

2025年03月28日

中国东方教育 (00667)

——严控费用出业绩，研发新课程拓市场

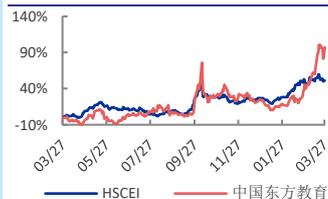
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025年03月27日

收盘价 (港币)	4.34
恒生中国企业指数	8677.68
52周最高/最低 (港币)	4.59/2.01
H股市值 (亿港元)	94.57
流通H股 (百万股)	2,178.99
汇率 (人民币/港币)	1.0835

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

联系人

黄哲
(8621)23297818×
huangzhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国东方教育公布 2024 年年报业绩，收入为人民币 41.2 亿元，同比上升 3.5%，经调整净利润为人民币 5.25 亿元，同比上涨 86.6%。公司利润超我们预期，主要源于公司推进成本、费用管控，实现利润的快速增长。公司宣布年末每股股息 0.22 港元，对应派息比例 85%，股息收益率约为 5%。同时公司承诺未来 3 年每年股息分配比例不低于股东应占净利润的 60%。

成本费用控制得力，开启利润释放模式。24 年中国东方教育推进精细化管理，关停亏损院校 12 所，并推进院校间招生协同。此举提升校区利用率，进而带来规模效应。校区利用率从 2023 年的 72.2% 提升至 24 年 73.1%。毛利润因此同比增长 10.8% 至 21.1 亿元。毛利率同比扩张 3.4 个百分点至 51.4%。精细化管理的另一重点是推进营销费用的精准投放。公司采用信息系统比较不同院校间的投放效率，做到营销费用的精准调控。同时公司聚焦优势培训专业做营销投放，因此获客效率明显提升。24 年公司营销费用 9.7 亿元，同比下降 6.1%。销售费用率 23.7%，同比下降 2.4 个百分点。得益于规模效应提升和营销费用的精准管控，公司全年利润为 5.1 亿元，同比增长 88%。净利润率为 12.5%，同比扩张 5.6 个百分点。

针对培训人群结构变化，推出中短学制课程，开拓新市场。24 年公司平均培训人数 14.6 万人，同比下降 0.4%。2H24 平均培训人次为 14.8 万人，同比提 1%，扭转了上半年的跌势。公司抓住高中毕业生逐年增加的趋势，针对大学落榜高中及职高学生推出 1-1.5 年的中短期课程，取得了培训人次增长。2H24 该学制平均培训人数同比增长 66.2%，增速较上半年提高 24.1 个百分点。培训人次占平均培训人次的比例为 9.6%，较上半年提升 3 个百分点。中短期课程培训人次的高增带动长学制（1-3 年及以上）的平均培训人次于 2H24 增长 0.2%，扭转了上半年下降的态势。我们认为随着公司推进中短学制课程，培训人次有望实现增长。同时公司在美业培训领域的开拓持续推进，在 24 年新增 3 所学校的基础上于 25 年新开 3-5 所学校，成为集团当年唯一扩张学校数量的业务。美业 24 年平均培训人次 0.3 万人次，同比增长 70.9%。受益于美容美发等需求的回暖，我们预计美业培训将成为推动公司培训人次增长另一动力。

区域中心投产补足公司办学层次短板，开拓更高层次技能人才培训体系。公司 7 大区域中心已建成 5 处。南京区域中心已开工，南昌区域中心即将拿地。由于区域中心建设标准高，将帮助公司申请高级技工学校甚至技师学院资质。而此类院校可培养高级技工及预备技师。这类人才在人社部《人力资源社会保障部关于印发技工教育“十四五”规划的通知》中可等同于大学专科及大学本科毕业学历。因此通过区域中心的投建，中国东方教育的办学资质的提升将利于公司培训人数的增长。

维持买入评级。我们预计公司将持续推进细化运营，并通过美业培训和中短学制专业带动培训人次增长。鉴于公司成本控制好于我们预期，我们上调公司 25/26 年的经调整净利润预测至人民币 6.17、7.32 亿元（原预测为 5.85/6.94 亿元）。新增 27 年经调整净利润 8.6 亿元。25-27 年盈利对应 PE 分别为 13.9、11.7 和 10 倍。我们上调目标价至 5.78 港元（原目标价为 4.45 港元），维持买入评级。

核心假设风险：东方教育招生不及预期；学历牌照申请不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,979	4,116	4,396	4,737	5,172
同比增长率 (%)	4.18	3.46	6.80	7.76	9.18
经调整归母净利润 (百万元)	273	525	617	732	860
同比增长率 (%)	-26	86.59	17.60	18.61	17.52
每股收益 (元/股)	0.13	0.24	0.28	0.34	0.39
净资产收益率 (%)	4.86	9.13	9.70	10.31	10.81
市盈率	31.4	16.4	13.9	11.7	10.0
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并损益表

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,979	4,116	4,396	4,737	5,172
成本	-2,070	-2,002	-1,986	-2,108	-2,252
毛利润	1,908	2,115	2,411	2,629	2,920
销售费用	-1,037	-974	-1,001	-1,061	-1,129
行政费用	-529	-508	-528	-550	-572
研发费用	-17	-12	-31	-33	-36
Ebitda	1,135	1,542	1,766	1,941	2,122
Ebit	507	772	946	1,113	1,296
税前利润	368	654	796	955	1,130
所得税	-95	-142	-199	-239	-283
经调整净利润	281	525	617	732	860

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,908	3,969	5,513	6,911	8,458
银行结余及现金	1,515	1,467	2,450	3,444	4,520
贸易及其他应收款	324	348	363	395	429
按公允价值计入损益的金融资产	364	500	500	500	500
可收回的所得税	6	3	3	3	3
定期存款	1,551	1,537	1,537	1,537	1,537
其他	1,663	1,581	3,109	4,476	5,989
非流动资产	5,383	5,515	5,039	4,621	4,205
物业及设备	3,080	3,309	3,044	2,754	2,450
使用权资产	2,226	2,149	1,909	1,781	1,669
其他	77	58	86	86	86
流动负债	2,333	2,595	2,523	2,690	2,882
租赁负债	265	336	469	490	514
合约负债	1,324	1,457	1,258	1,329	1,423
其他	744	802	797	871	945
非流动负债	1,350	1,140	1,662	1,743	1,822
租赁负债	1,308	1,086	1,635	1,716	1,795
其他	42	54	27	27	27
总权益	5,608	5,749	6,367	7,099	7,959
股本	0	0	0	0	0
储备	5,607	5,749	6,367	7,099	7,959

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经调整净利润	281	525	617	732	860
折旧&摊销	628	770	820	828	840
净营运资本变动	126	172	-230	108	126
其他	126	31	-56	0	0
经营性现金流	1,161	1,498	1,151	1,668	1,827
资本开支	-914	-840	-396	-410	-424
其他	478	-121	0	0	0
投资性现金流	-436	-961	-396	-410	-424
租赁负债变动	103	103	103	103	103
其他	-366	-383	-309	-366	-430
融资性现金流	-263	-280	-206	-263	-328
净现金流	462	256	549	995	1,075

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。