

**投资评级 优于大市 维持**

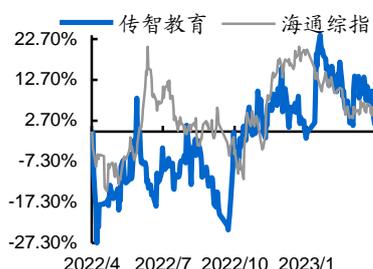
## 22 年收入 8 亿增 20.9%，扩张布局蓄力复苏

**股票数据**

04月19日收盘价(元)	15.46
52周股价波动(元)	11.27-20.83
总股本/流通A股(百万股)	402/174
总市值/流通市值(百万元)	6222/2691

**相关研究**

《实力+口碑铸就IT培训黑马，员工持股激发内生动力》2022.11.09

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.6	-14.7	-3.4
相对涨幅 (%)	-13.8	-17.0	-2.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@haitong.com

证书:S0850517050001

**投资要点:**

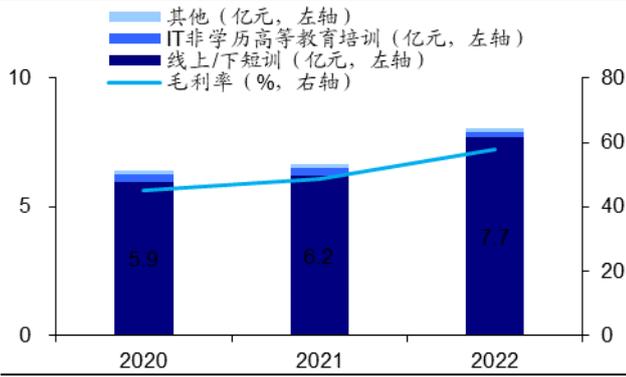
- 公司 4 月 18 日发布 2022 年报。**①**2022:** 公司实现收入 8.0 亿元, 同比增长 20.9%; 毛利率 57.7%, 同比增长 8.9pct; 归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 135.3%, 较 19 年增长 0.3%。②**4Q22:** 公司收入 1.8 亿元, 同比增长 3.5%; 毛利率 49%, 同比增长 0.3pct, 归母净利润 1510 万, 同比增长 13.7%。
- 2022 年线上与线下短训业务毛利率 8.9%同比+9.5pct。**①**线上/下短训:** 2022 年收入 7.7 亿元, 同比增长 23.8%, 占总收入的 95.9%; 毛利率 58.9%, 同比增长 9.5pct, 2H22 收入 4 亿元, 同比增长 17.6%, 毛利率 57.5%, 同比增长 5.6pct, 我们判断主因公司线下招生恢复, 带动收入和效率提升。2022 年末公司合同负债 1.8 亿元, 同比增长 0.9%, 相当于 19 年底预收款项的 82.1%, 我们判断, 2-3Q23 公司培训业务有望持续复苏。②**非学历高等教育:** 2022 年公司非学历高等教育业务收入 1931 万元, 同比下降 34.4%。③**学历中等职业教育:** 2022 年公司学历中等职业教育业务收入 155 万元。
- 4Q22 期间费用率同比下降 4.7pct。**①**4Q22:** 公司期间费用率 37.87%, 同比下降 4.7pct。销售、管理、研发、财务费用各 0.27 亿元、0.23 亿元、0.17 亿元、0.02 亿元, 费用率各为 14.8%、12.7%、9.2%、1.1%, 同比各-1.8pct、-0.4pct、-2.4pct、0.0pct。②**2022:** 公司期间费用率 35.8%, 同比下降 5.2pct。销售、管理、研发、财务费用各 1.24 亿元、0.86 亿元、0.67 亿元、0.11 亿元, 费用率各为 15.5%、10.7%、8.3%、1.3%, 同比各-0.2pct、-1.1pct、-3.0pct、-0.8pct。我们判断公司费用率改善主因收入持续恢复。
- 教研实力突出, 持续扩张业务布局。**①**教研实力突出:** 公司编著的 8 本教材入选“十三五”职业教育国家规划教材书目, 6 本入选“十四五”职业教育江苏省规划教材。截止 2022 年年末, 公司已自主出版数字化人才培养教材 134 本, 与 2400 余所高校达成课程内容及教学支持合作。②**持续扩张规模:** 公司计划进一步开拓新的教学场地、扩大招生规模, 同时加大在线教育投入、严控教学质量、强化广告宣传, 提升知名度。③**职业教育:** 1M23 公司全资子公司大同好学申请举办的大同互联网职业技术学院获批同意组织实施。
- 盈利预测及估值:** 我们认为, 公司业务有望随疫情修复和规模扩张而持续增长, 预计公司 2023-25 年收入分别为 9.63、11.60、13.29 亿元, 分别同比增长 20.0%、20.4%、14.6%, 归母净利润分别为 2.22、2.83、3.48 亿元, 同比增长 23.0%、27.3%、22.9%。我们判断, 在国家数字化转型进程的大背景下, 数字化人才培养需求有望持续保持高热度, 公司有望借出色教研能力和口碑取得优秀的经营表现。参考可比公司, 给予公司 23 年 35-40 倍 PE, 对应合理价值区间为 19.34-22.10 元/股, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧风险, IT 行业人才需求减弱风险。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	664	803	963	1160	1329
(+/-)YoY(%)	3.8%	20.9%	20.0%	20.4%	14.6%
净利润(百万元)	77	181	222	283	348
(+/-)YoY(%)	18.1%	135.3%	23.0%	27.3%	22.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.45	0.55	0.70	0.86
毛利率(%)	48.8%	57.7%	57.5%	57.5%	57.5%
净资产收益率(%)	6.3%	13.5%	14.2%	15.4%	16.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**图1 公司收入结构及毛利率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 公司合同负债/预收账款变动趋势**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表1 传智教育可比公司估值表**

	中公教育 (2023)	新东方 (FY2024)	平均
<b>PE (倍)</b>	<b>52.32</b>	<b>21.41</b>	<b>36.87</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

注: 因原可比公司美吉姆无一致预期, 补充中公教育作为可比公司; 新东方财年截止日为5月31日, 故选择新东方2024财年一致预期作为公司2023年估值水平的参考; 中公教育、新东方PE分别对应4月19日A股、4月18日美股收盘价。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>803</b>	<b>963</b>	<b>1160</b>	<b>1329</b>
每股收益	0.45	0.55	0.70	0.86	营业成本	340	410	492	566
每股净资产	3.33	3.88	4.56	5.39	毛利率%	57.7%	57.5%	57.5%	57.5%
每股经营现金流	0.69	0.70	0.88	1.08	营业税金及附加	3	3	4	4
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	124	154	180	193
P/E	34.42	27.98	21.98	17.88	营业费用率%	15.5%	16.0%	15.5%	14.5%
P/B	4.65	3.99	3.39	2.87	管理费用	86	96	114	129
P/S	7.75	6.46	5.37	4.68	管理费用率%	10.7%	10.0%	9.8%	9.7%
EV/EBITDA	23.45	19.24	14.91	11.60	EBIT	182	214	278	346
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	11	2	1	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.3%	0.2%	0.1%	-0.1%
毛利率	57.7%	57.5%	57.5%	57.5%	资产减值损失	-8	0	0	0
净利润率	22.5%	23.1%	24.4%	26.2%	投资收益	23	26	29	33
净资产收益率	13.5%	14.2%	15.4%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>241</b>	<b>310</b>	<b>383</b>
资产回报率	9.8%	11.0%	11.7%	12.3%	营业外收支	9	12	12	12
投资回报率	10.2%	11.2%	12.1%	12.9%	<b>利润总额</b>	<b>209</b>	<b>253</b>	<b>322</b>	<b>395</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	265	275	339	397
营业收入增长率	20.9%	20.0%	20.4%	14.6%	所得税	28	30	39	47
EBIT 增长率	203.7%	17.8%	30.0%	24.3%	有效所得税率%	13.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	135.3%	23.0%	27.3%	22.9%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>181</b>	<b>222</b>	<b>283</b>	<b>348</b>
资产负债率	27.3%	23.0%	24.4%	23.6%					
流动比率	4.29	5.02	4.35	4.57	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	4.15	4.86	4.23	4.46	货币资金	929	1049	1353	1803
现金比率	2.64	3.03	2.87	3.29	应收账款及应收票据	9	6	13	9
<b>经营效率指标</b>					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	3.36	2.92	3.01	3.04	其它流动资产	572	685	682	689
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	1511	1740	2048	2501
总资产周转率	0.45	0.50	0.52	0.51	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	346.02	468.89	651.86	898.85	固定资产	2	2	2	1
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	3	2	2	1
					非流动资产合计	331	288	377	336
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1841</b>	<b>2028</b>	<b>2425</b>	<b>2837</b>
净利润	181	222	283	348	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	3	21	3	23
非现金支出	94	61	61	51	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-21	-34	-38	-43	其它流动负债	349	325	468	524
营运资金变动	22	34	50	79	流动负债合计	352	346	471	547
<b>经营活动现金流</b>	<b>276</b>	<b>284</b>	<b>356</b>	<b>435</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-4	-66	-135	5	其它长期负债	151	121	121	121
投资	-110	-100	0	0	非流动负债合计	151	121	121	121
其他	32	90	29	33	<b>负债总计</b>	<b>503</b>	<b>467</b>	<b>591</b>	<b>668</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-82</b>	<b>-76</b>	<b>-106</b>	<b>39</b>	实收资本	402	402	402	402
债权募资	0	-82	70	-5	归属于母公司所有者权益	1338	1561	1834	2169
股权募资	27	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-125	-7	-16	-19	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1841</b>	<b>2028</b>	<b>2425</b>	<b>2837</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-97</b>	<b>-88</b>	<b>54</b>	<b>-24</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>96</b>	<b>120</b>	<b>304</b>	<b>450</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 19 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

汪立亭 批发与零售贸易行业, 社会服务行业  
 许樱之 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 丸美股份

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。