

中国东方教育 (00667. HK)

提效控费成效显著，高中生源提供增长新引擎

优于大市

核心观点

2024 年公司经调净利润同比增长 87%，提效控费成效显著。2024 年公司实现收入 41.2 亿元/+3.5%；实现净利润 5.1 亿元/+88.0%；经调净利润 5.3 亿元/+86.6%，显著优于彭博一致预期 4.2 亿元。**2024H2**，公司实现收入 21.3 亿元/+5.3%，系校区关停并转接近尾声，招生边际向好；实现净利润 2.41 亿元/+250.5%，经调净利润 2.47 亿元/+135.2%。

招生人数环比趋势向好，主要面向高中生源的 1-2 年期课程培训人次迅速增长。2024 年，公司平均培训 14.6 万人次/-0.4%，环比上半年降幅收窄 0.7pct，招生边际向好。**按专业看**，烹饪技术及信息互联网技术降幅环比显著收窄，西点西餐增长边际提速。**按训期看**，平均培训人次中短训/1-2 年/2-3 年/3 年分别同比+5%/+56%/-27%/+1%。**1-2 年期培训人次迅速增长，考虑一方面系高考竞争激烈，部分高中生以就业为导向转向短期高效的 1-2 年职业培训，另一方面系三校生面对就业压力，寻求进一步提升自身职业技能。综合来看 1-2 年期培训人次的增长有助于降低此前中职学生增长放缓的影响。**

校区调整预计接近尾声，期间公司一所高级技工学校升格为技师学院，办学层次进一步丰富。2024 年末公司旗下学校 233 家/-12 家，其中下半年度环比净关停一家，预计校区调整已接近尾声。报告期内公司全资拥有的安徽万通高级技工学校获升格技师学院公司，办学层次获进一步丰富。

课程结构优化及校区调整取得成效，盈利能力显著改善。2024 年公司毛利率为 51.4%/+3.4pct，受益于课程结构优化及校区关停并转。2024 年公司销售、管理费率分别为 23.7%/12.3%，分别同比-2.4pct/-1.0pct，费用预算控制成效显著，其中销售费用率显著下滑受益于大数据技术助力网络营销精准投放。2024 年公司经调净利率为 12.8%/+5.7pct。此外，**公司宣布派发 2024 年末股息 4.79 亿港元（按 0.92294 汇率换算约为 4.42 亿人民币），分红率达 86%，对应 2025 年 4 月 1 日收盘价股息率约为 4.46%。**

风险提示：学生就读中职意愿下滑；市场竞争加剧；就业质量不及预期。

投资建议：公司发力面向高中生源的 1-2 年期培训课程，以及内部打通纵向升学，提高对中职学生吸引力，缓释中职学生人数增长压力。叠加疫情对公司 3 年制学生人数影响逐步淡化，预计 2025 年总培训人次将重回上升通道。考虑到收入结构优化及校区调整成效逐步释放，同时公司加强预算管理，预计盈利能力将持续修复。基于此，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.3/7.3/8.5 亿元，同比+22.3%/17.7%/16.3%，对应 CAGR 为 16.7%，对应 PE 为 16/13/12x。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,979	4,116	4,413	4,779	5,218
(+/-%)	4.2%	3.5%	7.2%	8.3%	9.2%
归母净利润(百万元)	273	513	627	730	850
(+/-%)	-25.6%	88.0%	22.3%	16.5%	16.5%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.29	0.33	0.39
EBIT Margin	0.4%	8.1%	12.7%	16.0%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	8.9%	10.7%	12.3%	14.0%
市盈率 (PE)	36	19	16	13	12
EV/EBITDA	21	15	13	11	10
市净率 (PB)	2	2	2	2	2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 海外公司财报点评

社会服务 · 教育

证券分析师：曾光
0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张鲁
010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

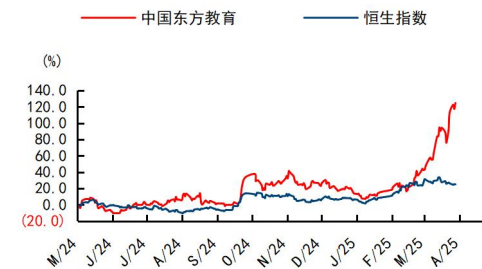
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.09 港元
总市值/流通市值	11091/11091 百万港元
52 周最高价/最低价	5.25/1.97 港元
近 3 个月日均成交额	32.46 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

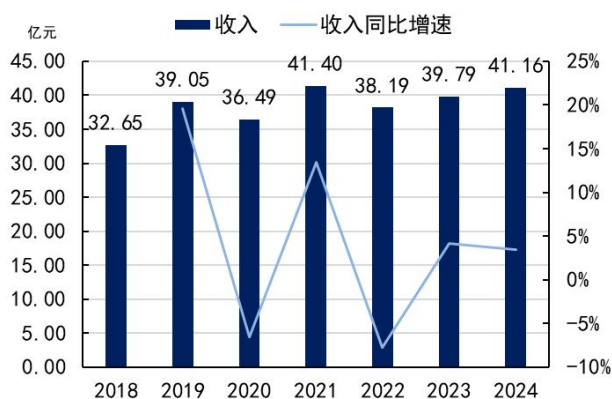
相关研究报告

《中国东方教育 (00667. HK) - 长训业务疫后恢复尚需时间，新生报名显示积极信号》——2023-08-22

2024 年公司经调净利润同比增长 87%。2024 年公司实现收入 41.16 亿元/+3.5%，优于彭博一致预期 40.62 亿元；实现净利润 5.13 亿元/+88.0%；经调净利润 5.25 亿元/+86.6%，显著优于彭博一致预期 4.18 亿元。**单看 2024 年下半年度**，公司实现收入 21.33 亿元/+5.3%，系校区关停并转接近尾声，招生边际向好；实现净利润 2.41 亿元/+250.5%，经调净利润 2.47 亿元/+135.2%，下半年度盈利持续改善。

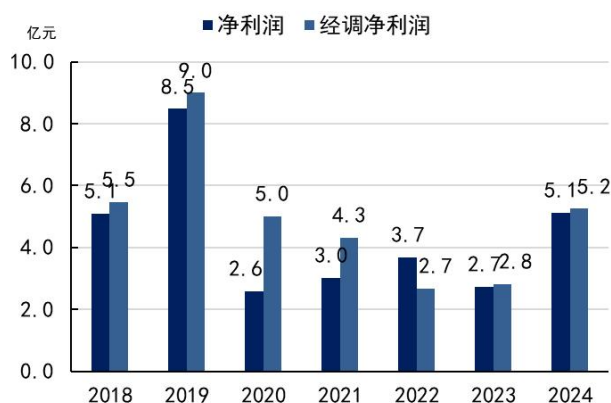
分专业看，2024 年烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业/其他杂项业务分别实现收入 19.2/3.4/7.6/9.1/ 1.1/0.7 亿元，同比分别 +0.2%/+3.6%/-1.8%/+7.7%/ +124.9%/+17.7%。

图1：公司 2018-2024 年间收入表现



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

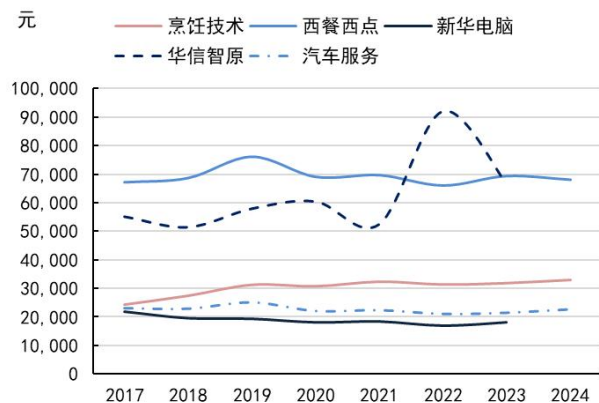
图2：公司 2018-2024 年间收入表现



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

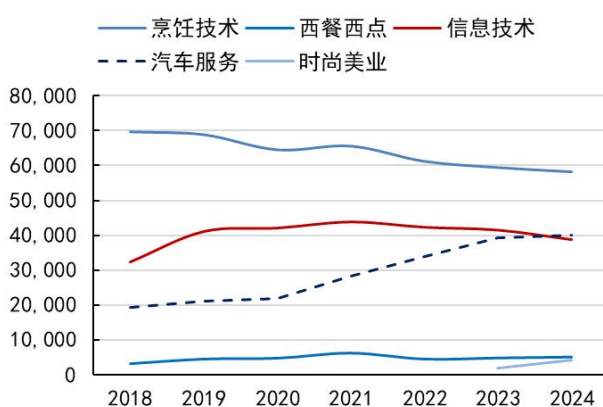
2024 年招生总体仍较弱，但下半年度人数降幅明确有所收窄，1-2 年培训期平均培训人次同比增长 56%。从新培训人次看，公司 2024 年新训 14.3 万人次/-6.2%，其中上半年度新训 7.8 万人次/-7.7%，下半年度新训 6.5 万人次/-4.2%；**从剔除训期长短影响的平均培训人次看**，公司 2024 年平均培训 14.6 万人次/-0.4%，环比上半年度降幅收窄 0.7pct，招生边际向好。

图3：公司 2017-2024 年间平均学费



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图4：公司 2018-2024 年平均培训人数



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

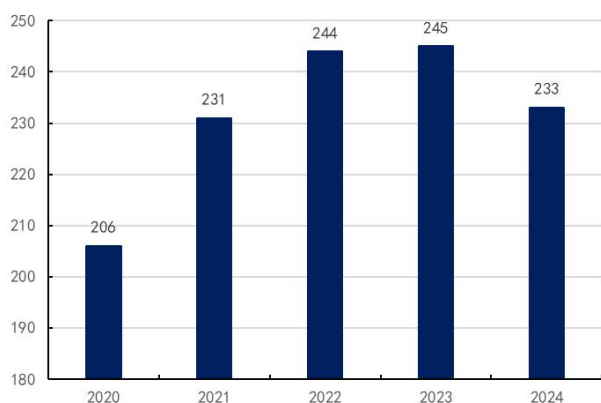
1) 分专业看，下半年度烹饪技术平均培训人次降幅环比显著收窄。烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业 2024 年平均培训 5.8/0.5/3.9/4.0/0.4 万人次，分别同比 -2%/+6%/-7%/+2%/+122%，烹饪技术及信

息互联网技术降幅环比显著收窄，西点西餐增长边际提速（上半年度分别下滑-5%/+1%/-12%/+3%/+144%）。

2) 分训期长短看，1-2 年培训期平均培训人次同比+56%。2024 年新培训人次中短训/1-2 年/2-3 年/3 年分别同比-7%/70%/-16%/-16%。平均培训人次中短训/1-2 年/2-3 年/3 年分别同比+5%/+56%/-27%/+1%。1-2 年期培训人次迅速增长，考虑一方面系高考竞争激烈，部分高中生以就业为导向转向短期高效的 1-2 年职业培训，另一方面系三校生面对就业压力，寻求进一步提升自身职业技能。总体有望缓释中职学生人数增长压力对总培训人数的影响。

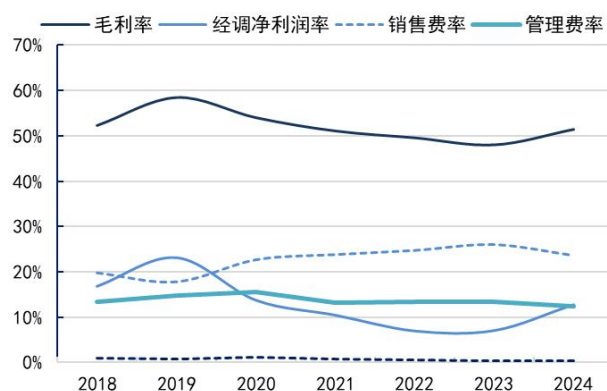
受益于课程结构优化，客户年平均学费提升。2024 年公司客户平均学费为 2.76 万元，同比+3.6%。其中，烹饪技术/西点西餐/信息及互联网技术/汽车服务/时尚美业的客户年平均学费分别为 3.30/6.81/1.96/2.28/2.43 万元，分别同比+2.4%/-2.0%/+5.1%/+5.6%/+1.5%。平均学费上行主要受益于客单价相对较高的烹饪技术及西餐西点及 1-2 年训期课程占比提升。

图5: 公司 2018-2024 年间校区数量



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 2018-2024 年间收入利润情况



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

校区调整预计接近尾声，期间公司一所高级技工学校升格为技师学院，办学层次进一步丰富。2024 年末公司旗下学校 233 家/-12 家，其中下半年度环比净关停一家，预计校区调整已接近尾声。报告期内公司全资拥有的安徽万通高级技工学校获升格技师学院公司，办学层次获进一步丰富。

控费提效成效显著，盈利能力改善。2024 年公司毛利率为 51.4%/+3.4pct，主要受益于课程结构优化及对部分效率较低的校区进行关停并转、同时打造效益建设效益更高的区域中心。公司期间费用率为 36.3%/-3.5pct，其中研发费率、销售费率、管理费费率分别为 0.3%/23.7%/12.3%，分别同比持平/-2.4pct/-1.0pct，内部费用预算控制成效显著，其中销售费用率显著下滑受益于大数据技术助力网络营销精准投放。

此外，公司宣布派发 2024 年末期股息 4.79 亿港元（按 0.92294 汇率换算约为 4.42 亿人民币），分红率达 86%，对应 2025 年 4 月 1 日收盘价股息率约为 4.46%。

基于以上分析，我们预计公司 2025-2027 年间收入端将分别以 7.2%/8.3%/9.2% 的增速增长，同时受益于课程结构优化及提效控费，公司盈利能力也将持续修复。假设如下：1) **培训人次端**：2025 年公司存量校区关停并转基本完成，校区减少对学生人数的影响显著减少。同时考虑到高中生源增长有助于降低此前中职学生增长放缓的影响，以及公司区域中心建设成效逐步释放，我们预计学生人数将新进入上升通道；2) **学费端**：高中生源偏好于以就业为导向转向短期高效的 1-2 年职业培训，而该类课程定价更高，综合来看课程结构的优化以及学费的自然提价，有望引领公司总体层面平均学费以 2-3% 的增速增长；3) **毛利率**：公司已于 2024 年对较为低效的校区进行调整，后续随着收入增长及结构的优化，毛利率有望逐步修复至疫情前 2019 年水平（2019 年上半年度公司毛利率为 60.8%）；4) **费用端**：公司严格执行销售费用及管理费用的预算管理，预计随收入增长有望逐渐摊薄进而实现费用率的下滑。具体假设见下表。

表1：公司 2025-2027 年盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
业务收入	3,978,654	4,116,185	4,412,555	4,778,802	5,218,443
同比	4.18%	3.46%	7.20%	8.30%	9.20%
平均培训人次	146,839	146,294	151,979	160,548	171,598
同比	2.85%	-0.37%	3.89%	5.64%	6.88%
平均学费	26.67	27.63	28.57	29.32	30.00
同比	1.29%	3.61%	3.41%	2.61%	2.31%
分部收入					
烹饪技术	1,914,319	1,918,134	1,990,414	2,091,147	2,237,883
西餐西点	330,809	342,865	357,608	368,336	379,387
信息技术	777,070	762,744	792,117	823,802	873,889
汽车服务	846,530	912,103	976,425	1,035,792	1,088,203
时尚美业	46,881	105,439	225,850	387,785	567,911
其他杂项收入	63,045	74,200	70,140	71,940	71,170
毛利率	47.96%	51.37%	53.8%	55.2%	55.8%
销售费率	26.06%	23.66%	23.11%	21.89%	20.92%
管理费	13.74%	12.64%	12.02%	12.00%	11.83%
归母净利润	272.62	512.60	626.78	729.91	850.43
归母净利率	6.9%	12.5%	14.2%	15.3%	16.3%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

风险提示：学生就读中职意愿下滑；市场竞争加剧；就业质量不及预期。

投资建议：公司发力面向高中生源的 1-2 年期培训课程，以及内部打通纵向升学，提高对中职学生吸引力，缓释中职学生人数增长压力。叠加疫情对公司 3 年制学生人数影响逐步淡化，预计 2025 年总培训人次将重回上升通道。考虑到收入结构优化及校区调整成效逐步释放，同时公司加强预算管理，预计盈利能力将持续修复。基于此，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.3/7.3/8.5 亿元，同比 +22.3%/17.7%/16.3%，对应 CAGR 为 16.7%，对应 PE 为 16/13/12x。维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1515	1467	2826	3152	3323	营业收入	3979	4116	4413	4779	5218
应收款项	329	351	376	403	443	营业成本	2070	2002	2039	2141	2307
存货净额	68	64	14	9	5	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	1037	974	1015	1051	1096
流动资产合计	3908	3969	5302	5651	5858	管理费用	856	807	798	821	854
固定资产	3080	3309	3831	3959	3868	财务费用	(139)	(118)	(57)	6	(2)
无形资产及其他	1541	2149	1980	1823	1676	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	762	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	0	32	32	32	32
长期股权投资	0	0	0	50	100	其他收入	160	170	150	140	90
资产总计	9291	9484	11170	11541	11560	营业利润	315	654	800	932	1086
短期借款及交易性金融负债	0	0	1186	1297	946	营业外净收支	53	0	0	0	0
应付款项	193	219	206	213	238	利润总额	368	654	800	932	1086
其他流动负债	2140	2375	2415	2532	2718	所得税费用	95	142	173	202	235
流动负债合计	2333	2595	3807	4042	3903	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	513	627	730	850
其他长期负债	1350	1140	1520	1546	1576						
长期负债合计	1350	1140	1520	1546	1576	现金流量表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3684	3735	5327	5588	5479	净利润	273	513	627	730	850
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	5608	5749	5843	5953	6081	折旧摊销	658	636	653	658	655
负债和股东权益总计	9291	9484	11170	11541	11560	公允价值变动损失	0	(32)	(32)	(32)	(32)
						财务费用	(139)	(118)	(57)	6	(2)
关键财务与估值指标	2021	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(92)	737	432	128	205
每股收益	0.13	0.24	0.29	0.33	0.39	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.24	0.28	0.33	经营活动现金流	839	1853	1680	1484	1679
每股净资产	2.57	2.64	2.68	2.73	2.79	资本开支	0	(710)	(800)	(720)	(648)
ROIC	5%	9%	13%	16%	19%	其它投资现金流	478	(91)	0	0	0
ROE	5%	9%	11%	12%	14%	投资活动现金流	478	(801)	(800)	(770)	(698)
毛利率	48%	51%	54%	55%	56%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	0%	8%	13%	16%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	24%	28%	30%	31%	支付股利、利息	0	0	(533)	(620)	(723)
收入增长	4%	3%	7%	8%	9%	其它融资现金流	(1238)	(1101)	1186	110	(350)
净利润增长率	-26%	88%	22%	16%	17%	融资活动现金流	(1238)	(1101)	654	(510)	(1073)
资产负债率	40%	39%	48%	48%	47%	现金净变动	80	(48)	1533	204	(92)
息率	0.0%	0.0%	5.1%	5.9%	6.9%	货币资金的期初余额	1435	1515	1467	2826	3152
P/E	36.0	19.1	15.6	13.4	11.5	货币资金的期末余额	1515	1467	3000	3030	3060
P/B	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	企业自由现金流	0	925	706	641	934
EV/EBITDA	21	15	13	11	10	权益自由现金流	0	(84)	1935	747	585

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032