

教育行业 | 公司研究

2023年3月29日

买入

维持

市场数据：2023年3月28日

收盘价(港元)	4.56
恒生中国指数(HSCEI)	6,730
52周最高/最低价(港元)	7.35/2.34
市值(亿港元)	99
流通股(百万股)	2,179
汇率(人民币/港元)	1.15

股价表现:



资料来源: 彭博

证券分析师

黄哲
A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

赵思昊
A0230522120001
zhaosh@swsresearch.com

联系人

赵思昊
(8621)23297818×7317
zhaosh@swsresearch.com

逆势扩张，疫后丰收

中国东方教育(00667.HK)

中国东方教育控股有限公司是中国最大的职业教育培训机构，致力于提供专业烹饪技术、信息技术、汽车服务技术和时尚美业等领域的职业培训服务。截止2022年，东方教育平均培训人次达到14.2万人。同期公司收入达38.2亿元，经调整净利润2.66亿元。虽然公司2022年受新冠疫情以及职普比1:1政策推行的后续影响，但我们认为公司有望在2023年开启招生及业绩的全面反弹，主要源于：1) 集团在疫情期间保持容量扩张，疫后线下招生重启，在校人数恢复，规模效应有望显现。2) 区域中心项目将在未来的2-3年陆续建成，校园环境、学历层次提升后，招生竞争力增强，叠加潜在的学制延长机会，带动在校人数持续增长。

未雨绸缪扩容，逆境反转可期。中国东方教育在疫情期间维持扩张态势，2022年，教学中心数量达到244个(较2019年累计增长67个)，根据我们测算，集团总容量已达到22.5万人，利用率仅63%，充足的容量储备也为集团的疫后复苏打下基础。随着22年末“新十条”发布，我们认为疫情防控的不断优化将带动人口流动的常态化。在春季招生时，中国东方教育的线下到校参观以及学生报道也将已有显著改善，而2022年的3-5月及11-12月，受疫情影响，集团院校招生受阻，低基数效应显著。同时，随着下游餐饮等行业的修复，人才需求上升，职业培训板块景气度进一步提振。因此，我们预计集团2023年的平均培训人次将达到16.1万人，同比增长13%。

区域中心，长坡厚雪。公司已在成都、济南等地规划8-10个区域中心，单校容量将达到1.5万人以上。参考集团安徽区域中心项目，在校人数超2.5万人水平，我们预计在区域中心建成后，职教城项目平均培训人次将超20万人。叠加非区域中心培训人数，总体在校规模有望突破30万人。同时得益于大区中心的建设，校园硬件条件将符合中职或技师学校标准，获取中专或技校牌照后，东方教育旗下学校办学层次将有大幅度提升，而在获得技师学院牌照后，公司也将推出“3+2”学制专业，延长学生在读时长。我们预计集团的平均在校生将保持13.3%的复合增速，25年达到20.8万人，对应收入将在25年增长至60.3亿元。随着招生增长，人员、折旧等成本扩张有限，集团的规模效应也将逐步显现。另外，公司已布局线下招生渠道，入学举办讲座的精准招生模式以及高邀约率，将缓解线上招生压力，从而降低公司营销费率，提升公司盈利能力。我们预计东方教育经调整净利率将在23/24/25年分别恢复至13%/17%/21%。

维持买入评级。由于新冠疫情管控放开，我们预计中国东方教育线下报名恢复，带动集团招生回暖。中长期区域中心项目建成推出，持续提升院校办学层次及招生规模，保障集团长期在校生规模增长。我们维持中国东方教育23/24/25年的经调整净利润预测为人民币5.62/8.98/12.42亿元，对应EPS为0.26/0.41/0.57元。DCF目标价8.01港元，较现价有76%空间，维持买入评级。

风险提示：区域中心建设速度不及预期；低线城市校园招生情况不利，导致学校关闭。

财务数据及盈利预测

人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,140	3,819	4,414	5,282	6,033
同比增长率(%)	13.45	(7.75)	15.57	19.67	14.22
经调整净利润(百万元)	432	266	562	898	1,242
同比增长率(%)	(13.65)	(38.42)	111.11	59.81	38.33
每股收益(元)	0.20	0.12	0.26	0.41	0.57
净资产收益率(%)	7.53	4.67	8.97	12.54	14.78
市盈率(倍)	25.17	40.86	16.83	10.53	7.61
市净率(倍)	2.18	2.19	2.00	1.75	1.49

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

China East Education is the largest vocational training service provider in China, dedicated to providing vocational training in fields such as culinary, information technology, automotive service, and fashion and beauty. By 2022, the company achieved average enrolments of 142k and generated revenue of Rmb3.82bn and adjusted net profit of Rmb266m. Due to the impact from COVID-19 and "1:1 split" policy, earnings showed a decline trend in 2022. But we believe the company will benefit from: 1) scale effect driven by growing enrolments due to rebooted offline recruitment and sufficient capacity; 2) improvement of school environment and academic level due to the construction of regional centers, increasing competitiveness of student recruitment and extending study time.

Expand ahead to be prepared for rebound. Despite the challenge posed by pandemic, China East Education maintained learning center expansion, with the number of learning centers reaching 244 in 2022, up by 67 from that in 2019. We estimate total capacity has reached 225k, with only 63% utilization rate, providing a solid foundation for post-pandemic recovery. With the new COVID control policy in China, we believe population mobility will be normalized, thus, offline campus visits and student registration will also see significant improvements during spring recruitment. Besides, enrolments were hindered by the pandemic in the period of March to May and November to December 2022, which will play a significant low base effect in 2023. And with recovering demand for professionals due to the expansion of downstream industries, we forecast average enrolments of China East Education will rise by 13% YoY to 161k in 2023E.

Regional centers ensure long-term growth. China East Education planned to establish 8-10 regional centers in cities such as Chengdu, Jinan, etc., with a single-school capacity of over 15k enrolments. Referring to Anhui regional center, which has over 25k enrolments, we anticipate average enrolments to exceed 200k for regional centers once all constructions are completed. Coupled with enrolments that not belong to regional centers, overall enrolments are expected to exceed 300k. Of note, hardware conditions of regional centers will fully meet the standard of secondary vocational or technical schools. After obtaining the license for secondary vocational or technical schools, academic level will be significantly improved. And China East may also introduce "3+2 years" program once achieved technical college license, extending the length of study. We expect average enrolments of China East will grow at a Cagr of 13.3%, reaching 208k in 2025E, corresponding to revenue of Rmb6.03bn. As enrolment grows, cost expansion for staff, D&A, and others will be limited, and the scale effect will perform. Besides, the company established offline recruiting channels by holding offline roadshows at schools. Offline marketing enables precise recruitment and high invitation rate, allowing the firm to alleviate pressure from high online marketing cost, reduce sales expense ratio and raise margins. We forecast adjusted net margin of the company to rebound to 13%/17%/21% in 23E/24E/25E.

Maintain Buy. Due to loosening control of COVID-19, we expect offline school visits and student registration will recover, driving enrolments to pick up. Regional centers will gradually be completed, improving academic level and enrolments of the company. We maintain a adjusted net profit forecast of China East Education to be Rmb562m/898m/1,242m for 23E/24E/25E, corresponding to EPS of Rmb0.26/0.41/0.57. Our DCF target price is HK\$8.01. With 76% upside, we maintain BUY rating.

Risks: Construction of regional center is slower than expect; recruitment of schools in lower-tier cities faced competition, operation got ceased.

投资案件

投资评级与估值

我们预计中国东方教育的收入将以 16.5% 的年复合增长率从 2022 年的 38.2 亿元增长至 2025 年的 60.3 亿元。我们预计调整后净利润将从 2022 年的 2.66 亿人民币增长至 2025 年的 12.4 亿人民币，三年复合增长率为 67%，25 年经调整净利润率将达到 21%。根据 DCF 模型，公司目标价为 8.01 港元，较现价有 76% 的上涨空间，维持买入评级。

核心假设

随着下游行业受疫后复苏，人才需求上升，公司的传统业务招生有望企稳恢复，叠加公司职教城建设完成，以及美业等新业务的拓展，我们预计东方教育的平均培训人数将以 13.3% 的三年复合增速增长至 2025 年的 20.8 万人。公司强大的品牌、优质的学生服务和极高的毕业生就业率将保证公司的学费稳定增长。我们预计 2024 年平均学费将增加至 2.9 万元人民币，三年复合增长率为 2%。

由于学校学历的提升，区域中心扩张，以及线下招生渠道的铺设，我们预计公司成本及营销费用将得到有效控制，我们预测公司毛利率将逐步扩大，从 2022 年的 49.5% 增长至 2025 年的 55%，营销费率将从 2022 年的 24.8% 下降至 2025 年的 16.2%。

有别于大众的认知

我们认为中国东方教育在疫情期间，招生困难是因为线下招生难以开展导致，随着线下招生恢复，学生上门参观及报名均将恢复。线下招生回暖，招生数据向好，东方教育的规模效应有望重新显现，成本及营销费用的增长将得到控制，利润率有望迅速释放。

另外，我们认为东方教育与公办中职的竞争是短期影响，随着公司区域中心的建设，院校学历水平以及校园环境的提升，东方教育有望凭借自身高就业率、强研发的特点重新在招生端占据主动，从而带动招生数据恢复。同时，由于学历层次的提升，我们相信东方教育也将遵循《技工专业目录》开展更多新专业，并且也将在申办技师学院的院校开设 5 年制专业，大幅延长学生在校时间，进一步提升在校生规模。

股价表现的催化剂

疫情后招生修复超预期；区域中心建设提升运营效率及学历水平，促进招生及盈利改善；中专及技工牌照审批提速，公司学历劣势被弥补，招生增长提速；更快速的专业及课程开发使得入学人数增长快于预期；美业开店及招生超预期，收益规模增长超预期；线下渠道招生发力，线上投放放缓，销售费用率降低，带动利润率上升；餐饮行业恢复加快，龙头企业扩张刺激东方教育餐饮培训需求；新能源行业受利好政策带动，对上游人才需求提升，利好万通汽车板块招生。

风险提示

区域中心建设速度不及预期；低线城市校园招生情况不利，导致学校关闭；疫情影响下游餐饮行业发展，厨师人才需求减少；学历申请不及预期，与公办竞争持续，影响招生；由于研发能力减弱，未能及时开发新课程来满足新兴行业对职业培训的需求，导致市场份额的流失；由于职业培训行业竞争加剧，营销费用或将大幅增加。教学质量的下降降低了毕业生的质量，导致与雇主的合作中断，影响公司的就业率和学校声誉，从而导致学费和在生减少。

目录

1. 竞争转变为机遇，学历提振迎成长空间.....	4
1.1 逆境中迎发展，容量潜力不容忽视.....	4
1.2 后职普比 1:1 时代，东方教育有望脱颖而出.....	5
1.2.1 牌照获取积极推进，职教城落地进一步提升学历层次.....	7
1.2.2 办学层次提升后，升学及拓宽专业覆盖面成为可能.....	8
1.2.3 技师学院资质落地，学制延长可期.....	10
1.2.4 绑定雇主，学生毕业即就业，人力资源属性凸显.....	11
2. 开拓美业培训，进军新兴蓝海市场.....	12
2.1 美容、医美及康养行业供给旺盛，人才需求攀升.....	14
2.2 美业培训竞争格局分散，欧曼谛借力东方优势扩张.....	16
2.3 美业单校模型数据优异.....	17
3. 疫后复苏，招生形态重回线下.....	19
3.1 疫情管控放松，人口流动催化招生复苏.....	19
3.2 职业培训行业后周期属性显著，下游行业已明显复苏.....	21
4. 营销渠道变革，销售费用率有望回归合理区间，带动盈利能力回升.....	23
5. 维持买入，目标价 8.01 港元.....	27
6. 催化剂及风险.....	29
附录：管理团队.....	30
财务数据.....	31

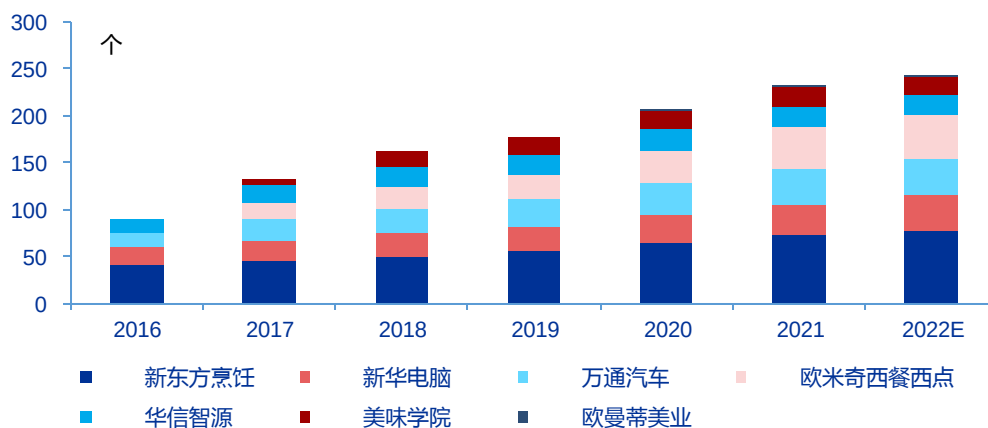
1. 竞争转变为机遇，学历提振迎成长空间

1.1 逆境中迎发展，容量潜力不容忽视

中国东方教育在 20-22 年疫情期间依旧保持着稳定的扩张态势，并继续推进集团在 2019 年上市时制定的双轮驱动目标，即：1）兴建大区中心（职教城）；2）向 800 万人口城市下沉，新开教学点。截至 2022 年，中国东方教育教学中心数量达到 244 个（较 2019 年累计增长 67 个），其中，新东方烹饪/新华电脑/万通汽车/欧米奇西餐西点/华信智源/美味学院/欧曼蒂美业的教学点数量分别为 77/38/39/46/21/20/3 个。

从各板块布局看，新东方烹饪、新华电脑、万通汽车和欧米奇已基本完成全省会城市的覆盖并覆盖了部分下沉城市。未来，公司在覆盖广度的提升将有所放缓，省会城市的中小型教学点扩张将主要集中于欧曼蒂美业板块。从现有教学点数量测算，假设新东方烹饪、万通汽车、欧曼蒂美业规划的院校平均容量为 1300 人，新华电脑所规划的院校平均容量为 1500 人，欧米奇西餐西点平均容量为 200 人，而华信智源及美味学院规划容量 100 人，集团现有容量可容纳约 22.5 万人，以 2022 年 14.3 万在校生人数测算，利用率约 63%。

图 1：中国东方教育在疫情期间保持了稳健的扩张趋势，教学中心数量在 22 年达到 244 个



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：中国东方教育现有容量测算及个品牌院校利用率

	教学点数量	假设平均单校容量	容量测算	平均培训人次	利用率
新东方烹饪	77	1,300	100,100	60,209	60%
新华电脑	38	1,500	57,000	41,947	74%
万通汽车	39	1,300	50,700	33,898	67%
欧米奇西餐西点	46	200	9,200	4,453	48%
华信智源	21	100	2,100	431	21%
美味学院	20	100	2,000	972	49%
欧曼蒂美业	3	1,300	3,900	855	22%
中国东方教育	244	922	225,000	142,765	63%

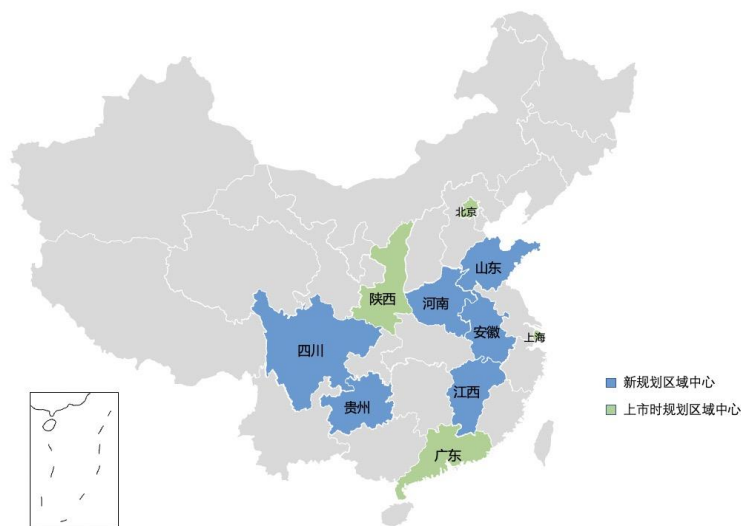
资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国东方教育也将大区中心建设重新提上议程。在 2019 年上市时，公司提出将使用 45% 的上市融资金额，共计约 21 亿港元用于北京、上海、广州、成都、西安五地的区域中心建设。后续由于土地审批及获取进度不同，公司最终在济南、成都、郑州、贵阳等地相继获得土地，并已开工建设，2022 年，济南、成都区域中心也有部分校园建设完成并投入使用。

集团旗下唯一成熟的职教城项目为合肥区域中心，包含安徽新东方烹饪，安徽新华电脑以及安徽万通汽车，共计在校生人数已超 2.5 万人。新规划的各地职教城也将对标安徽合肥区域中心，规划土地均约 1000 亩，建设容量规划也将达到 1.5-2 万人。由于中国东方教育规划在 2027 年前，建设 8-10 个区域中心，我们预计区域中心类院校总容量将达到 14.5-22.5 万人（包含安徽区域中心）。

由于区域中心集中在省会城市周边，我们认为集团招生对下属地市的虹吸效应将进一步提升。同时，当地原有的在校生也将全部搬入职教城项目中。而公司过往采用的是租用校园办学的模式，在兴建职教城后，预计租用校区将陆续退租。成本将主要以折旧摊销体现。鉴于职教城建成初期，利用率相对较低，且部分原有校区将在短期继续维持经营，保障师生完成过渡。因此我们预计中国东方教育短期运营效率将小幅下降，但随着职教城在校生规模的提升，规模效应有望显现，未来经营效率提升空间广阔。

图 3：中国东方教育已在安徽、山东、河南、四川、贵州、江西等省份规划区域中心



资料来源：公司公告，申万宏源研究

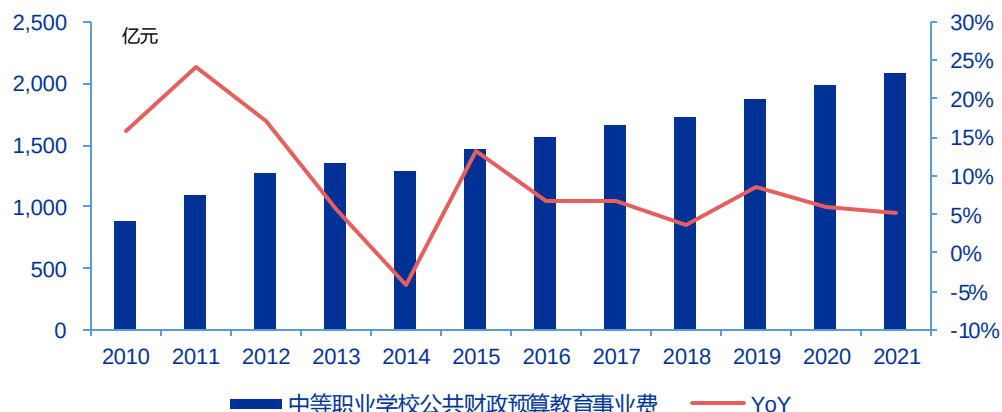
1.2 后职普比 1:1 时代，东方教育有望脱颖而出

职普比 1:1 推行加剧短期竞争。2010 年，国务院发布了《中等职业教育普及率提高行动计划》，提出到 2020 年中等职业教育毛入学率达到 51% 以上，每年新招生占普通高中招生总数的 40% 以上的目标。自 2020 年起，教育部再次提出“职普比相当”的概念。在教育部 2021 年 3 月发布的《关于做好 2021 年中等职业学校招生工作的通知》中也再次强调了要“坚持职普比大体相当”。

我们认为新政致力于推动普通高中与中等职业教育的协调发展，并要求各省市教育厅及教委严格实施初中毕业生去往中等职业学校和普通高中按照 1:1 分流。由于中国东方教育和中等

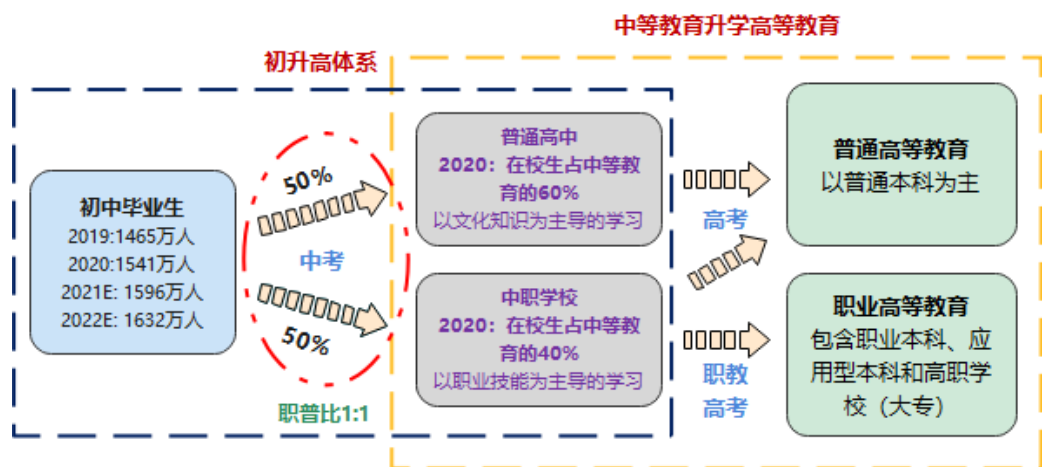
职业学校都以初中毕业生为招生对象，职普分流又以初中毕业生上中职学校为目标，且公办的中职院校普遍采用免学费入学的政策。此外，由于职普比 1:1 分流政策的实施，公办中职院校也在财政的补助下扩大招生规模，提升办学质量。中等职业学校公共财政预算教育事业费在 2021 年创出新高，达到人民币 2086 亿元，3 年复合增速达到 6.6%。公办中职学校扩招以及办学投入的增加也导致行业招生竞争加剧。

图 4：中等职业学校公共财政预算教育事业费持续增长，公办中职学校竞争力加强



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：职普 1:1 分流导致中等教育阶段生源变化，无学历授予资质的部分东方教育的培训中心招生竞争力有所下滑



资料来源：教育部，申万宏源研究

但我们相信在职普比 1:1 政策严格实施后，中国东方教育将逐渐适应来自中职院校的竞争，并通过牌照获取，巩固就业等方式重获市场青睐，其竞争优势包括：1）职教城建设完成后，中专和技工牌照的获取逐步推进，学历劣势有望被抹除；2）开展职教高考升学班，技能培训同时迎合学生职教高考学历提升需求，或将成为招生一大增长点；3）新品牌和专业的设立拓宽培训品类，触达更多意向生源；4）就业渠道稳固，出色就业率塑造优质口碑，学生家长认可度高。

图 6：中国东方教育有望在牌照申请落地后加强竞争优势

学历	- 现有中职、技工院校46所（共244所），剩余198所院校正在申请中职或技工牌照。 - 合肥、成都、济南、贵阳等地建设区域中心，区域中心硬件标准将符合中职申请标准，建成后提升公司学历层次。 - 通过合作，让学生获取函授中专学历，打通学生职教高考升学路径。
就业	- 就业作为公司强项，新东方烹饪学院、新华电脑教育和万通汽车教育参加长期课程的毕业生就业率分别为94.3%，95.5%和96.0%。 - 与超万家企业合作，签订学生就业输出协议，保障学生毕业即就业。 - 终身就业服务承诺，学生在工作多年后依旧可以通过东方再就业。
专业课程研发	- 探索新职业培训领域，在2019年推出欧曼谛时尚美业品牌，成都第一所院校发展迅猛。 - 孵化酒店管理、幼师、康养等时下热门专业，扩大可触达生源群体。 - 设立技工层次院校后，可参照人社部《技工专业目录》开设新专业。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2.1 牌照获取积极推进，职教城落地进一步提升学历层次

截至 2022 年，中国东方教育在全国共运营了 244 所学习中心，其中包括 46 所已获得中职、技工或高级技工牌照的学校以及 198 所暂无学历的职业培训中心。未来，公司一方面将继续推进余下培训中心继续申请中职或技工牌照。另一方面，对于现有的技工学校，中国东方教育也将配合职教城项目落地，将原有的办学层次进一步提升，完成从培训机构>>技工>>高级技工>>技师学院的升级。

参考人社部在 2012 年发布的《技工院校设置标准（试行）的通知》：

技工学校设施要求包括：1）占地面积不少于45亩；2）设立3年内培养规模应达到1600人。其中，学制教育在校生规模800人以上，年职业培训规模800人次以上等。

高级技工学校设置要求包括：1）占地面积须不少于100亩；2）建筑面积不少于5万平方米；3）培训规模达到4000人以上，学制教育在校生不低于2000人等。

技师学院设置要求包括：1）占地面积须不少于150亩；2）建筑面积不少于8万平方米；实习实验场所不少于2.5万平方米；3）培训规模达到5000人以上，学制教育在校生不低于3000人；4）设立技师学院3年内高级技工、预备技师（技师）在校生规模不低于60%，高级技工、技师、高级技师年培训规模不低于1000人次等。

由于中国东方教育规划的职教城项目占地面积普遍在1000亩上下，并均分土地给到入驻的新东方烹饪、新华电脑、万通汽修三家机构，单机构占地面积均在300亩以上，满足申办高级技工及技师学院的硬件要求。因此预计随着职教城项目逐步落地，东方教育的办学层次有望持续提升，而办学层次的提升也将进一步加强公司与公办中等职业教育院校的竞争。

此外，虽然东方教育旗下的部分院校受限于办学层次的原因，无法以自身名义授予学历及学位，但公司通过与各地的中职学校合作，采用函授的形式帮助学生获取学历，而函授中职学

历从学历层次上与普通中职学历具有平等的地位。同时，公司通过将学生学籍挂靠自有中职学校的方式，或通过当地中职院校合作让报读学生获得函授中专的学历，从而缓解短期来自公办中职院校的竞争。

图 7：技工类学校设置标准表格

	技工学校	高级技工学校	技师学院
办学年限要求	无	应经过技工学校办学水平评估，并举办过两期以上高级技工培训班	应经过高级技工学校办学水平评估，并举办过两期以上技师培训班
管理团队	校长：本科以上学历，高级专业技术职务或高级技师职业资格，3 年以上职业教育工作经历。	校长、教学副校长：本科以上学历，高级专业技术职务或高级技师职业资格；校长具有 5 年以上职业教育工作经历。	院长、教学副院长：本科以上学历，高级专业技术职务或高级技师职业资格；院长具有 5 年以上职业教育工作经历。
学生规模	3 年内在校生规模：1600 人 学制教育规模：>800 人 年职业培训规模：>800 人次	在校生：4000 人 学制教育规模：>2000 人 年职业培训规模：>2000 人次 设立 3 年内高级技工学制在校生：>50% 设立 3 年内高级技工年培训规模：>800 人次	在校生：5000 人 学制教育规模：>3000 人 年职业培训规模：>2000 人次 设立 3 年内高级技工、技师在校生：>60% 设立 3 年内高级技工、技师、高级技师年培训规模：>1000 人次
常设专业	技工专业：>3 个	高级技工专业：>4 个	预备技师专业：>2 个
校园面积	占地面积：>3 万平方米（约 45 亩） 校舍建筑面积：>1.8 万平方米	占地面积：>6.6 万平方米（约 100 亩） 校舍建筑面积：>5 万平方米	占地面积：>10 万平方米（约 150 亩） 校舍建筑面积：>8 万平方米
实习、实验	实习、实验场所建筑面积：>0.5 万平方米 设备总值：>300 万元	实习、实验场所建筑面积：>1.5 万平方米 设备总值：>1500 万元	实习、实验场所建筑面积：>2.5 万平方米 设备总值：>4000 万元
师生配比	师生比：>1:20 具有实践经验教师：>20% 技术理论课教师和实习指导教师：>70%	师生比：>1:20 具有实践经验教师：>20% 技术理论课教师和实习指导教师：>70% 一体化教师占技术理论课教师和实习指导教师：>50%	师生比：>1:18 具有实践经验教师：>25% 技术理论课教师和实习指导教师：>70% 一体化教师占技术理论课教师和实习指导教师：>60%
教师资质	技术理论课教师中级技能以上职业资格：>30%	技术理论课教师中级技能以上职业资格：>40% 实习指导教师高级实习指导教师职务或技师、高级技师职业资格：>45%	技术理论课教师中级技能以上职业资格：>60% 实习指导教师高级实习指导教师职务或技师、高级技师职业资格：>50%
专业配套	实习课时占总课时：>50%	学校各常设专业至少有一名专业带头人	学院各常设专业至少有一名专业带头人
校企合作	每个专业应有相应的合作企业	每个高级技工专业应有 3 个以上合作企业	每个预备技师（技师）、高级技工专业应有 5 个以上合作企业

资料来源：人社部，申万宏源研究

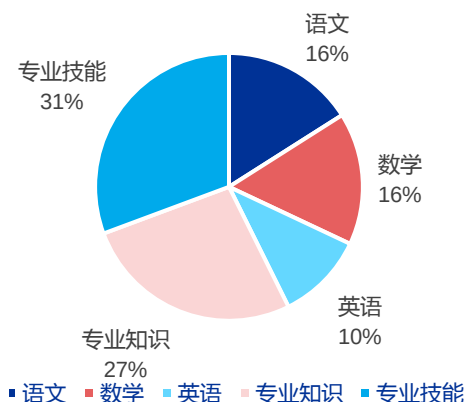
1.2.2 办学层次提升后，升学及拓宽专业覆盖面成为可能

2022 年 10 月，中办、国办联合发布《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，再次提出要“加快建立“职教高考”制度，完善“文化素质+职业技能”考试招生办法，加强省级统筹，确保公平公正”。在中央政策推动下，各省“职教高考”也在陆续推出。以山东省为例，2020 年 1 月，教育部和山东省联合发布《教育部山东省人民政府关于整省推进提质培优建设职业教育创新发展高地的意见》，在山东省建立“职教高考”制度，招生对象仅面向中等职业学校学生（含职业中专、职业高中、普通中专、成人中专、技工学校）。山东省职教高考考试

科目分为语文 120 分、数学 120 分、英语 80 分三科。专业理论 200 分，专业技能 230 分，总分 750 分。其中，专业知识、技能占比达到 57%。

随着职教高考的推广，中职院校学生升学路径逐渐清晰，过往中职毕业即就业的模式正被升学职业本科及高职所取代，部分五五分流（职普比 1:1）的学生也开始选择升学高等职业教育的路径。因此，中国东方教育也推出了相关升学班型。通过出色的技能培训课程，叠加部分文化课培训，帮助学生在职教高考中获得更好的成绩。我们认为中国东方教育开展职教高考升学班，迎合学生职教高考学历提升需求，有望成为公司未来招生的额外增长点。

图 8：山东省职教高考各科目分值



资料来源：山东省教育考试院，申万宏源研究

得益于区域中心的建设以及办学层次的深化，在获得技工学校、高级技工学校及技师学院资质后，中国东方教育旗下院校可以在烹饪、信息技术、汽修等专业外按照人社部所制定的《全国技工院校专业目录（2022 年修订）》，对可开设的科目进行拓展，包含了如机械类、财经商贸类、文化艺术类等 15 个专业大类，330 个专业。

从中国东方教育现布局的专业看，其专业主要涵盖了信息类（计算机程序设计、云计算技术应用等）、交通类（交通客运服务、汽车检修等）及部分服务类（烹饪、美容美发与造型等）和文化艺术类（美术设计与制作）专业。当有更多的院校获得技工及以上办学层次后，我们预计公司将进一步拓宽专业设置，未来教学扩科潜力巨大。

图 9：人社部《全国技工院校专业目录（2022 年修订）》部分专业摘要

	专业大类	专业名称
1	机械类	数控加工、数控编程、机械装配、模具制造、数字化设计与制造等
2	电工电子	电气自动化设备安装与维修、 工业机器人应用与维护 、光电技术应用等
3	信息类	计算机网络应用、计算机程序设计、云计算技术应用等
4	交通类	交通客运服务、汽车检修、工程机械运用与维修、铁道施工与养护等
5	服务类	烹饪、导游、美容美发与造型 、会展服务与管理、 康复保健 等
6	财经商贸	市场营销、电子商务、国际贸易、会计、工商企业管理等
7	农业类	现代农艺技术、果蔬花卉生产技术、畜牧兽医、林产品加工等
8	能源类	矿物开采与处理、矿山测量、钻探工程技术、水利水电工程施工等
9	化工类	精细化工、化工分析与校验、化工安全管理、高分子材料加工等
10	冶金类	钢材轧制与表面处理、钢铁冶炼、有色金属冶炼等
11	建筑类	建筑施工、建筑设备安装、工程监理、消防工程技术、城市水务技术等
12	轻工类	印刷、纺织技术、服装制作与营销、陶瓷工艺、家具设计与制作等
13	医药类	医疗器械制造与营销、药品服务与管理、药物分析与检验等
14	文化艺术	运动训练、 美术设计与制作 、音乐、播音与主持、数字出版等
15	其他	幼儿教育 、环境保护与检测等

资料来源：人社部，申万宏源研究 *红色字体专业为中国东方教育已开设专业

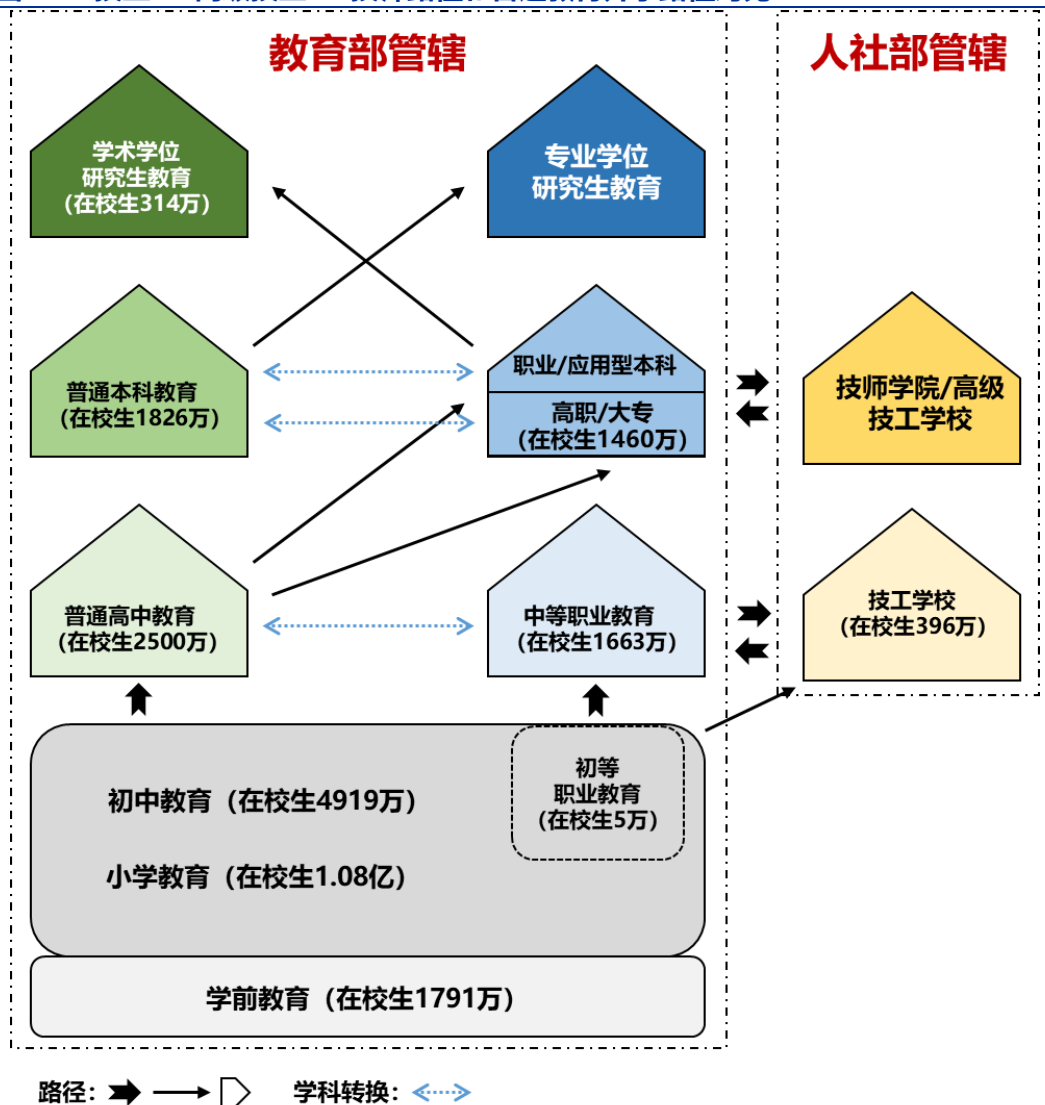
1.2.3 技师学院资质落地，学制延长可期

由于中国东方教育所规划的 8-10 个区域中心项目占地、建筑面积等均符合人社部对高级技工学校及技师学院的办学要求，我们预计在区域中心院校办学 3 年后（第一届毕业生），公司将着手申请技师学院的办学资质。中国东方教育现已为安徽新华电脑学院及成都新东方烹饪两所学校申请技师学院资质。

从学历层次上，技工院校与技师学院受人社部管辖，据《技工教育“十三五”规划》（人社部发〔2016〕121 号）规定：“技工院校中级工班、高级工班、预备技师（技师）班毕业生分别按相当于中专、大专、本科学历落实相关待遇。”。因此，我们认为技工、高级技工可对标教育部体系内的中等职业教育和高职大专教育，而技师学院可对标本科层次学历。

中国东方教育现有的学制分为 1 年以下的短学制（主要针对成人或即将就业人员岗前培训等）和 1-3 年的长学制（主要面对初中毕业生）。若公司旗下院校能成功获得批复升格为技师学院，可直接招收五年学制的应届初中毕业生，学制为 3+2，即三年中等职业教育学习及两年高等职业教育学习。学生毕业后，也将获得由人社部办法的技师证。而随着学制延长，中国东方教育在校人数的爬坡效应也将更为显著。

图 10：技工>>高级技工>>技师路径和普通教育升学路径对比



资料来源：教育部，人社部，申万宏源研究

1.2.4 绑定雇主，学生毕业即就业，人力资源属性凸显

高就业率保障集团口碑。中国东方教育毕业的学生享有出色的就业率，是学校与企业之间牢固的合作关系的体现。公司与各知名企业合作，合作对象包括阿里巴巴、华为、希尔顿、特斯拉等各行业龙头企业，通过将毕业生输出给企业，保障就业率的同时加深与企业的合作关系。2022 年，新东方烹饪学院、新华电脑教育和万通汽车教育参加长期课程的毕业生引荐就业率分别为 94%，94.1%和 96.3%，而根据教育部统计同期全国中等职业学校毕业生的平均对口就业率仅 77.6%。

另外，公司在与学生签订就读协议时会同时与学员签订就业协议，入学即保障学生就业，打消学生及家长的顾虑。并且，东方教育承诺保障学生终身的就业服务。当学生未来出现再求职需求时，依旧可以使用中国东方教育的求职平台加入其他合作企业，终身就业服务成为东方教育与其他院校差异化竞争的优势，提高集团旗下品牌对用户的吸引力。我们相信中国东方教育对职业教育的专注以及同潜在雇主的紧密合作都有助于提升公司品牌，保障学校办学口碑。

此外，我们认为中国东方教育在其教育企业的本质外还具有一定人力资源企业的属性，从人力资源企业的主要职能看，包括服务企业的招聘招募、人员培训、绩效管理等。而中国东方教育完美适配了为企业招聘人才，并完成人才培养的任务。企业可以与东方教育的院校合作设立定向班，而在定向班中的学生将主要学习对口企业所需的技能和知识，在毕业后直接进入企业就业。

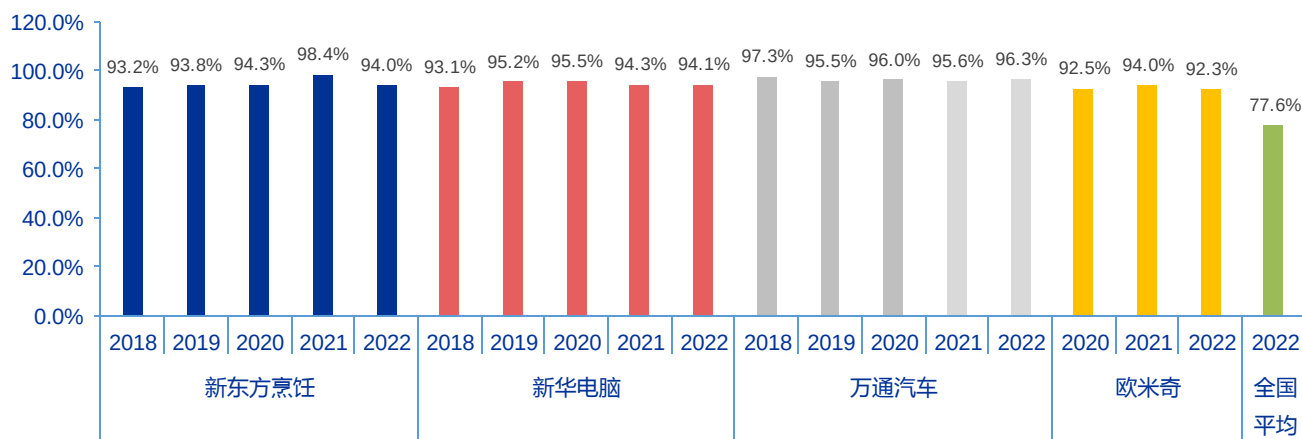
中国东方教育也在 2020 年 6 月成立了天津东方海汇人力资源管理有限公司，经营范围主要包括人力资源服务、劳务派遣服务及职业中介活动。由于过往学生的就业对接主要由各院校独立完成，学生的就业也主要集中于当地及原有行业。但随着东方海汇的设立，将对集团旗下院校的企业资源进行整合，全国范围的跨行业就业也将成为可能。

图 11: 公司三大传统业务板块合作企业已覆盖大部分行业龙头



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 12：专业对口就业率远超中等职业技术学校平均水平，中国东方教育高就业的护城河依旧坚固



资料来源：中国职业教育发展白皮书，公司公告，申万宏源研究

2. 开拓美业培训，进军新兴蓝海市场

欧曼谛时尚美业教育于 2019 年开始发展，是在中国东方教育上市后诞生的第一个新品牌，主要从事形象设计，健康管理，美容美发等领域职业技能的教学培训。专业涵盖了诸如时尚美

容与化妆造型、国际人物形象设计、健康服务与管理、国际发型设计大师等美业相关专业，并提供从1周至9个月的短学制课程，以及针对初高中毕业生的3年制长学制课程。

欧曼谛品牌的第一所学校坐落在四川省成都市，自2019年开始招生，招生端火爆，供不应求。截止2022年，品牌平均培训人次在2022年已达到855人，同比增长72%。鉴于第一所院校出色的招生表现，中国东方教育正在积极规划新的院校，公司在2022年已新扩张长沙、郑州等2所欧曼谛时尚美业教育学校，并在2023年，将欧曼谛校园网络进一步扩大至济南、广州、西安、苏州、贵阳等一线及新一线城市。

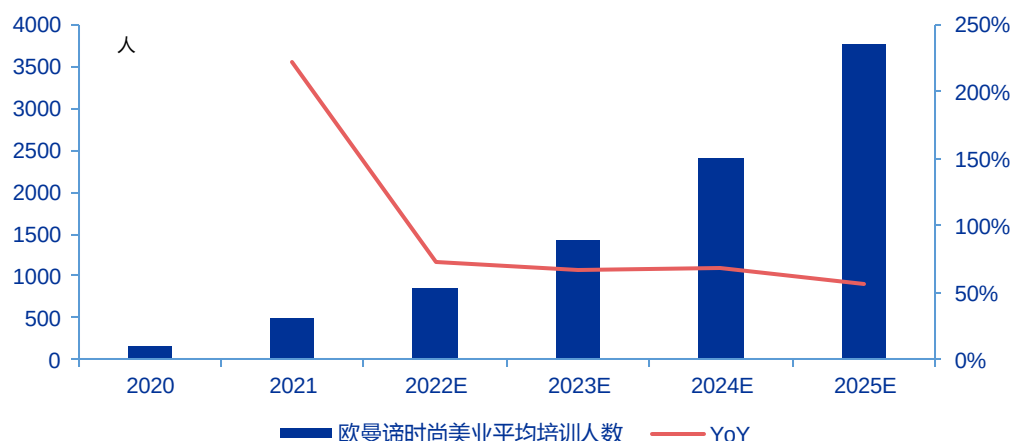
我们认为欧曼谛时尚美业教育的发展将伴随着下游美容美发、康养及医美行业的快速发展，同时，在中国东方教育多年职业教育运营和经验的赋能下，加快全国化的布局，将该品牌向公司原有的新东方烹饪、新华电脑和万通汽车这三家马车靠拢，迅速成长为中国东方教育的又一大旗舰职业培训品牌。因此，我们预计欧曼谛时尚美业教育的平均培训人次将在2025年达到3,779人。

图 13: 欧曼谛美业专业覆盖形象设计，健康管理，美妆美容美发等美容、康养专业；专业覆盖细化且全面

专业类别	专业内可选课程	课程内容简介		
		课程时长	班级人数	适用人群
1) 形象设计	a.国际人物形象设计	3 年制/全日制（周一至周五）	35 人/班	14 周岁以上
	b.化妆设计与婚礼策划			
	c.美发设计与艺术造型			
	d.时尚美容与化妆造型			
	e.化妆造型设计			
2) 健康管理	a.中医推拿与健康管理	3 年制/全日制（周一至周五）	35 人/班	14 周岁以上
	b.中医康复与健康管理			
	c.美业连锁经营与管理			
	d.健康服务与管理			
3) 美妆	a.国际明星形象设计大师	9 个月/全日制（周一至周五）	35 人/班	转行零基础，技能再提升，自主待创业
	b.国际化妆创意总监	6 个月/全日制（周一至周五）		
	c.时尚新娘造型大师	3 个月/全日制（周一至周五）		
	d.时尚生活化妆造型	1 个月/全日制（周一至周五）		
4) 美容	a.国际美容连锁店长	6 个月/全日制（周一至周五）	35 人/班	转行零基础，技能再提升，自主待创业
	b.高级美容技术导师	3 个月/全日制（周一至周五）		
	c.美容美体全科	1 个月/全日制（周一至周五）		
5) 美发	a.国际明星发型设计大师	9 个月/全日制（周一至周五）	35 人/班	转行零基础，技能再提升，自主待创业
	b.时尚修剪造型			
	c.国际发型技术总监	6 个月/全日制（周一至周五）		
	d.时尚美发造型大师	3 个月/全日制（周一至周五）		
	e.时尚热能造型	1 个月/全日制（周一至周五）		
	f.时尚烫染造型			
6) 美甲美睫半永久	a.高端美甲创意店长	6 个月/全日制（周一至周五）	35 人/班	转行零基础，技能再提升，自主待创业
	b.日韩炫彩美甲	1 个月/全日制（周一至周五）		
	c.半永久国际大师			
	e.时尚半永久定妆术	2 周/全日制（周一至周五）		
	d.日韩时尚美睫	1 周/全日制（周一至周五）		

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 14：欧曼谛美业的平均培训人次有望在 2025 年达到 3,779 人



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1 美容、医美及康养行业供给旺盛，人才需求攀升

下游行业供需两旺，促进上游人才培养行业发展。我们认为欧曼谛时尚美业的快速发展离不开下游美容美发、医美和康养行业的蓬勃发展。由于下游各个行业的专业人才储备需求提升，产业也更加需要如欧曼谛美业这样专业的职业培训机构，来为行业不断的输送人才。

美容美发成为刚需，连锁化率提升后人才培养需求上升。由于我国经济的发展，人均可支配收入从 2013 年的 1.83 万元增长至 2022 年的 3.69 万元，美容美发已经成为了居民的消费热点。根据商务部统计，美容美发行业已经是继房地产、汽车、旅游、通讯之后，我国居民的第五大消费板块。下游消费需求的提升，也带动了产业的蓬勃发展。2018 年，我国美容美发行业企业数量超 35 万个，从业人员数量超 152 万人，不论从企业数量还是从业人员数，均保持了稳定的增长。此外，通过美容美发行业连锁企业营业额测算，行业的连锁化率仅约 11%，行业依旧较为分散。然而，由于 20-22 年疫情的冲击，我们认为中小型美容美发机构可能受困于现金储备的不足，不得不退出市场，而头部企业有望逆势扩张，从而提升行业连锁化率。而连锁机构对于职业培训机构的人才培养需求较高，也能与欧曼谛美业产生更多的校企合作，从而保障了欧曼谛美业毕业生的高就业率。

图 15：人均可支配收入上升带动美容美发消费需求上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：美容美发行业从业人员自 2015 年起保持稳定增长



资料来源：商务部，Wind，申万宏源研究

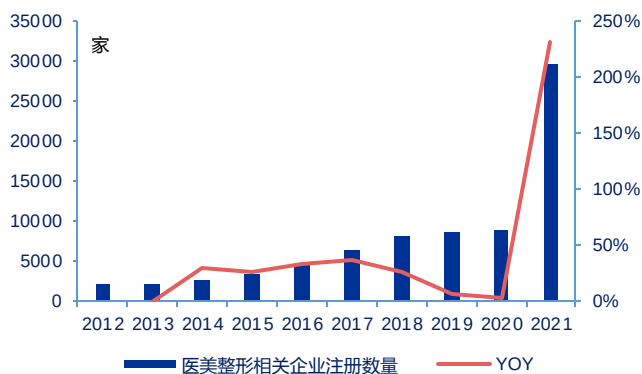
医美行业监管趋严，人才培养更需要专业机构。另一个有望利好欧曼谛美业快速发展的下游行业就是医疗美容行业。受益于需求的攀升，中国医美行业规模不断扩大，2015 至 2019 年，中国医美市场规模从 637 亿元增长至 1436 亿元，复合增速达到 22.5%，增速高出全球医美市场约 14 个百分点。同时，相较美国、日本、韩国医美市场分别达到 16.6%、11.0% 和 20.5% 的渗透率，中国医美行业渗透率仅为 3.6%，医美需求有望进一步释放，因此，我们预计中国医美行业规模有望持续提升，在 2024 年达到 3185 亿元。

然而由于医美市场发展迅猛，医美机构遍地开花，但也出现了不同程度的乱象，包括“黑机构”、“黑医生”等情况。因此，中国已发布针对医美行业的管理办法，并通过对于医疗美容服务的专项整治工作，打击非法医美活动。其中，卫健委及行业协会也在积极制定针对行业从业人员的规范体系。我们认为，由于下游产业对人才要求不断提升，过往未经培训就上岗的情况将显著减少，从业人员培训需求上升，也将利好如欧曼谛时尚美业这样专业的职业培训机构。

此外，随着行业的快速发展，以及巨大的市场刺激下，医美机构数量迅速增长。根据企查查数据，中国医疗整形美容机构注册数量已从 2012 年的 2,122 家大幅增长至 2021 年的 29,680 家，且在 2021 年同比增长 232%，注册企业数量出现井喷。从结构来看，根据更美白皮书显示，小型民营诊所占比达到 71%，大型连锁机构占比仅为 6%。我们认为随着国内监管趋严，相应的出现了一系列的机构评级系统，这也将助推 C 端需求逐步转向公立医院以及大型的连锁机构。因此，伴随连锁机构的扩张，对于专业人才的需求也将进一步提升，人才供给将出现短缺，校企合作也将成为解决人才供给问题的主要模式，从而提升欧曼谛美业的学生就业率及毕业薪酬。

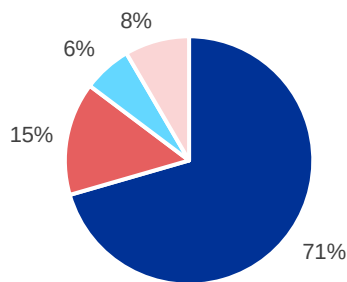
另一方面，由于专业人员较为匮乏，人才缺口的扩大，带动了医美行业从业人员薪资不断提升，根据职友集数据，医美护士月平均工资从 2015 年的 5,312 元增长至 2022 年的 8,360 元，复合增速 5.8%。医美咨询师月平均工资从 2015 年的 11,573 元增长至 2022 年的 16,758 元，复合增速达到 4.7%。就业人员薪资水平的提升也将吸引更多的学生及家长报读医美相关的职业技能培训。

图 17：中国医疗整形美容机构注册数量在 21 年出现井喷



资料来源：企查查，申万宏源研究

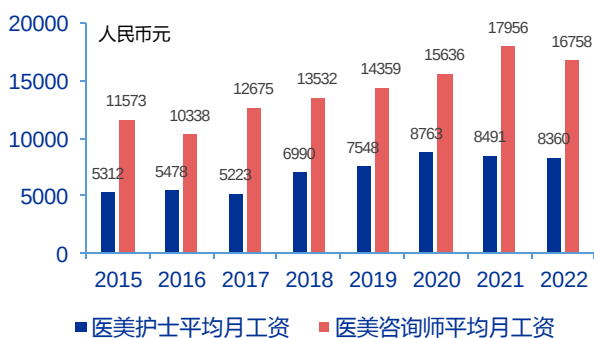
图 18：医美行业大型连锁机构占比仅为 6%



■ 小型民营诊所 ■ 中小型医院 ■ 大型连锁医院 ■ 公立医院

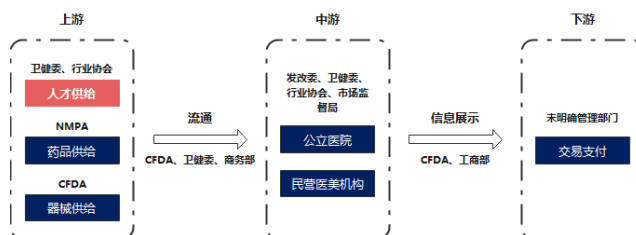
资料来源：艾瑞咨询，更美，申万宏源研究

图 19：人才缺口的扩大，带动了医美行业从业人员薪资不断提升



资料来源：职友集，申万宏源研究

图 20：卫健委和行业协会加强医美行业上游人才监管，专业培训机构需求上升



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

2.2 美业培训竞争格局分散，欧曼谛借力东方优势扩张

美业培训行业分散，尚未形成全国化连锁品牌。美容美发行业培训机构多由下游产业开办，如地处上海的永琪美容美发学校、陕西西安的朗艺美发美容化妆学校等。这类学校的特点在于：1）单体院校大，并未进行连锁化布局，学生来自全国；2）毕业学生直接进入企业直营门店，并不会对外输出学生；3）专业对口性强，只为自身门店培养人才，学生可选择的专业范围有限。因此，美业培训行业依旧处于一个极为分散的竞争格局中，欧曼谛时尚美业从成都出发，有望在 23 年完成 7-8 个城市的布局，通过连锁复制的方式快速扩张。我们认为，欧曼谛将凭借中国东方教育多年的连锁化经营的经验、标准化的教学研发体系、优于同业的人才搭建系统、下游企业的就业对接优势，以及美业、康养等领域的全面教学覆盖，快速扩张，并提升市场份额。

标准化研发体系，赋能欧曼谛迅速拓展培训品类。得益于中国东方教育在职业培训赛道多年的深耕，不仅仅在其擅长的烹饪、汽修等领域具有深厚的教研基础。对于美业培训，公司也可以将过往的教学经验进行转化，在产和学做出更好的结合，同时通过聘请行业专家作为教研

和教师团队，从而产生行业领先的美业、康养等领域的教学体系。教研体系搭建完成后，也将进一步助力欧曼谛美业进行复制扩张，学校数量持续增长。

出色人才培养体系，丰富人才储备。中国东方教育在经营过程中搭建了一套包括轮岗制度、集中培训在内的高效率、标准化的人才培养体系。通过将校长及学校高管在各个品牌学校进行轮岗，让校领导拥有了跨学科培训院校的管理经验，从而在新品牌的拓展上拥有丰厚的人才储备。以成都欧曼谛时尚美业为例，学校的校长即来自于公司的新东方烹饪体系，通过多年各类院校的管理经验，助力欧曼谛美业的快速发展。

发力就业，率先布局下游企业对接。与中国东方教育的其他品牌类似，欧曼谛美业在专注教学的同时，更加注重学生毕业后的就业。欧曼谛美业积极开发产业链下游企业，现已与克丽缇娜、欧莱雅等多家知名企业建立合作，通过企业订单班、企业实习留用、企业推荐精准就业匹配等方式，来保障学生毕业即就业。

全专业覆盖，给予学生更多选择。我们认为欧曼谛美业的另一大竞争优势，在于其美业、康养、医美等专业全覆盖，从而给予学生更多的选择。而同业竞争对手，往往会集中在美容或者美发的单一品类进行教学，学校数量和区域覆盖均有限。

图 21：欧曼谛美业在品牌搭建之初，就已完成与下游企业的学生就业对接

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.3 美业单校模型数据优异

欧曼谛美业的学校每家学校可住校总容量在 1500-2000 人，成熟院校的长期课程（三年）年培训人次预计将达到 1500 人，短期课程培训人次预计达到 500 人，平均学费预计为 3.4 万元每年。因此，我们预计欧曼谛时尚美业的单校收入有望在成熟后达到约人民币 5,625 万元。成本端，教师薪酬将成为学校的主要成本支出，按照生师比 28:1 的假设，我们预计单所学校的教师人数约 71 人，年教师薪酬将达到 1,608 万元。另一方面，单所学校随着满员扩容，年租金将达到 375 万元。因此，我们预计单校毛利润将达到约 3,042 万元，毛利率达到 54%。

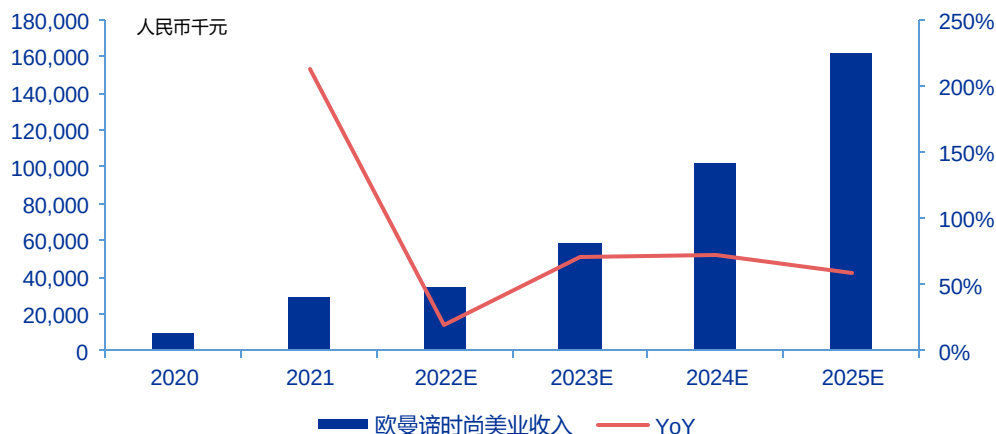
我们相信在中国东方教育多年办学经验、成熟的教研体系以及优异就业输出的助力下，欧曼谛时尚美业教育有望不断拓宽学校网络，在各省会城市进行布局。而该品牌亮眼的单校模型数据，将伴随着学校网络的扩张，带动品牌收入不断提升，我们预计到 2025 年，欧曼谛美业的收入将达到 1.62 亿元，占总收入的比重达到 2.7%。

图 22：欧曼谛时尚美业单校模型数据优异，成熟后年毛利润有达到约人民币 3,042 万元，毛利率达到 54%

年		0	1	2	3	4	5
收入（万元）	¥	-	¥ 821	¥ 1,873	¥ 3,452	¥ 4,628	¥ 5,625
总培训人次		0	250	600	1,200	1,650	2,000
长期课程培训人次		0	50	200	700	1,150	1,500
新培训人次		0	50	150	500	500	500
YoY		0%	0%	200%	233%	0%	0%
短期课程		0	200	400	500	500	500
YoY		0%	0%	90%	0%	0%	0%
平均学费	¥	-	¥ 32,840	¥ 31,218	¥ 32,155	¥ 33,119	¥ 34,113
长期课程			¥ 21,800	¥ 22,454	¥ 23,128	¥ 23,821	¥ 24,536
YoY				3%	3%	3%	3%
短期课程			¥ 35,600	¥ 35,600	¥ 36,668	¥ 37,768	¥ 38,901
YoY		0%	0%	3%	3%	3%	3%
收入成本（万元）	¥	-400	¥ -675	¥ -1,004	¥ -1,697	¥ -2,083	¥ -2,583
教师成本（万元）	¥	-	¥ -400	¥ -618	¥ -1,125	¥ -1,288	¥ -1,608
教师人数		0	20	30	53	59	71
生师比		0	13	20	25	28	28
平均教师薪酬（万元）	¥	-	¥ 20.0	¥ 20.6	¥ 21.2	¥ 21.9	¥ 22.5
YoY		0%	0%	3%	3%	3%	3%
租金（万元）	¥	-200	¥ -200	¥ -206	¥ -212	¥ -300	¥ -375
YoY		0%	0%	3%	3%	3%	3%
其他收入成本（万元）	¥	-200	¥ -75	¥ -180	¥ -360	¥ -495	¥ -600
生均其他成本（万元）			0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
毛利润（万元）	¥	-400	¥ 146	¥ 869	¥ 1,756	¥ 2,545	¥ 3,042
毛利率			18%	46%	51%	55%	54%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：欧曼谛时尚美业收入有望在 2025 年达到 1.62 亿元，占总收入的比重达到 2.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 疫后复苏，招生形态重回线下

3.1 疫情管控放松，人口流动催化招生复苏

职业培训机构的生源往往来自低线城市或农村的初中毕业生。2020-2022 年受新冠疫情影响，人口流动出现短暂停滞。从客运量口径，人口流动在 2022 年 12 月仅为 2018 年同期的 26%。而各地人员流动受限，以及家长对学生健康安全的担忧，也导致部分学生因无法报道的原因而滞留当地。虽然中国东方教育在疫情期间及时启动线上招生流程，但我们认为线上招生的转化率相较线下参观仍有差距。

- 2019 年之前，职业培训行业的招生模式主要为邀约到线下完成转化的模式，即线上咨询>>线下参观>>报班就读。
- 新冠疫情后，由于疫情防控原因，人员流动受限，校园封闭管理，导致线下学校参观的流程难以进行。职业培训机构在 2020 年初及时推出线上预报班的形式招揽新生。
- 线上预报班定金往往在 1000 元左右，相较原先线下报班全额支付学费，反悔成本较低，导致线上报班转化率远低于传统的线下参观报名模式。

图 24：疫情期间转型线上招生，但招生效果有所下滑

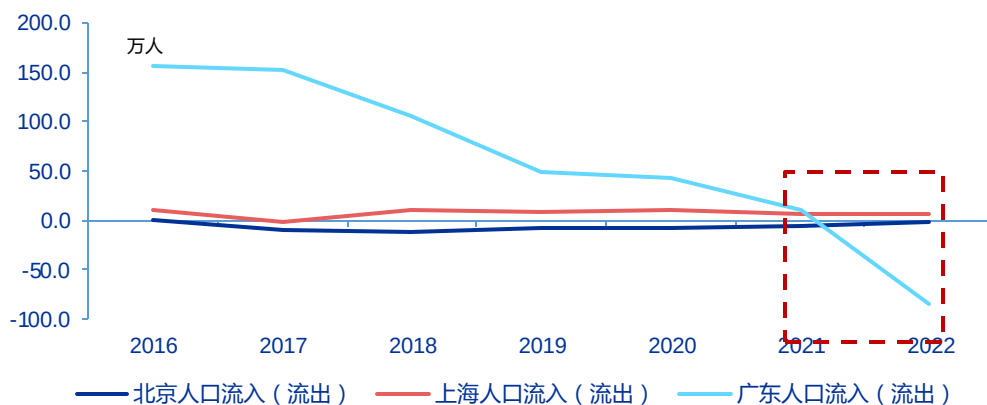


资料来源：新东方烹饪官网，申万宏源研究

随着“新十条”发布，我们认为疫情防控的不断优化将带动人口流动的正常化。我们参照中国台湾的客运数据，我们预计在未来的 2-3 个月后，地面交通的人口流动有望全面恢复至疫情前水平。

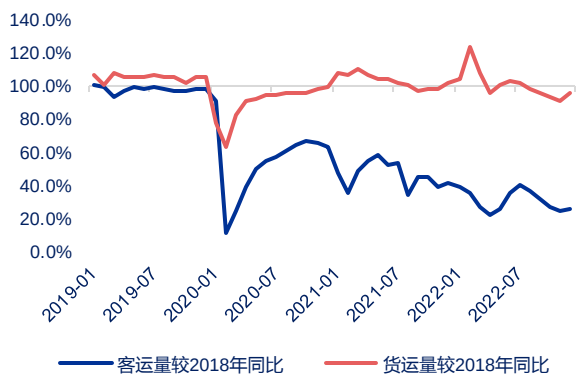
观察 23 年春节数据，我们发现出行回暖已有明确趋势。交通部数据，1 月 21 日至 27 日 (春节 7 天假期)，全国铁路、公路、水路、民航累计发送旅客 2.26 亿人次，较 2019 年同期下降 46.4%，但较 2022 年同期增长 71.2%。逐日数据看，我们发现在 1 月 25 日后，发送旅客人次较 2019 年的降幅低于 1 月 25 日前的数据，代表节后进程务工情况有所改善。旅游出行也有显著回暖，文旅部数据，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23%，并恢复至 2019 年同期的 89%。相信伴随人口流动数据恢复，职业培训机构的线下到校参观以及学生报道也将有显著改善。

图 25：20-22 年受疫情影响，一线城市人口净流入持续下降



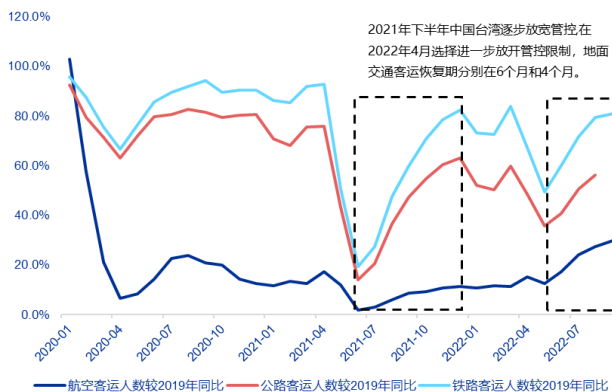
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：中国人口流动受疫情影响，处于低位



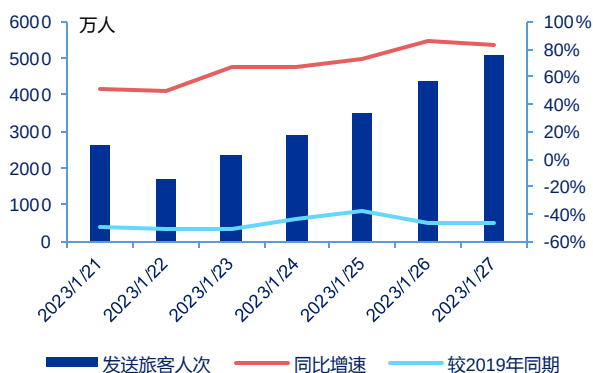
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：参照台湾客运数据，地面交通恢复速度快于航空



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：23 年春运出行数据已显著回暖



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

图 29：全国迁徙指数看，春节期间人口迁徙情况也已超 22 年国庆假期

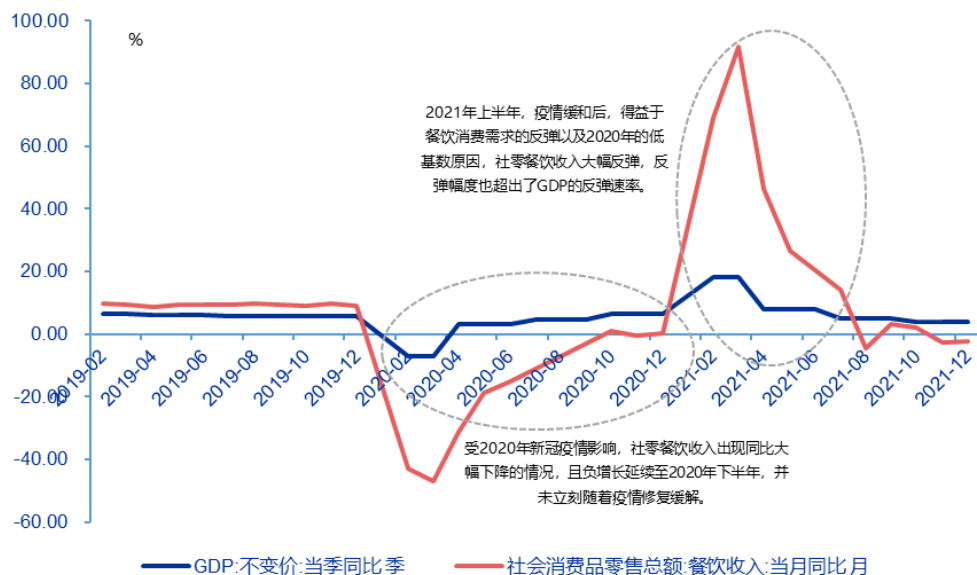


资料来源：iFind，申万宏源研究

3.2 职业培训行业后周期属性显著，下游行业已明显复苏

职业技能培训的下游包括餐饮、汽车、IT 等行业，均具有一定的经济顺周期属性。以餐饮行业为例，我国 2020 年一季度 GDP 同比下降 6.9%，并在二季度小幅恢复至同比增长 3.1%。同样的，受疫情隔离管控的影响，2020 年 2-6 月社会消费品零售总额累计 39.2 万亿元，同比下降 4.8%。同期，社零餐饮总额累计 14,608 亿元，同比下降 31.3%。2020 年下半年疫情缓和后，我国 GDP 的同比增速在 2020 年的三季度和四季度恢复至 4.8% 和 6.4% 的同比增速，社零餐饮收入的月同比增速也在 2020 年 10 月回升至 0.8%。经济顺周期属性显著。随着疫情防控优化，我们预计职业技能培训的下游行业也将开始恢复，从而对上游专业的人才产生需求，提升相应人员的薪资水平，进而吸引更多学生报读职业培训。

图 30：参照 2020-21 年餐饮消费修复情况，餐饮消费相较经济变化具有约 1-6 个月的滞后性，且受到疫情的冲击更加明显

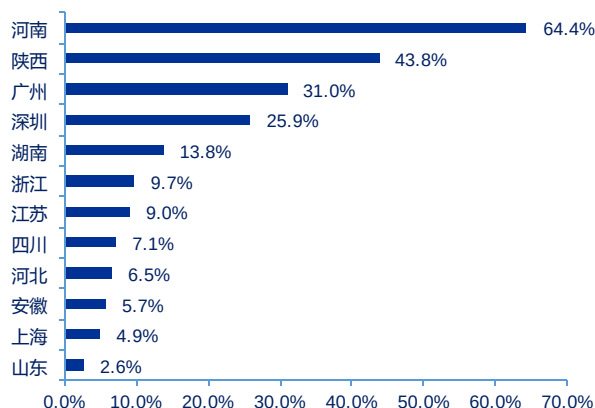


资料来源：Wind，申万宏源研究

餐饮行业修复已至，人才需求有望回暖。在“新十条”发布，疫情防控放松后，我们发现整体消费复苏强劲。国家税务总局最新发布的增值税发票数据显示，23 年春节假期，全国服务消费相关行业销售收入同比增长 13.5%，比 2019 年春节假期年均增长 8.1%。

其中，餐饮行业修复同样迅速。据商务部监测，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额与去年春节相比，增长了 6.8%。据中国烹饪协会数据，除夕至正月初六期间受访餐企营收同比增长 24.7%，相比 2019 年上涨 1.9%，客流量同比上涨 26%，相比 2019 年已基本持平。我们认为，春节后，随着生产生活恢复，餐饮需求有望进一步提升。而作为餐饮行业上游的厨师技能职业培训将受益于下游人才需求上升，从而带动板块景气度提振。

图 31：2023 年春节餐饮消费同比增速（不完全统计）



资料来源：各省市商务局，天眼查，申万宏源研究

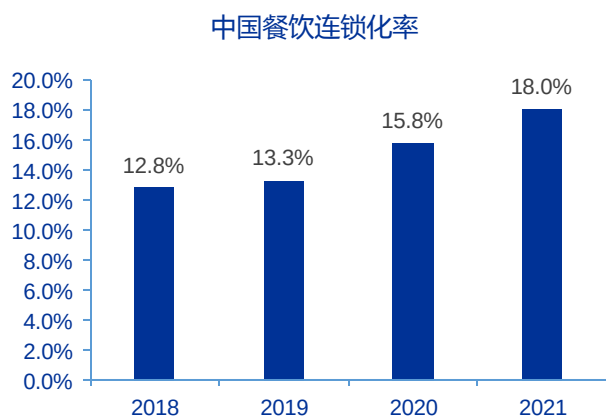
图 32：2023 年春节增值税发票相关营收数据

	较 2022 年同期 增速	较 2019 年同期 增速
消费相关行业	12.2%	12.4%
商品消费相关行业	10.0%	13.1%
服务消费相关行业	13.5%	8.1%

资料来源：国家税务总局，申万宏源研究

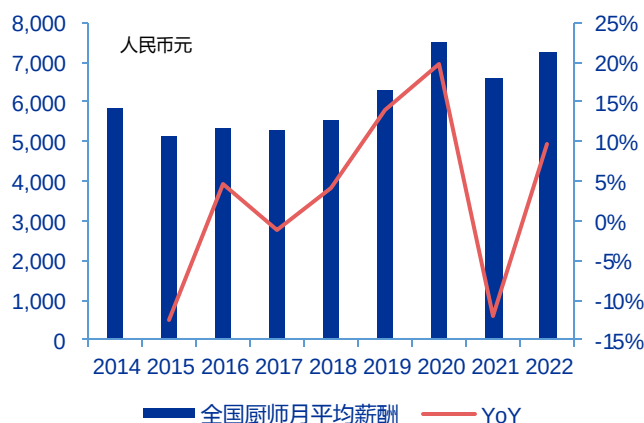
头部餐饮机构连锁化率提升，厨师需求进一步提升。2020 年疫情期间，由于中小型餐饮机构的现金储备及抗风险能力较差，出现关门停业的现象，头部连锁餐饮机构得益于雄厚的现金储备逆势扩张。根据美团数据，2021 年，中国餐饮连锁化率已达到 18%，同比增长 2.2 个百分点。头部餐饮企业不断扩张，叠加疫情后厨师供给下降，也提升了厨师职业的薪资水平，2022 年，厨师平均薪资水平同比回升 10%至 7,254 元。因此，薪资的上升也吸引了更多的学生报读厨师培训，获得就业机会。而作为餐饮培训行业的龙头，新东方烹饪也因此收益，招生有望恢复。新东方烹饪的收入在 2022 年达到 18.9 亿元人民币，占公司总收入的 49.5%。我们相信，该板块的招生向好，将对中国东方教育的收入反弹做出显著贡献。

图 33：疫情期间，头部机构逆势扩张，餐饮连锁化率大幅提升



资料来源：美团，申万宏源研究

图 34：用工难问题带动厨师薪资水平攀升



资料来源：职友集，申万宏源研究

汽车保有量增加保障汽修工人就业。汽车数量的增加以及二手车销售的增长将带动对汽车维修技工的需求的增长。2022 年汽车年新车销量达到 2686 万辆。截至 2022 年末，全国民用汽车保有量增长至 3.19 亿台，1-4 年车龄的汽车数量从 2017 年的 9805 万台增长至 1.05 亿台，累计增长 7.5%，5-10 年车龄的车辆 1.27 亿台，同比增长 8.2%。我们相信，市场上更多

的老旧汽车将增加对汽车服务和车辆维修的需求，因此也将需要更多的汽车服务工厂，导致对汽车服务与维修技工的需求提升。另外，从 2012 年到 2022 年，我国二手车累计销量从 794 万辆增加至 1,595 万辆，10 年复合增长率为 7.2%。随着二手车市场的持续增长，二手汽车市场需要专业的汽车修理工来检查、修理车辆以及翻新老化的零件。我们预计对车辆检查员的需求也会增加。

图 35：我国民用汽车保有量逐年增加，汽车后市场服务需求上升



资料来源：乘联会，申万宏源研究

图 36：二手车销量攀升带动汽修工人需求增长

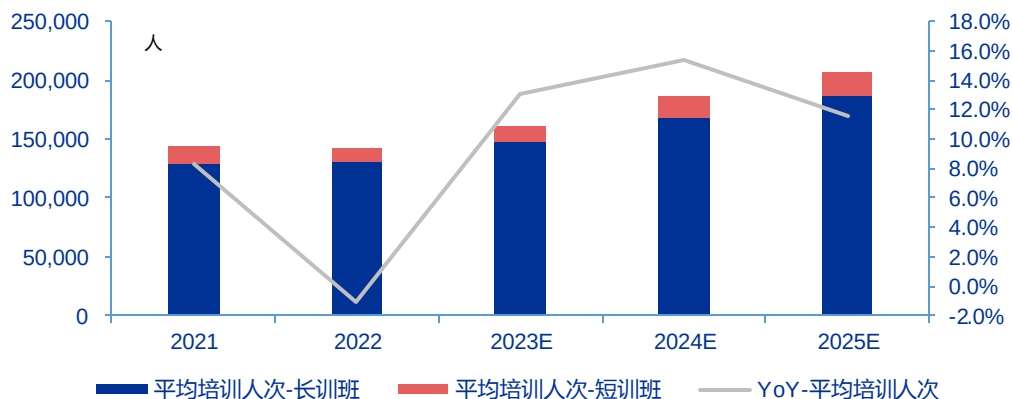


资料来源：乘联会，申万宏源研究

4. 营销渠道变革，销售费用率有望回归合理区间，带动盈利能力回升

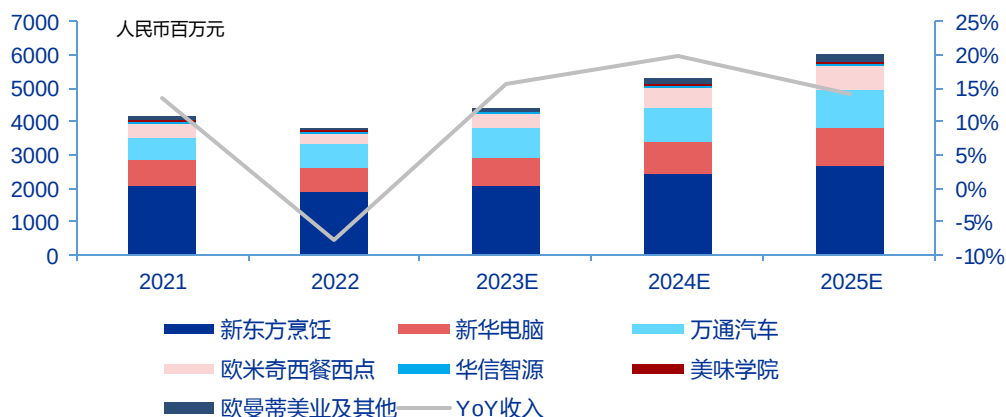
我们预计，得益于疫情管控放松后，下游行业蓬勃发展所带动的专业人才需求上升，以及中国东方教育职教城战略的进一步发展，办学层次不断提升，从而带动集团的新招生人次以及平均培训人次均将以 12.9% 和 13.3% 的三年复合增速增长，平均培训人次有望在 2025 年达到 20.8 万人。随着培训人数的增长，我们预计中国的东方教育的收入将从 2022 年的人民币 38.2 亿元，增长至 2025 年的人民币 50.3 亿元，三年复合增速 16.5%。从收入构成来看，新东方烹饪将依旧是集团收入的主要来源，在 2025 年，该业务收入将占公司总收入的 44.5%，占比较 2022 年下降 5 个百分点，新东方烹饪收入占比的下降也主要源于汽车、西点、美业等板块快速发展，收入占比不断提升。

图 37：我们预计公司的平均培训人次将以 13.3% 的三年复合增速增长，在 2025 年达到 20.8 万人



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：中国东方教育收入有望增长至 2025 年的 60.3 亿元，三年复合增速 17%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

教师成本依旧是中国东方教育最大的成本支出，由于公司致力于提供高质量的职业培训服务，因此我们预计公司整体生师比可释放空间有限，我们预计中国东方教育的教师总人数将在 2025 年达到 6,384 人。叠加教师薪资水平提升，我们预计中国东方教育的教师成本将在 2025 年达到约人民币 9.47 亿元，占收入的比达到 15.7%。

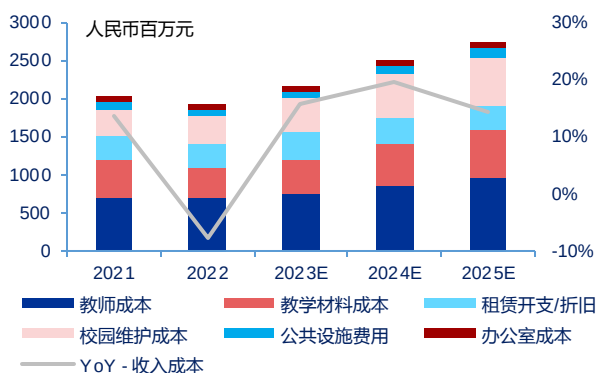
另外，教学消耗材料成本由于 2022 年的疫情管控，教学暂停，导致 2022 年教学材料成本同比下降 20% 至人民币 4.0 亿元。我们预计随着 2023 年教学恢复，公司所支出的教学原材料成本占收入的比重将恢复稳定，我们预计中国东方教育的教学原材料成本将在 2025 年达到 6.35 亿元，占总收入的 10.5%。

由于集团的区域中心战略稳步推进，自建院校投入使用后，在建工程转固，将带动折旧摊销迅速提升，我们预计集团的校园维护成本（包含自建校园及其他资产的折旧摊销）将在 23/24/25 年分别达到 4.44/5.61/6.45 亿元，三年复合增速达到 23%。同时，虽然区域中心陆续建成投入使用，但过渡期间，我们认为集团也将保持现有的租用院校，直至区域中心生源逐渐稳定，因此，我们预计中国东方教育的租赁开支将在 23 及 24 年保持较高水平。综上，我们

预计集团的收入成本将以 12.4% 的三年复合增速增长，从 2022 年的 19.3 亿元增长至 2025 年的 27.4 亿元。

我们预计中国东方教育的毛利润将从 2022 年的人民币 18.9 亿元，增长至 2025 年的人民币 32.9 亿元，对应三年复合增速为 20.3%。同时，随着集团新建区域中心逐步渡过成长阶段，自建院校的规模效应也将逐步显现。因此，我们预计毛利率也将有所回升，在 2025 年达到 54.6%，较 2022 年增长 5.1 个百分点。

图 39：随着教师人数的上升，以及教学原材料成本增加，我们预计公司收入成本将在 2025 年达到约人民币 27.4 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：我们预计公司毛利润将在 2025 年增长至人民币 32.9 亿元，毛利率扩大至 54.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

费用端，我们认为最值得关注的是中国东方教育的营销费用及营销费用率。从职业培训机构的线上广告营销投放规律看，往往采用的是先投放，后招生的模式，后续是否需要追加投放则是取决于招生的结果。因此，以招生结果为导向的营销模式，在招生容易的时期，具有更易控费的特点。而在招生增长，收入提升，且费用可控的情况下，职业培训板块规模效应显著。

中国东方教育的招生工作中，线上搜索留下联系方式为初步转化，招生代表拨打电话邀请学生线下参观学校为二次转化。两次转化分别对应通过网络展示或搜索学员形成对东方教育职业培训的品牌认知，以及通过线下参观进一步对东方教育培训实力的具象化认知，因此两次转化对学员最终报名至关重要。

但由于 2022 年疫情期间，线下到校参观不时暂停。学员仅凭借网络信息，难以全面了解中国东方教育的培训实力，因此报名意愿偏低，致使公司招生效率明显下滑。而为维持稳定的招生规模，在低转化率的情况下，公司不得不增加营销投放以触达更多的潜在学员。因此招生费用占比在 2020-2022 年三年疫情期间持续走高，从 2022 年的 22.7% 增长至 2024 年的 24.8%。营销费用也在 2022 年达到 9.43 亿元。

线下渠道布局完成，有望低成本高效率获客。中国东方教育在 2021 年起正式搭建线下招生渠道，通过派遣驻点招生团队，与当地初中合作，进校举办招生讲座，从而直接触达学生及家长，精准营销吸引报名。虽然线下渠道的初期搭建需要资金与时间的投入，但我们认为公司已基本完成了线下招生渠道的布局，后续成本可控。

与线下招生相对的就是公司的线上招生通道，公司 2021 年在原有搜索类平台广告投放的基础上，新增了展示类（如抖音、快手等平台）的软性广告投放，通过短视频教授烹饪课程、直播参观学校等方式吸引学生及家长报名。展示类广告为搜索引流，提升公司搜索投放的效率。我们认为公司灵敏的市场嗅觉，灵活的投放策略将提升招生效率。同时配合着线下招生渠道的启用，我们相信东方教育将有效缓解销售费用不断上行的压力，降低销售费用及获客成本，同时，提升招生效率。

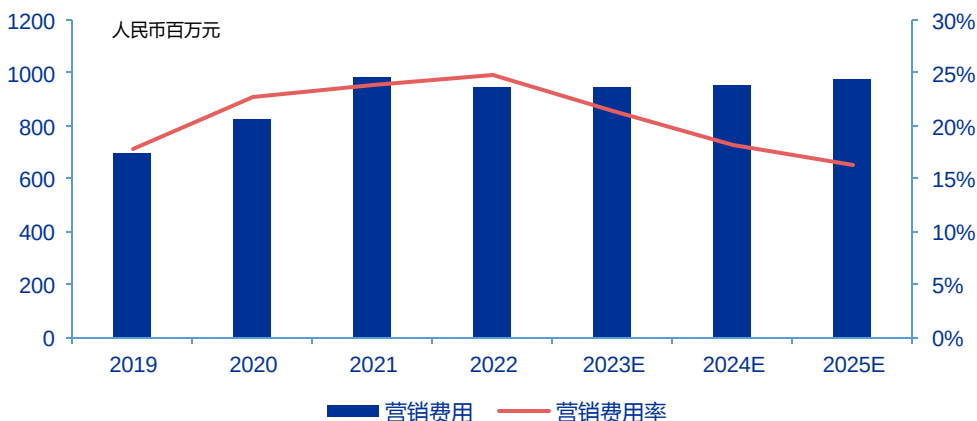
综上，我们预计中国东方教育的营销费用在 23/24/25 年将分别达到约人民币 9.43/9.57/9.78 亿元，营销费用率分别为 21.4%/18.1%/16.2%。

图 41：线下招生渠道具有精准触达生源，具有高邀约率的特性



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：营销费用有望得到控制，营销费用率将迅速下降



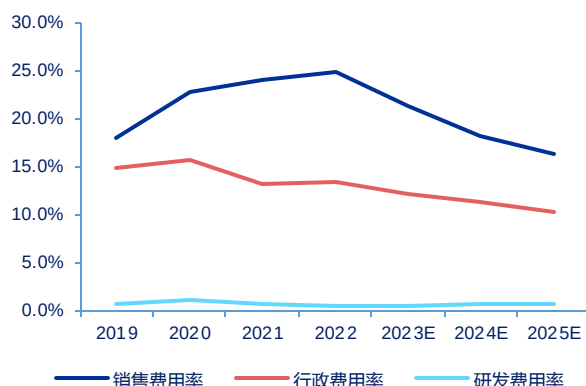
资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国东方教育的管理费用在 2022 年也同比下降 5.5%至 5.12 亿元，行政管理已连续三年下降。我们认为管理费用的下降一方面源于中国东方教育严控管理费用，并通过集团化管理模式提升人员使用效率，另一方面，公司的期权激励费用逐年减少，也进一步降低了管理费用的支出。中长期看，我们认为集团的职教城项目落地后，各品牌院校将搬入职教城进行教学。相

较原先租用校园、单独办学的模式，我们认为在职教城进行办学，中后台人员也将有共用的可能，从而进一步提升行政管理效率，提高人效。因此，我们预计中国东方教育的管理费用将在 2025 年达到 6.23 亿元，管理费用率将进一步下降至 10.3% 水平。

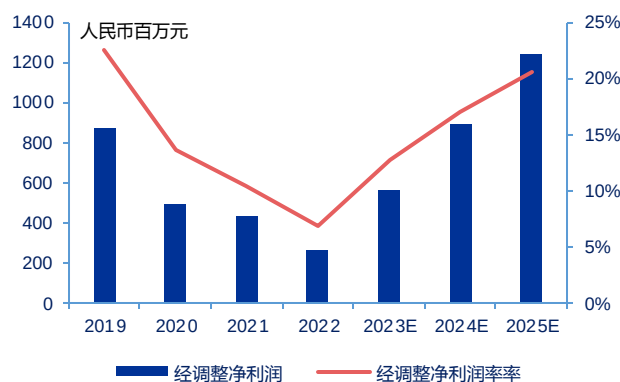
综上，随着毛利率扩张以及各项费用率得到控制，我们预计中国东方教育的经调整净利润将从 2022 年的 2.66 亿元人民币增长至 2025 年的 12.41 亿人民币，三年复合增速达到 67%，同时，我们预计公司在 23/24/25 年的经调整净利率将分别达到 12.7%/17.0%/20.6%。

图 43：我们预计公司的各项费用将稳中有降，规模效应逐步显现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：我们预计中国东方教育的经调整归母净利润将在 2025 年增长至 12.41 亿元人民币，三年复合增速达到 67%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 维持买入，目标价 8.01 港元

我们认为 1) 短期疫情管控放松后，下游行业对人才需求迅速提升，也将带动中国东方教育旗下相应院校招生回暖。同时线下招生常态化后，学生到校参观及报名均可以进行，也将缓解线上招生报道率偏低的困扰。2) 中国东方教育是现在所有上市公司中最纯粹的职业教育公司，在职教改革和稳就业的大环境下，能获得很多增量的社会学额，短期学历的劣势也能够在职教城陆续建成后快速弥补，在校生规模有望迅速提升。基于公司短期的修复弹性及长期发展的潜力，我们认为公司依旧具有投资潜力。

我们通过折现现金流模型 (DCF) 来计算公司目标价。基于资本资产定价模型 (CAPM)，无风险利率 4%，香港市场风险溢价为 7.5%，Beta 为 1.29，长期负债权益比为 0%，我们得到折现率 (WACC) 为 13.71%。结合 23-25 年的盈利预测和 2% 的永续增长率假设，我们计算得到股权价值为人民币 151.77 亿元。假设港元兑人民币汇率为 1.15 港元兑 1 元人民币，我们得出每股 8.01 港元的目标价。目标价相对现价具有 76% 的上涨空间，维持对中国东方教育的买入评级。

图 45：DCF 模型得到目标价每股 8.01 港元，维持买入评级

DCF valuation	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Period Number	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
DCF valuation	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	Forecast period					Midgrowth period					Terminal
Revenue	4,139,700	3,819,022	4,413,778	5,281,954	6,032,948	6,676,275	7,210,222	7,642,710	7,986,532	8,256,000	8,421,120
EBIT	629,900	654,193	850,029	1,303,969	1,766,626	1,962,990	2,128,601	2,265,413	2,376,871	2,466,934	2,526,336
Tax paid	-166,611	-131,450	-174,344	-288,891	-405,618	-490,748	-532,150	-566,353	-594,218	-616,733	-631,584
NOPAT	463,289	522,743	675,685	1,015,077	1,361,008	1,472,243	1,596,450	1,699,060	1,782,653	1,850,200	1,894,752
Changes in WC	-350,652	267,021	-301,553	-258,343	-256,561	-333,814	-360,511	-382,136	-399,327	-412,800	-421,056
Cash NOPAT	112,637	789,764	374,132	756,734	1,104,447	1,138,429	1,235,939	1,316,924	1,383,327	1,437,400	1,473,696
Plus: D&A	313,527	319,486	421,980	527,475	606,596	648,418	675,584	689,935	693,623	688,753	673,690
Less: CAPEX	-1,545,820	-1,474,853	-1,233,695	-875,271	-575,500	-910,743	-988,751	-1,053,539	-1,106,661	-1,149,920	-1,178,957
FCFF	-1,119,656	-365,603	-437,583	408,938	1,135,543	876,104	922,772	953,320	970,288	976,233	968,429
TV											8,439,106
Total	-1,119,656	-365,603	-437,583	408,938	1,135,543	876,104	922,772	953,320	970,288	976,233	9,407,535

7%											
Assumptions											
Revenue growth		-8%	16%	20%	14%	11%	8%	6%	4%	3%	2%
EBIT margin		17%	19%	25%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%
Tax over EBIT		-20%	-21%	-22%	-23%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Changes in WC/revenue		7%	-7%	-5%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
D&A/revenue		8%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	8%
Capex/Cash NOPAT		-282%	-330%	-116%	-52%	-80%	-80%	-80%	-80%	-80%	-80%
WACC											
Risk-free Rate	4.00%	SYWG Research						Valuation			
Equity Risk Premium	7.50%	SYWG Research						At the beginning of		2023	
Beta :	1.29	Bloomberg						EV (RMBth)		15,177,415	
Cost of Equity(Ke)	13.71%	CAPM						Net Debt (RMBth)		0	
Nominal Cost of Debt(Kd)	4.00%	SYWG Research						Minority (RMBth)		0	
Debt to Equity Ratio:	0%	Long-term capital structure judged by the analyst						Equity Value (RMBth)		15,177,415	
Effective Tax Rate	25.00%	Long-term value combined with current tax rate						Equity value (HK\$m)		17,454	
WACC	13.71%	Weighted Average Data						Outstanding Shares (mn)		2,179	
								Share Price (HK\$)		8.01	
								Upside		61%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：敏感性分析

DCF Sensitivity Analysis		Perputual Growth Rate						
		8.01	1.85%	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%	2.10%
WACC	12.21%	8.57	8.60	8.63	8.66	8.69	8.72	8.76
	12.71%	8.34	8.37	8.40	8.43	8.45	8.48	8.51
	13.21%	8.13	8.16	8.18	8.21	8.23	8.26	8.29
	13.71%	7.94	7.96	7.99	8.01	8.03	8.06	8.08
	14.21%	7.76	7.78	7.81	7.83	7.85	7.87	7.89
	14.71%	7.60	7.62	7.64	7.66	7.68	7.70	7.72
	15.21%	7.45	7.47	7.48	7.50	7.52	7.54	7.56

资料来源：申万宏源研究

6. 催化剂及风险

股价表现的催化剂：

疫情后招生修复超预期；区域中心建设提升运营效率及学历水平，促进招生及盈利改善；中专及技工牌照审批提速，公司学历劣势被弥补，招生增长提速；更快速的专业及课程开发使得入学人数增长快于预期；美业开店及招生超预期，收益规模增长超预期；线下渠道招生发力，线上投放放缓，销售费用率降低，带动利润率上升；餐饮行业恢复加快，龙头企业扩张刺激东方教育餐饮培训需求；新能源行业受利好政策带动，对上游人才需求提升，利好万通汽车板块招生。

风险提示：

区域中心建设速度不及预期；低线城市校园招生情况不利，导致学校关闭；疫情影响下游餐饮行业发展，厨师人才需求减少；学历申请不及预期，与公办竞争持续，影响招生；由于研发能力减弱，未能及时开发新课程来满足新兴行业对职业培训的需求，导致市场份额的流失；由于职业培训行业竞争加剧，营销费用或将大幅增加。教学质量的下降降低了毕业生的质量，导致与雇主的合作中断，影响公司的就业率和学校声誉，从而导致学费和在校生的减少。

附录：管理团队

图 47: 管理团队简介

姓名	公司职位	年龄	履历
吴伟	董事会主席、执行董事	55	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。
肖国庆	董事会副主席、执行董事	54	肖国庆先生，为本公司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。
吴俊保	非执行董事	57	吴俊保先生，为本集团的创始人及为本公司非执行董事，负责向董事会提供意见及判断。吴俊保先生于 2004 年 7 月获得合肥市人事局授予的高级经济师资格。其毕业于中国安徽省合肥市安徽工商管理学院，于 2003 年 12 月取得工商管理硕士学位。吴俊保先生拥有逾 30 年的教育经验。
陆真	非执行董事	47	陆真先生，为本公司非执行董事，负责向董事会提供意见及判断。陆先生于 1999 年 7 月毕业于中国河南省郑州市郑州纺织工学院(现称为中原工学院)，获得机械工程学士学位，并于 2009 年 3 月毕业于中国江苏省南京市南京大学，获得工商管理硕士学位。陆先生有逾 10 年的教育经验。
洪嘉禧	独立非执行董事	67	洪嘉禧先生，为公司独立非执行董事。洪先生于 1980 年在英国赫德斯菲尔德大学取得文学学士学位。洪先生曾经服务德勤中国 31 年，彼于 2014 年至 2016 年担任德勤中国主席一职前曾担任不同的领导职位。彼于 2016 年 6 月于德勤中国退任。于彼退任德勤中国之主席职务后，中国财政部委任彼为咨询专家。洪先生为英格兰及威尔斯特许会计师公会之终身会员。
朱国斌	独立非执行董事	61	朱国斌博士，为公司独立非执行董事。朱博士分别于 1983 年 7 月、1986 年 7 月及 2007 年 6 月自中国人民大学获得历史学士学位、历史硕士学位及法律硕士学位，于 1999 年 12 月自香港大学获得法律硕士学位，及于 1994 年 6 月自法国艾克斯—马赛大学获得法学博士学位并获研究导师资格文凭。朱博士自 1989 年 6 月至 1990 年 3 月自法国国家行政学院进修获得管理工程类课程证书。朱博士自 2007 年至 2008 年及 2020 年为美国哈佛大学法学院访问学者，于 2011 年为美国哥伦比亚大学法学院访问学者。朱博士为中国山东大学及四川大学客座法学教授以及中国浙江大学法学院、武汉大学法学院及青岛大学法学院兼职法学教授。
臧蕴智	独立非执行董事	43	臧蕴智博士，于 2006 年 5 月取得美国杜克大学工商管理(会计学)博士学位，并于 2001 年 7 月取得清华大学会计学学士学位。臧博士于 2006 年 7 月至 2009 年 6 月在罗切斯特大学西蒙商学院担任助理教授，并于 2009 年 7 月至 2015 年 7 月在香港科技大学会计系担任助理教授。自 2015 年 7 月起，臧博士担任香港科技大学会计系副教授。臧博士在会计及教学方面拥有丰富的经验，彼亦自 2017 年起担任《会计评论》编辑委员会的职务，自 2018 年起担任 CAPANA 项目委员会的职务，并担任会计领域各种期刊的特约审稿员。臧博士已通过加拿大注册会计师协会的所有考试。
欧阳兆基	首席财务官	47	欧阳兆基先生，为公司的首席财务官，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。
毛超圣	公司秘书	43	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 17 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：Wind，申万宏源研究

财务数据

利润表

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	4,140	3,819	4,414	5,282	6,033
成本	(2,028)	(1,928)	(2,175)	(2,506)	(2,738)
毛利润	2,112	1,891	2,239	2,776	3,295
其他收入	(988)	(946)	(943)	(957)	(978)
销售费用	(542)	(512)	(538)	(593)	(623)
行政费用	(31)	(22)	(22)	(37)	(42)
Ebitda	1,250	1,289	1,611	2,174	2,680
Ebit	630	654	850	1,304	1,767
税前利润	469	498	697	1,156	1,622
所得税	(167)	(131)	(174)	(289)	(406)
经调整净利润	432	266	562	898	1,242

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经调整净利润	432	266	562	898	1,242
折旧&摊销	620	635	761	870	913
净营运资本变动	351	(267)	302	258	257
其他	(425)	(137)	0	0	0
经营性现金流	978	497	1,625	2,026	2,411
资本开支	(1,546)	(1,475)	(1,234)	(875)	(575)
其他	82	281	0	0	0
投资性现金流	(1,464)	(1,193)	(1,234)	(875)	(575)
租赁负债变动	75	103	(50)	(50)	(50)
其他	(301)	(40)	0	0	0
融资性现金流	(226)	63	(50)	(50)	(50)
净现金流	(712)	(633)	341	1,101	1,786

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,314	4,315	4,675	5,885	7,731
贸易及其他应收款	275	331	338	431	477
按公允价值计入损益的金融资产	612	719	719	719	719
可收回的所得税	6	3	3	3	3
定期存款	2,143	1,755	1,755	1,755	1,755
银行结余及现金	2,212	1,435	1,776	2,877	4,663
其他	65	72	83	99	113
非流动资产	4,322	5,157	5,630	5,635	5,297
物业及设备	1,935	2,615	3,227	3,475	3,344

使用权资产	2,323	2,425	2,285	2,043	1,836
其他	64	117	117	117	117
流动负债	2,546	2,332	2,661	3,014	3,321
租赁负债	388	382	391	376	367
合约负债	1,391	1,187	1,415	1,586	1,758
其他	767	764	855	1,052	1,197
非流动负债	1,351	1,441	1,382	1,348	1,307
租赁负债	1,306	1,414	1,355	1,320	1,279
其他	46	27	27	27	27
总权益	5,739	5,699	6,261	7,158	8,400
股本	0	0	0	0	0
储备	5,739	5,699	6,261	7,158	8,400

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、静默期安排及关联机构的持股情况。

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，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

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。本公司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：恒生中国企业指数

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”）在中华人民共和国内地（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。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，任何人无权在任何情况下使用他们。