

2021年08月18日

上半年收入和收款尚未恢复至疫情前

传智教育(003032)——2021年半年报点评

评级:	买入	股票代码:	003032
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	41.32/10.15
目标价格:	30.72	总市值(亿)	95.18
最新收盘价:	23.65	自由流通市值(亿)	9.52
		自由流通股数(百万)	40.24

事件概述

公司 2021 年半年度收入 3.04 亿元、同比增长 15.21%，归母净利/扣非净利 0.26/0.13 亿元、去年同期为亏损 0.31/0.46 亿元，业绩与预告相符；非经常性收益 1300 万元，其中以理财收益为主。21Q2 收入 1.65 亿元、同比增长 42.55%，归母净利/扣非净利 0.20/0.16 亿元、去年同期为亏损 0.02/0.13 亿元。

分析判断:

收入拆分来看，2021H1 线上+线下短训/非学历高教/其他收入 2.85/0.14/0.05 亿元、同比增长 18.58%/-23.62%/-4.00%，预计由于疫情防控以线上短训增长为主、线下短训及非学历高教业务等未完全恢复。分地区来看，华中收入增幅最高达 40%以上、主要系去年受疫情影响最严重存在低基数，此外华南收入增幅 30%以上、华西收入增幅接近 20%，而华北和华东增幅较小为 9.9%/0.2%。

净利拆分来看，2021H1 毛利率/归母净利率为 45.88%/8.60%、同比提升 17.13/20.28PCT，其中线上+下短训毛利率 46.41%、同比提升 21.20PCT；销售/管理/研发/财务费用率为 15.5%/12.2%/12.4%/2.2%、同比下降 7.2/3.2/1.9/2.3PCT，盈利能力恢复主要得益于疫情后需求恢复及开支管控。

预收与现金流来看，2021 年 6 月末合同负债 1.78 亿元、较去年末增长 1%，经营活动现金流净额 0.41 亿元、去年同期为 -0.94 亿元，当期盈利质量较好但学生预报名意愿有待进一步提升。

投资建议:

看好公司较强的 IT 培训业内竞争力、上市募投项目落地后的成长性，但考虑上半年未恢复至疫情前水平及下半年仍存在疫情防控等扰动，下调 21-23 年营收从 10.6/13.1/15.7 亿元至 6.5/12.4/14.9 亿元、归母净利从 2.1/2.7 亿元/3.5 亿元至 1.05/2.47/3.26 亿元，由此下调目标价从 34.09 元至 30.72 元（2022 年 50 倍 PE），维持“买入”评级。近期国家进一步强调职业教育的重要性，有望催化公司估值提振。

风险提示

市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	924	640	654	1,242	1,491
YoY (%)	16.7%	-30.8%	2.2%	90.1%	20.0%
归母净利润(百万元)	180	65	105	247	326
YoY (%)	6.2%	-63.9%	60.7%	136.2%	32.2%
毛利率 (%)	49.3%	45.0%	48.0%	52.0%	54.0%
每股收益 (元)	0.45	0.16	0.26	0.61	0.81
ROE	23.1%	7.7%	10.9%	20.3%	20.9%
市盈率	52.80	146.28	91.05	38.54	29.17

资料来源: Wind, 华西证券研究所

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: hef1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话:

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	640	654	1,242	1,491	净利润	65	105	247	326
YoY (%)	-30.8%	2.2%	90.1%	20.0%	折旧和摊销	22	10	10	10
营业成本	352	340	596	686	营运资金变动	-66	-9	170	59
营业税金及附加	0	2	4	5	经营活动现金流	16	70	382	347
销售费用	105	97	173	204	资本开支	-13	2	-1	-1
管理费用	75	66	124	147	投资	-50	-10	-10	-10
财务费用	-8	14	12	10	投资活动现金流	-51	-19	-11	-8
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	9	14	25	29	债务募资	0	0	0	0
营业利润	43	104	266	358	筹资活动现金流	-1	0	0	0
营业外收支	21	17	19	19	现金净流量	-37	50	371	339
利润总额	64	121	285	377	主要财务指标				
所得税	-1	16	38	51	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	65	105	247	326	成长能力				
归属于母公司净利润	65	105	247	326	营业收入增长率	-30.8%	2.2%	90.1%	20.0%
YoY (%)	-63.9%	60.7%	136.2%	32.2%	净利润增长率	-63.9%	60.7%	136.2%	32.2%
每股收益	0.16	0.26	0.61	0.81	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	45.0%	48.0%	52.0%	54.0%
2020A	2021E	2022E	2023E		净利率率	10.2%	16.0%	19.9%	21.9%
货币资金	837	887	1,259	1,598	总资产收益率 ROA	5.9%	8.6%	14.9%	15.8%
预付款项	9	9	16	18	净资产收益率 ROE	7.7%	10.9%	20.3%	20.9%
存货	0	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	23	23	37	43	流动比率	3.33	3.65	2.96	3.26
流动资产合计	869	919	1,312	1,659	速动比率	3.28	3.59	2.90	3.20
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	3.21	3.52	2.84	3.14
固定资产	3	9	19	35	资产负债率	23.5%	20.8%	26.7%	24.6%
无形资产	3	3	3	3	经营效率				
非流动资产合计	242	292	348	408	总资产周转率	0.58	0.54	0.75	0.72
资产合计	1,111	1,212	1,659	2,067	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.16	0.26	0.61	0.81
应付账款及票据	23	22	39	45	每股净资产	2.11	2.39	3.02	3.87
其他流动负债	238	230	404	465	每股经营现金流	0.04	0.17	0.95	0.86
流动负债合计	261	252	443	509	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	146.28	91.05	38.54	29.17
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	0.00	9.92	7.82	6.11
负债合计	261	252	443	509					
股本	362	362	362	362					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	850	960	1,217	1,558					
负债和股东权益合计	1,111	1,212	1,659	2,067					

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，11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，3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。