

## 职业技能培训龙头，疫后经营稳步复苏

2023 年 12 月 11 日

► **培训赛道持续拓宽，职业技能培训龙头历久弥新。**中国东方教育成立于 1988 年，为国内首家港股上市教育企业，主要为学生提供创新型职业技能教育，经过三十余年的发展，公司业务领域涵盖烹饪、电脑、汽修和美业四大板块，旗下包括新东方、欧米奇、美味学院、万通汽修等 7 大品牌。截至 23H1，公司烹饪业务收入占比 50% 以上，汽修服务疫情期间仍展现较快增速，收入占比达到 20%。今年上半年公司整体招生有所恢复，招收新生人数及新客户注册人数数目同比增加 20%，净利率呈现爬坡态势。

► **职教市场空间广阔，细分培训赛道各有增长动能。**据弗若斯特沙利文报告，职教行业预计 2025 年行业规模有望突破万亿元。职教利好政策频出，鼓励民办职教发展，2023 年最新发布的“产教融合行动实施方案”，再次强调产教融合注重人才技能实用性。目前公司从事的细分培训赛道增长动能充足：1) 烹饪端，下游逐步走出疫情影响，多元化餐饮业态发展推升培训需求；2) 汽车服务端，存量端汽车保有量对应配套汽修服务空间大，增量端新能源汽车产业蝶变催生汽修人才新需求；3) IT 培训端，行业格局分散，产业数字化转型成为长期驱动主线；4) 美业培训端，当前生活美容类服务处于快速发展期，开店率疫后修复显著，对专业技术人才需求大。

► **课研实训+就业支持+先发优势+管理壁垒，打造高就业率、强品牌力。**

(1) 公司在课程研发、实训教学齐头并进。公司课程研发体系迭代频率高、专业与课程品类紧跟市场需求，同时在实训课程上引进行业名师、专业场地及设备，为学生掌握技术保驾护航。(2) 就业支持力量雄厚。公司与万余家企业建立校企合作关系，亦设立职业顾问服务网络，为学生就业提供有力支持。(3) 先发优势打造高管理壁垒。公司为最早进入国内职教赛道的企业之一，为众多初高中毕业生的选择，显著的先发优势促使公司加强管理机制，建立稳固的管理壁垒。

► **积极推进区域中心建设，助力优化收入成本结构，提高办学层次，强化规模效应。**目前，公司在安徽、山东、四川、贵州、河南五个招生大省的区域中心已投入建设，未来还将布局江西和江苏。区域中心从租赁扩张转向利用自有土地建设，且采取多校区集合的方式，综合办学模式有助于辐射周边地区生源加大规模效应，节约办学成本，同时也有助于公司提升办学层次，向技师学院升级。

► **投资建议：**公司正在逐步走出疫情影响，招生逐步恢复。未来，随着公司加快区域中心建设，有助于提升管理规模，实现集约化发展和规模效应；招生端，公司长训学生占比仍有较大提升空间；此外，公司美业院校欧曼谛尚在孵化，拓店空间较大。最后，面对公办学校的竞争，公司通过迭代专业、强化实训和就业支持来提升办学吸引力。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 4.16/6.26/8.47 亿元，对应 PE 分别为 11x/8x/6x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧，招生不及预期，区域中心建设不及预期，政策风险

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,819	4,206	4,721	5,257
增长率 (%)	-7.7	10.1	12.2	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	367	416	626	847
增长率 (%)	21.3	13.5	50.6	35.3
每股收益 (元)	0.17	0.19	0.29	0.39
PE	13	11	8	6
PB	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 08 日收盘价）

### 推荐

首次评级

当前价格：

2.41 港元



**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com



**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

**分析师 饶临风**

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

**分析师 周诗琪**

执业证书：S0100122070030

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

# 目录

<b>1 公司概况：业务矩阵丰富，职业技能培训龙头招生逐步恢复</b> .....	<b>3</b>
1.1 发展历程：职业技能培训龙头历久弥新.....	3
1.2 业务概况：稳步拓展，四大业务七大品牌逐步成型.....	5
1.3 经营概况：招生修复，净利率逐步爬坡.....	9
<b>2 行业：职教市场空间广阔，细分培训赛道各有增长动能</b> .....	<b>11</b>
2.1 职业教育市场广阔，政策鼓励态度清晰.....	11
2.2 烹饪、汽修、IT 培训需求增长动能充足，美业培训空间广阔.....	14
<b>3 公司看点：竞争力突出，区域中心打开成长空间</b> .....	<b>21</b>
3.1 竞争力剖析：管理壁垒深厚品牌力突出，课研实训打造优异就业率.....	21
3.2 成长看点：集约化发展为要义，布局七大区域中心.....	26
<b>4 盈利预测与估值分析</b> .....	<b>30</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	30
4.2 估值分析.....	32
4.3 投资建议.....	32
<b>5 风险提示</b> .....	<b>33</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>35</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>36</b>

# 1 公司概况：业务矩阵丰富，职业技能培训龙头招生逐步恢复

## 1.1 发展历程：职业技能培训龙头历久弥新

深耕职教培训三十余载，终成港股职教第一股。中国东方教育成立于 1988 年，是中国首家港股上市教育企业。公司主要为学生提供创新型职业技能教育，领域涵盖烹饪、电脑、汽修和美业四大板块。公司发展历程分为四个阶段：

**1) 公司创立阶段 (1988-2004 年)：初步奠定烹饪、电脑、汽修三大主力业务。** 1988 年，吴俊保和吴伟在安徽合肥创立中国东方教育的前身新华教育，十余年间先后在全国范围内开设新东方烹饪、新华电脑和万通汽修学院。2004 年，公司成立安徽新华教育，将所有学校整合至单一实体。

**2) 品牌沉淀阶段 (2005-2014 年)：获得多项荣誉，各业务品牌力逐步深化。** 通过公司开始致力于品牌建设，烹饪、电脑、汽修在各自领域收获多个奖项和资格证书，实现了品牌形象的提升。与此同时，集团内部成立“培训中心”，为持续发展提供人才保障。

**3) 快速扩张阶段 (2015-2018 年)：持续扩张线下网点，丰富品牌及课程品类。** 在门店数量上，公司将业务版图扩张至香港，并在之后的几年间加速扩张，四年间学校总数增加一倍以上；在品牌种类上，公司先后成立欧米奇西点西餐教育和美味学院，进一步丰富课程种类、扩充烹饪培训垂直赛道。

**4) 巩固提质阶段 (2019 至今)：布局区域中心，拓展美业培训。** 2019 年，公司在港交所挂牌上市，成为首家港股教育公司。上市后公司计划将近半成上市募得资金用于区域中心建设，助力公司在巩固行业龙头地位的同时，促进办学质量提升。2020 年，公司成立欧曼谛品牌，开拓美业业务，构筑集团第四大业务。

表1：公司发展阶段总结

发展阶段	年份	事件
1988-2004 年： 公司创立阶段	1988 年	创立于安徽省合肥市。
	1990 年	新东方烹饪教育开始建校。
	1992 年	首家新华电脑院校于南京建立。
	2001 年	万通汽修教育正式成立。至此，烹饪、信息技术、汽修三大业务结构基本形成。
	2004 年	成立安徽新华教育，将全国 21 所学校整合为单一实体。
2005-2014 年： 品牌沉淀阶段	2005 年	建立万通汽修教育品牌，提供汽车维修培训课程。
	2006 年	收购华信智原 DT 人才培训基地，为大学生及在职人员提供短期课程。
	2007 年	运营中的学校数目达到 27 所。安徽新华计算机专修学院已通过 ISO9001:2000 质量管理体系认证。
	2012 年	运营中的学校数目达到 40 所。华信智原在集团内部成立“培训中心”为集团发展提供人才保障。
	2013 年	新东方烹饪专修学院在中国饭店协会第四届委员会会议第一次选举中被选为中国饭店协会常务委员会成员。

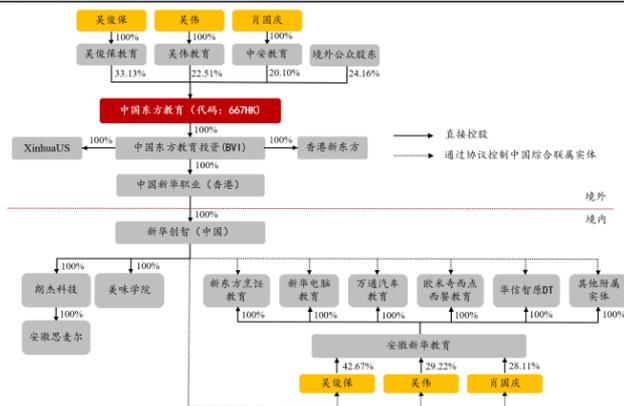
2015-2018年： 快速扩张阶段	2015年	运营中的学校数目达到 71 所，并将业务扩张至香港。
	2016年	运营中的学校数目达到 90 所；成立欧米奇西点西餐教育；“万通汽修教育”完成向“万通汽车教育”品牌升级。
	2017年	运营中的学校数目达到 126 所；成立美味学院。
	2018年	运营中的学校及中心数目达到 163 所。
2019 至今： 巩固提质阶段	2019年	在香港联合交易所主板市场成功上市，创造了全球教育版块有史以来募集资金规模最大的首次公开发行股票；运营中的学校数目达到 177 所；计划在北京、上海、广州、成都及西安五个城市筹建区域中心，将 45% 上市募集资金用于区域中心建设。
	2020年	运营中的学校数目达到 206 所；美业业务成立并开始招生，集团形成四大业务七大品牌。运营中的学校及中心数目达到 231 所，包括新东方烹饪教育所辖 72 所学校、欧米奇西点西餐教育所辖 45 所学校、美味学院所辖 20 个中心、新华计算机教育所辖 33 所学校、华信智原 DT 人才培训基地所辖 22 所学校、万通汽车教育所辖 38 所学校及欧曼谛时尚美业教育所辖 1 所。
	2021年	运营中的学校及中心数目达到 244 所，区域中心发展战略持续快速推进，成都职教产业园、山东职教产业园一期项目合计 150,000 平方正式交付使用，另外亦有 260,000 平方正在建设。四川新华、海南新东方、江西万通、成都万通 4 所院校升格为高级技工学校，同时新增 3 所技工学校；集团计划在夯实现有市场地位的同时提升教学质量。
	2022年	

资料来源：公司官网，公司年报，招股说明书，民生证券研究院

公司股权结构较为集中，公司实控人吴俊保持股比例为 33.13%。截至 23H1，公司前三大股东分别为吴俊保教育、吴伟教育、中安教育，持股比例各为 33.13%/22.51%/20.10%，合计持股 75.74%，其中公司创始人及非执行董事吴俊保为公司实控人，其通过 100%持股吴俊保教育持有公司股份 7.22 亿股，吴伟通过持有吴伟教育 100%股权间接持有公司 22.51%股权，肖国庆持有中安教育 100%股权间接持有公司 20.10%股权。

公司通过 VIE 架构上市，新华创智为朗杰科技/美味学院等公司/品牌的直接股东，持有其 100%股权；此外，设立合肥新华创智实现对安徽新华教育协议控制，新华教育 100%持股新东方烹饪/新华电脑/万通汽修/欧米奇西点/华信智原。通过此种方式，公司前三大股东对公司旗下各业务形成较强的把控，有利于公司品牌的长期发展。

图1：2023H1 公司股权结构



资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院；

**核心管理层拥有多年职业教育培训经验，且整体较为稳定。**公司的创始人及执行董事兼董事会主席吴伟先生，毕业于清华大学经济管理学院，获得高级经济师资格，拥有超过 30 年的教育从业经验。公司执行董事兼董事会副主席肖国庆先生，毕业于长江商学院，获得高级经济师资格，拥有超过 20 年的教育从业经验。此外，吴俊保/陆真分别拥有逾 30 年/10 年教育从业经验。此外，公司管理层较为稳定，毛超圣先生、伍秀薇女士均拥有集团内近 20 年的工作经验，熟知公司特征及发展历程，公司整体管理团队具备深厚职教从业经验且较为稳定。

**表2：公司高管背景一览**

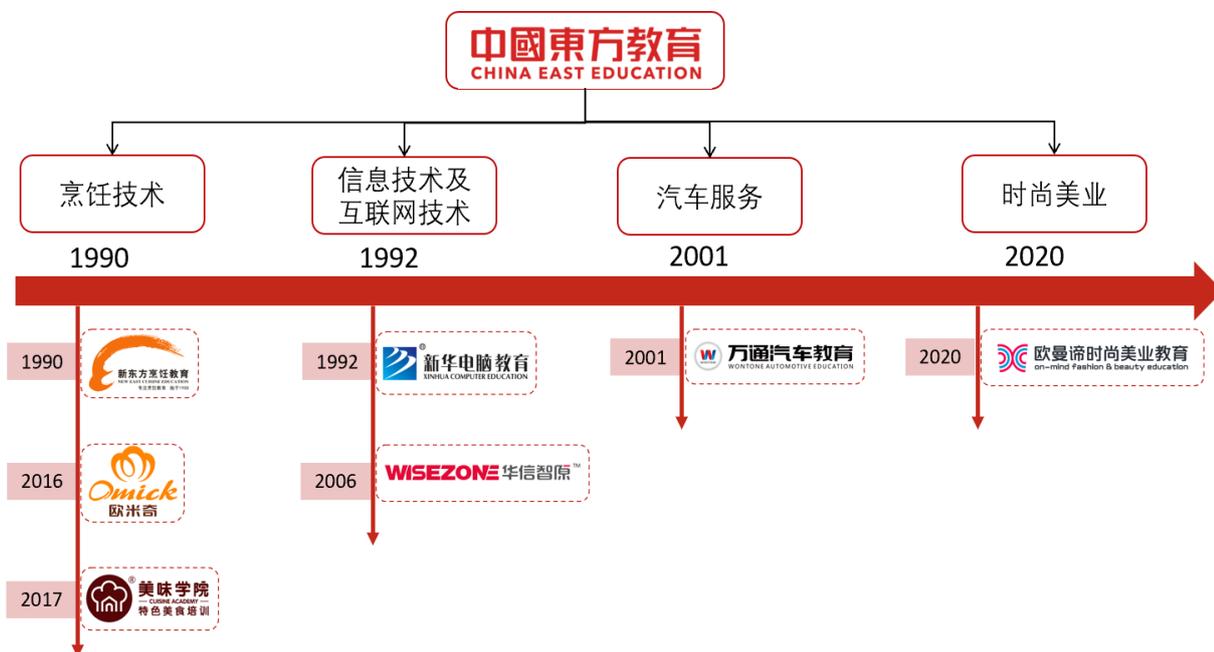
管理层	职位	管理层履历
吴伟	董事会主席、 执行董事	吴伟先生为本集团的创始人及为执行董事兼董事会主席，负责本集团的总体管理及战略发展。2004 年获高级经济师资格，2009 年 7 月毕业于清华大学经济管理学院，获得高级管理人员工商管理硕士学位，自 2016 年起为清华大学经济管理学院全球行政管理学在读博士生，自 2017 年 11 月起担任北京吴伟外国语大学董事会董事。拥有逾 30 年教育经验。
肖国庆	副主席、执行 董事	肖国庆先生为公司董事会副主席兼任执行董事，负责业务管理。毕业于中国人民大学，2004 年获得高级经济师资格，2012 年毕业于长江商学院，获得高级管理人员管理硕士学位。有逾 20 年的教育经验。
吴俊保	非执行董事	吴俊保先生是集团创始人之一及非执行董事。2004 年获得高级经济师资格，拥有逾 30 年的教育经验。
陆真	非执行董事	陆真先生为本公司非执行董事，负责向董事会提供意见及判断。陆先生于 1999 年 7 月毕业于中国河南省郑州市郑州纺织工学院(现称为中原工学院)，获得机械工程学士学位，并于 2009 年 3 月毕业于中国江苏省南京市南京大学，获得工商管理硕士学位。陆先生有逾 10 年的教育经验。除自 2017 年 10 月以来为中国新华教育集团有限公司执行董事外，陆先生于过去三年并无担任任何其他上市公司的任何董事职务。
欧阳兆基	首席财务官	欧阳兆基先生为公司的首席财务官，负责本集团的财务管理。欧阳先生为特许公认会计师公会资深会员及香港会计师公会资深会员及执业会计师，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。其于审计、会计及财务管理领域拥有逾 20 年经验。
毛超圣	联席公司秘书	毛超圣先生为本公司的联席公司秘书。毛先生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 19 年经验，并自 2004 年 8 月起一直于本集团任职，其目前担任本集团行政部及人力资源部主管。
伍秀薇	联席公司秘书	伍秀薇女士为本公司的联席公司秘书。伍女士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，在处理上市公司的企业管治、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，以及香港公司治理公会（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，公司年报，民生证券研究院

## 1.2 业务概况：稳步拓展，四大业务七大品牌逐步成型

**公司业务涵盖四大领域七大品牌。**分业务看，公司现阶段职业技能教育主要涵盖烹饪技术、信息技术及互联网技术、汽车服务、时尚美业四大领域，其中以新东方为代表的烹饪技术培训为公司最早开拓的核心业务，其后逐步拓展至电脑技术、汽车服务、时尚美业。此外，公司在业务纵深条线持续拓展品牌，烹饪业务继新东方烹饪后新增欧米奇、美味学院两大品牌，欧米奇专注于西点西餐培训，美味学院聚焦短期特色美食创就业培训；IT 技术培训业务方面，公司于 1992 年创立新华电脑品牌，于 2006 年收购华信智原；汽车服务方面主要为公司自建的万通汽车教育品牌；时尚美业方面，公司于 2020 年创立欧曼谛品牌。

图2：中国东方教育业务布局概况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：中国东方教育课程介绍

业务	品牌	成立时间	课程内容	课程时长
烹饪技术	新东方	1990年	新东方传授学生烹饪中国传统菜肴及练习多种菜肴（包括中国知名及受广泛认可的八大地方菜系），以及中西方经典烹饪技能	短期课程（一年以下），长期课程（1-2年，2-3年，3年以上）
	欧米奇	2016年	欧米奇主要为学生提供以西点和西餐为主的专业烹饪培训	短期课程，长期课程（1-2年）
	美味学院	2017年	美味学院主要为客户提供私人订制烹饪体验课程，提供相关创业课程培训	短期课程（一年以下）
信息技术及互联网技术	新华电脑	1992年	新华计算机教育提供信息技术及互联网技术相关培训课程	短期课程，长期课程（1-2年，2-3年，3年以上）
	华信智原	2006年	华信智原 DT 人才培训基地主要为已掌握基础知识并寻求进一步提升相关实践技能的大专生及大学生提供信息技术及互联网技术短期课程	短期课程
汽车服务	万通	2001年	万通汽车教育专注于提供汽车维修技能以及汽车商务等其他汽车服务的实训	短期课程，长期课程（1-2年，2-3年，3年以上）
时尚美业	欧曼谛	2020年	欧曼谛时尚美业教育专注于培养高技能时尚美业人才	短期课程，长期课程（1-2年，2-3年，3年以上）

资料来源：公司公告，公司年报，民生证券研究院

烹饪业务收入占比 50%以上，贡献主要收入来源，汽修和电脑培训占比约各 20%。烹饪技术业务为公司主要收入来源，2016-2022 年总收入占比均在 55% 以上，23H1 占比为 56.92%；电脑技术收入占比稳定，约为 20%；汽车服务培训收入占比近三年逐步上升，从疫情前 2019 年 13.6% 的收入占比提升至 23H1 的 20.71%，时尚美业为 2020 年拓展，目前占比较低。分品牌看，23H1 新东方

/万通汽车/新华电脑/欧米奇/美味学院/华信智原收入占比分别为47.04%/20.71%/19.44%/8.22%/1.66%/0.78%。

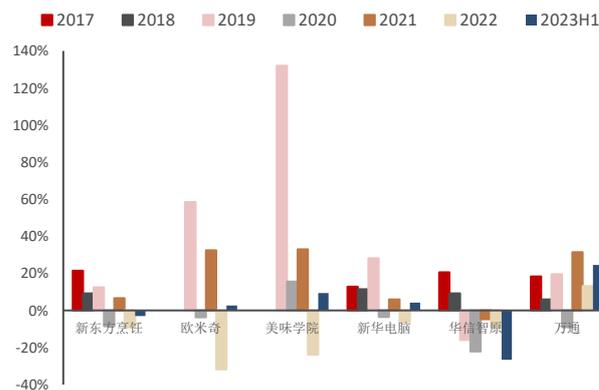
**收入增速方面，万通汽修近年来增速较快，新东方、新华电脑稳健增长。**以品牌来看，新东方/新华电脑/华信智原/万通汽车 2016-2022 年收入 CAGR 分别为 4.75%/7.50%/-4.78%/12.50%，欧米奇/美味学院 2017-2022 年收入 CAGR 分别为 31.50%/179.76%。新东方自 2018 年后增速放缓，主要由于疫情冲击、公办院校竞争加剧影响，此外欧米奇品牌独立亦对新东方部分生源有分流影响；万通汽车除 2020 年疫情影响以外其余年份保持较高增速，主要因为长期培训学生数量增加，带动学费收入提升，此外近几年新能源汽车快速发展带动上游相关培训需求；新华电脑除 2020/2022 年疫情影响其余年份保持稳定增长；欧米奇、美味学院作为新品牌，低基数下增速较快，2022 年增速为负主要受疫情影响。华信智原自 2019 年后缩减学校数量，业务有所收缩。

图3：2016-23H1 各业务收入占比（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院

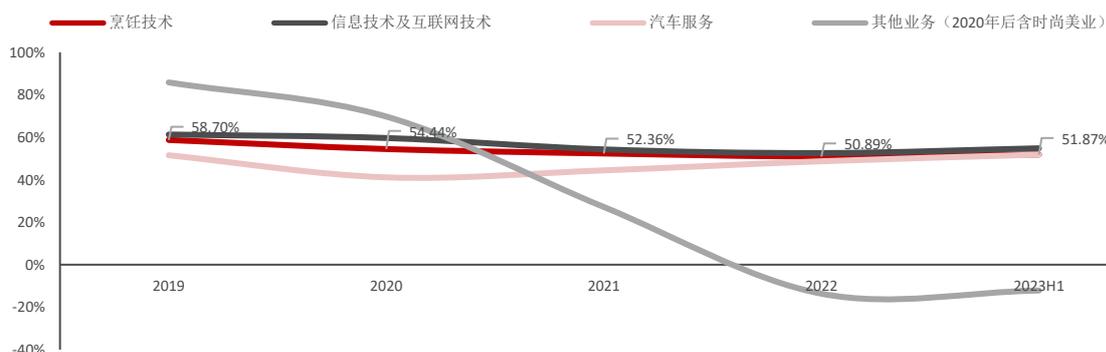
图4：2016-2023H1 各品牌收入增速（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院

**烹饪/IT 培训业务毛利率较为稳定，汽修业务毛利率受疫情影响有所受损后逐步修复。**烹饪技术、IT 技术培训毛利率表现稳定，2019 年至今均在 50%以上，23H1 各为 51.87%/54.80%；汽车服务培训 2020 年受疫情影响毛利率有所下滑随后逐步回升，23H1 恢复至 2019 年水平，达 51.79%。

图5：2019-2023H1 各业务毛利率情况

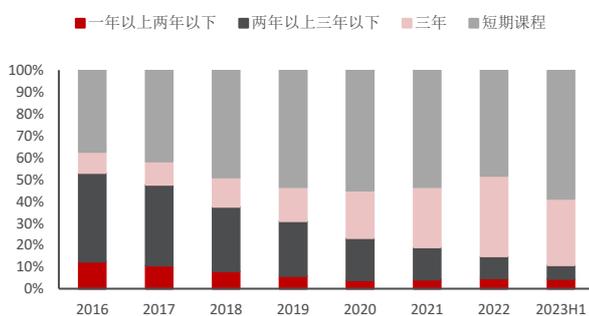


资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院

平均培训人次整体呈波动上升趋势，2021 年已超越 2019 年水平。2019-2023H1，职教业务平均培训人次分别为 13.56/13.33/14.44/14.28/14.73 万人次，整体呈波动上升趋势，2020 年和 2022 年因线下课程展开受疫情影响，平均培训人次有所下降，2021 年的平均培训人次有所恢复，且超越 2019 年水平，23H1 平均培训人次同比增长 2.6%。

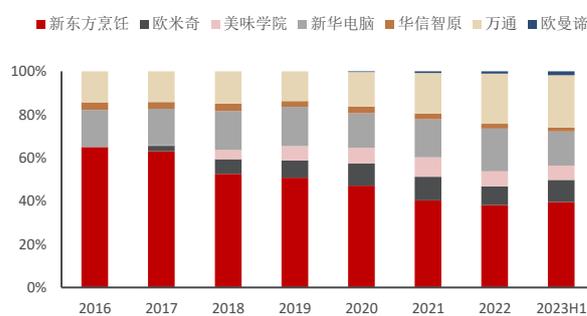
从新招培训人次看，以三年为代表的长训人次占比提高，万通汽车服务新训人次占比提升。从课程时长来看，短期课程新培训人次自 2016-2019 年持续上升，达到 60.22%，此后逐渐下降，2022 年占比回落至 48.27%，长期课程中的三年制课程新招培训人次自 2016 年至今不断增加，占比从 2016 年 9.55%提升到 23H1 的 30.40%。分品牌来看，新培训人次中，受新能源汽车产业及专业拓展带动，万通汽车占比提升显著，占比从 2016 年的 14.38%提升到 23H1 的 24.19%；传统品牌新东方烹饪新训人次占比则是从 65.01%下降到 23H1 的 39.58%；新华电脑品牌占比较为稳定。23H1 新东方/新华电脑/万通汽车新培训人次分别为 33463/13317/20457 人次，同比增长 26.1%/8.5%/21.7%；欧米奇/美味学院/华信智原/欧曼谛新培训人次分别为 8666/5605/1518/1526 人次，同比增长 22.6%/8.3%/-11.8%/76.8%。

图6：2016-2023H1 不同长度课程新培训人次占比



资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院；平均培训人次指运营学校于每月月底培训人次数量的总和除以有关期间的月份数（不计及任何转学或退学的情况）

图7：2016-2023H1 各品牌新培训人次占比

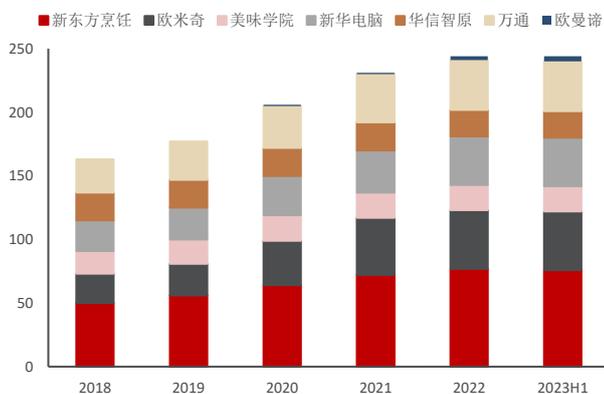


资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院

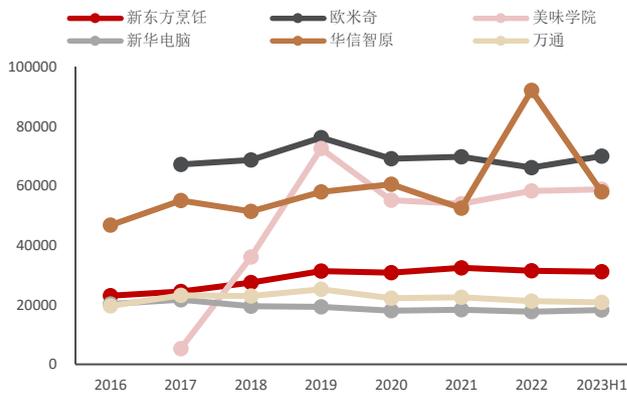
传统品牌学校拓张节奏放缓，以调结构提效为主，美业新品牌欧曼谛拓张仍有空间。2018-2021 年公司传统品牌业务包括新东方烹饪、新华电脑、万通汽修学校数量稳步拓张，西点品牌欧米奇快速拓展，数量从 2018 年的 23 所提升到 2021 年的 45 所；华信智源则保持稳定数量；2022 年受疫情影响开始，公司拓校区逐步放缓，注重提效与调结构，截至 23H1 公司新东方烹饪/新华电脑/万通汽修学校数量分别为 76/38/39 所，2020 年新成立的美业品牌欧曼谛目前基数较小，仍有拓校空间。

欧米奇、美味学院、华信智源相较新东方、新华电脑、万通三大面向大众招生的传统品牌学费更高。23H1 新东方/欧米奇/美味学院生均学费分别为 3.11/6.99/5.88 万元，其中欧米奇和美味学院面向群体更小众收费较高。公司另两大传统品牌新华电脑/万通汽车生均学费稳定，自 2020 年起于 1.80-2.10 万元

范围内波动，23H1 生均学费分别为 1.82/2.08 万元。华信智原 2016-2021 年生均学费较为稳定，2022 年生均学费增高与培训人次下降有关，23H1 生均学费为 5.79 万元。

**图8: 2018-2023H1 各品牌学校数量 (单位: 所)**


资料来源: wind, 公司公告, 公司年报, 民生证券研究院

**图9: 2016-2023H1 生均学费 (单位: 元)**


资料来源: wind, 公司公告, 公司年报, 民生证券研究院

### 1.3 经营概况: 招生修复, 净利率逐步爬坡

疫情冲击市场需求及出行受限下, 公司整体收入在疫情期间有所下滑, 归母净利润受收入下滑及费用率抬升的双重影响有所承压。疫情前, 公司收入稳步上涨, 2016-2019 年收入 CAGR 为 13.71%, 2020 年及 2022 年受疫情影响收入分别同比 2019 年下滑 6.57%/7.75%, 2021 年因疫情管控较好整体收入同比 2019 年增长 6.00%。归母净利润端, 受到收入下滑和费用抬升的影响, 2020 年归母净利润同比下滑 69.62%, 2021 年及 2022 年同比略有提升, 分别增长 17.30%/21.31%, 但相较疫情前仍然处于承压态势。2023H1 收入和归母净利润分别为 19.54/2.04 亿元, 同比各+3.89%/-15.86%; 招生端, 今年上半年公司有所恢复, 招收新生人数及新客户注册人数数目同比增加 20%, 带动 2023H1 合同负债相较 2022 年末提升 12.17%。

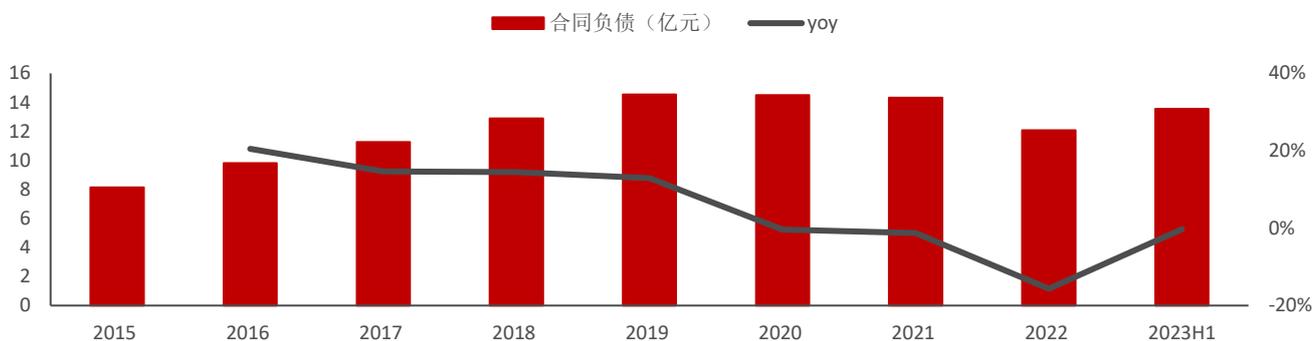
**图10: 2016-2023H1 营业收入 (单位: 亿元)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

**图11: 2016-2023H1 归母净利润 (单位: 亿元)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图12: 公司合同负债变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 公司公告, 民生证券研究院

**疫情前后毛利率整体稳定, 净利率受费用率影响降幅较大, 疫后逐步爬坡。**

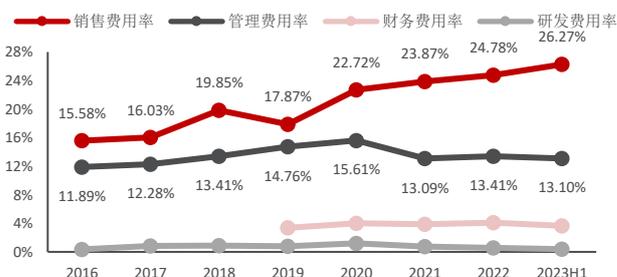
疫情期间, 公司毛利率相对稳定, 下滑幅度较小; 2020 年招生及新学校成立提升广告支出, 进而带动销售费用率抬升, 导致同年净利率下滑 14.65pcts 至 7.06%, 随后两年为维持招生, 公司持续加大广告投放进而带动销售费用率持续提升, 2023H1 因新东方烹饪品牌形象升级需要, 销售费用率同比提升 2.69pcts 至 26.27%。此外, 随着 2021 年公司逐步降低管理费用, 综合影响下, 公司净利率自 2021 年以来稳步修复, 截至 23H1 公司净利率为 10.44%, 相较疫情前仍有较大修复空间。

图13: 2016-2023H1 毛利率及净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图14: 2016-2023H1 费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

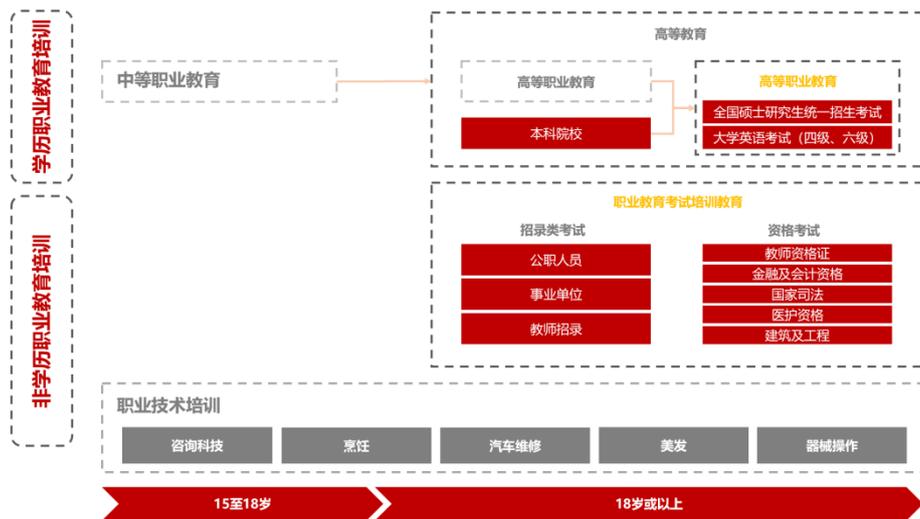
## 2 行业：职教市场空间广阔，细分培训赛道各有增长动能

### 2.1 职业教育市场广阔，政策鼓励态度清晰

职教行业空间广阔，预计 2025 年行业规模有望突破万亿元。职业教育体系按是否能获得相应文凭可以分为学历教育阶段和非学历阶段，学历教育阶段主要包括中等职业教育和高等职业教育，是与普通中等、高等教育并行的阶段；而非学历教育按照职业教育的目的主要分为招录考试、资格准入考试、职业技能培训、兴趣爱好培训、企业培训等。目前，非学历职教技能培训主要的市场板块以 IT、烹饪、汽修、美发、器械操作为主。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国职业教育培训行业的整体市场规模为 7811 亿元，2016-2021 年复合增速为 8.6%，预期 2025 年将突破万亿元。

非学历职教培训以职业技能培训为主，2021 年职业技能培训市场规模突破千亿，培训人次突破 2000 万名。从非学历职业教育培训来看，主要分为职业考试培训和职业技能培训。职业考试培训主要是通过培训提高学员通过招录类考试及资格考试的概率，职业技能培训则是旨在提升学员的技能。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年非学历职教市场中的技能培训市场规模为 1524 亿元，2016-2021 年复合增速为 11.61%，2026 年有望突破 2000 亿元；培训人次则由 2016 年 1630 万名增长至 2021 年 2060 万名，复合增长率为 4.79%。

图15：职业教育培训行业概况



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图16: 2016-2026 年中国职业教育培训行业市场规模及预测 (单位: 亿元)



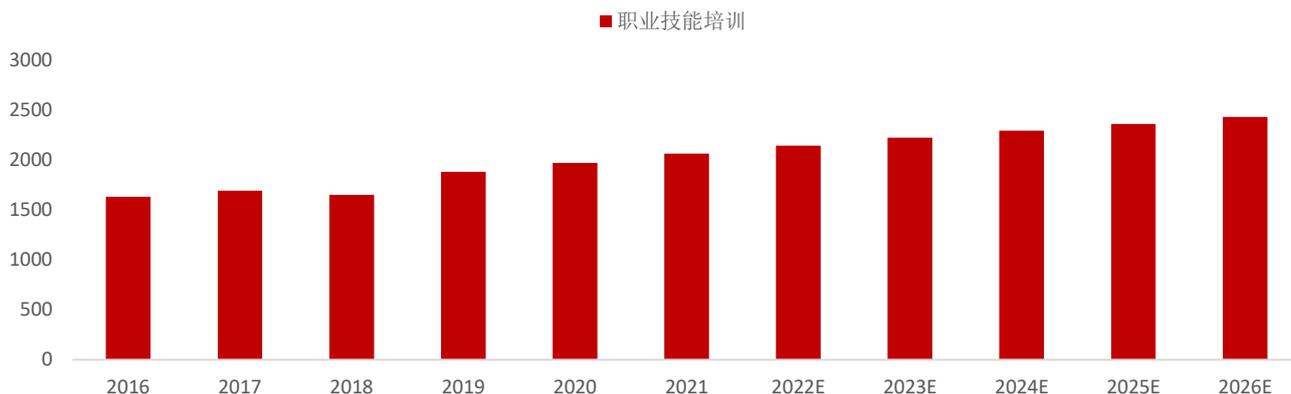
资料来源: 招股说明书, 教育部, 人力资源和社会保障部, 弗若斯特沙利文报告, 民生证券研究院

图17: 2016-2026 年中国职业非学历教育培训行业市场规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 教育部, 人力资源和社会保障部, 弗若斯特沙利文报告, 民生证券研究院

图18: 2016-2026 中国职业技能培训学员人次及预测 (单位: 万人)



资料来源: 招股说明书, 教育部, 人力资源和社会保障部, 弗若斯特沙利文报告, 民生证券研究院

**职教利好政策频出, 鼓励民办职教发展, 强调产教融合注重人才技能实用性。**

近几年国家各大产业缺少熟练的技术人才、人才供需错配的问题日益显现。为解决人才供需错配问题, 国家密集推出一系列鼓励职教发展的政策与实施方案, 从2019年“职教20项政策措施”到2023年最新发布的“产教融合行动实施方案”, 明确强调、鼓励、支持职教和产业紧密结合, 形成市场化和规模化, 从而培养大量具备不同行业所需的技术技能人才以满足市场需求。

**表4：职教领域政策密集发布**

日期	相关法规	具体内容
2019年1月	《国家职业教育改革实施方案》	首次提出职业教育和普通教育应享有同等地位，同时提出了7个方面20项政策举措
2019年2月	《中国教育现代化2025》	推动职业教育与产业发展有机衔接，深度融合；鼓励民办学校按照非营利性和营利性两种组织属性开展现代学校制度改革创新
2020年5月	《2020政府工作报告》	资助以训稳岗拓岗，加强面向市场的技能培训，鼓励以工代训，共建共享生产性实训基地，今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业
2020年9月	《职业教育提质培优行动计划（2020-2023年）》	巩固职业教育产教融合，深化职业教育供给侧结构性改革；深化校企合作协同育人模式改革
2021年3月	《2021政府工作报告》	拓宽职业技能培训资金使用范围，开展大规模、多层次职业技能培训，完成职业技能提升和高职扩招三年行动目标，建设一批高技能人才培训基地
2021年5月	《民办教育促进法（实施条例）》	实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校；国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校
2021年10月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	职教本科提升办学层次，提升社会认可；中职高考打通升学路径，扩大生源规模；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%
2022年3月	《2022政府工作报告》	发展现代职业教育，改善职业教育办学条件，完善产教融合办学体制，增强职业教育适应性
2022年4月	《中华人民共和国职业教育法》	明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型；企业可以利用资本、技术、知识、设施、设备、场地和管理等要素，举办或者联合举办职业学校、职业培训机构；国家鼓励、指导、支持企业和其他社会力量依法举办职业学校、职业培训机构。
2022年10月	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	打造市域产教联合体以及行业产教融合共同体，建设集实践教学、社会培训、真实生产和技术服务功能为一体资料来源：华泰研究预测的开放型区域产教融合实践中心；拓宽学生成长成才通道，支持优质中等职业学校与高等职业学校联合开展五年一贯制办学，开展中等职业教育与职业本科教育衔接培养。完善职教高考制度，健全“文化素质+职业技能”考试招生办法，扩大应用型本科学校在职教高考中的招生规模。
2022年11月	《职业学校办学条件达标工程实施方案》	通过科学规划、合理调整，持续加大政策供给，使职业学校布局结构进一步优化，办学条件显著提升，师资队伍水平整体提高，职业教育办学质量和吸引力显著增强。各省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团职业学校办学条件重点监测指标全部达标的学校比例，到2023年底达到80%以上，到2025年底达到90%以上。
2023年6月	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025年）》	统筹解决人才培养和产业发展“两张皮”的问题，推动产业需求更好融入人才培养全过程，持续优化人力资源供给结构

资料来源：国务院，教育部，民生证券研究院

## 2.2 烹饪、汽修、IT 培训需求增长动能充足，美业培训空间广阔

### 2.2.1 烹饪培训：下游逐步走出疫情影响，多元化餐饮业态发展推升培训需求

烹饪职业技能教育市场规模持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，国内烹饪职业技能教育市场的总收入保持稳定增长，从 2013 年的 24 亿元增长至 2017 年的 40 亿元，复合增长率达 13.62%。预计到 2022 年，烹饪职业技能培训市场规模为 64 亿元，2017-2022 复合增速为 9.68%。

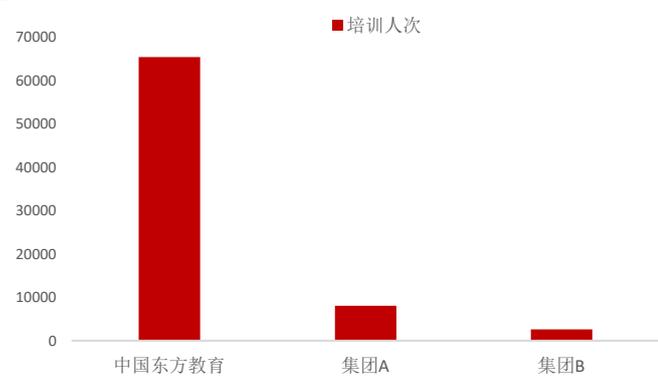
图19：2013-2022 年中国烹饪职业技能教育市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

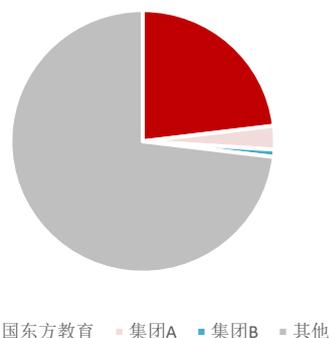
烹饪培训行业市场相对集中，中国东方教育市场份额领先。根据弗若斯特沙利文数据，国内的烹饪职业技能教育市场集中度相对适中，东方教育烹饪市场份额相对领先。截至 2017 年末，前三大职业教育集团在烹饪培训市场占有率合计为 26.9%，其中中国东方教育以 23.1% 的市场份额位居第一，第二、第三份额分别为 2.9%、0.9%；培训人次方面，中国东方教育以 6.54 万人次领先竞争对手。

图20：2017 中国头部烹饪培训机构培训人次（单位：人）



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

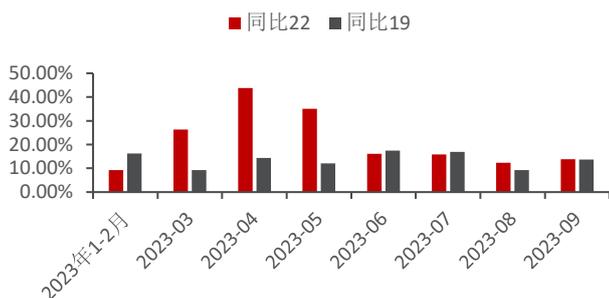
图21：2017 中国烹饪职业技能培训行业机构市场份额（单位：%）



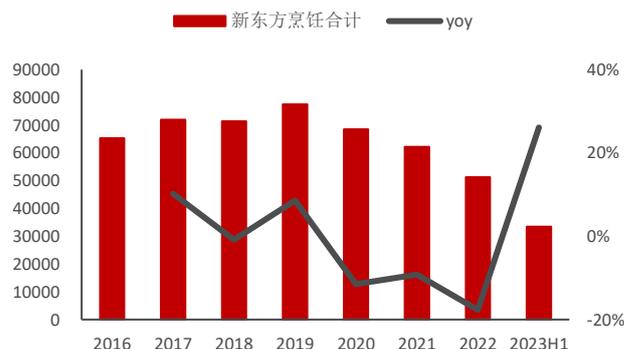
资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

短期来看，国内下游餐饮业正在逐步走出疫情影响，带动上游培训人次回暖。从社零总额表现来看，2023 年以来餐饮社零总额整体上行趋势明显，1-9 月单月

数据均超越 22 年及 19 年同期水平，其中 6/7 月景气度上行趋势最为显著，餐饮零售总额分别较 19 年同期+16.07%/17.39%；1-2 月、4-7 月、9 月餐饮零售总额均较 19 年同期双位数增长，餐饮业景气度快速恢复。从公司招生情况来看，23H1 新东方烹饪品牌招生人数达 33463 人，同比增 26.1%。

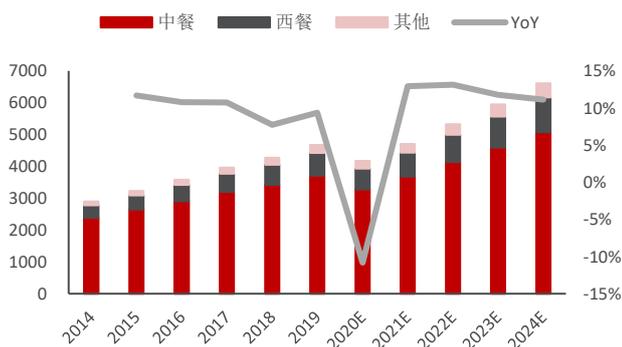
**图22：1-9 月餐饮社零总额同比 22 年/同比 19 年增速**


资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

**图23：2016-2023H1 新东方烹饪招生情况（单位：人）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**下游餐饮多元化发展扩大烹饪行业人才供需缺口，推升培训需求。**随着消费者对美食的偏好越来越多样化，西餐、日餐、韩餐以及其他亚洲美食正在国内快速发展。根据弗若斯特沙利文报告和国家统计局数据，餐饮业按菜式种类可分为中餐、西餐和其他菜式。2019 年以来，中餐占餐饮行业总市场规模近 80%，占据主导地位，西餐和其他菜式增速较快，预计市场规模由 2019 年的 0.71/0.25 万亿元分别以 CAGR9.0%/12.2%于 2024 年增至 1.10/0.44 万亿元。

**图24：2014-2024 年中国餐饮业规模（单位：10 亿元）**


资料来源：招股说明书，国家统计局，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

**图25：2013-2022 年中国烹饪技术行业熟练工人供需缺口（单位：万人）**

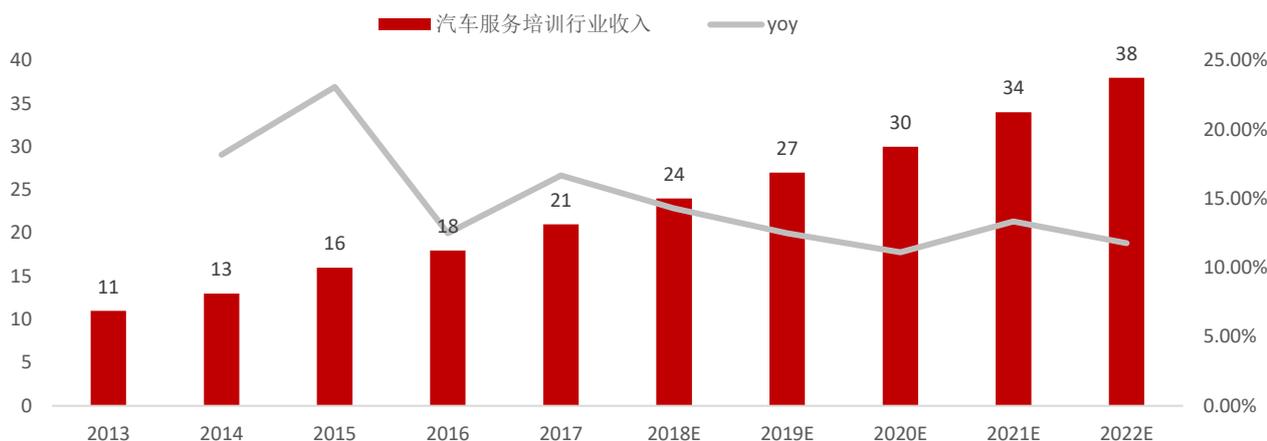

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

## 2.2.2 汽修服务：存量端汽车保有量对应配套汽修服务空间大，增量端新能源汽车产业蝶变催生汽修人才新需求

**汽车服务培训行业市场规模持续扩大，市场格局相对集中仍有提升空间。**根据弗若斯特沙利文数据，我国汽车售后服务职业技能培训行业总收入从 2013 年

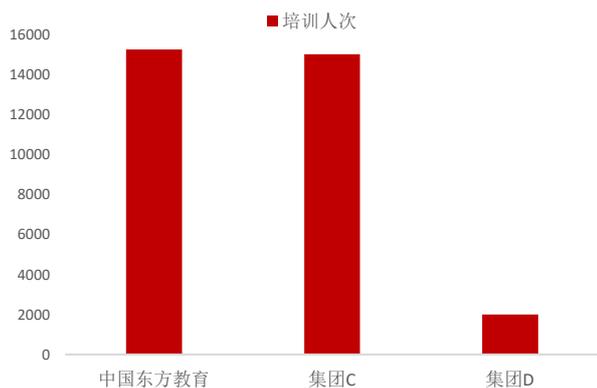
的 11 亿元增长至 2017 年的 21 亿元，复合年均增长率超 17.55%。预计到 2022 年，国内汽修职业技能培训市场规模为 38 亿元，2017-2022 复合增速为 12.59%。从市场竞争格局来看，整体汽修培训市场相对集中，根据弗若斯特沙利文报告，2017 年末，前三大市场参与者市场份额合计 20.5%，其中东方教育集团占 9.7% 高于第二大集团 0.2% 的 9.5%；东方教育平均培训 15236 人次，在汽车服务职业技能教育市场中占据第一。

图26：2013-2022 年中国汽车服务职业技能教育总收入及预测（单位：亿元）



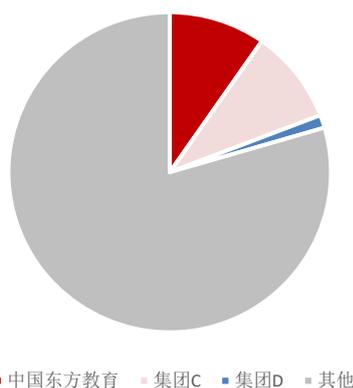
资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图27：2017 中国头部汽修培训机构培训人次（单位：个）



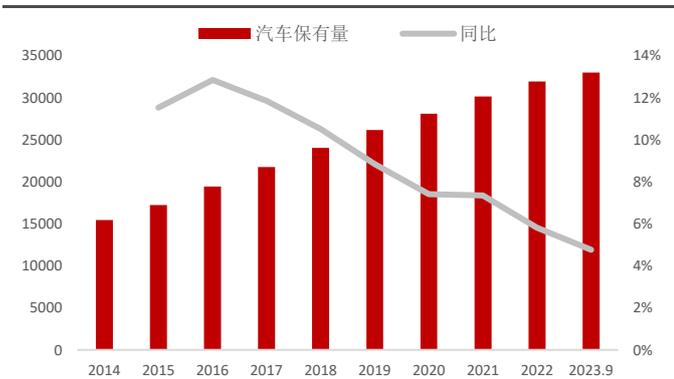
资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图28：2017 中国汽修职业技能培训行业机构市场份额（单位：%）

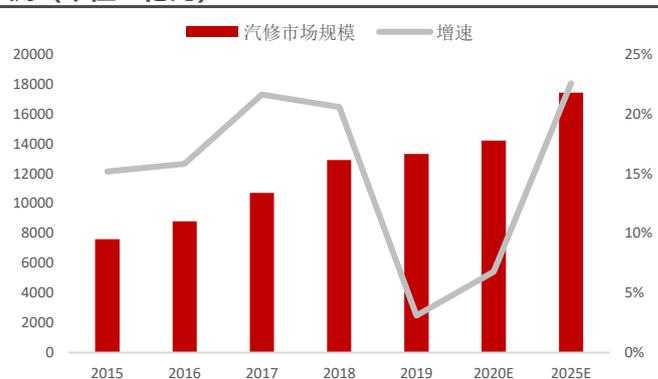


资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

**下游汽车保有量持续提升带动汽车维修基础服务市场规模持续增长。**国内汽车保有量稳步增长，2023 年 9 月增长至 3.3 亿辆，2014 年至 2022 年的复合年均增长 9.49%。随着汽车保有量的稳步增加，相应的汽车定期维修和保养的需求也在逐步增长，带动下游汽车服务市场规模持续提升。根据德勤咨询《2022 中国汽车后市场白皮书》报告，预计 2020 年至 2025 年，汽车售后服务维护行业市场规模将从 14200 亿元增长至 17400 亿元。

**图29：2014-2023 年中国汽车保有量 (单位：万辆)**


资料来源：wind，公安部，国家统计局，民生证券研究院

**图30：2015-2025 年中国汽车维修服务市场规模及预测 (单位：亿元)**


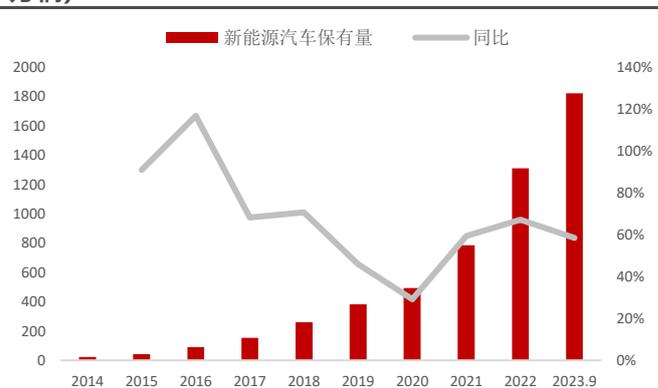
资料来源：wind，《2020 中国汽车后市场白皮书》，民生证券研究院

**除去基础保养类的汽车服务，下游汽车行业各类技术与工艺更新迭代速度快，汽修市场亟需掌握汽车维修新技术、新工艺的高新技术人才。**下游汽车行业技术与工艺迭代速度快，最为典型的是近年来新能源汽车的快速发展，根据国家统计局数据，新能源汽车保有量增速超过传统汽车保有量增速，从2014年22万辆增至2023年9月1821万辆，复合年均增长率66.67%。下游汽车市场的快速变化正在对上游汽修技术职业教育行业培训体系提出更高要求以培养相应的人才需求。公司旗下万通汽车近几年加快开设各类特色新专业以面对下游市场的变化，例如推出新能源汽车检测与维修（智能网联）课程培养相应人才。

**汽车保有量持续扩容叠加汽修新技术新工艺迭代，带动上游汽修人才缺口扩大，推升相应培训市场规模。**根据弗若斯特沙利文数据，我国汽修技术行业熟练工人供需缺口从2013年120万人增长至2017年400万人，复合年均增长率35.12%。随着市场规模的增长，汽修服务行业人才供需缺口有望进一步扩大。

**图31：2013-2022 年中国汽修技术行业熟练工人供需缺口 (单位：万人)**


资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

**图32：2014-2023 年中国新能源汽车保有量 (单位：万辆)**


资料来源：wind，公安部，国家统计局，民生证券研究院

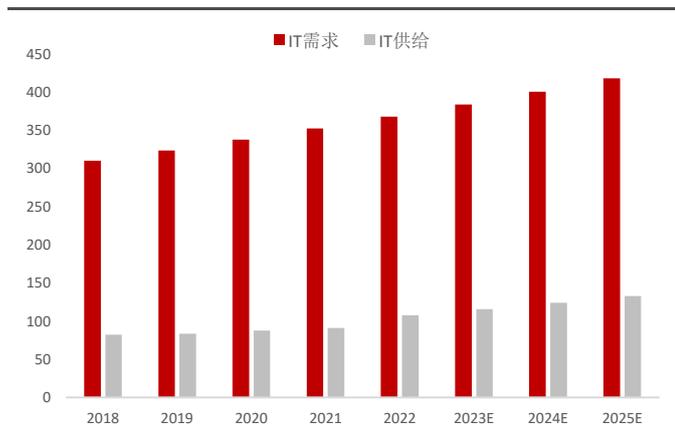
### 2.2.3 IT 培训：行业格局分散，产业数字化转型成为长期驱动主线

**IT 培训行业的人才缺口正在拉大，2025 年人才缺口将达到 285 万人。**根据工信部数据，2018 年 IT 行业新增人才需求 310 万人，而 IT 专业毕业生仅为 110

万人，人才缺口达到 200 万人。假设行业人才需求按照 2015-2018 年 4.36% 的复合增速增长，则 2025 年行业人才需求为 418 万人。人才供给端，结合过去 2 年高校毕业生人数的增速，我们预计 2025 年高校毕业生毕业人数将达到 1329 万人，据艾瑞咨询，2021 年高校 IT 相关专业人才分布占比约为 10%，若我们假设占比不变，可计算出 2025 年对应 IT 人才供给为 132.9 万，人才缺口将达到 285 万人。

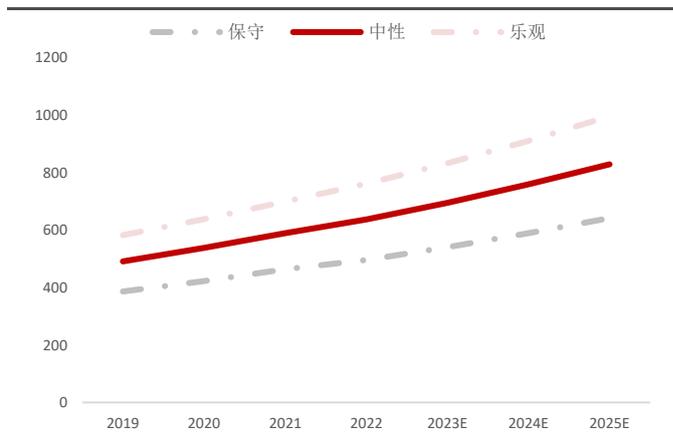
**通过测算，中性情况下 2025 年行业市场规模有望达到 829 亿。**我们基于保守、中性、乐观三种情况展开测算：①保守情况假设：IT 毕业生因具备较好基础，参培率略低，我们假设保守情况下为 0.3，非 IT 毕业生因为未接受过 IT 教育参培意愿更高，假设参培率 0.7，客单价方面参考传智教育课程价格我们假设为 2 万，客单价提升增速为 5%；②中性情况假设：IT 毕业生参培率 0.5，非 IT 参培率 0.8，客单价 2.1 万，客单价提升增速为 5%；③乐观情况假设：IT 毕业生参培率 0.7，非 IT 参培率 0.9，客单价 2.2 万，客单价提升增速为 5%，可以得到保守、中性、乐观假设下 IT 培训行业市场规模分别为 642/829/996 亿元。

**图33：2019-2025 年 IT 行业人才缺口情况 (单位：万人)**



资料来源：工信部，华经产业研究院，艾瑞咨询，民生证券研究院

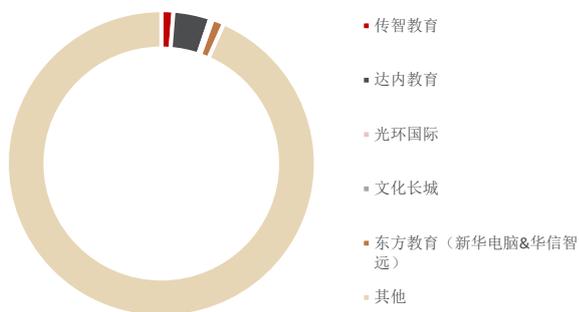
**图34：IT 培训行业规模测算 (单位：亿元)**



资料来源：传智教育官网，民生证券研究院

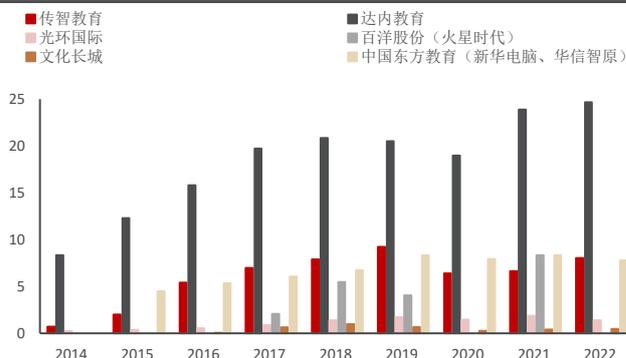
**行业格局分散，产业数字化转型为 IT 培训赛道长逻辑。**国内头部“玩家”市占率较低，2022 年 CR5 为 6.65%，行业集中度未来有望进一步提升。此外，从行业长期驱动力来看，我们认为产业数字化转型将成为行业扩容的长逻辑，过去 IT 培训的兴起很大程度上归功于互联网行业的高速发展，未来随着产业数字化的发展，各行各业对于 IT 人才的需求将进一步提升，IT 培训的人才流向将不再局限于传统互联网企业，以传统行业为例，下游的电气、纺服、汽车、餐饮均在逐步走向数字化，对于 IT 人才的需求逐步加大。

图35: 2022 年 IT 培训行业市占率情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图36: 上市公司 CR5 营收情况 (单位: 亿元)



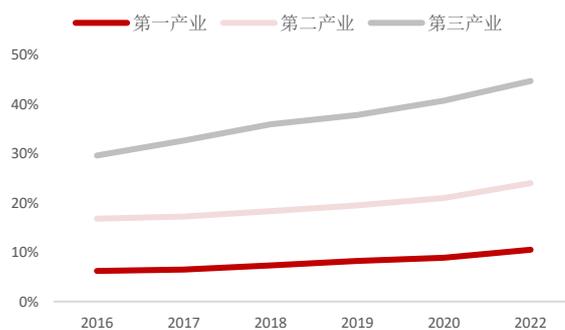
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图37: 国内传统行业数字化建设方向



资料来源: 极客邦、民生证券研究院

图38: 2016-2022 年中国产业数字化经济渗透率 (单位: %)



资料来源: 中国信息通信研究院, 弗若斯特沙利文报告, 民生证券研究院

## 2.2.4 美业培训: 培训行业尚未成体系, 连锁类/系统培训空间大

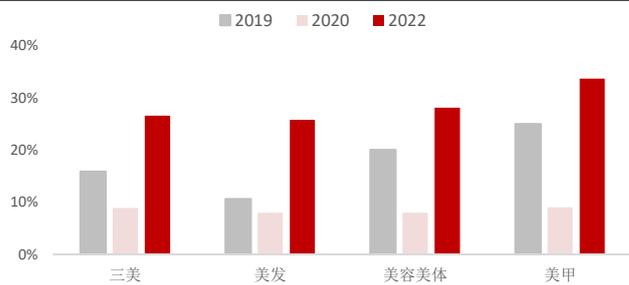
美业市场细分赛道众多, 发展迅速。现有的美业主要指生活美容类, 主要包括美发、美容、化妆、美睫、美甲、美体、纹绣等。当前, 发展最成熟的细分赛道主要包括美容美发及美甲三大领域。根据艾媒咨询数据, 2021 年国内美容美发行业的市场规模已达到 3863 亿元, 预计 2025 年突破 4400 亿元; 美甲赛道发展速度更快, 2015-2021 年复合增速为 16.03%, 2021 年国内美甲行业的市场规模为 1855 亿元。开店率方面, 根据《2022 中国美业白皮书》, 疫后美业开店率修复显著, 2022 年美发/美容美体/美甲的开店率分别达到 25.8%/28.1%/33.7%。

图39：2015-2025 年美业细分行业市场规模及预测 (单位：亿元)



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图40：2019-2022 年美业细分行业开店率



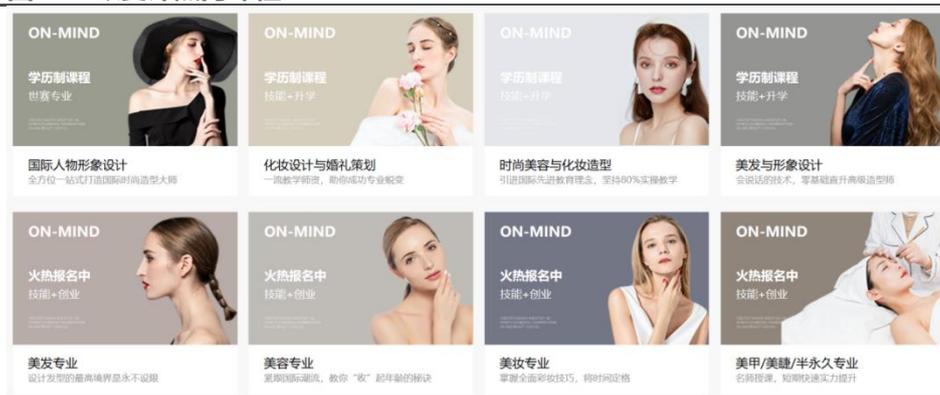
资料来源：《2022 中国美业白皮书》，民生证券研究院

**美业培训需求大、格局分散。**下游美业细分赛道快速发展和迭代，将催生上游培训需求。随着美容服务业规模持续扩大，作为劳动密集型行业，对美容师、美甲师、美容助理、发型师这些掌握专业技能的新型服务型人才的需求也将不断增长。当前美业培训市场规模高度分散，大部分为私营公司和当地美容沙龙。

**公司孵化欧曼谛切入美业培训赛道，发展潜力可期。**公司欧曼谛时尚美业教育成立于2020年1月，专注于培养高技能及时尚美业人才。2020年春季，公司第一所美业学校于成都顺利招生运营，截至23H1，欧曼谛旗下有4所学校。从招生数据看，2018年新训人次为154人次，23H1新训人次已达1526人次，公司招生情况优良；2021/2022/2023H1新训人次同比分别增长122.4%/21.4%/76.8%。

**多元专业、实战演练、高水准师资，打造优异就业率。**欧曼谛开设形象设计、美妆、美容、美发、美甲、健康服务与管理等多元的特色专业、精品课程，拓宽学生就业选择。教学方面，学校搭建高水准教学和研发团队，其中包括国家高技能人才智库专家，世界大赛评审委员，来自法国、意大利、日本等世界美业大师等。此外，学校重视课堂之外的实地训练，专为学生打造了“世界技能大赛标准实训基地”、“国际大型T台秀场”、“欧曼谛高端时尚美业沙龙”等模拟现实场景，以培养高技能、高适应力的时尚美业人才。从就业率看，2022年/23H1学校长期课程毕业生就业率分别为95.5%/95.6%。

图41：欧曼谛热门课程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 3 公司看点：竞争力突出，区域中心打开成长空间

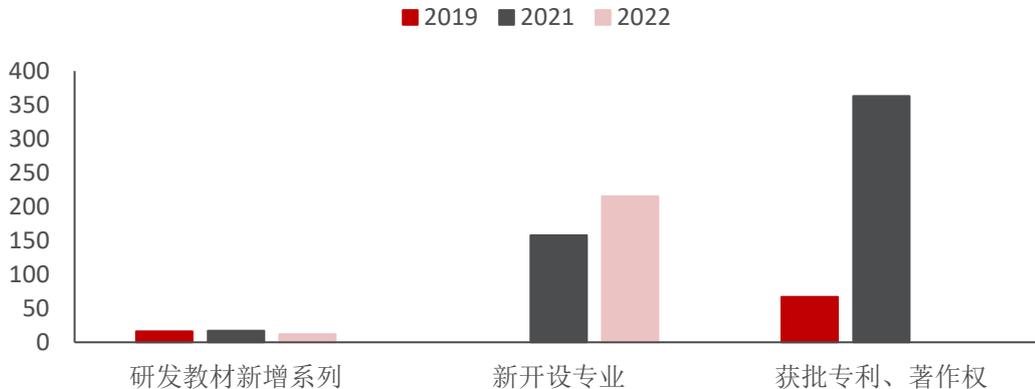
#### 3.1 竞争力剖析：管理壁垒深厚品牌力突出，课研实训打造优异就业率

##### 3.1.1 高频课研+实训教学+就业支持打造优异就业率

###### ■ 课研迭代紧跟培训市场发展

持续研发新专业，迭代原有课程内容，紧跟技能培训市场发展。公司旗下设立集团研究院这一教育研发机构，研究院下设研发中心、认证中心、教材中心，开展各专业模组研发、教材研发、认证业务实施及拓展、学历合作开发、以及对职业技能教育发展的调研与研究。近年来，公司加快专业的更新迭代，并开设综合专业应对公办学校的竞争，如在新东方体系开展酒店管理、行政总厨、康养等课程；在新华电脑推出互联网会计、电商直播、电竞等专业；在万通汽车启动商用汽车技术、网络汽车及工业机器人等新课程。2022 全年，公司新开设 215 个专业，组织研发出版教材 12 个系列。

图42：公司上市以来研发教材、开设专业及专利著作情况（单位：个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：七大品牌专业设置情况

品牌	专业设置
新东方烹饪	四大经典专业：经典主厨、金领大厨、西餐主厨、经典西点；短期热门专业：烹饪、西点、西餐
欧米奇西点西餐	四大专业：烘焙甜点、西餐料理、精品调酒、咖啡饮品
美味学院	时尚西点、特色小吃、新派中餐、早餐面点、咖啡饮品、西式简餐等
新华电脑	4 个现有热门专业：3D 及平面设计、互联网网络、电子商务、软件开发；4 个新开发热门专业：电子竞技、虚拟现实、AI、互联网安全
华信智原 DT 人才培养	大数据、AI、互联网技术
万通汽车	新能源汽车、汽车改装、汽车检测与维修、汽车钣金与涂装、汽车美容、汽车维修保养
欧曼谛时尚美业	形象设计、健康管理、美妆、美容、美发、美甲美睫

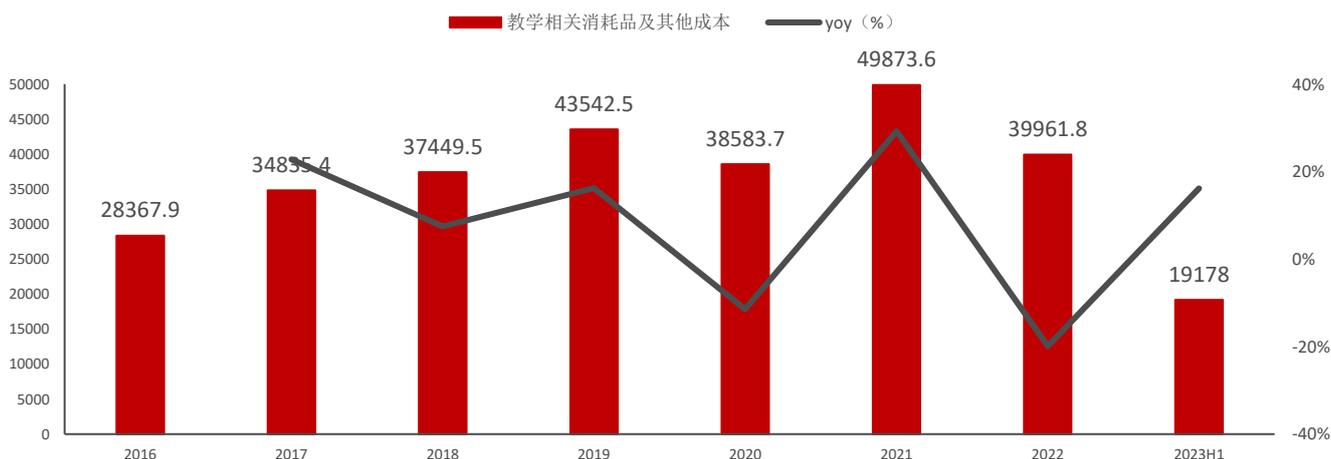
资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

### ■ 实训教学经验积淀丰富，拉开与公办学校的差距

**公办竞争加剧，实训拉开差距。**近年来，由于国家积极推进职教改革，公办院校获得较多政策上的补贴与扶持，加之公办院校学费较民办更低，在招生与招聘吸引力、教学水平上都会有所提升，公司面临来自公办职业学校的竞争压力和生源分流等风险。但我们认为，短期内公办院校虽削弱了公司部分优势，但在实训方面，公司的教学经验丰富、实训效果显著，竞争力依旧强于公办院校。

**在实训上大量投入，硬件设施完备。**公司旗下所有学校都拥有现代化实训中心，配备先进的设施与技术为学生提供真实的职场模拟培训，帮助其培养实用且随时可用的技能，获得第一手经验，以应对现实工作环境中可能出现的需求。公司在实训上投入随培训人次变化，基本稳中有升，23H1 相关成本为 1.92 亿元。学校根据不同的专业课程需求建立对应的各种专业实训中心，比如模拟餐厅厨房、模拟咖啡馆和酒吧、模拟 VR 工作室和模拟游戏广播工作室等。

图43：2016-2023H1 教学相关消耗品及其他成本（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**各大品牌均拥有实训平台，提升学生技能实操力。**公司各大品牌均拥有实训平台，旨在增强学生工作技能及提升其学习经验。具体来看，新东方烹饪学校有模拟厨房和餐厅，学生在课程大部分时间里动手实操；欧米奇学校均提供酒吧、面包房等模拟工作场所，以提供职场模拟培训；新华电脑教育学校与著名 IT 及互联网技术企业共同建立多个线上技能培训平台及实训中心；万通汽车学校与知名汽车品牌合作建立培训中心，提供品牌汽车养护及维修方面的培训；欧曼谛则专为学生打造“世界技能大赛标准实训基地”、“国际大型 T 台秀场”、“欧曼谛高端时尚美业沙龙”，以从实操上培养高技能时尚美业人才。

图44: 新东方烹饪实训中心



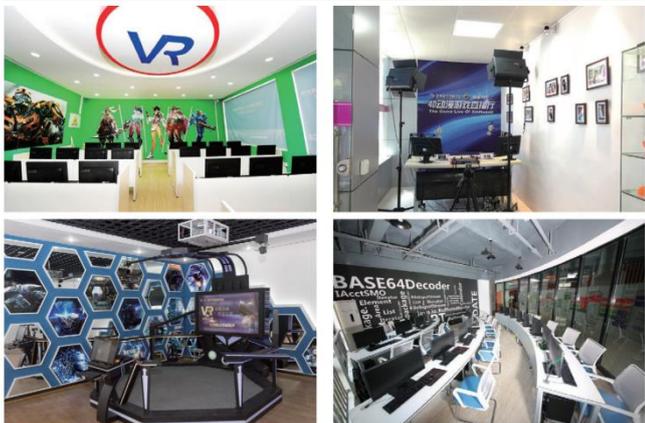
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图45: 欧米奇实训中心



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图46: 新华电脑实训中心



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

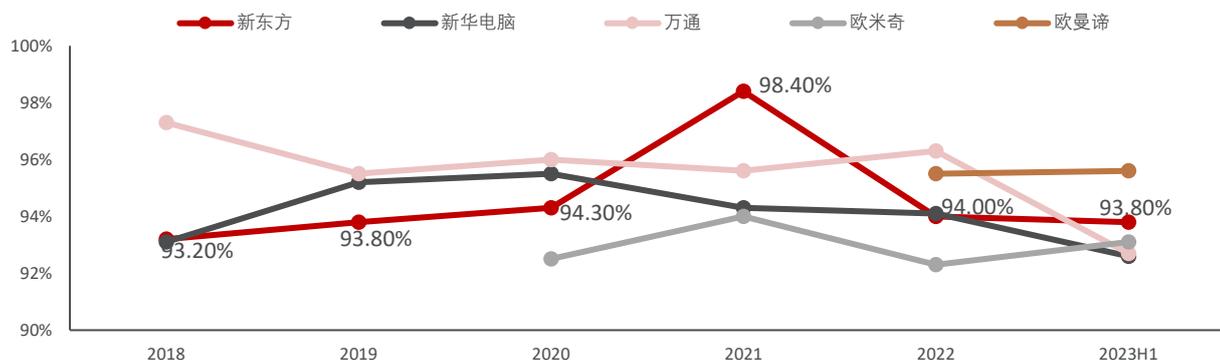
图47: 万通汽车实训中心



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

深厚实训保证下, 长期课程毕业生就业及创业率连年高于 92%。从 2018 年到 23H1, 公司所有长期课程就业率均有保障, 从未低于 92%。其中新东方烹饪毕业生就业率始终高于 93%; 新成立的欧曼谛表现优异, 第一年开设长期课程, 毕业生就业率就高达 95.5%, 23H1 延续高态势达 95.6%。

图48: 2018-2023H1 长期课程毕业生引荐就业及创业率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### ■ 校企合作+全国职业服务顾问网络提供强大就业支持服务

#### 公司旗下品牌学校广泛与企业合作，定向输送企业所需人才助力学员就业。

公司旗下品牌新东方烹饪与烹饪行业知名品牌的当地分支机构合作，包括希尔顿花园酒店、皇冠假日酒店及外婆家；新华电脑与京东和联想合作提供订单班。万通汽车与奇瑞汽车及车享家等多家汽车行业知名企业建立了合作关系。公司在2019年上市时，与逾28000家企业建立了合作关系，合作模式包括以下四种：

- 目标班：合作企业可选择一定数量具备所需技能的学生组成目标班，参加由合作企业与学校共同设计的教学计划，该计划一般持续三个月左右（临近毕业）；
- 联合培训：合作企业与学校各自负责一段时间的培训；
- 实习基地：合作企业同意向学校学生提供实习机会，并在合作期间给予他们实际指导；
- 特定订单：学校根据合作企业的具体需求和要求（如学生专业、学位、人数及地域来源）进行招生。这种模式下，协议一般规定合作企业将考虑向所有通过考核的毕业生提供就业机会，且学校将在就业后一年内跟踪该等毕业生的表现；

近两年，新东方烹饪与太二酸菜鱼校企共建模拟餐厅正式开业，万通汽车与京东、百度、比亚迪等知名企业建立合作关系。

#### 此外，公司建立了涵盖于中国经营的所有学校的集中化职业顾问服务网络。

学校之间均可互享就业资源，为学生就业提供了更大的灵活性。就业服务指导教师将根据学生的兴趣、个人情况及其职业规划提供个性化建议。学生毕业时，学校也将提供职业指导课和安排就业服务。学校还提供各类培训协助学生创业，包括业务运营调查、基本会计技能、财务管理以及相关企业注册和法律信息。

### 3.1.2 先发优势显著，多年管理锻造管理壁垒，品牌力持续深化

**业务逐步扩充下，年均培训人次及新招生人数稳步增长。**公司早在1988年进入职教培训赛道，逐步培育出烹饪、电脑、汽修、美业四大业务。随着业务逐步拓展，公司在校学生数量及新招人次逐步增长。截至2022年，公司在校平均总人次达14.3万人，新招生人次达13.43万人，管理规模逐步扩大。

**公司先发优势显著，在校生人数规模扩充下，公司管理壁垒逐步加深。**公司学员管理规模扩大的同时，也为公司带来较大的管理难度。每年学校总共接待10万余名新生，主要录取人群为初中或高中毕业生。其中初中生群体年龄小、人数多，管理难度较大，在进行实训教学时，对器具的使用需要教师严格指导与监督。尤其在烹饪与汽修相关专业，多使用尖锐、锋利的工具，存在极大安全风险与隐患。学校通过设计完善、周密的管理机制以及20年左右的反复实践，建立起稳

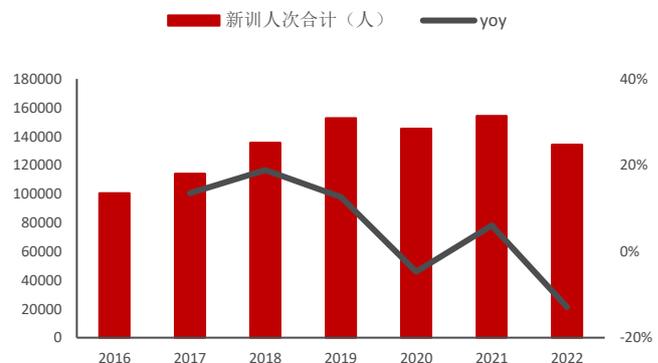
固的管理壁垒，以应对公办院校及其他民办学校的竞争。

图49：2016-2022 年公司平均培训人次（单位：人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图50：2016-2022 年公司新训人次（单位：人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**品牌形象升级焕发新活力。**虽然公司成立于 1988 年，但对品牌形象升级高度重视。2023 年 2 月 19 日，在新东方烹饪教育品牌成立三十余年之际，面对下游市场的变化与人群的更迭，公司于 2 月 19 日举办“新东方烹饪教育品牌 IP 暨 2023 新专业全球发布会”，推出全新 IP 形象“熊猫厨师长”，宣布品牌焕新升级战略。

## 3.2 成长看点：集约化发展为要义，布局七大区域中心

### 3.2.1 战略转型：扩张模式转型，实现集约化、规模化发展

**扩张模式转型，实现集约化发展。**公司自 2019 年上市以来致力于降本增效，提出从下沉扩张模式转向集约化发展，在关、停、转部分低线城市业绩不理想的学校的同时，有序推进招生大省的区域中心战略。区域中心是指公司在招生大省建立的集成式教学基地，与以往的租赁扩张模式有所不同，区域中心利用自有土地进行建设，公司在各区域中心分别设立研发、人力资源和营销中心，并作为公司师资力量的继续教育和培训中心，为该区域及周边区域提供公司全品牌课程的教学及培训实践设施。

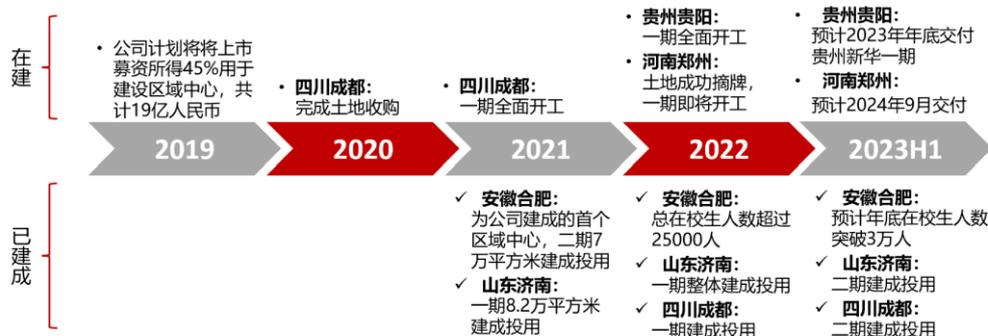
**有序推进七大区域中心建设，面向长训学生。**目前，公司已在安徽、山东、四川、贵州、河南五大招生省份的省会城市着手建设区域中心，其中，位于安徽合肥的区域中心于 2021 年开始使用，山东济南和四川成都的区域中心在 2022 年落成，于 2023 年开始使用，位于贵州贵阳和河南郑州的区域中心尚在施工阶段。未来，公司还将布局江西和江苏的区域中心建设，各区域中心主要面向学制在一年以上的长训学生，公司现有租赁场地将予以保留，逐渐向提供短训课程转型。

表6：区域中心建设进展

地理区域	建设情况	目前进展
安徽合肥	为公司建成的首个区域中心；2021 年，二期 7 万平方米建成投用；2022 年，总在校生人数超过 2.5 万人；	已建成
山东济南	2021-2022 年，一期分批次建成投用；2023 年，二期建成投用；	一期、二期已建成
四川成都	2020 年，一期土地获批；2021 年，一期全面开工；2022 年，一期建成投用，二期开始建设；2023 年建成二期。	一期、二期已建成
贵州贵阳	2022 年，一期全面开工；2023 年，进入装饰施工阶段，预计年底交付贵州新华一期；	在建
河南郑州	2022 年，土地成功摘牌，一期即将开工；2023 年，处于主体结构施工阶段；预计 2024 年完工	在建

资料来源：公司公告，公司年报，招股说明书，民生证券研究院

图51：2019-2023H1 区域中心建设进展



资料来源：公司公告，公司年报，招股说明书，民生证券研究院

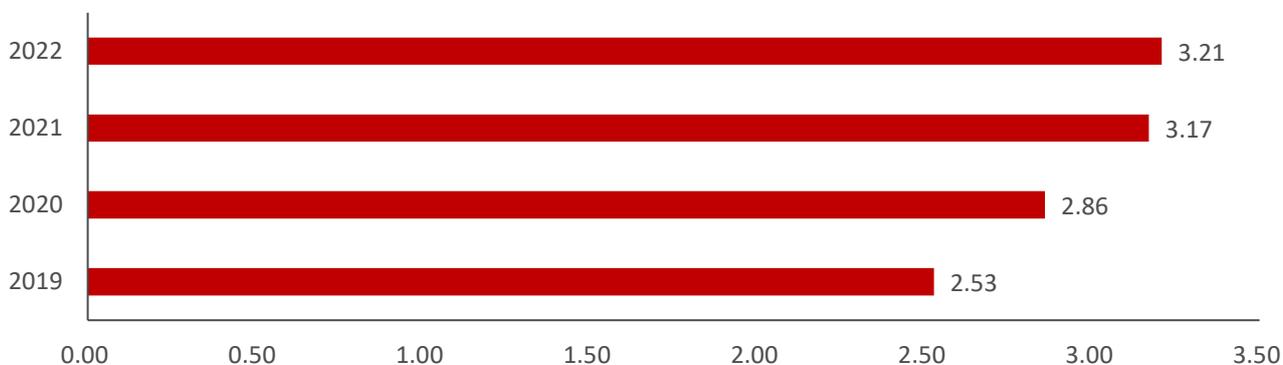
### 3.2.2 优化收入成本结构，锻造核心竞争力

**从租赁到自有，优化成本结构。**在实施区域中心战略之前，公司以租赁方式实现办学网点扩张，租赁开支始终是公司营业成本的重要组成部分之一，自公司财报公开披露以来，租赁开支一直在稳步上涨，2020-2022 年间，租赁开支金额分别为 2.86/3.17/3.21 亿元，同比增长 13.11%/10.88%/1.21%。我们认为区域中心将有助于公司实现以下几点：

**1) 一方面在于成本风险可控。**自有模式能够帮助公司应对租金上涨风险，同时能够规避因租约到期或租金超过企业承受范围等原因被迫搬迁，进而带来的突发性搬迁成本。近年来，公司的租赁开支一直在保持稳定增长，原租赁合同到期后甚至更容易带来租金的大幅增长，这使得公司不得不考虑另寻办学场地；与此同时，国家对职业教育办学场地的要求越来越高，导致符合办学要求的场地租金逐年高企。

**2) 另一方面在于区域中心可以发挥规模经济和成本协同效应。**通过区域中心将一定区域内的生源集于一处，公司能够形成规模效应，节省原来办学网点分散带来的重复性开支。我们认为区域中心落成后能为公司在相应区域范围内有效减少行政成本。

图52：2019-2022 年租赁开支情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**提高办学层次，应对公办竞争。**国家将技工院校的办学层次由低到高分为三类，分别是技工学校、高级技工学校和技师学院。公司在全国范围内共有 12 所高级技工学校，约 50 所技工学校。由于更高层次的办学牌照对占地面积、校舍、师资、办学经验等要求更高，教学条件更优的区域中心将成为公司申办技师学院的敲门砖，在积累了更多办学经验后，也便于日后其他教学网点向更高办学层次转型，从而满足学生对长学制和升学的需求，使得公司在提升收入的同时更好地应对公办院校竞争。

**表7：技工学校、高级技工学校和技师学院对比**

		技工学校	高级技工学校	技师学院
学制	培养层次	中级技工	高级技工	预备技师
	初中起点	3 年制	5 年制高级工	6 年制
	高中起点	/	3 年制高级工	4 年制
学历待遇		中专学历同等待遇	大专学历同等待遇	技师班毕业生为本科学历同等待遇

资料来源：职教帮，民生证券研究院

**综合教学与时俱进，灵活应对市场变化。**大规模的区域教学中心建设将公司各类品牌课程集中在一起，在师资团队、教学设施、课程多样性上更加完备，有助于培养复合人才。以烹饪业务为例，创业型学员不仅需要学习烹饪技术，还要熟练掌握包括运营外卖平台、商业推广等知识。更具综合性点的区域中心能够满足市场的人才技能需求，提高学员就业创业率。另外，区域中心的大校区模式因基础设施配备完全，产品扩张的前置成本低，更有利于公司进行产品线延伸，应对不断变化的市场环境。

**增加长期班型，稳定收入结构。**在自有土地上进行扩张，意味着公司可以降低租约到期、租金上涨等因素导致的临时搬迁风险，便于公司升级固定设施及教学设备，根据课程和学生的特定需求灵活设计学校和实训中心，并为学生提供数量更多、条件更好的校舍。过去几年报读 3 年长期课程的学生比例整体呈增加态势，2019/2020/2021/2022/23H1 三年制学员新训人次占比分别为 15.57%/21.82%/27.59%/36.89%/30.18%，购置土地及建筑设施以建设区域中心不仅可以避免校舍租金开支中的压力增加，亦可以改善校舍的环境，以增加长期课程学生的稳定性，进而稳定公司的收入结构。

### 3.2.3 区域中心测算：充分发挥规模效应，成熟阶段利润可期

基于公司目前各区域中心的建设进展，结合公司历史资本支出情况，对这五大区域中心分别进行利润测算。我们做出以下假设：

①根据各区域中心的辐射范围和当地生源，一个成熟的区域中心在校生规模预计可达 1.5-2 万人，安徽合肥区域中心由于规模较大且生源积淀深厚，其在校生规模可达 3 万；

②得益于规模效应，区域中心的教学相关消耗品等变动成本的收入百分比将略低于普通办学网点，其中，四川成都区域中心因当地经济发展水平相对较高，其教职工薪资及福利开支在同等水平下将略高于其他区域中心；

③进入成熟阶段后，集聚效应与品牌效应叠加下招生对于营销活动的依赖将有所降低，销售费用率预计低于 20%；

④区域中心的集聚效应可以减少网点分散导致的重复性管理成本，管理费用率将略低于现有水平；

⑤ 其余测算基础参考公司历史资本支出的收入百分比进行测算；

规模优势下各区域中心毛利率可达 55%-60%，净利率或达 20%。根据以上假设和公司历史资本支出情况，安徽合肥和其他四个区域中心在进入成熟阶段后将每年分别为公司带来 8.25 亿元和 5.5 亿元的收入，并且得益于规模效应，各区域中心的毛利率可达 55%以上，同时，集约化发展下降本增效成效显著，销售费用率和管理费用率有效降低，带动净利率提高至 20%左右，比原办学模式的净利润高出约 10pcts。

因招生规模和地理位置不同，各区域中心情况略有差异。根据我们的测算结果，安徽合肥/山东济南/四川成都/贵州贵阳/河南郑州区域中心的毛利率分别为 59%/57%/55%/57%/57%，净利率分别为 21.75%/18.75%/17.25%/18.75%/18.75%。其中，安徽合肥区域中心作为公司总部规模效应将最为显著，毛利率和净利率最高，四川成都区域中由于所在地经济水平较高带动营业成本偏高，毛利率和净利率都略低于其他区域中心。

表8：五大区域中心成熟模型测算（单位：万元/万人）

地理位置	安徽合肥	山东济南	四川成都	贵州贵阳	河南郑州
收入 (万元)	82500	55000	55000	41250	55000
在校生规模 (万人)	3	2	2	1.5	2
生均学费 (万元)	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
成本 (万元)	33825	23650	24750	17738	23650
教职工薪资及福利 (万元)	14850	9900	11000	7425	9900
教学相关消耗品及其他成本 (万元)	8250	6600	6600	4950	6600
校区维护及折旧 (万元)	7425	4950	4950	3713	4950
公用设施 (万元)	1650	1100	1100	825	1100
办公开支 (万元)	1650	1100	1100	825	1100
毛利 (万元)	48675	31350	30250	23513	31350
毛利率	59.00%	57.00%	55.00%	57.00%	57.00%
销售费用 (万元)	14850	11000	11000	8250	11000
管理费用 (万元)	9900	6600	6600	4950	6600
税前净利润 (万元)	23925	13750	12650	10313	13750
所得税 (万元)	5981	3438	3163	2578	3438
税后净利润 (万元)	17944	10313	9488	7734	10313
净利率	21.75%	18.75%	17.25%	18.75%	18.75%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

## 4 盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司各项业务做以下盈利预测：

- 1) 烹饪业务：学费方面**，新东方烹饪，短期学费提升下，我们预计其 23-25 年整体学费将提升 3%/3%/3%；欧米奇学费 2022 年受疫情影响有所下滑，我们预计 23-25 年将逐步恢复正常水平，增速分别为 3%/5%/5%；美味学院我们预计学费将逐步恢复至正常水平，增速分别为 3%/3%/3%；**培训人次方面**，随着新东方烹饪长训招生增长，我们预计公司 23-25 年平均培训人次增速分别为 6%/6%/6%；欧米奇方面，业务基数小，且疫情期间受影响较大，预计 23-25 年增速较快，分别为 10%/15%/15%；美味学院方面我们预计增速分别为 10%/5%/5%；结合学费和平均培训人次以及 23H1 公司各业务毛利率修复的表现，我们预计 23-25 年新东方烹饪收入增速为 9.18%/9.18%/9.18%，毛利率分别为 53.00%/54.50%/55.00%；欧米奇收入增速为 13.30%/20.75%/20.75%，毛利率分别为 47.5%/48.0%/48.5%；美味学院收入增速为 13.30%/8.15%/8.15%，毛利率分别为 53.5%/53.7%/54.0%。
- 2) 信息技术及互联网培训：学费方面**，新华电脑部分，随着学费较低的综合专业占比提升，我们预计 23-25 年学费增速分别为-1%/-1%/-1%；华信智原我们预计学费增速分别为 1%/1%/1%；**平均培训人次方面**，新华电脑预计 23-25 年增速分别为 3%/8%/8%，华信智原增速分别为 30%/10%/5%。结合学费和平均培训人次以及 23H1 公司各业务毛利率修复的表现，我们预计新华电脑 23-25 年收入增速为 2%/6.92%/6.92%，毛利率分别为 54%/54.5%/55%，华信智原收入增速为 31%/11.10%/6.05%，毛利率分别为 50%/53%/56%。
- 3) 汽修服务：汽车服务**随着长训学生增加，我们预计学费增速分别为 2%/1%/1%。平均培训人次方面，近几年随着新能源汽车对产业链的变革以及下游对于电工焊工需求的增加，汽修服务人才需求加大，我们预计 23-25 年培训人次增速分别为 15%/20%/15%。结合学费和平均培训人次以及 23H1 公司各业务毛利率修复的表现，我们预计汽修服务 23-25 年将保持持续增长，收入增速分别为 17.30%/21.20%/16.15%，毛利率分别为 51.5%/52.0%/52.5%。

基于以上业务分析与预测，我们得到公司 2023-2025 年整体收入增速及毛利率如下：

- 1) 收入端：**结合各项业务综合表现，我们预计 2023-2025 年公司收入增速

分别为 10.13%/12.23%/11.37%。

2) **毛利率端**：结合各项业务综合表现，我们预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 50.99%/52.60%/53.14%。

**表9：公司盈利预测（单位：百万元）**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入合计</b>	<b>3819.02</b>	<b>4206.02</b>	<b>4720.62</b>	<b>5257.12</b>
YOY	-7.75%	10.13%	12.23%	11.37%
毛利率	49.50%	50.99%	52.60%	53.14%
<b>烹饪技术培训</b>	<b>2242.55</b>	<b>2462.87</b>	<b>2726.89</b>	<b>3023.09</b>
YOY	-13.33%	9.82%	10.72%	10.86%
毛利率	50.90%	52.50%	53.52%	54.50%
<b>新东方教育</b>	<b>1891.67</b>	<b>2065.33</b>	<b>2254.92</b>	<b>2461.92</b>
YOY	-9.15%	9.18%	9.18%	9.18%
毛利率	53.80%	53.00%	54.50%	55.00%
<b>欧米奇西点西餐教育</b>	<b>294.33</b>	<b>333.48</b>	<b>402.67</b>	<b>486.23</b>
YOY	-31.71%	13.30%	20.75%	20.75%
毛利率	35.00%	47.5%	48.0%	48.5%
<b>美味学院</b>	<b>56.55</b>	<b>64.07</b>	<b>69.29</b>	<b>74.94</b>
YOY	-23.85%	13.30%	8.15%	8.15%
毛利率	38.00%	53.5%	53.7%	54.0%
<b>信息技术及互联网培训</b>	<b>781.25</b>	<b>808.27</b>	<b>866.38</b>	<b>925.83</b>
YOY	-6.46%	3.46%	7.19%	6.86%
毛利率	52.50%	53.7%	54.4%	55.1%
<b>新华电脑教育</b>	<b>741.60</b>	<b>756.21</b>	<b>808.54</b>	<b>864.49</b>
YOY	-6.30%	2%	6.92%	6.92%
毛利率	52.40%	54%	54.50%	55%
<b>华信智原 DT</b>	<b>39.65</b>	<b>52.06</b>	<b>57.84</b>	<b>61.34</b>
YOY	-9.23%	31%	11.10%	6.05%
毛利率	55.70%	50%	53.00%	56%
<b>汽车服务培训</b>	<b>718.36</b>	<b>842.64</b>	<b>1021.28</b>	<b>1186.21</b>
YOY	13.18%	17.30%	21.20%	16.15%
毛利率	48.70%	51.5%	52.0%	52.5%
<b>其他杂项</b>	<b>76.87</b>	<b>92.2</b>	<b>106.1</b>	<b>122.0</b>
YOY	-6.52%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	-13.60%	-12%	20%	30%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

**销售费用率**：公司在疫情期间加大销售投入用于招生，未来公司将实行更加精细化的招生方式，逐步控制销售费用率，我们预计 23-25 年公司销售费用率分别为 26%/23%/21%。

**管理费用率**：随着区域中心的建设，我们预计公司管理效能将得到有效提升，此外收入规模增长下，管理费用率也将被动下降，我们预计 23-25 年公司管理费用率分别为 13.4%/12.5%/12%。

**研发费用率**：随着收入增长，研发费用率将被动下降，我们预计 23-25 年公

司研发费用率分别为 0.5%/0.45%/0.4%。

**财务费用率：**我们预计 23-25 年公司财务费用率分别为 4%/4%/4%，相对稳定。

**表10：中国东方教育费用率预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	24.78%	26.00%	23.00%	21.00%
管理费用率	13.41%	13.4%	12.50%	12.00%
研发费用率	0.56%	0.50%	0.45%	0.40%
财务费用率	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

我们选取同样作为职教公司的中教控股和传智教育作为可比公司，其中中教控股从事中等和高等职业院校，旗下拥有多所高职和中职学校，传智教育则从事 IT 培训，目前不仅涵盖 IT 短训，还切入学历职教领域。以 2023 年 12 月 05 日收盘价进行计算，2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 21X、17X、14X。我们预计公司在 2023-2025 年归母净利润分别为 4.16/6.26/8.47 亿元，对应估值为 11X、8X、6X，低于行业平均水平。

**表11：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0839.HK	中教控股	4.29	0.62	0.81	0.93	1.12	7	5	5	4
003032.SZ	传智教育	15.57	0.45	0.43	0.54	0.65	35	36	29	24
平均 PE							<b>21</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
0667.HK	中国东方教育	2.21	0.17	0.19	0.29	0.39	13	11	8	6

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 12 月 08 日；12 月 08 日，1 港币=0.9167 人民币

## 4.3 投资建议

疫情期间，公司招生及经营受到冲击，随着出行放开，公司正在逐步走出疫情影响，招生逐步恢复。我们认为，未来公司成长看点颇多，1) 近两年公司加快区域中心建设，提升管理规模，实现集约化发展，以安徽合肥区域中心为例，在校生产管理规模较疫情前已大幅提升，未来随着山东、成都、河南等区域中心的落成，招生人数有望进一步提升。2) 公司美业院校欧曼谛尚在孵化，未来仍有较大成长空间。3) 长训学生占比仍有较大提升空间。最后，面对公办学校的竞争，公司通过迭代专业、强化实训和就业支持来提升办学吸引力。整体来看，2024 年公司估值低于行业平均，具有估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

- 1) **行业竞争加剧。**中国的职业教育行业正处在迅速发展且竞争激烈的阶段，公司面临来自公办学校和民办学校的多重竞争，若竞争加剧，可能影响公司招生及利润率。
- 2) **招生不及预期。**公司招生规模恢复速度可能受到宏观就业大环境、下游用人需求波动、学生就业偏好等因素影响，或导致在校生人数不及预期。
- 3) **区域中心建设不及预期。**区域中心建设进度存在一定不确定性，且区域中心完工后对周边生源产生的虹吸效应也可能不及规划预期。
- 4) **政策风险。**若政策持续鼓励学历职教扩招，则可能对职业技能培训招生产生分流影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,819	4,206	4,721	5,257
营业成本	1,928	2,061	2,238	2,458
销售费用	946	1,073	1,086	1,104
管理费用	512	564	590	631
研发费用	22	21	21	21
财务费用	93	168	189	210
营业利润	411	630	913	1,169
利润总额	498	562	824	1,059
所得税	131	146	198	212
净利润	367	416	626	847
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	367	416	626	847
EBITDA	1,225	1,373	1,760	2,070
EPS (元)	0.17	0.19	0.29	0.39

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	4,315	3,836	4,290	5,072
现金及现金等价物	1,435	1,013	1,487	2,264
应收账款及票据	47	61	61	77
存货	72	81	91	106
其他	2,762	2,681	2,651	2,626
非流动资产合计	5,157	6,315	6,767	7,167
固定资产	2,615	3,494	4,094	4,635
商誉及无形资产	1,791	2,170	2,122	2,081
其他	751	651	551	451
资产合计	9,473	10,151	11,058	12,239
流动负债合计	2,332	2,594	2,875	3,209
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	116	155	141	186
交易性金融负债	0	0	0	0
其他	2,216	2,439	2,733	3,023
非流动负债合计	1,441	1,441	1,441	1,441
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	1,441	1,441	1,441	1,441
负债合计	3,774	4,036	4,316	4,651
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,699	6,115	6,741	7,589
归属母公司股东权益	5,699	6,115	6,742	7,589
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益合计	9,473	10,151	11,058	12,239

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入	-7.75	10.13	12.23	11.37
营业利润	-26.30	53.26	44.8	28.09
归属母公司净利润	21.31	13.49	50.57	35.27
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	49.52	50.99	52.60	53.25
净利润率	9.60	9.89	13.27	16.12
ROE	6.43	6.80	9.29	11.17
ROIC	7.63	8.84	11.42	13.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.85	1.48	1.49	1.58
速动比率	1.03	0.75	0.84	1.00
净负债比率 (%)	-25.19	-16.57	-22.05	-29.83
资产负债率 (%)	39.84	39.76	39.03	38.00
<b>经营效率</b>				
总资产周转率	0.40	0.43	0.45	0.45
应收账款周转率	79.12	78.00	77.00	76.00
应付账款周转率	15.27	15.20	15.10	15.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.17	0.19	0.29	0.39
每股净资产	2.62	2.81	3.09	3.48
每股经营现金流	0.29	0.56	0.71	0.86
<b>估值分析</b>				
PE	13	11	8	6
PB	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.93	2.62	2.04	1.74

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	367	416	626	847
折旧和摊销	635	643	747	800
营运资金变动	-380	300	339	405
经营活动现金流	622	1,359	1,713	2,052
资本开支	-1,055	-1,900	-1,300	-1,300
投资	417	330	280	280
投资活动现金流	-638	-1,570	-1,020	-1,020
股权募资	-245	0	0	0
债务募资	8	0	0	0
筹资活动现金流	-880	-211	-219	-255
现金净流量	-777	-422	473	777

## 插图目录

图 1: 2023H1 公司股权结构	4
图 2: 中国东方教育业务布局概况	6
图 3: 2016-23H1 各业务收入占比 (单位: %)	7
图 4: 2016-2023H1 各品牌收入增速 (单位: %)	7
图 5: 2019-2023H1 各业务毛利率情况	7
图 6: 2016-2023H1 不同长度课程新培训人次占比	8
图 7: 2016-2023H1 各品牌新培训人次占比	8
图 8: 2018-2023H1 各品牌学校数量 (单位: 所)	9
图 9: 2016-2023H1 生均学费 (单位: 元)	9
图 10: 2016-2023H1 营业收入 (单位: 亿元)	9
图 11: 2016-2023H1 归母净利润 (单位: 亿元)	9
图 12: 公司合同负债变化情况 (单位: 亿元)	10
图 13: 2016-2023H1 毛利率及净利率变化情况 (单位: %)	10
图 14: 2016-2023H1 费用率变化情况 (单位: %)	10
图 15: 职业教育培训行业概况	11
图 16: 2016-2026 年中国职业教育培训行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	12
图 17: 2016-2026 年中国职业非学历教育培训行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	12
图 18: 2016-2026 年中国职业技能培训学员人次及预测 (单位: 万人)	12
图 19: 2013-2022 年中国烹饪职业技能教育市场规模及预测 (单位: 亿元)	14
图 20: 2017 中国头部烹饪培训机构培训人次 (单位: 人)	14
图 21: 2017 中国烹饪职业技能培训行业机构市场份额 (单位: %)	14
图 22: 1-9 月餐饮社零总额同比 22 年/同比 19 年增速	15
图 23: 2016-2023H1 新东方烹饪招生情况 (单位: 人)	15
图 24: 2014-2024 年中国餐饮业规模 (单位: 10 亿元)	15
图 25: 2013-2022 年中国烹饪技术行业熟练工人供需缺口 (单位: 万人)	15
图 26: 2013-2022 年中国汽车服务职业技能教育总收入及预测 (单位: 亿元)	16
图 27: 2017 中国头部汽修培训机构培训人次 (单位: 个)	16
图 28: 2017 中国汽修职业技能培训行业机构市场份额 (单位: %)	16
图 29: 2014-2023 年中国汽车保有量 (单位: 万辆)	17
图 30: 2015-2025 年中国汽车维修服务市场规模及预测 (单位: 亿元)	17
图 31: 2013-2022 年中国汽修技术行业熟练工人供需缺口 (单位: 万人)	17
图 32: 2014-2023 年中国新能源汽车保有量 (单位: 万辆)	17
图 33: 2019-2025 年 IT 行业人才缺口情况 (单位: 万人)	18
图 34: IT 培训行业规模测算 (单位: 亿元)	18
图 35: 2022 年 IT 培训行业市占率情况 (单位: %)	19
图 36: 上市公司 CR5 营收情况 (单位: 亿元)	19
图 37: 国内传统行业数字化建设方向	19
图 38: 2016-2022 年中国产业数字化经济渗透率 (单位: %)	19
图 39: 2015-2025 年美业细分行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	20
图 40: 2019-2022 年美业细分行业开店率	20
图 41: 欧曼谛热门课程	20
图 42: 公司上市以来研发教材、开设专业及专利著作情况 (单位: 个)	21
图 43: 2016-2023H1 教学相关消耗品及其他成本 (单位: 万元)	22
图 44: 新东方烹饪实训中心	23
图 45: 欧米奇实训中心	23
图 46: 新华电脑实训中心	23
图 47: 万通汽车实训中心	23
图 48: 2018-2023H1 长期课程毕业生引荐就业及创业率 (单位: %)	23
图 49: 2016-2022 年公司平均培训人次 (单位: 人)	25
图 50: 2016-2022 年公司新训人次 (单位: 人)	25
图 51: 2019-2023H1 区域中心建设进展	26
图 52: 2019-2022 年租赁开支情况 (单位: 亿元)	27

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司发展阶段总结 .....	3
表 2: 公司高管背景一览 .....	5
表 3: 中国东方教育课程介绍 .....	6
表 4: 职教领域政策密集发布 .....	13
表 5: 七大品牌专业设置情况 .....	21
表 6: 区域中心建设进展 .....	26
表 7: 技工学校、高级技工学校和技师学院对比 .....	28
表 8: 五大区域中心成熟模型测算 (单位: 万元/万人) .....	29
表 9: 公司盈利预测 (单位: 百万元) .....	31
表 10: 中国东方教育费用率预测 (单位: %) .....	32
表 11: 可比公司 PE 数据对比 .....	32
公司财务报表数据预测汇总 .....	34

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026