2024 年 08 月 28 日

教育板块稳健增长，康养板块未来可期

东软教育(9616.HK)

评级：	买入	股票代码：	9616
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	3.69/2.58
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	15.64
最新收盘价(港元)：	2.42	自由流通市值(亿港元)	15.64
		自由流通股数(百万)	646.21

事件概述

2024H1 公司收入/净利润/经调整净利润分别为 9.68/2.77/2.77 亿元、同比增长 5.40%/1.20%/1.82%。净利增幅低于收入增幅主要由于管理费用率提升、其他收入减少（政府补助同比减少 49%）和金融资产减值损失增加，剔除政府补助影响后经调净利为 2.67 亿元，同比增长 5.58%。

2024 年 5 月 31 日，公司全资附属公司大连东软睿新科技发展有限公司从大连东软控股有限公司收购东软健康医疗管理有限公司 100%股权，共计现金 0.81 亿元。

分析判断：

学历教育稳健增长，主要来自人数增长、单价持平。学历教育稳健增长主要由于三所大学在校学生人数的增长，24H1 总在校人数/人均收费同比+7.5%/-0.27%至 5.7 万人/1.4 万元/人。分业务来看，24H1 全日制学历高等教育服务/教育资源暑促/继续教育服务/医养业务收入分别为 8.03/1.02/0.57/0.07 亿元，同比增长 7.21%/-0.94%/-12.49%/NA。1）分院校：24H1 大连/成都/广东学员在校人数分别为 2.12/2.19/1.36 万人，同比增长 14.1%/6.0%/0.6%；2）分学历：本科/专科/专升本在校生人数分别为 4.24/0.30/1.14 万人，同比增长 6.57%/-18.56%/21.60%。

继续教育业务下滑主要由于学员人数减少。24H1 继续教育业务收入为 0.57 亿元，同比下降 12.49%，主要由于学历继续教育收入的下降。2B 端，报告期内公司为全国 12 个省级区域的 33 家机构实施 2B 培训项目 42 个，覆盖学员近 3,000 人；2C 端，东软教育在线及东软 IT 云学堂注册用户已达到约 230 万人，报告期内 2C 培训人数约 1.2 万人；学历继续教育，三所大学学历继续教育在校生人数合计 4,400 余人，同比下降约 16.7%。

教育资源输出业务基本持平。24H1 教育资源输出业务收入为 1.02 亿元，同比微降 0.94%，主要由于专业共建业务收入的下降。报告期间，公司优化专业共建合作结构，深化大规模高收益的专业共建合作，并与 54 所院校展开了产业学院和专业共建合作，合作项目总数 224 个，覆盖学生约 2 万人；新发布元宇宙创作分享平台 Open NEU 和全维创新素质发展平台等并整合考试系统等多个系统功能，迭代升级一体化东软智慧教育平台；新发布鸿蒙 Open Harmony 信创实训室、智能网联汽车实训室等多个实训室，形成了覆盖东软教育五大优势专业集群的智慧实训室产品。

医养业务起步。24H1 医养业务并表 1 个月，贡献收入 0.07 亿元、净亏损 0.06 亿元。医养板块包含心血管病医院（22 年开诊）、口腔医院（23 年开诊）和睿康之家颐养院（24 年开始运营），其中，报告期间心血管病医院门急诊接待量达近 2 万人次，住院量近 3000 人次；口腔医院门诊接待量超过 1 万人次；睿康之家颐养院开业半年入住率达 34%。

东软凤凰学院正式启航。24 年 1 月，国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出发展银发经济，要培育高精尖产品和高品质服务模式，让老年人共享发展成果、安享幸福晚年。根据国家统计局数据，截至 2023 年末，我国 60 周岁及以上人口超过 2.96 亿，根据中国老龄科学研究中心发布的《中国老龄产业发展报告(2021-2022)》指出，2050 年中国老年人口消费潜力或将达到 40 多万亿元，占 GDP 的比重攀升至 12%以上，有望形成经济发展新的增长点。公司积极布局老年教育，即“东软凤凰学院”，通过开设“AI 与艺术创作”、“健康与康复”、“心灵康旅”三大板块的特色课程，精心构建东软老年教育的特色内容，帮助老人在数字化时代里重构人生、提升自信、广交朋友、收获健康。同时开发东软凤凰学院在线为老年学员量

身构建集便捷化、智能化、移动化于一体的数字化学习平台与工具，根据公司官网，截至目前，围绕“数字素养、雅致生活、身心健康、家庭教育”4 个维度，共计已研发 18 门、309 节线上课程，总时长 5330 分钟。

图 1　东软教育健康医疗科技园区

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2　东软凤凰学院

资料来源：公司官网，华西证券研究所

毛利率上升但经调净利率下降受累于并购医养导致的管理费用率提升、金融资产减值损失增加和其他收入减少。24H1 公司毛利率为 52.75%，同比提升 2.74PCT，我们分析主要来自已售商品成本及员工薪酬下降；经调净利率为 28.59%，同比下降 1.01PCT，毛利率上升但经调净利率下降受累于管理费用率的提升、金融资产减值损失增加和其他收入减少。24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.21%/9.53%/2.13%/4.42%，同比增加-0.04/1.36/-0.07/0.10PCT，管理费用率提高主要由于康养业务筹备期开办费用增加、并购东软健康医疗及其他业务的中介费用增加和收购东软健康医疗集团带来的管理费用增加。金融资产减值损失占比为 1.49%，同比增加 1.18PCT，主要由于贸易应收款项账龄的增长；其他收入占比为 5.73%，同比下降 1.71PCT，主要是政府补助减少；所得税开支占比为 8.55%，同比下降 0.43PCT。

投资建议

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；大连学院目前仍有双位数增长、预计未来加大宿舍建设，预计明年 CAPEX 加大；（2）继续教育业务：2B 业务有望凭借公司的资质壁垒，下半年有望迎来增长，但 2C 业务可能存在一定压力；（3）教育资源输出业务短期主要受到地方政府财政压力影响，预计长期趋势仍向好。（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 8 月 27 日股价为 2.42 港元，对应 PE 为 3/3/2X（1 港元=0.92 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	5.54	3.70	3.27	2.99	2.36

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.92 元人民币

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1806.07	2111.30	2459.22	2815.22
YoY(%)	10.01%	16.90%	16.48%	14.48%
营业成本	941.00	1205.59	1391.96	1579.39
营业税金及附加				
销售费用	52.96	126.80	135.40	155.00
管理费用	207.30	187.95	264.67	252.22
财务费用	87.40	0.00	0.00	0.00
资产减值损失				
投资收益	0.00	0.00	0.00	33.50
营业利润				
营业外收支				
利润总额	577.78	597.35	653.23	828.22
所得税	148.14	153.16	167.48	212.35
净利润	429.64	444.19	485.75	615.87
归属于母公司净利润	429.54	439.75	480.89	609.71
YoY(%)	11.46%	2.38%	9.36%	26.79%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.74	0.94

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1708.43	1408.47	3173.92	3115.75
预付款项				
存货	9.38	492.95	87.03	571.05
其他流动资产	62.80	21.11	24.59	28.15
流动资产合计	2065.49	3543.27	3913.79	5643.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3357.44	3287.07	3220.22	3156.70
无形资产	884.23	840.01	798.01	758.11
非流动资产合计	4625.74	4511.16	4402.30	4298.89
资产合计	6691.23	8054.43	8316.09	9942.31
短期借款	651.04	651.04	651.04	651.04
应付账款及票据	11.32	677.59	117.82	784.69
其他流动负债	1719.05	2009.56	2340.72	2679.57
流动负债合计	2446.63	3365.64	3141.55	4151.90
长期借款	2073.86	2073.86	2073.86	2073.86
其他长期负债	104.53	104.53	104.53	104.53
非流动负债合计	2178.39	2178.39	2178.39	2178.39
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

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	429.54	439.75	480.89	609.71
折旧和摊销	188.24	214.58	208.85	203.41
营运资金变动	0.00	-858.73	1170.85	-777.45
经营活动现金流	0.00	-235.20	1830.21	-26.91
资本开支	0.00	-100.00	-100.00	-100.00
投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	0.00	-64.76	-64.76	-31.26
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	338.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	0.00	-299.95	1765.45	-58.17

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力（%）				
营业收入增长率	16.64%	16.90%	16.48%	14.48%
净利润增长率	11.46%	2.38%	9.36%	26.79%
盈利能力（%）				
毛利率	47.90%	42.90%	43.40%	43.90%
净利润率	23.78%	20.83%	19.55%	21.66%
总资产收益率 ROA	6.42%	5.46%	5.78%	6.13%
净资产收益率 ROE	20.88%	17.61%	16.15%	16.99%
偿债能力（%）				
流动比率	0.84	1.05	1.25	1.36
速动比率	0.81	0.90	1.21	1.21
现金比率	0.70	0.42	1.01	0.75
资产负债率	69.12%	68.83%	63.97%	63.67%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.28	0.29	0.30	0.31
每股指标（元）				
每股收益	0.66	0.68	0.74	0.94
每股净资产	3.18	3.86	4.61	5.55
每股经营现金流	0.00	-0.36	2.83	-0.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	3.70	3.27	2.99	2.36
PB	0.77	0.58	0.48	0.40

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。