

2023年03月15日
 传智教育(003032.SZ)

ESSENCE

 公司深度分析

证券研究报告

教育信息化及在线教育

研发驱动、口碑营销，助力 IT 培训龙头稳健扩张

■ IT 培训黑马经营稳健，2022 年前三季度盈利能力提升显著。

传智教育成立于 2006 年，为深耕 IT 培训十七年的细分赛道龙头。公司以短期 IT 培训起家，逐步向泛 IT 课程拓展，目前业务主要包括数字化人才短期培训（黑马程序员、博学谷），数字化人才非学历高等教育（传智专修学院），数字化人才学历职业教育（宿迁传智互联网学校）与少儿素质教育培训（酷丁鱼）。教学网点持续扩张，已遍布全国 19 个城市。疫情影响消退，2022 年公司业绩重回增长轨道。2022 年前三季度，公司实现营业收入 6.23 亿元，同比增长 27.1%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 160.7%。

■ 重教研、重口碑的驱动下，高就业率与低获客成本优势显著。

1) 研发投入+标准体系，助力市场拓展。IT 行业相关技术迭代快，这非常考验 IT 培训机构的教研迭代能力。经过多年积累，公司已形成完善的研发管理机制与课程研发流程，能够及时跟进市场需求的变化，保证课程质量。同时，强大的研发体系能够帮助公司减少对讲师的依赖，提高业务的稳定性与盈利能力。2) 品牌口碑+产业资源，打造低成本获客优势。公司的获客渠道主要包括口碑营销、高校合作营销、网络营销。其中口碑获客为公司最主要的获客渠道，贡献约 70% 的客户来源口碑获客既有助于公司品牌的塑造，也降低了获客成本。与高校的合作有效提升了传智在高校及企业中的知名度与影响力，校企合作的产业资源丰富。

■ 短期短训业务利润弹性大，长期职业学历教育有望贡献增量。

公司课程产品主要为线下授课模式，受疫情短期冲击影响，2020、2021 年公司线下业务的开展受阻，收入规模下滑。但经过 2 年的调整，公司摸索出了疫情下的课程服务与运营体系，带动 2022 年收入规模的恢复增长与利润率的大幅提升。我们认为 2023 年起，公司未来的发展逻辑在于：

1) 短期看公司短训业务的业绩修复，疫后公司线下扩张将恢复正常节奏，继续推进募投项目的网点扩张，招生规模与收入有望持续攀升；同时，公司在疫情期间的运营效率优化，在疫后有望持续，预计利润增速将大于收入增速，2022 年公司利润有望恢复至 2019 年的高点水平。

2) 长期看公司数字化人才职业培训与职业学历教育的落地开花。基于在 IT 领域积累起的教研优势与渠道优势，公司向 IT 高等职业教育与学历教育进行拓展，中远期看，随着院校招生稳步推进，有望贡献业绩增量。

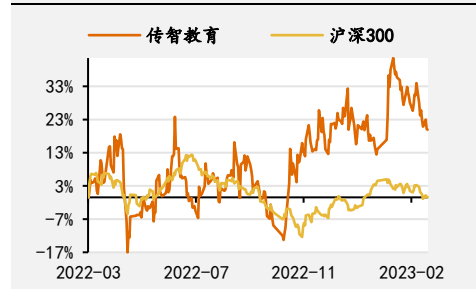
投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价 **20.70 元**
 股价 (2023-03-15) **17.07 元**

交易数据

总市值(百万元)	6,869.78
流通市值(百万元)	2,971.67
总股本(百万股)	402.45
流通股本(百万股)	174.09
12 个月价格区间	11.85/20.13 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.4	-4.1	20.1
绝对收益	-9.7	-3.2	20.2

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

冯静静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030003

fengjj@essence.com.cn

相关报告

投资建议：公司作为 IT 教育培训行业的领先者，拥有较强的研发实力、优质的师资与良好的行业口碑。短期关注公司短训业务收入的恢复增长，叠加成本运营端的优化，公司 2023 年的净利润有望创新高；长期看，依托现有教研优势，公司将完善数字化人才职业培训与职业学历教育的双轨发展布局，有望贡献业绩增量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.9/2.4/2.9 亿元，对应 PE 为 36/29/24X，考虑 IT 培训市场竞争格局分散与持续扩容，赛道优异，未来公司有望受益于市占率与利润率的双提升。给予公司一定的估值溢价，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE 估值，对应目标价为 20.7 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示：市场变化、行业竞争加剧、人才流失的风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	639.6	663.9	828.0	994.1	1,174.5
净利润	65.1	76.8	189.8	236.5	289.0
每股收益(元)	0.16	0.19	0.47	0.59	0.72
每股净资产(元)	2.11	3.01	3.49	4.03	4.71

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	105.6	89.4	36.2	29.0	23.8
市净率(倍)	8.1	5.7	4.9	4.2	3.6
净利润率	10.2%	11.6%	22.9%	23.8%	24.6%
净资产收益率	7.7%	6.3%	13.5%	14.6%	15.2%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%
ROIC	-11.8%	-39.0%	-42.0%	-48.2%	-72.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 传智教育：研发与口碑驱动的 IT 培训领先品牌	5
1.1. 历史沿革：深耕 IT 培训十七年的细分赛道龙头	5
1.2. 股权结构：结构较为集中，实控人持股 43%	6
1.3. 财务概况：经营稳健，2022 年盈利能力提升显著	7
2. 行业分析：政策、产业发展趋势利好 IT 培训赛道	8
2.1. IT 产业规模可观，相关 IT 培训行业仍处成长期	8
2.2. 需求端：场景扩容，以数字经济为代表的新业态带来人才新需求	9
2.3. 政策端：利好政策持续出台，支持社会力量开展职业教育	11
2.4. 市场竞争格局分散，看好头部公司市占率提升	12
3. 公司分析：IT 职教领先者，高口碑与就业率构筑护城河	13
3.1. 主营业务：IT 短训为核心，职业培训与学历教育协同发展	13
3.2. 竞争优势：重教研、重口碑的驱动下，高就业率与低获客成本优势显著	16
3.2.1. 研发投入+标准体系，助力市场拓展	16
3.2.2. 品牌口碑+产业资源，打造低成本获客优势	17
3.3. 成长看点：短期短训业务利润弹性大，长期职业学历教育有望贡献增量	19
3.3.1. 短期：校区增扩、课程补充，短训业务业绩修复弹性大	19
3.3.2. 长期：IT 职业培训与职业学历教育双轨发展，有望贡献业绩增量	20
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

目 录

图 1. 公司股权结构（截至 2022.9.30）	6
图 2. 2016-2022 年前三季度公司营业收入及增速	7
图 3. 2016-2022 年前三季度公司归母净利润及增速	7
图 4. 2016-2022 年前三季度公司毛利率与净利率	8
图 5. 2016-2022 年前三季度公司期间费用率	8
图 6. 2021 年公司费用率与可比上市公司对比	8
图 7. 2013-2022 年国内软件业整体收入规模	9
图 8. 2013-2022 年国内软件业整体利润规模	9
图 9. 软件业收入增速与名义 GDP 增速对比	9
图 10. 2013-2021 年国内 IT 行业人才供需数量	10
图 11. IT 行业人才供需模型	10
图 12. 2018-2021 年就业市场景气指数	11
图 13. 2021 年主要 IT 教育培训企业营收与学员人数	12
图 14. 公司业务条线与品牌	13
图 15. 2019-2022H1 公司主营业务收入结构	16
图 16. 2021-2022 年公司学员就业率数据（抽样 300 班级）	16
图 17. 公司标准化经营体系模型	17
图 18. 黑马程序员 BBS 页面	18
图 19. 公司 B 站页面	18
图 20. 公司竞争力模型	19

表 1: 公司历史沿革	5
表 2: 2022 年员工持股计划	6
表 3: 职业教育领域有关政策文件	12
表 4: 可比公司业务开展情况	13
表 5: 公司短训课程开设情况	14
表 6: 2022 年公司长训课程开设情况	15
表 7: 2023 年传智互联网学校招生计划及专业	21
表 8: 公司分业务收入预测 (单位: 百万元)	21
表 9: 关键财务指标假设 (单位: 百万元)	22
表 10: 可比公司估值	22

1. 传智教育：研发与口碑驱动的 IT 培训领先品牌

1.1. 历史沿革：深耕 IT 培训十七年的细分赛道龙头

江苏传智播客教育科技股份有限公司成立于 2006 年，是国内领先的从事非学历、应用型计算机信息技术教育培训的企业，致力于通过自主研发的优质课程内容、教学系统与自有教研团队为学员提供高水平的 IT 技术培训教育服务。公司业务包括数字化人才短期培训（黑马程序员、博学谷），数字化人才非学历高等教育（传智专修学院），数字化人才学历职业教育（宿迁传智互联网学校）与少儿素质教育培训（酷丁鱼）等领域。经过十余年的发展，公司课程覆盖了服务器端开发、前端开发、大数据、人工智能、UI/UX、新媒体运营、产品经理等方向。2021 年 1 月 12 日，公司在深圳证券交易所中小企业板上市，成为 IT 教育培训行业首家 A 股上市公司。

教学网点持续扩张，已遍布全国 19 个城市。传智教育采用直营模式在全国进行扩张，根据官网，截至目前，已在北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、重庆、成都等 19 个城市开设了 20 所分校，基本上已遍布各大一线城市及重要省会城市，初步建立了覆盖全国各大 IT 企业聚集区域的 IT 职业培训网络，预计后续将持续扩张。各地分校备与总部相同的课程大纲、教学管理、师资力量以及就业服务，公司凭借优质的教研能力，在行业内逐渐树立了良好的品牌形象与口碑。

表1：公司历史沿革

时间	事件
2006	CSDN 与张孝祥创办传智播客科技有限公司，于北大开设首期班
2009	黎活明加入传智教育，任总裁与公司法人，引入项目实战 开设 3G-Android+物联网课程
2010	开设 .NET 学科 于中关村成立“黑马程序员”训练营，先就业后付费
2011	开设 PHP 学科
2012	开设网页平面设计学科
2013	开设 iOS、C/C++ 学科 开设网络营销学科
2014	设立武汉分校、郑州分校 编辑出版 12 本计算机类专业教材
2015	开设游戏开发、HTML&JS+ 学科 设立西安分校 面向高校推出“博学谷”平台 成立传智研究院，培训院，提升教研能力 挂牌新三板，股票代码：839976
2016	开设人工智能+Python 学科 推出“酷丁鱼”少年教育
2017	开设产品经理、软件测试、视觉设计、H5+全栈学科 成立传智专修学院，布局非学历高等教育 成立 IT 互联网社区“传智汇”
2018	开设 Linux 云计算+运维开发、智能物联网+区块链、Go 语言与区块链、短视频制作、PMP 认证学科 与百度云达成人工智能&大数据课程共建合作；与华为云达成合作
2019	与武汉库柏特客机签订战略合作协议，开设智能机器人软件设计课程 开展少儿在线编程培训业务
2020	“传智播客”品牌升级为“传智教育” 于深交所挂牌上市，股票代码：003032
2021	成立传智互联网中学

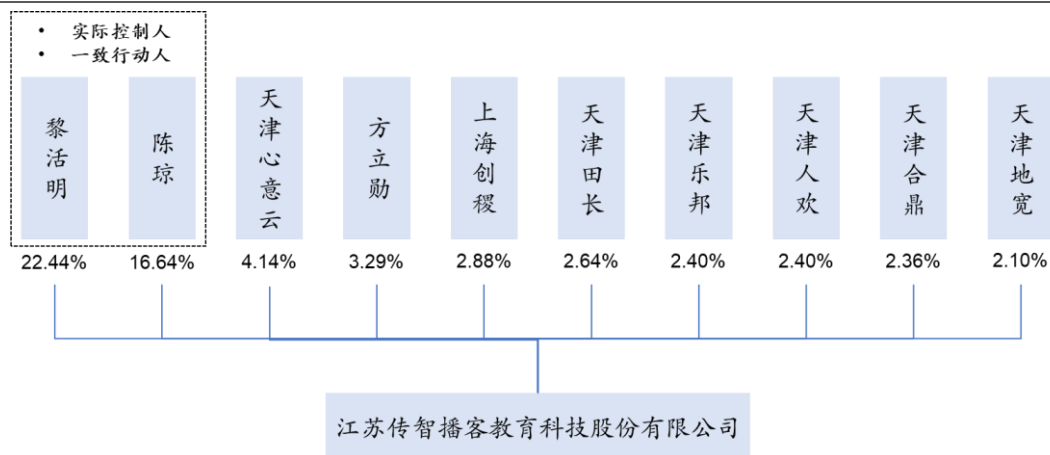
资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

1.2. 股权结构：结构较为集中，实控人持股 43%

公司股权结构集中，控制权明确。传智教育的控股股东和实际控制人为黎活明、陈琼，两人一致行动人。截至 2022 年 9 月 30 日，黎活明直接持有并控制的公司股权 22.44%，陈琼为 16.64%，同时两人通过员工持股平台间接持股 3.89%。两人直接、间接持股合计比例为 42.97%。

黎活明先生拥有 IT 工作背景，为 Java EE 高级架构师，任公司董事长兼总经理，于 2008 年加入公司，2011 年创始人张孝祥去世后全权接管公司。陈琼系张孝祥妻子，目前为公司第二大股东，任公司董事。方立勋为公司的联合创始人，直接持股 3.29%，同时任天津心意云企业管理咨询合伙企业（有限合伙）的有限合伙人。

图1. 公司股权结构（截至 2022.9.30）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

重视股权激励，激励员工发展。在公司前十大股东中，天津田长、天津乐邦、天津人欢、天津和鼎、天津地宽均为公司的员工持股平台。公司于 2015 年、2016 年、2021 年分四批对激励对象进行股权激励，激励对象的范围为公司高级管理人员、核心骨干成员（中级管理人员、A/B 级讲师）。公司通过股权激励留住核心人才，调动员工积极性，员工建立起长期薪酬激励，将员工的收益与公司的长期绩效结合在一起，保持公司核心团队稳定。

2022 年 10 月，公司发布最新一期员工持股计划，拟授予股份总数不超过 365.87 万股，占公司当前股本总额的 0.91%，受让价格为 7.385 元/股；其中拟向包含副总裁刘凡、于洋、CFO 徐总以及董秘陈总在内的 95 名激励对象授予 345.87 万股股份，另外 20 万股作为预留股份，由管理委员会在存续期内一次性或分批次予以确定。

表2：2022 年员工持股计划

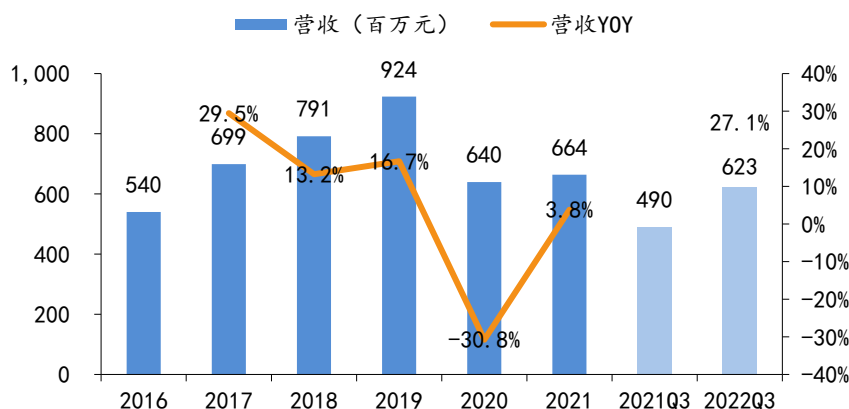
序号	姓名	职务	持有份额（万份）	占计划比例	所获份额股份数量（万股）
1	刘凡	副总裁	99.484	4.00%	14.63
2	于洋	副总裁	74.596	3.00%	10.97
3	徐淦海	财务总监	49.776	2.00%	7.32
4	陈碧琳	董事会秘书	49.776	2.00%	7.32
	小计		273.632	11.00%	40.24
	核心骨干人员（不超过 91 人）		2078.284	83.54%	305.63
	预留份额		136	5.47%	20
	合计		2487.916	100.00%	365.87

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 财务概况：经营稳健，2022 年盈利能力提升显著

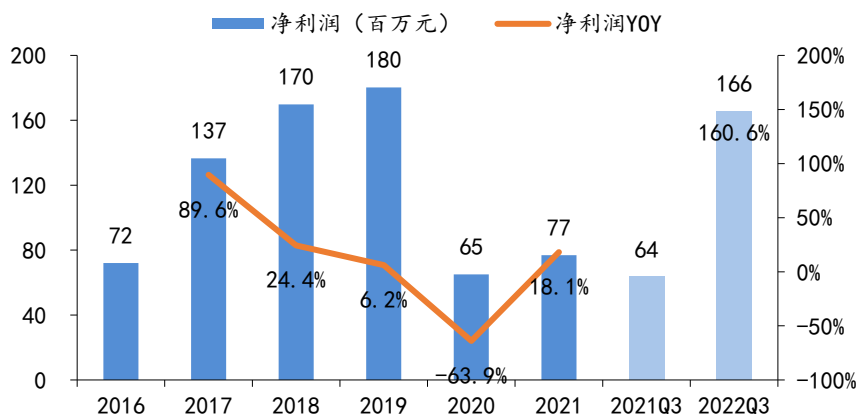
疫情影响消退，2022 年公司业绩重回增长轨道。2016 年至 2019 年，公司营业收入年复合增长率为 19.6%。2020 年的疫情对公司经营产生不利影响，尤其是线下培训业务严重受挫。当年营收、利润同比显著降低。随着疫情形势得到控制，公司各项业务稳步恢复，重回增长轨道。2021 年全年公司实现营业收入 6.64 亿元，同比增长 3.8%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 18.1%。在国内疫情不断好转与防控政策不断优化的基础上，公司整体招生规模快速增长，2022 年前三季度，公司实现营业收入 6.23 亿元，同比增长 27.1%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 160.7%。除去 2020 年疫情影响外，公司净利润持续增长且净利润增速高于营收增速，展现出良好的盈利能力。

图2. 2016-2022 年前三季度公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

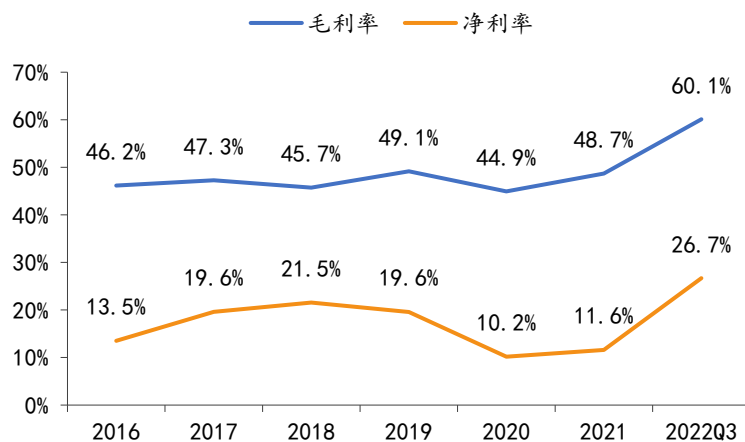
图3. 2016-2022 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

利润率稳步改善，2022 年前三季度公司盈利能力提升明显。2016 年至 2019 年，公司主营业务毛利率稳定在 47% 左右。2020 年，受疫情影响，公司主营业务毛利率短暂降至 44%。2021 年公司毛利率为 48.8%，净利率为 11.6%。在整体招生规模增长摊薄成本的同时，公司缩短课时以提高翻台率，促进了利润率的提升，2022 年前三季度公司毛利率为 60.2%，同比提升 11.3pct；归母净利率为 26.6%，同比提升 13.6 pct。从具体产品来看，2022H1 短训业务毛利率为 60.3%，同比提升 13.9 pct。

图4. 2016-2022 年前三季度公司毛利率与净利率



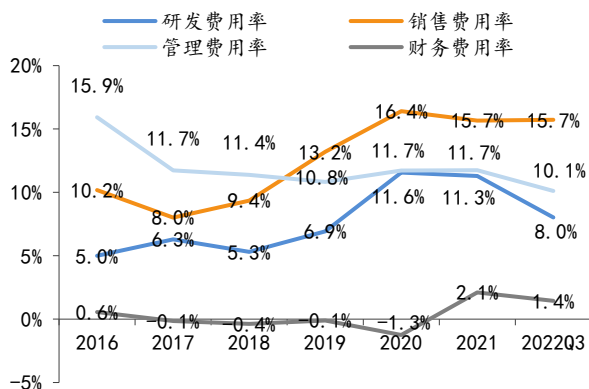
资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

研发投入力度大。自成立以来，即使受到疫情影响，公司的研发投入依然保持了稳健增长，研发费用占比从 2016 年的 5% 上升到 2020 年及 2021 年的 11% 左右，处于行业领先水平，为公司未来发展奠定了良好的基础。公司 2021 年研发费用为 0.75 亿元，同比增加 1.42%，研发费用率为 11.3%。2022 年前三季度公司研发费用为 0.5 亿元，同比减少 9.35%，研发费用率为 8%。

疫情期间，管理费用率相对稳定，销售费用率走高。疫情之前，即 2019 年及之前，公司的销售费用率较低，低于 13.2%，2020 年公司销售费用率走高，提升至 16% 左右，主要源于收入规模下降，但职工薪酬与推广费的支出较为刚性。2022 年前三季度公司销售费用为 0.98 亿元，同比增长 30.0%，系职工薪酬与推广费同比增加，销售费用率为 15.7%，同比提升 0.4pct。

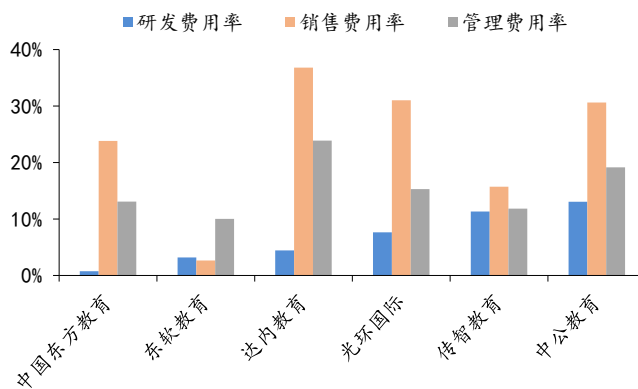
2017-2021 年，公司管理费用率较为稳定，维持在 10.8%-11.7% 的区间。2022 年前三季度公司管理费用为 0.63 亿元，同比增长 12.5%，管理费用率为 10.1%，同比下降 1.3pct。

图5. 2016-2022 年前三季度公司期间费用率



资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

图6. 2021 年公司费用率与可比上市公司对比



资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

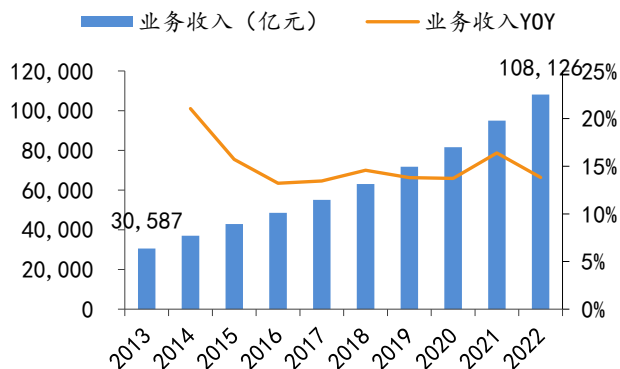
2. 行业分析：政策、产业发展趋势利好 IT 培训赛道

2.1. IT 产业规模可观，相关 IT 培训行业仍处成长期

职业教育培训行业的发展趋势与下游行业的景气程度息息相关。根据工信部统计数据，2012-2021 年中国软件和信息技术服务业（以下简称软件业）整体收入与利润高速增长，软件业整

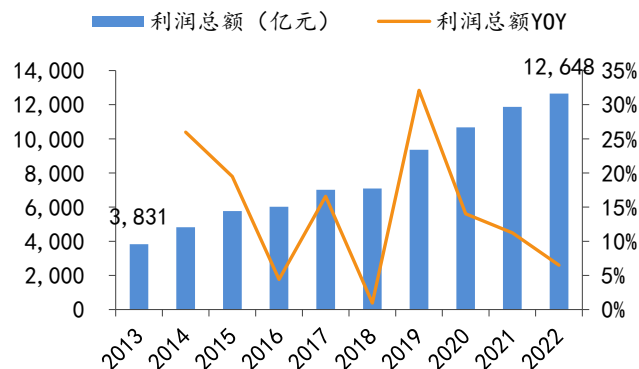
体收入由 2012 年的 24787 亿元增长至 2021 年的 94994 亿元，历年保持两位数增长，高于名义 GDP 增速，整体规模并于 2022 年突破 10 万亿大关，达到 108126 亿元，同比增长 13.8%。2022 年软件业利润总额 12648 亿元，同比增长 6.5%。受到经济社会因素的影响，IT 行业增速绝对数字较去年有所下滑，但是依旧领跑国民经济各行业，体现了 IT 行业的发展韧性与景气程度。

图7. 2013-2022 年国内软件业整体收入规模



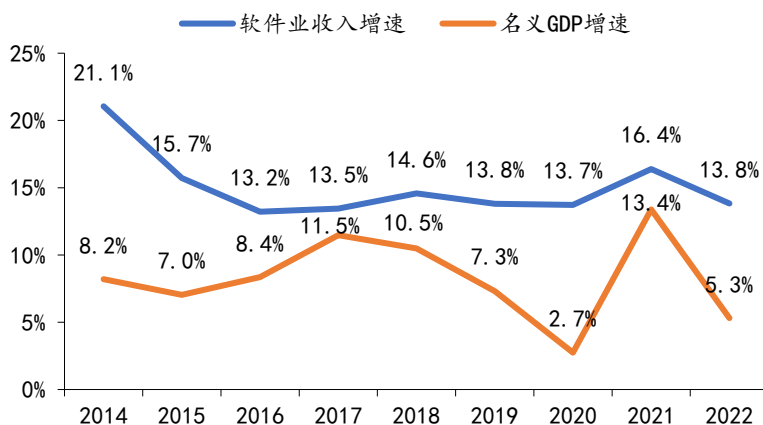
资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

图8. 2013-2022 年国内软件业整体利润规模



资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

图9. 软件业收入增速与名义 GDP 增速对比



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

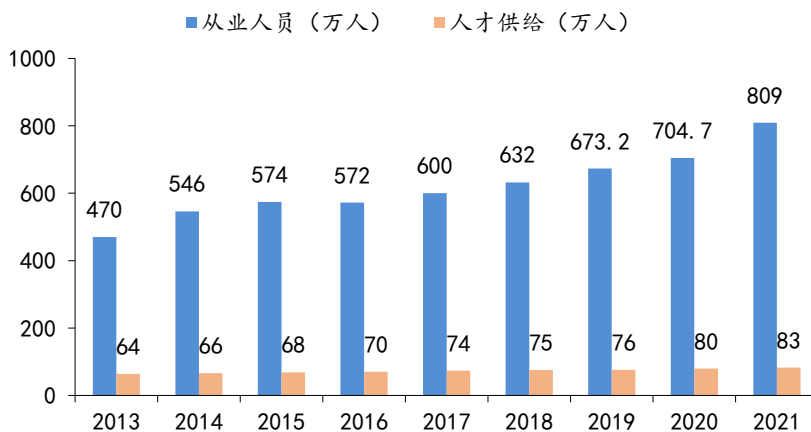
根据黑马程序员 BBS 数据，虽然 2022 年下半年公司学员的就业情况不如 2021 年同期乐观，但是 2022 年公司各班型的平均就业率仍然保持在 90% 以上。整体就业速度有所放缓，90% 就业率实现时间从 2021 年的 15 天增长到 35 天。随着国内疫情管控政策的不断优化调整，经济活力不断释放，学员参与培训的意愿逐渐恢复，下游行业的持续增长也将带动了 IT 教育培训行业的需求增长。

2.2. 需求端：场景扩容，以数字经济为代表的新业态带来人才新需求

以数字经济为代表的 IT 行业在政策助推下迅速扩张，对高质量人才的需求与日剧增。然而收到前期人才开发不足，求职人才质量与从业人员质量需求脱节等因素影响，人数缺口明显。另一方面，受疫情影响，在社会普遍就业困难的大环境下，相较其他行业，IT 产业人均收入较高且涨幅稳定，成为吸引 IT 教育用户人数增加、用户结构转变的重要因素，为 IT 教育产业发展打下良好基础。

IT 行业规模稳步发展，供需缺口倒逼人才质量数量双提升。从需求端来看：IT 行业规模不断扩大，就业人数增加，数据显示，2021 年我国 IT 行业从业人数达 809 万人，新增从业人数超过 104 万人，同比增长 14.80%。长期来看，供需缺口始终存在。

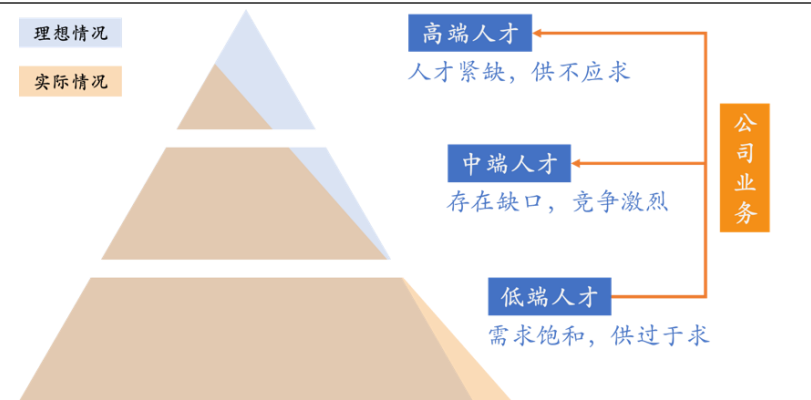
图10. 2013-2021 年国内 IT 行业人才供需数量



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

从人才资质来看：对于一些不需要拥有较高专业知识和职业素养的维护和测试岗位，人才需求已经饱和，同时，处于该层次的从业者有很强的动力继续学习，提升自我。中端通用技术人才和专业化、精细化的高端人才依旧紧缺，供不应求。公司教育培训主要面对有意愿提升职业素养的从业者，课程结束后的主要输出对象是市场紧缺的中高端技术人才。公司业务把握住了行业节奏，未来发展前景清晰。

图11. IT 行业人才供需模型



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

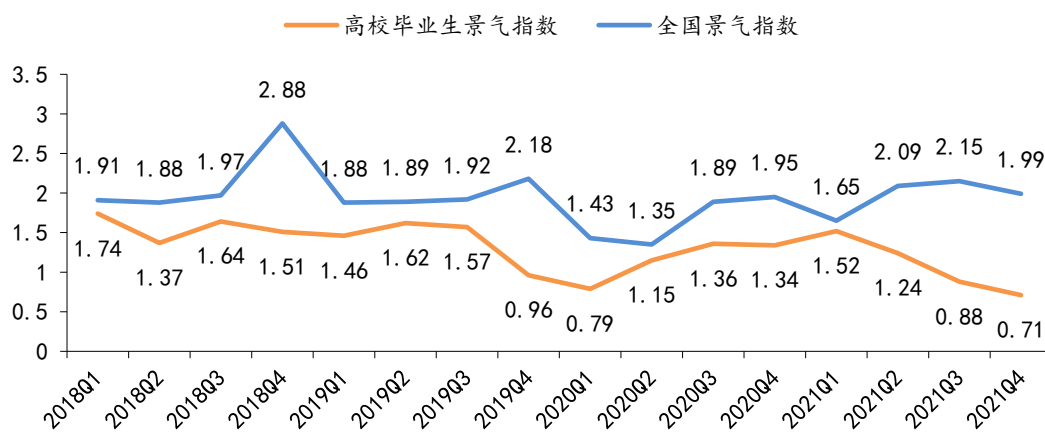
从应用领域来看：

- 1) 各产业与信息技术持续深度融合成为必然的趋势。数字化、信息化的产业转型升级逐步拓展到制造业，农业，医疗，餐饮，零售等领域行业。技术岗位人才无论是传统行业、互联网还是消费品行业，都是企业争夺的焦点。**新的应用场景不断扩充 IT 培训的市场空间。**
- 2) 大数据、人工智能、物联网、元宇宙、区块链等新兴技术的迭代出现成为 IT 产业发展新的增长点，同时也催生了更多的人才需求，最终带动 IT 教育培训行业市场规模持续扩张。在传统互联网行业遭遇阶段性寒潮的情况下，**新市场的发掘和新场景的扩容一定程度对冲了行业不利影响，为行业增长增加了确定性。**

社会就业短期承压，IT 行业薪资涨幅稳定，刺激人才涌入。2020 年起，受疫情影响，宏观经济环境整体呈现下行趋势，许多企业缩减就业岗位数量，然而高校毕业生数量增加，加剧就业竞争，根据国家统计局数据，2018-2021 年全国高校毕业生就业景气程度持续偏低，尤其

2021 年从 1.52 降至 0.71，远低于全国就业市场景气程度 1.99 的平均水平。新增就业人口始终处于高位，就业市场竞争依然激烈，2018 年-2021 年，我国城镇新增就业人口数量始终维持在 1100-1300 万人左右水平，然而市场需求涨幅并未与求职人数同步上升。反观 IT 行业得益于技术应用深化以及长期高质量人才短缺，薪资待遇及福利稳步上升，吸引大量从业人员涌入。根据国家统计局数据，2020 年-2021 年 IT 相关行业城镇非私营单位就业人员年平均工资高达 201506 元，处于所有行业之首，同时相较于 2020 年同比增长达到 13.5%。优质待遇成为吸引高质量人才的核心动力，带动 IT 教育行业成为职业教育行业主力。艾瑞咨询数据显示，从 2021 年腾讯课堂用户学习偏好来看，IT 互联网相关内容占比高达 27.2%，在众多偏好中占比最大。

图12. 2018-2021 年就业市场景气指数



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.3. 政策端：利好政策持续出台，支持社会力量开展职业教育

职教行业、IT 行业相关利好政策频出，持续推进产业扩张。2019 年起，政府在鼓励职业教育行业发展方面推出利好政策的力度不断加大，强调对人才提质评优以推进现代化职业教育高质量发展的重视，体现了实现推动新时代高技能人才队伍建设目标的决心。2019 年 1 月年出台的《国家职业教育改革实施方案》中提出，未来职业教育需要构建政府统筹管理、社会多元办学的格局。在 2020 年出台的《职业教育提质培优行动计划（2020—2023 年）》和 2021 年出台的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》中更是直接表述支持国有企业和大型民营企业举办或参与举办职业教育，支持行业领军企业主导建设全国性职教集团。职业教育的定位不断提升，鼓励社会力量参与职业教育办学主基调也不断明确。

2022 年以来，国家相继出台《中华人民共和国职业教育法》、《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》、《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》等，明确职业教育的重要地位，鼓励社会各界成立职业教育培训机构，推进数字化建设。另一方面，随着越来越多人认识到信息技术、数字经济在社会发展中的重要作用，政府相关激励政策也逐步推出，2021 年 11 月推出的《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》和 2022 年 1 月推出的《“十四五”数字经济发展规划》详细制定了我国数字经济产业发展的具体量化目标，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完整的数字经济现代市场体系，助力我国数字经济发展水平位居世界前列。

表3：职业教育领域有关政策文件

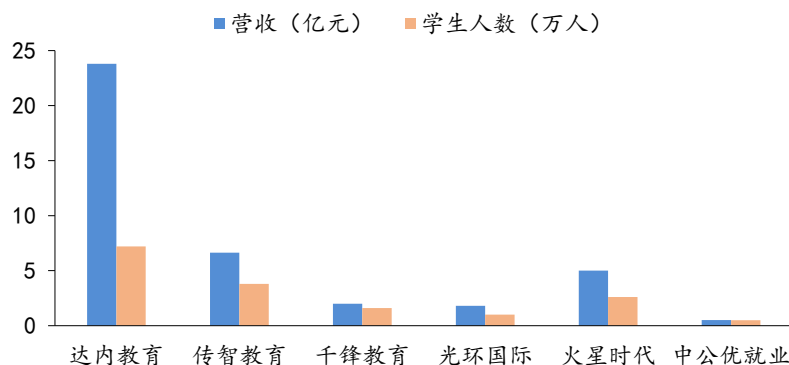
时间	政策	主要内容
2016年12月	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	国家支持社会力量举办非营利性民办学校。政府可根据经济社会发展需要，通过购买服务及税收优惠等方式对营利性民办学校给予支持。
2017年12月	《关于深化产教融合的若干意见》	鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。鼓励有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革，允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。
2018年2月	《职业学校校企合作促进办法》	明确职业学校校企合作的目标原则、实施主体、合作形式、促进措施和监督检查等，建立起校企合作的基本制度框架。深化产教融合、校企合作。
2018年4月	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	明确“职业技能培训”的现实意义；将职业院校学生“试创业”实践活动纳入政策支持范围；开展职业训练院试点工作。
2018年12月	《中华人民共和国民办教育促进法》	明确民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。
2019年1月	《国家职业教育改革实施方案》	把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划。
2019年2月	《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》	深化产教融合，完善职业教育体系，健全行业制度标准。会议制度。
2020年2月	《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能培训计划”的通知》	大力开展线上职业技能培训，对各类企业自主或委托开展的职工线上培训，按规定纳入职业培训补贴范围。
2020年9月	《职业教育提质培优行动计划（2020-2023年）》	聚焦提升质量，深化产教融合和高素质人才培养模式改革。巩固职业教育产教融合、校企合作的办学模式，鼓励高职学校与产教融合型企业联合招生。
2021年3月	“十四五”规划	创新办学模式，深化产教融合、校企合作，鼓励企业举办高质量职业技术教育。
2021年4月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	支持和规范社会力量举办民办教育，保障民办学校依法办学、自主管理，鼓励、引导民办学校提高质量、办出特色，满足多样化教育需求。
2021年10月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	支持国有企业和大型民营企业举办或参与举办职业教育，支持行业领军企业主导建设全国性职教集团。
2022年4月	《中华人民共和国职业教育法修订草案（送审稿）》	推动多元办学。发挥企业职业教育主体作用。鼓励有条件的企业根据自身生产经营需求，利用资本、技术等要素，单独举办或者联合举办职业学校、职业培训机构；地方政府依法支持社会力量参与联合办学，举办股份制、混合所有制职业学校、职业培训机构。
2022年9月	《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》	专项贷款重点支持范围包括：高校教学科研条件及仪器设备更新升级、学校数字化建设。
2022年10月	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	鼓励各类企事业单位、社会团体组织以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育培训机构。对纳入产教融合型企业建设培育范围的企业兴办职业教育符合条件的投资，可依据有关规定按投资额的30%抵免当年应缴教育费附加和地方教育附加。

资料来源：各部门官网，安信证券研究中心

2.4. 市场竞争格局分散，看好头部公司市占率提升

2015年开始，在“互联网+”与“双创”政策的刺激下，IT教育培训快速发展，各类型的IT培训机构如雨后春笋般涌现。供给的快速增多导致行业新陈代谢速度极快，曾经获得过亿元级别融资和兄弟连、麦子学院、翡翠教育等机构都相继陨落。在激烈的行业竞争中，传智教育稳健经营，扎实发展。根据艾媒咨询数据，2021年我国IT教育培训市场规模约386.9亿元，传智教育的收入规模位列IT教育培训类上市公司中第二。目前我国IT教育培训行业竞争格局依旧高度分散，2021年头部企业合计市场占有率8.8%。同时，市场上还存在着大量由离职的IT从业人员开办的小机构。总体而言市场集中度低，教学质量良莠不齐。

图13. 2021年主要IT教育培训企业营收与学员人数



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

目前在行业内头部公司中：火星时代主打 UI/UX 和影视动画课程，光环国际开展项目管理（PMP）培训，东软教育与东方教育旗下新华电脑面向中学生提供长期职业教育。传智教育的主营业务聚焦前端开发短期培训，与公司位于同一细分赛道的上市企业仅有达内科技、中公教育旗下优就业与东方教育旗下华信智原。

近年来，达内科技积极转型青少年非学科素质教育，公司成人 IT 培训业务开始收缩，成人 IT 培训报名人数快速下降。达内科技 2019 年成人 IT 培训报名总人数为 10.88 万人，2021 年已经下降到不足 7.2 万人，成人 IT 培训学习中心数量也同步减少。优就业与华信智原依托母公司在全国范围内广泛开展业务，不过盈利能力都有待验证。在这种情况下，传智教育有望进一步发挥口碑与研发的优势，提高市占率。

表4：可比公司业务开展情况

公司	业务范围
达内教育	同一细分赛道，转型少儿编程，近年来成人业务严重萎缩
东软教育	初、高中生长期培训
东方教育：新华电脑	初、高中生长期培训
东方教育：华信智原	同一细分赛道，规模较小，盈利能力待验证
中公优就业	同一细分赛道，规模较小，盈利能力待验证
千锋教育	公司未上市，同一细分赛道，规模较小
光环国际	PMP 培训
火星时代	UI/UX, CG 影视制作培训

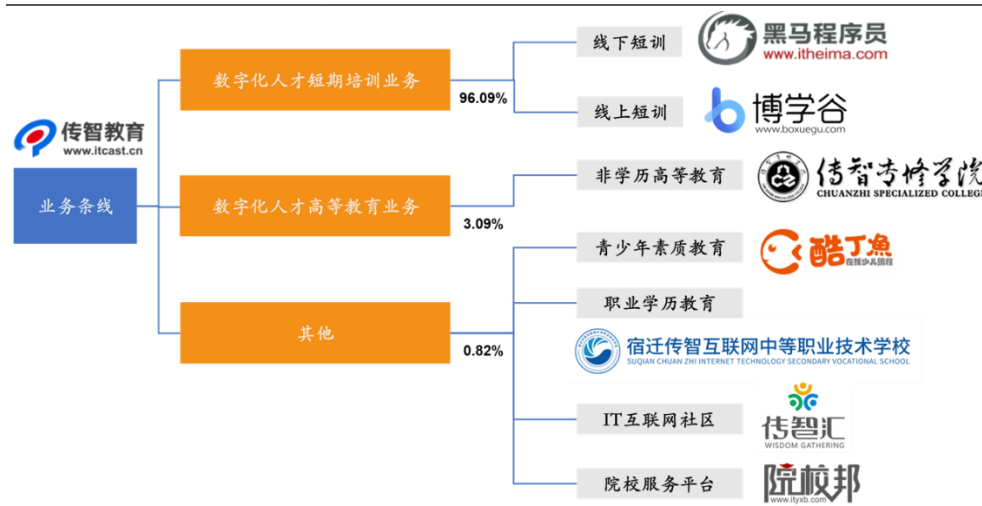
资料来源：公司公告，各公司官网，安信证券研究中心

3. 公司分析：IT 职教领先者，高口碑与就业率构筑护城河

3.1. 主营业务：IT 短训为核心，职业培训与学历教育协同发展

公司主营业务包括数字化人才短期培训业务，数字化人才高等教育业务，数字化职业学历教育业务以及少儿素质教育培训。其中：数字化人才短期培训为公司核心业务，通过“黑马程序员”与“博学谷”两个品牌分别开展线下与线上培训。2017 年，公司依托传智专修学院，开展面向高中毕业生的数字化人才非学历高等教育业务。2021 年，公司创设宿迁传智互联网学校，开展数字化人才中专学历职业教育。同时，少儿非学科素质教育以“酷丁鱼”为品牌，于 2019 年开始试运营。此外，公司搭建 IT 互联网精英社区“传智汇”，并运营面向高校的 IT 资源输出品牌“院校邦”。

图14. 公司业务条线与品牌



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

数字化人才短训是公司的核心业务，营收占比超过九成。数字化人才短期培训业务主要面向有数字化培训需求的成年人。公司的培训形式包括：1) 依托“黑马程序员”品牌开展全日制脱产现场培训。根据课程与授课地点不同，课程周期为4-6个月，学费为1-2万元，其教学中心覆盖全国19个主要城市；2) 依托“博学谷”品牌开展线上培训。对标线下教学的“就业课”学习周期通常不超过1年，学费为1-2万元。“优选提升课”作为单个知识点的提升与补充，课程时长在30小时以内，售价从几十到数百元不等。

公司开设培训课程内容可分为两大类：1) 数字化专业人才课程，包括人工智能、Python+大数据、JavaEE、HTML&JS+前端、软件测试、架构师、智能机器人软件开发等课程；2) 数字化应用人才课程，包括新媒体+短视频直播运营、产品经理、UI/UE+全链路设计师等课程。

其中，根据招股书，以JavaEE为代表的服务器端项目是公司的拳头课程，2017-2020年，在短期培训业务中贡献了约70%的收入。2021年公司线上/下短期培训业务营收为6.22亿元，营收占比93.7%，2022H1该项业务营收为3.73亿元，营收占比96.1%。

表5：公司短训课程开设情况

学科	班型	开设地点	学费	备注
Java EE	基础班	所有19座城市	598元	首次就读28元
	高手班	北、上、广、深、天津、武汉	22980元	大学起点
		其他所有城市	20980元	
	就业课(365天)	线上	9980元	
	就业课(VIP)	线上	22980元	
	狂野架构师	线上	17980元	保证年薪
HTML&JS+ 前端学科	基础班	所有19座城市	598元	首次就读28元
	高手班	北、上、广、深、天津、武汉	22980元	大学起点
		其他所有城市	20980元	
	就业课(365天)	线上	9980元	
	就业课(VIP)	线上	22980元	
Python+ 大数据开发学科	基础班	以下7座城市	598元	首次就读28元
	高手班	北、上、广、深	24980元	大学起点
		武汉、郑州、杭州	22980元	
	就业课(30天)	线上	998元	
	就业课(90天)	线上	2698元	
	就业课(365天)	线上	9980元	
人工智能开发	就业课(VIP)	线上	22980元	
	狂野大数据	线上	17980元	保证年薪
	基础班	北京	598元	首次就读28元
	就业班	北京	22980元	大学起点
	进阶班	线上	12980元	
电商视觉 设计学科	就业课(VIP)	线上	22980元	
	基础班	北、上、广、深	598元	首次就读28元
软件测试学科	就业班	北、上、广、深	14980元	高中起点
	基础班	以下9座城市	598元	首次就读28元
	就业班	北、上、广、深 武汉、郑州、杭州、西安、南京	18980元 16980元	大学起点

	进阶班	线上	11980 元	
	就业课 (VIP)	线上	22980 元	
新媒体+短视频 直播运营学科	基础班	深圳	598 元	首次就读 28 元
	就业班	深圳	14980 元	高中起点
	陪跑训练营	线上	5980 元	
产品经理学科	基础班	以下 4 座城市	598 元	首次就读 28 元
	就业班	北、上、深	14980 元	大学起点
	周末班	杭州	10980 元	
	就业课	线上	14980 元	
全链路 UI 设计	就业课 (365 天)	线上	9980 元	
C/C++	就业课 (365 天)	线上	9980 元	

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

开展非学历高等教育与学历职业教育业务，执行双轨发展战略。根据公司公告，2017 年，公司设立江苏宿迁传智专修学院，面向高中生提供 3 年专科或 4 年本科的数字化人才技能教学服务。开设专业包括 Java 大数据、全栈 Python、数字媒体艺术三个方向。毕业后取得由上海开放大学授予的成人非全日制专科学历，或成人非全日制本科学历与工学学士学位。2021 年公司非学历高等教育业务营收为 2941 万元，占比 4.4%，2022H1 该项业务营收为 1199 万元，占比 3.1%。

公司于 2021 年 12 月投资举办了宿迁传智互联网中等职业技术学校，该学校为营利性全日制统招民办中等职业学校。学校采用封闭式管理，开设大数据、计算机、软件与信息服务、网络营销、艺术设计与创作、直播电商六大专业；每个专业拥有“就业”与“升学”两种不同招生类型。2022 年中考计划招生人数为 2000 人，学费为 8400 元/学期。

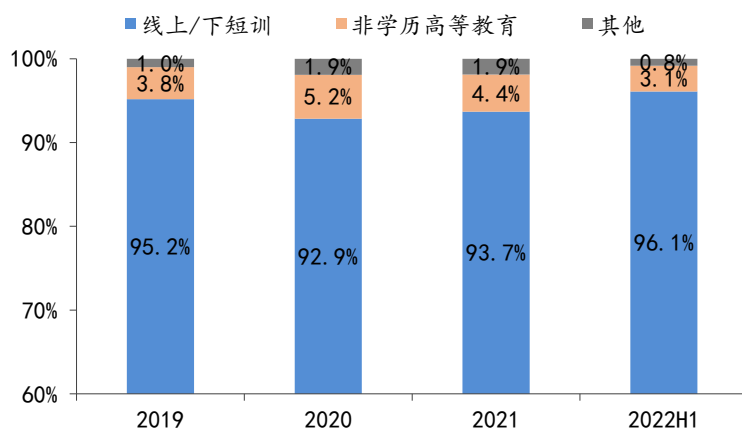
表6：2022 年公司长训课程开设情况

学校	招生类型	专业	计划招生人数	学制与学费	
传智专修学院	专科	Java 应用开发	130	3 年	
		全栈应用开发	130		
		数字媒体艺术	70		
	本科	Java 大数据应用开发	130		4 年
		全栈 Python 应用开发	130		
		数字媒体艺术	70		
传智互联网中等职业技术学校	就业	计算机应用	280	学费 8400 元/学期，共 3 年 6 学期	
		软件与信息服务	280		
		大数据应用	140		
		网络营销	210		
		直播电商服务	245		
		艺术设计制作	245		
	升学	计算机应用	120		
		软件与信息服务	120		
		大数据应用	60		
		网络营销	90		
		直播电商服务	105		
		艺术设计制作	105		

资料来源：公司公告，公司官网，传智互联网学校官网，安信证券研究中心

试水少儿非学科素质教育，少儿编程仍处于起步阶段。2017 年公司依托“酷丁鱼”品牌试运营面向学龄前少年儿童，以少儿美术为主要内容的非学科素质教育业务。2019 年，酷丁鱼转向青少年的在线编程教育培训，目前拥有 Scratch 图形化编程与 Python 西游编程两项课程，单价仅为 9.9 元。目前该业务仍处于起步推广阶段，营收占比较低。

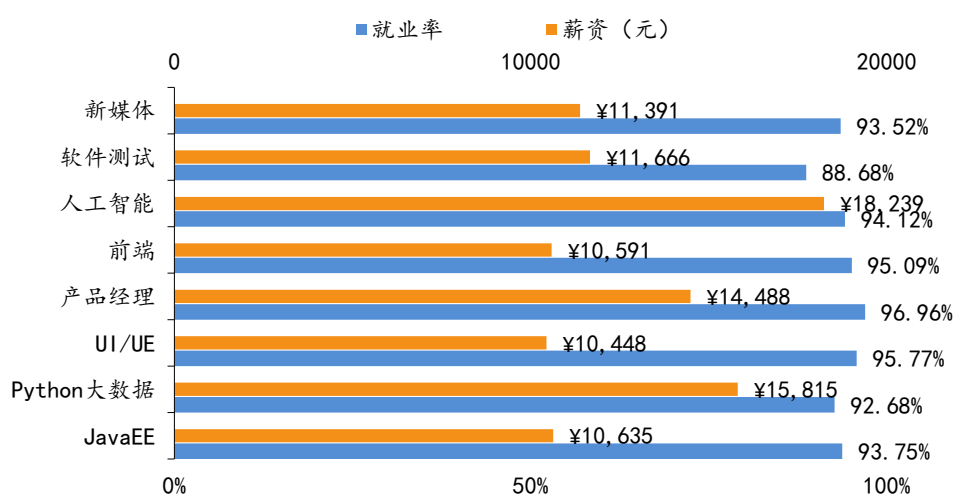
图15. 2019-2022H1 公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

标准课程体系设计，培训成果优秀。自成立以来，公司紧跟技术趋势，上线的课程科目已经经过多次更新与迭代。同时，公司对于培训课程的开发教研与教学实施都有一套标准的流程，保证了课程质量。公司在新开设科目前，会考察研究就业市场真实就业需求，在进行了充分市场调研后才会上线课程。在教学的过程中，公司运用“场景式授课”、“情景式教学法”、“OPEN 教学法”等教学方法保证课程质量，提升学员吸收效率。同时，公司会实时监控及反馈一线的教学情况，生成数据模型并对课程进行升级优化。公司还会根据在这套体系的加持下，公司开设的各个课程都有非常出色的就业成绩，平均就业率超过 90%。

图16. 2021-2022 公司学员就业率数据（抽样 300 班级）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 竞争优势：重教研、重口碑的驱动下，高就业率与低获客成本优势显著

3.2.1. 研发投入+标准体系，助力市场拓展

通常来说，我们可以从“课程安排设计”与“授课执行情况”两个维度去评价一套 IT 培训课程是否优秀。优秀的课程安排设计依赖于公司的教学研究能力，而良好的授课执行情况则取决于公司采用标准化的流程与评价体系去衡量讲师的教学质量与学生的接受程度。二者相辅相成，缺一不可。

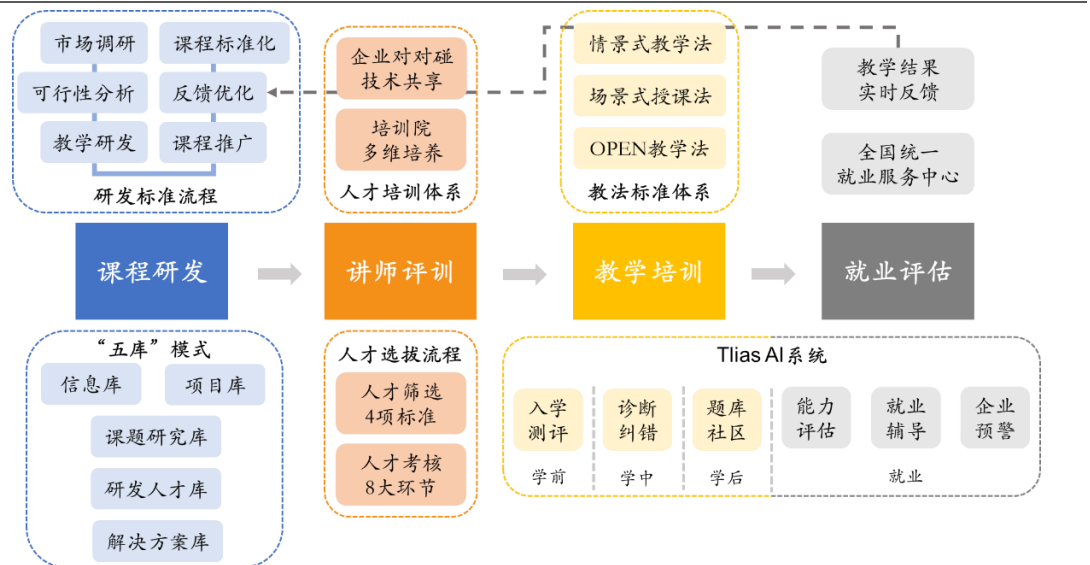
IT 行业更新速度快，每 1-2 年就会迭代新的技术工具，每 3-4 年就会出现新的行业风口。IT 培训机构必须与时俱进，及时推出符合新兴需求的产品课程，才能继续生存与发展。所以，持之以恒的教学研发投入对公司的重要性不言而喻。2021 年传智教育研发费用 0.75 亿元，研发费用率为 11.3%，在行业中处于领先水平。截至 2021 年末，公司拥有 96 人的专职课研人员、176 人的研发团队；教研人员合计 951 人，在全体员工中占比 59.50%。经过多年积累，公司已形成完善的研发管理机制与课程研发流程，能够及时跟进市场需求的变化，保证课程质量。同时，强大的研发体系能够帮助公司减少对讲师的依赖，提高业务的稳定性与盈利能力。

在经营中，公司逐渐形成了全业务链路的标准化运营体系与流程。

- 在业务上游：公司拥有标准的课程研发流程，以需定产。同时，公司拥有 16 级标准的讲师遴选与培养体系，使公司能够持续获得优秀培训讲师人才；
- 在业务中游：公司拥有标准化课程体系与教学实施方法，采用 OPEN 教学法等方式，教授包括理论知识，项目实战，就业面试解析等内容。通过 Tlias AI 系统评估学员学习效果，完成教学质量管控；
- 在业务下游，公司拥有就业服务平台与的教研质量反馈系统。

标准化业务流程对公司发展具有重大意义。对内部来说，公司通过标准化体系流程掌握业务运行情况，及时做出调整。对外部来说，标准化体系可以帮助公司在快速扩大规模的同时保证服务质量，提高管理效率。

图17. 公司标准化经营体系模型



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

研发投入与标准流程在公司扩张的过程中都至关重要，高强度的研发投入与成熟完善的标准化体系流程互为表里，是传智教育快速扩张与未来发展的核心竞争力。

3.2.2. 品牌口碑+产业资源，打造低成本获客优势

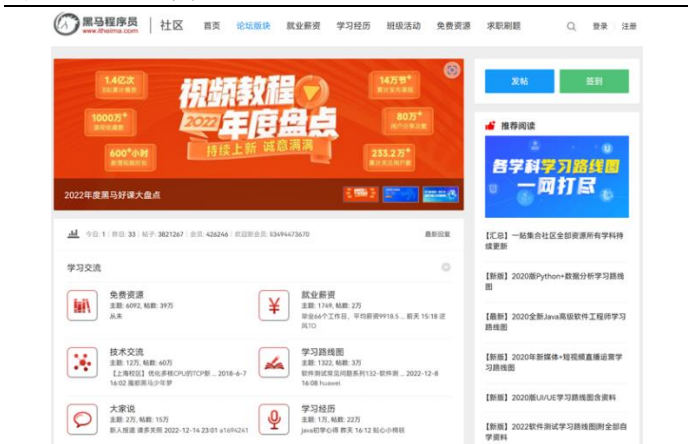
公司的获客渠道主要包括口碑营销、高校合作营销、网络营销。其中口碑获客为公司最主要的获客渠道，贡献约 70% 的客户来源；与高校的合作有效提升了传智在高校及企业中的知名度与影响力；并通过网络营销渠道进行持续曝光，有利于提升公司在潜在用户群中的品牌认知度。

从2006年以张孝祥为首的创业团队发挥个人流量影响力开设第一期黑马程序员培训班开始，口碑营销就成为了传智教育成长过程中重要的一环。公司自成立以来主业聚焦IT短训业务，经过多年的深耕，逐步在行业内树立了良好的品牌形象与口碑。在优质课程与服务的基础上，参培学员的“口口相传”的草根营销方式为公司贡献了约70%的新客户。口碑获客既有助于公司品牌的塑造，也降低了获客成本。疫情前，2016-2019年公司销售费用率较低，大致介于8%-13%，显著低于同期达内教育的30%-55%，也低于中公教育的16%-20%。

高校合作渠道方面，在发展的过程中，传智教育逐渐与需求端的企业与供给端的高校积累了深厚的合作关系。在企业层面，传智教育与华为、百度、IBM、库柏特机器人、中国软件、红象云腾、金山云等知名企业在定向人才培养与技术课程研发上都达成了深度合作。在高校层面：传智教育与超过2300所高校达成课程内容及教学支持合作，与近600所高校达成就业实训合作，通过一体化就业人才培养，教学资源提供，人才就业实训等模式，有效提升了公司在高校中的知名度与影响力。丰富的校企产业资源不仅促进了公司教学与就业服务水平提升，同时也成为了公司重要营销渠道。

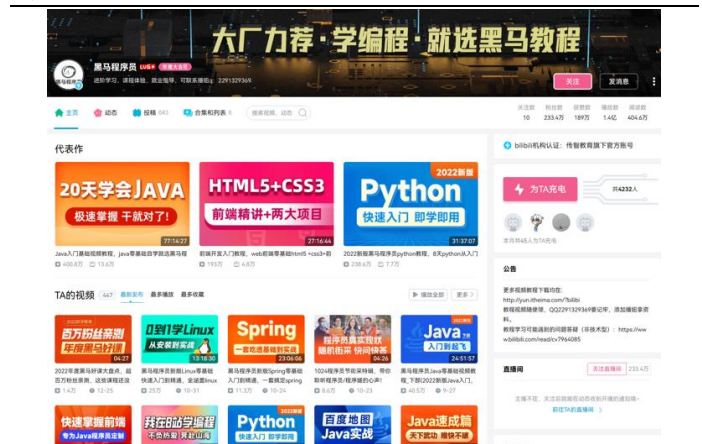
网络营销方面，依托强大的研发优势，公司创作分享了大量优质教育资源。截至目前，公司出版IT教材131本，发行图书580万余册。公司于B站发布的c/c++相关课程播放量超过2500万，Python相关课程播放量超过3000万，Java相关课程播放量超过4000万。这些资源都转化为了公司的品牌形象与口碑。通过黑马程序员BBS、传智汇等平台，公司运营了多个社群。在这些渠道上不仅有技术问题的交流，还有许多真实的就业数据与案例分析，有力支持了公司的营销活动。

图18. 黑马程序员 BBS 页面



资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

图19. 公司 B 站页面

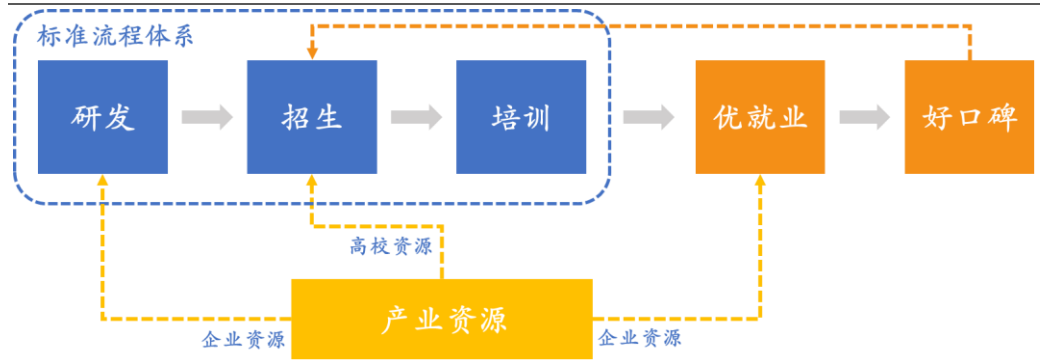


资料来源：工信部，Wind，安信证券研究中心

在优秀品牌口碑与丰富产业资源的加持下，传智科技在获客成本上，相较于竞争对手有着显著的优势，构筑起公司的核心竞争力之一。

四位一体，铸就竞争力闭环。高强度研发投入与标准化流程体系保证教学质量和学生就业率，优秀课程带来的口碑为公司获得更多客户，企业高校的产业资源则渗透进业务的各个方面。研发投入、标准体系、品牌口碑、产业资源，四个关键词贯穿传智教育业务全流程，环环相扣，铸就了公司竞争力闭环。

图20. 公司竞争力模型



资料来源：安信证券研究中心

3.3. 成长看点：短期短训业务利润弹性大，长期职业学历教育有望贡献增量

公司课程产品主要为线下授课模式，受疫情短期冲击影响，2020、2021 年公司线下业务的开展受阻，收入规模下滑。但经过 2 年的调整，公司摸索出了疫情下的课程服务与运营体系，带动 2022 年收入规模的恢复增长与利润率的大幅提升。我们认为 2023 年起，公司未来的发展逻辑在于：

- 短期看公司短训业务的业绩修复，疫后公司线下扩张将恢复正常节奏，继续推进募投项目的网点扩张，招生规模与收入有望持续攀升；同时，公司在疫情期间的运营效率优化，在疫后有望持续，预计利润增速将大于收入增速，2023 年公司利润有望创新高。
- 长期看公司数字化人才职业培训与职业学历教育的落地开花。基于在 IT 领域积累起的教研优势与渠道优势，公司向 IT 高等职业教育与学历教育进行拓展，中远期看，随着院校招生稳步推进，有望贡献业绩增量。

3.3.1. 短期：校区增扩、课程补充，短训业务业绩修复弹性大

疫后募投项目稳步推进，扩展教学网点。公司的短训业务目前共有 19 个教学中心，主要分布在一线城市及省会城市。2013-2018 年，公司以每年 3-5 个校区的速度扩张。在公司招股说明书中，公司拟通过 IT 职业培训能力拓展项目，扩建上海、深圳等 5 个教学中心，新建南昌、青岛等 6 个二线城市教学中心，扩大二线城市办学规模。**全部教学中心扩建或新建完成后，公司服务能力将增加 30587 人次/年，预计实现年销售收入 6.71 亿元。**但是由于疫情影响，公司的扩张计划暂时被搁置。随着社会经济环境逐渐好转，公司的市场拓展有望继续稳步推进。不同于部分友商依托母公司“大水漫灌”，先布局网点再招生的扩展方式，传智教育在校区建设扩展上也遵循了“以需定产”的原则。公司会根据统一的招生咨询中心的咨询量，来判断新地区的需求量，然后在需求量符合一定标准的地区开设新的网点，校区面积与人员配置等也会根据需求量灵活安排。

在数字化人才需求存在较大缺口的环境下，公司近两年紧跟行业风口，拓展泛 IT 课程产品，持续扩大招生范围。数字化人才包括以人工智能、大数据、智能制造、软件、互联网、区块链等数字化专业人才（原 IT 专业人才），以及数据分析、网络营销、新媒体等数字化应用人才（原泛 IT 人才）。2021 年，公司上线了人工智能课程，同时，物联网、区块链等课程也在紧锣密鼓的开发中，新课程的研发能够扩充公司的课程产品线，是公司未来持续发展的重要保障。随着校区的扩充与新建，课程的更新与迭代，公司的营收有望逐步增长。

运营效率将得到持续优化，利润率提升显著。公司课程产品主要为线下授课模式，受疫情短期冲击影响，2020、2021 年公司线下业务的开展受阻，收入规模下滑。但经过 2 年的调整，公司摸索出了疫情下的线上教学服务的高效运营方法，即一套线下面临封校时转移到线上教学，并保持正常教学服务运营与线下效果相仿的服务体验的方法，这带动了公司 2022 年前三季度收入规模的恢复增长，以及利润率的显著提升。2022 年前三季度公司毛利率为 60.2%，同比提升 11.3pct；归母净利率为 26.6%，同比提升 13.6pct。公司利润率的提升主要原因有

三：1) 招生整体规模增长进而摊薄成本；2) 课时缩短提高翻台率，同时降低包括单位房租与老师在内的成本；3) 公司更关注可持续发展，在班均、老师人效等数据上公司会采用更精细化的跟踪。

3.3.2. 长期：IT 职业培训与职业学历教育双轨发展，有望贡献业绩增量

短训业务是公司目前的业务核心，但是成人短期 IT 培训业务有着复购率极低、产品生命周期较短的固有劣势。总结行业经验，当传统的短训业务规模扩展、市场下沉到一定程度后，边际效应将开始逐步显现，即不开设新校区无法扩展营收，开设新校区毛利率降低，甚至无法覆盖成本。所以从长期来看，我们更加应该关注公司在产业资源与学历教育上的战略布局。公司的主要产业资源优势体现在：

- 1) 公司是行业标准的制定者，传智教育目前已成为工信部软促中心（CSIP）的战略合作伙伴和资源提供方，成为国家信息技术紧缺人才培养工程（NITE）软件开发与应用方向的人才培养标准的制定者和资源提供方。
- 2) 公司建设了黑马程序员 BBS、传智汇等多个产业资源平台；通过自有平台或者商业网站、出版社输出了大量优秀的技术资源。
- 3) 公司与众多高校、企业在人才培养与教学科研上都达成了深度合作。目前，公司对于产业资源的运用集中在支持课程研发与口碑营销，但其中直接提供的服务与资源以及背后蕴含的高流量在未来都有丰富的变现机会。

拓展数字化人才培养的非学历高等教育与学历教育领域。公司于 2017 年开始运营主要面向高中毕业生的数字化人才非学历高等教育业务，设立江苏宿迁传智专修学院，标志着传智教育切入 IT 非学历高等教育领域，截至 2022 年上半年，已累计培养毕业生 1000 余人，现有在校生 600 余人。为了完善与提升公司数字化人才职业培训与职业学历教育双轨发展布局，公司于 2021 年 12 月投资举办了宿迁传智互联网中等职业技术学校，为一所营利性全日制统招民办中等职业学校。

在数字化人才高等教育领域，公司以“传智专修学院”为平台，主要面向高中毕业生，提供周期为 4.5 年的数字化人才技能教学服务，并与公办大学合作办学推出“技能+学历”的业务模式，培养应用型数字化人才。根据公司公告，该业务采用先付费与后付费两种收费模式，后付费模式“上学期间不收学费、毕业月薪不达 8000 元不收学费（一线城市）”。传智专修学院以计算机应用技术专业为主，现有 Java 大数据、全栈 Python、数字媒体艺术三个方向。

传智专修院校区共占地 57 万平方米，可以容纳 10000 名学生的学习生活，满足大学的学术交流与科研发展需求。目前，传智专修学院在校学生仅为 600 余人。除去公司通过入学考试筛选学生，稳健扩张的经营策略外，另一个制约招生因素是学院无法取得普遍认可的统招高等教育学历。若未来传智专修学院能够取得大专/本科办学资质，入学人数有望迅速扩张。

在数字化职业学历教育领域，公司于 2021 年 12 月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。传智互联网学校融入了传智教育的高品质教育资源与教学团队，于 2022 年开始招生。宿迁市教育局发布了“2022 年宿迁中等学校招生计划”，其中传智互联网学校（招生代码：3204）计划招生人数 2000 人，共开设 6 个专业，招生类型分为就业型与升学型两类。根据传智互联网学员官方公众号，2023 年招生工作已启动，6 个专业计划招生 1200 人，收费标准为学费 8400 元/学期。

表7：2023 年传智互联网学校招生计划及专业

专业设置	学制	招生计划	培养方向	培养目标	专业方向核心课程
计算机应用	3 年	300 人	升学/就业	计算机应用专业主要培养能够完成软件产品程序设计、开发、测试、维护升级等工作的互联网行业应用型技术人才	计算机应用基础、网页设计与制作、Java 编程技术、数据库 MySQL、大数据标注技术
软件与信息服务	3 年	200 人	升学/就业	软件与信息服务专业主要培养能够完成智能终端界面开发，具备 Web 前端开发等工作的互联网行业应用型技术人才	网页设计与制作、Java-script 编程技术、移动端开发、前端开发框架技术
大数据技术应用	3 年	200 人	升学/就业	大数据应用专业主要培养能够运用大数据技术且擅长软件开发，能将数据与业务更好结合的互联网行业应用型技术人才	大数据技术应用基础、Java 编程技术、数据库 MySQL、大数据标注技术
网络营销	3 年	100 人	升学/就业	网络营销专业主要培养能够掌握电子商务理论和技术能，为企业打造运营体系，将产品转化的互联网行业应用型技术人才	网络和市场营销基础、电子商务基础、网店运营、新媒体运营、短视频运营
直播电商	3 年	100 人	升学/就业	直播电商专业主要培养能够运用直播电商理论和技术技能，完成新媒体、直播、短视频营销推广等工作的互联网行业应用型技术人才	直播电商基础、网店运营、新媒体运营、短视频运营、直播运营
艺术设计与制作	3 年	300 人	升学/就业	艺术设计与制作专业主要培养能够完成平面设计、多媒体设计、视觉传达、摄影等工作的互联网行业应用型技术人才	绘画基础（素描、色彩）、AI/AE 设计、平面设计、UI 设计、影视后期制作

资料来源：传智互联网学校官方公众号，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

(1) 分业务盈利预测假设

传智的业务主要分为数字化人才短期培训，数字化人才非学历高等教育及其他业务三部分。其中数字化人才短期培训为公司核心业务，业务收入占比超 90%，为公司贡献了绝大多数利润。我们认为中短期内，随着线下教学的有序恢复及公司校区增扩计划的推进，传智教育有望争夺更多的市场份额。长远来看，面向初高中生提供长期培训的学历/非学历职业教育业务将成为未来业绩新的增长点。根据测算，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 8.28/9.94/11.75 亿元，增速为 24.7%、20.1%、18.1%。具体分业务看：

- **短期培训**：为公司核心业务，随着线下教学恢复及后续扩张计划的稳步推进，公司该业务收入增速将回升。我们预计公司 2022-2024 年短期培训业务收入增速为 25.8%、20.8%、18.7%；
- **非学历高等教育**：随着招生规模的扩大，我们预计公司 2022-2024 年该业务收入增速为 5.0%、5.0%、5.0%。
- **其他业务**：学历职业教育与青少年素质教育业务均处于起步阶段，随着业务版图不断铺开，该部分业务收入将稳步增长。我们预计公司 2022-2024 年该业务收入增速为 20.0%、15.0%、15.0%。

表8：公司分业务收入预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	923.7	639.6	663.9	828.0	994.1	1,174.5
YOY	16.7%	-30.8%	3.8%	24.7%	20.1%	18.1%
毛利	455.6	287.6	324.2	480.3	586.5	704.7
毛利率	49.3%	45.0%	48.8%	58.0%	59.0%	60.0%
线上/下短训收入	879.1	593.9	622.0	782.2	944.5	1,120.7
YOY	16.0%	-32.4%	4.7%	25.8%	20.8%	18.7%
非学历高等教育收入	35.40	33.47	29.42	30.89	32.43	34.06
YOY	35.9%	-5.4%	-12.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他收入	9.16	12.24	12.46	14.95	17.19	19.77
YOY	31.24%	33.63%	1.77%	20.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

(2) 关键经营指标假设

- **综合毛利率**：2022 年前三季度，公司综合毛利率为 60.2%，同比提升 11.3 个百分点，运营效率显著提升，超过疫情前的水平，体现了公司在降本增效、人效提升、网点坪效优化上的成果斐然。后续随着线下招生与教学的有序恢复，公司的高毛利率将会持续，且稳步提升。我们预计公司 2022-2024 年综合毛利率为 58.0%、59.0%、60.0%。
- **销售费用率**：疫情前公司的销售费用率不到 14%，而最近 3 年公司的销售费用率介于 15%-17%，系员工提成增加与宣传推广投入增大。随着公司收入规模的恢复增长，销售费用率预计将缓慢降低。我们预计公司 2022-2024 年销售费用率为 15.7%、15.0%、14.5%。
- **管理费用率**：近些年公司管理费用率相对稳健，随着收入规模扩大，我们预计公司管理费用率将稳中有降。我们预计公司 2022-2024 年管理费用率为 10.4%、10.2%、10.0%。
- **研发费用率**：研发是公司赖以生存的基础，预计未来公司将继续保持高水平的研发投入，我们预计公司 2022-2024 年研发费用率为 8.1%、8.3%、8.5%。
- **财务费用率**：我们预计公司 2022-2024 年财务费用率为 1.4%、1.3%、1.2%。

表9：关键财务指标假设（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	74.50	122.45	105.42	104.09	130.00	149.12	170.30
销售费用率	9.4%	13.3%	16.5%	15.7%	15.7%	15.0%	14.5%
管理费用	89.71	99.95	75.09	78.31	86.12	101.40	117.45
管理费用率	11.3%	10.8%	11.7%	11.8%	10.4%	10.2%	10.0%
研发费用	41.69	64.33	74.19	75.25	67.07	82.51	99.83
研发费用率	5.3%	7.0%	11.6%	11.3%	8.1%	8.3%	8.5%
财务费用	(2.86)	(10.14)	(7.82)	14.36	11.59	12.92	14.09
财务费用率	-0.4%	-1.1%	-1.2%	2.2%	1.4%	1.3%	1.2%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

(3) 投资建议与估值

公司作为 IT 教育培训行业的领先者，拥有较强的研发实力、优质的师资与良好的行业口碑。短期关注公司短训业务收入的恢复增长，叠加成本运营端的优化，公司 2023 年的净利润有望创新高；长期看，依托现有教研优势，公司将完善数字化人才职业培训与职业学历教育的双轨发展布局，有望贡献业绩增量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.9/2.4/2.9 亿元，对应 PE 为 36/29/24X，考虑 IT 培训市场竞争格局分散与持续扩容，赛道优异，未来公司有望受益于市占率与利润率的双提升。给予公司一定的估值溢价，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE 估值，对应目标价为 20.7 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表10：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002607.SZ	中公教育	5.02	309.60	-10.50	11.52	14.92	-	26.88	20.75
605098.SH	行动教育	36.17	42.71	1.74	2.25	2.77	20.84	19.00	15.45
603377.SH	东方时尚	7.37	53.12	-0.37	2.35	3.21	-	22.60	16.55
300688.SZ	创业黑马	21.62	36.19	-0.83	0.74	1.35	-	48.90	26.81
平均值								29.34	19.89

资料来源：股价与市值数据来源 Wind，安信证券研究中心

股价与市值对应日期为 2023 年 3 月 14 日；可比公司中公教育、行动教育与创业黑马的业绩预测来自于安信研究的最新覆盖报告，东方时尚业绩预测来源于 Wind 一致预期；中公教育、东方时尚、创业黑马 2022 年利润预测取各家公司业绩预告中的中值

5. 风险提示

市场变化风险：目前 IT 人才的市场需求较大，目前仍在稳健发展。但仍不能排除下游行业系统性风险发生的可能性以及未来新的产业升级对 IT 行业的冲击，在此情况下，IT 人才的市场需求将有所下降，IT 教育培训行业市场容量可能萎缩。同时，IT 行业技术更新迭代速度快，公司可能无法及时适应市场需求的变化，对公司的经营产生不利影响。

行业竞争加剧风险：IT 教育培训产业的市场规模在不断扩大，进入该行业的企业也越来越多，培训产品的同质化竞争日益严重。公司在未来可能面临着较大的市场竞争加剧的风险，市场份额与经营业绩可能在日益激烈的市场竞争环境下受到冲击，对公司的经营产生不利影响。

人才流失的风险：部分员工与管理人员因自身发展规划等原因离职，骨干员工的流失可能对公司的教学质量、品牌造成不利影响，并在一定程度上影响公司的盈利能力，对公司的经营产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	639.6	663.9	828.0	994.1	1,174.5	成长性					
减: 营业成本	352.1	339.6	347.8	407.6	469.8	营业收入增长率	-30.8%	3.8%	24.7%	20.1%	18.1%
营业税费	0.2	2.0	1.9	1.9	2.8	营业利润增长率	-76.7%	77.7%	164.3%	27.2%	24.4%
销售费用	105.4	104.1	130.0	149.1	170.3	净利润增长率	-63.9%	18.1%	147.0%	24.6%	22.2%
管理费用	75.1	78.3	86.1	101.4	117.4	EBITDA 增长率	-73.3%	71.3%	150.8%	25.6%	23.0%
研发费用	74.2	75.2	67.1	82.5	99.8	EBIT 增长率	-74.4%	76.6%	154.8%	26.3%	23.6%
财务费用	-7.8	14.4	11.6	12.9	14.1	NOPLAT 增长率	-78.1%	143.9%	115.6%	26.3%	23.6%
资产减值损失	-5.3	2.3	-1.0	-1.4	-	投资资本增长率	-26.0%	100.0%	10.3%	-17.4%	7.8%
加: 公允价值变动收益	-	0.5	-	-	-	净资产增长率	9.2%	42.6%	15.6%	15.7%	16.8%
投资和汇兑收益	9.3	20.6	16.2	15.4	17.4						
营业利润	42.7	76.0	200.8	255.4	317.6	利润率					
加: 营业外净收支	21.2	4.1	14.8	13.4	10.8	毛利率	45.0%	48.8%	58.0%	59.0%	60.0%
利润总额	64.0	80.1	215.6	268.8	328.4	营业利润率	6.7%	11.4%	24.3%	25.7%	27.0%
减: 所得税	-1.1	3.2	25.9	32.3	39.4	净利润率	10.2%	11.6%	22.9%	23.8%	24.6%
净利润	65.1	76.8	189.8	236.5	289.0	EBITDA/营业收入	7.8%	12.9%	26.0%	27.2%	28.3%
						EBIT/营业收入	7.4%	12.6%	25.7%	27.0%	28.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	2	2	1	0	0
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	-151	-123	-139	-131	-93
货币资金	837.0	832.9	1,234.3	1,351.9	1,638.2	流动资产周转天数	503	592	652	634	601
交易性金融资产	-	400.5	400.5	400.5	400.5	应收帐款周转天数	4	5	4	4	4
应收帐款	9.7	8.3	8.3	14.5	12.9	存货周转天数					
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	628	776	804	732	690
预付帐款	9.4	6.4	10.5	10.1	12.6	投资资本周转天数	-147	-181	-203	-162	-129
存货	-	-	-	-	-						
其他流动资产	13.2	64.9	32.6	36.9	44.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	6.3%	13.5%	14.6%	15.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	4.4%	9.7%	11.3%	12.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-11.8%	-39.0%	-42.0%	-48.2%	-72.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3.3	2.5	0.4	-0.8	-0.8	销售费用率	16.5%	15.7%	15.7%	15.0%	14.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	11.7%	11.8%	10.4%	10.2%	10.0%
无形资产	2.7	3.5	2.8	2.1	1.4	研发费用率	11.6%	11.3%	8.1%	8.3%	8.5%
其他非流动资产	235.8	430.3	260.3	278.2	297.1	财务费用率	-1.2%	2.2%	1.4%	1.3%	1.2%
资产总额	1,111.0	1,749.2	1,949.6	2,093.4	2,406.7	四费/营业收入	38.6%	41.0%	35.6%	34.8%	34.2%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	31.6	10.9	33.8	22.3	39.0	资产负债率	23.5%	30.7%	28.0%	22.5%	21.2%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	30.7%	44.2%	39.0%	29.0%	26.9%
其他流动负债	229.1	298.0	437.3	346.9	337.2	流动比率	3.33	4.25	3.58	4.91	5.61
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.33	4.25	3.58	4.91	5.61
其他非流动负债	-	227.3	75.8	101.0	134.7	利息保障倍数	-6.03	5.80	18.32	20.76	23.54
负债总额	260.7	536.2	546.8	470.3	510.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.02	0.02	-	0.04	0.04
股本	362.2	402.4	402.4	402.4	402.4	分红比率	10.5%	10.0%	0.0%	6.8%	5.6%
留存收益	488.1	810.5	1,000.3	1,220.7	1,493.4	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%
股东权益	850.3	1,213.0	1,402.8	1,623.1	1,895.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	65.1	76.8	189.8	236.5	289.0
						加: 折旧和摊销	22.3	20.5	2.8	1.9	0.7
						资产减值准备	5.3	5.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.5	-	-	-
						财务费用	-	14.9	11.6	12.9	14.1
						投资收益	-9.3	-20.6	-16.2	-15.4	-17.4
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	17.0	63.0	212.8	-105.3	12.0
						经营活动产生现金流量	16.1	190.8	400.7	130.8	298.4
						投资活动产生现金流量	-51.3	-414.5	51.3	9.5	9.6
						融资活动产生现金流量	-1.4	221.6	-50.7	-22.6	-21.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.16	0.19	0.47	0.59	0.72
						BVPS(元)	2.11	3.01	3.49	4.03	4.71
						PE(X)	105.6	89.4	36.2	29.0	23.8
						PB(X)	8.1	5.7	4.9	4.2	3.6
						P/FCF	-527.4	19.2	35.0	43.6	20.9
						P/S	10.7	10.3	8.3	6.9	5.8
						EV/EBITDA	-	79.2	23.1	17.9	13.6
						CAGR(%)	53.8%	55.5%	1.7%	53.8%	55.5%
						PEG	2.0	1.6	21.0	0.5	0.4
						ROIC/WACC	-1.1	-3.7	-4.0	-4.6	-6.9
						REP	-	4.1	2.5	2.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034