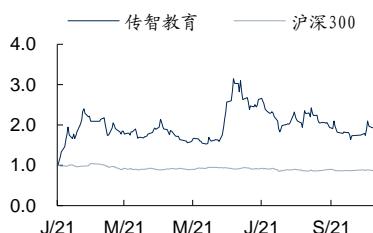


证券研究报告—动态报告

社会服务

教育

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)	9,168/917
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12 个月最高/最低(元)	41.32/10.15

相关研究报告：

《传智教育-003032-2021 年中报点评：中报符合预期，关注短训复苏及高教布局》——2021-08-18

《传智教育-003032-深度报告：IT 职教领军者，口碑和就业体验筑护城河》——2021-07-23

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码：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码：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码：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。

传智教育(003032)

增持

2021 年三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 25 日

财报点评

暑期疫情影响短训业务，政策东风助力业务转型

● 第三季度收入增 5%，业绩降 16%，租赁准则调整影响

2021 前三季度，公司营收 4.90 亿元/+11%，业绩 6357 万元/+361%，扣非后业绩 4452 万元/+508%；EPS0.16 元/股，位于业绩预告区间的中值，符合预期。其中三季度公司收入+5%，疫情及暴雨拖累；业绩 3744 万，同比下滑 16%，主要受租赁准则调整影响。

● 疫情及暴雨影响短训业务，租赁准则调整影响财务费用

2021 年第三季度，受国内疫情与极端天气影响，公司旗下多个校区先后阶段性停课，拖累短训业务恢复；但结合我们的持续跟踪，预计第三季度短训业务相对于 19 年同期恢复程度略优于上半年；预计非学历高教业务延续上半年的趋势，招生受 2019 年后大专扩招竞争影响。少儿素质培训经营预计与上半年趋势一致，未来或将维持存量经营，与公司战略重心优化有关。2021 年前三季度，公司毛利率同增 9.9pct，期间费用率同减 3.4 pct，其中财务/管理/销售/研发费用率分别+3.8pct（会计准则调整）/-0.4pct/-1.2pct/-1.5pct。

● 短期短训业务仍有扰动，政策东风助力业务转型

10 月以来全国疫情持续反复，预计部分线下校区可能阶段性停课，预计四季度短训业务复苏仍有一定压力，建议关注疫情走势。中线来看，IT 行业政策利好、需求旺盛、高薪具备人才吸引力，公司战略重心将集中在短训及高教赛道。短训方面，疫情平稳后公司校区将有序拓展，有望扩建 5 个老校区、新建 6 个校区，计划新增服务能力 3 万人次/年（目前估算约 4-5 万人次/年）；高等教育方面，职教意见出台明确鼓励利好，目前公司通过联合办学提供学位证书（本科），短期招生虽有波动，但政策持续利好下，公司未来有望申请专科学历，从而增加招生（现有校区可容纳 1w 人），也不排除收购新校区的可能。

● 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。

● 短期关注疫情走势，中线期待校区拓展及高教业务，维持“增持”

考虑疫情及租赁准则调整，下调公司 21-23 年 EPS 至 0.26/0.41/0.54 元/股（原为 0.32/0.50/0.62），对应 PE87/55/42x。短期关注疫情及业务复苏节奏，政策利好下公司未来积极转型升级，暂维持“增持”。

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	690.08	927.79	1112.59
(+/-%)	16.71%	-30.75%	7.89%	34.45%	19.92%
净利润(百万元)	180.27	65.07	104.82	167.02	216.94
(+/-%)	6.16%	-63.91%	61.09%	59.33%	29.89%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.16	0.26	0.42	0.54
EBIT Margin	24.90%	16.70%	11.24%	15.67%	17.82%
净资产收益率(ROE)	23.14%	7.65%	10.97%	14.88%	16.20%
市盈率(PE)	45.77	140.90	87.46	54.89	42.26
EV/EBITDA	36.89	85.94	120.11	64.72	47.66
市净率(PB)	10.59	10.78	9.60	8.17	6.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

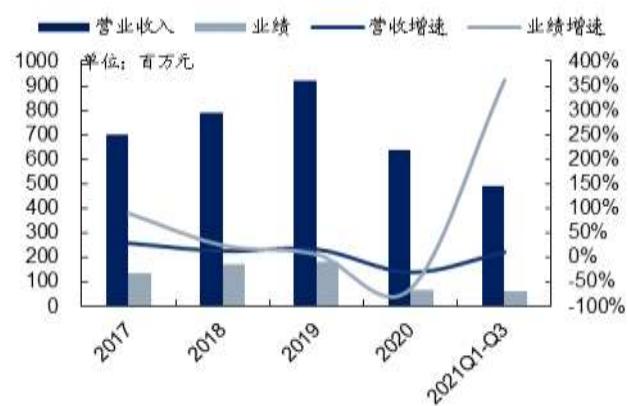
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

第三季度收入增 5%，业绩降 16%，租赁准则调整影响

2021 前三季度，公司实现营业收入 4.90 亿元，同比增加 11%；归属于上市公司股东的净利润 6357 万元，低基数基础上同比增加 361%；扣非归母净利润为 4452 万元，同比增长 508%；EPS 0.16 元/股，位于业绩预告区间的中值，符合预期。

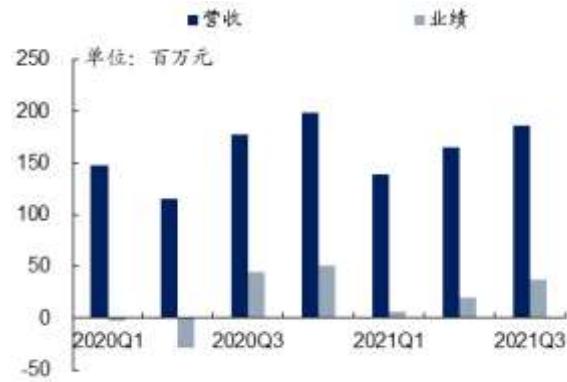
第三季度，公司实现营业收入 1.86 亿元，同比增长 5%，疫情反复及暴雨拖累复苏进度；实现归母净利润 3744 万元，同比下滑 16%；剔除非经损益后的业绩为 3140 万元，同比下滑 42%，主要系租赁准则调整导致财务费用明显提升。

图 1：公司 2021 前三季度收入、业绩及增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司季度收入、业绩表现



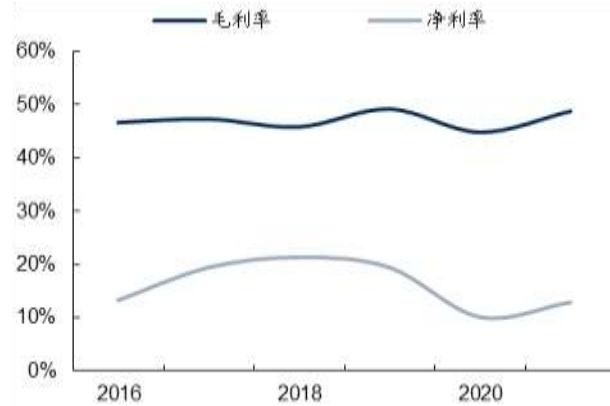
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

暑期疫情及暴雨拖累短训业务，租赁准则调整影响财务费用

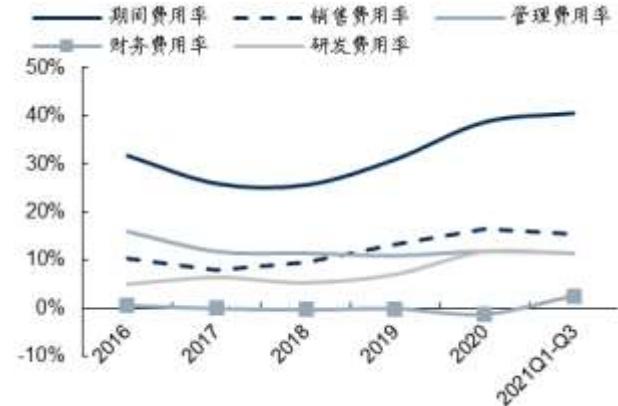
2021 三季度，受国内疫情与极端天气影响，公司旗下多个校区先后阶段性停课，拖累短训业务恢复；但结合我们的持续跟踪，预计第三季度短训业务相对于 19 年同期恢复程度略优于上半年（上半年估算恢复至 2019H1 的 7-8 成）。预计非学历高教业务延续上半年的趋势，招生受 2019 年后大专扩招影响。少儿素质培训经营预计与上半年趋势一致，未来或将维持存量经营，与公司战略重心优化有关，未来战略重心更多放在短训及高教培训业务方面。

前三季度公司毛利率提升 10pct，期间费用率减 3pct

综合来看，公司毛利率同比提升 9.9pct，净利率同比提升 9.9pct，改善明显。前三季度期间费用率同比减少 3.4pct，其中财务费用率增加 3.8pct（执行新租赁准则），管理费用率减少 0.4pct，销售费用率减少 1.2pct，研发费用减少 1.5pct；三季度单季财务费用率变化较大，同比增加 4.3pct，主要系执行新租赁准则与利息支出增加所致。公司前三季度经营活动净现金流为 13673 万元，较去年前三季度的-2232 万元改善明显。

图 3：公司毛利率和净利率变化


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司期间费用率变化趋势


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

短期短训业务仍有扰动，政策东风助力业务转型

10月后全国疫情扩散，预计公司部分线下校区可能阶段性停课，公司虽有积极转线上教学，但预计四季度短训业务复苏仍有一定压力，短期关注疫情走势。中线来看，IT 行业政策利好、需求旺盛、高薪具备人才吸引力，公司战略重心将集中在短训及高教。短训方面，疫情平稳后公司校区将有序拓展，有望扩建 5 个老校区、新建 6 个校区，计划新增服务能力 3 万人次/年（目前估算约 4-5 万人次/年）；高等教育方面，职教意见出台明确鼓励利好，目前公司通过联合办学提供学位证书（本科），短期招生虽有波动，但政策利好下，公司未来有望申请专科学历，从而增加招生（现有校区可容纳 1w 人），也不排除收购新校区的可能。

图 5：传智教育校区分布


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

短期关注疫情走势，中线期待校区拓展及高教业务，维持“增持”

考虑疫情及租赁准则调整，下调公司 21-23 年 EPS 至 0.26/0.41/0.54 元/股（原为 0.32/0.50/0.62），对应 PE87/55/42x。短期关注疫情及业务复苏，政策利好下公司未来积极转型升级，暂维持“增持”评级。

风险提示：

宏观、疫情等系统性风险；政策风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	837	982	1210	1474	营业收入	640	690	928	1113
应收款项	10	4	5	6	营业成本	352	368	480	560
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	2	3	4
其他流动资产	23	21	28	33	销售费用	105	104	125	148
流动资产合计	869	1007	1243	1513	管理费用	75	139	174	203
固定资产	3	7	18	28	财务费用	(8)	(10)	(12)	(15)
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	1252	1498	1780	营业利润	43	96	171	228
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	22	25	29	利润总额	64	116	191	248
其他流动负债	238	275	351	410	所得税费用	(1)	12	24	31
流动负债合计	261	297	376	439	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	105	167	217
其他长期负债	0	0	0	1					
长期负债合计	0	0	0	1					
负债合计	261	297	376	441					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	850	955	1122	1339					
负债和股东权益总计	1111	1252	1498	1780					
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.16	0.26	0.42	0.54	净利润	65	105	167	217
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	5	4	9	13
每股净资产	2.11	2.37	2.79	3.33	折旧摊销	3	1	2	3
ROIC	13%	8%	16%	24%	公允价值变动损失	(5)	1	(1)	(2)
ROE	8%	11%	15%	16%	财务费用	(8)	(10)	(12)	(15)
毛利率	45%	47%	48%	50%	营运资本变动	(114)	48	80	71
EBIT Margin	17%	11%	16%	18%	其它	(5)	(4)	(9)	(13)
EBITDA Margin	17%	11%	16%	18%	经营活动现金流	(51)	156	247	289
收入增长	-31%	8%	34%	20%	资本开支	(11)	(10)	(20)	(25)
净利润增长率	-64%	61%	59%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	23%	24%	25%	25%	投资活动现金流	(11)	(10)	(20)	(25)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	140.9	87.5	54.9	42.3	负债净变化	0	0	0	0
P/B	10.8	9.6	8.2	6.8	支付股利、利息	0	0	0	0
EV/EBITDA	85.9	120.1	64.7	47.7	其它融资现金流	17	0	0	0
					融资活动现金流	17	0	0	0
					现金净变动	(45)	146	227	264
					货币资金的期初余额	882	837	982	1210
					货币资金的期末余额	837	982	1210	1474
					企业自由现金流	(13)	109	189	223
					权益自由现金流	4	118	199	235

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 ±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 ±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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，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