

传智教育（003032.SZ）-2021 年报点评

经营节奏符合预期，静待疫情企稳后的业务复苏

增持

核心观点

2021 年扣非业绩同增 25.48%，与业绩快报一致。2021 年，公司全年实现营业收入 6.64 亿元，同比增长 3.8%，归母净利润 7684.46 万元，同比增长 18.1%，扣非归母净利润 4903.75 万元，同比+25.5%，与公司业绩快报一致符合预期，其中产生非经常性损益 2781 万元，理财投资收益（2062 万）、资产处置收益（720 万）与政府补贴（682 万）为主要构成。**若以 2019 年为参考基准，公司收入、归母业绩、扣非业绩分别同比 2019 年-28.1%、-57.4%、-66.9%，系 IT 短训业务疫情反复下扰动学生参培热情所致。2021Q4，公司实现营收 1.74 亿元，同比-12.5%，归母净利润 1327.81 万元，同比-74.1%，扣非归母净利润 451.81 万元，同比-91.0%。**

IT 短训业务稳复苏，毛利率有所回暖。2021 年，公司线上/线下短训实现收入 6.22 亿元，同比增长 4.73%，占营业收入总额的 93.7%，同比+0.8pct，但收入同比 2019 年-29.3%，整体而言参培人数有所回暖但仍未恢复至 2019 年水平；**非学历高等教育实现收入 2942 万元/-12.11%，占营业收入总额的 4.4%/-0.8pct，传智专修学院大专牌照申请仍在推进，招生数相对平稳。**2021 年底投资宿迁传智互联网中等职业技术学校，预计 22 年 9 月份正式招生；其他业务实现收入 1245.65 万元，同比+1.77%，占营业收入总额的 1.9%，与去年同期基本持平。2021 年，公司期间费用率 41.0%，同比+2.4pct，其中销售费用率 15.7%，同比-0.8pct；管理费用率 11.8%，同比+0.06pct，系管理人员薪酬增加所致；财务费用率 2.2%，同增 3.39pct，系执行新租赁准则所致；研发费用率 11.3%，同比-0.3pct。**2021 年公司整体毛利率为 48.8%，同比+2.9pct，主要系员工薪酬优化贡献，净利率为 11.6%，同比+1.4pct。**

政策明确鼓励赛道，关注疫情企稳后培训需求的复苏。与 K12 教培/K9 学校不同，2021 年 10 月，国务院办公厅印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出构建政府统筹管理、行业企业积极举办、社会力量深度参与的多元办学格局。疫情反复扰动下公司线下课程开展受阻，叠加就业形势不明确参培意愿也有所下滑，但 2 年以来公司应对疫情方式也更为灵活，疫情企稳后有望率先复苏，此外可关注职教学历业务的推进布局。

风险提示：疫情反复，网点扩张不及预期，招生不及预期等。

投资建议：职业培训赛道明确受政策支持，且公司就业口碑带动下品牌力持续提升，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.34/0.43/0.52 元（22-23 年 EPS 原为 0.41/0.54 元，疫情影响恢复节奏有所下调），对应 2022-2024 年 PE 分别为 49/39/32 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	640	664	757	877	1,026
(+/-%)	-30.8%	3.8%	14.0%	16.0%	17.0%
净利润(百万元)	65	77	136	174	207
(+/-%)	-63.9%	18.1%	77.1%	27.9%	19.1%
每股收益(元)	0.18	0.19	0.34	0.43	0.52
EBIT Margin	5.1%	9.7%	16.7%	19.5%	20.1%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	6.3%	10.2%	11.7%	12.4%
市盈率 (PE)	93.1	87.6	49.4	38.7	32.4
EV/EBITDA	177.8	108.5	56.8	42.1	35.1
市净率 (PB)	7.12	5.55	5.04	4.52	4.02

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

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

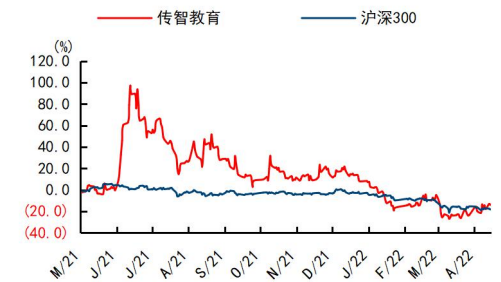
zhongxiaojiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	16.72 元
总市值/流通市值	6721/2759 百万元
52 周最高价/最低价	41.32/13.65 元
近 3 个月日均成交额	92.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

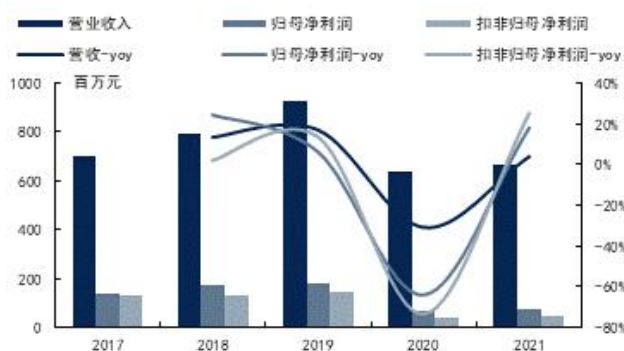
相关研究报告

- 《传智教育-003032-2021 年三季报点评：暑期疫情影响短训业务，政策东风助力业务转型》——2021-10-25
- 《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

2021 年扣非业绩同增 25.48%，与业绩快报一致。2021 年，公司全年实现营收 6.64 亿元，同比增长 3.8%，归母净利润 7684.46 万元，同比增长 18.1%，扣非归母净利润 4903.75 万元，同比+25.5%，与公司业绩快报一致符合预期，其中产生非经常性损益 2781 万元，理财投资收益（2062 万）、资产处置收益（720 万）与政府补贴（682 万）为主要构成。**若以 2019 年为参考基准**，公司收入、归母业绩、扣非业绩分别同比 2019 年-28.1%、-57.4%、-66.9%，**主要系 IT 短训业务疫情反复下扰动学生参培热情所致。**

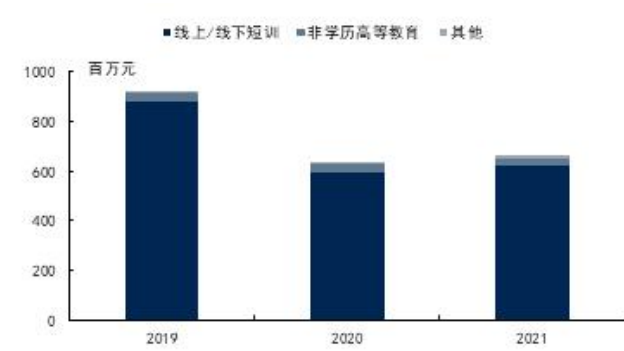
2021Q4，公司实现营收 1.74 亿元，同比-12.5%，归母净利润 1327.81 万元，同比-74.1%，扣非归母净利润 451.81 万元，同比-91.0%。

图1：传智教育营收、归母净利润、扣非归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司收入按产品划分

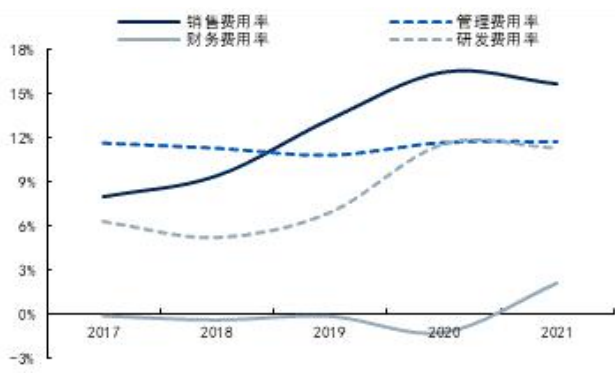


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品板块看，2021 年，公司线上/线下短训实现收入 6.22 亿元，同比增长 4.73%，占营业收入总额的 93.7%，同比+0.8pct，是公司主要收入来源，但收入同比 2019 年仍-29.3%，整体而言业务参培人数有所回暖但仍未恢复至 2019 年水平；非学历高等教育实现收入 2941.90 万元，同比-12.11%，占营业收入总额的 4.4%，同比-0.8pct，其中公司 2021 年底投资举办一所营利性全日制统招民办中等职业学校：宿迁传智互联网中等职业技术学校，2022 年 9 月份正式开启招生，有望贡献增量；其他业务实现收入 1245.65 万元，同比+1.77%，占营业收入总额的 1.9%，与去年同期基本持平。

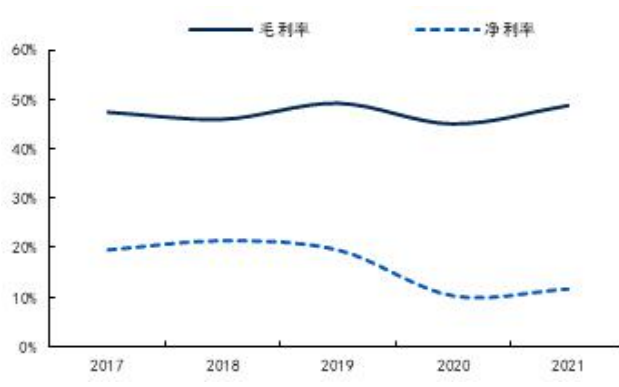
毛利率同比回升，费用率小幅上升。2021 年，公司期间费用率 41.0%，同比+2.4pct，其中**销售费用率** 15.7%，同比-0.8pct，系宣传推广费较上年同期略降；**管理费用率** 11.8%，同比+0.06pct，系管理人员薪酬增加所致；**财务费用率** 2.2%，同增 3.39pct，系执行新租赁准则所致；**研发费用率** 11.3%，同比-0.3pct。2021 年公司整体毛利率为 48.8%，同比+2.9pct，主要来自员工薪酬的优化，净利率为 11.6%，同比+1.4pct。

图3: 传智教育期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 传智教育毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

政策明确鼓励赛道, 关注疫情企稳后培训需求的复苏。与 K12 教培、K9 学校不同, 2021 年 10 月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》, 再次强调了职业教育的重要性, 提出构建政府统筹管理、行业企业积极举办、社会力量深度参与的多元办学格局。短期来看, 由于疫情反复扰动, 公司部分城市线下课程开展受阻, 叠加就业形势不明确, 参培意愿也有所下滑, 但 2 年以来公司应对疫情方式也更为灵活, 未来随着疫情企稳, 公司作为行业内龙头地位, 有望引领培训需求的复苏。

短期受疫情反复扰动, 公司经营处于稳步复苏过程中, 中线来看公司是国内 IT 培训龙头, 且所处职业培训赛道明确受政策支持, 受益于行业人才需求拉动与公司品牌力持续提升, 我们预计公司未来仍能保持稳定的收入利润增长, 预计 2022-2024 年归母净利润为 1.36 亿/1.74 亿元/2.07 亿元 (22-23 年原为 1.67 亿、2.17 亿元, 考虑疫情恢复节奏有所下调), EPS 为 0.34/0.43/0.52 元 (22-23 年 EPS 原为 0.41/0.54 元), 最新收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 49/39/32 倍, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
003032.SZ	传智教育	16.72	67.29	0.18	0.19	0.34	0.43	0.52	141	110	49	39	32	6.34
605098.SH	行动教育	45.40	38.29	1.69	2.03	2.11	2.17	2.24	30	25	24	23	23	15.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	837	833	1360	1539	1763	营业收入	640	664	757	877	1026
应收款项	10	8	10	12	14	营业成本	352	340	366	403	466
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	2	2	2	3
其他流动资产	23	19	23	26	31	销售费用	105	104	107	123	144
流动资产合计	869	1313	1393	1577	1808	管理费用	75	78	80	91	104
固定资产	3	2	4	6	7	研发费用	74	75	76	87	102
无形资产及其他	3	4	3	3	3	财务费用	(8)	14	(26)	(36)	(41)
投资性房地产	236	430	430	430	430	投资收益	9	21	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	(2)	0	0	0
资产总计	1111	1749	1831	2017	2249	其他收入	(86)	(68)	(76)	(87)	(102)
短期借款及交易性金融负债	0	59	0	0	0	营业利润	43	76	157	212	253
应付款项	23	3	20	22	26	营业外净收支	21	4	0	0	0
其他流动负债	238	247	249	278	322	利润总额	64	80	157	212	253
流动负债合计	261	309	269	300	348	所得税费用	(1)	3	21	38	46
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	227	227	227	227	归属于母公司净利润	65	77	136	174	207
长期负债合计	0	227	227	227	227	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	261	536	497	528	575	净利润	65	77	136	174	207
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(0)	2	2	2
股东权益	850	1213	1334	1489	1674	折旧摊销	3	2	1	1	2
负债和股东权益总计	1111	1749	1831	2017	2249	公允价值变动损失	(5)	2	0	0	0
						财务费用	(8)	14	(26)	(36)	(41)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(114)	28	15	28	43
每股收益	0.18	0.19	0.34	0.43	0.52	其它	(5)	0	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.00	0.02	0.04	0.05	0.06	经营活动现金流	(51)	109	152	203	252
每股净资产	2.35	3.01	3.32	3.70	4.16	资本开支	0	1	(5)	(5)	(5)
ROIC	5.12%	5.84%	16%	21%	27%	其它投资现金流	0	(453)	453	0	0
ROE	7.65%	6.34%	10%	12%	12%	投资活动现金流	0	(452)	448	(5)	(5)
毛利率	45%	49%	52%	54%	55%	权益性融资	0	311	0	0	0
EBIT Margin	5%	10%	17%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	10%	17%	20%	20%	支付股利、利息	0	(7)	(15)	(19)	(23)
收入增长	-31%	4%	14%	16%	17%	其它融资现金流	6	42	(59)	0	0
净利润增长率	-64%	18%	77%	28%	19%	融资活动现金流	6	339	(74)	(19)	(23)
资产负债率	23%	31%	27%	26%	26%	现金净变动	(45)	(4)	527	179	225
股息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	货币资金的期初余额	882	837	833	1360	1539
P/E	93.1	87.6	49.4	38.7	32.4	货币资金的期末余额	837	833	1360	1539	1763
P/B	7.1	5.5	5.0	4.5	4.0	企业自由现金流	0	93	120	164	209
EV/EBITDA	177.8	108.5	56.8	42.1	35.1	权益自由现金流	0	135	84	194	243

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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