

学额稳健增长，收购康养业务打造第二曲线

东软教育 (9616.HK)

事件概述

根据公司官网 PPT《2023 财年年度业绩》显示，24/25 学年学年学额达到 20170 人，同比增长 3.5%，继续保持稳健增长。

5 月 31 日，公司公告收购东软健康医疗收购完成。

分析判断：

收购拓展康养业务，中长期打造第二增长曲线。我们分析，10 年后，高教业务可能受到人口下降带来的影响，而公司拓展老年教育（东软凤凰学院）、3 月公告收购康养业务，虽然短期由于业务尚在培育期有一定亏损而拖累业绩，但中长期有望打造第二增长曲线，并和现有业务形成“教育+科技+康养”协同、复用校园和科技园资产。

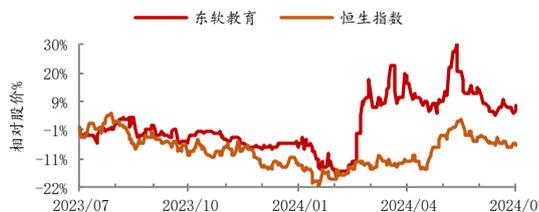
目前公司康养业务包括：（1）根据医院官网，大连睿康心血管病医院暨大连医科大学附属第二医院心血管病医院是东软健康医疗管理公司投资建设，委托大连医科大学附属第二医院管理的非营利性三级心血管病医院。医院坚持以泛血管疾病管理为特色，坚持全生命周期综合医疗服务，并协调规划与发展相关重点学科，目前医院开展了心脑血管病专科、医学减重中心、微创手术、介入手术、慢性疼痛治疗等相关疾病诊疗中心。

（2）大连睿康卓美口腔医院，是一家三级标准建设的大型口腔专科医院，面积达到 10000 平米，满规格运营为 150 张牙椅，50 张床位，医院由高水平专家团队管理，提供综合牙科、口腔种植、口腔正畸、儿童口腔及 VIP 治疗等服务，相较普通诊所更加细分和专业，并与多家医院及高校合作，集临床、教学、培训、科研为一体。（3）睿康颐养为日式管理的养老机构，优势在于和医院形成协同效应。

收购标的 22/23 年亏损 8400/7500 万元，我们分析，目前亏损主要由于成立时间尚短、产能利用率尚未达到盈亏平衡点；第三方估值报告预计 26 年有望扭亏、28 年贡献 1 亿净利。增收减亏方面，我们分析，未来有望通过：（1）未来床位使用率提升，目前医院设备先进、且和大医二院享有合作；（2）口腔医院成立 5 个中心，通过细分科室提高产能利用率；（3）康养业务一方面有望通过和医院协同的优势有望增加获客、提高利用率，另一方面有望通过不同护理级别提升增值服务。（4）增加区域市场推广度。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	3.07
股票代码：	9616
52 周最高价/最低价(港元)：	3.72/2.3
总市值(亿港元)	19.84
自由流通市值(亿港元)	19.84
自由流通股数(百万)	646.21



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

相关研究

- 【华西教育】东软教育 2023 年报业绩点评：分红率提升至 55%，收购拓展老年康养业务
2024.03.29
- 【华西教育】东软教育 2023 中报业绩点评：高基数上业绩再创新高，轻资产业务高增长
2023.08.31
- 【华西教育】东软教育深度报告：执 IT 高教牛耳，乘产教融合东风
2023.06.30

公司学历教育板块有望稳健增长，来自：（1）学额稳健增长，公司总体增长 3.5%：大连/成都/广东学院分别为 9241/6723/4206 人，同比增长 15%/3%/-15%，成都和广东主要由于容量受限，而大连学院则由于 21 年投入新校区具备了扩容条件。因此我们预计 24/25 学年在校生为 6.1 万人，同比增长 7%。（2）学费继续增长。24/25 学年成都/广东学院分别增长 6%/10%。

投资建议

正文我们分析，（1）学历教育业务：随着校园利用率进一步提升，在校生规模会进一步提升；根据我们推算，公司学费水平不断提高，平均学费每年增长 5%以上；且由于广东学院折旧年限较短、未来有望贡献更高的利润率；（2）继续教育业务：学历教育及 2C 业务有望迎来疫后复苏，2B 业务有望凭借公司的资质壁垒，保持快速增长；（3）教育资源输出业务 23 年主要由于客户验收拖累增速，预计未来仍有望保持 15-20%增速。（4）公司收购拓展老年康养业务，虽然短期影响利润、但中长期看好和教育业务的协同效应和培育第二增长曲线，维持 24-26 年营收预测 21.11/24.59/28.15 亿元；维持 24-26 归母净利预测 4.40/4.81/6.10 亿元；维持 24-26 年 EPS 预测 0.68/0.74/0.94 元，2024 年 7 月 5 日股价为 3.07 港元，对应 PE 为 4/4/3X（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

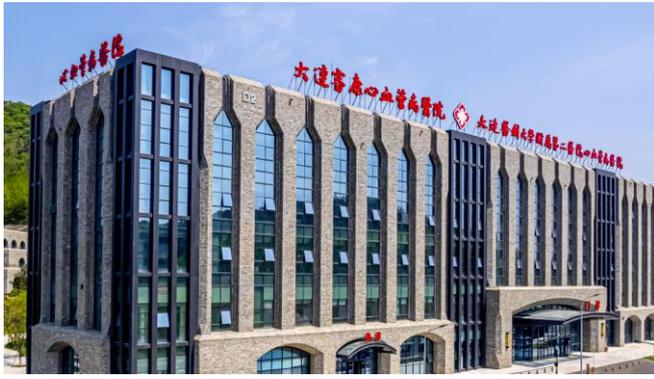
政策变化的潜在风险、渠道扩张及校区利用率不达预期、市场竞争激烈及新进入者威胁、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1548.38	1806.07	2111.30	2459.22	2815.22
YoY (%)	13.59%	16.64%	16.90%	16.48%	14.48%
归母净利润(百万元)	385.39	429.54	439.75	480.89	609.71
YoY (%)	35.60%	11.46%	2.38%	9.36%	26.79%
毛利率 (%)	43.06%	47.90%	42.90%	43.40%	43.90%
每股收益 (元)	0.60	0.66	0.68	0.74	0.94
ROE (%)	0.22	0.21	0.18	0.16	0.17
市盈率	6.02	4.02	4.20	3.84	3.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.93 元人民币）

图 1 大连睿康心血管病医院



资料来源：医院官网，华西证券研究所

图 2 大连睿康卓美口腔医院



资料来源：医院官网，华西证券研究所

图 3 大连睿康之家颐养院



资料来源：医院官网，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1806.07	2111.30	2459.22	2815.22	净利润	429.54	439.75	480.89	609.71
YoY (%)	10.01%	16.90%	16.48%	14.48%	折旧和摊销	188.24	214.58	208.85	203.41
营业成本	941.00	1205.59	1391.96	1579.39	营运资金变动	0.00	-858.73	1170.85	-777.45
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	-235.20	1830.21	-26.91
销售费用	52.96	126.80	135.40	155.00	资本开支	0.00	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	207.30	187.95	264.67	252.22	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	87.40	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	0.00	-64.76	-64.76	-31.26
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	33.50	债务募资	338.65	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量	0.00	-299.95	1765.45	-58.17
利润总额	577.78	597.35	653.23	828.22					
所得税	148.14	153.16	167.48	212.35	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	429.64	444.19	485.75	615.87	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	429.54	439.75	480.89	609.71	营业收入增长率	16.64%	16.90%	16.48%	14.48%
YoY (%)	11.46%	2.38%	9.36%	26.79%	净利润增长率	11.46%	2.38%	9.36%	26.79%
每股收益 (元)	0.66	0.68	0.74	0.94	盈利能力 (%)				
					毛利率	47.90%	42.90%	43.40%	43.90%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	23.78%	20.83%	19.55%	21.66%
货币资金	1708.43	1408.47	3173.92	3115.75	总资产收益率 ROA	6.42%	5.46%	5.78%	6.13%
预付款项					净资产收益率 ROE	20.88%	17.61%	16.15%	16.99%
存货	9.38	492.95	87.03	571.05	偿债能力 (%)				
其他流动资产	62.80	21.11	24.59	28.15	流动比率	0.84	1.05	1.25	1.36
流动资产合计	2065.49	3543.27	3913.79	5643.41	速动比率	0.81	0.90	1.21	1.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.70	0.42	1.01	0.75
固定资产	3357.44	3287.07	3220.22	3156.70	资产负债率	69.12%	68.83%	63.97%	63.67%
无形资产	884.23	840.01	798.01	758.11	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4625.74	4511.16	4402.30	4298.89	总资产周转率	0.28	0.29	0.30	0.31
资产合计	6691.23	8054.43	8316.09	9942.31	每股指标 (元)				
短期借款	651.04	651.04	651.04	651.04	每股收益	0.66	0.68	0.74	0.94
应付账款及票据	11.32	677.59	117.82	784.69	每股净资产	3.18	3.86	4.61	5.55
其他流动负债	1719.05	2009.56	2340.72	2679.57	每股经营现金流	0.00	-0.36	2.83	-0.04
流动负债合计	2446.63	3365.64	3141.55	4151.90	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2073.86	2073.86	2073.86	2073.86	估值分析				
其他长期负债	104.53	104.53	104.53	104.53	PE	3.74	4.20	3.84	3.03
非流动负债合计	2178.39	2178.39	2178.39	2178.39	PB	0.78	0.74	0.62	0.51
负债合计	4625.02	5544.03	5319.95	6330.29					
股本	0.11	0.11	0.11	0.11					
少数股东权益	8.60	13.04	17.90	24.06					
股东权益合计	2066.21	2510.40	2996.15	3612.02					
负债和股东权益合计	6691.23	8054.43	8316.09	9942.31					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。