盈利能力来看，公司 2019 年整体毛利率为 49.33%，2020 年因疫情影响降至 44.96%。具体来看，2019 年公司 IT 短训业务毛利率为 49%，2016-2019 年基本维持在 46%-49%，稳中有增。非学历高教业务 2019 年毛利率为 57%，少儿非学科培训业务的毛利润 2019 年尚为负数，仍处于前期投入阶段。费用端，公司 2019 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 13.26%、10.82%、6.96%、-0.11%，费用管控较为优秀。业绩表现上，公司 2019 年实现归母净利润 1.80 亿元，净利率 19.52%，非常优秀；2016-2019 年业绩复合增速 36%；2020 年受疫情影响业绩下滑 64%，仅为 6507 万元。

图 14: 传智教育的主营业务构成 (万元)



资料来源：传智教育招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 15: 传智教育的主营业务毛利率变动



资料来源：传智教育招股说明书，国信证券经济研究所整理

核心竞争力：教研为基，品牌、产业资源助力

教研实力：持续投入完善教研体系，提升稳定性及盈利能力

传智教育拥有完善的研发体系。目前公司主要有 1 个研究院，置于短训事业部下管理，负责短训事业部课程及其他事业部课程的研发，未来有望调整至总经理办公室下管理，更好地统筹研发事务。研发模式由“一库五模块”构成，即教学课程资源库、信息搜集模块、课程研发模块、审核与测试模块、授课讲师的培训模块、配套资源模块。

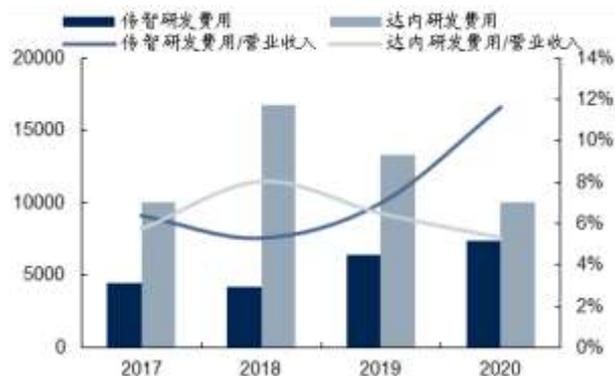
表 7：传智教育“一库五模块”的研发体系

研发流程	特点	具体内容
教学课程资源库	标准化、可重复使用、不断优化	包含形式多样的课件资源和以就业为导向的知识迁移学习解决方案
信息搜集模块	多维度动态更新	通过对 IT 行业、培训市场、竞争对手、就业情况、前沿技术等多个维度的信息进行收集整理和分析，明确课程目的
课程研发模块	科学严谨	以研、产、教、学、练原则，对课程内容（课程架构、案例研发、课程目标、课程内容、课程周期、闯关训练、考试题库等）进行标准化设计，实现课程内容更易被学员接受、吸收的目的
审核与测试模块	课程研发后进行	对研发的课程从内容严谨性、衔接性、清晰度等多个维度进行审核，同时通过测试学员体验等方式获取反馈信息，让研发的课程更加完善
授课讲师的培训模块	标准化	通过对授课讲师进行课程培训，提升课程的实施效果
多样化的配套资源模块	多样化，改善学习体验	以课程内容为素材，研发设计教学教材、光盘、趣味动画等多种形式的配套资源

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

完善创新激励机制，持续投入提升研发实力。激励上，一方面，公司给研发人员较好的薪酬待遇，公司研发人员平均薪酬明显高于自身教学、销售、智能管理人员，详见下图；另一方面，公司对主要研发人员、技术骨干进行了股权激励，主要研发、技术骨干已成为公司股东，进一步激发了研发人员的工作热情。公司近几年持续不断投入研发费用，2017-2019 年，公司研发费用从 4443 万元提升至 6433 万元，占公司收入的比重基本维持在 5%-7%，处于行业较高水平（龙头中公教育 6%-9%、达内教育 5%-8%），2020 年疫情大背景下，公司研发费用支出不降反升，投入 7419 万元，占公司收入比重为 11.6%。目前，公司共有 96 为专职课研技术大牛，其中 72%有高学历背景、58%有大厂工作经验；另有 879 人的专职教学团队。

图 16：传智教育的研发费用水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：传智教育研发人员薪酬高于其他工作人员



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

依托公司强大的研发实力及持续研发投入，公司一是课程开发效率高，可以应对日新月异的技术变化、并保证较高的课程质量。成立至今，公司几乎每年都会推出爆款课程，比如 13 年的 Java、15 年的前端、16 年的 Python、19 年智能机器人等。**二可降低对讲师的依赖，**有利于提高业务的稳定性和盈利能力。公司通过建立培训体系，规范化讲师培训，提高标准化程度、降低培训成本、

弱化名师效应、弱化教师离职对公司的影响。三是提高就业率进而提升公司对学员吸引力。

图 18: 公司课研团队学历高, 经验丰富



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 19: 公司专职教学团队特点



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

品牌口碑：口碑传播，降低营销费用率

公司自成立以来即从事 IT 职业培训的相关服务，专注中高端人才培养，在行业内逐渐树立了良好的品牌形象与口碑，逐渐成为国内知名的培训机构。公司的口碑，一是来自于参培学员日积月累的宣传，此举具有规模效应，培训的学员数量越多、校区覆盖范围越广，口碑宣传效果越好；二是通过与高校合作，给高校提供课程内容及教学支持等，提高公司在高校中的知名度和影响力（详见后文），为高校招生工作提供支持，截至 2020.10 公司为 800 多所高校培训了 3,300 余名优质教师；三是创作分享大量优质教育资源，创始人张孝祥在前期录制大量教学视频、编写 IT 教材等做内容分享传播，积累了一定名气和影响力，现任董事长黎活鸣也著书分享；截至 2020 年 10 月 31 日，传智播客已自主出版 IT 教材 99 本，发行图书 277 万余册；四是社群运营，比如传智汇，提供先进技术的交流社区，还有 QQ 群、微信群在内的约 100 万人的社群生态。

表 8: 传智教育所获荣誉奖项

时间	颁奖机构	奖项
2017 年	百度教育	2017 年度盛典“年度品牌视频机构奖”
2017 年	百度教育	2017 年度盛典“知名 IT 教育品牌奖”
2017 年	新浪教育	“中国品牌实力教育集团奖”
2018 年	新华网	“2018 年度影响力教育集团奖”
2019 年	教育产业未来峰会	“2019 教育产业影响力企业 TOP50”
2019 年	全国高等院校计算机基础教育研究会	全国总决赛“优秀合作伙伴”
2019 年	蓝鲸教育	“职业教育飞跃奖”
2020 年	北京市科学技术委员会	2020 年首批高精尖产业技能提升培训机构
2020 年	江苏省发改委	“江苏省生产性服务业领军企业”

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

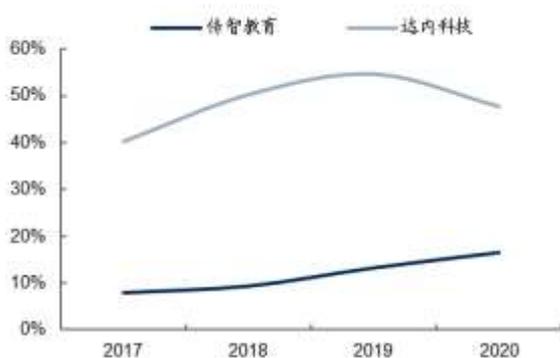
目前公司大约 70% 的客户来自于口碑推荐。因为口碑推荐通常发生在亲朋好友等关系较为密切的群体之间，所以相对于广告营销，口碑营销的可信度更高、成本更低。2017-2019 年公司销售费用率在 8%-13% 之间，明显低于达内教育的 40%-55%，也低于中公教育的 16%-18%。但口碑营销也存在一定劣势，即传播半径、传播速度有限，所以传智教育的收入增速相对比较稳定。为应对此问题，公司也有投入一定的费用进行广告营销推广，未来两种方式配合，有望进一步提升公司增长速度。

图 20: 传智教育的营销模式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 传智教育的销售费用率明显低于达内教育



资料来源: xxx, 国信证券经济研究所整理

产业资源: 高校+企业资源, 解决学生就业痛点

结合我们前述分析, 职教培训的痛点是解决学生就业问题, 特别是找到好工作(高工资、名企等)。因此良好的产学资源是培训机构业务开展的有效助力。传智教育在产业、高校等方面均有较好积淀, 也有助于提高学员的就业水平。

产业层面: 传智教育目前已成为工信部软促中心(CSIP)的战略合作伙伴和资源提供方, 成为国家信息技术紧缺人才培养工程(NITE)软件开发与应用方向的人才培养标准的制定者和资源提供方。目前传智教育出版的近 77 本书籍被列入 NITE 的指定教材。除此之外, 传智教育还与华为、百度、IBM、库柏特机器人、清华大学出版社、中国铁道出版社、中国邮电出版社、上海开放大学、中国软件、红象云腾、金山云等达成深度合作。

高校层面: 传智教育为高校提供 1) **课程置换服务**, 优化更新高校 IT 课程, 免费提供 IT 精品课程资源, 目前该服务已进驻 1068 所高校, 本科 460 所, 专科 527 所, 其他性质院校 81 所。其中 985、211 院校有 18 所, 国家示范性高等职业院校 65 所, 国家示范性(骨干)高等职业院校 3 所, 国家骨干高等职业院校 53 所。2) **就业实训服务**, 针对高校 IT 专业学生就业困境, 为希望加强校内“双师型”师资或实训课程的院校提供入校短训, 目前己为 394 所院校提供服务, 其中本科 217 所, 专科 175 所。3) **教师培训服务**, 公司每年假期承办由工业和信息化部计算机与微电子发展研究中心(中国软件评测中心)主办的“全国高校 IT 骨干教师研修班”, 目前共有 877 所院校的 5500 余名教师参加培训。

经过公司 10 多年的运营积累, 教研+校企资源支撑下, 传智教育毕业学员的就业率达 90%以上。且就业薪酬在培训行业内也处于较好水平。具体请见下表。

图 22: 传智教育有良好的产业合作基础



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 传智教育举办高校教师研修班培训



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表 9：黑马程序员课程毕业学员就业率及薪酬表现（随机节选）

班级	毕业时间	就业率	平均薪酬
北京顺义黑马前端学科 20201008 班	66 个工作日	90%	10205
北京顺义黑马 UI 学科 20201029 班	63 个工作日	92%	8458
上海黑马前端 20200910 班	76 个工作日	98%	11104
上海黑马 HTML&JS+ 前端 20210102 班	19 工作日	95%	12973
西安黑马 JavaEE 学科 20201025 班	63 个工作日	93%	8752
太原黑马前端 20201111 班	44 个工作日	97%	8797
广州黑马 JavaEE 学科 20201024 班	66 个工作日	94%	9485
广州黑马前端学科 20201125 班	34 个工作日	93%	9221

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

成长看点：短训为基，非学历及少儿后继

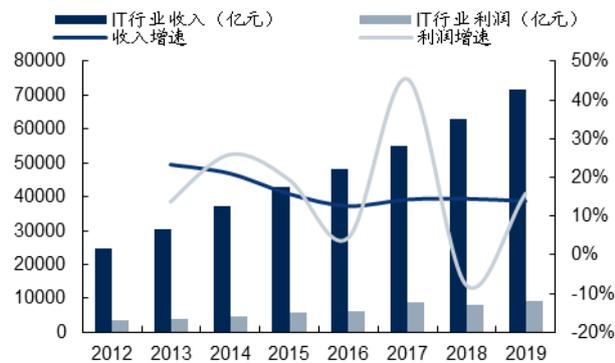
IT 短期培训：需求旺盛，模型良好，疫情后有望量价齐升

公司 IT 短期培训是公司收入利润的核心支撑，2019 年收入为 8.79 亿元，毛利率 49%。培训内容具体包括以“黑马程序员”为品牌的现场培训、以“博学谷”为品牌的线上培训。黑马程序员现场培训的培训周期为 4-6 个月，博学谷线上培训的培训周期通常根据产品类型不同设定不超过 1 年的学习服务周期，由学员在线上完成。公司开设培训课程包括：①IT 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+短视频直播运营、产品经理、UI/UE+全链路设计师。

IT 人才需求持续旺盛，带动 IT 培训行业规模提升

需求端，IT 行业持续快速增长，推动 IT 人才旺盛需求。根据工信部统计数据，2012-2019 年中国 IT 行业整体收入和利润高速增长，IT 行业整体收入由 2012 年的 2.48 万亿元增长至 2019 年 7.18 万亿元，整体利润由 2012 年 3366 亿元增长至 2019 年 9362 亿元，收入和利润的年均复合增长率分别为 16.40%和 15.74%。与此相对应，IT 行业从业人员数量也在不断提升，2012-2019 年我国 IT 行业从业人员数量由 418 万上涨到 673 万，年均复合增速为 7.04%（人员增速低于行业利润增速，主要因企业效率提升、单人产出提升），对 IT 人员的能力、素质等要求也在不断提高。中国信通院发布的《5G 社会影响》白皮书预测，到 2030 年，中国所缺 5G 相关人才 800 万、人工智能领域人才 500 万。

图 24：IT 行业整体收入、利润情况



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

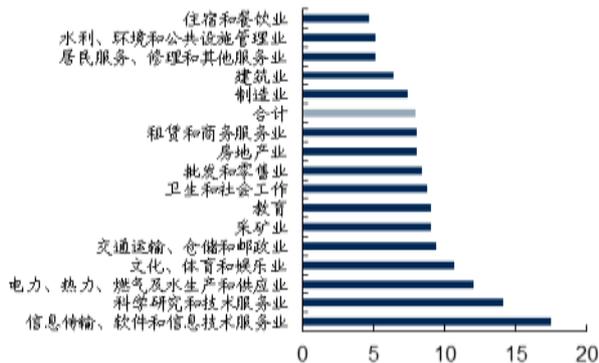
图 25：IT 行业从业人数变化情况



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

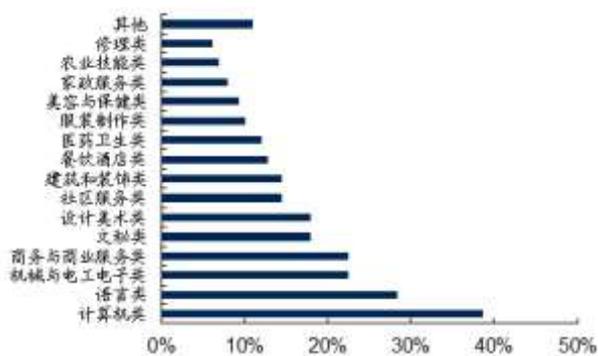
供给端，IT 行业薪酬领先，具备人才吸引力。根据国家统计局公布的数据，2020 年分行业岗位就业人员的年平均工资中，IT 行业以 17.53 万元位居榜首，明显高于其他行业的平均薪酬。此外，根据艾媒咨询数据，2021 年中国职业技能培训用户偏好培训项目调查中，受访对象最为偏好 IT 类的工作，约有 39% 的人愿意选择 IT 行业，也明显高于其他行业。较高的薪酬水平和工作前景使得 IT 行业工作颇具吸引力，也为 IT 培训提供了更大的空间。

图 26: 2020 年分行业岗位就业人员年平均工资 (万元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2021 年中国职业技能培训用户偏好培训项目调查



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理
注: 调研样本 N=2400, 调研时间 2021 年 6 月

客单价、学员数有望稳中有增, 推动公司市占率提升

在行业持续快速增长的大背景下, 公司通过学生数量和客单价的提升, 有望分享行业红利, 提升自身市占率。

客单价: 根据公司官网展示, 公司黑马程序员的课程先按学科分类, 然后再设置不同的班型, 班型主要有基础班、高手班和就业班三种班型, 一般相同科目价格上就业班>高手班>基础班, 一线城市价格高于其他城市。目前基础班价格为 598 元, 高手班价格在 20980-24980 元之间, 就业班价格在 13980-29980 元, 不同科目间有差异, IT 课程价格高于泛 IT 课程。

表 10: 2021 年黑马程序员各学科学费价格表

学科	班级类型	城市类型	学费 (元)	优惠活动
JavaEE	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	高手班	一线城市	22980	
		其他城市	20980	
HTML&JS+前端	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	高手班	一线城市	22980	
		其他城市	20980	
Python+ 大数据开发	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	高手班	一线城市	24980	响应国家数字战略
		其他城市	22980	补贴 2000 元
人工智能开发	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	22980	研究生学历学费补贴 1000 元 985 或 211 高校本科学历学费补贴 600 元
UI/UE 设计	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	17980	
		其他城市	15980	
软件测试	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	18980	
		其他城市	16980	
新媒体+短视频直播运营	就业班	一线城市	14980	
产品经理	就业班	一线城市	14980	
Linux 云计算+运维开发	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	17980	
智能机器人软件开发	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	29980	
电商视觉运营设计	基础班	所有城市	598	首次就读优惠价 28 元
	就业班	一线城市	13980	

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

从过往几年的课程价格来看，2015-2021 年间黑马程序员所有科目的基础班都维持着 598 元的价格，但会推出不同的优惠活动，实际价格很低，主要起到低价引流的作用；就业班的价格，以公司拳头产品 JavaEE 的面授班为例，从 2017 年的 19980 元提升至 2020 年的 32980 元，平均每年提升 18%，双元班价格则从 16980 提升至 22980，平均每年提升 11%；此外公司还会根据每年的报名、就业等情况调整班型，比如不定期推出的“在职加薪班”、“中级进修课”、“高手班”等。综合来看，估算客单价平均每年提升 5-15% 左右。

良好竞争力支撑下，未来客单价有望稳中有增。结合公司过往的提价规律，我们认为，随着公司教研、口碑、就业等竞争力的持续提升，黑马程序员客单价仍有持续提升空间。预计每年增幅平均可达 5%-15%。

表 11: 黑马程序员课程近几年课程价格变化

			2017	2018	2019	2020	2021
JavaEE	基础班	面授	598 元	598 元	598 元	598 元	598 元
		双元	598 元	598 元	598 元		
	就业班	面授	19980 元	19980 元	21980 元	32980 元	
		双元	16980 元	16980 元	18980 元		
	在职加薪/进修/高手班			6980 元	6980 元	11980 元	
人工智能+Python	基础班	面授	598 元	598 元	598 元	598 元	598 元
		双元	598 元	598 元	598 元		
	就业班	面授	18980 元	19980 元	21980 元	32980 元	
		双元	16980 元	16980 元	18980 元		
	在职加薪/进修			6980 元	6980 元		

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

学员人数有望继续增长，推动公司规模持续扩张。2016-2019 年，公司 IT 短训收入从 5.39 亿元增至 8.79 亿元，复合增速 18%。考虑到客单价复合增速大概 5%-15%，我们估算每年学员人数大概同增 5%-15% 左右。2020 年因为疫情影响，短期现场培训业务收入下滑 30% 以上；但 2020H2 公司线下培训业务便进入复苏阶段，只是目前尚未恢复至 2019 年同期水平。预计短期疫情对线下培训业务及学员报名就业班的意愿仍有拖累；但随着疫情的好转及宏观经济的复苏，我们预计后续公司招生有望恢复至正常节奏，依托口碑营销即可实现 5%-15% 左右的增长。

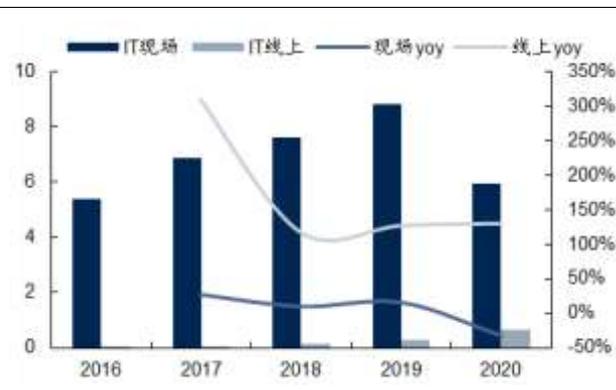
另一方面，公司上市融资后，资金实力及品牌力有望进一步提升。在市场回暖后，不排除公司通过灵活的营销手法加强推广，从而进一步提升招生速度，实现更快的增长。

图 28: IT 短期现场培训收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 29: IT 短期培训现场及线上培训表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

整体来看，在公司竞争力支持下，若后续疫情趋稳，宏观及就业环境改善，公

司客单价及学员数量仍有望维持稳中有增的态势，实现超出行业增速的发展，市场占有率有望进一步提升。

单校模型拆解：租赁模式降低风险，新校区拓展仍有较大空间

公司的短训业务目前共有 19 个教学中心，主要分布在一线城市及省会城市。其中北京教学中心开设最早，设于 2013 年；此后在 2014-2018 年间，公司以每年 3-5 个校区的速度快速扩张，2019 年新增一个天津校区，2020 年因疫情原因暂缓校区扩张。

图 30: 传智教育短训业务校区布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 31: 传智教育短训业务校区开设历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

租赁物业控制成本，多数校区首年微利或盈亏平衡。公司在开拓新教学中心时，并非先布局网点再招生，而是先根据全国统一的招生咨询中心的咨询量，来判断新地区的需求量，然后在需求量符合开新网点要求的地方开设，校区面积和教师数量等也根据需求量安排。具体来看，目前公司所有的经营场所均为租赁，而且为了降低学员的居住及其他生活成本，教学中心通常选择在郊区；公司选场地时通常只考虑满足 3 年内的使用，一般 1000-2000 平，租金为 2-3 元/平/天；如果第 3 年场地饱和了，就再租 1000-2000 平。人员配备上，按班级数量配老师，平均 70 人一个班，一个班配 1-2 个讲师，两个班配 1 个班主任；行政人事、出纳、咨询接待等人数相对固定；新校区管理者通常由总部下派，其他员工可以当地招聘培训。校区一年累计可融纳 700-1400 人（短期培训，学员滚动入学），大部分校区第一年可实现盈利或盈亏平衡，少数校区亏损，一般亏损 50-100 万/年，最大亏损额为 100 万+/年，少数亏损校区需要 2-3 年才盈利。整体来看，公司校区租金、教师成本相对灵活可控，单个校区盈利能力较好。

表 12: 部分校区租赁、装修成本示例

教学中心	扩建面积 (㎡)	租赁单价 (元/㎡/月)	年租赁费 (万元)	装修单价 (元/㎡)	装修投入 (万元)	费用合计 (万元)
上海	11,400	59	813	1,500	1,710	2,523
深圳	6,200	83	620	1,500	930	1,550
郑州	4,000	28	132	1,500	600	732
南昌	3,000	28	100	1,500	450	550
青岛	3,000	59	214	1,500	450	664
南宁	3,000	28	100	1,500	450	550
武汉	3,400	59	240	1,500	510	750
西安	1,800	54	118	1,500	270	388
昆明	3,000	28	100	1,500	450	550
贵阳	3,000	28	100	1,500	450	550
兰州	3,000	28	100	1,500	450	550

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

校区拓展仍有空间，疫情稳定后有望稳步推进。根据公司招股书披露的信息，

公司拟投入 2.83 亿元用于原有教学中心扩建及新教学中心建设。拟扩建校区为 2014 年建设的深圳、武汉、郑州教学中心和 2015 年建设的上海、西安教学中心，根据 2019 年的业务表现情况，这 5 个教学中心将出现不同程度的座位缺口，因此将进行扩建。此外，公司拟新建南昌、青岛、南宁、昆明、贵阳、兰州教学中心，一方面分流北京等热门城市的培训需求，另一方面将进一步扩大公司培训网络的覆盖范围，完善公司的营销、培训、服务体系。

表 13: 公司募投项目拟扩建及新建项目

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：公司公告，国信证券经济研究所

根据上表所示，公司拟扩建 or 新建的教学中心面积基本在 3000 m² 以上，项目建设完成后预计新增 IT 职业培训服务能力 **30,587 人次/年**（平均每 1 千平方米可累计容纳 700 人次/年）。项目建设周期原计划为两年，总额为 28,266 万元，其中租赁费用 7,248 万元，装修费用 9,355 万元，设备购置费 1,175 万元，教学投入 8,712 万元，基本预备费 1,778 万元。单个网点的建设进度一般为 3 个月，新建网点选址过程中所需时间可能会略长。**项目达产后预计实现年销售收入 67,084 万元，税后净利润 5,381 万元**（假设所得税率为 25%）（净利润为保守估算）；投资回收期 4.38 年；内部收益率 37.39%，净现值为 15,731 万元（折现率 10%），项目经济效益良好。

表 14: 扩建及新建教学中心的具体投资情况

序号	项目	总投资金额	占比	T1	T2	T3
1	租赁费用	7,248	26%	1,978	2,635	2,635
2	装修费用	9,355	33%	6,568	2,787	-
3	设备购置费	1,175	4%	243	461	471
4	教学投入	8,712	31%	4,356	4,356	-
5	基本预备费	1,778	6%	879	588	311
合计		28,267	100%	14,024	10,827	3,416

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

但因为疫情影响，目前公司的经营尚未恢复至 2019 年。因此公司的扩建及新建教学中心计划也相应推迟。公司计划当经营水平达到 2019 年时，再开展扩建及新建计划。整体来看，公司现有规划待建的新教学中心就有 6 个，原有教学中心也还有扩建空间。公司成长空间尚大，预计随着疫情及宏观经济的好转，公司 IT 短期培训业务有望更上一层楼。

IT 非学历高等教育：政策利好，平稳推进，静待花开

在 IT 高等教育培训领域，公司以“传智专修学院”为平台，传智专修学院前身为宿迁市传智专修学院，2018 年 12 月完成了营利性变更登记，并换发了办学许可证。目前业务主要面向具有普高、职高、中专等学历的年满 17 周岁学生，并与公办大学合作办学推出“技能+学历”的业务模式，培养应用型 IT 专业技术人才。该业务采用先付费和后付费两种收费模式，后付费模式“上学期间不收学费、毕业月薪不达 8,000 元不收学费（一线城市）”。

表 15: 传智专修学院发展历程

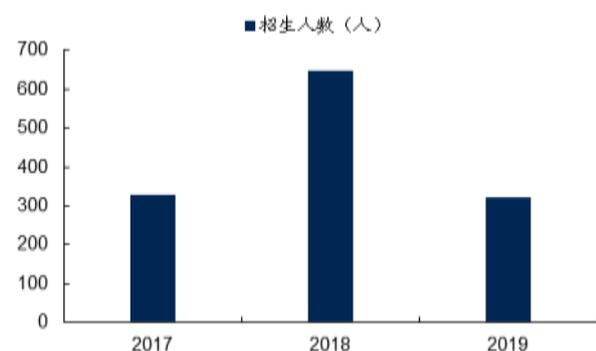
时间	事件
2017年1月	获得宿迁市教育局颁发的办学资质
2017年3月	传智专修学院正式挂牌成立
2017年9月	举办2017级新生开学暨沭阳县IT人才培养基地授牌仪式
2017年12月	与沭阳县人民政府合作建设新校区项目, 举行签约仪式
2018年8月	2018级学生正式入学, 报到学生600多名
2019年1月	传智与库柏特机器人达成战略合作, 携手推动人工智能领域开发人才的培养与发展
2019年3月	传智专修学院新校区开工典礼在沭阳南部新城隆重举行
2019年8月	2019级学生正式入学, 报到学生300余名(本科)
2019年10月	新校区部分工程建设完毕, 通过验收, 正式投入使用
2020年4月	传智专修学院与猎聘网、北京大数据研究院平台公司博雅智慧达成战略合作
2020年5月	首届毕业生毕业两个月, 已有28位同学月薪过万, 其中最高月薪为13000元
2020年8月	2020级新生正式报到入学
2020年12月	传智专修学院2021年本科招生工作正式启动

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

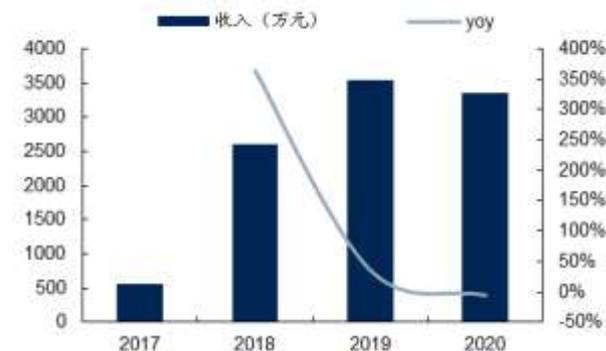
联合办学, 学位证书+技能认证, 保障就业吸引学生

与上海开放大学联合办学, 提供就业保障。2017年传智专修学院和公立的上海开放大学联合办学, 2019年成功申请到本科学历, 其中上海开放大学负责办学政策、公共课程设计、监督、考核、颁发毕业证书和学位证书等工作, 传智专修学院则负责招生、专业课程设计、教学培养等具体工作。二者合作期限为6年, 学生收费统一由上海开放大学负责收取, 然后上海开放大学每学期按照学生收费总额的65%向传智专修学院支付相应的费用。目前学制是4年(3年项目式驱动教学+1年“工作式学习”), 学费每学期2万多。学校为在校期间成绩优异的同学颁发传智专修学院技能证书。获得传智专修学院技能证书的学生, 在毕业两年内如果因未达到技能等级要求而在试用期被企业辞退, 学校将承担企业试用期50%的工资。

经营表现:传智专修学院2017级招收学员329名, 仅开设JAVA和全栈课程; 2018级招收学员648名, 开设了JAVA、Python、大数据、全栈课程; 2019级招收学员322名, 新开设数字媒体专业。2019年招生下滑主要是由于改为联合办学学历招生后, 提高了招生标准。2019年和2020年分别实现营业收入3,540万元和3,347万元, 占主营业务收入的比例分别为3.83%和5.23%。

图 32: 传智教育专修学院历年招生情况


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

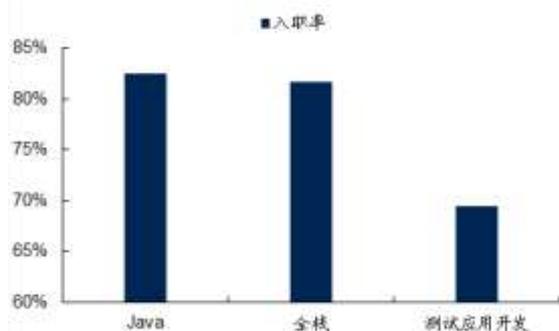
图 33: 传智教育非学历 IT 教育收入表现


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

学员就业表现:2017级学生于2020年毕业, 2020/5/1为其就业期开始时间, 就业期为6个月, 截至2020/7/31, 在三个月内313名毕业生的就业率已达到**80.83%**, 其中Java应用开发方向毕业生人数217人, Java入职率达82.49%, 全栈应用开发方向毕业生60人, 全栈入职率达81.67%, 测试应用开发方向毕

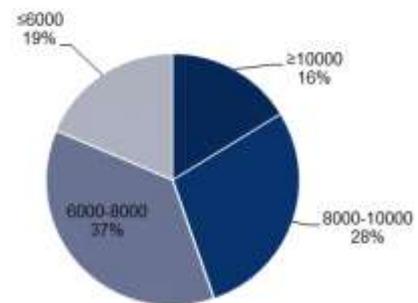
业生 36 人，测试入职率达 69.44%。薪酬方面，根据《2020 年大学生就业报告》数据显示，2019 届本科毕业生平均月收入为 5440 元，而传智专修学院的毕业生在毕业三个月内平均薪资就达到了 7368 元，远远高于 2019 届全国毕业生平均水平。其中 41 人月薪超过 10000 元，最高为 15000 元，占就业人数的 16.21%。

图 34: 传智专修学院 2017 级学生就业期 3 个月内入职率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 35: 传智专修学院 2017 级学生薪酬水平



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

政策支持，期待非学历高教持续成长

结合前文行业分析，政策引导下，未来职业教育需求有望提升。公司则可以通过以下努力把握机遇：1) 以传智专修学院为主体申请大专学历，若申请成功则公司除了与第三方合作，还可独立培训专科学历的学生，并收取 100% 的学费收入（合作办学是 65%）。但大专学历的申请尚需时间。2) 学员招生数量仍有提升空间。传智专修学院校区共占地 57 万平方米，可以满足 10000 名学生的学习需求以及大学的学术交流和科研发展需求，规划 2 期建设。目前在校生人数约 1000+ 人，远未达到饱和状态。若按 2 万/人/学期的学费、10000 名学生、1 年 2 学期、100% 学费计提，则目前的校区每年最多可创收 4 亿元，相比 2020 年 3347 万元的收入尚有不 10 倍的空间。3) 自建或收购新学校，收入、利润空间有望进一步打开。

少儿非学科素质教育：蓝海市场，低价切入，尚待挖掘

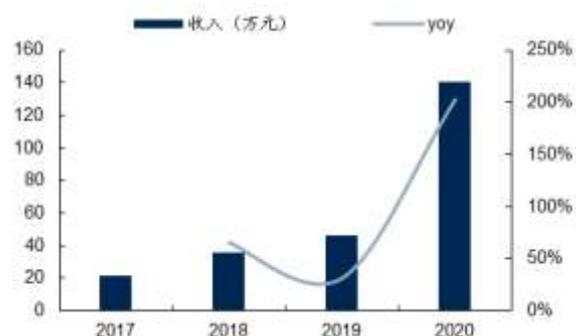
公司少儿非学科素质教育培训以“酷丁鱼”为品牌，于 2017 年开始试运营面向学龄前少儿的、以少儿美术为主要内容的非学科素质教育业务，于 2019 年开始试运营面向青少年的在线编程教育培训。目前主要从事在线编程教育培训，整体体量较小，2019、2020 年收入分别为 49 万、140 万元，低基数基础上高增长。

图 36: 酷丁鱼少儿编程课程研发标准



资料来源：酷丁鱼官网，国信证券经济研究所整理

图 37: 传智教育少儿非学科素质教育收入表现

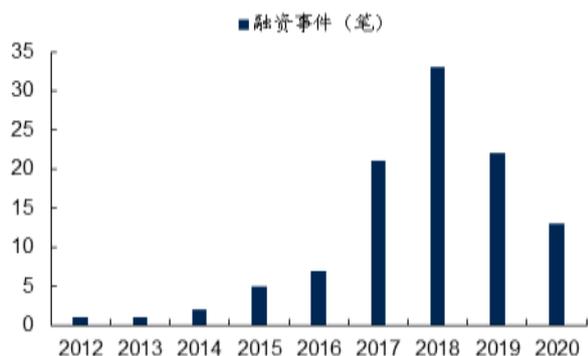


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

少儿编程方兴未艾，格局未定、尚待探索

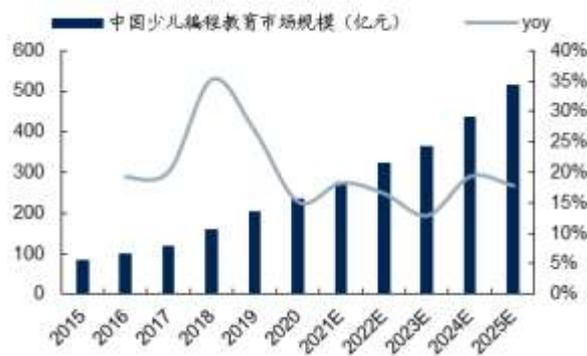
少儿编程于 2012 年进入国内市场，少数少儿编程教育公司成立；2015 年也仅少数机构参与；2016 年迎来爆发，大量少儿编程公司成立，投融资数量快速增加；2017-2018 年行业继续爆发，此后行业热度消退，投融资数量减少并区域稳定，资金向头部企业聚集；2020 年头部三家企业约吸收了 90%+ 的融资金额。参考多鲸资本数据，2021 年 K12 在校生人数约 2.4 亿，少儿编程渗透率约 2%，客单价 6000 元/年，估算 2021 年少儿编程市场规模约 278 亿元，预计到 2025 年可达到 500 亿元（假设渗透率 3%），复合增速 17%，政策驱动影响最大。

图 38: 中国少儿编程行业融资事件



资料来源：多鲸资本，国信证券经济研究所整理

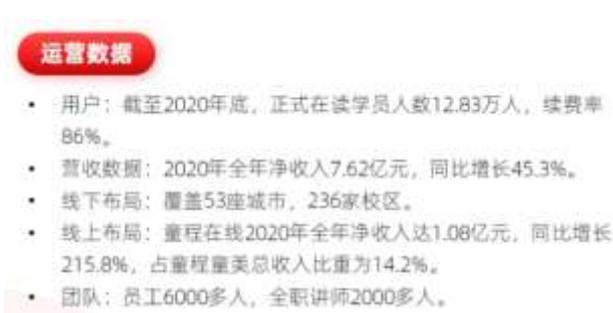
图 39: 中国少儿编程教育市场规模



资料来源：多鲸资本，国信证券经济研究所整理

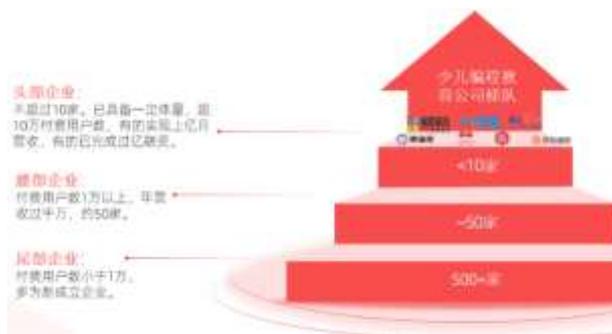
机遇与挑战并存。少儿编程行业空间可观，而且相比成人用户，青少年用户生命周期长、续费率高，可以降低企业寻找新客户的频率。但行业仍面临一些痛点，比如渗透率低、刚需性不强（不如学科培训需求旺盛）、区域差异大、缺乏统一的行业标准等；从企业层面来看，获客成本高和师资匮乏等制约发展。目前行业内也出现了一些头部企业，比如达内科技旗下的童程童美，2020 年实现收入 7.62 亿元，在读学员人数 12.83 万人。但整体来看，行业格局仍未定，抓住细分市场且具有特色的少儿编程公司仍有机会，行业仍待探索。

图 40: 童程童美经营表现



资料来源：多鲸资本，国信证券经济研究所整理

图 41: 少儿编程教育行业格局



资料来源：多鲸资本，国信证券经济研究所整理

酷丁鱼仍处于发展初期，定位线上，低价引流

公司从 2019 年切入少儿编程领域，目标客群为 7-12 岁少儿，定位在线低价课，普及少儿编程教育。目前少儿编程共有 2 个产品，一个是 Scratch 图形化编程，定价 9.9 元/15 节课；另一个产品是 Python 西游编程，定价 98 元/100 节课。公司所有课程均在线上进行，以便公司合理控制课程研发及运营成本。课程特

点主要有以下几点:

- 1) **编程教育与学校教育相融合**, 学科知识融入编程。
- 2) **在线双元课+精致动画+高频结构化实时互动融合模式**。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。
- 3) **搭建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。
- 4) **游戏化项目式教学**, 让少儿编程有趣, 更涨知识。

整体来看, 酷丁鱼主打**线上、低价的商业模式**, 以应对**获客成本高、优秀师资匮乏的难题**。但这种模式也有一定限制, 产品单一、客户粘性差、营利性一般。我们认为目前公司的少儿编程业务尚处于摸索、引流吸引学员的初期, 后续若想做大需丰富产品品类或把握某一细分市场, 做好教研积淀, 尝试线上+线下的授课模式, 提高客单价和盈利能力。而传智教育在业务上拥有一定的协同作用, 短训、非学历职教等方面的教研积淀、拓客方式、口碑积累等都对少儿编程业务有指导意义, 部分募投资金也计划用于少儿编程平台开发和少儿编程课程开发, 有助于公司在不断增长的少儿编程行业分一杯羹。

表 16: 少儿编程体验场场地面积及租赁、装修费用

场地用途	面积 (m ²)	租赁单价 (万元/年/m ²)	装修单价 (万元/年/m ²)	租赁费用 (万元)		装修费用 (万元)	
				T+1	T+2	T+1	T+2
少儿编程体验场	100	0.1	0.4	10	10	40	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 17: 少儿编程项目拟投入课程研发费

项目需求	新增人员 (人)		人员薪酬 (万元)		合计
	T+1	T+2	T+1	T+2	
少儿编程平台	5	5	400	840	1,240

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

财务分析：经营稳健，成本管控优良

后付费模式下关注应收账款，周转率有所改善

2017、2018、2019、2020 年末，公司应收账款账面价值分别为 835 万元、626 万元、418 万元和 391 万元，占流动资产的比例分别为 1.26%、0.80%、0.46% 和 0.45%。应收账款主要是公司后付费模式产生的。2017-2019 年，IT 短期现场培训业务应收账款持续下降，主要原因是：2016 年之前后付费学员人数较多、部分后付费学员陆续还款，而报告期内后付费学员人数较少所致。IT 短期现场培训业务 1 年以上的应收账款坏账准备计提比例逐渐增加，主要原因是：2016 年之前后付费学员产生的应收账款账龄逐渐增加所致。2017-2019 年其他业务收入应收账款主要为应收稿酬、应收管理费等，为信用期内的应收账款。

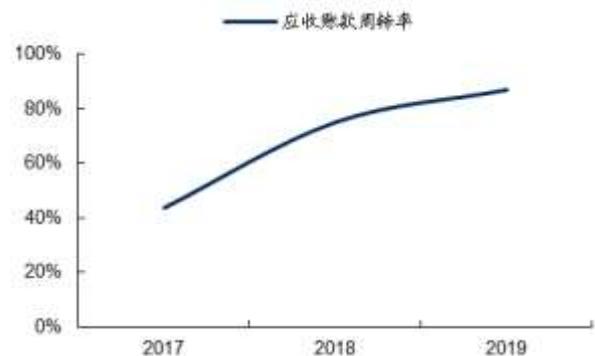
再看公司应收账款周转率，2017、2018、2019 年，公司应收账款周转率分别为 43.56、75.06、86.96，呈现明显上升的趋势，主要系公司报告期内营业收入快速增长，而采用“先学习、后付费”的培训比例降低。2017-2019 年，IT 短期现场培训的后付费人数分别为 39、15、1，逐步减少；IT 非学历高教业务的后付费人数分别为 323、942、1062，人数增加主要是因为招生总人数提升，后付费收入占比分别为 90%、90%、84%，2019 年有所下降。

图 42：传智教育期末应收账款



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 43：传智教育应收账款周转率

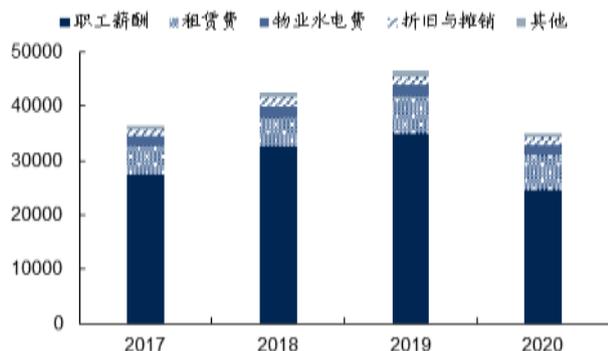


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本解析：职工薪酬占比 7-8 成，租金占比次之

公司的主营业务成本主要为职工薪酬、租赁费、折旧与摊销、物业水电费及其他费用，整体构成较为稳定。其中职工薪酬占比最高，主要包括讲师及其他教学相关人员的工资，2017-2019 年，职工薪酬占比基本维持在 75%-77% 之间，2020 年下降至 70%，主要是疫情期间公司进行了人员优化，同时公司适用社保优惠政策，社保费用有所降低，从而使得公司成本中职工薪酬占比有所下降。租赁费是公司成本的第二大支出，2017-2019 年占比为 13%-15%，2020 年提升至 18%，因为租金费用相对比较刚性。物业水电费占比约为 5%-6%，相对具有弹性，跟公司业务开展情况相关。折旧摊销占比为 4%-4%，主要为公司教学中心装修费用在租赁期内摊销形成，与公司新设教学中心和扩建教学中心的趋势相一致。

图 44: 传智教育主营业务成本构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 45: 传智教育主营业务成本构成

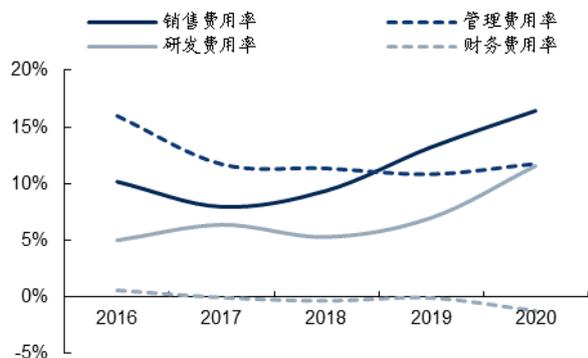


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

费用解析: 销售、研发费用率有所提升, 其他相对稳定

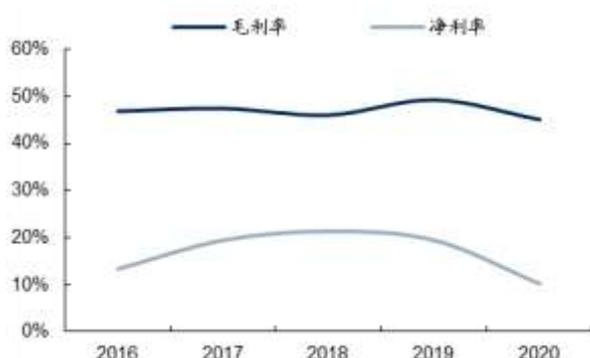
2017-2020 年, 公司费用率分别为 26%、26%、31%、39%。其中销售费用率和管理费用率相对较高。公司 2017-2019 年的销售费用率分别为 8%、9%、13%, 公司的销售费用主要由职工薪酬和宣传推广费构成, 2018 年和 2019 年随着公司教学中心及招生规模的不断扩张, 公司销售人员的数量有所上升, 职工薪酬相应增长, 同时公司提高了百度搜索等广告的投放频次, 并加大了线下活动推广的力度, 宣传推广费用有所增长; 2020 年销售费用率提升至 16%, 主要是受疫情影响。公司 2017-2020 年间的管理费用率维持在 11%-12%之间, 相对稳定, 主要是职工薪酬。2017-2019 年公司研发费用率大概在 5%-7%之间, 2020 年疫情背景下, 公司收入下降, 但投入的研发费用仍然增长了 15%, 为后续发展做储备。

图 46: 传智教育费用率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 47: 传智教育盈利能力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司业务主要为 IT 短期培训、IT 非学历高等教育培训、少儿非学科素质教育培训和其他。我们对公司的细分业务板块进行如下拆分和预测。

IT 短期培训：2020 年因疫情筑底；预计 2021 年逐步恢复，但从上半年表现来看，尚未恢复至 2019 年同期。因此预计 IT 短期培训业务 2021-2023 年收入增速分别为 32%/50%/20%。

IT 非学历高等教育培训：受疫情影响相对较小，未来随着招生工作的完善及学院品牌的打造，收入有望稳中有增。预计 IT 非学历高等教育培训 2021-2023 年收入增速分别为 15%/20%/20%。

少儿非学科素质教育培训：基数较小，尚处于发展初期，预计低基数基础上可实现较快增长。预计 2021-2023 年收入增速分别为 45%/40%/30%。

具体增速如下表所示。

表 18: 公司细分业务收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
IT 短训收入	68,741.29	75,770.48	87,911.03	59,391.28	78,240.82	117,361.23	140,833.47
yoy	28%	10%	16%	-32%	32%	50%	20%
IT 非学历高教收入	561.12	2,604.95	3,539.76	3,347.36	3,849.46	4,619.35	5,543.23
yoy		364%	36%	-5%	15%	20%	20%
少儿非学科培训收入	21.33	35.27	46.29	140.29	203.42	284.79	370.23
yoy		65%	31%	203%	45%	40%	30%
其他收入	573.32	733.90	869.66	1,083.06	1,299.67	1,520.61	1,748.71
收入合计	69,897.06	79,144.60	92,366.74	63,961.99	83,593.37	123,785.98	148,495.63
yoy	29%	13%	17%	-31%	31%	48%	20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司 2021-2023 年收入分别为 8.36/12.38/14.85 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 1.38/2.31/2.82 亿元，归母净利润年增速分别为 112%/68%/22%，每股收益分别为 0.34/0.58/0.70 元/股。

表 19: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	640	836	1238	1485
营业成本	352	434	631	750
销售费用	105	116	166	197
管理费用	75	169	219	262
财务费用	(8)	(10)	(14)	(18)
营业利润	43	133	245	302
利润总额	64	153	265	322
归属于母公司净利润	65	138	231	282
EPS	0.16	0.34	0.58	0.70
ROE	7.65%	13.96%	18.97%	18.79%

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

- 1、若后续疫情反复，则短期线下培训恢复可能低于预期，原有新校区的扩建和新校区建设计划也将后延。
- 2、IT 非学历高等教育招生不及预期。
- 3、IT 非学历高等教育申请专科学历不及预期。

政策风险

2021 年 5 月《民促法》正式发布，进一步明确了对职教的支持和规范态度。但是在部分方面仍尚未出台明确细则，因此公司的经营未来可能会面临以下政策风险：一是办学许可证，目前仅部分地区的主管部门出台了地方性的规范性文件对营利性民办培训机构予以监管和规范，其他地区的主管部门一直未将营利性民办培训机构纳入许可监管范围，在该等地区从事培训业务除需依法进行工商登记之外，不需要取得其他专项的审批与许可。若后续其他地区也要求办学许可证，则对校区的规范要求会提升，需要一定时间规范办理许可证。此外，参考目前政策对 K12 教培的要求，未来职教培训方面的资金监管、课程价格、营销手段等方面可能会更加规范。

人才流失风险

人才是公司在激烈的市场竞争中保持竞争优势、取得持续发展的关键因素。随着行业格局的不断变化，各 IT 教育培训企业对包括授课教师在内的各类人才的争夺日趋激烈，虽然公司已制定了多层次的人才激励政策，包括给员工提供具有竞争力的薪酬、全员福利、优秀员工奖励，并针对董事、监事、高级管理人员及骨干员工进行股权激励，但仍不能排除部分员工与管理层因自身发展规划等原因离职，骨干员工的流失可能对公司的教学质量、品牌造成不利影响，并在一定程度上影响公司的盈利能力。

市场风险

随着信息技术的快速发展和我国产业升级的加快，各行业呈现信息化、互联化趋势，IT 人才的市场需求不断上升，IT 教育培训产业的市场规模不断扩大。但由于进入该行业的企业越来越多，培训产品的同质化竞争日益严重，公司在未来也面临着较大的市场竞争加剧的风险。虽然公司在行业内具有较强知名度，并通过不断加大课程研发的力度、提高培训服务的质量持续提高行业竞争能力，但公司的市场份额仍有可能在未来日益激烈的市场竞争环境下受到冲击，进而影响到公司的经营业绩和盈利能力。

分支机构管控的风险

公司教学中心覆盖北京、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、天津等地，分支机构较多。分支机构管理涉及多方面的工作，需要依靠分支机构管理人员、行政人员及授课教师等的相互配合、协同操作以及完善的管理体系和严密的工作流程，才能够有效保证分支机构运营效率及控制可能面临的风险。如果分支机构员工对于公司服务标准或者管理措施执行不到位，可能出现服务投诉或违规等情形，导致公司声誉受损或受到监管部门处罚，可能对公司经营情况造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	837	1064	1411	1769	营业收入	640	836	1238	1485
应收款项	10	5	7	8	营业成本	352	434	631	750
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	3	4	5
其他流动资产	23	25	37	45	销售费用	105	116	166	197
流动资产合计	869	1093	1455	1821	管理费用	75	169	219	262
固定资产	3	7	18	28	财务费用	(8)	(10)	(14)	(18)
无形资产及其他	3	3	3	2	投资收益	9	10	12	13
投资性房地产	236	236	236	236	资产减值及公允价值变动	5	(1)	1	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(86)	0	0	0
资产总计	1111	1339	1711	2088	营业利润	43	133	245	302
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	21	20	20	20
应付款项	23	26	33	39	利润总额	64	153	265	322
其他流动负债	238	324	458	545	所得税费用	(1)	15	33	40
流动负债合计	261	351	491	584	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	65	138	231	282
其他长期负债	0	0	0	1					
长期负债合计	0	0	0	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	261	351	491	586	净利润	65	138	231	282
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	4	9	13
股东权益	850	988	1220	1502	折旧摊销	3	1	2	3
负债和股东权益总计	1111	1339	1711	2088	公允价值变动损失	(5)	1	(1)	(2)
					财务费用	(8)	(10)	(14)	(18)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(114)	96	135	99
每股收益	0.16	0.34	0.58	0.70	其它	(5)	(4)	(9)	(13)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(51)	237	368	382
每股净资产	2.11	2.46	3.03	3.73	资本开支	(11)	(10)	(20)	(25)
ROIC	13%	13%	27%	38%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	14%	19%	19%	投资活动现金流	(11)	(10)	(20)	(25)
毛利率	45%	48%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	18%	18%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-31%	31%	48%	20%	其它融资现金流	17	0	0	0
净利润增长率	-64%	112%	68%	22%	融资活动现金流	17	0	0	0
资产负债率	23%	26%	29%	28%	现金净变动	(45)	227	348	357
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	882	837	1064	1411
P/E	172.6	81.4	48.5	39.8	货币资金的期末余额	837	1064	1411	1769
P/B	13.2	11.4	9.2	7.5	企业自由现金流	(13)	190	308	313
EV/EBITDA	104.7	100.5	53.4	43.2	权益自由现金流	4	200	320	329

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032