

传智教育 (003032.SZ)

逆风环境经营韧性凸显，静待后续培训需求回暖

增持

核心观点

预计 2022H1 归母业绩 7000-9000 万，同增 168%-244%。公司发布 2022 年中报业绩预告，2022H1 预计实现归母净利润 7000-9000 万，同比增 168%-244%；扣非归母业绩 5000-7000 万，同比增 281%-434%。分季度来看，2022Q2 归母业绩 5091-7091 万，同比 159%-261%；扣非归母业绩 3696-5696 万，同比 126%-248%，在宏观环境仍有压力背景下，业绩端环比 22Q1（归母业绩 1909 万/扣非业绩 1304 万）持续改善，此外 2000 万非经预计系理财收益贡献。

线上交付能力提升叠加经营效率优化，经营数据显韧性。公司线上/线下短训仍系公司收入业绩最主要贡献来源，公司旗下 14 个校区线下授课均受不同程度的停课影响，但公司线上交付能力日渐成熟，课程升级率（引流课转化正价课比例）数据表现强韧，助力合同负债顺利确认。此外，公司尝试缩短课时，提升教师与场地的利用效率。非学历高等教育预计增势平稳，传智专修学院大专牌照申请仍在推进。招生端，Q2 新增报名阶段同样受到影响，但 6 月以来报名需求逐渐回暖，后续仍需关注培训需求回暖进程。整体而言，公司停课应对能力越发成熟，进而助力经营数据展现较强韧性。

政策担忧无虞，核心关注培训需求的回暖节奏。与 K12 教培/K9 学校不同，2021 年 5 月民促法实施条例落地后，政策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，非义务教育阶段培训业务并无过度政策限制。当下核心矛盾在于公司线下课程开展受阻，叠加就业形势略有压力参培意愿也有所下滑，但 2 年以来公司应对方式也更为灵活，公司通过线上转化交付课程平滑停课影响，待宏观局势企稳后业务有望率先复苏，此外可关注公司职教学历业务的推进布局。

风险提示：疫情形势反复，网点扩张不及预期，招生不及预期等。

投资建议：逆风环境下经营韧性凸显，期待培训需求回暖

短期经营扰动下预计拉新相对受阻，但依托线上交付存量课程相对有支撑，后续跟踪需求复苏进展，长期看职业培训赛道政策端并无明显限制，且公司就业口碑带动下品牌力持续提升，有望持续巩固自身优势。考虑 Q2 经营数据韧性较强，暂维持公司 2022-2024 年 EPS 为 0.34/0.43 /0.52 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 43/34/28 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)	81.4	76.6	43.3	33.8	28.4
EV/EBITDA	156.5	95.9	50.2	37.2	31.0
市净率 (PB)	6.23	4.85	4.41	3.95	3.52

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

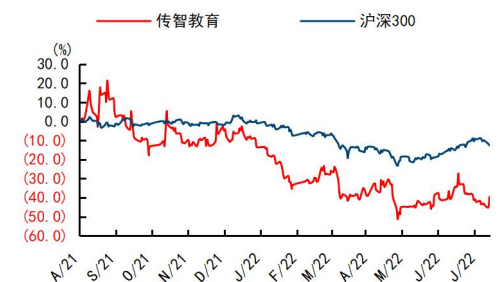
证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoyao@guosen.com.cn S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 14.63 元
 总市值/流通市值 5881/2414 百万元
 52 周最高价/最低价 33.68/11.27 元
 近 3 个月日均成交额 124.30 百万元

市场走势

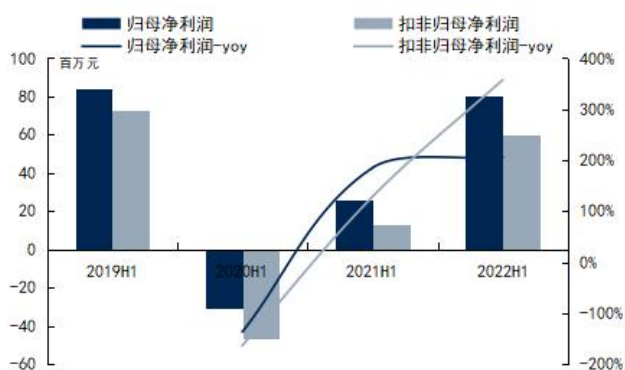


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

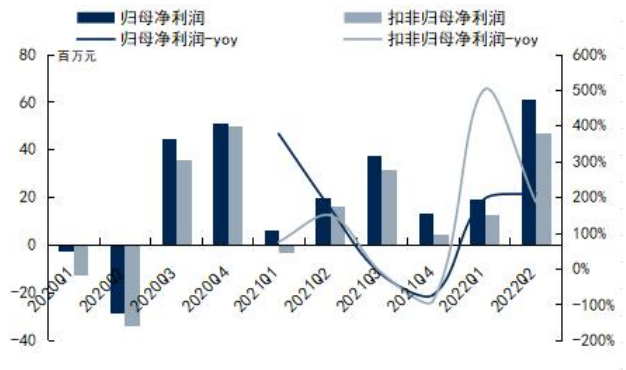
- 《传智教育 (003032.SZ) -2022 年一季报点评-经营强势复苏，跟踪学历职教布局进展》——2022-04-29
- 《传智教育 (003032.SZ) -2021 年年报点评-经营节奏符合预期，静待疫情企稳后的业务复苏》——2022-04-20
- 《传智教育-003032-2021 年三季报点评：暑期疫情影响短训业务，政策东风助力业务转型》——2021-10-25
- 《传智教育-003032-2021 年中报点评：中报符合预期，关注短训复苏及高教布局》——2021-08-18
- 《传智教育-003032-深度报告：IT 职教领军者，口碑和就业体验筑护城河》——2021-07-23

图1：2019-2022H1 传智教育归母业绩/扣非业绩规模及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：传智教育归母业绩/扣非业绩规模，分季度数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值		EPS (元)				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
003032.SZ	传智教育	14.63	58.88	0.19	0.34	0.43	0.52	77	43	34	28	6.34	0.56	增持	
605098.SH	行动教育	26.57	31.37	2.03	2.62	3.40	4.33	13	10	8	6	15.85	0.35	增持	

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)					
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
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	14	(26)	(36)	(41)
每股收益	0.18	0.19	0.34	0.43	0.52	营运资本变动	(114)	28	15	28	43
每股红利	0.00	0.02	0.04	0.05	0.06	其它	(5)	0	(2)	(2)	(2)
每股净资产	2.35	3.01	3.32	3.70	4.16	经营活动现金流	(51)	109	152	203	252
ROIC	5.12%	5.84%	16%	21%	27%	资本开支	0	1	(5)	(5)	(5)
ROE	7.65%	6.34%	10%	12%	12%	其它投资现金流	0	(453)	453	0	0
毛利率	45%	49%	52%	54%	55%	投资活动现金流	0	(452)	448	(5)	(5)
EBIT Margin	5%	10%	17%	19%	20%	权益性融资	0	311	0	0	0
EBITDA Margin	6%	10%	17%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-31%	4%	14%	16%	17%	支付股利、利息	0	(7)	(15)	(19)	(23)
净利润增长率	-64%	18%	77%	28%	19%	其它融资现金流	6	42	(59)	0	0
资产负债率	23%	31%	27%	26%	26%	融资活动现金流	6	339	(74)	(19)	(23)
股息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	现金净变动	(45)	(4)	527	179	225
P/E	81.4	76.6	43.3	33.8	28.4	货币资金的期初余额	882	837	833	1360	1539
P/B	6.2	4.9	4.4	4.0	3.5	货币资金的期末余额	837	833	1360	1539	1763
EV/EBITDA	156.5	95.9	50.2	37.2	31.0	企业自由现金流	0	93	120	164	209
						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中所提及的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