

中国东方教育 (00667.HK)

模式升级固本培元，职教龙头弄潮服务消费新风口

优于大市

核心观点

深耕职教近四十年，多品牌构筑技能培训版图。中国东方教育是国内领先的职业技能教育集团，旗下布局新东方烹饪、新华电脑、万通汽修等知名品牌。2019年在港股上市。公司覆盖烹饪技术、西点西餐、信息及互联网技术、汽车服务四大成熟专业，并积极布局美业、宠物、康养等新兴专业。

技能培训行业：职教万亿扩容，中职调整寻机。我国职业教育行业处于万亿扩容黄金期，受政策持续加码与产业需求拉动双轮驱动，2025-2029年预计维持17%复合增速，2029年市场规模有望突破2万亿元。此前中职赛道经历数年调整，2010-2024年在高中招生占比从51%下滑至34%，但考虑中级技能人才产业刚需、部分普高适配度较低学生回流，后续普高比有望寻找新平衡。

成熟专业：疫后盈利能力率先修复，收入后提速打开利润增长空间。2024年以来公司积极调整，关停并转低效校区、推进五省职教产业园建设、升级课程结构，带动2025H1公司经调净利率19.0%/+5.0pct；预计伴随更多职教园区投入使用以及15个月课程占比走高，利润率有望接近2016年高值24%。此外受益于成熟专业招生复苏，2025H1集团新培训人数同增7%；部分学生回流职教趋势下，我们分析2026-27年新招生人数仍有望维持在7-8%增速。

新兴专业：梯队培育美育、宠物、康养等服务消费潜力专业。美业方面，艾媒咨询数据显示25年我国生活美容市场预计已达3800亿元规模，且美业赛道与餐饮类似，基层岗位呈现“年轻、重实操、强技术”特征，同时伴随下游业态连锁化提速（例如连锁理发店优剪2024年已突破1590家门店），有望复制烹饪成功经验。公司美业品牌25H1平均培训人次达0.6万，超2024全年。预计在持续扩校和扩招背景下，27年美业收入有望提升至7亿体量。此外，宠物与康养专业下游业态均为高景气度、具备长期发展潜力，目前宠物专业已试点招生。以上悦己、银发经济相关专业有望成为增长新动能。

投资建议：公司成熟专业招生及盈利能力持续修复确定性较强，同时新兴专业稳步布局，有望复制成功经验，打造增长新动能。我们预计公司2025-27年实现归母净利7.9/11.0/13.8亿元（前置为8.6/10.9/13.4亿元，此轮调整主要基于2026年春节较晚导致2026年春招布局提前至2025年）对应增速为53%/39%/26%。综合考虑公司业绩增速确定性、高分红率，给予公司估值较港股教育板块一定溢价，2026年13-15x PE，对应合理估值为6.89-7.95港元/股（取人民币兑港币汇率0.932），对应2026/2/6收盘价上行空间为25.7%-45.1%，维持“优于大市”评级。

风险提示：股东减持；政策风险；招生不及预期；教师流失等。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,979 | 4,116 | 4,524 | 5,112 | 5,827 |
| (+/-%) | 4.2% | 3.5% | 9.9% | 13.0% | 14.0% |
| 归母净利润(百万元) | 273 | 513 | 786 | 1096 | 1375 |
| (+/-%) | -25.6% | 88.0% | 53.3% | 39.4% | 25.5% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.23 | 0.35 | 0.49 | 0.62 |
| EBIT Margin | 8.2% | 15.1% | 17.5% | 24.6% | 27.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 4.9% | 8.9% | 13.4% | 18.2% | 22.0% |
| 市盈率(PE) | 42 | 22 | 14 | 10 | 8 |
| EV/EBITDA | 24 | 16 | 12 | 9 | 8 |
| 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·海外公司深度报告

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

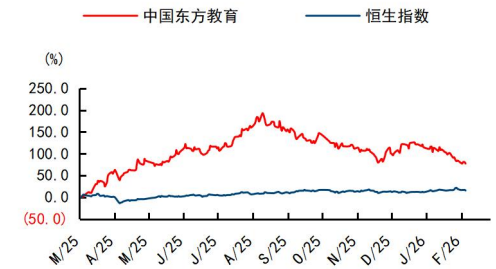
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|------------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 6.89 - 7.95 港元 |
| 收盘价 | 5.48 港元 |
| 总市值/流通市值 | 12152/12152 百万港元 |
| 52周最高价/最低价 | 9.15/2.52 港元 |
| 近3个月日均成交额 | 40.12 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)-收入增速拐点如期而至，提效控费利润快速释放》——2025-08-28
《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》——2025-04-03

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 公司概况：深耕职教近四十年，多品牌构筑技能培训版图 | 5 |
| 发展历程：三大阶段迭代，实现从沉淀到引领的跨越 | 5 |
| 股权结构：核心持股主体以创始人及核心管理团队为主 | 7 |
| 管理层分析：管理团队分工明确 | 8 |
| 业务概览：长训为主、短训为辅，新东方烹饪为业绩基石 | 8 |
| 技能培训行业：职教万亿扩容，中职调整寻机 | 10 |
| 职教赛道：政策驱动与产业需求双轮驱动，万亿赛道快速扩容 | 10 |
| 中职教育：面向困境与机遇，深度调整、再寻平衡 | 13 |
| 竞争格局：万亿赛道高度分散，细分专业龙头各立山头 | 16 |
| 成熟专业：疫后盈利能力率先修复，三年制招生修复打开利润增长空间 | 17 |
| 公司经营回顾：区域中心提效+扩充生源，疫后经营迎来拐点 | 17 |
| 2024 年盈利能力率先修复：“关停并转”、区域中心发力及课程结构升级 | 17 |
| 2025H1 收入加速修复：关校影响逐渐出清，三年制招生复苏 | 21 |
| 新兴专业：美业赛道加速扩张，梯队培育宠物、康养等潜力专业 | 22 |
| 新东方烹饪的成功经验：打造就业核心壁垒 | 22 |
| 美业：下游业态与连锁餐饮相似，悦己经济注入成长新动能 | 26 |
| 康养及宠物：服务消费重点培育赛道，具备长期发展潜力 | 28 |
| 财务分析 | 30 |
| 盈利预测 | 32 |
| 假设前提 | 32 |
| 盈利预测情景分析 | 33 |
| 估值与投资建议 | 34 |
| 投资建议 | 35 |
| 风险提示 | 36 |
| 附表：财务预测与估值 | 39 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 中国东方教育发展历程回顾 | 5 |
| 图 2: 公司旗下学校数量 | 7 |
| 图 3: 公司目前规划的区域中心建设计划 | 7 |
| 图 4: 股权结构图 | 8 |
| 图 5: 2024 年公司各专业收入体量 (千元) 及占比 | 9 |
| 图 6: 2024 年公司平均培训学生中学制占比 | 9 |
| 图 7: 我国技能培训市场规模 | 10 |
| 图 8: 我国职业教育发展复盘 | 11 |
| 图 9: 蓝领职业总体招聘职位数走势 (以 2019Q1 为基数) | 12 |
| 图 10: 蓝领职业招聘职位数增速 (2024Q1 VS 2019Q1) | 12 |
| 图 11: 青年人群城镇调查失业率高于平均 | 13 |
| 图 12: 2024 年 6 月对大学毕业生是否愿意“回炉”学技能的调研 | 13 |
| 图 13: 中职在校人数、招生人数以及中职在高中招生占比 | 13 |
| 图 14: 2021 年至 2024 年间中职学校已有所出清 | 13 |
| 图 15: 高中适龄人口红利拐点预计在 2032 年 | 14 |
| 图 16: 应届普高毕业生人数和三年前的高中招生人数 (万人) | 14 |
| 图 17: 普高毕业生人数及对应年份报名高考人数 (万人) | 14 |
| 图 18: 本科持续扩招, 但随高考报名人数走高录取率有所下滑 | 14 |
| 图 19: 职业教育升学路径图示 | 15 |
| 图 20: 2021-2024 年技工学校和中职学校招生数 (万人) | 16 |
| 图 21: 2021-2024 年技工学校和中职学校数量 | 16 |
| 图 22: 2017 年公司较成熟的三大专业对应细分赛道的 CR3 (以参培人数计) | 16 |
| 图 23: 中国东方教育 2020 年间分半年度的收入利润同比情况 | 17 |
| 图 24: 中国东方教育 2020 年至今学校数量 | 18 |
| 图 25: 公司主要成本项/收入 | 19 |
| 图 26: 公司销售费率及管理费率 | 19 |
| 图 27: 我国社零餐饮收入当月值 (亿元) | 23 |
| 图 28: 中国不同门店数量的连锁餐企门店同比涨幅 | 23 |
| 图 29: 疫后新注册餐饮企业数量迅速修复 | 23 |
| 图 30: 2023 年新增餐饮企业以个体工商户为主 | 24 |
| 图 31: 2023 年新增餐饮企业注册资本基本在 100 万以内 | 24 |
| 图 32: 后厨从业者专业分布 | 24 |
| 图 33: 餐饮业人才主要的年龄结构 | 24 |
| 图 34: 餐饮业人才主要的学历结构 | 25 |
| 图 35: 餐饮业人力资源面临的主要问题 | 25 |
| 图 36: 我国生活美容市场规模 | 26 |
| 图 37: 美业从业者的学历结构 | 27 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 38: 美业从业者的年龄结构 | 27 |
| 图 39: 美业经营中的难点 | 27 |
| 图 40: 目前美业商户仍以街边小店为主 | 27 |
| 图 41: 宠物行业市场规模 | 29 |
| 图 42: 宠物行业具体细分结构 | 29 |
| 图 43: 公司资产负债率 | 30 |
| 图 44: 公司流动比率 | 30 |
| 图 45: 公司净利率、毛利率和期间费用率 | 31 |
| 图 46: 公司 ROE 及 ROA | 31 |
| 图 47: 公司经营净现金流/营业收入 | 31 |
| 图 48: 公司近年现金分红总额及对应年度股利支付率 | 31 |
| | |
| 表 1: 公司高管团队 | 8 |
| 表 2: 高职高考及普通高考对比 | 15 |
| 表 3: 中国东方教育旗下各专业毛利率情况 | 18 |
| 表 4: 公司旗下各个专业 ASP | 20 |
| 表 5: 公司 1-2 年课程新招生人数 | 20 |
| 表 6: 公司新培训人数同比 | 21 |
| 表 7: 各专业长训生引荐毕业及创业率 | 22 |
| 表 8: 美业板块收入测算 | 28 |
| 表 9: 未来 3 年盈利预测表 | 32 |
| 表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观) | 33 |
| 表 11: 可比公司估值表 | 35 |

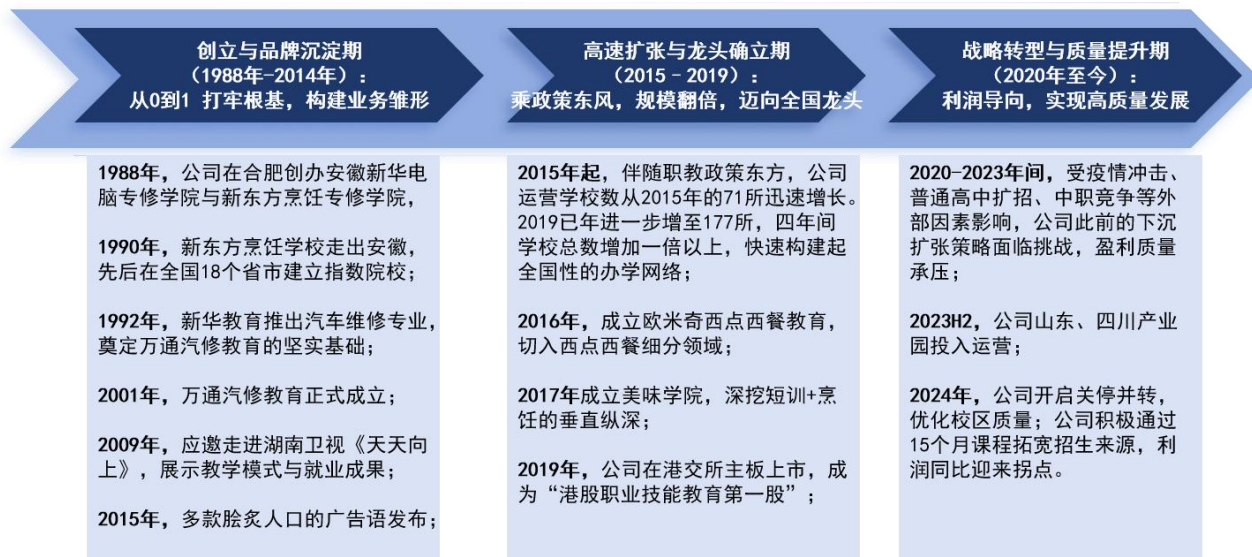
公司概况：深耕职教近四十年，多品牌构筑技能培训版图

中国东方教育成立于 1988 年，总部位于安徽合肥，是国内领先的职业技能教育集团，2019 年在香港联合交易所上市，成为“港股职业技能教育第一股”。公司专注于提供职业技能培训服务，业务覆盖烹饪技术、信息及互联网技术、汽车服务、时尚美业四大核心板块，旗下拥有新东方烹饪、欧米奇西点西餐、新华电脑、万通汽修、欧曼谛（美业）等多个知名品牌，形成了多元化、协同化的品牌矩阵。疫情间，公司经历了多因素导致的承压下滑，2024 年公司积极调整，扩充生源、建设区域中心，迎来经营拐点，全年实现经调整归母净利润 5.13 亿元，同比+88%。另一方面，目前经调整归母净利润仅恢复至疫情前对应的 65.5%（7.83 亿元），后续仍有修复空间。

发展历程：三大阶段迭代，实现从沉淀到引领的跨越

中国东方教育近 40 年的发展历程可划分为“创立沉淀、高速扩张、战略转型”三大阶段。

图1：中国东方教育发展历程回顾



资料来源：中国东方教育公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

1、创立与品牌沉淀期（1988年-2014年）：打牢根基，构建业务雏形

这一阶段公司逐步完成三大主业布局与集团化整合，构建可复制的业务模式。

上世纪 90 年底，中国东方教育已逐步架构三大核心业务。1988 年，公司在合肥创办安徽新华电脑专修学院与新东方烹饪专修学院，开启职业技能教育布局；1990 年新东方烹饪学校走出安徽，先后在全国 18 个省市建立直属院校；1992 年，新华教育推出汽车维修专业，奠定万通汽修教育的坚实基础；2001 年，万通汽修教育正式成立，至此烹饪、信息技术、汽修三大核心业务结构基本形成，奠定了公司多元化发展的基础。

期间公司围绕三大主业持续打磨品牌与教学质量，新华教育品牌体系稳定落地，

安徽新华计算机专修学院通过 ISO9001:2000 质量认证,新东方烹饪被选为中国饭店协会常务委员会成员,品牌影响力逐步提升。截至 2012 年,公司运营学校数已升至 49 所,早期已形成“多品牌+多学制+多客群”的业务雏形,为后续扩张期的复制奠定了坚实基础。这一阶段,公司资本运作相对克制,主轴始终在于夯实教研基础、树立行业口碑,积累品牌承载力与议价能力。

在成立初期,除苦练内功外,公司也积极通过广告营销扩大声量,并创造了中国广告史上著名的几个广告词。其中“学厨师,就到新东方”等口号传遍大江南北,凭借直白易懂、朗朗上口的特质,快速传递到全国各类人群中,打破了职业技能培训行业“酒香不怕巷子深”的传统认知。彼时,公司精准把握大众对职业技能学习的信息获取需求,投放渠道覆盖电视(如 2009 年应邀走进湖南卫视《天天向上》,展示教学模式与就业成果)、报纸、户外广告牌等主流场景,快速建立起新东方烹饪的品牌认知度,为后续招生与跨区域扩张筑牢了品牌基础。

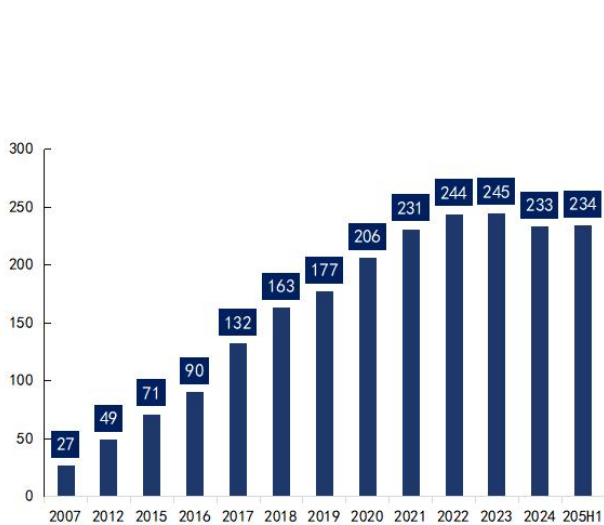
2、高速扩张与龙头确立期(2015 - 2019):乘政策东风,规模翻倍,迈向全国龙头

2014 年,《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》政策出台,乘政策东风,2015 年起,公司进入快速扩张阶段,核心目标是扩大规模、提升市占率,确立行业龙头地位。这一阶段,公司依托成熟的业务模式与品牌优势,加速全国性布局,运营学校数从 2015 年的 71 所迅速增长,首次拓展至香港市场;2016 年增至 90 所,2017 年达 126 所,2018 年升至 163 所,2019 年进一步增至 177 所,四年间学校总数增加一倍以上,快速构建起全国性的办学网络。

这一时期内,公司在原有三大品牌基础上,以新品牌驱动多赛道协同发展,进一步丰富业务矩阵:2016 年成立欧米奇西点西餐教育,切入西点西餐细分领域;2017 年成立美味学院,深挖短训+烹饪的垂直纵深,至 2019 年已基本形成新华教育集团旗下,新华互联网科技、新东方烹饪教育、万通汽车教育、欧米奇西点西餐教育、华信智原、美味学院、欧曼谛时尚美业教育七大教育品牌。

2019 年,公司在港交所主板上市,成为“港股职业技能教育第一股”,标志着公司进入资本化发展新阶段。其 IPO 计划将 45%募资用于北京、上海、广州、成都、西安五大区域中心建设,为后续从“多点分散”走向“区域集约”的模式转型埋下了伏笔。

图2: 公司旗下学校数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司目前规划的区域中心建设计划



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、战略转型与质量提升期（2020 年至今）：利润导向，实现高质量发展

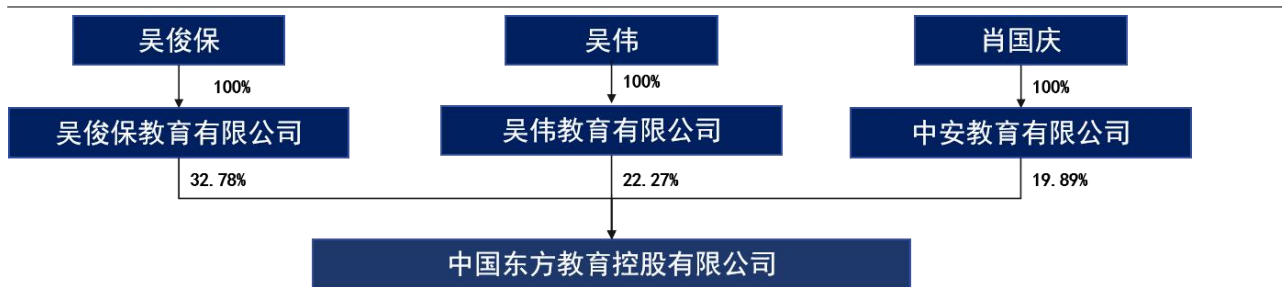
2020 年以来，受疫情冲击、普通高中扩招、中职竞争等外部因素影响，公司此前的下沉扩张策略面临挑战，盈利质量承压。在此背景下，公司启动战略转型，从“规模扩张”转向“利润与质量导向”，聚焦“瘦身提效、结构优化、区域集约”三大核心动作，推动公司实现高质量发展。

这一阶段，公司关停并转盈利能力较弱的校区，优化学校布局，2024 年中报披露学校数为 234 所，较 2023 年底减少 11 所，但收入仍实现温和增长，体现出“提质增效”的显著成效；同时，优化招生与学制结构，压缩低客单价短期课程及获客成本较高的综合三年制课程，提升 1-2 年制高价值长训课程比例，拉动人均学费增长；此外，加速推进区域中心战略，从地县级下沉扩校转向在生源大省建设七大区域中心，实现资源集中配置，提升规模效应与成本摊薄效率。截至目前，公司已完成从“规模驱动”向“质量与利润双驱动”的转型，盈利水平持续修复，进入利润率快速修复的发展阶段。

股权结构：核心持股主体以创始人及核心管理团队为主

公司股权集中度较高，核心持股主体以创始人及核心管理团队为主，同时包含少量公众股东与机构股东，股权结构稳定。其中，创始人家族通过间接持股平台实现对公司的控制权，核心创始人吴俊保、吴伟及肖国庆是公司主要持股方，其互为堂兄弟，合计持股比例长期维持在 50% 以上。除中国东方教育外，创始人家族还通过华地集团、华地发展集团等布局地产行业、通过中国新华教育（02779.HK）布局民办普通学历教育，截至 2025 年 6 月 30 日，吴俊保通过吴俊保有限公司持有中国新华教育 32.78% 股权。

图4: 股权结构图



资料来源：中国东方教育公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

管理层分析：管理团队分工明确

核心管理团队以创始人吴俊保为核心，搭配多名资深高管分工协作，构建了完善的决策与执行体系。公司董事会主席吴俊保是公司的创立者，近四十年来主导了公司多品牌布局、规模化扩张、战略转型等关键决策，从新东方烹饪的品牌打造，到七大区域中心的战略落地，再到美业等新兴赛道的孵化。高管团队专业分工清晰，形成高效协同的运营机制。其中，核心运营高管多出身于一线办学体系，熟悉校区管理、师资培养与课程落地，主导公司标准化办学模式的搭建与复制，推动全国校区教学质量与服务水平的统一，解决跨区域扩张中的管理脱节问题。

表1: 公司高管团队

| 姓名 | 职务 | 任职日期 | 年龄 | 简介 |
|------|-----------------|------------|----|--|
| 吴伟 | 董事会主席, 执行董事 | 2018-11-25 | 58 | 吴伟先生, 为本集团的创始人及为执行董事兼董事会主席。彼负责本集团的总体管理及战略发展。吴伟先生于2004年7月获合肥市人事局授予高级经济师资格。吴伟先生自2017年11月起担任北京外国语大学董事会董事。彼于2009年7月毕业于中国北京的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。吴伟先生自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。吴伟先生有逾30年的教育经验。吴伟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。 |
| 肖国庆 | 副主席 | 2019-12-11 | 57 | 肖国庆先生, 为执行董事兼董事会副主席, 负责业务管理及向董事会提供意见及判断。肖先生于2004年7月获合肥市人事局授予高级经济师资格。其于2004年4月毕业于中国北京的中国人民大学, 获得工商管理硕士学位, 于2009年1月获得高级管理人员工商管理硕士学位, 并于2012年10月毕业于长江商学院, 获得高级管理人员工商管理硕士学位。肖国庆先生拥有逾20年的教育经验。肖先生于2024年5月9日辞任安徽新安金融集团股份有限公司董事, 该公司股份于全国中小企业股份转让系统上市(证券代码: 834397)及随后于2023年10月17日除牌。除上文所披露者外, 肖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 | 2019-01-28 | 50 | 欧阳兆基先生, 为本公司的首席财务官, 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。欧阳先生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。欧阳先生于审计、会计及财务管理领域拥有逾20年经验。欧阳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。 |
| 毛超圣 | 人力资源及行政主管, 联系秘书 | -- | 46 | 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20年的经验, 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。 |

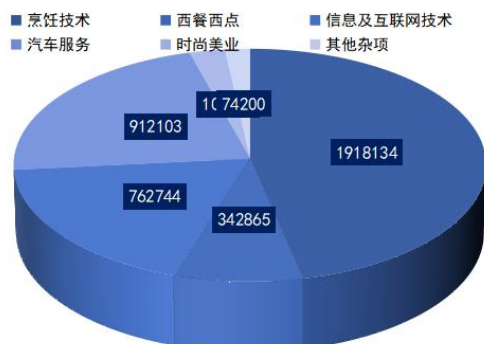
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

业务概览：长训为主、短训为辅，新东方烹饪为业绩基石

公司是国内规模领先的职业技能培训服务商，主营烹饪、IT、汽车、美业四大技能培训，覆盖新东方烹饪、新华电脑、万通汽车、欧曼蒂时尚美业等七大品牌，全国运营超230所院校及培训中心。业务以长训课程为核心、短训为补充。长训课程（12个月以上，含1-2年、2-3年、3年制），分别主要面向高中毕业生、三校生；高中辍学想拿成人中专学历的人群；初中毕业生，具备客单价高、周期长、退费低、用户生命周期长、现金流稳定的特征。2024年合计占比达88.6%。短训课程（12个月以下）面向在职人群技能提升与创业需求，周转快、补充现金

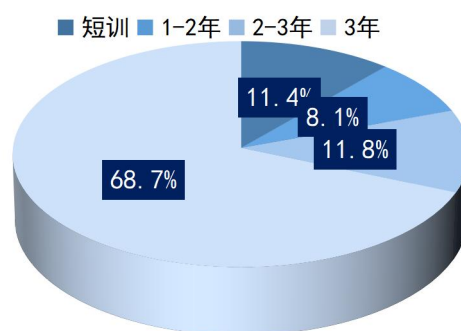
流，占比约 10% - 15%。

图5: 2024 年公司各专业收入体量 (千元) 及占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 2024 年公司平均培训学生中学制占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

技能培训行业：职教万亿扩容，中职调整寻机

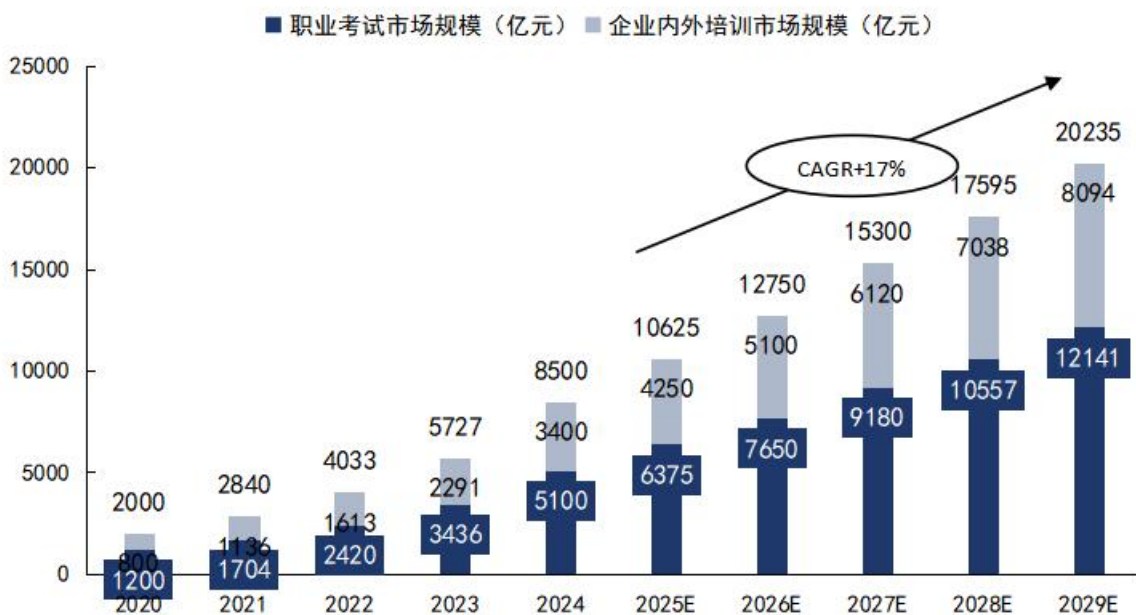
中国东方教育主要依靠旗下的专修学院、技工学校开展技能培训，其用户主要是15-17岁的学生，对应中等职业教育赛道，此外也有部分成年人培训为辅。下面我们先对职教赛道进行总体性分析，其次再对其中的中职教育赛道进一步分析：

职教赛道：政策驱动与产业需求双轮驱动，万亿赛道快速扩容

1、职业教育赛道：预计2025-2027年间维持17%复合增速，增至2万亿体量

职业教育赛道涵盖职业考试及企业内外培训，合计规模在2025-2029年维持CAGR+17%增长至2万亿。职业教育是以培养应用型人才和技能型劳动者为核心目标的教育类型，强调实践技能与职业能力培养，覆盖学历教育（中职、高职、职业本科）和非学历教育（职业培训、技能认证）两大领域，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分。弗若斯特沙利文《2025年中国技能培训行业洞察》数据，我国技能培训市场正由政策驱动和产业需求双轮拉动，呈现规模化、结构化与高质量发展趋势，预计到2029年突破2万亿元，成为支撑人才供给与产业升级的重要引擎。

图7：我国技能培训市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文《2025年中国技能培训行业洞察》，国信证券经济研究所整理

2、职业教育行业政策回顾：政策持续加码支持

我国职教行业历经七十余年演进，政策持续加码支持。七十余年行业逐步从“规模补短板”向“质量提效能”升级，其发展以关键政策为节点可划分为四大阶段：

1) **奠基探索阶段（1949-1977年）**：服务工业化初期人才需求，创办中等专业技术学校、技工学校，探索“半工半读”，初步搭建中等职业教育基础框架。

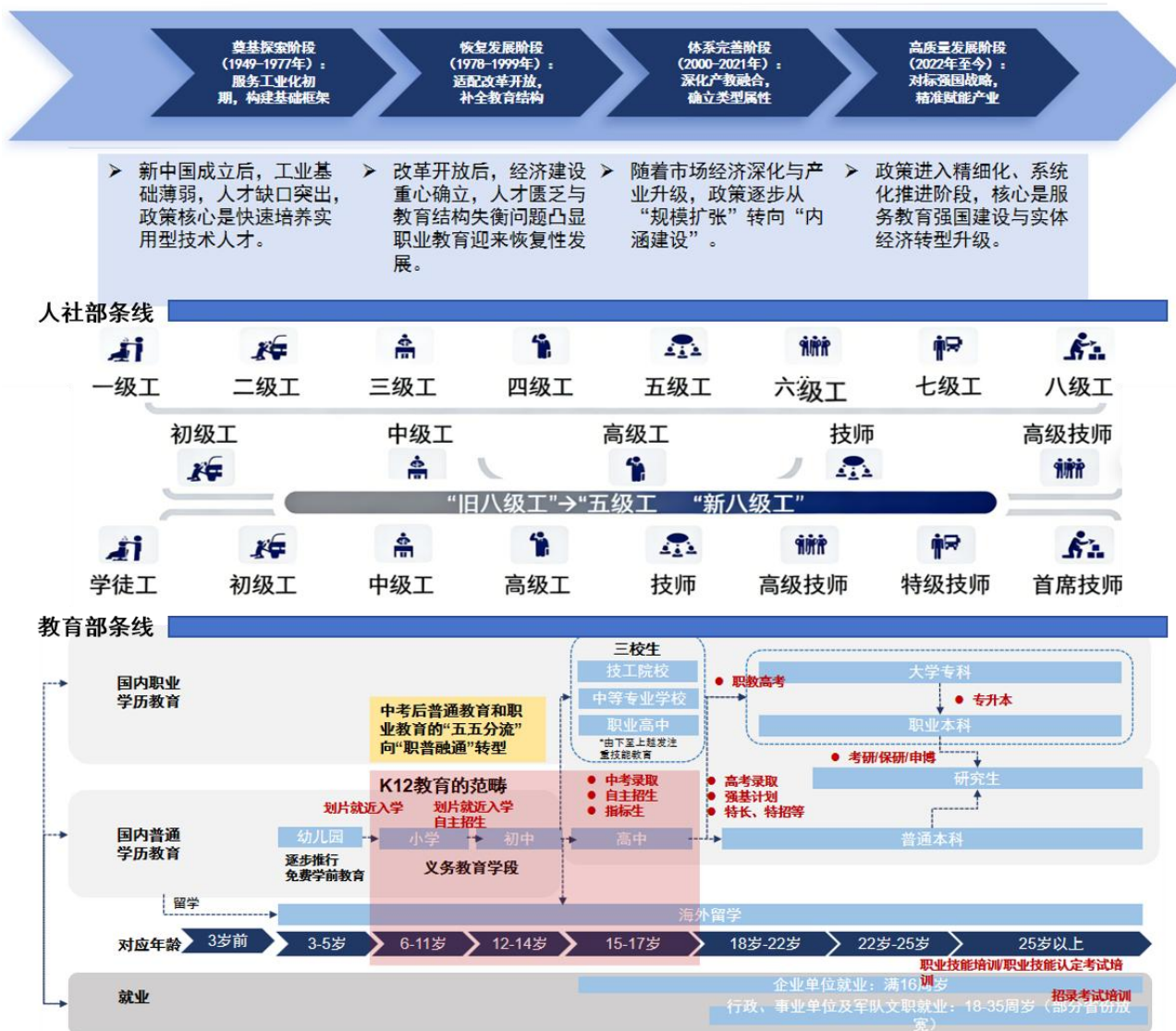
2) **恢复发展阶段（1978-1999年）**：上世纪80年代，适配改革开放浪潮，明确构建多层次职业技术教育体系，形成中专、技校、职高“三驾马车”格局；1996年首部《职业教育法》颁布奠定法治基础，1999年提出大力发展高等职业教育，

补全高中阶段至高等教育的职教结构。

3) **体系完善阶段（2000-2021年）**：政策从“规模扩张”转向“内涵建设”，2005年强调中职和普高招生规模大致相等，定调中考升学结构，2018年首次明确职教与普教为“不同教育类型、同等重要地位”，同步推行现代学徒制、“1+X”证书制度，深化产教融合、打通职普互通通道，推动职教向独立教育类型转型。

4) **高质量发展阶段（2022年至今）**：对标教育强国与实体经济转型升级战略，政策精细化、系统化推进。2022年新《职业教育法》巩固职教类型地位，明确职普融通、产教融合法律要求，同年人社部印发《关于健全完善新时代技能人才职业技能等级制度的意见（试行）》**确立新“八级工”制度框架**，完善技能人才评价体系；2024年《教育强国建设规划纲要（2024-2035年）》将职教纳入教育强国核心布局；2025年聚焦重点领域启动专项技能提升行动，构建全链条培训就业服务体系，强化政策落地与产业赋能，推动职教行业高质量发展。

图8：我国职业教育发展复盘



资料来源：沙利文弗若斯特《2025年中国技能培训行业洞察》，国信证券经济研究所整理

3、需求驱动：传统产业用人需求稳固，新兴职业涌现扩大需求，求职群体学习技能以提升复合能力

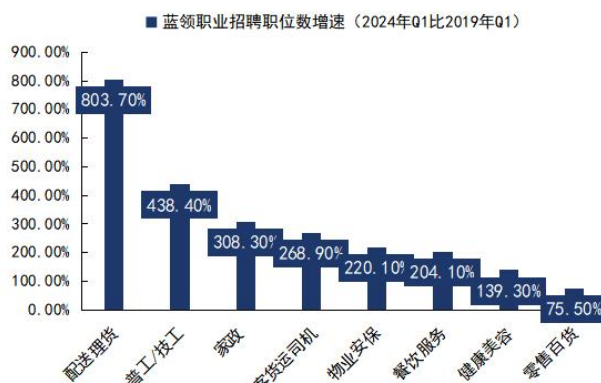
1) 传统制造业、服务业蓝领用人需求相对稳固。从企业招聘来看，服务业与制造业是吸纳较多就业的行业，同时在近年白领招聘待修复的背景下，服务蓝领和制造蓝领招聘需求维持了相对强的韧性。此外如烹饪、汽修、木艺、挖掘机等强技能型职业在民间仍象征着“吃饭手艺”，被视作能为从业者提供“兜底性生存保障”，构成了相关培训产业的稳定基本盘。

图9：蓝领职业总体招聘职位数走势（以2019Q1为基数）



资料来源：智联招聘，国信证券经济研究所整理

图10：蓝领职业招聘职位数增速（2024Q1 VS 2019Q1）



资料来源：智联招聘，国信证券经济研究所整理

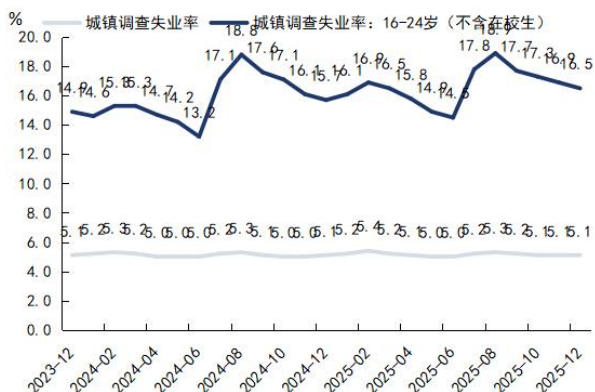
注：数据基于智联招聘 2024 年在线招聘数据库的数据监测统计分析

注：数据基于智联招聘 2024 年在线招聘数据库的数据监测统计分析

2) 产业持续升级，新兴职业涌现，配套培训需求涌现。人社部数据显示，“十四五”期间累计发布 72 个新职业，覆盖数字经济、智能制造、现代服务等领域，2025 年新增公示 17 个新职业、42 个新工种。不仅是高精尖的科技技术领域持续爆发人才需求，现代服务业也伴随人口结构和消费风向的变化催生了新技能人才需求，例如“家政保姆”升级向“养老护理师、认知障碍照护员”，还有类似于短剧主播等新职业的出现和逐步形成规模，要求上游匹配相对应人才培养机制。

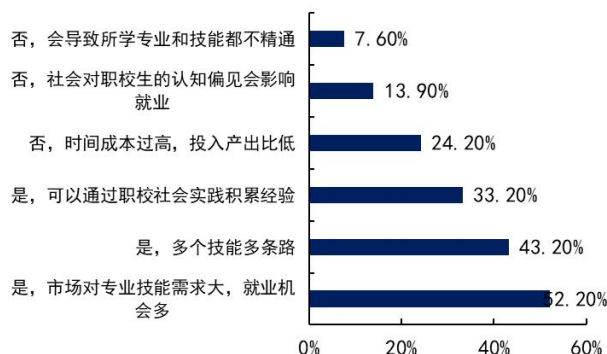
3) 从个人就业角度来看，青年求职群体应对岗位需求变化，“回炉”职校学技能成为新趋势。近年出现许多大学毕业生“回炉”职校学技能趋势，希望获得本科学历和实用技能的双重优势，拓宽求职之路。据人社部信息中心 2024 年 6 月作出的调研，对于“回炉”学习技能是否有助于就业这一问题，52.2%的毕业生给出了肯定答案，认为市场对专业技能需求大，“回炉”后就业机会更多，占比最高。其次，43.2%认为多个技能多条路，33.2%认为可以以此积累社会经验。多数毕业生对此表示赞同。但是，也有一部分毕业生考虑到时间成本、社会偏见、学习精通程度等原因，认为“回炉”学习技能并不能帮助就业。

图11: 青年人群城镇调查失业率高于平均



资料来源: 人社部信息中心, 国信证券经济研究所整理

图12: 2024年6月对大学毕业生是否愿意“回炉”学技能的调研



资料来源: 人社部信息中心, 国信证券经济研究所整理

中职教育: 面向困境与机遇, 深度调整、再寻平衡

与职业教育总体旺盛的需求相比, 中等职业教育近年来处于定位相对尴尬的结构性困境中。从职业教育体系来看, 中等职业教育是基础环节, 承担着将低技能从业者快速升级为中级技能从业者的任务; 从教育环节来看, 中等职业教育招录的主要人群仍是 15-17 岁的高中适龄人群, 不可避免与普通高中进行生源竞争。2010 年起的“普职分流”一方面尽量维持了中等职业教育的基本生源, 但另一方面也加强了社会认知惯性, 中等职业被视为中考分流下的“次选”。2010-2020 年间, 中职招生占比已从 51% 下滑至了 41%; 伴随 2023 年起普通高中加速扩招, 更进一步下滑到 34%。供给端中职学校也有所出清, 2021-2024 年间, 已合计净关约 500 所。中等职业教育在职教体系中起到的基础作用或过渡作用有待加强。高考结束后, 普通高中毕业生也可以分流进入到高等职业教育学校(大专、职业本科等)进行学习, 普通高中保留了在后续继续接受高等普通教育、或转向高等职业教育的选项; 相较选择中等职业教育更具优势。

图13: 中职在校人数、招生人数以及中职在高中招生占比



资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

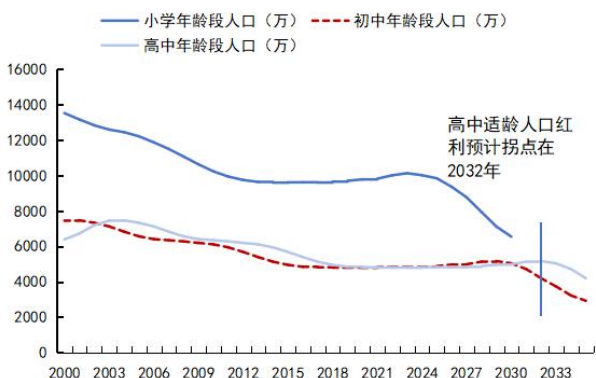
图14: 2021年至2024年间中职学校已有所出清



资料来源: 人社部信息中心、教育部, 国信证券经济研究所整理

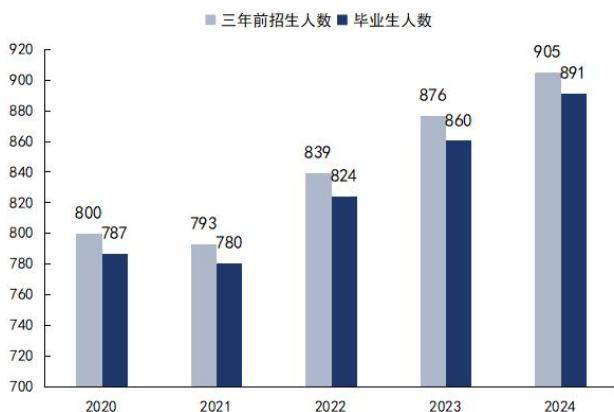
中职仍具备坚实的客观需求，预计后续选择职业教育与普通教育的学生规模将在市场化选择下重新寻找均衡。从国家技能人才培养体系与产业现实需求来看，中职所承担的基础技能托底与升学就业过渡衔接功能，短期内无法被普通高中完全替代，其底层社会与产业需求长期存在。一方面，我国产业结构中仍存在大量对中级技能劳动者的刚性需求，中职承担着将低技能适龄劳动力快速转化为产业实用人才的关键职能；另一方面，并非所有 15-17 岁青少年均适配普通高中的学术型培养路径，中职为这类群体提供了早期技能立身、差异化成才的通道，是维持教育体系多样性的重要组成。结合人口与升学数据可以进一步印证：近年高中招生规模与应届毕业生人数出现差值，2025 年高中毕业生人数持续增长的同时，高考报名人数在高位已出现小幅下滑，意味着部分学生在普高体系中升学意愿、适配度偏低，这类群体或在后续重新回流至职业教育赛道，我们分析中职的结构需求并不会因普高扩招而消失。

图15: 高中适龄人口红利拐点预计在 2032 年



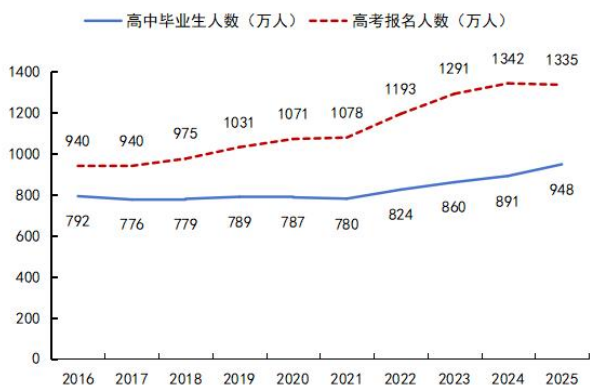
资料来源: 全国统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图16: 应届普高毕业生人数和三年前的高中招生人数 (万人)



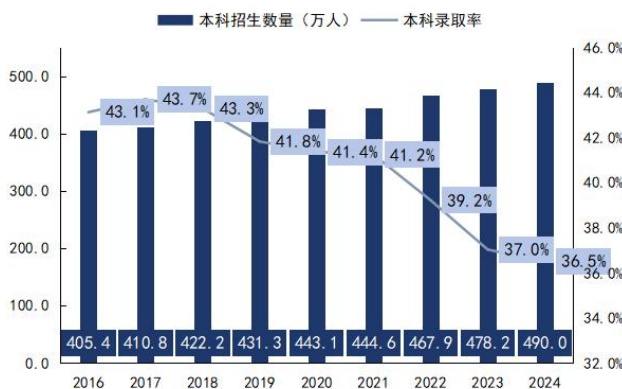
资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

图17: 普高毕业生人数及对应年份报名高考人数 (万人)



资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

图18: 本科持续扩招, 但随高考报名人数走高录取率有所下滑



资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

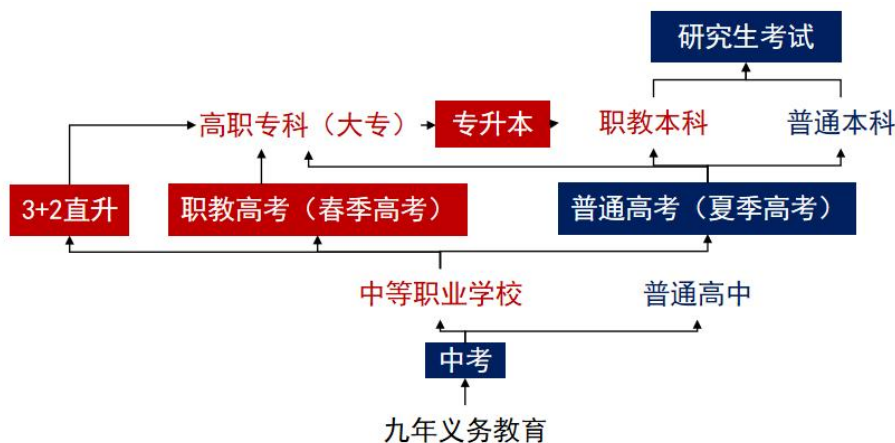
注: 2025 年普通高中毕业生人数目前暂未有官方数据统计, 我们此处取教育部 2022 年普通高中招生数据, 预计最终毕业生人数要略小于该数

面对这一背景，中职教育赛道需脱离过去野蛮生长的思路，而需卡准“技能立身”、“差异化成才”的定位，提升办学质量。目前来看，行业应对路径主要集中在两个方向：

一是聚焦升学路径优化，打造升学班，但需警惕“职教普教化”陷阱。在职教高考制度日趋成熟的背景下，中职机构普遍通过开设升学班、强化语数外文化课教学，为学生搭建直通高职与职业本科的通道，这在短期内确实缓解了“升学断头路”焦虑，对被动进入职教赛道的学生与家庭具有现实吸引力。但从实践来看，部分民办职教机构借“职教高考”，将职业教育让渡给普通教育逻辑，反而会固化“职高=低配普高”的社会认知，削弱技能教育的价值感。

就职教升学方面，目前我国已形成职教高考、对口升学、普通高考三条主要升学通道。其中，职教高考面向中职学生，采用“3+证书”模式，以语数外为文化基础、以专业技能证书为资格门槛，考试难度与科目量显著低于普通高考，更贴合技能型人才培养规律；对口升学则依托校校合作实现中职—高职贯通，是更具职教特色的升学形式，一般的学制被称为“3+2”，即3年中职+2年大专。

图19: 职业教育升学路径图示



资料来源：职教网，国信证券经济研究所整理

表2: 高职高考及普通高考对比

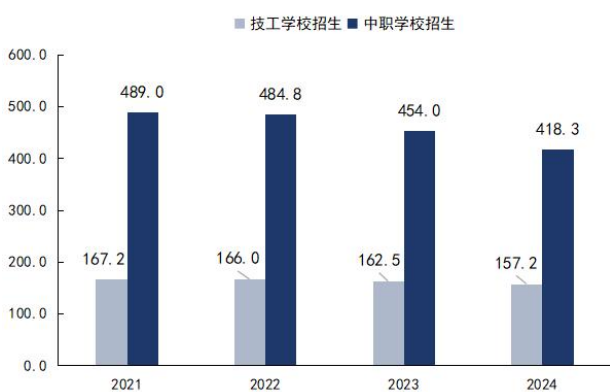
| | 高职高考 | 普通高考 |
|----------|---|-------------|
| 考试时间 | 技能测试由各主考院校自主确定，时间一般在每年3月；知识考试由省级考试单位统一安排，一般在5月中旬。 | 每年6月7-9日 |
| 可参加的考生类型 | 中职考生 | 中职考生、普通考生 |
| 考试科目 | 语、数、外、专业技能 | 九门学科 |
| 考试难度 | 学习课程少、考试难度低 (难度约低于普通高考的60%) | 学习课程多、考试难度大 |
| 可报考学校 | 大专、职业本科、普通本科 | |

资料来源：职教网，国信证券经济研究所整理

二是回归技能教育本质，以高质量办学与就业结果构建真正竞争力。相较于过度强调升学班，我们认为职业教育机构更可持续的路径是强化就业导向、提升办学质量，走差异化、特色化发展路线。机构应聚焦普高难以覆盖的强实操、高壁垒赛道，如高端烹饪、新能源汽车技术、时尚美业、数字化技能等，通过升级实训设施、深化校企合作、完善就业安置体系，打造不可替代的技能培养优势。用“高就业率、高薪资、高职业成长性”对冲升学选择权的相对劣势，吸引真正认同技

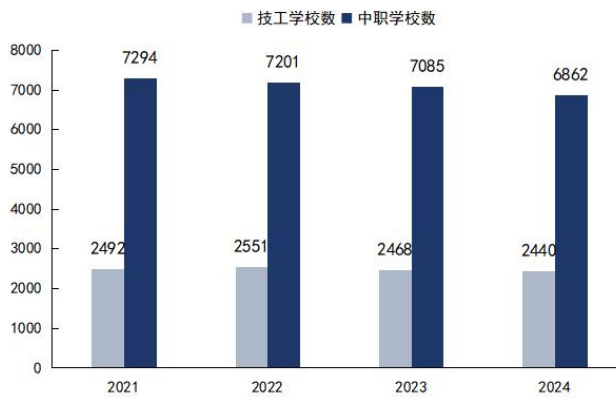
能发展的生源。复盘近年技工学校（相对来说更加侧重于专业技能和实操，中国东方教育旗下的专修学院属于此类）和中职学校（中专和职高都强调技能和文化课结合，但职高要更加强调升学）的学校数量及招生人数，一定程度上技工学校韧性更强。

图20：2021-2024年技工学校和中职学校招生数（万人）



资料来源：教育部、人社部，国信证券经济研究所整理

图21：2021-2024年技工学校和中职学校数量

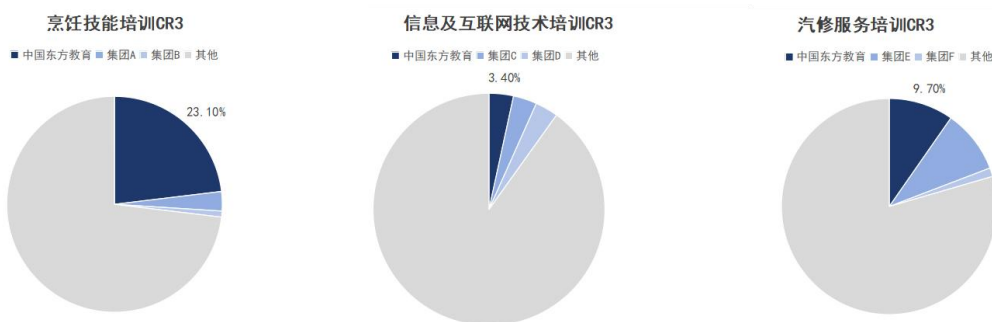


资料来源：教育部、人社部，国信证券经济研究所整理

竞争格局：万亿赛道高度分散，细分专业龙头各立山头

我国民办职业技术培训赛道整体呈现出明显的分散格局，区域化、单一专业中小机构主导市场。另一方面，由于不同专业间知识差距较大，各细分专业各立山头，在细分赛道内龙头相对集中，跨专业垄断难度高。中国东方教育作为目前行业收入体量最大的龙头，其2024年营收41.2亿元，占总体市场份额约1.2%。

图22：2017年公司较成熟的三大专业对应细分赛道的CR3（以参培人数计）



资料来源：中国东方教育招股说明书，国信证券经济研究所整理

各细分专业均形成头部龙头，中国东方教育在烹饪技能、IT技术及汽修服务三方面均较领先。集中度因赛道特性差异显著，烹饪赛道集中度最高，汽修赛道集中度次之，最后IT赛道集中度相对偏低。我们分析集中度差异核心源于两大维度：一是烹饪技能标准化易复制，汽修、IT因技术、车型迭代快标准化难度更大；二是餐饮就业需求标准化，无论是高端酒店、连锁餐饮还是本地餐馆，对基础烹饪技能的需求一致性较高，适配头部机构规模化人才输出模式，便于头部机构与全国餐饮企业建立长期合作，巩固市场地位。

成熟专业：疫后盈利能力率先修复，三年制招生修复打开利润增长空间

公司经营回顾：区域中心提效+扩充生源，疫后经营迎来拐点

2020年起，受疫情破坏线下教学场景及普高扩招等方面因素影响，公司曾经历数年的经营调整期；期间公司积极通过“关停并转”、拓宽生源等优化经营效率，叠加上市以来持续推进的区域中心建设生效，疫后公司逐步迎来经营拐点。回顾这一阶段经营变化，在节奏和弹性上，表现为“盈利能力率先修复——收入提速打开利润增长空间”

图23：中国东方教育 2020 年间分半年度的收入利润同比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

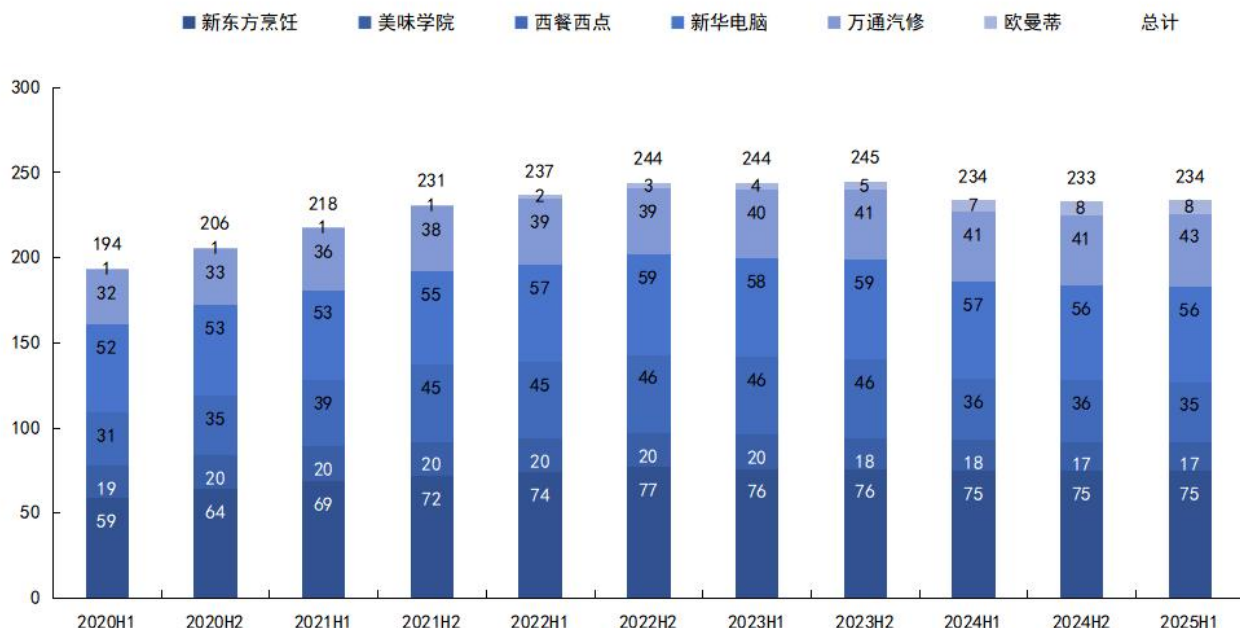
2024 年盈利能力率先修复：“关停并转”、区域中心发力及课程结构升级

2024年起，公司利润修复节奏显著快于收入，核心得益于关停并转优化、区域中心提效与课程结构优化三大举措落地，通过精细化运营压缩成本，修复利润率。

一、关停并转低效校区，精简运营提质

2024H1，公司主动梳理全国校区布局，关停、合并一批招生乏力、运营效率低下的校区，聚焦核心区域与优质校区，有效压缩固定成本与运营开支。通过淘汰低效产能，减少冗余人力、场地及实训资源投入，摊薄单校运营成本，同时集中资源赋能优质校区，提升整体办学效率，直接推动利润端改善。

图24: 中国东方教育 2020 年至今学校数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

校区数量的调整集中在以短期技能培训为主的西餐西点业务板块, 辅以其他专业进行结构性调整。其余如新东方烹饪、美味学院、新华电脑、万通汽修、欧曼蒂美业等业务线的校区数量均保持稳定, 增减幅度极小, 未成为布局调整的主体。背后的调整原因主要体现在三方面: 其一, 业务属性差异决定调整弹性, 西餐西点以短训、速成、兴趣及创业类培训为主, 运营模式灵活, 具备随市场快速调整的天然属性, 而烹饪、汽修、电脑等长学制职业教育校区重资产、重资质, 布局一旦确定难以频繁变动; 其二, 市场需求波动更直接, 短训类西餐西点需求受消费潮流、季节性创业、行业用工需求影响显著, 公司通过动态增减校区, 匹配区域短期培训热度, 避免资源闲置或供给不足; 其三, 战略聚焦与资源倾斜导向, 公司将核心资源优先保障长学制、高粘性、高营收贡献的主干职业教育品牌稳定运营, 把西餐西点短训板块作为灵活调节的“缓冲带”, 通过该板块的动态优化, 实现整体校区规模平稳、结构高效, 同时对冲市场周期波动带来的经营风险。

从毛利率来看, 自 2024 年上半年以来, 大部分专业毛利率均有所修复, 其中西餐西点毛利率修复最为明显。

表3: 中国东方教育旗下各专业毛利率情况

| | 2020H1 | 2020H2 | 2021H1 | 2021H2 | 2022H1 | 2022H2 | 2023H1 | 2023H2 | | 2024H1 | 2024H2 | 2025H1 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 新东方烹饪 | 63.9% | 51.7% | 57.8% | 47.9% | 57.7% | 49.8% | 52.7% | 47.3% | 新东方及美味学院 | 55.3% | 53.4% | 60.5% |
| 美味学院 | 37.0% | 47.3% | 54.5% | 48.6% | 42.3% | 26.7% | 47.0% | 48.9% | 美味学院 | | | |
| 西餐西点 | 25.6% | 35.0% | 57.3% | 30.4% | 45.4% | 29.9% | 53.4% | 33.2% | 西餐西点 | 53.8% | 57.9% | 60.4% |
| 新华电脑 | 62.9% | 59.2% | 58.8% | 52.8% | 53.4% | 51.3% | 55.0% | 43.3% | 互联网及电脑技术 | 54.1% | 48.1% | 57.6% |
| 华信智原 | 15.3% | 52.1% | 38.5% | 18.3% | 53.7% | 58.0% | 49.2% | 47.1% | 万通汽修 | 54.1% | 47.9% | 54.7% |
| 万通汽修 | 41.3% | 41.0% | 46.4% | 42.9% | 47.2% | 50.0% | 51.8% | 48.1% | 欧曼蒂(美业) | 52.6% | 55.9% | 61.4% |
| 其他 | 33.3% | 87.9% | 28.1% | 26.4% | 22.3% | -44.3% | -12.1% | -6.0% | 其他 | -32.2% | -53.0% | -8.6% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

二、区域中心发力，优化商业运营模式

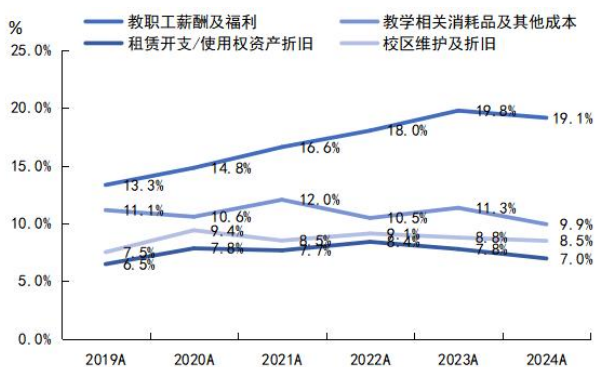
公司持续推进区域中心战略，依托已经正式使用运营的安徽、四川、山东、贵州和河南等五省职教产业园，实现实训资源、师资资源、管理体系的集约化配置，构建更高效的商业运营模式。区域中心可辐射周边省份，实现多品牌、多专业资源共享，降低跨区域复制与运营成本，同时提升招生与教学协同效率。

按产业园建设的推进节奏来看：

- 1) 2023H2，公司位于四川、山东的职教产业园一期工程已相继投入运营，位于贵州及河南的职业产业园一期工程接近；
- 2) 2024H1，贵州产业园一期工程投入运营，江苏及江西产业园一期工程规划推进；
- 3) 2024H2，河南产业园投入运营，山东职教产业园三期工程、江苏及江西产业园一期工程继续规划推进。

公司持续推进职教产业园建设，从成本与招生两端显著优化经营效率。成本端，产业园以自有产权替代租赁校区，能够降低场地租金与物业支出，实现资源集约化配置，摊薄固定成本，提升整体盈利弹性。招生端，产业园具备更优质的教学环境与实训条件，增强对学生与家长的吸引力，提升长期生报名意愿与留存率；同时，园区内汇聚旗下烹饪、汽修、IT、美业等多品牌，可实现统一引流、集中接待、线下试听与跨专业转化，形成“一站式招生”的协同效应，显著提升获客效率与转化率。回顾公司成本费率走势，自2023年下半年起，公司成本及费用率均有所下滑。

图25：公司主要成本项/收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司销售费率及管理费率



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

三、课程结构升级，ASP 优化，提升盈利空间

公司主动调整课程结构，压缩低客单价短期课程及获客成本较高的综合三年制课程，提升一年以上两年以下长训课程及高附加值精品短训课程占比。定价上坚持“非刚性涨价”策略，主力专业每年微调学费，核心依托高客单产品拉动平均学费提升，其中15个月高收费专业年化计价约为传统课程的2倍，西点西餐专业学费达6万元以上。2024年平均学费增幅3.6%，2025年上半年整体年平均学费达2.8万元，同比增长4.3%，除高客单价的西点西餐外，各专业学费均实现3%-8%的增长，ASP优化持续增厚利润空间。

表4: 公司旗下各个专业 ASP

| | 2018.06 | 2018.12 | 2019.06 | 2019.12 | 2020.06 | 2020.12 | 2021.06 | 2021.12 | 2022.06 | 2022.12 | 2023.06 | 2023.12 | 2024.06 | 2024.12 | 2025.06 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 烹饪技术 | 26.7 | 29.3 | 32.4 | 34.4 | 29.0 | 33.7 | 35.2 | 36.0 | 33.5 | 34.2 | 34.3 | 35.0 | - | - | - |
| 新东方烹饪 | 25.2 | 27.5 | 29.7 | 31.3 | 26.5 | 30.8 | 31.6 | 32.4 | 30.6 | 31.4 | 31.1 | 31.9 | 32.2 | 33.0 | 33.2 |
| 美味学院 | 34.4 | 36.0 | 48.0 | 72.5 | 79.0 | 55.1 | 53.1 | 54.0 | 58.1 | 58.2 | 58.8 | 57.4 | 68.7 | 68.1 | 66.2 |
| 欧米奇 | 69.5 | 68.7 | 73.4 | 76.1 | 66.6 | 69.1 | 70.6 | 69.7 | 65.9 | 66.1 | 69.9 | 69.4 | 68.7 | 68.1 | 66.2 |
| 信息及互联网技术 | 18.8 | 20.8 | 19.7 | 20.2 | 16.5 | 18.8 | 18.4 | 19.0 | 18.0 | 18.4 | 18.7 | 18.7 | 19.1 | 19.6 | 19.9 |
| 新华电脑 | 18.1 | 19.5 | 18.5 | 19.3 | 15.9 | 18.1 | 17.7 | 18.4 | 17.3 | 17.7 | 18.2 | 18.1 | - | - | - |
| 华信智源 | 36.8 | 51.4 | 60.2 | 57.9 | 70.2 | 60.4 | 56.7 | 52.4 | 50.0 | 92.0 | 57.9 | 66.7 | - | - | - |
| 万通汽修 | 21.5 | 23.0 | 23.5 | 25.2 | 19.6 | 22.2 | 21.4 | 22.5 | 20.1 | 21.2 | 20.8 | 21.6 | 22.4 | 22.8 | 23.1 |
| 时尚美业 | | | | | | | | | | | 24.6 | 24.0 | 23.7 | 24.3 | 25.6 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024 年以来, 公司 15 个月课程招生迅速扩张, 供需两旺趋势有望持续。

1) **需求端, 15 个月的课程对于普高回流职教的学生而言效率最高。**在行业部分我们曾探讨了职业教育面临的潜在的普高回流职教趋势。公司提供的 15 个月课程通过浓缩文化课教学, 尽可能将完整的职业教育浓缩在较短周期。满足回流职教学生快速毕业具备参加工作能力的需求。同时, 受益于“技能照亮前程”政策推动, 有多批次大学生成规模入校。

2) **供给端, 15 个月课程对学校而言能够更快确认收入。**在定价方面, 15 个月课程将原 2-3 年的课程压缩在较短时间内, 年化收费约等于 3 年班的两倍。对学校而言, 15 个月课程能够较快将收款转化为收入, 且一定程度上规避了长学制的流失率风险 (例如学生上完一学期课后决定退学)。

表5: 公司 1-2 年课程新招生人数

| | 2022H1 | 2022H2 | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 | 2025H1 |
|----------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 烹饪技术 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 1065 | 887 | 1143 | 1091 | 2110 | 2905 | 3215 |
| % | 3.4% | 3.1% | 2.9% | 3.7% | 6.1% | 10.2% | 8.8% |
| YoY | | | 7.3% | 23.0% | 84.6% | 166.3% | 52.4% |
| 西点西餐 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 539 | 589 | 664 | 650 | 576 | 678 | 1133 |
| % | 7.6% | 12.7% | 7.7% | 11.3% | 7.6% | 11.5% | 14.9% |
| YoY | | | 23.2% | 10.4% | -13.3% | 4.3% | 96.7% |
| 信息及互联网技术 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 1003 | 983 | 916 | 1033 | 1236 | 1576 | 2359 |
| % | 7.2% | 6.3% | 6.2% | 6.9% | 9.4% | 12.5% | 16.8% |
| YoY | | | -8.7% | 5.1% | 34.9% | 52.6% | 90.9% |
| 汽车服务 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 594 | 767 | 856 | 1395 | 1212 | 1940 | 2197 |
| % | 3.5% | 5.4% | 4.2% | 8.5% | 6.1% | 12.8% | 10.2% |
| YoY | | | 44.1% | 81.9% | 41.6% | 39.1% | 81.3% |
| 时尚美业 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 7 | 32 | 207 | 423 | 639 | 1383 | 1800 |
| % | 0.8% | 5.0% | 13.6% | 22.5% | 22.3% | 42.6% | 46.8% |
| YoY | | | 2857.1% | 1221.9% | 208.7% | 227.0% | 181.7% |
| 集团总体 | | | | | | | |
| 新招生人数 | 3208 | 3258 | 3786 | 4592 | 5773 | 8482 | 10704 |
| % | 4.6% | 5.1% | 4.5% | 6.7% | 7.4% | 13.0% | 12.8% |
| YoY | | | 18.0% | 40.9% | 52.5% | 84.7% | 85.4% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 由于 1-2 年课程在公司收入占比中仍较低, 因此初期主要贡献在于优化收入结构进而带动毛利率提升。

2025H1 收入加速修复：关校影响逐渐出清，三年制招生复苏

在利润持续修复的基础上，2025 年上半年公司收入增速迎来提升，核心驱动力为三年制招生回正及此前关校影响逐步得到消化。从招生端来看，2025 年春季新招生人数同比增长 7%，长训课程表现突出，其中三年制招生扭转此前承压态势，实现正向增长，带动整体培训人次维持稳定。

长学制招生特性使得公司收入变化相对滞后于新招生人数变化，伴随疫情及关停并转对招生的影响逐步出清，公司收入增速有望继续修复。公司商业模式及会计准则确认收入方式决定了不同学制招生对公司的收入产生的影响不同。例如 2025 年 6 月 30 日招生的一年制课程学生，将有 50% 的收入确认在 2025 年，50% 的收入确认在 2026 年。基于此公司 2025 年三年制课程收入，最早可追溯到 2022H2 招生影响。2025H1，公司新培训人数同比增长 7.1%，但平均培训人次仅同比增长 5.5%，二者存在差值反映仍受此前负面因素影响。**假设后续公司新招生人数增速维持稳定，则平均培训人次增速有望逐渐提速，进而带动收入同比提速。**

表6: 公司新培训人数同比

| | | 2024H1 | 2024H2 | 2024 | 2025H1 |
|------|-------|--------|--------|------|--------|
| 烹饪技术 | 短训 | -13% | -2% | -8% | -2% |
| | 长训 | -9% | -4% | -7% | 18% |
| | 1-2 年 | 85% | 166% | 124% | 52% |
| | 2-3 年 | -19% | -24% | -22% | 8% |
| | 3 年 | -17% | -16% | -16% | 12% |
| | 合计 | -11% | -3% | -8% | 5% |
| 西点西餐 | 短训 | -13% | 2% | -7% | -7% |
| | 长训 | -13% | 4% | -5% | 97% |
| | 1-2 年 | -13% | 4% | -5% | 97% |
| | 合计 | -13% | 2% | -7% | 1% |
| 信息技术 | 短训 | 4% | -23% | -9% | -6% |
| | 长训 | -17% | -13% | -15% | 12% |
| | 1-2 年 | 35% | 53% | 44% | 91% |
| | 2-3 年 | -18% | 10% | -4% | 26% |
| | 3 年 | -22% | -24% | -23% | -5% |
| | 合计 | -11% | -16% | -13% | 6% |
| 汽车服务 | 短训 | -6% | -4% | -5% | 2% |
| | 长训 | 0% | -9% | -5% | 18% |
| | 1-2 年 | 42% | 39% | 40% | 81% |
| | 2-3 年 | -9% | -15% | -12% | 9% |
| | 3 年 | -4% | -17% | -11% | 8% |
| | 合计 | -4% | -7% | -5% | 9% |
| 时尚美业 | 短训 | 43% | 38% | 41% | -3% |
| | 长训 | 155% | 97% | 118% | 65% |
| | 1-2 年 | 209% | 227% | 221% | 182% |
| | 2-3 年 | 171% | 19% | 52% | 295% |
| | 3 年 | 127% | 17% | 58% | -22% |
| | 合计 | 88% | 73% | 80% | 34% |
| 集团总体 | 短训 | -9% | -3% | -6% | -2% |
| | 长训 | -6% | -5% | -6% | 20% |
| | 1-2 年 | 52% | 85% | 70% | 85% |
| | 2-3 年 | -17% | -15% | -16% | 13% |
| | 3 年 | -13% | -18% | -16% | 4% |
| | 合计 | -8% | -4% | -6% | 7% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新兴专业：美业赛道加速扩张，梯队培育宠物、康养等潜力专业

我们认为展望后续，中国东方教育的收入业绩弹性来源于公司在培育的美业、宠物、康养专业能否复制新东方烹饪技术等优秀品牌的成功。这一过程类似于连锁业态创建副品牌的过程。下面我们将以新东方的成功经验为案例，分析美业、宠物、康养赛道的布局潜力。

新东方烹饪的成功经验：打造就业核心壁垒

学员付费的核心诉求是实现稳定就业或就业增收，就业率直接决定机构的品牌口碑、获客能力与长期存续性，新东方就业率长期稳定，为集团输出最大体量的毕业生。不同于 K12 教育的“升学导向”、成人考证培训的“证书导向”，职业技能培训的客群多为求职人群、转行人群或创业人群、且验证周期短，付费决策高度依赖“技能变现”的确定性，而就业率正是这种确定性最直观、最量化的体现。对学员而言，高就业率是机构教学质量的核心背书，降低付费决策风险；对企业而言，高就业率背后是机构标准化的人才输出能力，能够持续为企业提供适配岗位需求的技能人才，进而深化校企合作粘性；对机构而言，高就业率能够构建起区别于中小机构的核心竞争优势，形成“难以复制的就业渠道壁垒”，最终实现规模化扩张与可持续盈利，这也是新东方烹饪能够长期占据行业龙头地位、形成规模领先优势的核心支撑。

表7：各专业长训生引荐毕业及创业率

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新东方 | 93.80% | 94.30% | 94.30% | 94.00% | 94.50% | 94.60% | 95.70% |
| 欧米奇 | | 92.50% | 92.50% | 92.30% | 94.70% | 94.00% | 94.00% |
| 新华电脑 | 95.20% | 95.50% | 95.50% | 94.10% | 94.80% | 93.70% | 93.50% |
| 万通 | 95.50% | 96% | 96.00% | 96.30% | 96.40% | 96.20% | 96.50% |
| 欧曼谛 | | - | | 95.50% | 95.70% | 95.90% | 96.00% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新东方烹饪能够形成较强大的就业核心壁垒，不能脱离其下游餐饮赛道的特征，这也是我们进一步分析其他赛道能否复制新东方烹饪成功经验的核心，**总结来看有“市场庞大且稳定；且连锁化、标准化可行；培训市场和技能刚需；创业门槛较低易形成强大校友网”**。

其一，餐饮赛道体量足够庞大，市场空间广阔且需求刚性，为头部机构规模化发展、扩大年就业人数提供了坚实的行业基础。国家统计局数据显示，2025 年全国餐饮收入已突破 5.7 万亿元，同比增长 3.2%，体现出赛道的强劲韧性与增长潜力。从就业端来看，餐饮行业作为劳动密集型产业，从业人员规模庞大，2024 年我国住宿餐饮等生活服务业从业人员合计约 1.15 亿人，这为烹饪职业培训提供了源源不断的市场需求，也为新东方烹饪等头部机构批量输出人才、扩大年就业人数创造了核心条件。

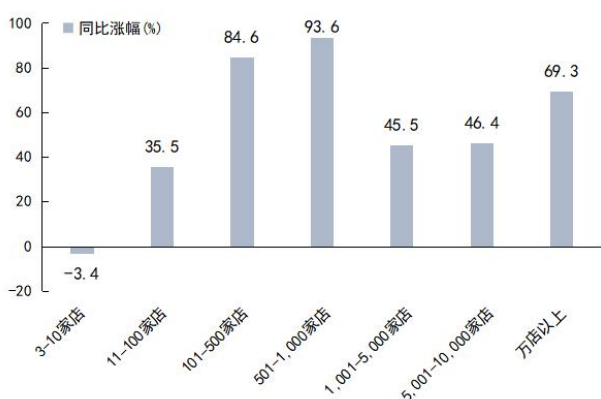
图27: 我国社零餐饮收入当月值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

餐饮行业连锁化率持续提升, 形成集采、批量、稳定的用人需求, 为机构打造就业渠道提供了基础。近年来, 古茗、蜜雪冰城、小菜园、费大厨等连锁餐饮品牌加速扩张, 此类品牌后厨岗位标准化程度高、人员流动性大, 每年需要极大规模的基层后厨、烘焙、西餐等专业人才, 而社会散招人才质量不稳定、培训成本高, 难以满足连锁品牌的规模化用人需求, 这就为新东方烹饪等头部机构提供了“批量输出标准化人才”的市场空间。目前新东方烹饪学校已发布《千企万岗优才计划》未来五年联合近 10000 家企业, 提供超 50000 个优质岗位, 年均输送技能人才约 20000 人次。目前, 产教融合共同体已与星级酒店、高端餐饮集团、大型连锁品牌等上万家企业建立深度合作。

图28: 中国不同门店数量的连锁餐企门店同比涨幅



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

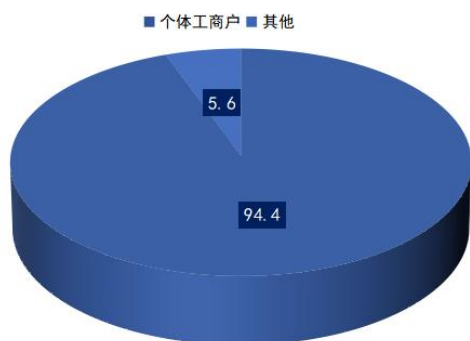
图29: 疫后新注册餐饮企业数量迅速修复



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

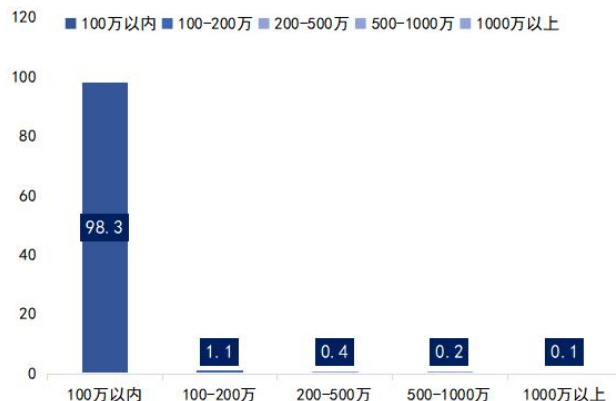
餐饮行业校友网络形成自强化闭环。新东方烹饪深耕行业 30 余年, 培养的学员遍布全国餐饮行业中高层, 同时由于餐饮行业创业门槛相对较低, 众多学员毕业后逐步晋升为厨师长、行政总厨、餐饮创业者, 此类群体在招聘时会优先选择母校毕业生, 形成校友传帮带的内生性循环。

图30: 2023 年新增餐饮企业以个体工商户为主



资料来源: 餐宝典, 国信证券经济研究所整理

图31: 2023 年新增餐饮企业注册资本基本在 100 万以内



资料来源: 餐宝典, 国信证券经济研究所整理

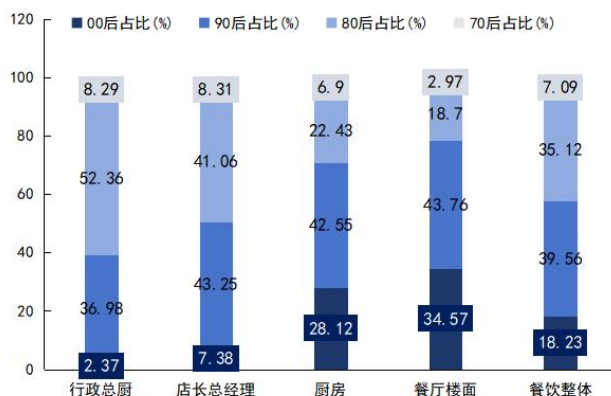
后厨用工呈现“年龄相对较小、学历要求较低”的特点，工种重实操、以烹饪类专业毕业生为主。从用工特征来看，餐饮后厨基层岗位以年轻从业者为主，行业数据显示，后厨员工有超 70%的从业者年龄集中在 16-36 周岁，年轻群体就业需求迫切但缺乏专业技能；后厨岗位有 85%的专业主要来源于职业教育背景，无需高学术学历门槛，这与职业技能培训机构的学员群体高度契合。

图32: 后厨从业者专业分布



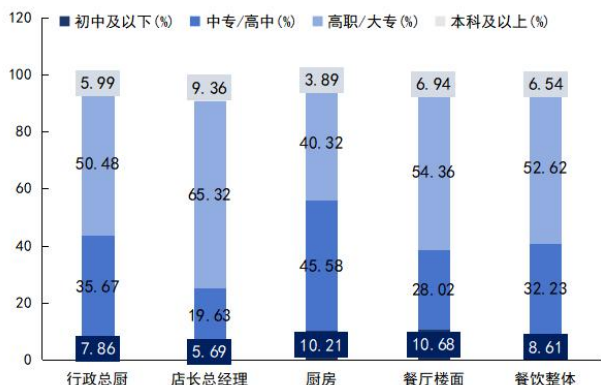
资料来源: 最佳东方人才发展研究院《2024 餐饮业人力资源白皮书》，国信证券经济研究所整理

图33: 餐饮业人才主要的年龄结构



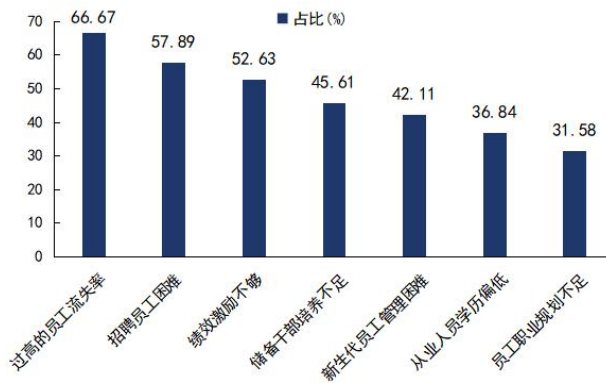
资料来源: 最佳东方人才发展研究院《2024 餐饮业人力资源白皮书》，国信证券经济研究所整理

图34: 餐饮业人才主要的学历结构



资料来源: 最佳东方人才发展研究院《2024 餐饮业人力资源白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图35: 餐饮业人力资源面临的主要问题



资料来源: 最佳东方人才发展研究院《2024 餐饮业人力资源白皮书》, 国信证券经济研究所整理

后厨高流失率是餐饮行业核心痛点, 也成为头部烹饪培训机构的核心切入契机。

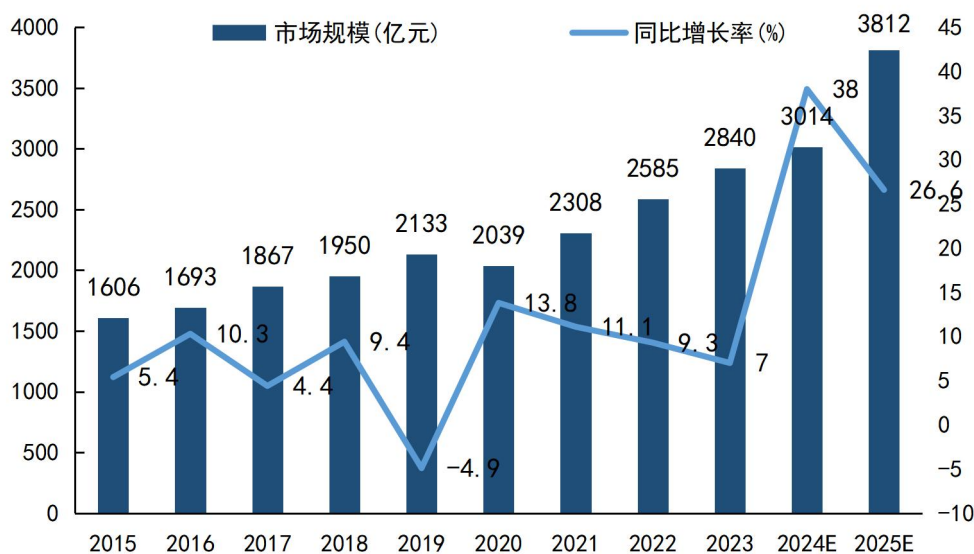
《2024 餐饮业人力资源白皮书》中调查显示, 2024 餐饮业人力资源主要问题为过高的员工流失率 (67%) 及招聘员工困难 (58%)。既增加招聘成本, 也严重制约产品标准化运营。对连锁餐饮而言, 标准化是规模化扩张的前提, 需对员工开展贴合自身 SOP 的专业培训, 但高流失率导致企业自主培训性价比极低、资源浪费严重。因此, 连锁餐饮普遍倾向于借助外部机构批量获取标准化人才, 破解流失率与标准化的矛盾。同时, 烹饪技能具有“强实操、高耗材、重场地”的特点, 无法通过线上自学、零散实践掌握核心技能, 传统“师傅带徒”模式周期长、标准乱、留不住人, 且行业内缺乏成熟的垂直人才招聘平台, 导致餐饮行业的人才供给高度依赖头部职业技能培训机构。目前, 新东方烹饪年培训人次约 6 万人, 稳定供给培训后人才, 满足餐饮行业的人才缺口, 而中小机构因实训设备不足、难以实现规模化培养, 年就业人数普遍不足千人, 难以广泛形成稳定的人才输送合作关系, 进而也较难维持稳定的就业率。

美业：下游业态与连锁餐饮相似，悦己经济注入成长新动能

我们分析美业，与连锁餐饮赛道业态特性存在高度相似，因此我们现阶段认为美业在快速借鉴新东方烹饪成功经验、实现布局日趋成熟这一方面具有更强的可见性。同时，伴随悦己消费趋势持续爆发，有望驱动美业布局加快完善。

从与烹饪赛道的相似性来看，二者均具备“市场庞大且稳定；且连锁化、标准化可行；培训市场和技能刚需；创业门槛较低易形成强大校友网”的核心共性，完美契合头部职业技能培训机构的规模化培育模式：

图36: 我国生活美容市场规模



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

其一，情绪消费升级，预计生活美容市场规模于2025年已达3800亿元。近年来，居民消费需求从“基础实用型”向“情绪满足型”转型，美业已不再是单纯的“颜值提升”需求，更成为居民舒缓压力、愉悦心情、实现自我表达的重要方式，涵盖美妆、护肤、养生美容等多个场景，甚至融入运动后、熬夜后等日常生活场景，通过情感连接实现消费频次提升。这种情绪消费升级推动美业需求持续扩容。据艾媒咨询报告《2024年中国生活美容及轻医美市场研究报告》，2020-2023中国生活美容市场规模由约2039亿元稳步增长至近2840亿元，并预计在2025年逐步达到3812亿元市场体量；

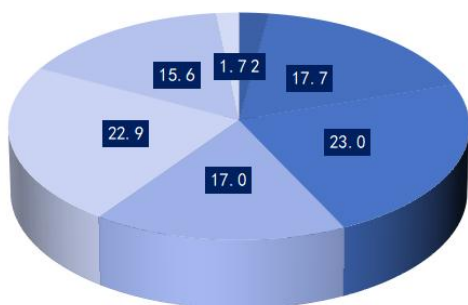
其二，与餐饮赛道类似，美业下游业态同样呈现连锁化提速趋势。多家连锁品牌加速扩张，2024年时优剪已拥有1590家门店，与连锁餐饮的规模化扩张逻辑一致，对标准化、专业化人才批量需求，为欧曼谛等头部机构提供了广阔市场空间；

其三，美业与烹饪均属于“强实操、重体验”的赛道，技能掌握依赖专业实训，无法通过线上自学完成，这与烹饪“强实操、高耗材”的特点高度契合，凸显头部机构的人才供给价值；

其四，美业基层岗位同样呈现“年龄偏小、学历要求较低”的用工特征，与职业技能培训机构的学员群体高度匹配，且中小美业门店创业门槛较低，学员毕业后易自主创业成为雇主，有望逐步形成类似烹饪赛道的校友网络闭环，进一步强化就业壁垒。

图37: 美业从业者的学历结构

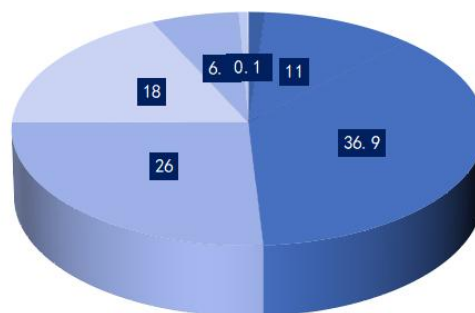
■ 小学及以下 ■ 初中 ■ 职高/中专/技校 ■ 高中 ■ 大专 ■ 本科 ■ 硕士及以上



资料来源: 美团研究院《2020 年中国生活美容行业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

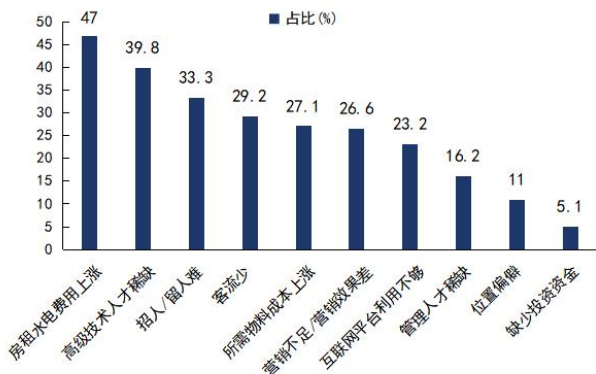
图38: 美业从业者的年龄结构

■ 00后 ■ 95后 ■ 90后 ■ 85后 ■ 80后 ■ 70后 ■ 60后 ■ 50后



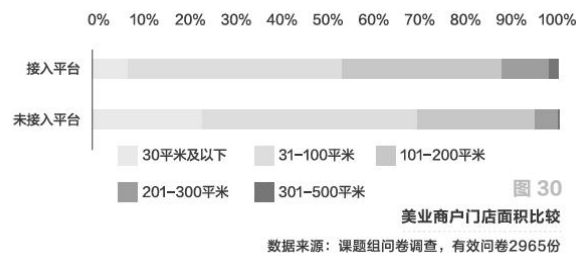
资料来源: 美团研究院《2020 年中国生活美容行业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

图39: 美业经营中的难点



资料来源: 美团研究院《2020 年中国生活美容行业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

图40: 目前美业商户仍以街边小店为主



资料来源: 美团研究院《2020 年中国生活美容行业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

中国东方教育目前通过“欧曼谛”品牌布局美业赛道，培育进展显著，已逐步构建起初步的就业壁垒，年就业人数稳步提升，逐步扩大规模优势靠拢。根据公司披露信息，欧曼谛作为集团旗下现代化时尚美业教育品牌，开设形象设计、美妆、美容、美发、美甲等多元化专业课程，搭建了由国家技能人才智库专家、世界大赛评审委员及国际资深美业导师组成的高水准教学团队。2024 年，欧曼谛平均培训人次 0.4 万人次，同比增长 121%，按 96% 的引荐就业率测算，年就业人数约 0.38 万人。在 2025 年上半年，平均培训人数已达 0.6 万人，超过 2024 全年规模，仍在快速扩张。渠道拓展方面，公司美业板块在 2025 年已布局 8 所院校，目前体量相较其他专业仍较少，预计 2026 年仍有较明确的扩校计划，进而带动培训人次体量增长。

表8: 美业板块收入测算

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 收入体量 (千元) | 46881 | 105439 | 239126 | 422762 | 713306 |
| 同比 | | 125% | 127% | 77% | 69% |
| 学校/学习中心数目 | 5 | 8 | 13 | 18 | 23 |
| +/- | 2 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 单校平均培训人次 | 391 | 542 | 614 | 731 | 929 |
| 平均招生人数 | 1955 | 4333 | 7986 | 13151 | 21376 |
| 3 年制学生 | 1000 | 2013 | 2973 | 3454 | 4392 |
| 2-3 年制学生 | 33 | 61 | 138 | 229 | 311 |
| 1-2 年制学生 | 347 | 1327 | 4486 | 9087 | 16300 |
| 短期学生 | 575 | 932 | 389 | 381 | 373 |
| 平均学费 (元) | 23980 | 24334 | 29943 | 32146 | 33370 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

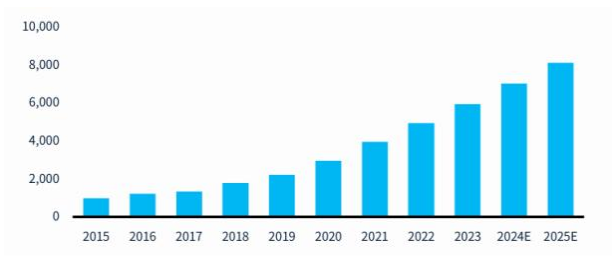
注: 2025 年人均学费提升较明显主要系高客单价的 1-2 年课程学生人数占比迅速提升

康养及宠物: 服务消费重点培育赛道, 具备长期发展潜力

宠物赛道, 该赛道下游业态呈现“规模化提速、专业化升级、需求精细化”的特点, 我们分析是除美业外有望较快落地的专业。随着居民养宠率提升、宠物消费升级, 宠物服务(宠物美容、宠物医疗、宠物寄养等)市场规模快速增长, 据毕马威《2025 年宠物行业市场报告》援引 Statista 数据, 我国宠物市场规模至 2023 年已突破 5928 亿元, 年复合增长率高达 25.4%。预计到 2025 年, 中国宠物市场规模将进一步攀升至 8114 亿元, 进而对宠物美容师、宠物护理师、宠物行为训练师等专业人才的需求持续增加。宠物医疗相关的业务对“执业兽医资格”要求相对较高, 而该资格报考需求“具有大学专科以上学历的人员或全日制高校在校生”; 因此预计后续产业布局将更加侧重于美容、护理等部分。据公司官网, 目前宠物以附属专业的形式在现有学校内进行试点, 2024 年兰州新华互联网学校宠物专业已开始招生。

康养赛道高景气度, 且政策加速推进产业发展, 但目前来看下游业态还未完全成熟, 相对而言专业培育周期预计较长, 但具备较大潜力。该赛道下游业态呈现“需求刚性化、政策导向性强、专业化要求高”的特点。政策红利加持, 具备复制新东方烹饪成功经验的良好基础。但另一方面随着我国人口老龄化加剧、居民健康意识提升, 康养产业迎来快速发展期。2020 年, 人力资源社会保障部、民政部、财政部、商务部、全国妇联以人社部发〔2020〕73 号联合发布《关于实施康养职业技能培训计划的通知》, 其中强调加强康养服务实训基地建设, 支持有条件的企业兴办培训实训机构。扩大职业院校、技工学校招生和培养规模, 积极面向有意愿从事康养服务的各类人员开展培养培训。

图41: 宠物行业市场规模



资料来源: Statista、毕马威、国信证券经济研究所整理

图42: 宠物行业具体细分结构



资料来源: Statista、毕马威、国信证券经济研究所整理

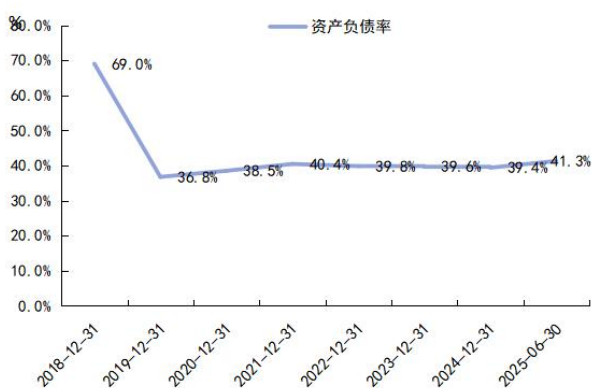
财务分析

一、资本结构及偿债能力分析

公司资本结构持续优化，偿债能力表现优异，风险抵御能力较强。公司上市筹集资金以来，资本结构显著优化。2025 年上半年末公司资产负债率为 41.3%。考虑公司为教培类企业，收取学费时易形成较多预收款，在资产负债表中形成合约负债，2025 年上半年末公司剔除合约负债、政府补贴及递延税项负债后的资产负债率约 23%，资本结构较优。

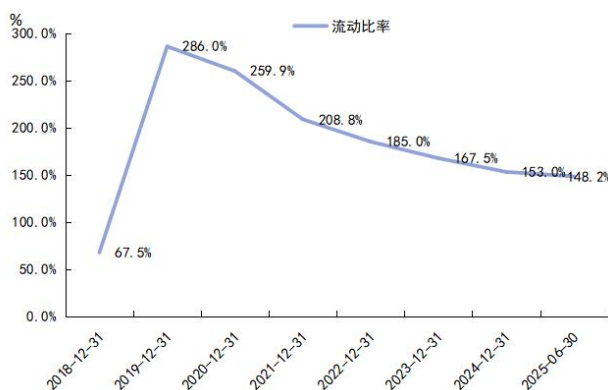
短期偿债能力方面，公司流动性储备充足，短期偿债压力较小。截至 2025 年上半年，公司流动比率为 1.4。

图43: 公司资产负债率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 公司流动比率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

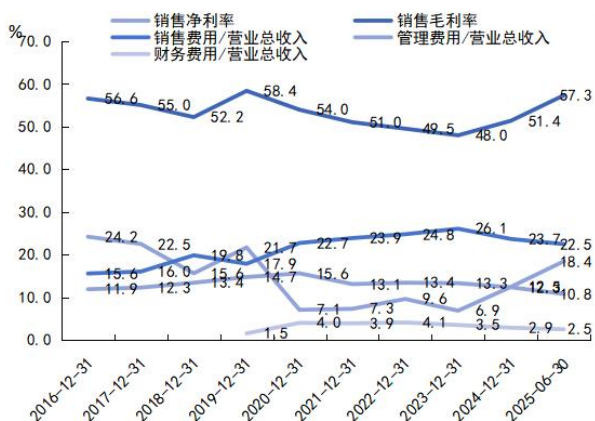
二、盈利能力分析

公司盈利能力持续强劲，核心盈利指标始终位居行业首位，且呈现稳步提升态势，抗风险能力较强，得益于公司规模化教学优势、以及深耕职教行业实现的口碑壁垒，以及成本管控能力的持续优化。

毛利率方面，在课程结构优化+区域中心建设推动下，公司降低单位成本，2025 年上半年，毛利率小幅回升至 57.3%，逐步恢复至此前峰值 58.4%

净利率方面，公司严控期间费用（销售费用、管理费用），2025 年上半年，净利率提升至 25.3%。

图45: 公司净利率、毛利率和期间费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图46: 公司 ROE 及 ROA



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

三、现金流量及股息分析

公司现金流状况优异, 现金储备充足, 经营现金流持续为正, 现金流质量较高, 能够为公司日常经营、赛道培育、分红派息提供相对稳定的资金保障。

从现金流结构来看, 公司经营现金流表现强劲, 2025 年上半年经营净现金流/营业收入为 35.5%。疫后现现金流质量持续优化, 核心得益于公司预付费的收费模式, 学员缴费及时, 现金回收效率高, 且经营成本管控到位, 经营性支出相对稳定。

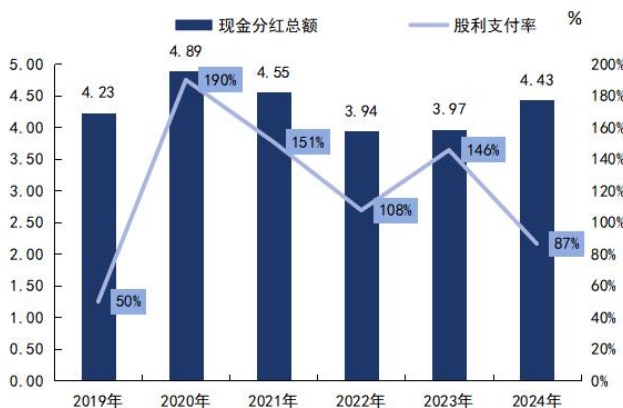
公司注重股东回报, 分红政策稳定, 过往几年持续实施现金分红, 分红比例维持在合理区间, 体现出公司优异的盈利质量与现金流状况。结合公司披露信息, 近年公司每年实施现金分红次数较为稳定, 且分红率均保持在 50%以上, 其中 2024 年公司现金分红 4.43 亿元, 同比提升显著, 分红比例达 87%。

图47: 公司经营净现金流/营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 公司近年现金分红总额及对应年度股利支付率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们预计公司 2025-2027 年分别取得营业收入 45.24 亿/51.12 亿/58.27 亿元（前次对应盈利预测为：45.36 亿/50.94 亿/57.72 亿）；预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.9/11.0/13.2 亿元（前次对应盈利预测为 8.6/10.9/13.4 亿元）。

我们给予这一预测的核心原因在于：

1、收入端：

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；2025 年上半年部分专业三年制新招生人数已回正，有望为后续在校生持续增长提供一定基础。

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。

综上，我们预计公司 2025-2027 年分别取得营业收入 45.24 亿/51.1 亿/58.27 亿元，对应增速为 10%/13%/14%。

2、成本端：在校生人数增长释放规模效应，叠加区域中心优化单位成本

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%）。此外，考虑到目前公司课程结构相较此前 2019 年有一定优化（高客单价的 1-2 年课程占比提升），同时此前培育的美业等新专业由亏转营，有望带动总体毛利率突破前高。

3、**费用端**：公司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。

4、**本次我们略微下调 2025 年并略微上调 2026-2027 年收入、业绩的核心原因在于**：考虑到春季是公司招生关键时点，一般而言春招在春节后快速完成。但考虑到 2026 年为规避春节较晚对春招的影响，据中国东方教育旗下部分学校招生广告，我们关注到公司已提前在 2025 年 11 月开启 2026 年春招，基于招生团队在精力分配上的调整，我们略微进行了相关调整。

表9：未来 3 年盈利预测表

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-----------|---------|---------|---------|
| 业务收入 | 4,116,185 | 4523687 | 5111767 | 5827414 |
| 同比 | 3% | 10% | 13% | 14% |
| 分业务收入 | | | | |
| 烹饪技术 | 1918134 | 2047313 | 2178705 | 2291127 |
| 西餐西点 | 342865 | 320610 | 389422 | 471322 |
| 信息及互联网技术 | 762744 | 860672 | 917105 | 957288 |
| 汽车服务 | 912103 | 954692 | 1100434 | 1287597 |
| 时尚美业 | 105439 | 239126 | 422762 | 713306 |
| 其他杂项 | 74200 | 101273 | 103338 | 106775 |

| | | | | |
|-------|--------|--------|---------|---------|
| 毛利率 | 51.37% | 55.06% | 59.01% | 61.00% |
| 销售费用率 | 23.7% | 21.6% | 20.6% | 20.6% |
| 管理费用率 | 12.3% | 10.0% | 9.0% | 9.0% |
| 税后利润 | 511395 | 785986 | 1095508 | 1375320 |
| % | 12% | 17.4% | 21.4% | 23.6% |
| YoY | | 53.3% | 39.4% | 25.5% |
| EPS | 0.23 | 0.35 | 0.49 | 0.62 |
| ROE | 8.9% | 13.4% | 18.2% | 22.0% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 3,979 | 4,116 | 4,564 | 5,207 | 5,986 |
| (+/-%) | 4.2% | 3.5% | 10.9% | 14.1% | 15.0% |
| 净利润(百万元) | 273 | 513 | 1072 | 1330 | 1682 |
| (+/-%) | -25.6% | 88.0% | 109.1% | 24.0% | 26.5% |
| 摊薄 EPS | 0.12 | 0.23 | 0.48 | 0.60 | 0.76 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 3,979 | 4,116 | 4,524 | 5,111 | 5,827 |
| (+/-%) | 4.2% | 3.5% | 9.9% | 13.0% | 14.0% |
| 净利润(百万元) | 273 | 513 | 786 | 1096 | 1375 |
| (+/-%) | -25.6% | 88.0% | 53.3% | 39.4% | 25.5% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.23 | 0.35 | 0.49 | 0.62 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 3,979 | 4,116 | 4,483 | 4,999 | 5,611 |
| (+/-%) | 4.2% | 3.5% | 8.9% | 11.5% | 12.2% |
| 净利润(百万元) | 273 | 513 | 506 | 725 | 982 |
| (+/-%) | -25.6% | 88.0% | -1.4% | 43.4% | 35.4% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.23 | 0.23 | 0.33 | 0.44 |
| 总股本(百万股) | 2,218 | 2,218 | 2,218 | 2,218 | 2,218 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值：6.89-7.95 港元/股

职业教育赛道中，中国东方教育的可比公司可分为两类：

一类是以中教控股（0839.HK）、新高教集团（2001.HK）等为主港股高教公司，其主营业务为利用旗下核心的学校资产为学生提供高等教育学历服务。此类港股高教公司旗下学校大部分为应用类高等教育学校，因此一定程度上可以算作职业教育赛道公司。但相较于中国东方教育，此类高等教育学校旗下资产较重，收入增长主要依靠兼并其他学校，或者现有学校招生爬坡实现，与中国东方教育新建校区较容易的商业模式存在比较明显的区别。同时，在政策层面，存量的民办高教公司在选营上推动较缓，一定程度上影响了此类公司估值中枢；而中国东方教育旗下的技工学院受此类监管政策影响较少。综上，我们分析以港股高教公司作为估值参考则较为不妥。

二类是以轻资产为主的职业考培公司、职业技能培训公司。职业考培公司中有包括中公教育（002607.SZ）、华图山鼎（300492.SZ）、粉笔（2469.HK）三家，

中公教育作为传统公考培训龙头，核心业务聚焦公务员、事业单位等招录培训，与华图山鼎共同作为最为领先的线下公考培训龙头。中公教育截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全国拥有 695 个直营分支机构，深度覆盖 300 多个地级市及 1500 多家大专院校，教研体系与积淀深厚。但近年仍处协议班后的持续调整阶段，面临营收下滑的压力，2024 年实现营收 26.27 亿元，同比下滑 14.89%；

华图山鼎转型后聚焦于公考招录培训，凭借“考编直通车”大单品与 1000 余家线下网点（同样覆盖 300 多个地级市，其中 84% 布局非省会城市）的下沉优势，实现营收、业绩快速增长。2024 年营收 28.33 亿元，以收入计，市占率已暂时领先于中公教育。由于公务员考试报考热度高，且公司仍处在业务转型的初期、收入业绩增速快，因此市场给予其一定溢价。

粉笔和中国东方教育同为港股上市公司，但业务来看有区别。初期以线上业务为核心，具备较强的线上基因。其免费题库粉笔 APP 实现客群的广泛覆盖，2025 年 6 月 MAU 已达 930 万；在转化阶段，线上线下结合的小班课程是收入占比最高的产品之一，2024 年实现营收 16.9 亿元，占总收入的约 60%。积极推进 AI，2025 年 4 月，粉笔基于自研 AI 模型推出行业首个创新 AI 大班课 AI 公考刷题系统班，定价 399 元，销售情况良好，预计全年有望突破 20 万单。粉笔在 AI 公考刷题系统班的基础上进一步优化，产品现已覆盖事业单位刷题班、面试班等等。粉笔作为港股小市值公司，一定程度上在估值方面有流动性折价。

职业技能培训公司中有包括行动教育（605098.SH）、*ST 传智（003032.SZ）。

行动教育作为企业管理职业技能培训领域的代表性企业，核心业务聚焦民营企业管理培训，以轻资产模式运营，无需大额投入实训基地及专业设备，核心依托董事长大班授课与成熟课程体系实现发展。公司深耕管理培训赛道多年，打造了“校长 EMBA”等核心课程大单品，聚焦中小企业家群体，凭借体系化的课程研发与精准的客群定位，实现稳健增长，2024 年实现营收 7.83 亿元，同比增长 16.54%，归母净利润 2.69 亿元，盈利能力突出；其课程以线下大班授课、企业内训为主，客户粘性较强，同时逐步拓展线上课程补充线下，形成“线上引流、线下转化”的运营模式，进一步扩大客群覆盖范围。

*ST 传智与中国东方教育的技能培训属性最为贴近，是国内领先的 IT 职业教育机

构，但业务聚焦于应用型计算机信息技术教育培训，专业设置较为单一。其与中国东方教育最大的区别在于，其培训课程聚焦 IT 技能赛道，这意味着在 IT 行业基础工程师招聘景气度高时，公司有更强大的弹性。公司主打 Java、Python、人工智能等热门 IT 技能培训课程，依托成熟的教学体系与就业服务，聚焦 IT 领域人才输送，但受 IT 行业技术迭代速度快、人才需求波动较大影响，近年业绩表现承压，2024 年时出现亏损，市盈率参考价值相对有限。

表 11: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 昨收盘 元 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | PEG 2025E | ROE 2024A | 评级 |
|-----------|--------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|--------------|------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | |
| 0667.HK | 中国东方教育 | 4.93 | 121.52 | 0.23 | 0.35 | 0.49 | 0.62 | 21.3 | 13.9 | 10.1 | 8.0 | 0.26 | 8.23% | 优于大市 |
| 605098.SH | 行动教育 | 41.76 | 55.33 | 2.25 | 2.52 | 2.85 | 3.21 | 18.6 | 16.6 | 14.7 | 13.0 | 1.54 | 27.94% | 优于大市 |
| 300492.SZ | 华图山鼎 | 69.39 | 151.64 | 0.38 | 1.76 | 2.2 | 2.85 | 182.61 | 39.43 | 31.54 | 24.35 | 1.59 | 18.40% | 优于大市 |
| 002607.SZ | 中公教育 | 2.53 | 173.30 | 0.03 | - | - | - | 84.30 | - | - | - | - | 25.36% | 暂无评级 |
| 2469.HK | 粉笔 | 1.73 | 42.97 | 0.11 | 0.11 | 0.14 | 0.18 | 15.71 | 15.71 | 12.34 | 9.60 | 0.65 | 18.23% | 暂无评级 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：以上货币单位均为人民币，除中国东方教育、华图山鼎外 EPS 为 wind 一致预测。

基于以上对可比公司的讨论，我们综合考量公司基本面、PEG 估值合理性及作为港股中小市值公司可能存在的流动性折价：从公司自身 PEG 估值逻辑出发，结合前述对公司盈利预测的讨论，20x PE 具备基本面支撑，但考虑到当前港股教育板块整体保守的估值中枢（板块主要公司 PE 多低于 13 倍），市场对教育股的偏好偏低。因此，我们认为给予公司 2026 年 13-15x PE。若后续港股教育板块估值修复、市场风险偏好提升，或在公司业绩持续验证成长性下，情绪得以修复，估值区间仍有进一步上修空间。2026 年 13-15x PE 对应合理价值为 6.89-7.95 港元/股（取人民币兑港币汇率 0.932），对应市值为 152.8-176.3 亿港币，2026/2/6 收盘价上行空间为 25.7%-45.1%。

投资建议

公司成熟专业招生及盈利能力持续修复确定性较强，同时新兴专业稳步布局，有望复制成功经验，打造增长新动能。我们预计公司 2025-27 年实现归母净利润 7.9/11.0/13.8 亿元（此前对应盈利预测为 8.6/10.9/13.4 亿元，此轮略微调整主要基于 2026 年春节较晚导致 2026 年春招布局需提前至 2025 年）对应增速为 53%/39%/26%。综合考虑公司业绩增速确定性、高分红率，给予公司估值较港股教育板块一定溢价，2026 年 13-15x PE，对应合理估值为 6.89-7.95 港元/股（取人民币兑港币汇率 0.932），对应 2026/2/6 收盘价上行空间为 25.7%-45.1%，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 6.89-7.95 港币之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，具体来说：我们选取了与公司业务相同或相近的职业教育赛道企业，比如行动教育、华图山鼎、粉笔等。取了可比公司 2026 年 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业绩成长的确性，给予公司 13-15 倍 PE 估值，可能存在遗漏可比公司、可比公司估值参考价值有限、以及选取时点估值存在高估或低估的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 10%/13%/14%，可能存在对公司服务学生人次及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 55.1%/58.6%/61.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年销售费用率、管理费用率分别为 21.6%/21.0%/20.6%，以及 10%/10%/10%，可能存在对公司费用管理能力高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司核心业务聚焦烹饪、美业、康养等职业技能培训赛道，当前赛道格局虽较为分散，但竞争可能会伴随着旺盛需求日趋激烈。若公司未能持续强化“标准化教学+规模化就业”的核心竞争力，或无法依托实训基地优势巩固龙头地位，面对行业内产品创新、价格竞争、渠道扩张等冲击，可能出现市场份额下滑、盈利能力承压的风险。

新赛道培育及核心业务增长不及预期的风险：目前来看，公司现有专业已逐步走向成熟，后续弹性一定程度上来自欧曼蒂美业扩张及宠物、康养赛道培育，同时依赖新东方烹饪、汽修和 IT 业务的稳定贡献。美业业务仍处于快速孵化期，若校区扩张节奏与生源匹配度不足，或教学效果未达学员预期，可能导致招生不及预期，无法实现业绩增量目标；宠物、康养赛道处于初期探索阶段，若市场需求调研不到位、课程体系与行业岗位标准脱节，或就业渠道搭建滞后，可能导致新赛道培育进展缓慢，无法如期贡献营收。此外，若新东方烹饪、汽修\IT 业务受消费需求波动、同类竞品冲击，出现培训人次下滑，将直接影响公司整体业绩增长。

财务风险

预收款项及退费风险：公司业务以预付费模式为主。若未来行业竞争加剧、学员对教学效果或就业质量不满，可能出现退费比例上升的情况，导致营收确认延迟、现金流压力增加。尽管公司无协议班类高退费风险，但大规模集中退费仍可能对资金流动性产生不利影响，影响校区扩张及新赛道投入计划。

中重资产扩张相关财务压力风险：公司所处赛道需大额投入实训基地建设、专业设备采购。若新校区招生未达预期，固定成本无法有效摊薄，将导致单校区盈利不及预期；同时，持续的校区扩张、实训设备更新需要大量资金投入，可能加剧公司现金流紧张风险，若融资渠道受限，将进一步影响业务扩张进度

技能教学技术落地及迭代不及预期的风险：公司核心依赖实操教学，随着产业技术升级，烹饪、康养、IT 相关技能迭代速度加快，若公司未能及时跟进行业技术变化，实训设备、课程体系更新滞后，或未能将数字化、智能化技术有效融入实操教学，将导致教学效率、学员技能竞争力下降，无法满足企业岗位需求，进而影响招生及就业质量，导致技术投入无法转化为竞争优势。

核心教研与实操师资流失风险：职业技能培训行业竞争的核心是实操师资与教研能力，公司核心竞争力依赖专业的实操讲师及教研团队。随着行业对优质技能教育人才的争夺加剧，若公司无法在薪酬待遇、职业发展、技能培训等方面维持竞争力，可能导致核心实操讲师、教研人员流失，进而影响课程质量、实训效果及品牌口碑，削弱核心竞争优势。

政策风险

教育行业监管政策变动风险：公司所处非学历职业技能培训行业受政策监管影响相对较小，但若未来相关部门出台更严格的监管政策，如规范收费模式、限制广告投放、强化教学质量及安全监管、要求机构合规备案等，将增加公司合规成本。同时，若针对职教行业的税收优惠、补贴政策调整，可能对公司盈利能力产生直接影响，削弱盈利弹性。

职业技能培训相关政策调整风险：若相关部门对职业技能培训行业出台专项监管措施，如规范培训时长、限制收费标准、强化实训安全监管、调整技能资质认证体系等，将改变行业经营环境。此外，地方监管部门对线下实训场地的消防、安全、环保等要求提高，将增加公司校区运营的合规压力，若未能及时达标，可能面临校区暂停运营、罚款等风险，影响业务正常开展。

产业政策及人才需求变动风险：公司业务与下游产业政策、人才需求高度相关，若未来国家针对餐饮、康养、宠物等下游产业出台调控政策，或行业人才需求出现波动，可能直接影响培训需求总量。同时，若就业扶持政策调整，可能影响学员报考意愿及就业渠道稳定性，对公司招生及就业质量产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制权不稳定风险：若公司实际控制人所持股份出现质押比例过高、司法冻结等情况，或发生股权纠纷，可能导致公司控制权发生变动，影响经营决策的稳定性与连续性，进而影响校区扩张、新赛道培育等战略的推进，对公司长期发展产生不利影响。

合作协同不及预期风险：公司业务发展依赖与下游宠物医院、康养机构、餐饮企业的就业合作，同时可能开展师资、课程研发等方面的对外合作。若双方在资源整合、利益分配、合作推进等方面出现分歧，或合作进度滞后，将导致合作无法达到预期效果，无法有效借助合作方资源提升就业质量、优化课程体系，影响公司核心竞争力提升。

其他风险

实际控制人其他产业间接对公司业务造成影响的潜在风险：公司实际控制人吴俊保通过新华控股集团布局教育、房地产、金融等领域。若实控人旗下其他业务面临行业调控、资金链紧张等经营压力，可能存在通过财务资助等方式占用公司资金的潜在风险，导致公司现金流紧张，影响校区扩张、新赛道培育等核心战略推进；此外，若地产业务出现合规风险、债务违约等问题，可能引发市场对公司与表外业务关联风险的担忧，损害公司品牌形象及市场信心，进而影响公司股价及

估值水平，且相关表外业务风险可能通过股权控制关系传导至公司，对公司正常经营产生不利影响。

股东减持风险：若公司股东（尤其是控股股东、董监高及其一致行动人）未来实施减持计划，或通过大宗交易、集中竞价等方式大规模抛售股份，可能导致公司股价出现较大波动，影响市场信心，进而影响公司估值水平。

港股流动性及市场情绪波动风险：公司作为港股上市公司，相较于A股公司存在一定的流动性折价。若未来港股市场整体流动性收紧、教育板块估值中枢持续下行，或市场对职教行业风险偏好下降，可能导致公司股价波动加剧，甚至出现估值与基本面脱节的情况，影响股东收益。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 1515 | 1467 | 2826 | 3152 | 3323 | 营业收入 | 3979 | 4116 | 4524 | 5112 | 5827 |
| 应收款项 | 329 | 351 | 385 | 431 | 495 | 营业成本 | 2070 | 2002 | 2033 | 2096 | 2273 |
| 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 | 977 | 1053 | 1200 |
| 流动资产合计 | 3908 | 3969 | 5311 | 5679 | 5910 | 管理费用 | 547 | 520 | 721 | 708 | 752 |
| 固定资产 | 3080 | 3309 | 3831 | 3959 | 3868 | 财务费用 | (139) | (118) | (59) | 9 | (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 | (96) | (116) | 120 | 120 | 120 |
| 资产总计 | 9291 | 9484 | 11180 | 11569 | 11611 | 营业利润 | 368 | 654 | 1003 | 1399 | 1756 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 1264 | 1370 | 868 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 193 | 219 | 205 | 207 | 234 | 利润总额 | 368 | 654 | 1003 | 1399 | 1756 |
| 其他流动负债 | 2140 | 2375 | 2324 | 2414 | 2695 | 所得税费用 | 95 | 142 | 217 | 303 | 380 |
| 流动负债合计 | 2333 | 2595 | 3792 | 3991 | 3797 | 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 | 786 | 1096 | 1375 |
| 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) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 负债合计 | 3684 | 3735 | 5313 | 5538 | 5373 | 净利润 | 273 | 513 | 786 | 1096 | 1375 |
| 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 | 5867 | 6032 | 6238 | 折旧摊销 | 349 | 349 | 653 | 658 | 655 |
| 负债和股东权益总计 | 9291 | 9484 | 11180 | 11569 | 11611 | 公允价值变动损失 | 0 | (32) | (32) | (32) | (32) |
| | | | | | | 财务费用 | (139) | (118) | (59) | 9 | (2) |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | (92) | 737 | 331 | 77 | 278 |
| 每股收益 | 0.12 | 0.23 | 0.35 | 0.49 | 0.62 | 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.30 | 0.42 | 0.53 | 经营活动现金流 | 530 | 1567 | 1738 | 1799 | 2277 |
| 每股净资产 | 2.53 | 2.59 | 2.65 | 2.72 | 2.81 | 资本开支 | 0 | (710) | (800) | (720) | (648) |
| ROIC | 5% | 9% | 16% | 23% | 29% | 其它投资现金流 | 478 | (91) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 5% | 9% | 13% | 18% | 22% | 投资活动现金流 | 478 | (801) | (800) | (770) | (698) |
| 毛利率 | 48% | 51% | 55% | 59% | 61% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 8% | 15% | 18% | 25% | 27% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 17% | 24% | 32% | 37% | 39% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | (668) | (931) | (1169) |
| 收入增长 | 4% | 3% | 10% | 13% | 14% | 其它融资现金流 | (928) | (815) | 1264 | 106 | (501) |
| 净利润增长率 | -26% | 88% | 53% | 39% | 26% | 融资活动现金流 | (928) | (815) | 596 | (825) | (1670) |
| 资产负债率 | 40% | 39% | 48% | 48% | 46% | 现金净变动 | 80 | (48) | 1533 | 204 | (92) |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 5.5% | 7.7% | 9.6% | 货币资金的期初余额 | 1435 | 1515 | 1467 | 2826 | 3152 |
| P/E | 41.5 | 22.1 | 14.4 | 10.3 | 8.2 | 货币资金的期末余额 | 1515 | 1467 | 3000 | 3030 | 3060 |
| P/B | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 企业自由现金流 | 0 | 863 | 798 | 995 | 1535 |
| EV/EBITDA | 24 | 16 | 12 | 9 | 8 | 权益自由现金流 | 0 | 140 | 2107 | 1094 | 1035 |

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

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提及的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