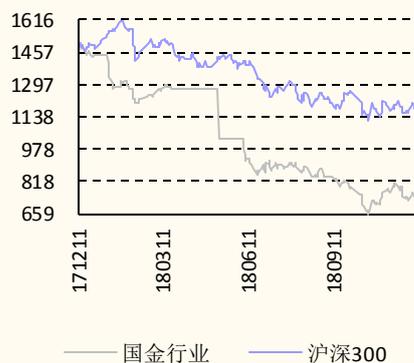


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	742.07
沪深300指数	3181.57
上证指数	2605.89
深证成指	7733.89
中小板综指	7891.48



## 相关报告

1. 《2018 教育行业周报第 45 期:北京市发布《实施意见》,关注变...》, 2018.12.2
2. 《教培新政再出,剑指互联网教育,在线教育野蛮生长或入下一阶段...》, 2018.11.27
3. 《2018 教育行业周报第 44 期:教育政策频发,学校公司经营进展...》, 2018.11.25
4. 《2018 教育行业周报第 43 期:《学前教育深化改革》发布,或对...》, 2018.11.18
5. 《2018 教育行业周报第 42 期:送审稿不必过于悲观,支持民企和...》, 2018.11.11

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghui@gjzq.com.cn

## 东方教育交表拟 IPO——“新东方烹饪”母公司，最大职教集团之一，职教航母正式启航

### 行业观点

- **2018 年 12 月 6 日，中国东方教育集团递交港股 IPO，成为今年第 16 家 IPO 的教育行业公司。**旗下的新东方烹饪在电视广告媒体时代投放大量广告，至今诸如“学厨师，还是去新东方”等广告词依旧脍炙人口。新东方烹饪和新东方教育因为名称相似，常被认为互有联系，实质上两者不论股权或者业务内容没有任何关系。但都在各自的细分行业深耕多年，成为了所在行业龙头。新东方（EDU）创立于 1993 年，2006 纽交所上市，现依然为全国 K12 教培&英语培训龙头。而新东方烹饪创立于 1988 年，隶属于中国东方教育集团，中国东方教育集团按平均培训人次计算，占据烹饪职业技能教育行业的 23.1% 份额，远超第二名的 2.9% 份额。
- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，三大方向五大品牌格局形成，中国最大职教集团之一，资源丰富，扩张潜力大。**1988 年创立新东方烹饪和新华电脑之后，2001 年成立万通汽车教育，奠定烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职业技能教育方向。2006 年收购华信智原 DT 人才培养基地，2016 年新增欧米奇西点西餐教育，至此五大品牌格局形成。除此之外，2017 年成立的美味学院，提供私人订制体验服务。截至 2018 年 8 月 31 日，集团总平均培训人次达到 12.16 万人，按人次算，是中国最大的职业技能教育提供商。公司在内地 29 个省份及香港共运营 139 所学校，其中 25 所学校还提供职业中专学历教育。集团前三大股东互为堂兄弟，第一大股东吴俊保先生也是中国新华教育集团的最大股东，两集团均与新华集团有关，新华产业涵盖教育、地产和金融等多个领域，旗下公司在扩张进程中资源丰富，潜力较高。
- **营收/净利达 28.5/6.6 亿，体量位居教育行业前五。**教育行业公司营收前 10 名中有 8 个培训和 2 个学校，而净利前 10 名中培训和学校各 5 个，培训行业的业态本质是商业连锁，因此具有竞争性更强，公司分化差异较大的特点，而学校行业的业态进入门槛较高，行业本身的竞争强度低于培训，因此有一荣俱荣的行业性红利在。中国东方教育按业务类型分属于培训行业，按营收规模排第四，按净利规模排第三，仅次于新东方和好未来。公司 FY15-17 营收/净利/平均培训总人数 CAGR 分别为 16%/23%/12%，FY17 营收/净利达 28.5/6.6 亿元，收入新东方烹饪/新华电脑/万通占比 61%/19%/15%。
- **实质业态介于培训和学校之间。**我们选取 14 家学校和 8 家培训公司进行对比：培训资产更轻，扩张速度和毛利率有优势，ROA 更高，但是在费用端水平更高，综合影响下净利率学校行业占优。培训行业中，中国东方教育一年以上的长期课程占比高达 90%。相较其他公司，时间更长且多为全日制教学，这导致实质业态其实介于培训和学校之间：一方面，资产比学校要轻，另一方面，利用效率比一般培训要高，运营比一般培训稳定，网点管理集中度比较高，因此费用更加可控。因此其销售费用率和净利率介于学校和培训之间，毛利率类似培训，管理费用率类似学校，ROA 略高于学校和培训。
- **职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。**国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，出台系列文件，包括 2015 年教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016 年人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2018 年国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》等。近期教育政策震荡较大，但职业教育一直是政策所支持的方向，政策风险较小。
- **风险提示：政策不确定性，公司获取执照上可能遇到阻碍等风险。**

## 内容目录

1.中国东方教育港股提交上市申请：新东方烹饪起家的职教航母，全国最大职教集团之一.....	4
1.1 三十年历史：始于烹饪培训，拓展至信息技术、汽车服务多方面培训....	4
1.2 三大方向五大品牌：新东方烹饪/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通.....	7
1.3 放眼整个教育行业：收入规模第四，利润规模第三.....	9
2. 业务覆盖 29 省及香港，培训人次/营收/净利近三年 CAGR12%/16%/23%...9	
2.1 旗下 139 所学校，培训人次 FY15-17CAGR 为 12%，最新达 12.16 万 ..9	
2.2 收入/净利 FY15-17CAGR 为 16%/23%，FY17 达 28.5/6.6 亿元.....	12
3.实质业态：介于培训和学校之间.....	14
4.增长潜力：三大细分行业市占率第一，待看未来发展.....	17
风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：新东方烹饪部分宣传广告.....	4
图表 2：中国东方教育集团（新东方烹饪）及新东方教育集团历史沿革.....	5
图表 3：中国东方教育集团旗下职业教育品牌.....	6
图表 4：中国东方教育覆盖省份达 29 个.....	6
图表 5：中国东方教育股权结构.....	7
图表 6：中国新华教育股权结构.....	7
图表 7：公司品牌介绍（截至 2018 年 8 月 31 日）.....	8
图表 8：上市及拟上市公司收入规模前 10（亿人民币）.....	9
图表 9：上市及拟上市公司净利规模前 10（亿人民币）.....	9
图表 10：中国东方教育公司最新学校构成情况.....	10
图表 11：中国东方教育学校数量变化情况.....	10
图表 12：中国东方教育总平均培训人次.....	11
图表 13：分品牌平均培训人次占比.....	11
图表 14：分课程长度平均培训人次占比.....	11
图表 15：中国东方教育学费/服务费情况.....	12
图表 16：中国东方教育营收及增速.....	12
图表 17：中国东方教育归母净利润及增速.....	12
图表 18：中国东方教育收入拆分.....	13
图表 19：公司毛利率和归母净利率.....	13
图表 20：公司费率情况.....	14
图表 21：培训行业和学校行业对比.....	14
图表 22：教育行业毛利率对比.....	15
图表 23：教育行业净利率对比.....	15
图表 24：教育行业销售费用率对比.....	16

图表 25: 教育行业管理费用率对比.....	16
图表 26: 教育行业 ROA 对比.....	16
图表 27: 中国职业教育体系.....	17
图表 28: 职业技能培训相关政策.....	18
图表 29: 中国职业技能教育总规模 (亿元) .....	19
图表 30: 三大细分占职业技能教育市场比重.....	19
图表 31: 2017 年中国职业技能教育市占率.....	19
图表 32: 2017 年中国烹饪职业技能教育市占率.....	19
图表 33: 2017 年中国信息技术职业技能教育市占率.....	20
图表 34: 2017 年中国汽车服务职业技能教育市占率.....	20
图表 35: 中国东方教育容量及使用率情况.....	20

## 1.中国东方教育港股提交上市申请：新东方烹饪起家的职教航母，全国最大职教集团之一

### 1.1 三十年历史：始于烹饪培训，拓展至信息技术、汽车服务多方面培训

- 2018年12月6日中国东方教育递交港股IPO，成为今年第16家递交IPO的教育行业公司。中国东方教育影响力大，旗下的新东方烹饪在电视广告媒体时代投放大量广告，广告渗透程度非常高，很多广告词现在都还耳熟能详，诸如“爱卿师从何处？新东方烹饪学校！”、“传，传，传……传新东方厨师。”、“汇集天下名菜，培养厨师精英！”、“学厨师，还是去新东方。”、“幸福的味道，新东方制造。”等广告词依旧脍炙人口。

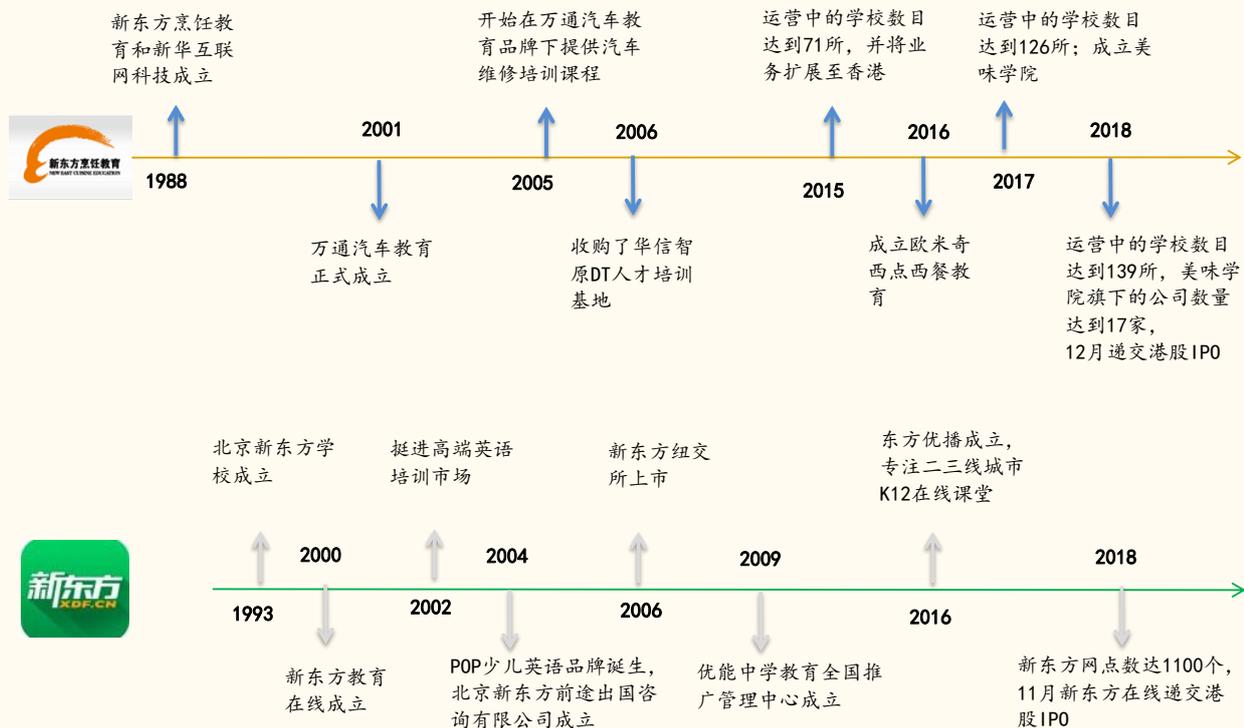
图表 1：新东方烹饪部分宣传广告



来源：必应图片，国金证券研究所

- 做饭的新东方比教英语的新东方历史更悠久。新东方烹饪和新东方教育因为名称相似，容易混淆，实质上两者不论股权或者业务内容没有任何关系。但都在各自的细分行业深耕多年，成为了所在行业龙头。新东方 1993 年创立于北京，至今 25 年历史，2006 年集团在美国纽约证券交易所成功上市，成为中国大陆在美国上市的第一家教育机构，现依然为全国 K12 教培 & 英语培训龙头。而新东方烹饪历史更为久远，于 1988 年创立，至今 30 年历史，隶属于中国东方教育集团，中国东方教育集团按平均培训人次计算，占据烹饪职业技能教育行业的 23.1% 份额，远超第二名的 2.9% 份额。

图表 2：中国东方教育集团（新东方烹饪）及新东方教育集团历史沿革

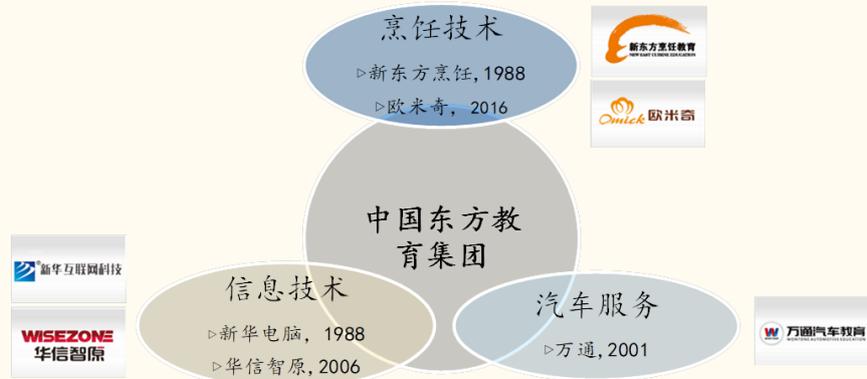


来源：公司官网，招股说明书，国金证券研究所

- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，业务拓展至信息技术、汽车服务多方面培训。**1988年，新东方烹饪教育和新华互联网科技成立，聚焦于提供专业烹饪及酒店管理的培训，并开始提供与计算机及互联网相关的新兴行业的培训课程，推出摩托车维修增训项目，呈现万通汽车教育雏形。2001年，万通汽车教育正式成立。2006年，收购了华信智原DT人才培训基地，为大学生及在职人员提供短期实用信息技术课程。2016年，成立欧米奇西点西餐教育，提供优质西餐教育，巩固其在烹饪教育行业地位。2017年，成立美味学院，旨在为对烹饪感兴趣或计划在餐饮行业自行创业的客户私人订制烹饪体验。
- **中国东方教育多业务同步推进，教育品牌家喻户晓，品牌力彰显的同时也获得了行业认可，多项殊荣加冕。**2010年，万通汽车教育被中国汽车文化促进会和中国汽车人才培养工程委员会评为「全国汽车行业示范职教集团」，2012年，安徽新华电脑专修学院受人社部委托组织「国家新技能人才培养新项目」及「四新人才培养计划」。2015年，安徽新华教育发展有限公司连续五年在世界中国烹饪联合会第六届成员代表会议上被选为世界中国烹饪联合会第六届委员会会议的委员会成员。2017年，安徽新华教育获中国饭店协会认证为「全国饭店业人才培训示范基地」，北京华信智原教育科技有限公司被信息化培训认证管理办公室认证为「中国大数据人才培养示范基地」。2018年，安徽新华教育被中国烹饪协会授予「改革开放40年中国餐饮行业培养人才突出贡献单位」，及被中国饭店协会授予「改革开放40周年全国餐饮业功勋企业」。
- **三大方向五大品牌格局形成，当之无愧的中国职教培训龙头。**目前，公司旗下职业技能教育培训领域形成三大方向五大品牌的格局，三大方向包括烹饪技术、信息技术及汽车服务，五大品牌分别为新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、华信智原DT人才培训基地、万通汽车教育，同时拥有一所私人订制烹饪体验中心，即美味学院。截至2018年8月31日，公司在内地29个省份及香港共运营139所学校，同时，公司通过25所学校提供职业中学学历教育，公司平均培训人次约为12.16万人次，

根据弗若斯特沙利文统计，按平均人次计，公司已成为中国最大的职业技能教育提供商。培训人次分品牌来看，新东方烹饪/新华电脑/万通汽车教育/欧米奇/华信智原分别为 7.00/2.90/1.87/0.26/0.12 万人。

图表 3：中国东方教育集团旗下职业教育品牌



来源：公司官网，国金证券研究所

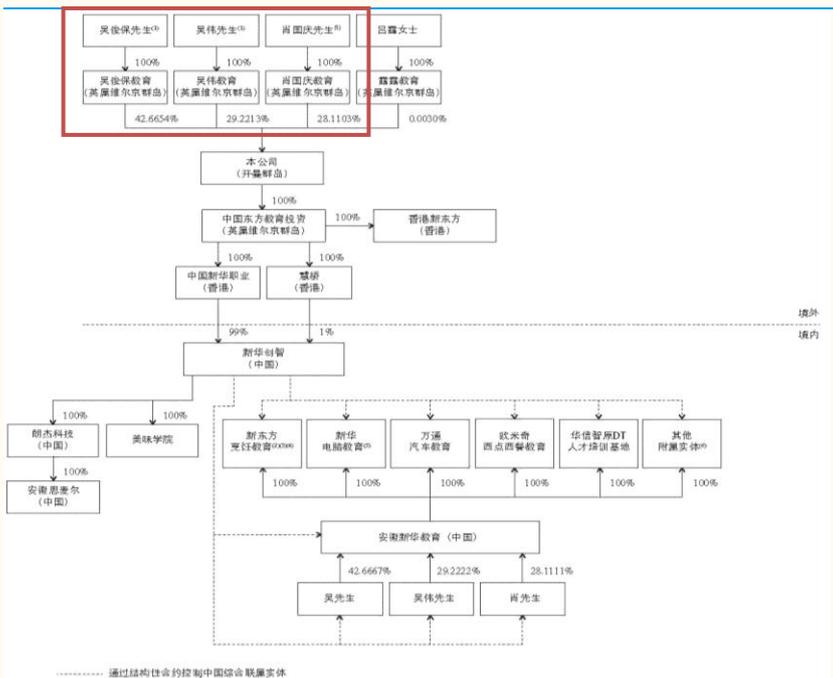
图表 4：中国东方教育覆盖省份达 29 个



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

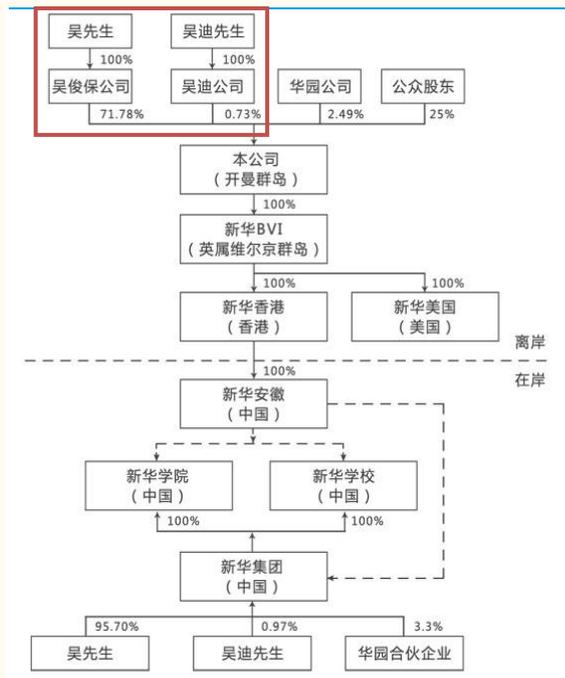
■ **大股东资源深厚，布局多元，和 2018 年 3 月上市的中国新华教育集团联系紧密。**中国东方教育大股东分别为吴俊保先生、吴伟先生、肖国庆先生，三人分别持股 42.7%、29.2%、28.1%，且三人互为堂兄弟，吴俊保先生为吴伟先生及肖国庆先生的堂兄)。其中，吴俊保先生也是 2018 年 3 月于港交所上市的中国新华教育集团 (2779.HK) 的最大股东，吴俊保先生任该集团董事会主席兼非执行董事，并持有 71.9% 股份，吴俊保先生的儿子吴迪先生持有 0.73% 股份。中国新华教育是长三角最大的民办高等教育集团，运营新华学校和新华学院两所学校，分别创办于 2000 年和 2002 年，定位层次鲜明，前者提供中等专科职业技术教育，后者提供本专科学历教育。中国东方教育和中国新华教育均与新华集团有关，新华的产业涵盖教育、地产和金融等多个领域，依托学历教育和多地职业教育双布局的集团优势资源，旗下教育公司在扩张进程中的潜力较高。

图表 5：中国东方教育股权结构



来源：公司 IPO 申请书，国金证券研究所

图表 6：中国新华教育股权结构



来源：公司 IPO 申请书，国金证券研究所

### 1.2 三大方向五大品牌：新东方烹饪/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通

- 公司拥有五大知名品牌：新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、华信智原 DT 人才培训基地、万通汽车教育（以下数据均截止 2-18 年 8 月 31 日）。
  - **新东方烹饪教育**（平均培训人次占比 58%，收入占比 60%）：中国著名的烹饪教育培训品牌。主要提供专业、全面的烹饪培训课程，如金典总厨、金领大厨、大厨精英班、烹饪精英、西餐主厨及时尚西点等。新东方烹饪教育现已拥有 50 所学校，覆盖内地 29 个省份与香港，有 4 所新校正在规划中。
  - **欧米奇西点西餐教育**（平均培训人次占比 2%，收入占比 6%）：高端西餐教育。主要提供高质量西式餐饮教育，西点和西餐为主的专业烹饪培训，如烘焙甜点、西餐料理、咖啡饮品和精品调酒。欧米奇西点西餐教育现已拥有 19 所学校，覆盖中国 19 个省份，有 5 所新校正在规划中。
  - **新华电脑教育**（平均培训人次占比 24%，收入占比 18%）：历史悠久的信息技术培训学校。主要提供信息技术相关培训，如云开发软件工程师、VR+影视动漫设计师、新媒体 UI 设计师等。新华电脑教育现已拥有 23 所学校，覆盖中国 16 个省份，有 1 所新校正在规划中。
  - **华信智原 DT 人才培训基地**（平均培训人次占比 1%，收入占比 2%）：为已掌握基础理论知识并寻求进一步提升信息技术技能的大专生及大学生提供短期课程，如 UI 设计、Java 软件工程、大数据工程、人工智能、跨境电子商务和互联网营销等。目前已在中国建立 22 个数据培训基地，覆盖中国 21 个省份。
  - **万通汽车教育**（平均培训人次占比 15%，收入占比 14%）：全面的机车培训学校。主要提供汽车维修技能以及汽车商务的实践培训，如汽车诊断、汽车维修、汽车美容、汽车涂装、汽车改装、汽车商务和新能源汽车等。目前已有 25 所学校，覆盖中国 21 个省份，有 2 所新校正在规划中。

- 除以上五个品牌外，公司还提供私人订制烹饪体验中心，即美味学院，目前已有 17 所私人订制体验中心，覆盖 13 个省份。截至 2018 年 8 月 31 日，美味学院所提供的私人订制烹饪体验课程拥有 3,537 名新客户。

图表 7：公司品牌介绍（截至 2018 年 8 月 31 日）

分部	品牌	创立时间	品牌简介	主要课程	学校/中心数目	覆盖的省份	规划中的新学校/中心	平均培训人次	运营模式
烹饪技术	新东方烹饪 	1988 年	提供专业、全面的烹饪培训课程，其中主要提供 1-3 年不同课程时长的长短期烹饪课程。	金典总厨、金领大厨、大厨精英班、烹饪精英、西餐主厨及时尚西点	50 (其中 4 所职业中专, 7 所技术培训)	29	4	70004 (占 58%)	直营
	欧米奇 	2016 年	提供高质量西式餐饮教育，西点和西餐为主的专业烹饪培训。	烘焙甜点、西餐料理、咖啡饮品和精品调酒	19	19	5	2633 (占 2%)	直营
信息技术	新华电脑 	1988 年	提供信息技术相关培训，主要以长期课程为主，时长介于 3 个月-3 年。	云开发软件工程师、VR+影视动漫设计师、新媒体 UI 设计师等	23 (其中 5 所职业中专, 4 所技术培训)	16	1	29008 (占 24%)	直营
	华信智原 	2006 年收购	为已掌握基础理论知识并寻求进一步提升信息技术技能的大专生及大学生提供短期课程。培养具备适用的 IT 技能的专业数据技术工程师。	UI 设计、Java 软件工程、大数据工程、人工智能、跨境电子商务和互联网营销	22	21	-	1229 (占 1%)	直营
汽车服务	万通 	2001 年	提供全面的汽车培训，专注于提供汽车维修技能以及汽车商务的实践培训	汽车诊断、汽车维修、汽车美容、汽车涂装、汽车改装、汽车商务和新能源汽车	25 (其中 5 所技术培训)	21	1	18684 (占 15%)	直营
合计					139	-	11	121558	
私人订制烹饪体验中心	美味学院 	2017 年	对烹饪感兴趣或计划于餐饮业创业的客户提供私人订制烹饪体验。我们美味学院的课程分为小班及一对一的个人课程。课程服务时长介于一日至两个月。	特色小吃、时尚西点、新派中餐、特色中点、潮流饮品及西式简餐	17	13	2	447	私人订制

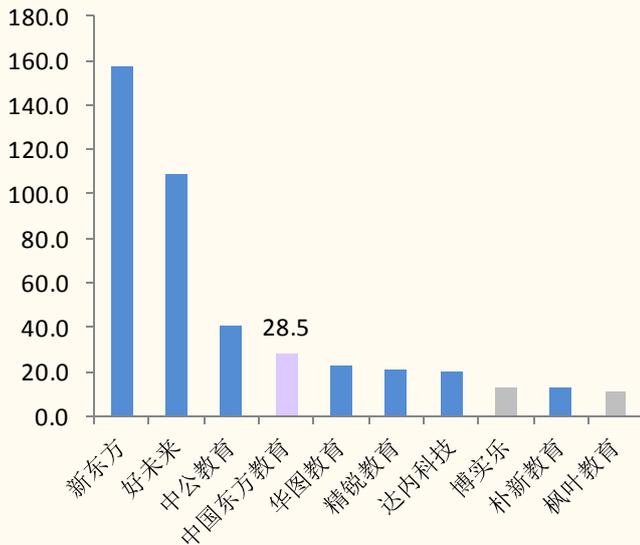
来源：公司公告，国金证券研究所

注：25 所学校中，有 16 所为技工学校，有九所为提供中专教育的学校。25 所学校提供职业中专学历

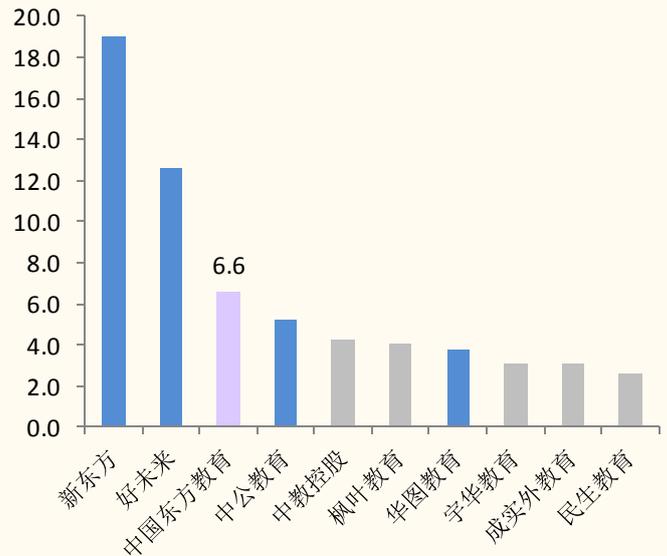
### 1.3 放眼整个教育行业：收入规模第四，利润规模第三

- 中国东方教育收入和利润规模位居教育行业前五。如果将已上市和拟上市的教育行业公司按照收入规模和净利润规模排序，营收规模前10名中有8个培训行业和2个学校行业公司，而净利润前10名中培训行业公司和学校行业公司各5个，培训行业的业态本质是商业连锁，因此具有竞争性更强，公司分化差异较大的特点，而学校行业的业态进入门槛较高，行业本身的竞争强度低于培训，因此有一荣俱荣的行业性红利在。中国东方教育按业务类型分属于培训行业，如果按照营收规模排第四，仅次于新东方、好未来和中公教育，如果按照净利润规模排第三，仅次于新东方和好未来。

图表 8：上市及拟上市公司收入规模前 10 (亿人民币)



图表 9：上市及拟上市公司净利润规模前 10 (亿人民币)



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

来源：公司年报，wind，国金证券研究所

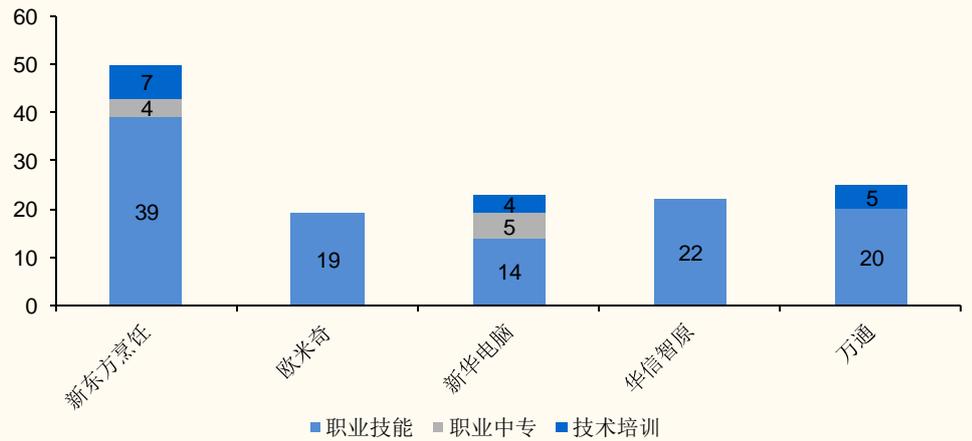
注：新东方好未来为 FY18 数据，其他均为 FY17 数据

## 2. 业务覆盖 29 省及香港，培训人次/营收/净利近三年 CAGR12%/16%/23%

### 2.1 旗下 139 所学校，培训人次 FY15-17CAGR 为 12%，最新达 12.16 万

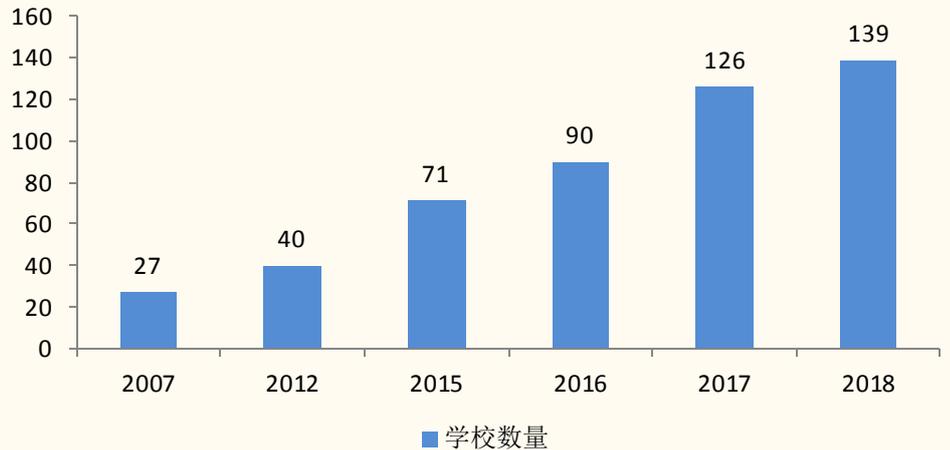
- 139 所学校中 25 所提供中专学历教育，土地以租赁为主。公司五个品牌中，新东方烹饪、新华电脑、万通在提供职业技能培训同时，还供中专教育和技工学校。在公司运营的 139 所学校中，通过 25 所学校提供职业中专学历教育，中专教育和技工学校将取得职业中专学历。公司土地主要通过租赁取得，截至 2018 年 8 月 31 日，公司租赁土地达到 80 块。

图表 10：中国东方教育公司最新学校构成情况



来源：公司公告，国金证券研究所

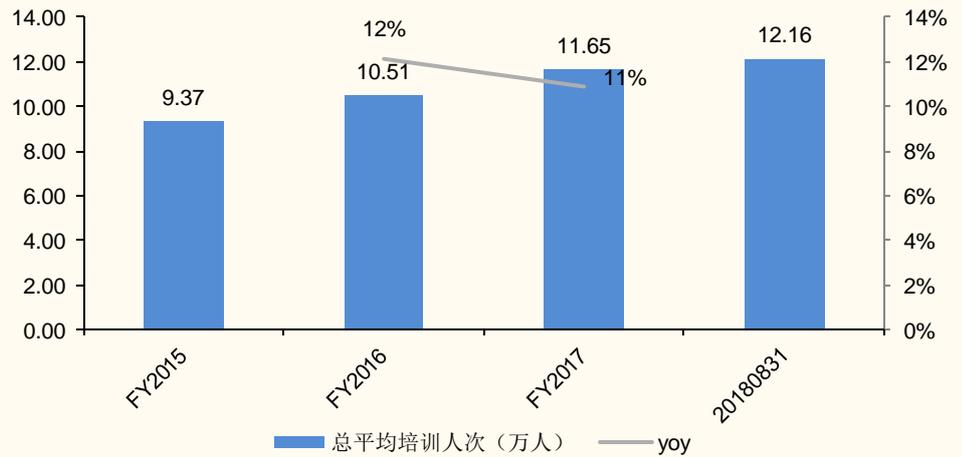
图表 11：中国东方教育学校数量变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **总平均培训人次达到 12.16 万人。**公司总平均培训人次由 FY2015 的 9.37 万人上升至 FY2017 的 11.56 万人，CAGR 为 12%，截至 2018 年 8 月 31 日，总平均培训人次达到 12.16 万人。公司总平均培训人次保持稳定上升状态，人数的增加保证收入的增长。注：平均培训人次=该期间按每月月末营运学校培训人次的总数/该期间的月份数的近似值。

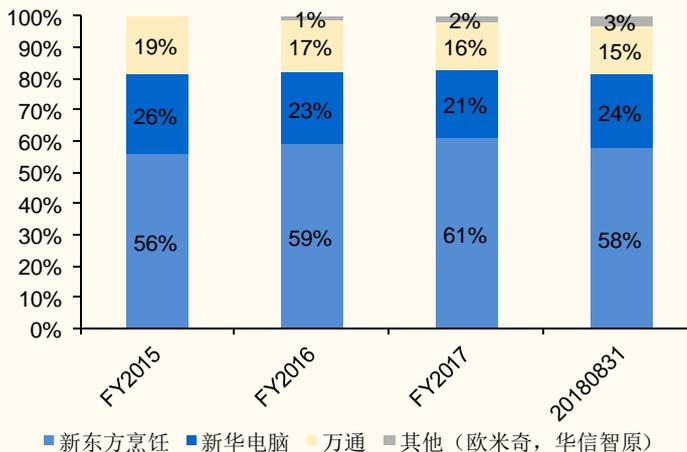
图表 12：中国东方教育总平均培训人次



来源：公司公告，国金证券研究所

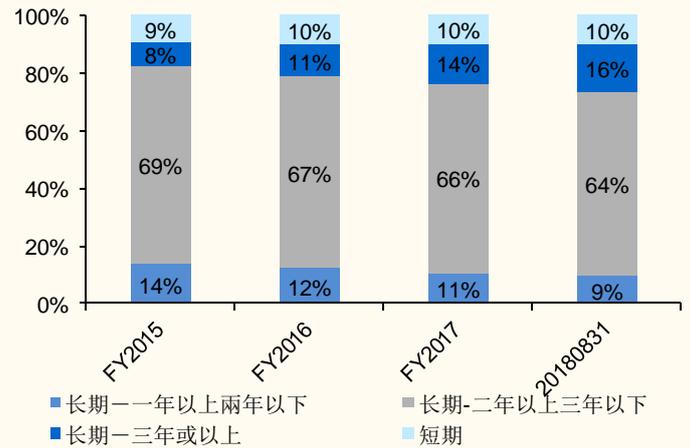
- **培训人次分品牌占比看，新东方烹饪占比最大。**公司分品牌平均培训人次占比中：①新东方烹饪占比最大，FY2015 占比达到 56%，FY2017 达到 61%，上升 5 个 pct，②其次是新华电脑，平均培训人次占比 FY2015 为 26%，FY2017 为 21%，下降 5 个 pct，③万通平均培训人次 FY2015 占比为 19%，FY2017 为 16%，下降 3 个 pct，④其他品牌相对规模较小，占比仍低于 3%。
- **培训人次分课程长度看，长期课程尤其是二年以上三年以下课程占比最高。**目前，新东方烹饪，新华电脑和万通提供长期和短期课程，其他仅提供短期课程。公司将一年以上的课程定义为长期课程，长期课程占比高达 90%，短期平均培训人次保持稳定，近三年均在 10%左右。其中①长期-两年以上三年以下人数占比最大，FY2015 占比为 69%，FY2017 占比为 66%，下降 3 个 pct，②长期-三年以上的比重提高，从 FY2015 的 8%上升到 FY2017 的 14%，上升 6 个 pct，③长期-一年以上两年以下占比有所下降，FY2015 为 14%，FY2017 为 11%，下降 3pct。公司整体单个学生的平均课程时间长度提高。

图表 13：分品牌平均培训人次占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：分课程长度平均培训人次占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司不同学校、不同课程时长学费区间跨度大，提供灵活课程选择。**长期课程最高学费是最低学费的 6-14 倍，短期课程最高学费是最低学费的 10-73 倍。长期课程按照年度学费标准收取，短期课程则按照学费报读课程收取。2018 年，新东方烹饪长期课程学费区间为 5600-76000 元，短期课程学费区间为 800-58000 元；欧米奇仅提供短期课程，学费区间为 5000-

50000 元；新华电脑长期课程学费区间为 6680-37800，短期课程学费区间为 800-29300 元；华信智原仅提供短期课程，学费区间为 999-26800 元；万通长期课程学费区间为 4800-38500 元，短期课程学费区间为 800-37400 元。2018 年整体学费区间较 2017 年范围有所扩大，最高额学费集体上升，最低额学费稍有下降，为学生提供更灵活的课程服务。

图表 15：中国东方教育学费/服务费情况

品牌	课程	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
新东方烹饪	长期课程	10,400-34,480	10,400-34,500	11,400-36,800	5,600-76,000
	短期课程	1,200-19,240	1,200-18,100	1,200-58,000	800-58,000
欧米奇	短期课程	-	-	9,000-47,000	5,000-50,000
新华电脑	长期课程	10,180-31,800	5,980-35,800	6,680-39,800	6,680-37,800
	短期课程	1,300-22,390	1,900-22,590	880-28,800	800-29,300
华信智原	短期课程	-	2,000-14,800	2,000-29,800	999-26,800
万通	长期课程	13,600-31,000	12,800-36,800	6,680-38,500	4,800-38,500
	短期课程	3,000-20,100	680-32,600	680-37,400	800-37,400
美味学院	私人订制烹饪体验课程	-	-	360-16,000	1,980-18,800

来源：公司公告，国金证券研究所

注：①一般根据该年学生报读的不同课程的年度学费标准收取长期课程学费。

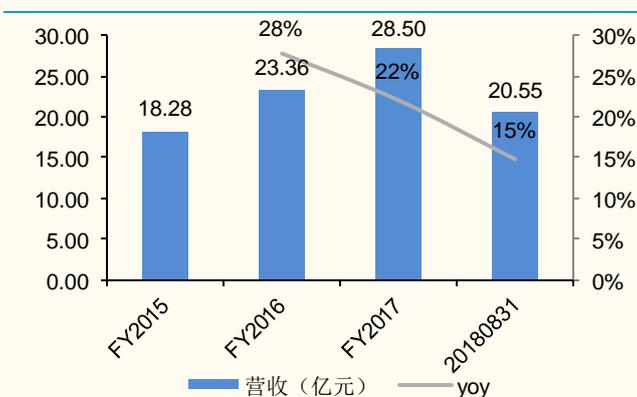
②短期课程学费一般根据学生报读的各课程收取。

③公司一般就客户于美味学院注册的每名课程向其收取服务费。

## 2.2 收入/净利 FY15-17CAGR 为 16%/23%，FY17 达 28.5/6.6 亿元

- **FY2015-2017 收入 CAGR 达 16%，归母净利润 GAGR 达 23%**。营业收入从 FY2015 的 18.28 亿上升至 FY2017 的 28.5 亿元人民币，CAGR 为 16%；公司总体营收增速保持良好态势，随着新开学不断成熟，公司营收将进一步增长。截至 2018 年 8 月 31 日，实现营业收入 20.55 亿元，同比增加 15%。公司 FY2015 归母净利润为 3.53 亿元，FY2017 归母净利润为 6.61 亿元，CAGR 为 23%，截至 2018 年 8 月 31 日，归母净利润为 2.97 亿元，同比下降 27%。归母净利润下降的主要原因在于公司费用提高以及公司新学校处于初始运营期，投入较大所致。

图表 16：中国东方教育营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：中国东方教育归母净利润及增速

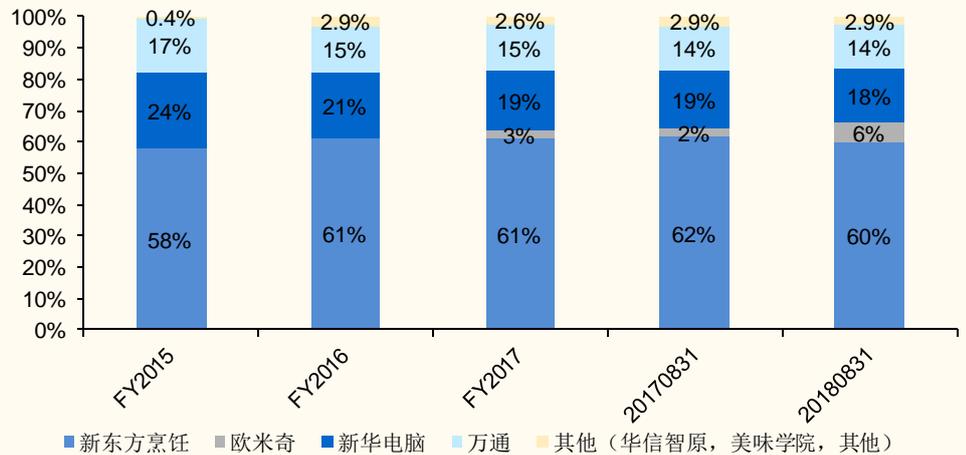


来源：公司公告，国金证券研究所

- **营收分品牌来看，新东方烹饪学校约占 60%**。公司主要收入来源为新东方烹饪，且占比依然有上升态势，新华电脑和万通的收入占比相对有所下降。新开的学校欧米奇占比有所提升，其他（华信智原、美味学院及其他）占

比均不超过 2%。①新东方烹饪 FY2015 年营收占比 58%，FY2017 营收占比 61%，上升 3 个 pct，截至 2018 年 8 月 31 日，占比为 60%；②其次来自新华电脑，FY2015 年营收占比 24%，FY2017 营收占比 19%，下降 5 个 pct，截至 2018 年 8 月 31 日，占比 18%；③万通 FY2015 年营收占比 17%，FY2017 营收占比 15%，下降 2 个 pct，截至 2018 年 8 月 31 日，占比为 14%。

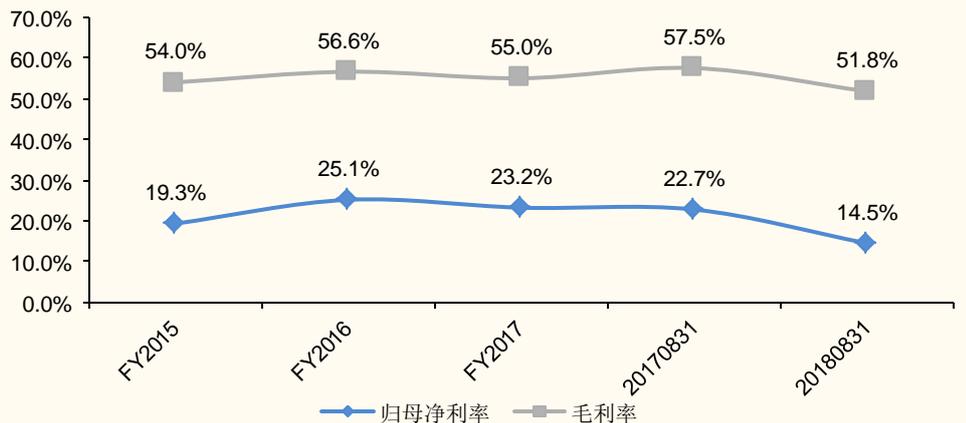
图表 18：中国东方教育收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

- 盈利能力强，毛利率和净利率在 55%和 23%左右，受到新运营学校影响有所下滑。毛利率由 FY2015 的 54%上升到 FY2017 的 57.5%，上升了 3.5 个 pct。归母净利率由 FY2015 的 19.3%上升到 FY2017 的 22.7%，上升了 3.4 个 pct，2018 年 8 月 31 日，公司毛利率及归母净利率分别为 51.8%，14.5%，同比下降 5.7pct 和 8.2pct。主要原因在于，公司 2017 年新运营 39 所学校及 2018 年 8 月 31 日止新运营 21 所学校，初始运营阶段会产生大量教职工薪资及福利、教学活动成本、租赁开支及其他固定成本等，同时由于初始培训人次相对较少导致收入下降。

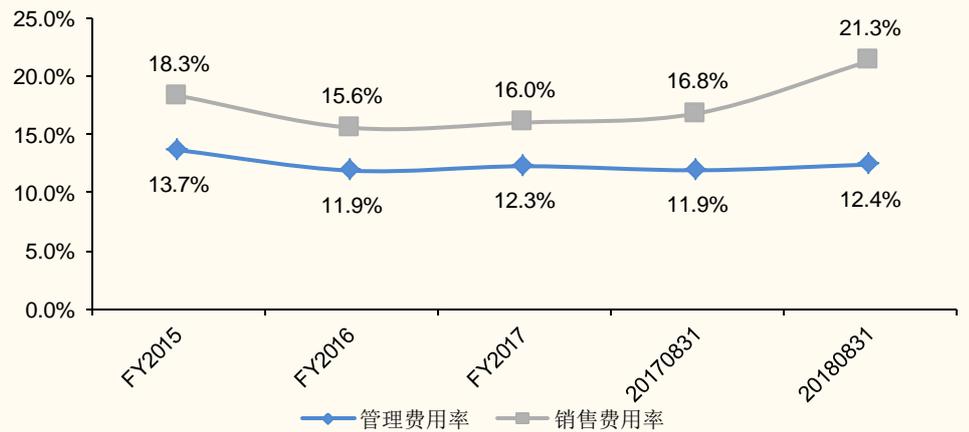
图表 19：公司毛利率和归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 管理整体保持稳定，销售费用整体略有下降，但最新一期销售费用有所上涨。管理费用率基本在 12%左右，相对稳定。2018 年前八个月营销费用率同比上升 4.5pct。销售费用率上升的主要原因在于营销人员的薪资及福利有所提升，以及广告开支的增加，目的为公司推广品牌促进招生。未来公司在扩张进程推进中能否保持对于费用端的良好控制，对于公司盈利能力有着至关重要的影响。

图表 20：公司费率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.实质业态：介于培训和学校之间

- 培训及学校行业对比：培训资产更轻，扩张速度和毛利率有优势，但是在费用端水平更高，综合影响下净利率学校行业占优。我们选取 14 家学校公司（港美股）数据获得学校行业平均，与 8 家培训公司（A 港美股，上市及拟上市）数据进行对比，对比角度包括毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率及 ROA。
  - ①毛利率来看，培训行业平均略高于学校行业平均，整体高了 10pct，这是由于培训行业资产相对轻，同时成本相对低；
  - ②净利率来看，学校行业平均明显高于培训行业平均，整体高了 17pct，主要差距来源于费用端；
  - ③销售费用率来看，学校行业和培训行业差距大，学校几乎没有销售费用，培训行业平均比学校行业平均高了 17pct；
  - ④管理费用率来看，培训行业平均比学校行业高了 7pct，这是由于培训行业网点多，跨地区监管难度大，激励机制更为重要；
  - ⑤ROA 来看，培训行业略高于学校行业平均，整体高了 4pct，主要原因是培训行业资产更轻。

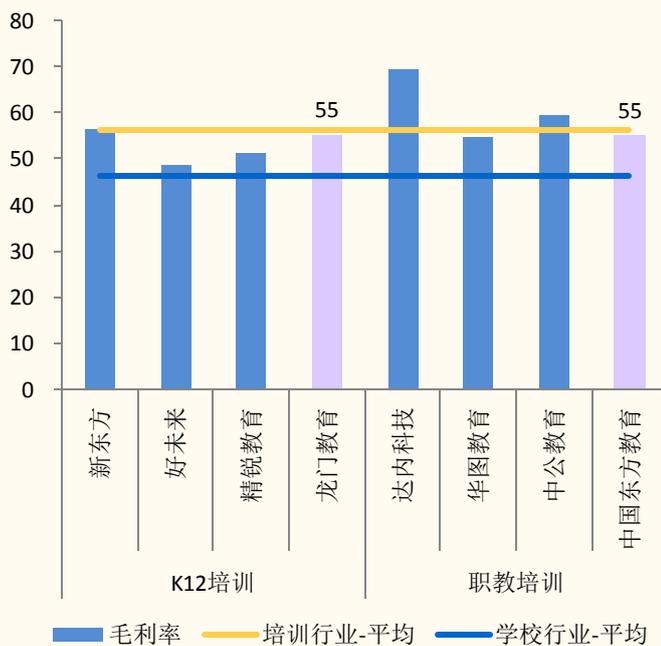
图表 21：培训行业和学校行业对比

	培训行业	学校行业
轻&重资产	轻资产	重资产
扩张速度	较快	较慢
稳定性	较弱	较强
净利率常见范围	15%-30%	30%-50%
营销费用	较高（10%以上，甚至可超过30%）	较低（5%以下）
ROE	较高，扩张期可超过20%甚至30%	一定程度低于教育培训，15%左右较为常见
共同核心竞争力	口碑、管理	
差异核心竞争力	跨区域监管，激励制度，IT系统，招生销售等	升学情况，政府资源等

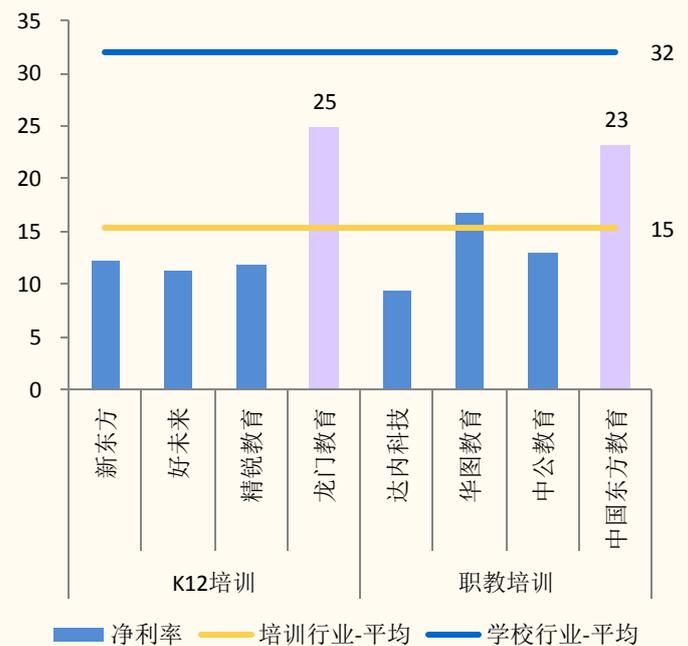
来源：国金证券研究所绘制

- 培训行业中中国东方教育实质业态介于培训和学校之间。培训行业中，以 K12 培训为主要业务的新东方、好未来、精锐教育的课程长度基本在 1-6 个月，并且大多非全日制授课；以高考培训为主要业务的中公教育和华图教育的课程长度集中在 7-45 天；以 IT 培训为主要业务的达内科技的全日制课程长度多在 1-4 个月。而龙门教育（科斯伍德）的主要业务是 K12 封闭式培训，核心内容是为期一年的全日制培训，中国东方教育主要课程为两年以上三年以下的全日制培训，相较其他培训公司，课程时间更长，并且基本采取全日制教学，这导致两个公司的实质业态其实介于培训和学校行业之间：一方面，资产比学校要轻，另一方面，利用效率比一般培训公司要高，运营比一般培训公司稳定，网点管理集中度比较高，因此管理费用更加可控。因此从财务数据来看：
  - ①两者的毛利率和培训类似，略高于学校行业平均，龙门教育和中国东方教育分别高于学校行业平均 9/8pct；
  - ②两者的销售费用率介于学校和培训行业平均之间，分别高于学校行业平均 13/14pct，分别低于培训行业平均 5/3pct；
  - ③两者管理费用率和学校类似，分别低于培训行业平均 7/8pct；
  - ④两者的净利率介于培训和学校行业之间，分别高于培训行业平均 10/8pct，分别低于学校行业 7/9pct；
  - 两者的 ROA 略高于学校行业和培训行业平均，分别高于学校行业平均 18/9pct，分别高于培训行业 14/5pct。

图表 22：教育行业毛利率对比



图表 23：教育行业净利率对比

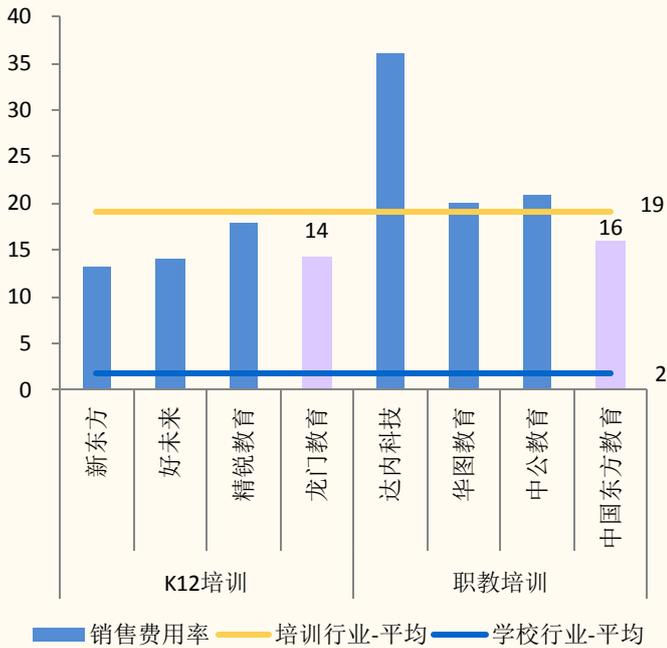


来源：公司年报，wind，国金证券研究所

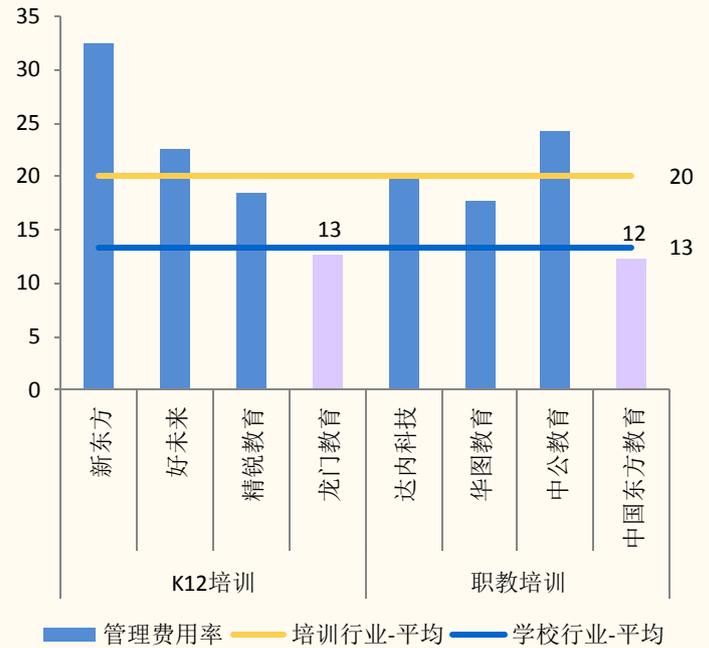
来源：公司年报，wind，国金证券研究所

注：新东方好未来为 FY18 数据，其他均为 FY17 数据

图表 24: 教育行业销售费用率对比



图表 25: 教育行业管理费用率对比

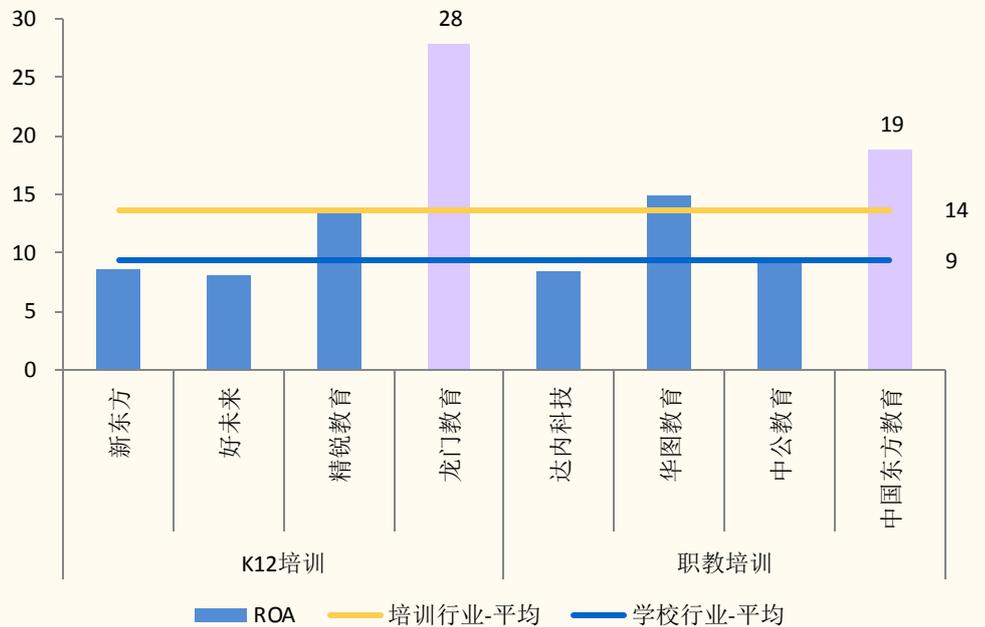


来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

注: 新东方好未来为 FY18 数据, 其他均为 FY17 数据

图表 26: 教育行业 ROA 对比



来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

注: 新东方好未来为 FY18 数据, 其他均为 FY17 数据

#### 4.增长潜力：三大细分行业市占率第一，待看未来发展

- 中国职业教育体系一般分为学历及非学历职业教育。非学历职业教育提供就业所需的知识及技能培训，但不会授予学位或学历证书，而学历职业教育会在完成教育后授予学生学历证书。非学历职业教育主要包括职业技能教育和职业考试培训。学历职业教育包括职业中专教育及高等职业教育。根据弗若斯特沙利文报告，非学历职业教育的受众更加广泛，年龄从15岁至45岁，跨度达30岁，为非学历职业教育提供商提供了大量的需求及市场机会。公司的核心业务涵盖职业技能教育，同时，公司亦有部分学校提供小部分民办职业中专教育。

图表 27：中国职业教育体系



来源：弗若斯特沙利文，教育部，国金证券研究所

- 虽然最近政策震荡比较大，但是职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，政府部门出台了一系列文件，其中重要的包括：2015年6月30日教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016年12月9日人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2017年9月5日教育部发布的《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》、2018年05月08日国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》。

图表 28：职业技能培训相关政策

教育部 2015年6月30日 发布《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》

①积极鼓励多元主体组建职业教育集团：支持行业部门、中央企业和行业龙头企业、职业院校，围绕行业人才需求，牵头组建行业型职业教育集团。支持地方之间、行业之间的合作，组建跨区域、跨行业的复合型职业教育集团。②提升职业教育集团服务发展方式转变的能力：要服务国家“一带一路”倡议，支持职业教育集团“走出去”，加强与跨国企业、国（境）外院校合作，提升我国职业教育国际影响力和产业国际竞争力。③提升职业教育集团服务促进就业创业的能力。④完善职业教育集团化办学支持政策。⑤加大对职业教育集团化办学的投入。

人力资源社会保障部 2016年12月9日 发布《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》

①布局更加合理。技工院校区域发展布局更加均衡，优质技工院校数量和全国在校生规模稳中有升，技工学校、高级技工学校、技师学院结构比例更趋合理，技师学院数量达到450所左右。技工院校学制教育规模达到350万人。②功能更加健全。技工院校每年开展职业培训保持在500万人次以上。③管理更加规范。④质量持续提升；⑤特色更加鲜明。⑥环境更加优化

教育部 2017年9月5日 发布《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》

①到2020年，全面完成《教育信息化“十三五”规划》提出的目标任务。基础能力明显改善，落实“三通两平台”建设要求，90%以上的职业院校建成不低于《职业院校数字校园建设规范》要求的数字校园，各地普遍建立推进职业教育信息化持续健康发展的政策机制。②全面落实推进职业教育信息化发展。

国务院 2018年05月08日 发布《关于推行终身职业技能培训制度的意见》

①完善终身职业技能培训政策和组织实施体系。②围绕就业创业重点群体，广泛开展就业技能培训。③充分发挥企业主体作用，全面加强企业职工岗位技能提升培训。④适应产业转型升级需要，着力加强高技能人才培训。⑤大力推进创业创新培训。⑥强化工匠精神和职业素质培育。

来源：国务院，教育部，人力资源社会保障部，国金证券研究所

■ 从行业层面来看，中国东方教育未来的增长主要来源于三点：

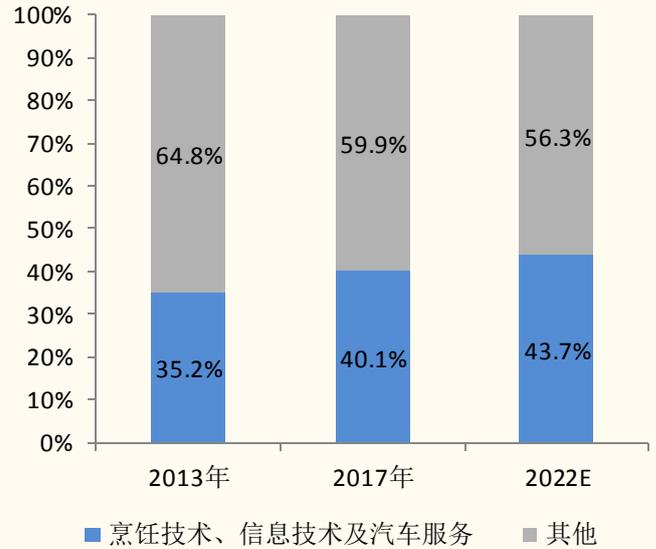
- ①职业技能教育市场总规模的扩大。根据弗若斯特沙利文报告，我国职业技能教育的总收入从2013年人民币630亿元增至2017年人民币980亿元，2013年-2017年的CAGR为11.7%，弗若斯特沙利文预计2022年总收入将增至人民币1614亿元，2017年-2022年（预测）的CAGR为10.5%。
- ②烹饪技术、信息技术及汽车服务占职业技能教育市场比重有望提升。根据弗若斯特沙利文报告，2013年，我国烹饪技术、信息技术及汽车服务分部产生的收入占中国职业技能教育市场总收入的35.2%。弗若斯特沙利文预计，该总市场份额于2017年增至40.1%，并于2022年将增至43.7%。主要原因在于相关就业市场的需求不断上升及人们对于增强就业技能的意愿。

图表 29：中国职业技能教育总规模（亿元）



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

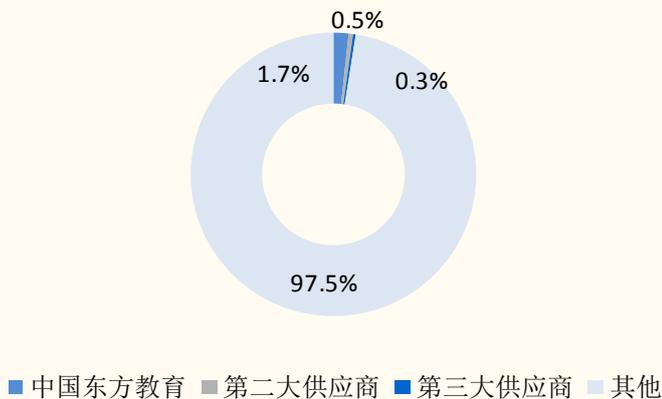
图表 30：三大细分占职业技能教育市场比重



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

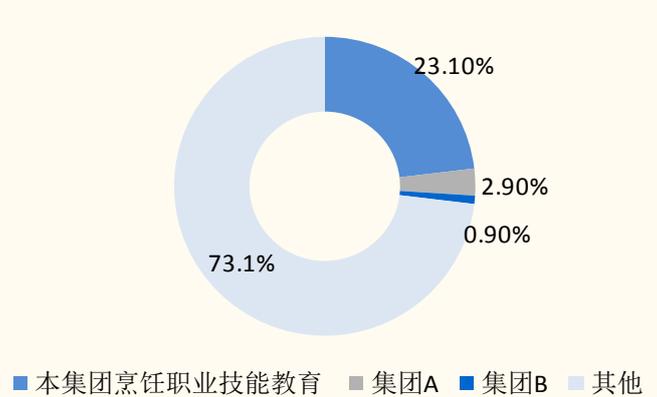
- ③中国东方教育集团在三大领域的市场龙头地位的持续巩固。中国东方教育集团就 2017 年的平均培训人次来说，已成为中国最大的职业技能培训教育的龙头，该市场非常分散，CR3 市占率仅为 2.5%，其中，中国东方教育集团为 1.7%。三大领域分开来看——中国烹饪职业技能教育市场 CR3 市占率为 26.9%，中国东方教育集团市占率高达 23.1%，远超第二大的 2.9%。中国信息技术职业技术教育市场相对分散，CR3 市占率为 9.9%，中国东方教育集团与第二大、第三大供应商相差不大，市占率分别为 3.4%、3.3%、3.2%。中国汽车服务职业技能教育市场相对集中，CR3 市占率为 20.5%，中国东方教育集团的汽车服务职业技能教育市占率仍然为市场第一，为 9.7%，与第二大供应商 9.5%相差不大。可见，烹饪技术培训中中国东方教育集团的龙头地位稳固，而在信息技术和汽车服务培训中，中国东方教育集团现在位于行业第一地位，但是相较第二名差距不大，机遇和挑战并存。三大领域均有望进一步提升市占率。

图表 31：2017 年中国职业技能教育市占率



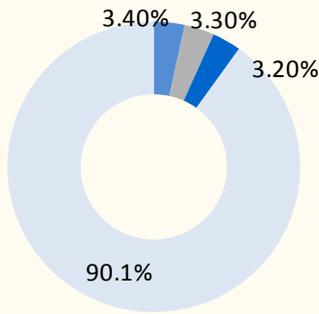
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 32：2017 年中国烹饪职业技能教育市占率



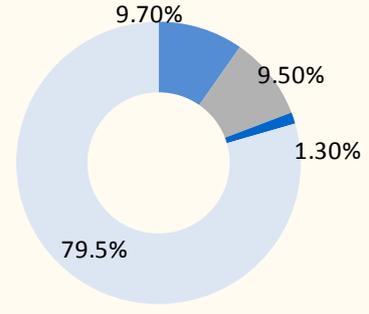
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 33：2017 年中国信息技术职业技能教育市占率



■ 本集团信息技术职业技能教育 ■ 集团C ■ 集团D ■ 其他

图表 34：2017 年中国汽车服务职业技能教育市占率



■ 本集团汽车服务职业技能教育 ■ 集团E ■ 集团F ■ 其他

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

■ 从集团层面来看，增长主要来源于网点扩张的同时，培训人数的增加：

- 一方面，近年公司新增学校较多，截止 2018 年 8 月 31 日的 139 个学校中，仅有 15 个利用率超过 100%，62 个利用率处于 50-100%之间，26 个利用率低于 50%，还有 36 个是于 2017 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日才开始招收学生的新学校，已开学校的利用率仍有较大提升空间。
- 另一方面，公司在未来一至三年，计划在中国所有城市开展业务。同时，公司计划在人口密集省份中人口超过 500 万的城市开展业务，其中包括广东、浙江、江苏、湖南等地。截至 2018 年 8 月 31 日，公司已有三所新学校（一所新华电脑学校、欧米奇西点西餐教育所辖一所学校）开始运营招生，同时，公司计划开办四所新东方烹饪学校、一所新华电脑学校、一所万通汽修学校及欧米奇西点西餐教育所辖五所学校，还计划将在美国加州建立职业学校。
- 不过要注意：①公司快速扩张过程中招生情况变动；②新网点在初始运营阶段成本端所带来的压力，以及后续网点逐步成熟过程中整体毛利率变动情况；③未来在扩张进程推进中能否保持对于费用端的良好控制，对于培训公司的盈利能力有着至关重要的影响。

图表 35：中国东方教育容量及使用率情况

品牌	教室容量区间	学校/中心数量	教室利用率 %	学校/中心数量	教室利用率 %	学校/中心数量	教室利用率 %	学校/中心数量	教室利用率 %
新东方烹饪	60 (香港) 500-8572 (中国)	5	39.0-50.0	32	50.0-100.0	7	超过 100.0	6	-
欧米奇	158-831	1	47.1-50.0	3	50.0-100.0	2	超过 100.0	13	-
新华电脑	218-6, 221	2	39.6-50.0	14	50.0-100.0	6	超过 100.0	1	-
华信智原	139-457	16	12.0-50.0	-	50.0-100.0	-	超过 100.0	6	-
万通	480-5, 340	2	39.1-50.0	13	50.0-100.0	-	超过 100.0	10	-
美味学院	60-220	-	-	-	-	-	-	17	-

来源：公司公告，国金证券研究所

注：①教室利用率为公司五个学校品牌下所有学校的值域。学校在一定时期内的教室利用率等于该学校在期间的年培训人次除以该学校于截至同期末所拥有的教室座位数。

②最后一列五大学校品牌下的学校于 2017 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日开始招收学生；及美味学院各中心自 2017 年 9 月开始运营，皆处于入学学生有限的初期过渡阶段。因此，呈列该等学校或中心的利用率没有意义。

## 风险提示

- **民促法实施意见最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**根据 2016 年决定，现有民办学校的学校举办者可以自主选择将学校登记为非营利性或营利性民办学校。截至最后可行日期，公司 139 所学校中 20 所学校的学校举办者已选择登记为营利性学校。在这 20 所学校中，四所学校已完成重新登记程序且 16 所学校正在进行有关重新登记程序。公司拟将营利性商业模式应用于日后扩张公司在中国所有的学校及规划学校，但公司的选择仍受中国政府部门颁布的相关政策和法规的约束。2018 年 8 月 10 日，司法部根据《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，发布了司法部《征求意见稿》以征询公众意见。最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。
- **公司获取执照上可能遇到阻碍。**公司所有学校均须在开始营运前取得民办学校营运执照。截至最后可行日期，欧米奇西点西餐教育、万通汽车教育、新华电脑教育及华信智原 DT 培训基地品牌下的 30 所在营学校并未取得民办学校营运执照。《中华人民共和国民办教育促进法》于 2002 年 12 月颁布，2013 年 6 月修订，并于 2016 年 11 月进一步修订及自 2017 年 9 月 1 日起生效。然而，由于有关诠释的不确定因素及缺少新颁布法律的地方实施细则，当地人力资源和社会保障部门不再向公司的部分在营学校颁发民办学校办学许可证。若干学校因未获得营运执照，存在一定风险，如公司未能取得所需执照，可能对公司经营业绩产生负面影响。
- **其他与证照相关风险。**截至最后可行日期，新东方烹饪教育的三所学校的分校与其各自的学校营运执照或营业执照所载地址不同。如公司未能将相关分校的地址添加到公司学校营运执照或营业执照中，公司可能不被允许经营此类分校。此外，截至 2018 年 8 月 31 日，新东方烹饪教育及新华电脑教育的七所学校经营校园食堂以向学生提供餐饮服务，但未取得或续签食品经营许可证。截至最后可行日期，公司已关闭该等食堂及停止其运营。目前，公司正式的职业中专学校有少数教师未持有教师资格证，且公司的技工学校和职业培训学校的部份教师未持有教师上岗资格证。公司已告知所有未持有教师资格证或教师上岗资格证的教师，其须取得相关执照或转至其他非教学岗位。如公司的教师未能申请和及时取得教师资格证或相关专业技能资格证，或根本无法取得教师资格证，可能对公司造成负面影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH