

传智教育 (003032. SZ)

短训需求仍承压，学历业务稳步推进

增持

核心观点

就业率承压扰动学员报名意愿，2023Q3 经营数据仍承压。2023Q1-3，公司实现营收 4.46 亿元/-28.42%；归母净利润为 1.02 亿元/-38.84%；扣非归母净利润为 7302 万元/-46.76%。2023Q3，公司营收为 1.27 亿元/-45.72%；归母净利润为 2475 万元/-68.27%；扣非归母净利润为 1167 万元/-82.72%。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 3.87 亿元/-44.62%（Q1-3 分别收款 1.85/1.05/0.97 亿元），报告期末合同负债金额为 1.07 亿元/-54.02%（年初/中期合同负债分别为 2.14、1.38 亿元），主要系公司培训班就业率水平仍在相对低位（估算整体就业水平仍低于 85%），致学员报名意愿受影响，短期培训收款减少所致。

逆风环境下坚持研发投入。2023Q1-3，传智教育毛利率为 55.6%/-4.7pct，收入下滑但成本刚性所致；期间费用率为 38.3%/+3.1pcts，主要系管理（同比+2.1pct）与研发费率（+2.3pct）提升所致，公司期内坚持研发投入迭代课程。归母净利率为 22.8%/-3.9pct，扣非归母净利率为 16.4%/-5.6pct，净利率下滑幅度小于毛利率+期间费率下滑，系利息收入贡献增加对冲影响。

IT 企业招聘意愿复苏仍待观察，高职院校拟于 2024 年开始招生。据久谦数据显示，2023 年 9 月 BOSS 直聘平台技术类职位数（包含后端开发、项目管理、运维技术支持等）环比-2.0%，较去年同期恢复程度约 80%，短期看下游 IT 企业招聘意愿复苏仍有待观察。2023 年 4 月，公司旗下大同互联网职业技术学院举行奠基仪式正式开工，其中一期项目预计于 24 年 7 月底完工，2024 年职业教育业务将开始贡献收入。

风险提示：IT 人才需求减弱；宏观经济下行；行业竞争加剧；政策趋严等。

投资建议：公司课程周期一般为 5.5-6 月，考虑到公司合同负债环比仍在走低，我们认为公司短期经营仍面临压力，下调公司 2023-2025 收入至 5.43/6.33/7.31 亿元（原预测为 9.22/10.74/12.41 亿元），下调 2023-2025 年归母净利润至 1.07/1.25/1.50 亿元（原预测为 2.09/2.49/2.95 亿元），对应增速为-41.0%/17.1%/17.3%，对应 PE 估值为 50/43/35x。长期看在国家经济转型及政策支持背景下，数字化人才培训行业拥有较大的发展潜力，公司中线成长仍值得期待。此外，公司大力推进职业学历教育发展，2024 年起高职业务有望贡献收入新成长曲线。综合以上，短期公司景气度较低但中线成长仍值得期待，维持公司中线“增持”评级，关注后续招生恢复进展。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 664 | 803 | 543 | 633 | 731 |
| (+/-%) | 3.8% | 20.9% | -32.4% | 16.6% | 15.5% |
| 净利润(百万元) | 77 | 181 | 107 | 125 | 150 |
| (+/-%) | 18.1% | 135.3% | -41.0% | 17.1% | 20.0% |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.45 | 0.27 | 0.31 | 0.37 |
| EBIT Margin | 9.7% | 22.9% | 19.1% | 20.3% | 21.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 6.3% | 13.5% | 7.4% | 8.1% | 8.9% |
| 市盈率(PE) | 69.2 | 29.4 | 49.8 | 42.5 | 35.4 |
| EV/EBITDA | 87.4 | 31.3 | 59.9 | 49.0 | 39.2 |
| 市净率(PB) | 4.38 | 3.97 | 3.70 | 3.43 | 3.15 |

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 | 证券分析师：钟潇 |
| 0755-82150809 | 0755-82132098 |
| zengguang@guosen.com.cn | zhongxiao@guosen.com.cn |
| S0980511040003 | 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 | 13.21 元 |
| 总市值/流通市值 | 5316/2256 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 20.83/11.32 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 124.51 百万元 |

市场走势



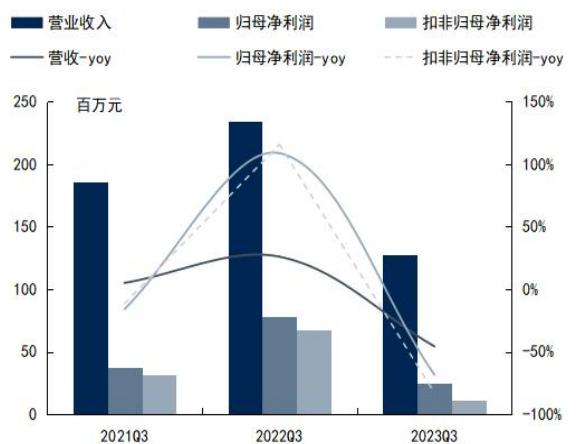
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《传智教育 (003032. SZ) -2022 财年年报点评-业绩符合预期，积极修炼内功迎接复苏》——2023-04-18
- 《传智教育 (003032. SZ) -三季度经营数据释放积极信号，股权激励条件稳定中线预期》——2022-11-01
- 《传智教育 (003032. SZ) -业务复苏节奏亮眼，学历教育布局稳步推进》——2022-08-19
- 《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》——2022-07-13
- 《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

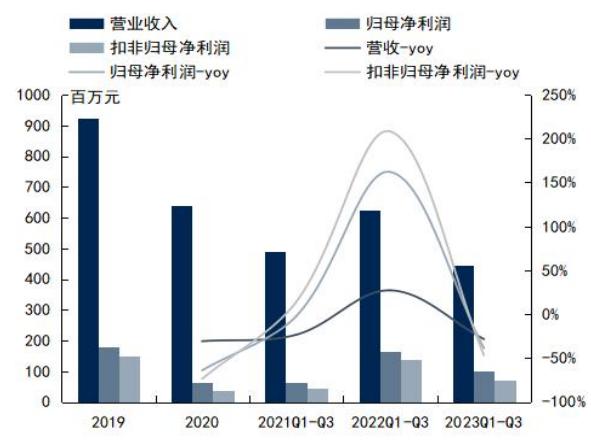
学员培训意愿仍较低，2023Q3 经营数据进一步走低。2023Q1-3，公司实现营收 4.46 亿元/-28.42%；归母净利润为 1.02 亿元/-38.84%；扣非归母净利润为 7302 万元/-46.76%。2023Q3，公司营收为 1.27 亿元/-45.72%；归母净利润为 2475 万元/-68.27%；扣非归母净利润为 1167 万元/-82.72%。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 3.87 亿元/-44.62%（Q1-3 分别收款 1.85/1.05/0.97 亿元），报告期末合同负债金额为 1.07 亿元/-54.02%（年初/中期合同负债分别为 2.14/1.38 亿元），主要系公司培训班就业率水平仍在相对低位（估算整体就业水平仍低于 85%），致学员报名意愿不强，短期培训收款减少所致。

图1: 2021Q3-2023Q3 传智教育营收、业绩及增速



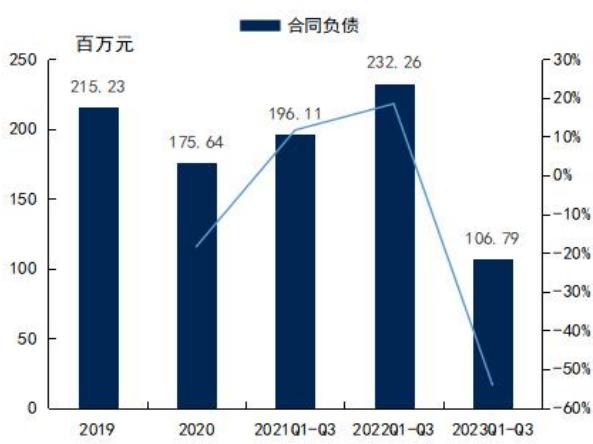
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2019-2023Q1-3 传智教育营收、业绩及增速



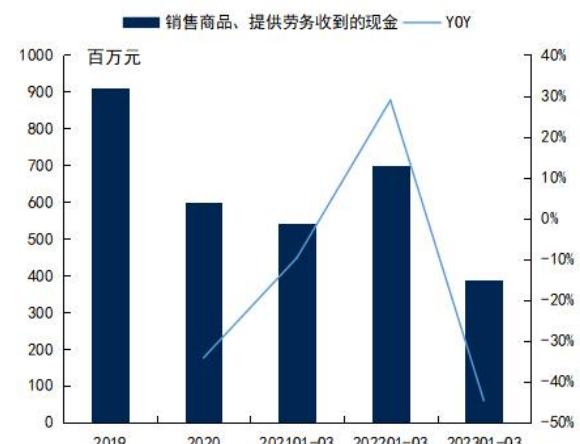
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三季度末公司合同负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 前三季度公司销售商品及提供劳务收到的现金

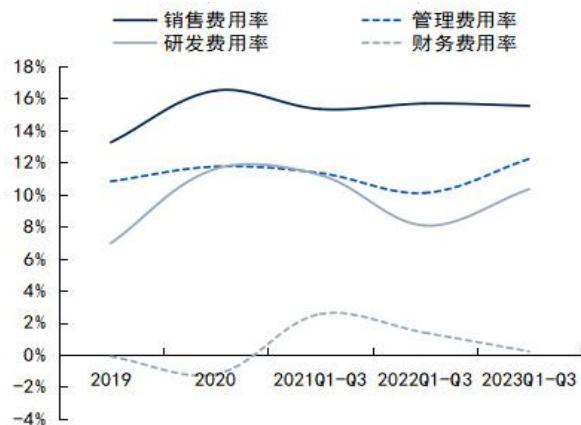


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

期间费率控制良好，利息收入缓冲利润率下滑影响。前三季度传智教育毛利率为 55.6%/-4.7pcts，归母净利率为 22.8%/-3.9pcts，扣非归母净利率为 16.4%/-5.6pcts。期间费用率为 38.3%/+3.1pcts，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.1pcts/+2.1pcts/+2.3pcts/-1.2pcts，期间费率控制良好，利息收入增加对冲利润率下滑影响。

图5: 2019-2023Q1-3 公司毛利率以及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2019-2023Q1-3 公司期间费用率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司课程周期一般为 5.5-6 月，考虑到公司合同负债环比仍在走低，我们认为公司短期经营仍面临压力，下调公司 2023-2025 收入至 5.43/6.33/7.31 亿元（原预测为 9.22/10.74/12.41 亿元），下调 2023-2025 年归母净利润至 1.07/1.25/1.50 亿元（原预测为 2.09/2.49/2.95 亿元），对应增速为-41.0%/17.1%/17.3%，对应 PE 估值为 50/43/35x。长期看在国家经济转型及政策支持背景下，数字化人才培训行业拥有较大的发展潜力，公司中线成长仍值得期待。此外，公司大力推进职业学历教育发展，2024 年起高职业业务有望贡献收入新成长曲线。综合以上，短期公司景气度较低但中线成长仍值得期待，维持公司中线“增持”评级，关注后续招生恢复进展。

表1: 2021-2025 年传智教育盈利预测假设示意图

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 664 | 803 | 543 | 633 | 731 |
| 学员人数增速 | | | -40% | 13% | 12.5% |
| 学费增速 | | | -5% | 3% | 3% |
| 营业成本 | 340 | 340 | 245 | 285 | 327 |
| 毛利率 | 48.84% | 57.70% | 54.90% | 54.90% | 55.20% |
| 销售费用 | 104 | 124 | 82 | 93 | 103 |
| % | 15.68% | 15.49% | 15.10% | 14.70% | 14.10% |
| 管理费用 | 78 | 86 | 66 | 73 | 81 |
| % | 11.80% | 10.69% | 12.12% | 11.52% | 11.12% |
| 研发费用 | 75 | 67 | 45 | 51 | 58 |
| % | 11.33% | 8.33% | 8.30% | 8.10% | 7.90% |
| 财务费用 | 14 | 11 | -3 | 5 | 7 |
| 归属于母公司净利润 | 77 | 181 | 107 | 125 | 150 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 (元) | 总市值 | | EPS (元) | | | PE | | | ROE (22A) | PEG (23E) | 投资 评级 | |
|-----------|------|--------|-------|------|---------|------|------|-------|-------|-------|--------------|--------------|----------|----|
| | | | 亿元 | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | | |
| 003032.SZ | 传智教育 | 12.75 | 51.31 | 0.45 | 0.52 | 0.62 | 0.73 | 28.38 | 24.54 | 20.60 | 17.37 | 13.51 | 0.92 | 增持 |
| 605098.SH | 行动教育 | 40.09 | 47.34 | 0.94 | 1.90 | 2.42 | 3.03 | 42.70 | 21.10 | 16.58 | 13.23 | 13.17 | 0.50 | 增持 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧；IT 人才需求减弱；客群消费能力不足等。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 833 | 929 | 1540 | 1815 | 2065 | 营业收入 | 664 | 803 | 543 | 633 | 731 |
| 应收款项 | 8 | 11 | 7 | 8 | 10 | 营业成本 | 340 | 340 | 245 | 285 | 327 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 2 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| 其他流动资产 | 19 | 47 | 22 | 27 | 34 | 销售费用 | 104 | 124 | 82 | 93 | 103 |
| 流动资产合计 | 1313 | 1511 | 2094 | 2374 | 2633 | 管理费用 | 78 | 86 | 66 | 73 | 81 |
| 固定资产 | 2 | 2 | 8 | 34 | 54 | 研发费用 | 75 | 67 | 45 | 51 | 58 |
| 无形资产及其他 | 4 | 3 | 4 | 5 | 6 | 财务费用 | 14 | 11 | (3) | 5 | 7 |
| 投资性房地产 | 430 | 326 | 326 | 326 | 326 | 投资收益 | 21 | 23 | 5 | 9 | 9 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 5 | 10 | 15 | 资产减值及公允价值变动 | (2) | 17 | 9 | 6 | 4 |
| 资产总计 | 1749 | 1841 | 2436 | 2749 | 3034 | 其他收入 | (68) | (81) | (60) | (62) | (69) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 59 | 52 | 500 | 500 | 500 | 营业利润 | 76 | 199 | 106 | 126 | 155 |
| 应付款项 | 3 | 3 | 7 | 4 | 6 | 营业外净收支 | 4 | 9 | 13 | 14 | 12 |
| 其他流动负债 | 247 | 298 | 191 | 224 | 256 | 利润总额 | 80 | 209 | 119 | 140 | 168 |
| 流动负债合计 | 309 | 352 | 698 | 729 | 762 | 所得税费用 | 3 | 28 | 13 | 15 | 18 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 100 | 200 | 300 | 归属于母公司净利润 | 77 | 181 | 107 | 125 | 150 |
| 其他长期负债 | 227 | 151 | 201 | 269 | 282 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期负债合计 | 227 | 151 | 301 | 469 | 582 | 净利润 | 77 | 181 | 107 | 125 | 150 |
| 负债合计 | 536 | 503 | 1000 | 1198 | 1344 | 资产减值准备 | (0) | 3 | 14 | 36 | 46 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 2 | 2 | 2 | 5 | 10 |
| 股东权益 | 1213 | 1338 | 1436 | 1551 | 1689 | 公允价值变动损失 | 2 | (17) | (9) | (6) | (4) |
| 负债和股东权益总计 | 1749 | 1841 | 2436 | 2749 | 3034 | 财务费用 | 14 | 11 | (3) | 5 | 7 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 28 | 51 | (10) | 129 | 84 |
| 每股收益 | 0.19 | 0.45 | 0.27 | 0.31 | 0.37 | 其它 | 0 | (3) | (14) | (36) | (46) |
| 每股红利 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 经营活动现金流 | 109 | 217 | 89 | 253 | 240 |
| 每股净资产 | 3.01 | 3.33 | 3.57 | 3.86 | 4.20 | 资本开支 | 0 | (21) | (13) | (63) | (73) |
| ROIC | 5.84% | 17.88% | 11% | 14% | 18% | 其它投资现金流 | (453) | (71) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 6.34% | 13.51% | 7% | 8% | 9% | 投资活动现金流 | (453) | (92) | (18) | (68) | (78) |
| 毛利率 | 49% | 58% | 55% | 55% | 55% | 权益性融资 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 10% | 23% | 19% | 20% | 22% | 负债净变化 | 0 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| EBITDA Margin | 10% | 23% | 19% | 21% | 23% | 支付股利、利息 | (7) | (8) | (9) | (10) | (12) |
| 收入增长 | 4% | 21% | -32% | 17% | 16% | 其它融资现金流 | 354 | (40) | 448 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 18% | 135% | -41% | 17% | 20% | 融资活动现金流 | 341 | (29) | 540 | 90 | 88 |
| 资产负债率 | 31% | 27% | 41% | 44% | 44% | 现金净变动 | (4) | 96 | 611 | 275 | 250 |
| 股息率 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 货币资金的期初余额 | 837 | 833 | 929 | 1540 | 1815 |
| P/E | 69.2 | 29.4 | 49.8 | 42.5 | 35.4 | 货币资金的期末余额 | 833 | 929 | 1540 | 1815 | 2065 |
| P/B | 4.4 | 4.0 | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 企业自由现金流 | 0 | 191 | 71 | 185 | 164 |
| EV/EBITDA | 87.4 | 31.3 | 59.9 | 49.0 | 39.2 | 权益自由现金流 | 0 | 151 | 623 | 280 | 258 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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