

中国东方教育(00667)

报告日期: 2024年11月09日

职教龙头行稳致远, 战略转型效果有望兑现

——中国东方教育深度报告

投资要点

□ 公司是国内最大的职业技能教育供应商。截至2023年, 公司拥有院校245所, 实现全国全覆盖, 平均在校生人数超过14万人。我们复盘认为, 2019年公司利润率达到历史峰值23.04%, 2020-2022年外部环境冲击叠加激进扩张导致利润率持续下行, 战略转型调整后在2023-2024年逐渐企稳回升。当前时点我们认为, 公司有望迎来外部环境修复+内部治理改善, 2023年经调整净利润率为7.07%, 2019年峰值时为23.04%。长期来看, 区域中心贡献招生增量和利润率修复空间。

□ **内部战略升级: 从招生/收入导向到利润导向, 从下沉扩张到区域中心。**

(1) 2019-2021年公司采取低线城市下沉新建校区的发展策略, 学校数量从2018年底的156家快速扩张到2022年底的244家, 平均每年新开学校22家, 但低线城市新学校招生及运营效果不及预期, 拖累利润率。未来增长模式转变为在公司生源大省建立区域中心, 战略转型效果有望持续兑现。

(2) 增长压力下综合性专业竞争力不足, 积极调整招生班型结构, 学历牌照升级满足既有升学需求。面对招生端较大压力, 过去公司新招生发力短训和三年制综合性专业, 但同时带来了短训生均获客成本较高、综合性专业未形成氛围的问题。未来公司可能逐渐减少三年制综合性专业及短训招生的要求, 内部管理目标有望从招生/收入导向转为利润导向, 在校生结构有望更加健康, 带来更加稳健的收入增长, 招生班型结构的调整亦有望带来利润率的修复。

□ **外部环境改善: 公办中职院校竞争可能边际趋缓, 就业压力下或迎来高质量职教需求回归。**

(1) 2020-2022年线下授课及招生场景受到冲击, 2023年以来招生逐渐修复。公司招生过程依赖于学生及家长到校区实地考察, 线下场景的破坏对公司招生影响较大。此外, 线下授课场景受到影响, 可能导致学生流失率亦有所提升;

(2) 财政补贴增速放缓或导致和公办中职学校竞争边际趋缓, 同时就业压力下有望驱动就业导向型职教需求回归。职普分流导向下, 综合高中和中职升学潮愈演愈烈, 而职教升学公办中职学校经费主要来自财政拨款支持, 2019年以来公办职业院校迎来较强的招生及补贴政策, 对民办职业院校招生产生一定分流影响, 但随着普高财政经费增速放缓, 公办补贴力度下滑, 竞争可能边际趋缓。同时, 随着职教改革逐渐深化, 单纯追求学历提升可能未必产生预期的就业回报, 当前就业压力较大的背景下, 公司以就业为导向兼具职教升学路径, 有望利好招生企稳。

□ **长期看区域中心战略意义: 提高办学层级拉长学制, 招生影响力扩大, 规模效应降本增效。**

我们认为区域中心战略具有显著的规模效应: (1) 需求集中度提升, 提升单校质量应对公办院校竞争; (2) 依托政府资源, 顺应职教提质培优的政策方向, 精准对接地方产业发展和企业用工需求; (3) 升级学历牌照拉长学制, 增强长期课程学生的稳健性, 同时一个办学牌照覆盖多个品牌和专业, 提升各专业招生实力和学校的抗风险能力; (4) 降本增效, 通过区域中心实现规模效应, 不仅节省租赁成本、管理费用, 而且节省广告开支和渠道代理费用。7个区域中心有望承载集团70%-80%的长训学生, 短/中/长期有望带来净利润率0.8/2.5/7.5pct的优化。长期来看区域中心净利润率有望达到30%+, 对标民办高教标的的利润率水平。

□ **盈利预测与估值**

公司作为国内最大的职业技能教育供应商, 职业技能实训和就业竞争力优势突出, 新东方烹饪、万通电脑、新华汽车等品牌优势强劲, 随着区域中心战略推进, 办学层级有望进一步提升, 利好新招生的同时拉长学制、实现规模效应。我们预计, 公司2024-2026年总营业收入分别为41.05/43.63/46.58亿元, 同比增长

投资评级: 增持(首次)

分析师: 段联
 执业证书号: S1230524030001
 duanlian@stocke.com.cn

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 刘梓晔
 执业证书号: S1230524090016
 liuziye@stocke.com.cn

分析师: 陈劼
 执业证书号: S1230524090008
 chenzhao01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$3.16
总市值(百万港元)	6,885.20
总股本(百万股)	2,178.86

股票走势图



相关报告

- 《【浙商教育&海外】中国东方教育中报: 疫情扰动上半年承压, 期待复苏弹性》2021.08.30
- 《【浙商教育&海外】中国东方教育公告点评: 折价配售, 流动性释放》2021.01.05
- 《【浙商教育&海外朱芸团队】东方教育中报点评: 疫情短期扰动无虞, 新品类开拓提速成长可期》2020.08.21

3.18%/6.28%/6.77%；经调整归母净利润分别为 4.57/5.40/6.39 亿元，同比增长 62.30%/18.16%/18.49%，对应经调归母净利率分别为 11.10%/12.35%/13.71%，基于经调整归母净利润的 PE 分别为 13.87/11.74/9.91X，对应股息率 6.3%（基于 2024 年 11 月 8 日收盘价），首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

新招生人数或续费率等因素导致在校生人数不及预期等；区域中心建设进度不及预期或收益不及预期；职业教育政策风险，如公办职业教育学校分流导致招生竞争加剧；销售费用高企的风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3978.65	4105.00	4362.82	4658.03
(+/-) (%)	4.18%	3.18%	6.28%	6.77%
归母净利润	272.62	431.63	520.57	624.32
(+/-) (%)	-25.63%	58.33%	20.61%	19.93%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.24	0.29
P/E	19.71	14.68	12.17	10.15

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测: 公司作为国内最大的职业技能教育供应商, 职业技能实训和就业竞争力优势突出, 新东方烹饪、万通电脑、新华汽车等品牌优势强劲, 随着区域中心战略推进, 办学层级有望进一步提升, 利好新招生的同时拉长学制、优化成本费用结构, 因此给予公司一定估值溢价。我们预计, 公司 2024-2026 年总营业收入分别为 41.05/43.63/46.58 亿元, 同比增长 3.18%/6.28%/6.77%; 经调整归母净利润分别为 4.57/5.40/6.39 亿元, 同比增长 62.30%/18.16%/18.49%, 对应经调归母净利率分别为 11.10%/12.35%/13.71%, 基于经调整归母净利润的 PE 为 13.87/11.74/9.91X。

2) 估值: 我们认为公司在职业技能培训领域具有一定的稀缺性和品牌优势, 因此给予一定估值溢价, 参照可比公司估值给予公司 15x 2024E PE, 测算股息率 6.3% (对应 2024 年 11 月 8 日收盘价)。

3) 投资评级: 首次覆盖, 给予“增持”评级。

● 关键假设

1) 假设公司分学制的学生结构持续优化, 区域中心战略持续推进带来三年制占比提升等, 叠加续费率的提升, 带来平均在校生规模的翘尾效应。

2) 假设各品牌学费自然增速在 2%-3%, 同时高客单价的课程提升亦对客单价有所贡献。

3) 假设公司内部治理持续改善, 在不影响新招生增速的前提下对销售费用进行合理管控, 同时其他成本和费用刚性, 甚至有望有益于区域中心的规模效应, 由此带来净利率率修复 (2023 年经调整净利率率为 7.07%, 2019 年峰值时为 23.04%)

● 我们与市场的观点的差异

1) 市场认为: 公司新招生人数增速反映了收入增速趋势。

我们认为: 长训班型占比的提升对收入增速的正向影响也很重要。公司学生根据课程学制可分为短训、一年以上两年以下、两年以上三年以下、三年生。三年制学生占比提升叠加较好的续费率, 则平均在校生规模也将对应提升。考虑到 24H1 公司一年以上两年以下新招生同比增速为 52.48%, 同时随着区域中心战略推进, 公司 2024 年 10 月已经拥有集团内第一块技师学院牌照, 未来有望增加 3+2、3+3 班型进一步延长在校时间。

2) 市场认为: 收入拆分应当从烹饪、电脑、汽修和美业四大板块入手。

我们认为: 关键点在于学历职教方面与公办中职的竞争边际趋缓, 叠加区域中心战略推进带来的学历牌照升格, 以及就业压力下市场对高就业质量学校的认知回归。

● 股价上涨的催化因素

新招生人数加速增长; 长期生续费率提升; 长期生占比提升; 办学层级升级带来学制延伸等。

● 风险提示

新招生人数或续费率等因素导致在校生人数不及预期等。公司招生类型包括中等

职业教育和职业技能培训，新招生人数受宏观经济环境、行业景气度、学生就业偏好等影响较大。新招生增速、生源结构、年度续费率若不及预期，可能导致在校生人数不及预期，进而影响收入。

区域中心建设进度不及预期或收益不及预期。区域中心建设属于重资产投入，回收周期较长，可能出现建设进度较慢、招生增速低于预期、高级技工或技师学院审批进度弱于预期的情况，进而影响区域中心战略利润释放。

职业教育政策风险，如公办职业教育学校分流导致招生竞争加剧。国家大力提倡职业教育发展，政策补贴上可能向公办中等职业教育学校倾斜，可能导致公司面临的竞争加剧。

销售费用高企的风险。2023 年公司销售费用率 26%，我们预计其中广告开支占比超过半数，若招生不及预期等因素导致销售费用增加，可能对利润产生较大影响。

正文目录

1 职教龙头深耕 30 余载，招生结构调整+区域中心转型关键期	8
1.1 复盘：从下沉式扩张到区域中心战略	8
1.2 外部环境冲击下稳健发展，短训及三年制综合性专业亟待“出清”	11
1.3 股权结构：控制权稳定集中，管理层经验丰富	13
2 公办招生竞争承压但可能边际趋缓，高质量就业需求有望回归	14
2.1 升学 VS 就业：普职政策端仍有压力，趋势性改善可期	14
2.2 外部环境变化：公办竞争可能边际趋缓，就业压力下有望迎来高质量职教需求回归	19
3 区域中心战略落地规模效应显现，利润率拐点向上	22
3.1 预计 2026 完成 7 大区域中心建设，实现招生规模效应 CAGR15%-20%	23
3.2 区域中心盈利模型测算：短/中/长期净利润率有望优化 0.8/2.5/7.5pct	25
4 节流：利润回升拐点已至，降本增效有望见效	26
4.1 成本刚性，毛利率随着收入稳健增长仍有改善空间	27
4.2 预计未来费用率改善空间较大，受益低效网点关停并转及区域中心投入使用	28
4.3 分红保障能力较强，后续现金流具备支撑力	28
5 盈利预测和估值	29
5.1 盈利预测	29
5.2 估值	31
6 风险提示	32

图表目录

图 1: 中国东方教育发展历程.....	8
图 2: 股价挂钩业绩, 当前时点有望迎来外部环境修复+内部治理改善.....	9
图 3: 公司旗下学校数量(所)(注: 图中所列为公司公告披露的学校/牌照数量, 实际经营主体数量可能更少).....	10
图 4: 三大品牌学校数量均快速扩张(单位: 所).....	10
图 5: 学校快速扩张模式下仅万通汽车实现在校生规模大幅提升(单位: 人).....	10
图 6: 收入基本盘稳定在 40 亿元, 烹饪贡献约 56%(单位: 亿元).....	11
图 7: 毛利润稳定在 20 亿元, 主要烹饪贡献、汽车利润快速提升(单位: 亿元).....	11
图 8: 在校生中三年制占比显著提升.....	12
图 9: 新招生中三年制占比亦显著提升.....	12
图 10: 新东方烹饪新招生仍以短训为主, 三年制占比大幅提升.....	12
图 11: 欧米奇新招生中 90%为短训, 10%为一年制.....	12
图 12: 新华电脑新招生中以三年制为主.....	13
图 13: 万通汽车新招生以短训和三年制并重.....	13
图 14: 公司股权结构(截至 2024 年 7 月 11 日).....	13
图 15: 中国职业教育体系.....	14
图 16: 全国初中毕业生升学进入高中的比例持续增加.....	15
图 17: 普职比持续上升, 一线城市普职比高于全国水平.....	15
图 18: 7-9 月毕业季 16-24 岁劳动力调查失业率升至 17.1%/18.8%/17.6%.....	16
图 19: 2023 年中国蓝领人群正向情绪关键词调查情况.....	16
图 20: 蓝领岗位竞争激烈程度 14.5 低于全国平均水平的 32.6.....	16
图 21: 蓝领岗位中薪酬 TOP3: 健康/美容、客货运司机、配送理货.....	16
图 22: 多数人看好蓝领就业前景, 看好蓝领岗位技术化、年轻化.....	17
图 23: 年轻人中愿意从事蓝领职业的占比提升.....	17
图 24: 以成都新东方为例, 80%毕业生转正后月薪在 6-7K.....	17
图 25: 蓝领岗位与白领岗位的平均薪酬差距逐渐缩小.....	17
图 26: 实训教学, 贴近市场.....	18
图 27: 校企合作, 帮助就业.....	18
图 28: 学校就业优势(以成都新东方烹饪学校为例).....	19
图 29: 我们预计公办中职招生增速与中职招生总数走势趋同: 2019 年以来扩招降速, 2022 年起招生萎缩.....	19
图 30: 2018 年以来国家财政性教育经费/GDP 比例逼近 4%战略性目标.....	20
图 31: 普高教育经费增速往往快于中职经费, 近年来有所调整.....	20
图 32: 比亚迪共建产业学院.....	22
图 33: 四川新华电脑学院 AI 与智能制造工程师实训基地.....	22
图 34: 2024 年北京市中等职业教育新增专业备案名单(部分).....	22
图 35: 安徽合肥区域中心.....	24
图 36: 随着区域中心建设完成, 预计 2026 年以后及 5 亿以内的维护性开支为主.....	25
图 37: 等建筑面积假设下, 长期看单个区域中心较租赁模式在成本端有明显优化.....	26
图 38: 区域中心盈利模型测算: 区域中心净利润率短中长期优化空间可能为 0.8/2.5/7.5pct.....	26
图 39: 教职工薪酬、教学耗材、校区维护及折旧、租赁开支及使用权折旧四项, 合计占比超过 90%.....	27
图 40: 教师数量稳定在 5000 人.....	27
图 41: 毛利率自 2019 年峰值后下滑, 合理控制在 50%上下区间.....	28
图 42: 各品牌毛利率均趋近 50%, 新品牌成熟周期 2-3 年.....	28

图 43: 精细管控下销售费用率有望下降, 其他费用率自 2020 年持续优化	28
图 44: 行政人员数量减少, 亏损低效网点关停并转体现降本增效	28
图 45: 公司分红保障能力较强	29
图 46: 2022 年以来现金流结构相对稳定, 经营端战略调整效果显著, 区域中心建设开支有望在 2025 年以后迅速下降 (单位: 亿元)	29
图 47: 我们预计 2025 年起新招生增速恢复, 不同学制的学生结构变化带来平均人次加快增长	30
图 48: 我们预计收入 CAGR(2024-2026)5.4% 实现稳健增长	31
图 49: 我们预计经调净利润 CAGR(2024-2026)31.47%, 利润率快速修复	31
图 50: 可比公司估值表 (截至 2024 年 11 月 8 日)	32
表 1: 四大领域兼顾长期学历和短期培训	11
表 2: 公司管理层基本情况 (截至 2024 年 7 月 11 日)	14
表 3: 普职分流相关的政策: 从五五分流到协调发展, 打通职教高考升学路径, 增加普通高中学位	15
表 4: 本科及高职毕业生平均月薪 VS 中国东方教育集团学校毕业学子平均月薪	18
表 5: 公办中职学生的补助政策包括免学费和奖助学金, 公办中职经费主要来自生均拨款	20
表 6: 竞争可能加剧, 但本质上面对的生源群体不同: 公办中职以升学为主, 公司的专业和就业导向更强	21
表 7: 第一阶段规划七大区域中心, 单个区域中心预计容纳在校生规模约 2 万人	23
表 8: 集中资源在生源大省建造的区域中心, 申请层次更高的学历牌照具有优势	24
表 9: 公司经营性现金流净额对资本开支覆盖率超过 100%	25
表 10: 2016-2023 年公司盈利水平	27
表附录: 三大报表预测值	33

1 职教龙头深耕 30 余载，招生结构调整+区域中心转型关键期

1.1 复盘：从下沉式扩张到区域中心战略

截至 2017 年公司已是中国最大的职业教育技能提供商。公司业务包括烹饪技术、信息技术及互联网技术、汽车服务、时尚美业四个领域，于 2019 年在港交所上市。根据招股说明书，截至 2017 年公司在国内市占率 1.7%（平均培训人次口径）居首位，其中烹饪/IT/汽车服务市占率分别为 23.1%/3.4%/9.7%均为国内第一。截至 2023 年，公司拥有院校 245 所，实现全国全覆盖，平均在校生人数超过 14 万人。

图1：中国东方教育发展历程



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

复盘：过去三年外部环境压力较大，公司下沉式扩张受阻后积极调整转向区域中心战略，当前时点我们认为有望迎来外部环境修复+内部治理改善。

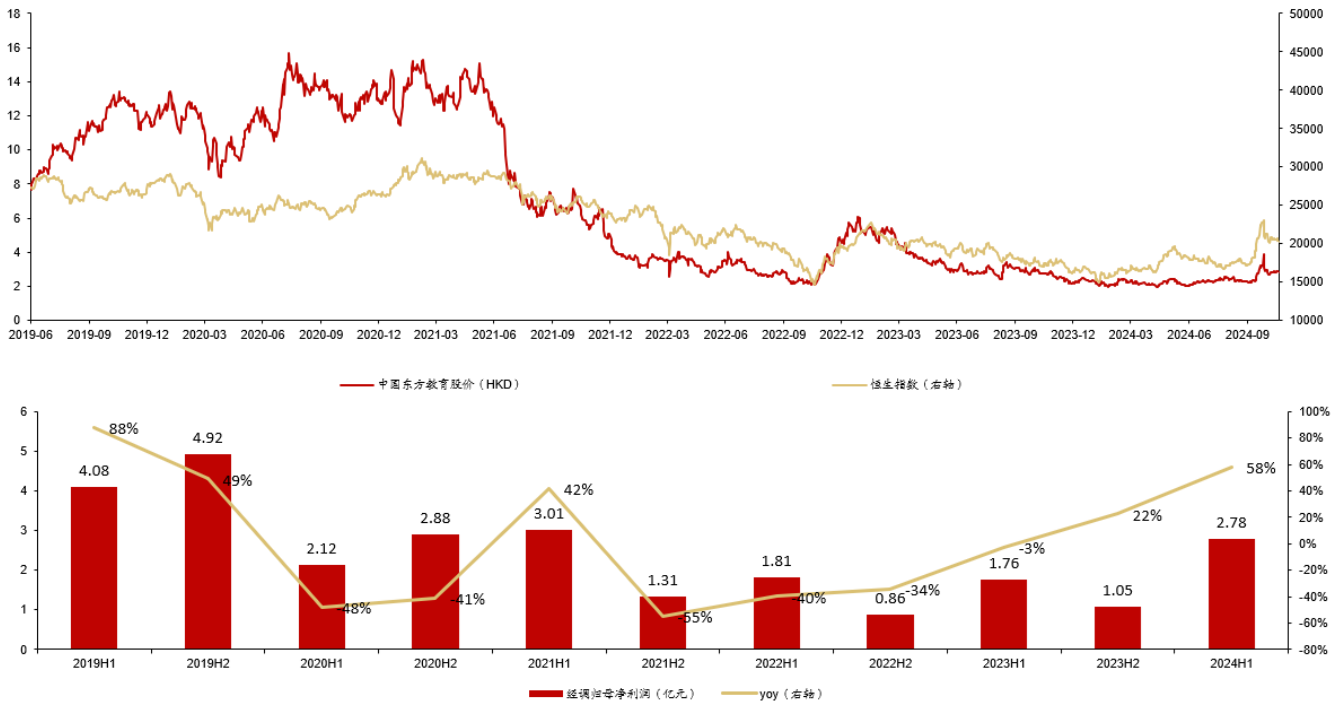
(1) 2020-2022 年线下授课及招生场景受到冲击，2023 年以来招生逐渐修复。公司招生过程依赖于学生及家长到校区实地考察，线下场景的破坏对公司招生影响较大。此外，线下授课场景受到影响，可能导致学生流失率亦有所提升。随着 2023 年以来线下场景修复，我们预计 2024 学年招生情况整体有望迎来修复性增长；

(2) 财政补贴降速或导致和公办中职竞争边际趋缓，同时就业压力下有望驱动就业导向型职教需求回归。职普分流导向下，综合高中和中职升学潮愈演愈烈，而职教升学公办中职学校经费主要来自财政拨款支持，公办职业院校迎来较强的招生及补贴政策，对民办职业院校招生产生一定分流影响，但随着普高财政性教育经费增速放缓，公办补贴力度下滑，竞争可能边际趋缓。同时，随着职教改革逐渐深化，单纯追求学历提升可能未必产生预期的就业回报，当前就业压力较大的背景下，公司以就业为导向兼具职教学路径，有望利好招生企稳。

(3) 增长压力下综合性专业竞争力不足，积极调整招生班型结构，学历牌照升级满足既有升学需求。面对招生端较大压力，公司 2020-2023 年的新招生结构上呈现三年制综合性专业占比快速提升的特征，同时短训生占比较高（占新招生总人数的 50%左右），但是可能出现短训生均获客成本较高、综合性专业未形成氛围的问题。未来公司可能逐渐减少三年制综合性专业及短训招生的要求，内部管理目标有望从招生/收入导向转为利润导向，在校生结构有望更加健康，带来更加稳健的收入增长，招生班型结构的调整亦有望带来利润率的修复。此外，区域中心办学规格较高，若建成后顺利申请到高级技工学校及技师学院牌照，学历牌照升级有望大幅提升招生竞争力的同时延长学制利好在校生规模稳健增长。

(4) 从快速下沉扩张转型区域中心战略，利润率有望迎来明显修复。过去三年，公司采取低线城市下沉新建校区的发展策略，校区数量从2018年底的156家快速扩张到2022年底的244家，平均每年新开校区22家，但低线城市新校区招生及运营效果不及预期，对公司利润率造成拖累。未来增长模式转变为在公司生源大省建立区域中心，有望虹吸周边潜在生源，通过关停并转亏损低效网点，节省校区租赁成本、行政管理人员成本和营销费用，从而实现招生和降本增效的规模效应。

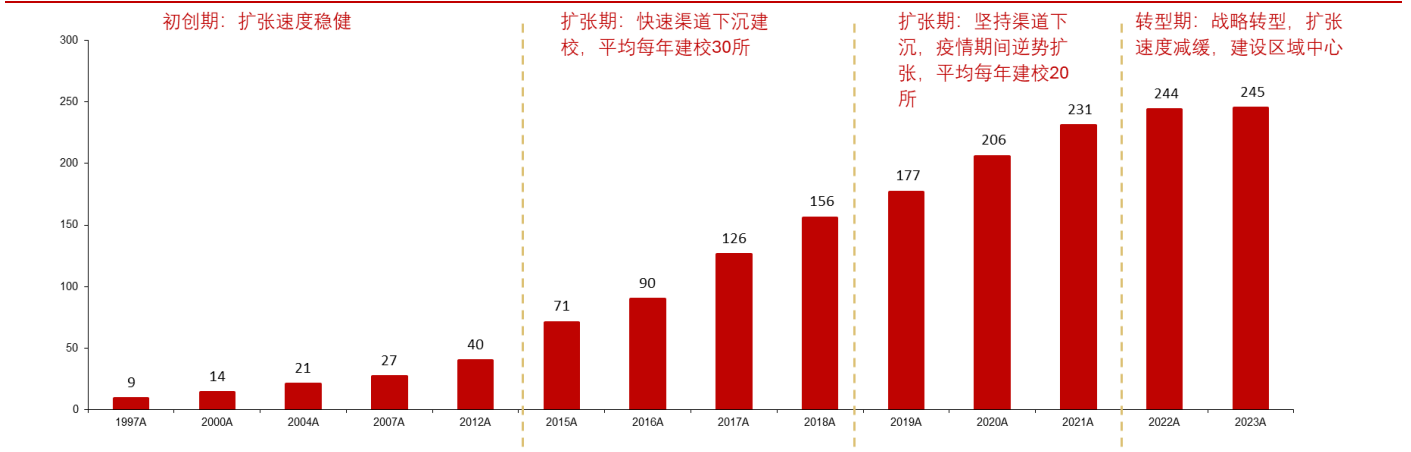
图2: 股价挂钩业绩，当前时点有望迎来外部环境修复+内部治理改善



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所 (截至2024年10月31日)

从下沉式扩张到区域中心战略。公司2015年起进入快速下沉阶段，2015-2018年每年新建学校约30所；2019-2021年逆势扩张，仍保持每年新建20所学校的速度，平均每年增开20所分校。2021年起战略转型区域中心战略。截至2024年中报，四川、山东及贵州一期工程已经投入使用，河南即将建成交付，江苏和江西一期工程正在规划推进中，未来区域中心有望成为招生主要动力。我们认为区域中心战略具有显著的规模效应，一方面，通过建立区域中心，有望进一步降低租赁成本、管理费用等实现降本增效；另一方面，区域中心有望申请到更高等级学历教育牌照，满足学生学历教育需求，贡献招生增量。

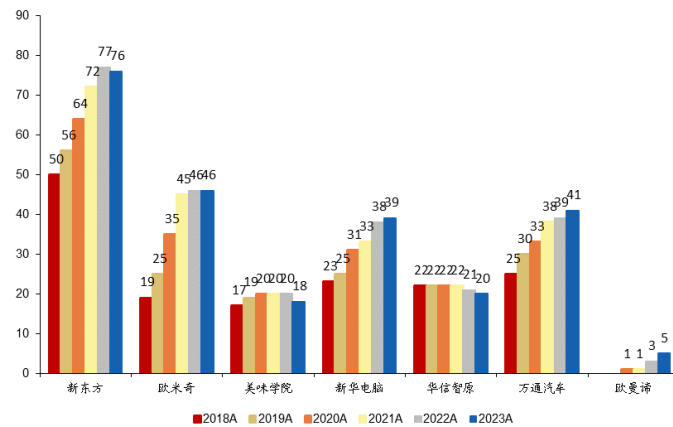
图3: 公司旗下学校数量(所)(注: 图中所列为公司公告披露的学校/牌照数量, 实际经营主体数量可能更少)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

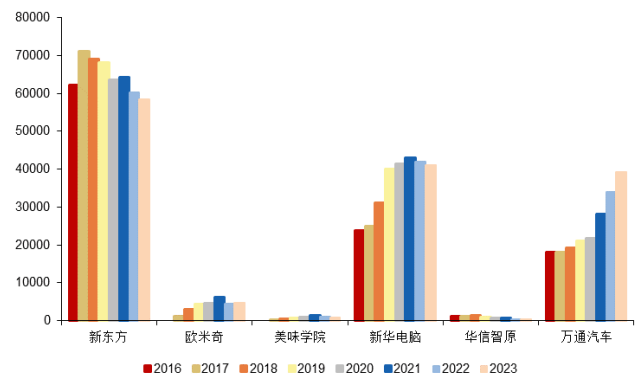
三大老牌强势学校扩张趋缓调结构, 新增美业品牌低基数有望快速扩张。三大品牌学校快速下沉效果不及预期, 战略转型区域中心有望实现规模效应。万通汽车在校生规模快速扩张受益于新能源汽车、智能制造、轨道交通政策红利。

图4: 三大品牌学校数量均快速扩张(单位: 所)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 学校快速扩张模式下仅万通汽车实现在校生规模大幅提升(单位: 人)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

涵盖四大领域, 专业持续迭代, 适应产业升级。公司从“新东方”烹饪为起点, 发展至四大领域。公司积极进行产品迭代: 顺应时尚美业市场需求, 2020年开设欧曼谛培训美业人才; 顺应IT专业学历需求强烈, 增设升学班; 顺应IT行业发展趋势, 开设六大新兴专业(E-BOSS、影视动漫、建筑表现大师、网络运营、视觉艺术、3G软件开发); 顺应汽车服务行业发展, 增设PLC、工业机器人、新能源汽车等相关专业。

表1: 四大领域兼顾长期学历和短期培训

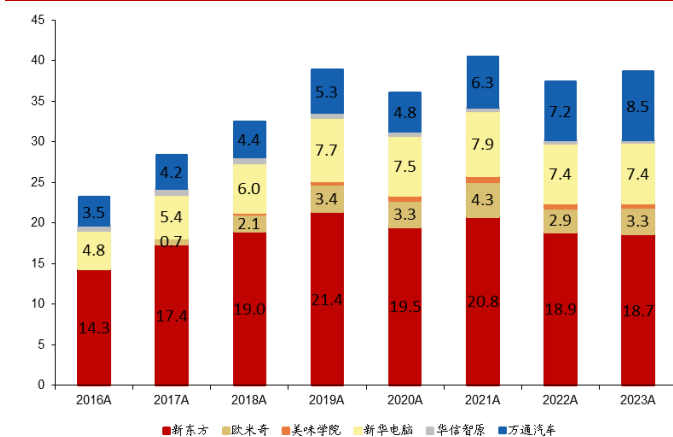
四大领域	品牌	成立时间	课程内容	短期课程	长期课程	目标人群	23A 生均学费 (万元)
烹饪技术	新东方	1990	中国传统菜肴及中西方烹饪	有	1-3 年 3 年以上	计划成为中、西餐厨师的职校学生	3.2
	欧米奇	2016	西点西餐烹饪培训	有	1-2 年	计划成为西餐厨师的职校学生	6.7
	美味学院	2017	私人订制烹饪体验课程	有	无	餐饮爱好者与餐饮创业者	5.7
信息技术及互联网技术	新华电脑	1992	IT 培训课程	有	1-3 年 3 年以上	计划选择互联网专业的职校学生	1.8
	华信智原 DT	2006	IT 短期课程, 合作培养	有	无	有信息技术基础的大专生、大学生	6.7
汽车服务	万通	2001	汽车维修技能等实训	有	1-3 年 3 年以上	计划选择汽车维修与服务专业的职校学生	2.2
时尚美业	欧曼谛	2020	高技能时尚美业人才	有	1-3 年 3 年以上	计划从事时尚行业的学生	2.8

资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 外部环境冲击下稳健发展, 短训及三年制综合性专业亟待“出清”

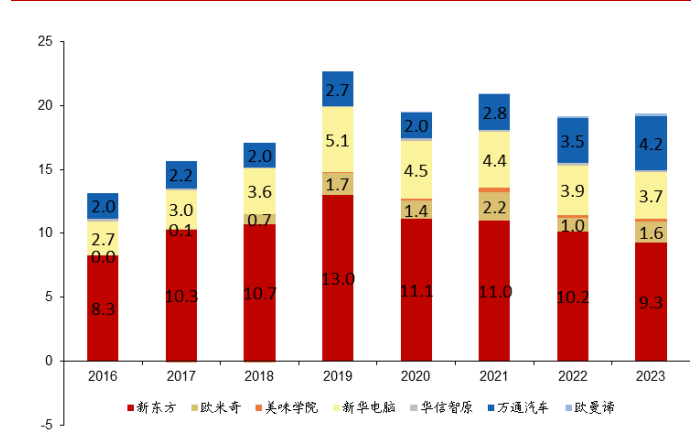
收入 CAGR(2016-2023)7.91% 稳健增长, 2023A 烹饪贡献收入约 56%, 汽车/电脑分别贡献 21%/20%。新东方烹饪、万通汽车、新华电脑为收入及利润的主要来源。

图6: 收入基本盘稳定在 40 亿元, 烹饪贡献约 56% (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

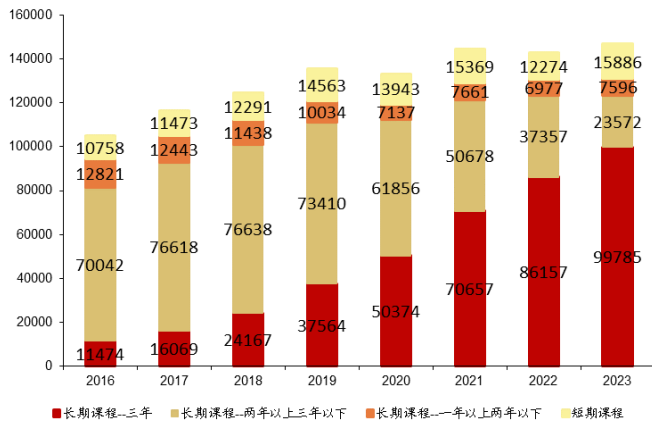
图7: 毛利润稳定在 20 亿元, 主要烹饪贡献、汽车利润快速提升 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

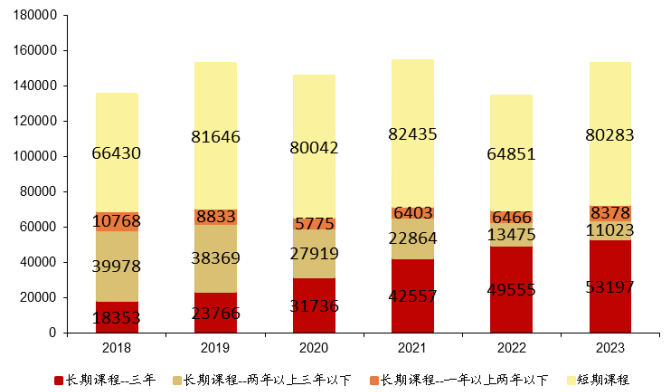
在校生/新招生结构迅速调整至三年制为主, 短训新招生有望下降。2019 年以来公司在 校生规模稳定在 14 万人左右, 2020-2022 年线下开课受限, 招生亦受限, 导致公司为了追求新招生规模而开设大量成人短训及三年制综合专业。我们预计, 随着教学秩序恢复正常, 公司重视盈利模型而精细管控开支, 未来短训及综合专业新招生及在校生占比均有望下降。

图8：在校生中三年制占比显著提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

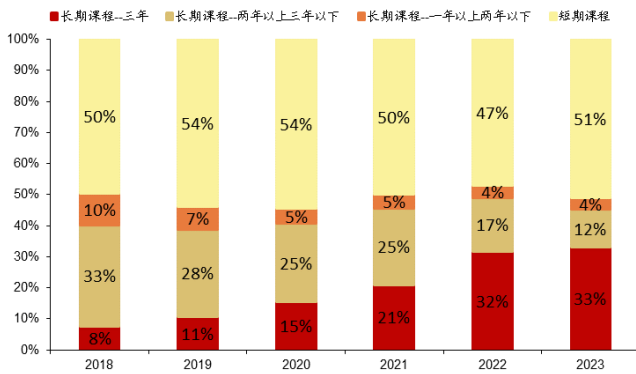
图9：新招生中三年制占比亦显著提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

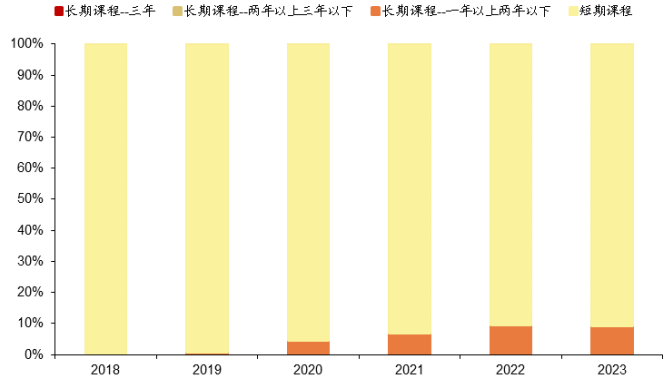
烹饪专业短训占比高，欧米奇以短训为主。烹饪专业覆盖中西餐以及各年龄段学员需求。考虑到公司重视盈利能力，主动调整学校数量和专业结构，未来成人短训专业和三年制综合专业新招生规模可能进一步收缩。

图10：新东方烹饪新招生仍以短训为主，三年制占比大幅提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

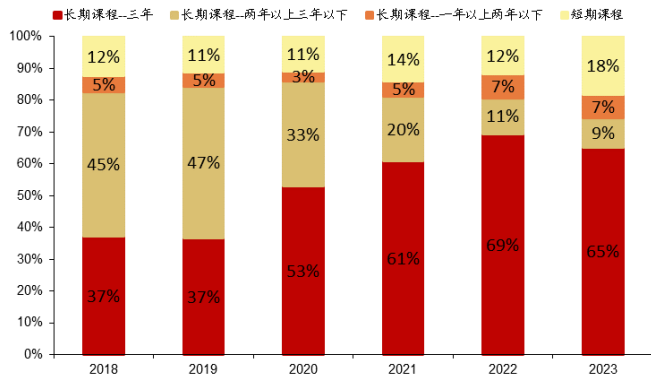
图11：欧米奇新招生中 90%为短训，10%为一年制



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

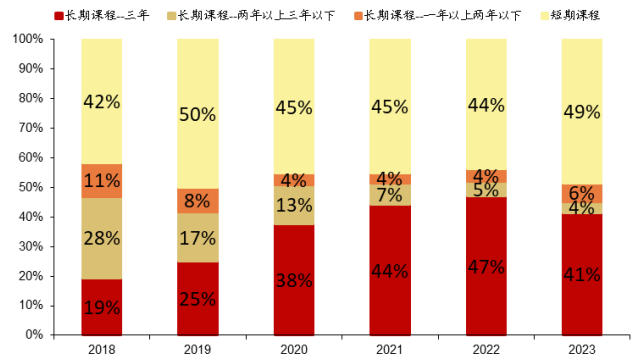
新华电脑长期课程新招生占比快速提高，万通汽车新招生以短训和三年制并重。受 IT 行业强学历需求影响，新华电脑三年期课程新招生比例快速提升，未来有望持续支撑品牌收入增长。万通汽车则受益于新能源汽车行业快速发展，相关岗位与学历需求增加，叠加智能制造、轨道交通政策红利，新开设智能网联、PLC、工业机器人等新兴专业。

图12: 新华电脑新招生中以三年制为主



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 万通汽车新招生以短训和三年制并重

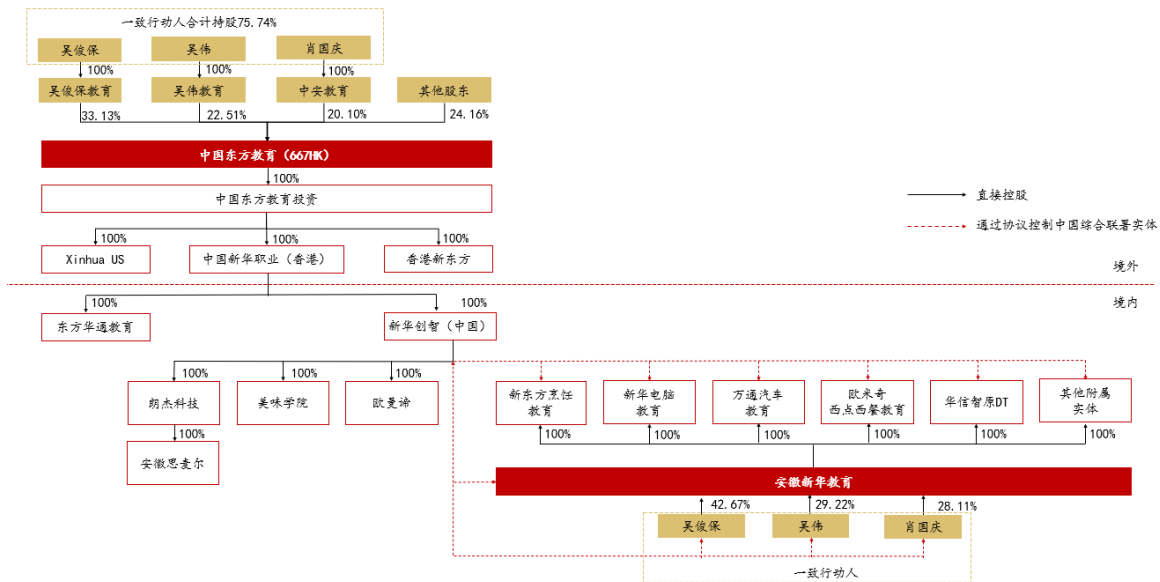


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 股权结构: 控制权稳定集中, 管理层经验丰富

一致行动人控股超 75%，股权结构稳定，对旗下品牌均 100%控股。公司前三大股东为堂兄弟关系，作为一致行动人合计持股 75.74%。此外，截至 2023 年报，吴俊保先生持有新华教育（02779.HK）71.77%的股权，新华教育为长三角最大的民办高教机构，投资并经营安徽新华学院（民办本科）、临床医学院（与安徽医科大学共同运营）、红山学院（与南京财经大学共同运营）、安徽新华学校（中职）。

图14: 公司股权结构（截至 2024 年 7 月 11 日）



资料来源: Wind, 公司公告, 天眼查, 浙商证券研究所

公司管理团队稳定，经验丰富。公司三大股东吴伟、吴俊保、肖国庆均有高级经济师资格，分别有逾 30 年/20 年/30 年的教育经验。公司管理层稳定，高管在财务管理、学校运营管理等方面拥有超过 20 年的经验。

表2: 公司管理层基本情况 (截至 2024 年 7 月 11 日)

姓名	职务	年龄	简历
吴伟	执行董事 董事会主席	56	集团创始人之一, 逾 30 年教育经验。2004 年 7 月获合肥市人事局授予高级经济师资格; 自 2017 年 11 月起担任北京外国语大学董事会董事; 2009 年 7 月毕业于清华大学经济管理学院, 获得高级管理人员工商管理硕士学位; 2016 年起为清华大学经济管理学院全球行政管理学在读博士生。
肖国庆	执行董事 董事会副主席	55	负责业务管理及向董事会提供意见及判断, 逾 20 年教育经验。2004 年 7 月获合肥市人事局授予高级经济师资格; 2004 年 4 月毕业于中国人民大学, 获得工商管理硕士学位; 2009 年 1 月获得高级管理人员工商管理硕士学位; 2012 年 10 月毕业于长江商学院, 获得高级管理人员工商管理硕士学位。
吴俊保	非执行董事	58	集团创始人之一, 负责向董事会提供意见及判断, 有逾 30 年的教育经验。2004 年 7 月获得合肥市人事局授予的高级经济师资格; 毕业于安徽工商管理学院, 2003 年 12 月取得工商管理硕士学位。
陆真	非执行董事	48	负责向董事会提供意见及判断, 有逾 10 年教育经验。1999 年 7 月毕业于郑州纺织工学院(现称为中原工学院), 获得机械工程学士学位; 2009 年 3 月毕业于南京大学, 获得工商管理硕士学位。
欧阳兆基	首席财务官	48	负责本集团财务管理, 于审计、会计及财务管理领域拥有逾 20 年经验。特许公认会计师公会资深会员、香港会计师公会资深会员、执业会计师; 持有香港中文大学专业会计学士学位及伦敦大学法学学士学位;
毛超圣	联席公司秘书 行政部主管 人力资源主管	44	在管理与学校运营相关的行政事宜及人力资源方面拥有超过 20 年的经验; 自 2004 年 8 月起于本集团任职。
伍秀薇	联席公司秘书	-	2021 年 12 月 31 日获委任为本公司联席公司秘书。现任达盟香港有限公司(其为公司秘书服务供应商)董事及上市服务部主管, 负责向上市公司客户提供公司秘书及合规服务。于公司秘书领域拥有超过 20 年经验, 在处理上市公司企业管治、监管及合规事务方面拥有丰富知识及经验; 为特许秘书、特许管治专业人员、香港公司治理公会(前称“香港特许秘书公会”)及英国特许管治公会(前称“英国特许秘书及行政人员公会”)资深会员。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 公办招生竞争承压但可能边际趋缓, 高质量就业需求有望回归

中国东方教育同时提供职业技能教育和学历职业教育。截至 2023 年报, 公司运营学校及中心 245 所。2024 年 10 月公司公告, 安徽万通高级技工学校正式升格为安徽万通技师学院, 为集团的第一块技师学院牌照。公司正集中资源支持四川区域中心申办技师学院, 加快中职技工学校发展。

图 15: 中国职业教育体系

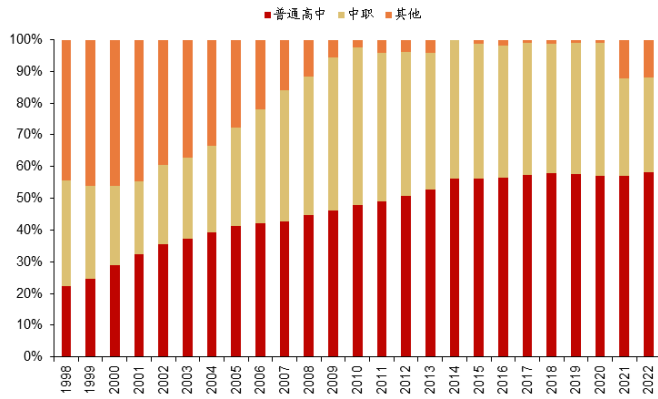


资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 教育部, 浙商证券研究所

2.1 升学 VS 就业: 普职政策端仍有压力, 趋势性改善可期

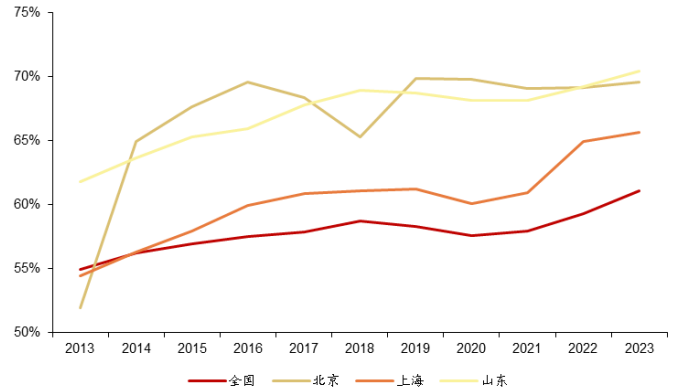
2023 年全国“普职分流”比例约 6:4，普通高中招生学位持续增加，趋势上对职教招生仍有压力。2009 年我国已经形成普职比大体相当的格局，2020 年以来一系列重要普职分流重要政策的颁布不再是为扩大中职教育规模而实施的强制分流，而是在“以人为本”“终身教育”等理念下的优质职业教育的发展。近年来，随着地方政府在分流过程中对普职比政策的放宽执行，中职招生可能仍将面临一定程度的竞争压力。

图 16: 全国初中毕业生升学进入高中的比例持续增加



资料来源: 政府官网, Wind, 浙商证券研究所

图 17: 普职比持续上升，一线城市普职比高于全国水平



资料来源: 政府官网, Wind, 浙商证券研究所

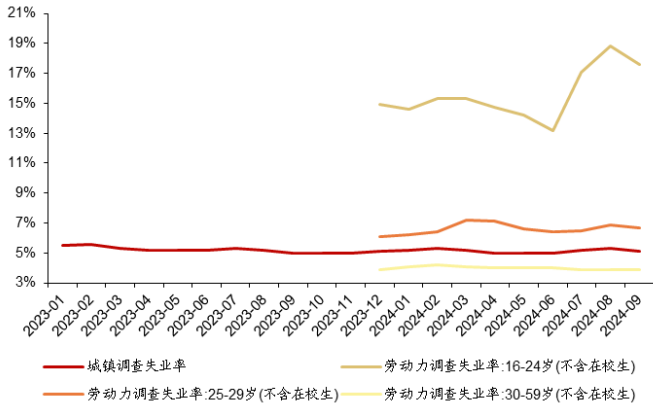
表 3: 普职分流相关的政策: 从五五分流到协调发展, 打通职教高考升学路径, 增加普通高中学位

日期	政策名称	主要内容
2020.09	《职业教育提质培优行动计划(2020-2023 年)》	保持高中阶段教育职普比大体相当
2021.10	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	到 2025 年, 职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的 10%。到 2035 年, 职业教育整体水平进入世界前列, 技能型社会基本建成。加快建立“职教高考”制度, 完善“文化素质+职业技能”考试招生办法。大力提升中等职业教育办学质量。稳步发展职业本科教育, 高标准建设职业本科学校和专业。加强各学段普通教育与职业教育渗透融通。探索发展以专项技能培养为主的特色综合高中。推动中等职业学校与普通高中、高等职业学校与应用型大学课程互选、学分互认。鼓励职业学校开展补贴性培训和市场化社会培训。
2022.04	《中华人民共和国职业教育法》	新《职教法》规定, “职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型, 是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分, 是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。” <u>这一规定将职业教育确定为与普通教育具有同等重要地位的教育类型, 大大提升了职业教育的地位。</u> 将职业教育与普通教育并列, 使职业教育与普通教育“平起平坐”, 一改之前职业教育在教育体系种“低人一等”的地位。
2022.1	《国务院关于有效减轻过重作业负担和校外培训负担, 促进义务教育阶段学生全面健康发展情况的报告》	教育部部长怀进鹏指出, 经过“双减”一年多来的实践, 进一步加深了对造成学生负担过重和家长教育焦虑深层次原因的认识。“ <u>从教育内部来讲, 主要是职普协调发展和中高考竞争性选拔; 从教育外部来讲, 主要是就业竞争压力以及收入分配、社会保障制度不完善, 我国发展不平衡不充分等问题。</u> ”
2023.8	《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	“普通高中内涵建设行动”。行动要求, <u>增加普通高中学位, 有序扩大普高招生规模, 持续扩大优质普通高中教育资源总量。</u> 适应因地制宜推进职普协调发展要求和人民群众愿望, 新建和改扩建一批优质普通高中。建设一批具有科技、人文、外语、体育、艺术等方面特色的普通高中, 积极发展综合高中。

资料来源: 政府官网, 浙商证券研究所

16-24 岁青年人就业压力仍较大, 技能人才供需结构性错配催生职业教育需求。过去我国存在学校教育技能与工作岗位需求不匹配的问题, 职业教育得到的认同感低。在失业率压力上行、人口红利弱化和技能人才供需缺口突出的背景下, 以蓝领岗位为代表的技能人才群体呈现出自我认同感和岗位认同感不断加强的特征。

图18: 7-9月毕业季 16-24岁劳动力调查失业率升至 17.1%/18.8%/17.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

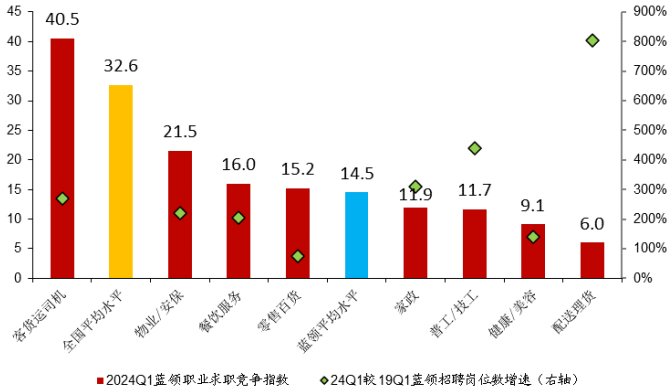
图19: 2023年中国蓝领人群正向情绪关键词调查情况



资料来源: 中国新就业形态研究中心, 浙商证券研究所

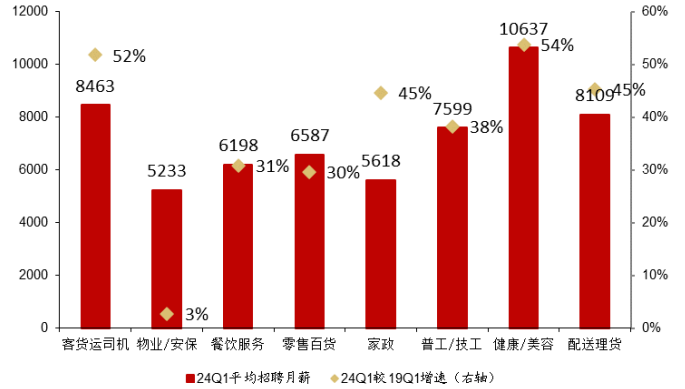
蓝领好就业方向 TOP3: 配送理货、健康/美容、普工/技工 (以竞争指数排序), 兼具需求高景气、高技术、高收入特征。根据智联招聘数据, 我们选取了 8 个具有代表性的蓝领岗位 (占蓝领总岗位数的 97%), 其中客货运司机需求增速 269%处于中等水平而竞争激烈程度较高, 反映了求职者选择蓝领岗位时除了考虑需求端以外, 收入体面程度可能也是重要影响因素。

图20: 蓝领岗位竞争激烈程度 14.5 低于全国平均水平的 32.6



资料来源: 智联招聘, 浙商证券研究所 (注: 竞争指数=简历投递量/招聘岗位数, 竞争指数越高, 表示求职竞争越激烈)

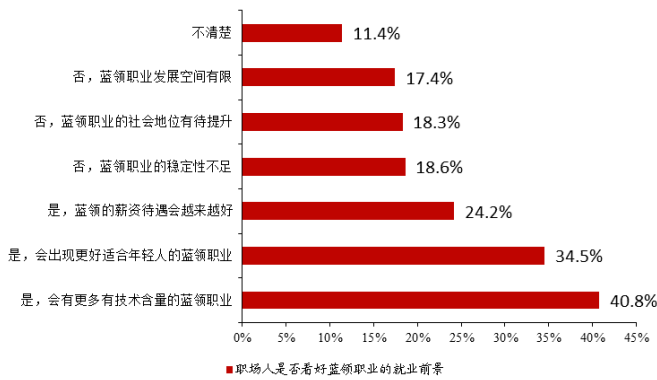
图21: 蓝领岗位中薪酬 TOP3: 健康/美容、客货运司机、配送理货



资料来源: 智联招聘, 浙商证券研究所

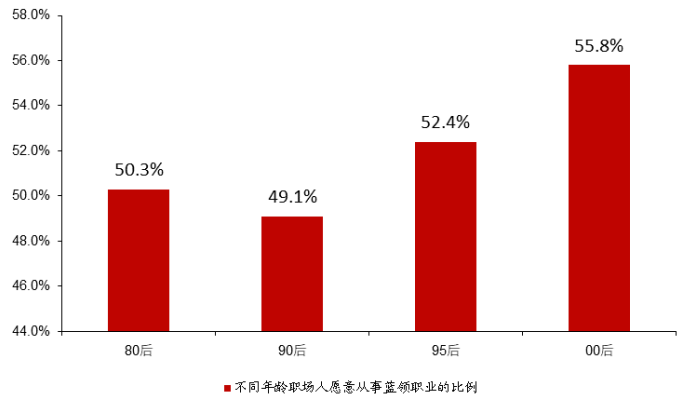
年轻一代对蓝领岗位的认可程度提升, 蓝领岗位呈现技术化、年轻化特征。根据智联招聘 2024 年一季度职场热点数据, 58%的受访职场人看好蓝领就业前景, 职场人正在打破蓝领是劳动密集型工作的刻板印象, 对新蓝领职业的技术化、年轻化寄予厚望。从年龄看, 00后对蓝领职业的接纳程度更高, 其次为 95后。

图22: 多数人看好蓝领就业前景, 看好蓝领岗位技术化、年轻化



资料来源: 智联招聘, 浙商证券研究所

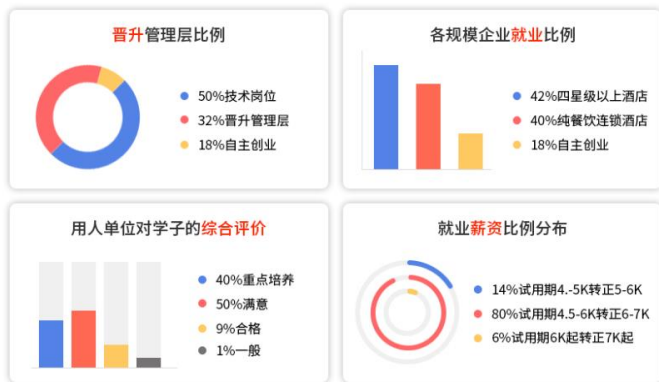
图23: 年轻人中愿意从事蓝领职业的占比提升



资料来源: 智联招聘, 浙商证券研究所

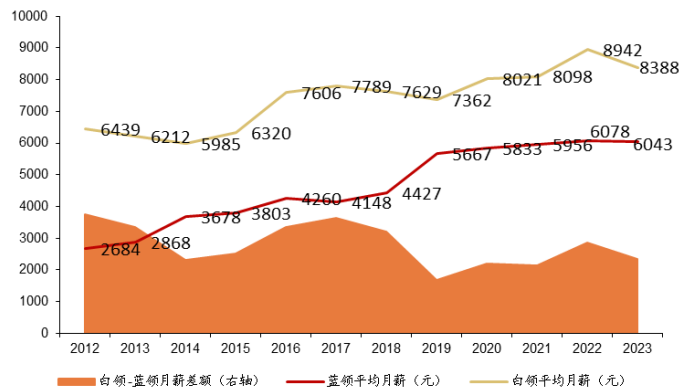
蓝领岗位与白领岗位的平均薪酬差距逐渐缩小。2023年蓝领平均月薪的6043元, 以成都新东方烹饪学校为例, 86%毕业生转正后月薪在6000元以上, 超过蓝领平均月薪水平。90%的用人单位对成都新东方烹饪学校毕业生评价为满意及以上。

图24: 以成都新东方为例, 80%毕业生转正后月薪在6-7K



资料来源: 成都新东方烹饪学校官网, 浙商证券研究所

图25: 蓝领岗位与白领岗位的平均薪酬差距逐渐缩小



资料来源: 中国新就业形态研究中心, 浙商证券研究所

公司毕业生就业收入较普本/专近年毕业生具有竞争力。以成都新东方烹饪学校毕业生为例, 86%的学生转正工资超过6000元, 也即高于2023届本科毕业生平均月薪。而新华电脑/万通汽车毕业生薪酬根据所学专业、技术水平、就业区域等因素在3000-9500/4000-12000不等, 而高职毕业生平均月薪仅为4683元。

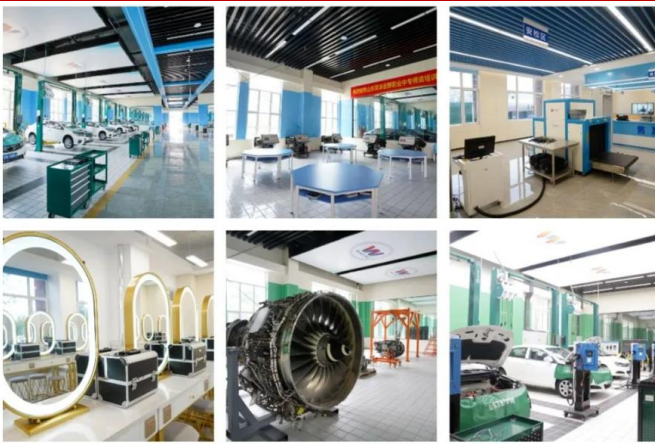
表4: 本科及高职毕业生平均月薪 VS 中国东方教育集团学校毕业学子平均月薪

	平均月薪 (元)	注释
本科毕业生	6050	2023 届
高职毕业生	4683	2023 届
成都新东方烹饪学校	6000+	80%试用期 4500-6000 元, 转正 6000-7000 元; 6%试用期 6000 起, 转正 7000 起
太原新华电脑学院	8750	软件开发工程师, 上海, 工作 1-3 年/3-5 年平均月薪 15520 元/22190 元
	9000	动漫游戏设计专业 (2021 年, 全国新华学子平均)
	9500	电子竞技与新媒体运营 (2021 年, 全国新华学子平均)
长沙新华电脑学院	3000-5000	工作 1-3 年后月薪涨到 8000-15000 元 (2022 年)
四川万通汽车职业汽修学校	4000-8000	汽车美容技师 (2024 年)
	6000-8000	焊工 (2024 年)
	5000-8000	钣金技师 (2024 年)
	6000-12000	汽车机电技师 (2024 年)

资料来源: 公司官网, 麦可思研究院, 浙商证券研究所

公司就业定位明确, 2023 年万通及欧曼谛长期生平均引荐就业及创业率超过 95%, 新东方烹饪、欧米奇、新华电脑则超过 90%, 均高于麦可思研究院数据显示的 2023 届本科/高职院校就业率为 86.4%/88.9%。公司坚持实训教学, 紧跟市场, 校企联合培养, 定期举办各种类型的赛事活动。公司体系化就业网络覆盖全国, 组织建设互动式就业平台, 打通全国各地就业指导机构, 建设多元化就业渠道。

图26: 实训教学, 贴近市场



资料来源: 山东万通汽车学校官网, 浙商证券研究所

图27: 校企合作, 帮助就业



资料来源: 北京新东方烹饪专修学院官网, 浙商证券研究所

图28： 学校就业优势（以成都新东方烹饪学校为例）

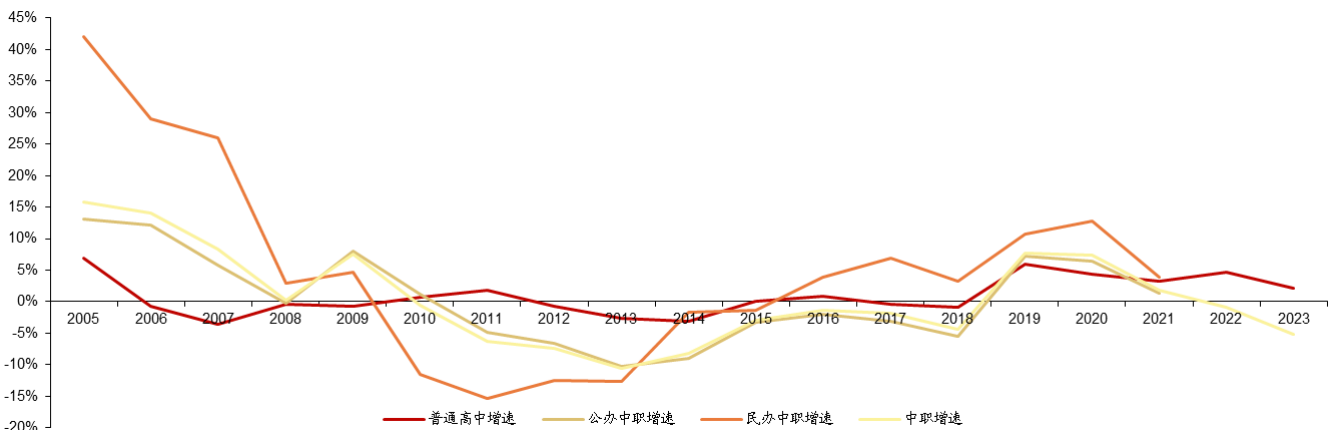


资料来源：成都新东方烹饪学校官网，浙商证券研究所

2.2 外部环境变化：公办竞争可能边际趋缓，就业压力下有望迎来高质量职教需求回归

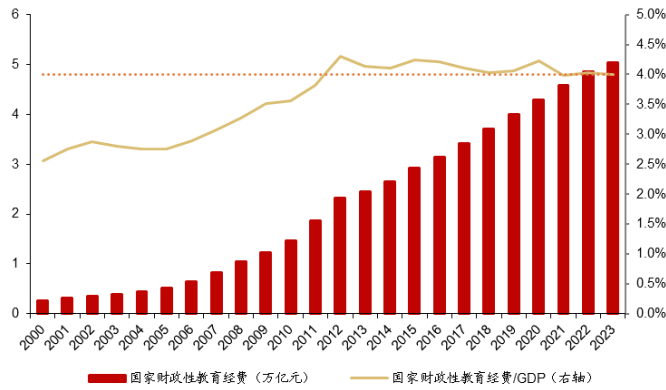
近年财政支撑力承压的背景下，公办中职招生亦出现降速甚至萎缩：2020-2021年，公办中职扩招降速；2022-2023年公办中职招生规模萎缩，而同期普通高中招生增速相对稳健。过去十年中职招生增速弱于普高招生增速（仅2019-2020年略高），可能与普高教育经费增速更高有关。此外，2014年以来民办中职招生增速始终高于公办中职招生增速。2022年普高/中职的生均一般公共预算教育经费分别为19118/17462元，分别同比增长1.64%/2.14%。

图29： 我们预计公办中职招生增速与中职招生总数走势趋同：2019年以来扩招降速，2022年起招生萎缩



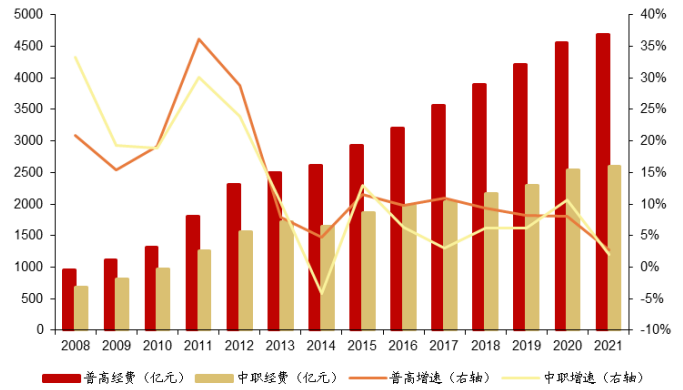
资料来源：政府官网，Wind，浙商证券研究所

图30: 2018年以来国家财政性教育经费/GDP比例逼近4%战略性目标



资料来源: 政府官网, Wind, 浙商证券研究所

图31: 普高教育经费增速往往快于中职经费, 近年来有所调整



资料来源: 政府官网, Wind, 浙商证券研究所

中职免学费政策实施后, 财政拨款成为中职学校主要的经费来源, 上海、浙江、福建、山东、广西等省份均采用生均公用经费拨款方式。根据北京大学中国教育财政科学研究院副研究员田志磊的文章, 2019年中职国家奖学金设立后, 我国已建立起“国家奖学金、国家助学金和免学费为主, 地方政府资助、学校和社会补助等为补充的中职资助政策体系”, 截至2021年, 90%以上的中职在校生享受学费资助, 18个省份实现了学费全覆盖。教育部《2022年中国学生资助发展报告》显示, 2022年, 全国有1418万名中职学生享受免学费政策, 全国各级财政共投入资助资金315.26亿元; 186万名普通高中教育学生享受免学杂费政策, 全国各级财政投入补助资金23.04亿元。

表5: 公办中职学生的补助政策包括免学费和奖助学金, 公办中职经费主要来自生均拨款

日期	政策名称	主要内容
2016年	《中等职业学校免学费补助资金管理办法》	规范中职院校免学费补助资金管理, 中央财政统一按每生每年平均2000元测算标准和一定比例与地方财政分担。第一、二、三学年因免除学费导致公办学校运转出现的经费缺口, 由财政按照享受免学费政策学生人数和免学费标准补助学校。对在职业教育行政管理部门依法批准、符合国家标准的民办学校就读的一、二、三年级符合免学费政策条件的学生, 按照当地同类型同专业公办学校免除学费标准给予补助。民办学校经批准的学费标准高于补助的部分, 学校可以按规定继续向学生收取。
2019年	《国家职业教育改革实施方案》	强调了职业教育与普通教育同等重要地位, 在改善中等职业教育发展水平的同时, 使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育
2019年	《关于调整职业院校奖助学金政策的通知》	设立中等职业教育国家奖学金, 每年奖励20,000人
2021年	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	探索建立基于专业大类的职业教育差异化生均拨款制度
2024年	济南市教育局 中等职业学校学生资助政策	一、中等职业学校国家助学金。助学金平均资助标准为每生每年2000元, 具体标准可分为3档, 1档1500元, 2档2000元, 3档2500元。 二、中等职业学校免学费。根据物价部门核定的公办学校收费标准免除。对民办学校按照当地同类型公办学校收费标准予以补助。 三、中等职业学校国家奖学金。全日制正式学籍二年级及以上在校生中特别优秀的学生, 每生每年6000元。
2024年	四川省财政厅 四川省教育厅 四川省人力资源和社会保障厅 关于改革完善我省公办职业学校生均拨款制度的指导意见	从2024年起, 全省公办职业学校全面实施新的生均拨款制度。中职学校生均拨款基础标准为0.7万元/生。普通技工学校与高级技工学校、技师学院中的中级工班生均拨款基础标准为0.7万元/生; 高级技工学校、技师学院中的高级工班为0.8万元/生; 高级技工学校、技师学院中的技师(预备技师)班为0.9万元/生。其中, 在校生低于1200人的中职学校和低于800人的普通技工学校按照原0.6万元/生的拨款标准执行,

资料来源: 政府官网, 浙商证券研究所

低线城市公办招生竞争加剧，导致过去几年下沉新开学校网点亏损。过去公司下沉到地级市新开网点亏损，可能系低线城市网点规模有限，同时和当地普高及公办中职院校竞争不具价格/办学规模及规格优势，考虑到学费差异较大，学生可能倾向于就读于免费公办学校或者到省会城市的民办中职就读（比如西部地区由于就业因素该类现象较明显）。

我们认为，公司所处赛道与公办高中、公办中职具有竞争关系，但本质上面对的生源群体有所区别，包括生源质量、学费、课程设计、毕业去向等。因此，面对以就业为目的的学生，公司的高就业率和专业培养仍然是强大的核心竞争力；而面对以升学为目的的学生，公司顺应职业教育政策大势所趋，配合地方政府发展职业教育，区域中心有望升级牌照，进一步提升学历教育实力。

表6：竞争可能加剧，但本质上面对的生源群体不同：公办中职以升学为主，公司的专业和就业导向更强

	公办中职	民办中职
办学经费	国家及地方政府拨款	企业或个人
生源质量	>公办中职分数线	符合入学条件，部分学生分数<公办中职分数线
学费	多为免费	万元以上，中国东方教育学费 1.5-3.5 万元/年
师资力量	生师比 23（2023 年，中职平均）	中国东方教育生师比 28（2023 年）
硬件设施	省会城市投入较高，低线城市可能略弱	一般投入规格较高
环境氛围	较为宽松，注重综合素质培养	专业和就业导向
就业率	毕业去向落实率 96%+，其中 79% 升学（上海，2023 年）	推荐就业率 94% 以上（2023 年）

资料来源：公司公告，上海市教育委员会，浙商证券研究所

我们认为，提升办学规模及规格（牌照、硬件、高职学历提升等）在生源大省的一线城市和公办院校竞争可能更具规模优势，区域中心有望利用省会城市的区位优势虹吸周边潜在生源，同时有望降低租赁成本、提升办学层次。根据教育部等五部门制定并印发的《职业学校办学条件达标工程实施方案》，全部达标的学校比例，到 2025 年底达到 90% 以上，要采取采取合并、集团化办学、终止办学等形式，优化职业学校布局，对办学质量差、社会不认可、各项指标严重不达标的学校要依法进行合并或终止办学。我们认为，达标工程利好推荐就业率优势突出的职业教育龙头。

公司课程迭代紧跟下游需求，实践教学高质量保障就业，我们预计公司课程每年迭代更新 20% 以上，尤其是电脑/汽车专业，新专业/新课程的持续推出为生均学费提升打下扎实基础。比如，比亚迪落地安徽，和公司旗下万通汽车学校共建产业学院，公司积极调动安徽万通及周边五个省的万通汽车学校共同服务，全力以赴保障合肥比亚迪的技能型人才供应。新华电脑近年来连续推出人工智能、大数据运营工程师、VR 影视等课程，2024 年 4 月公司高管及研究院专家先于公办院校就 ChatGPT 赴英伟达等公司调查研究，及时更新课程内容和方向。中国东方教育在新能源以及智能网联等方向走在职业教育前沿。

图32: 比亚迪共建产业学院



资料来源: 新浪, 浙商证券研究所

图33: 四川新华电脑学院 AI 与智能制造工程师实训基地



资料来源: 四川新华电脑学院官网, 浙商证券研究所

公办院校积极开设烹饪、电脑等专业可能加剧招生竞争。在 2024 年北京市中等职业教育新增的 54 个专业中, 有 12 个专业涉及中西面点、中餐烹饪、西餐烹饪等烹饪专业, 占比 22%, 均为公办院校开办; 有 3 个专业涉及大数据技术应用、人工智能技术及应用、数字媒体技术应用的互联网专业, 占比 6%, 均为公办院校开办。在 2024 年广州市中等职业教育新增的 16 个专业中, 有 2 个专业涉及烹饪专业, 占比 12.5%, 其中 1 个为公办院校开设; 5 个专业涉及电脑专业, 占比 31%, 均为公办院校开设。

图34: 2024 年北京市中等职业教育新增专业备案名单 (部分)

序号	学校名称	专业大类	专业名称	专业代码	学制	备注
1	北京市商业学校	文化艺术大类	音乐表演	752001	3	
2	北京市商业学校	公共管理与服务大类	智慧健康养老服	790302	3	
3	北京国际科技学校	农林牧渔大类	园林绿化	610203	3	新增学制
4	北京商贸学校	农林牧渔大类	宠物养护与经营	610303	3	
5	北京商贸学校	交通運輸大类	城市轨道交通运营与维护	703602	3	
6	北京商贸学校	电子与信息大类	网络信息安全	710207	3	
7	北京商贸学校	医药卫生大类	婴幼儿托育	720803	3	
8	北京金隅科技学校	公共管理与服务大类	社区公共事务管理	790102	3	
9	北京中德联合学校	轻工纺织大类	家具设计与制作	680103	3	
10	北京中德联合学校	医药卫生大类	婴幼儿托育	720803	3	
11	北京戏曲艺术职业学院中专部	文化艺术大类	戏曲音乐	752009	6	新备案
12	北京国际职业教育学校	医药卫生大类	婴幼儿托育	720803	3	
13	北京国际职业教育学校	财经商贸大类	商务数据分析	730602	3	新备案
14	北京中德联合学校	电子与信息大类	大数据技术应用	710205	3	
15	北京中德联合学校	文化艺术大类	动漫与游戏设计	750109	3	
16	北京市房山区唐山职业学校	电子与信息大类	人工智能技术与应用	710212	3	
17	北京中德联合学校	装备制造大类	智能设备运行与维护	690201	3	
18	北京中德联合学校	装备制造大类	工业机器人技术应用	690303	3	
19	北京中德联合学校	公共管理与服务大类	社区公共事务管理	790102	3	
20	北京中德联合学校	公共管理与服务大类	智慧健康养老服务	790302	3	
21	北京新城职业学校	医药卫生大类	婴幼儿托育	720803	3	
22	北京新城职业学校	交通運輸大类	航空服务	700402	3	
23	北京新城职业学校	电子与信息大类	数字媒体技术应用	710304	3	
24	北京新城职业学校	财经商贸大类	跨境电商	730702	3	
25	北京新城职业学校	公共管理与服务大类	智慧健康养老服务	790302	3	
26	北京昌平职业学校	交通運輸大类	飞机维修	700403	3	
27	北京现代职业学校	文化艺术大类	音乐表演	752001	3	
28	北京现代职业学校	文化艺术大类	戏剧表演	752004	3	
29	北京现代职业学校	新闻传播大类	播音与主持	760201	3	
30	北京中德联合学校	旅游大类	中西面点	740203	3	
31	北京中德联合学校	农林牧渔大类	园林绿化	610203	3	
32	北京中德联合学校	财经商贸大类	电子商务	730701	3	
33	北京中德联合学校	旅游大类	中餐烹饪	740201	3	
34	北京市昌平区特殊教育学校	公共管理与服务大类	现代家政服务与管理	790301	3	
35	北京市昌平区特殊教育学校	土木建筑大类	物业管理	640702	3	
36	北京市昌平区特殊教育学校	交通運輸大类	汽车美容与装潢	700206	3	
37	北京市昌平区特殊教育学校	轻工纺织大类	服装智能制造技术	680101	3	

资料来源: 北京市教委, 浙商证券研究所

3 区域中心战略落地规模效应显现, 利润率拐点向上

我们认为, 建立区域中心具有以下优势:

(1) 需求集中度提升, 提升单校质量应对公办院校竞争。过去公司下沉到地级市新开网点往往面临亏损, 可能系低线城市网点规模有限, 同时与当地普高及公办中职院校竞争不具价格优势, 考虑到学费差异较大, 低线学生可能倾向于就读于免费公办学校或者到省会城市的民办中职就读。

(2) 依托政府资源, 顺应职教提质培优的政策方向。2023 年全国“普职分流”比例约 6:4, 随着普通高中学位增加, 招生端仍然面临一定挑战。公司招生过程依赖于潜在生源到

学校实地考察，因此关停并转亏损的低线城市网点，聚焦土地、校舍、教师、设备等优势资源投入生源大省的省会城市建设区域中心，虹吸周边城市潜在生源。同时，各区域中心依托政府的资源扶持，精准对接地方产业发展和企业用工需求，培育高素质技术技能人才。区域中心战略符合当下国家提出的职业教育提质培优等一系列大的政策导向。

(3) 升级学历牌照拉长学制，增强长期课程学生的稳健性。截至 2023 年，公司拥有高级技工学校 12 所，中职技工学校累计 48 所。集团集中优质资源建设的区域中心单体学校容量更大、规模更高，若顺利申请到高级技工学校或技师学院学历牌照，生源群体有望进一步扩大，同时拉长学制（由 3 年制延长到 5-6 年制，如 3+2、3+3 等贯通培养模式），实现在校生人数规模稳健增长。此外，区域中心可以覆盖当地烹饪、电脑、汽车、美业等多个品牌和专业，有利于提升各专业招生实力和学校的抗风险能力。

(4) 土地租赁成本、获客成本、管理人员薪酬等优化。区域中心自持土地减少租赁成本，关停并转下沉网点优化管理人员数量，同时若招生实现规模效益可能带来获客成本下行，成本费用均有望进一步优化。

3.1 预计 2026 完成 7 大区域中心建设，实现招生规模效应 CAGR15%-20%

建设 7 大区域中心，预计容纳在校生 14 万人左右，新投入的区域中心有望实现在校生人数 CAGR15%-20%。我们预计，单个区域中心规划使用土地面积约 1000 亩，对标安徽合肥项目，均有望实现在校生容量 2 万人。集团策略将聚焦提升现有七个区域中心的办学质量和品牌声誉，确保各个区域中心可持续发展这一目标后，再考虑未来是否继续扩展新的区域中心。

区域中心陆续落成，预计 2026 年前全部投入使用。安徽合肥区域中心已经成熟。根据 2023 年年报，四川、山东一期全面建成投入使用，贵州、河南一期即将建成交付，江苏及江西项目正在规划推进中。2024 年 7 月 22 日，江苏项目开工奠基，

表7：第一阶段规划七大区域中心，单个区域中心预计容纳在校生规模约 2 万人

地理位置	占地面积 (亩)	建筑面积 (万平方米)	计划总投资 (亿元)	在校生规模	建设进度
安徽合肥	938	80	25	2.5 万人+	已经成熟的区域中心，投入使用时间较早
四川成都	1500 300 (一期)	25 (一期)	50	2 万人+	2022 年搬迁进入
山东济南	1015	50 15 (一期)	50	2 万人+	2022 年搬迁进入
贵州贵阳	248 (一期)	7.2	15	1.2 万人	2024 年投入使用
河南郑州	1000 300 (一期)	80 24 (一期)	28	2 万人+	2024 年投入使用
江苏南京	800 182 (一期)	62	32	2 万人+	2024 年 7 月开工
江西	-	-	-	-	规划中
技师学院标准	150	8	-	5000	-

资料来源：公司公告，公司官网，腾讯网，新浪财经，云展网，浙商证券研究所（注：计划总投资不代表公司实际资本投入）

图35: 安徽合肥区域中心



资料来源: 新浪财经, 浙商证券研究所

全力做大单校规模, 集中资源支持四川、贵州区域院校联合申报技师学院。2024年10月, 安徽万通高级技工学校升格为安徽万通技师学院。2023年, 长沙新东方、长沙新华、湖南万通、长沙欧曼谛升格为湖南东方高级技工学校。

表8: 集中资源在生源大省建造的区域中心, 申请层次更高的学历牌照具有优势

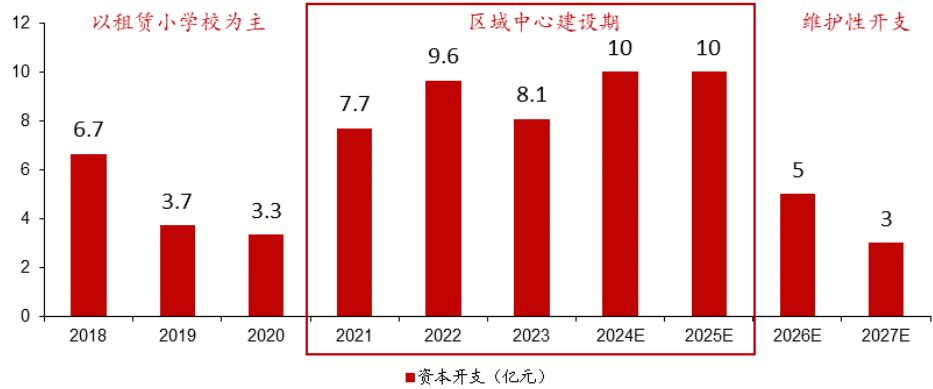
	技师学院	高级技工学校	技工学校
发展规划	原则上具备高级技工学校资格, 并经过高级技工学校办学水平评估, 且举办过两期以上技师培训班	经过技工学校办学水平评估, 并举办过两期以上高级技工培训班	-
培养规模	>5000人	>4000人	设立3年内达到1600人
学制教育在校生	≥3000人	≥2000人	>800人
办学规模	年职业培训规模 >2000人次	>2000人次	>800人次
3年内高级技工、技师在校生占在校生比例	≥60%	≥50%	-
3年内高级技工、技师、高级技师年培训规模	≥1000人次	≥800人次	-
专业设置	常设专业 预备技师(技师)专业>2个	高级技工专业≥4个	常设专业≥3个
校园占地面积	≥10万平方米(约150亩)	≥6.6万平方米(约100亩)	≥3万平方米(约45亩)
校舍建筑面积	≥8万平方米	≥5万平方米	≥1.8万平方米
生均校舍建筑面积	-	-	≥20平方米
实习、实验场所建筑面积	≥2.5万平方米	≥1.5万平方米	≥0.5万平方米
运动场地面积	≥1万平方米	≥6000平方米	-
实训设备设施	实训设备总值 >4000万元	≥1500万元	≥300万元
学制教育师生比	≥1:18	≥1:20	≥1:20
具有实践经验教师占教师总数	>25%	>20%	>20%
教师配备	技术理论课教师和实习指导教师占教师总数 ≥70%	≥70%	≥70%
理论一体化教师占技术理论课教师和实习指导教师总数	>60%	>50%	-
校企合作	每个预备技师、技师、高级技工专业建立稳定合作关系 >5个的企业数	>3个	应有合作企业

资料来源: 政府官网, 浙商证券研究所

3.2 区域中心盈利模型测算：短/中/长期净利润率有望优化 0.8/2.5/7.5pct

我们预计，2024-2027 年公司资本开支为 10/10/5/3 亿元，区域中心建设期结束之后将以维护性开支为主。公司自 2021 年开始进行区域中心建设，我们粗略假设公司将建设 7 个区域中心，每个区域中心资本开支 6 亿元，建设周期 2-3 年，考虑到江苏区域中心于 2024 年 7 月开工建设、江西项目规划中，预计仍有超过 10 亿元资本开支投入。随着区域中心建设完成，以及院校关停并转退租，预计 2026 年以后及 5 亿以内的维护性开支为主。

图36：随着区域中心建设完成，预计 2026 年以后及 5 亿以内的维护性开支为主



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（图中所列资本开支=购买物业及设备支付的现金+使用权资产付款）

表9：公司经营性现金流净额对资本开支覆盖率超过 100%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
资本开支 (亿元)	6.7	3.7	3.3	7.7	9.6	8.1	10	10	5	3
经营性现金流量净额/资本开支	147%	430%	334%	127%	64%	127%				

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

租赁模式逐渐转化为自有物业模式，长期有望带来成本端大幅优化。公司过去采取租赁为主的办学模式，随着区域中心逐渐建成，已有学校逐渐搬迁进入区域中心，原有租赁物业陆续退租，预计建成前 3 年折旧摊销与租金持平或略高，建成后 5 年左右折旧摊销带来成本端大幅优化，10-15 年有望收回资本开支。

图37: 等建筑面积假设下, 长期看单个区域中心较租赁模式在成本端有明显优化

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年	第十五年
区域中心模式较租赁模式节省 (万元)	-175	-115	-53	10	76	1,144	1,213	1,285	1,359	1,435	1,850
区域中心模式											
资本开支 (万元)	55,000										
其中: 土地 (万元)	15,000										
其中: 房屋建筑物 (万元)	35,000										
其中: 装修及设备 (万元)	5,000										
折旧及摊销 (万元)	2,175	2,175	2,175	2,175	2,175	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175
其中: 土地 (万元)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
其中: 房屋建筑物 (万元)	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875
其中: 装修及设备 (万元)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000						
假设: 土地摊销年限	50										
假设: 建筑折旧年限	40										
假设: 装修及设备折旧年限	5										
租赁模式											
建筑面积 (平方米)	80,000										
单位面积租金 (元/平方米)	250										
年租金 (万元)	2,000	2,060	2,122	2,185	2,251	2,319	2,388	2,460	2,534	2,610	3,025
yoy		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

资料来源: 公司公告, 界面新闻, 58同城, 浙商证券研究所测算

7 个区域中心有望承载集团 70%-80% 的长训学生, 短/中/长期有望带来净利润率 0.8/2.5/7.5pct 的优化。区域中心主要建设在生源大省的省会城市, 除了已有学校学生搬迁进入, 预计招生虹吸效应增强。此外, 随着牌照升格等利好兑现, 3+2、3+3 等长学制学生入场, 有望体现中长期翘尾效应。稳态模型下, 区域中心净利润率有望达到 30%+ (成熟的新东方烹饪学校水平)。

图38: 区域中心盈利模型测算: 区域中心净利润率短中长期优化空间可能为 0.8/2.5/7.5pct

	短期: 2024	中期: 2026	长期: 2028	假设依据
区域中心数量	3	5	7	粗略假设每年新落成1个区域中心, 则短/中/长期间隔时间分别为2年
收入 (亿元)	12.80	25.09	39.52	
规划人数	6	10	14	假设每个区域中心的规划人数均为2.5万人
利用率	75%	84%	90%	假设新建成的区域中心在短/中/长期利用率分别为75%/90%/100%
学生数量 (万人)	4.5	8.4	12.6	
yoy		87%	50%	
占在校生总数比例测算	30%	54%	78%	以2023年在籍生规模为基数, 假设年复合增长率2%
生均学费 (元/人/年)	28,450	29,873	31,366	以2023年生均学费为基数, 假设年复合增长率5%
yoy	5%	5%	5%	
生师比	26.5	26.5	26.5	假设与24H1生师比持平
平均教师薪酬	155,184	159,839	164,635	以2023年教职工薪酬及福利/全体教师及员工数量为基数, 假设年复合增长率3%
yoy	3%	3%	3%	
教师薪酬	26,314	50,593	78,166	
教师薪酬在成本占比	41.2%	41.2%	41.2%	假设教师薪酬占成本比重较2023年持平
毛利率 (未考虑折旧摊销效应)	50.1%	51.1%	52.0%	
毛利率 (考虑折旧摊销效应)	51.4%	51.3%	56.4%	
毛利率变动		-0.1pct	5.0pct	
销售费用率	24.06%	22.06%	20.06%	随着营销费用精细化管理以及区域中心影响力扩大, 预计销售费用率持续优化
管理费用率	13.00%	12.50%	12.00%	共用设施、人员节约费用等小幅优化后持平
研发费用率	0.44%	0.44%	0.44%	假设持平
财务费用率	3.10%	3.10%	3.10%	假设持平
所得税率	3.13%	3.11%	3.11%	假设所得税开支/EBT在2024年超过25%, 2026年有望达到20%
净利润率测算	7.7%	10.1%	17.6%	参考成熟的新东方烹饪学校模型, 稳态模型利润率有望达到30%
净利润率变动	0.8pct	2.5pct	7.5pct	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所测算

4 节流: 利润回升拐点已至, 降本增效有望见效

收入 CAGR(2016-2023)6.88%稳健增长，快速扩张模式下业绩短期承压，随着亏损学校和专业关停并转，长期区域中心规模效应显现，预计仍有较大修复空间。2019-2022年快速扩张形成亏损，预计2023年开始公司逐步关停亏损业务并控制费用，利润端持续修复。

表10: 2016-2023年公司盈利水平

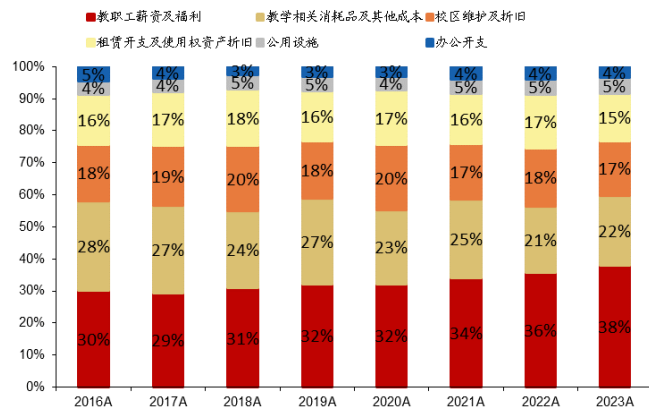
单位: 亿元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业总收入	23.36	28.50	32.65	39.05	36.49	41.40	38.19	39.79
yoy		22.02%	14.55%	19.61%	-6.57%	13.45%	-7.75%	4.18%
经调归母净利润	5.65	6.42	5.47	9.00	5.00	4.32	2.67	2.81
yoy		13.47%	-14.73%	64.48%	-44.41%	-13.65%	-38.20%	5.37%
毛利率	56.58%	55.04%	52.22%	58.38%	53.96%	51.02%	49.52%	47.96%
销售费用率	15.58%	16.03%	19.85%	17.87%	22.72%	23.87%	24.78%	26.06%
管理费用率	11.89%	12.28%	13.41%	14.76%	15.61%	13.09%	13.41%	13.30%
研发费用率	0.36%	0.84%	0.87%	0.78%	1.20%	0.74%	0.56%	0.44%
财务费用率	-	-	-	3.37%	4.00%	3.89%	4.09%	3.50%
有效税率	18.38%	20.54%	25.02%	20.73%	41.95%	35.54%	26.20%	25.92%
经调归母净利率	24.21%	22.51%	16.76%	23.04%	13.71%	10.44%	6.99%	7.07%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

4.1 成本刚性，毛利率随着收入稳健增长仍有改善空间

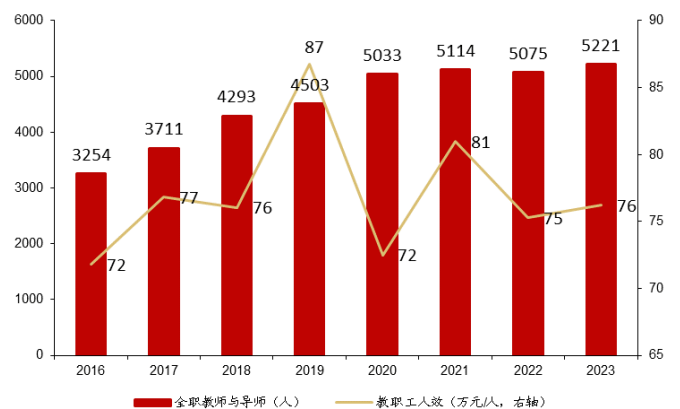
成本刚性，受益区域中心战略，校区维护折旧及租赁开支仍有优化空间，毛利率有望恢复2019年及之前水平。教职工薪酬及福利占成本比重最高约38%（2023A），随着线下教学秩序恢复，教师人效已经恢复之前水平约76万元/人。随着新建区域中心运营逐渐成熟，亏损的下沉式网点关停并转，校区维护折旧及租赁开支仍有优化空间。

图39: 教职工薪酬、教学耗材、校区维护及折旧、租赁开支及使用权折旧四项，合计占比超过90%



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

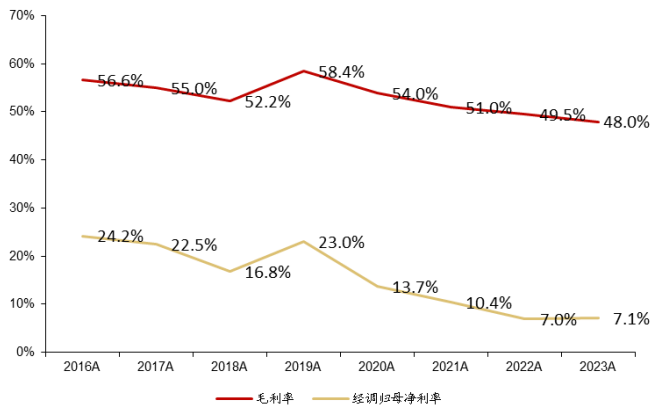
图40: 教师数量稳定在5000人



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

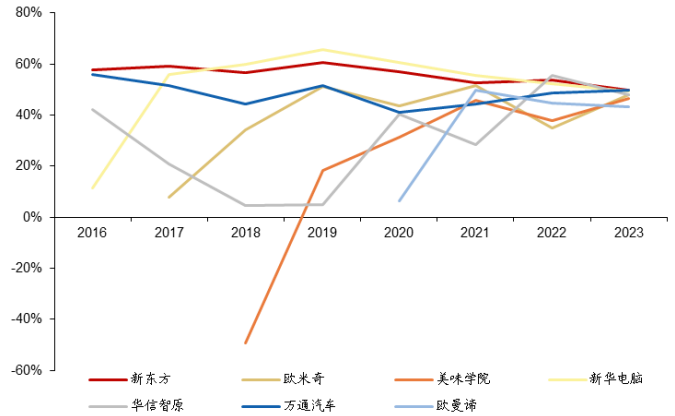
毛利率基本稳定在50%--60%中枢，线下授课秩序受损及公办分流冲击影响利润率水平。2021-2023年各品牌毛利率处于40%-50%区间，预计新东方烹饪、新华电脑、万通汽车等成熟品牌的毛利率有望在未来2-3年逐步恢复。

图41: 毛利率自 2019 年峰值后下滑, 合理控制在 50%上下区间



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图42: 各品牌毛利率均趋近 50%, 新品牌成熟周期 2-3 年

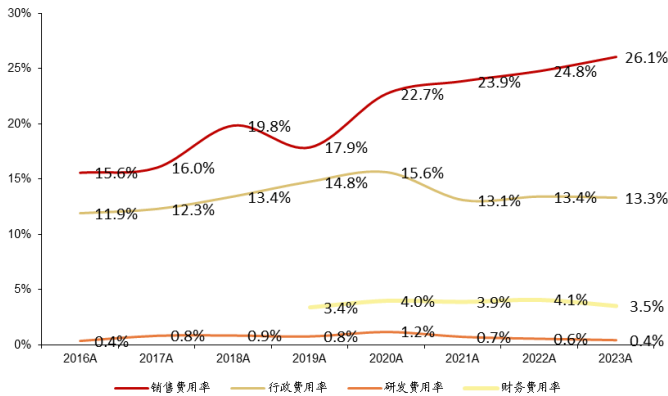


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 预计未来费用率改善空间较大, 受益低效网点关停并转及区域中心投入使用

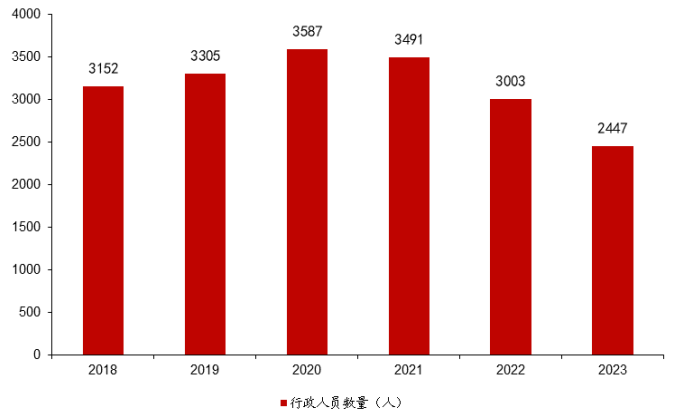
随着低效网点关停并转至区域中心、招生结构及专业设置调整, 预计各项费用率优化, 利润率有望修复至正常区间。2020 年以来线下教学秩序破坏叠加办公中分分流竞争导致招生端压力增加, 招生转化效率下降同时导致销售费用率及管理费用率下降。近年来公司优化精准广告投放, 同时加强渠道建设, 未来销售费用率仍然存在优化空间。

图43: 精细管控下销售费用率有望下降, 其他费用率自 2020 年持续优化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图44: 行政人员数量减少, 亏损低效网点关停并转体现降本增效



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.3 分红保障能力较强, 后续现金流具备支撑力

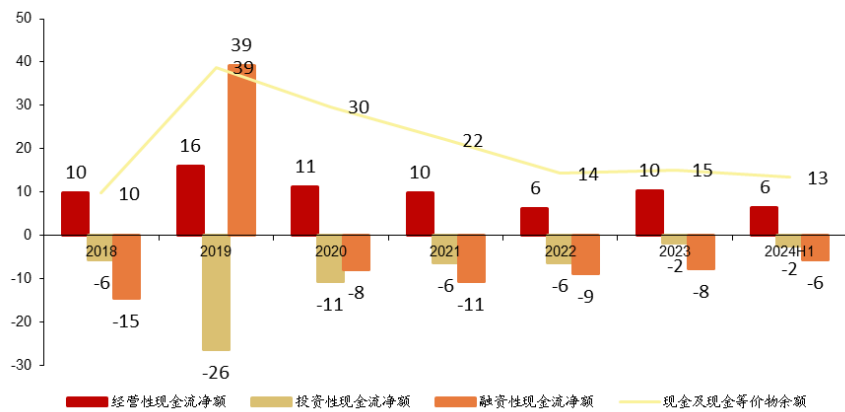
分红的保障能力较强, 后续现金流具备支撑力。公司分红水平相对稳定, 2022-2023 年每股股利均为 0.2HKD, 尽管近两年公司面临市场环境压力和自身战略切换带来的收入端压力, 考虑到 2024 年中报公司实现经调净利润 2.78 亿元, 关停并转亏损学校专业等战略调整成效显现, 叠加 2025 年以后区域中心资本开支投入有望快速下降, 我们预计公司分红保证能力仍然较强。

图45: 公司分红保障能力较强

	2019	2020	2021	2022	2023
每股股利 (HKD)	0.210	0.270	0.245	0.200	0.200
现金分红总额 (亿人民币)	4.23	4.89	4.55	3.94	3.97
经调整净利润 (亿人民币)	9.00	5.00	4.32	2.67	2.81
现金分红/经调整净利润	47%	98%	105%	148%	141%
资本开支 (亿人民币)	3.71	3.32	7.69	9.64	8.08
经营性现金流量净额 (亿人民币)	9.80	15.96	11.12	9.78	6.22
现金及现金等价物 (亿人民币)	9.86	38.83	29.72	22.12	14.35

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图46: 2022年以来现金流结构相对稳定, 经营端战略调整效果显著, 区域中心建设开支有望在2025年以后迅速下降(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

我们预计, 公司 2024-2026 年新招生人数同比增速为-2.81%/6.89%/6.96%。2023 年以来公司陆续关停并转亏损学校及专业 (2024 中报公司披露学校数 234 个, 较 2023 年末的 245 个减少了 11 个), 同时主动调整招生结构, 2024 年新招生人数承压, 尤其是控辍保学政策下春季长期生招生可能压力更大。随着 2024 年亏损学校关并进度进入后半程, 预计 2024 年新招生仍有负增长压力, 自 2025 年开始有望恢复到稳健增长的状态。受益于公司对新招生学制结构的主动调整, 预计 2024-2026 年平均培训人次增速稳健增长, 分别为 1.25%/3.08%/4.12%。

图47: 我们预计 2025 年起新招生增速恢复, 不同学制的学生结构变化带来平均人次加快增长

	2023A	2024E	2025E	2026E
新招生人数(人)	152,881	148,584	158,827	169,885
yoy	13.80%	-2.81%	6.89%	6.96%
其中: 短期课程	80,283	76,887	80,905	86,205
yoy	23.80%	-4.23%	5.23%	6.55%
其中: 长期课程	72,598	71,697	77,922	83,680
yoy	4.46%	-1.24%	8.68%	7.39%
一年以上两年以下	8,378	12,841	17,117	19,949
yoy	29.57%	53.28%	33.30%	16.54%
两年以上三年以下	11,023	9,171	6,607	5,191
yoy	-18.20%	-16.80%	-27.96%	-21.42%
三年	53,197	49,685	54,199	58,540
yoy	7.35%	-6.60%	9.08%	8.01%
平均培训人次(人)	146,839	148,673	153,247	159,555
yoy	2.85%	1.25%	3.08%	4.12%
其中: 短期课程占比	10.82%	10.34%	10.85%	11.74%
其中: 长期课程占比	89.18%	89.66%	89.15%	88.26%
一年以上两年以下占比	5.17%	8.48%	10.96%	12.27%
两年以上三年以下占比	16.05%	13.29%	10.09%	7.25%
三年占比	67.96%	67.89%	68.10%	68.75%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所预测

我们预计, 公司 2024-2026 年总营业收入分别为 41.05/43.63/46.58 亿元, 同比增长 3.18%/6.28%/6.77%。关停并转学校专业对招生的短期不利影响消除后, 随着分学制结构调整, 平均在校生规模有望恢复稳健增长, 同时客单价更高的一年以上两年以下课程的新招生人数快速增长, 我们预计 2024-2026 年的学费增速为 1.90%/3.11%/2.55%。分专业来看, 我们认为烹饪、汽车仍将保持相对稳健增长, 美业由于体量较小仍将保持高双位数增速, 而 IT 板块三年制招生受到普高及公办中职竞争影响, 短期收入可能仍然承压。

图48: 我们预计收入 CAGR(2024-2026)5.4%实现稳健增长

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	39.79	41.05	43.63	46.58
yoy	4.18%	3.18%	6.28%	6.77%
平均在校生规模(人)	146,839	148,673	153,247	159,555
yoy	2.85%	1.25%	3.08%	4.12%
学费(万元/人)	27,095	27,611	28,469	29,194
yoy	1.29%	1.90%	3.11%	2.55%
其中: 烹饪技术(亿元)	22.45	22.42	23.59	24.28
yoy	0.12%	-0.14%	5.24%	2.89%
占收入比重	56.43%	54.61%	54.08%	52.12%
其中: 信息技术及互联网技术(亿元)	7.77	7.57	7.19	6.94
yoy	-0.54%	-2.64%	-4.91%	-3.47%
占收入比重	19.53%	18.43%	16.49%	14.91%
其中: 万通汽车(亿元)	8.47	9.30	10.00	10.84
yoy	17.84%	9.91%	7.51%	8.40%
占收入比重	21.28%	22.67%	22.93%	23.28%
其中: 欧曼谛美业(亿元)	0.55	1.41	2.48	4.16
yoy	120.96%	157.42%	76.26%	67.64%
占收入比重	1.37%	3.43%	5.69%	8.93%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所预测

我们预计, 公司 2024-2026 年经调归母净利润分别为 4.57/5.40/6.39 亿元, 对应经调归母净利率分别为 11.12%/12.37%/13.72%。我们预计公司在保证新招生人数稳健增长的前提下合理控制销售费用率水平, 而其他成本费用刚性, 随着收入稳健增长, 预计毛利率和净利率持续改善。随着区域中心建成投入使用, 预计公司利润率水平在规模效应下有望进一步提升。

图49: 我们预计经调净利润 CAGR(2024-2026)31.47%, 利润率快速修复

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	47.96%	50.01%	51.06%	51.82%
期间费用率	43.30%	39.32%	38.46%	37.51%
销售费用率	26.06%	23.15%	22.82%	22.40%
管理费用率	13.30%	12.50%	12.30%	12.10%
研发费用率	0.44%	0.27%	0.27%	0.27%
财务费用率	3.50%	3.39%	3.06%	2.73%
经调整归母净利润(亿元)	2.81	4.57	5.40	6.39
yoy	5.37%	62.30%	18.16%	18.49%
经调整归母净利率	7.07%	11.12%	12.37%	13.72%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所预测

5.2 估值

公司作为国内最大的职业技能教育供应商, 职业技能实训和就业竞争力优势突出, 新东方烹饪、万通电脑、新华汽车等品牌优势强劲, 随着区域中心战略推进, 办学层级有望进一步提升, 利好新招生的同时拉长学制、优化成本费用结构。我们认为公司在职业技能

培训领域具有一定的稀缺性和品牌优势，对应股息率 6.3%，因此给予一定估值溢价，参照可比公司估值给予公司 15x 2024E PE，首次覆盖给予“增持”评级。

图50: 可比公司估值表 (截至 2024 年 11 月 8 日)

公司代码	公司名称	收盘价 (HKD)	市值 (亿港元)	EPS (元)			PE			股息率
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
2469.HK	粉笔	2.7	60	0.20	0.24	0.30	12.42	10.20	8.26	0.0%
0667.HK	中国东方教育	3.2	69	0.21	0.25	0.29	14.10	11.77	9.87	6.3%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 可比公司数据来自 Wind 一致预测, 中国东方教育预测数据来自浙商模型, 表中列示业绩为净利润, 港股汇率假设为 0.92)

6 风险提示

新招生人数及在校生人数不及预期等。公司招生类型包括中等职业教育和职业技能培训, 新招生人数受宏观经济环境、行业景气度、学生就业偏好等影响较大。新招生增速、生源结构、年度续费率若不及预期, 可能导致在校生人数不及预期, 进而影响收入。

区域中心建设进度不及预期或收益不及预期。区域中心建设属于重资产投入, 回收周期较长, 可能出现建设进度较慢、招生增速低于预期、高级技工或技师学院审批进度弱于预期的情况, 进而影响区域中心战略利润释放。

职业教育政策风险, 如公办职业教育学校分流导致招生竞争加剧。国家大力提倡职业教育发展, 政策上可能向公办中等职业教育学校倾斜, 可能导致公司招生不及预期。

销售费用高企的风险。2023 年公司销售费用率 26%, 我们预计其中广告开支占比超过半数, 若招生不及预期等因素导致销售费用增加, 可能对利润产生较大影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,908	3,418	3,382	3,662
现金	1,515	966	901	1,149
应收账款及票据	48	58	61	70
存货	68	71	75	80
其他	2,276	2,324	2,344	2,364
非流动资产	5,383	5,748	6,027	5,950
固定资产	3,080	3,504	3,868	3,891
无形资产	1,541	1,431	1,346	1,245
其他	762	814	814	814
资产总计	9,291	9,166	9,409	9,612
流动负债	2,333	2,153	2,338	2,474
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	124	123	128	134
其他	2,210	2,030	2,210	2,340
非流动负债	1,350	1,266	1,266	1,266
长期债务	0	0	0	0
其他	1,350	1,266	1,266	1,266
负债合计	3,684	3,419	3,604	3,740
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,607	5,747	5,805	5,871
归属母公司股东权益	5,608	5,747	5,805	5,872
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,608	5,747	5,805	5,872
负债和股东权益	9,291	9,166	9,409	9,612

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,979	4,105	4,363	4,658
其他收入	4	4	4	4
营业成本	2,070	2,052	2,135	2,244
销售费用	1,037	950	996	1,044
管理费用	529	513	537	564
研发费用	17	11	12	13
财务费用	38	58	56	43
除税前溢利	368	560	667	790
所得税	95	129	147	166
净利润	273	432	521	624
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	432	521	624
EBIT	406	618	723	833
EBITDA	1,027	1,186	1,326	1,407
EPS (元)	0.13	0.20	0.24	0.29

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	4.18%	3.18%	6.28%	6.77%
归属母公司净利润	-25.63%	58.33%	20.61%	19.93%
获利能力				
毛利率	47.96%	50.01%	51.06%	51.82%
销售净利率	6.85%	10.51%	11.93%	13.40%
ROE	4.86%	7.51%	8.97%	10.63%
ROIC	5.37%	8.29%	9.72%	11.22%
偿债能力				
资产负债率	39.65%	37.30%	38.30%	38.91%
净负债比率	-27.02%	-16.81%	-15.53%	-19.56%
流动比率	1.67	1.59	1.45	1.48
速动比率	1.65	1.55	1.41	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.49
应收账款周转率	83.78	77.48	73.39	71.20
应付账款周转率	17.24	16.65	17.06	17.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流	0.47	0.40	0.63	0.64
每股净资产	2.57	2.64	2.66	2.69
估值比率				
P/E	19.71	14.68	12.17	10.15
P/B	0.96	1.10	1.09	1.08
EV/EBITDA	3.76	4.52	4.10	3.69

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,025	864	1,377	1,392
净利润	273	432	521	624
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	620	568	603	573
营运资金变动及其他	132	-136	254	195
投资活动现金流	-188	-981	-846	-460
资本支出	-842	-882	-882	-496
其他投资	654	-99	36	36
筹资活动现金流	-777	-432	-596	-686
借款增加	-248	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0
已付股利	-395	-432	-596	-686
其他	-139	0	0	0
现金净增加额	80	-549	-65	247

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>