

# 东软教育 (9616 HK)

## 中国领先的民办 IT 高等教育服务提供商

东软教育是一间民办 IT 教育服务提供商，收入主要源自三大业务：全日制学历高等教育、继续教育服务、教育资源及数字工场，旗下运营三间大学，分别是：大连东软信息学院、成都东软学院、广东东软学院。公司已经建立起以全日制学历高等教育服务为基本业务，以继续教育服务及教育资源&数字工场为两大战略业务的教育服务生态体系。我们首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 8.76 元港币，对应 20x2021 年预测 PE。

### IT 专业特色浓厚的全日制高等教育提供商

东软教育旗下三所学院在专业设置方面以 IT 专业为主，涵盖对 IT 人才有高需求的众多行业领域，如计算机科学、电子信息、数字媒体、信息管理服务及健康医疗科技等。据弗若斯特沙利文的报告，就 2019/2020 学年中国民办高等教育机构提供的 IT 专业数量及报读 IT 专业的学生人数而言，东软教育于中国所有民办高等教育机构中分别名列第一和第二。19/20 学年，东软教育全日制高等学历教育课程学生 36066 人，约 45% 就读 IT 专业。

### 收购天津睿道后壮大继续教育服务业务

东软教育的继续教育服务主要包含三项业务：1) 依托三所大学开展的高等学历继续教育和非学历继续教育（自学考试准备服务）；2) 2B 委托短期培训，现有机构客户 70 余家，覆盖教育、人社、工信等各级政府部门，及金融、建筑、能源等行业企业；3) 2C 就业技能培训业务，面向个体学员开展 IT 就业技能培训业务，东软教育于 2020 年 3 月收购了天津睿道（旗下有 7 所培训学校，位于中国 7 个不同城市）。加上东软教育本身已有的东软培训学校，集团目前运营 8 所培训学校，2019 年培训学员数 4000 余人。

### 教育资源与数字工场业务增速是亮点

采用“3+N”轻资产模式赋能更多高校，主要合作形式为：专业共建与产业学院；开发智慧教育系统及优质资源助力高校客户提高办学运营效益；提供实验实训室解决方案，为高校客户建立和运营线下或线上实验室。过去三年，教育资源与数字工场业务收入高速增长，从 2017 年占收入比重 8% 提升至 2019 年的 16%，收入规模从 5600 万人民币增长至 1.48 亿人民币。未来将继续成为增长的主要动力。

### 估值与投资建议

我们预计 2020-2022 年，公司收入增速分别为 12.1%/24.5%/14%；经调整每股净利润增速分别为 10.3%/24.9%/22.3%。最新收盘价 6.09 元港币，对应 17.4x2020 年预测 PE，我们给予买入评级，目标价 8.76hkd，对应 20x2021 年预测 PE。

（注：按 1 元人民币=1.14 元港币兑换）

表 1: 盈利预测

截至 Dec31 (人民币百万)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
总营收	906	1,013	1,136	1,414	1,612
经营利润	191	218	229	353	425
净利润 (调整后)	132	139	205	256	314
经调整 EPS (RMB)	0.264	0.278	0.307	0.384	0.470
每股股息 (RMB)	0.29	0.01	0.06	0.06	0.12
市盈率 (x)	20.24	19.19	17.40	13.93	11.36
股息率 (%)	5.35	0.13	1.17	1.14	2.15
市净率 (x)	1.08	1.43	2.83	3.23	3.67
每股盈利增长 (%)	N/A	5.5	10.3	24.9	22.6

资料来源：公司数据（行情数据截至 2020-10-20 收盘），国信证券（香港）研究部

中国

教育  
民办高等教育

2020 年 10 月 21 日

买入

目标价	HKD8.76
上次评级/目标价	-
收盘价 (20 Oct 20)	HKD6.09
上行/下行空间 (%)	43.8%
恒生指数	24569.56
总市值 (亿 HKD)	40.6
IPO 招股价 (HKD)	6.22

资料来源：Wind（截至 2020-10-20 收盘），国信证券（香港）研究部

### 公司简介

东软教育是中国领先的民办 IT 高等教育服务提供商，专注于培养 IT 专业人才，在 IT 高等教育行业耕耘二十余载，已建立以全日制学历高等教育服务为基本业务，以继续教育服务及教育资源&数字工场为两大战略业务的教育服务生态体系。

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

杨晓琴

证监会中央编号：BBR309

+852 2899 6772

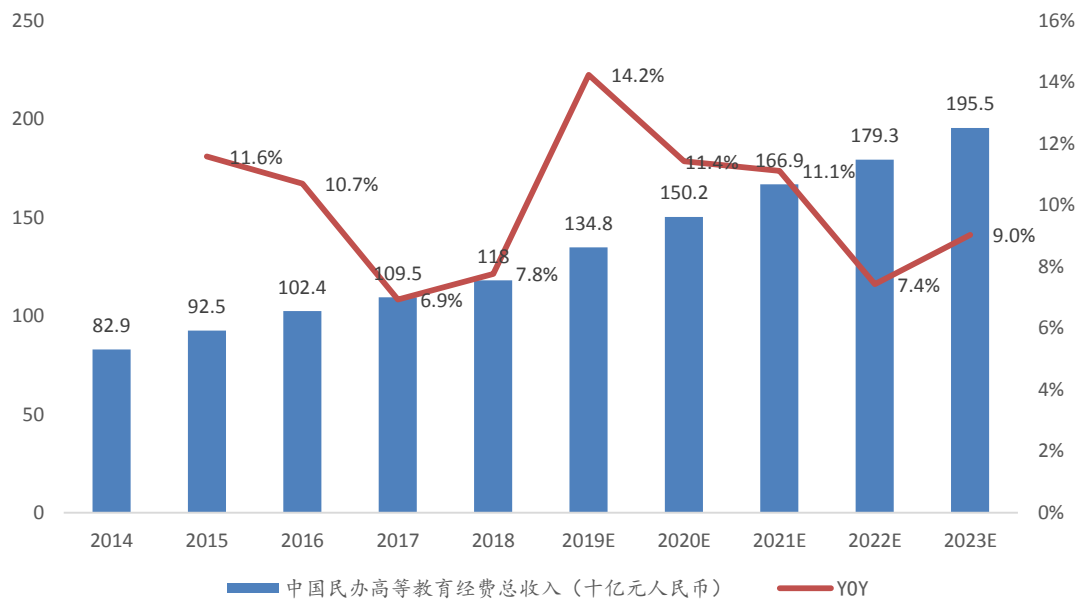
Vivian.yang@guosen.com.hk

## 行业概览及分析

### 中国民办高等教育行业市场规模及增速

2014-2018 年，中国民办高等教育经费总收入从人民币 829 亿元增加至人民币 1180 亿元，年复合增速 9.2%；根据弗若斯特沙利文的资料，2018 年，中国民办高等教育经非总收入占中国高等教育行业总收入的 9.8%。预计民办高等教育经非总收入从 2018 年的 1180 亿元增加至 2023 年的 1955 亿元，年复合增速 10.6%。

图 1 中国民办高等教育经费总收入及同比增速预测



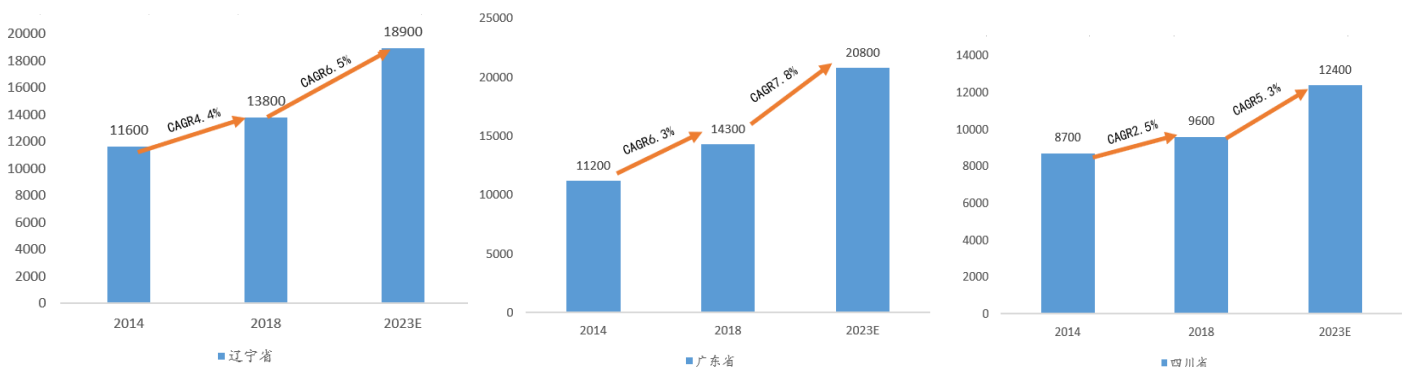
数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

### 中国民办高等教育的平均学费及增速

中国民办高等教育的年平均学费从 2014 年的人民币 10983 元增加至 2018 年的 13530 元，年复合增速为 5.4%。预计 2018-2023 年，中国民办高等教育的年平均学费将以 4.8% 的年复合增速增至，到 2023 年达到 17095 元人民币。

而东软教育三所学院所在省份平均学费如下图所示

图 2 东软教育三所学院所在省份平均学费（单位：元人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

### 行业政策环境对民办高等教育利好

**高职扩招：**2019 年高职院校扩招 100 万人被写进政府工作报告后，国务院总理李克强在作今年的政府工作报告时表示，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人，要使更多劳动者长技能、好就业。去年高职实际扩招 116 万人，超额完成目标。

**专升本扩招：**今年 2 月的国务院常务会议推出鼓励吸纳高校毕业生和农民工就业的措施。其中就包括“扩大今年硕士研究生招生和专升本规模”。专升本的招生规模扩大对民办高等学校是明显利好，此前教育部的规定是专升本的招生规模不超过当年应届毕业生人数的 5%。据业内人士测算，2020 年全国专升本录取人数有望增加 100-200%。

**国家职业教育改革实施方案：**方案提出，经过 5—10 年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变，由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变，大幅提升新时代职业教育现代化水平，为促进经济社会发展和提高国家竞争力提供优质人才资源支撑。我们相信未来民间资本将可在职业教育领域大展拳脚，推进职业教育的深化改革。

## 公司业务概览及分析

### 业务板块及收入结构

集团的业务分为三大板块：1) 全日制高等学历教育（旗下有三所高等院校：大连东软信息学院、成都东软学院和广东东软学院）、2) 继续教育服务；3) 教育资源及数字工场。

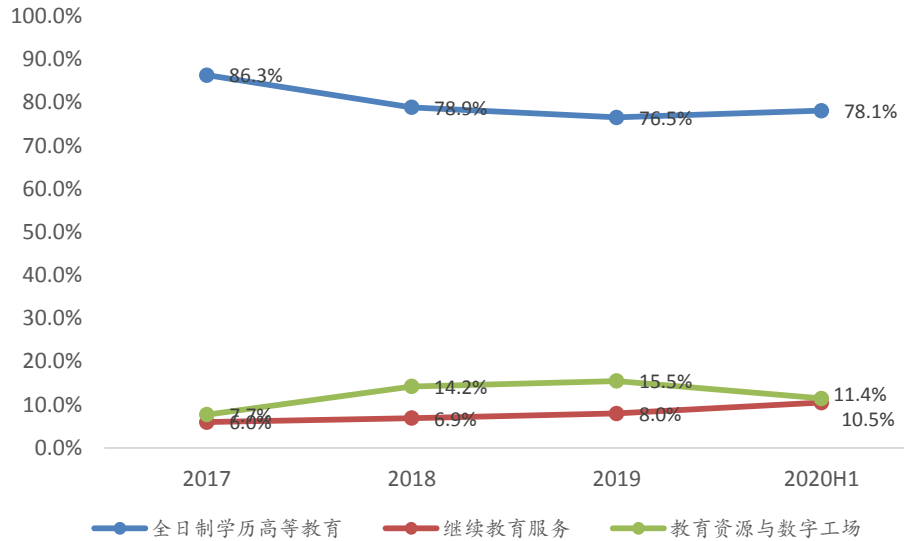
集团在中国民办 IT 高等教育领域处于领先地位，根据弗若斯特沙利文报告，就 2018/2019 学年 IT 专业数量及 IT 专业在校生人数而言，集团在包含独立学院在内的中国所有民办高等教育机构中分别名列第一及第二。

表 2 东软教育分部业务收入及增速

	2017	2018	2019	2020H1
全日制学历高等教育服务	631.4	673.0	733.5	343.2
全日制学历高等教育收入 YOY		6.6%	9.0%	-1.5%
继续教育服务	43.6	58.6	76.4	46.1
继续教育收入 YOY		34.4%	30.3%	41.5%
教育资源与数字工场	56.4	121.5	148.3	50.3
教育资源与数字工场收入 YOY		115.6%	22.1%	-32.1%
合计	731.4	853.2	958.2	439.6
YOY		16.7%	12.3%	-3.4%

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图3 东软教育三大业务收入占比



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

### 全日制高等学历教育

这部分业务由东软教育旗下三所学院提供——依托 A 股上市公司东软集团的声誉打造的三所民办高等学校：大连东软信息学院、成都东软学院、广东东软学院。三所学院的办学质量倍受认可：在“武书连中国民办大学综合实力前 100 名排行榜”中，大连东软信息学院于 2018、2019 连续两年排名全国第五；在“2020 软科中国民办高校排名”中，东软三所大学全部入榜百强，大连东软信息学院位列全国第五。2019 年 12 月，教育部将大连东软信息学院的三个本科专业（计算机科学与技术、软件工程及数字媒体技术）列入首批国家级一流本科专业建设点名单中，就上述三个本科专业而言，大连东软信息学院是名单中唯一一所民办大学（包括独立学院）。另外，教育部将大连东软信息学院的另外六个本科专业及成都东软学院的三个本科专业列入首批省级一流本科专业建设点名单中。2020 年 6 月，大连“东软百度人工职能学院”创新项目入选 2020WURIRanking 产业应用类创新项目全球 40 强。2019/2020 学年，集团全日制学历高等教育课程的学生人数达约 36,066 人，其中约 45% 的学生报读了 IT 专业。

根据弗若斯特沙利文报告，2019/2020 学年，就理科及文科录取分数而言，大连东软信息学院于辽宁省所有民办大学（不包括独立学院）中均排名第一、成都东软学院于四川省所有民办大学（不包括独立学院）中均排名第四，而广东东软学院于广东省所有民办大学（不包括独立学院）中分别排名第一及第三。2020/2021 学年，三所东软学院的最低录取分数线均显著高于当地本科控制线。

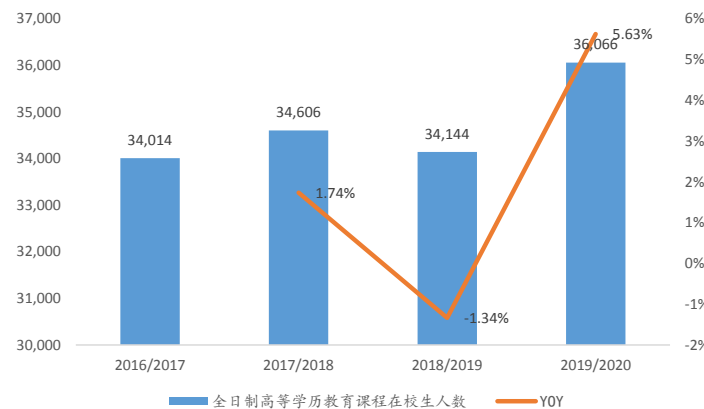
过去数年，三所学院的在校生人数小幅增长，学费增长幅度较大，大连东软信息学院的本科生学费从 16/17 学年的 1.6-1.8 万元增加至 20/21 学年的 2.4-2.8 万元，年复合增速约 10.7%；专科生学费从 16/17 学年的 1.4 万元增加至 20/21 学年的 2.8 万元，年复合增速达 18.9%。成都东软学院本科生学费从 16/17 学年的 1.6 万元增加至 20/21 学年的 1.8-1.9 万元，年复合增速约 3.7%；专科生学费过去四年没有上涨。广东东软学院的本科生学费从 16/17 学年的 1.8-2 万元增加至 20/21 学年的 2.8-3.4 万元，年复合增速约 12.9%；专科生学费从 16/17 学年的 1.35-3 万元增加至 2.2-3 万元，最低学费收费年复合增速约 13%。

表 3 东软教育三所学院全日制高等学历教育学费（单位：元人民币/学年）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
<b>大连东软信息学院</b>					
本科	16,000~18000	20,000~24000	20,000~24000	20,000~28000	24,000~28000
专科	14,000	20,000	20,000	24,000	28,000
专升本	16,000	20,000	20,000	20,000	24,000
<b>成都东软学院</b>					
本科	16,000	16,000	16,000	16,000	18,000~19000
专科	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
专升本	16,000	16,000	16,000	16,000	18,000~19000
<b>广东东软学院</b>					
本科	18,000~20000	18,000~30000	20,000~30000	24,000~30000	28,000~34000
专科	13,500~30000	18,000~30000	18,000~30000	22,000~30000	22,000~30000

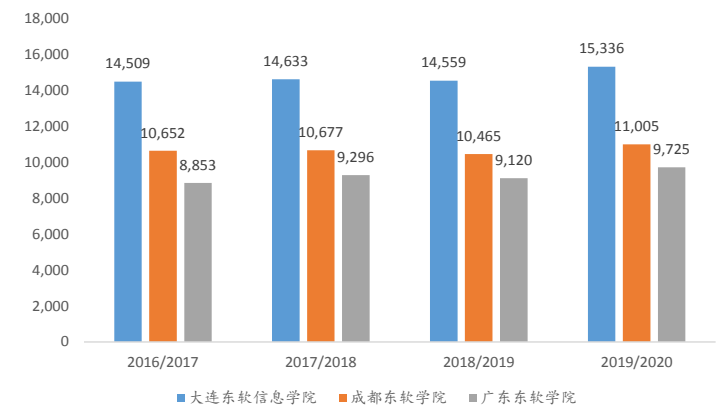
数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 4 集团全日制高等学历教育在校生人数及增速



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 5 集团三所学院全日制高等学历教育在校生人数



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

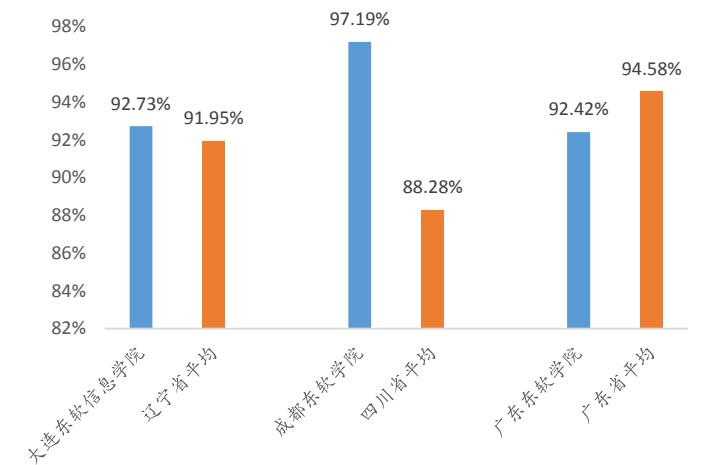
2020/2021 学年，三所学院的招生学额均稳步增长，较上一学年共计增加 2025 个招生学额，增幅 16%，其中专科及专升本的学额增幅显著。

表 4 东软教育三所学院历年招生学额（人）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
<b>大连东软信息学院</b>	4,223	4,223	4,403	4,653	5,505
本科	3,477	3,477	3,657	3,757	4,109
专科	546	546	546	696	696
专升本	200	200	200	200	700
<b>成都东软学院</b>	3,201	3,240	3,089	4,196	4,695
本科	3,000	3,079	3,000	3,288	3,473
专科	160	120	50	900	1,000
专升本	41	41	39	8	222
<b>广东东软学院</b>	2,670	2,750	2,898	3,770	4,444
本科	2,220	2,300	2,548	2,932	2,944
专科	450	450	350	838	1,500

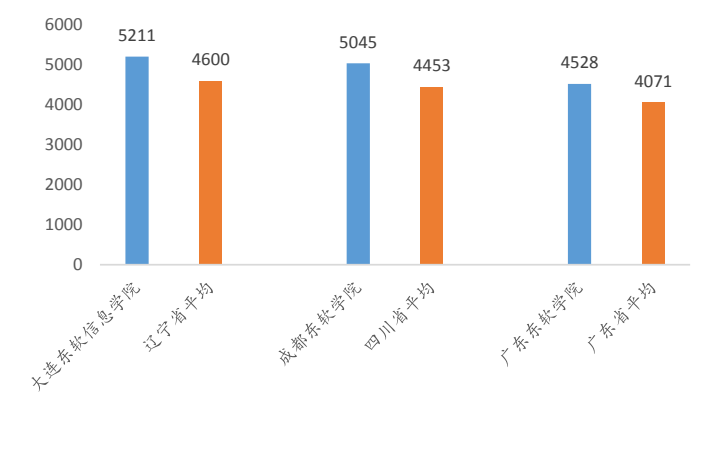
数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 6 集团三所学院 18/19 学年全日制高等学历毕业生初始就业率及全省平均水平对比



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

图 7 三所学院全日制高等学历毕业生平均月薪及全省平均水平对比（单位：元人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

学历高等教育业务未来增长动力：

1. 校园扩展：截至 2020 年 6 月 30 日，集团旗下三所大学的平均利用率已达 95.5%。2020 年 8 月及 9 月，成都学院及广东学院各有一栋新的学生公寓落成并投入使用，预计分别可容纳 2000 及 1572 名学生。未来两年，三所学院均有扩建计划，下表中的扩建完成后，大连东软信息学院、成都东软学院及广东东软学院预计将分别额外容纳 8014 名、5000 名及 5372 名学生，与 2019/2020 学年相比，学校容量将分别增加 47.6%、46.0%及 51.5%（该等学校容量的增加并未计及成都东软学院于 2020 年 8 月建成的新学生宿舍楼。该学生宿舍楼可容纳 2000 名学生）。

表 5 东软教育三所学院未来两年扩建计划

	升级及 扩建计划	预期 竣工日期	建设成本* / 资本开支总额	截至 2021 年 末的估计 成本总额	截至 2020 年 4 月 30 日的 支出金额	2021 年底前 预计 将接納的 額外學生 數目	竣工後 預計 將接納的 額外學生 數目	2020 年至 2024 年的 估计折舊費用
大连东软信息学院	實訓基地 <sup>(1)</sup>	2021 年 10 月	人民幣 396.5 百萬元	人民幣 378.2 百萬元	人民幣 90.0 百萬元	—	—	人民幣 37.7 百萬元
	於近期收購 土地上的 新校園建設 <sup>(2)</sup>	2022 年 12 月	人民幣 871.4 百萬元	人民幣 610.0 百萬元	—	5,046	8,014	人民幣 41.2 百萬元
成都东软学院	圖書館及操場	2021 年 7 月	人民幣 83.1 百萬元	人民幣 83.1 百萬元	人民幣 48.7 百萬元	—	—	人民幣 8.5 百萬元
	於近期收購 土地上的 新校園建設	2023 年 8 月	人民幣 600.4 百萬元	人民幣 220.8 百萬元	人民幣 11.6 百萬元	2,500	5,000	人民幣 22.1 百萬元
广东东软学院	學生宿舍樓	2020 年 9 月	人民幣 59.3 百萬元	人民幣 59.3 百萬元	人民幣 25.7 百萬元	1,572 (2020 年 9 月之前)	1,572	人民幣 7.7 百萬元
	校園擴建計劃 (一棟教研樓及 兩棟學生 宿舍樓)	2022 年 8 月	人民幣 316.7 百萬元	人民幣 193.5 百萬元	—	1,500	3,800	人民幣 25.3 百萬元

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

2. 在专业设置上下功夫，增设更多新兴专业。围绕 IT+健康医疗科技领域，2020/2021 学年，大连东软信息学院新开设医学信息工程、人工智能、机器人工程及大数据管理与应用 4 个本科专业。
3. 基于独创的 TOPCARES 人才培养办法，深化改革，提升办学质量。在东软集团的支持下，旗下三所院校进行了广泛的校企合作，以便更好地为学生可以提供可以直接应用于未来就业的技能，提升就业质量。除此之外，公司一直注重创新创业教育，于 2002 年建立了一个独特的创业孵化器大学生创业中心(SOVO),旨在培养学生的创新思维与创业精神。SOVO 中的教师和导师帮助学生将商业理念转化为项目，并为项目的运营提供指导和支持。截至 2020 年 3 月 31 日，SOVO 已经孵化了 7300 多个初创项目及 1000 多家“虚拟”公司，其中 250 多家已正式注册。集团旗下高校的创新创业教育也赢得了许多荣誉和奖项，2016 年大连东软信息学院被教育部认可为全国首批 50 间创新创业典型经验高校之一，三所大学的 SOVO 均被评为科技部火炬中心国家级众创空间。

### 继续教育业务

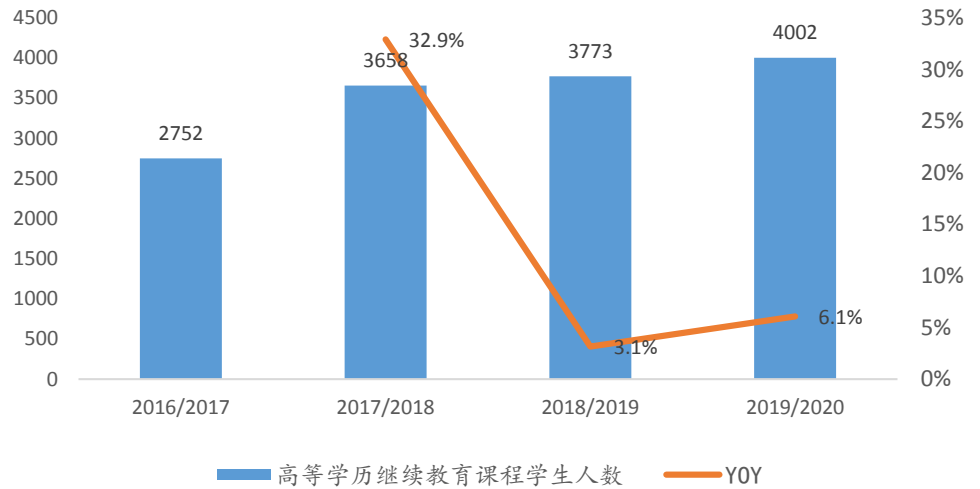
东软教育的继续教育业务分为三种类型：1) 依托三所大学开展的高等学历继续教育和非学历继续教育（自学考试准备服务）；2) 2B 委托短期培训业务，已取得 30 项各级、各类培训资质，现有机构客户 70 余家，覆盖教育、人社、工信等各级政府部门，及金融、建筑、能源等行业企业；3) 2C 就业技能培训业务。面向个体学员，开展 IT 就业技能培训业务，精准提升就业竞争力，目前年培训学员数 4000 余人。东软教育于 2020 年 3 月收购了天津睿道，天津睿道在中国有 7 个培训中心，位于不同城市。

#### 1. 依托三所大学开展的高等学历继续教育和非学历继续教育

旗下三所学院继续教育学生人数过去四年有所增长，从 16/17 学年的 2752 人增至 19/20 学年的 4002 人，年复合增速约 13.3%。过去只有大连东软信息学院和广东东软学院招收高等学历继续教育课程学生，从今年开始，成都学院也开始招收高等学历继续教育课程学生。广东东软学院提供的成人高等教育课程学费介乎 9800-17800 元/学年，大连东软信息学院提供的成人高等教育课程学费一般介乎 2800-6000 元/学年。

除了高等学历继续教育，也通过大连东软信息学院和成都东软学员提供自学考试准备服务。目前，大连东软信息学员提供 6 门自学考试准备课程，并未计划获得大专文凭的学生提供一门自学考试准备课程，学费介乎 3315-5400 元人民币；成都东软学院提供 5 门自学考试准备课程，并为计划获得大专文凭的学生提供四门自学考试准备课程，学费介乎 3000-3800 元人民币。

图 8 东软教育三所学院高等学历继续教育课程学生人数及同比增速



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

表 6 东软教育自考课程学生人数（人）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
大连东软信息学院	451	566	479	445
成都东软学院	81	75	68	95
合计	532	641	547	540

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

## 2. 2B 短期培训

这项业务主要面向院校、政府、企业，截至 2020 年 3 月底，公司向公司、学校、政府机构及其他机构客户提供 70 个短期培训项目，并获得由国家级、省级及市级政府认可的 30 个资质，包括于 COVID-19 疫情期间由人力资源和社会保障部认可的首批 50 家人社部推荐的职业技能培训线上平台机构之一。

## 3. 2C 个人短期培训

东软教育本身有一所培训学校——成立于 2018 年的东软培训学校。2020 年 3 月东软教育收购了天津睿道 90.91% 股权，天津睿道旗下有 7 所培训学校，分布于中国不同城市。收购完成后，东软教育合计运营 8 所培训学校，分别位于沈阳、大连、天津、南京、秦皇岛、青岛和广州。主要客户群包括 IT 行业的雇员及进入 IT 行业的学生。目前公司提供合共 141 门覆盖热门 IT 技术（如 JAVA\UI 及 Python）的课程，通常这些培训课程为期 4-5 个月。由天津睿道提供的该等课程学费介乎 9000-25800 元。于 2019 年，天津睿道向 4000 余名个体客户提供短期培训服务，平均每名学生产生的收费是 16000 元人民币。根据弗若斯特沙利文的报告，按 2019 年提供 IT 与互联网技术业职业培训服务的学费收入计，天津睿道在中国所有 IT 与互联网技术职业培训提供商中排名第七。



2020 年上半年，这些培训学校合计招收学员 1039 人，较去年同期减少 950 人，主要因为受到新冠疫情影响，无法有效开展招生宣传活动，且一段时间内无法线下授课，对招生产生影响。

表 7 天津睿道旗下培训学校

培訓學校	位置	潛在市場 <sup>(1)</sup> (人民幣 十億元)	市場份額	2019 年 收入排名	2019 年 學生註冊 人數排名	市場 參與者 數目
天津市濱海新區東軟睿道軟件 人才職業培訓學校 .....	天津	1.1	1.2%	4	4	>280
瀋陽東軟軟件人才培訓中心 .....	遼寧	1.0	3.7%	1	1	>250
大連東軟軟件人才培訓中心 .....	遼寧	1.0	2.0%	2	2	>250
南京東軟人才培訓中心 .....	江蘇	6.0	0.2%	6	6	>1,500
青島西海岸新區東軟睿道軟件 人才培訓學校 .....	山東	3.3	0.4%	5	5	>820
廣州市東軟軟件人才職業培訓學校 ..	廣東	7.2	0.2%	5	5	>1,400
秦皇島東軟創業大學 .....	河北	0.2	0.4%	前十之外	前十之外	>200

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

注：潜在市场指各培训学校所在省份 2019 年的 IT 及互联网技术职业培训市场的规模

表 8 天津睿道财务摘要（单位：百万元人民币）

	2017	2018	2019
收入	247.6	159.8	171.0
YOY		-35.5%	7.0%
毛利	109.8	69.3	64.3
净利润	59.4	20.7	20.2
净利润率	24.0%	12.9%	11.8%

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

## 教育资源与数字工场

采用“3+N”轻资产模式赋能更多高校，主要合作形式为：专业共建与产业学院；开发智慧教育系统及优质资源助力高校客户提高办学运营效益；提供实验实训室解决方案，为高校客户建立和运营线下或线上实验室。过去三年，教育资源与数字工场业务收入高速增长，从 2017 年占收入比重 8% 提升至 2019 年的 16%，收入规模从 5600 万人民币增长至 1.48 亿人民币。未来将继续成为增长的主要动力。

## 教育资源

依托东软雄厚的产业优势与学历教育丰厚的办学积淀，借以强大的应用研究与开发团队，将三所大学经过实践验证的先进教育理念、方法、模式、体系、标准等数字化、产品化、平台化，并在三所大学持续应用、反馈与迭代升级基础上，以专业共建与产业学院、智慧教育平台与教学内容、实验实训室解决方案等形式，以 O2O (Offline to Online)、轻资产、少人力的“3+N”商业模式，向众多普通本科和职业院校输出一流的教育产品与服务，为合作院校教育改革和创新赋能。

图9 东软教育教育资源及数字工场业务模块



数据来源：公司官网，国信证券（香港）研究部

图10 东软教育部分合作院校展示



数据来源：公司官网，国信证券（香港）研究部

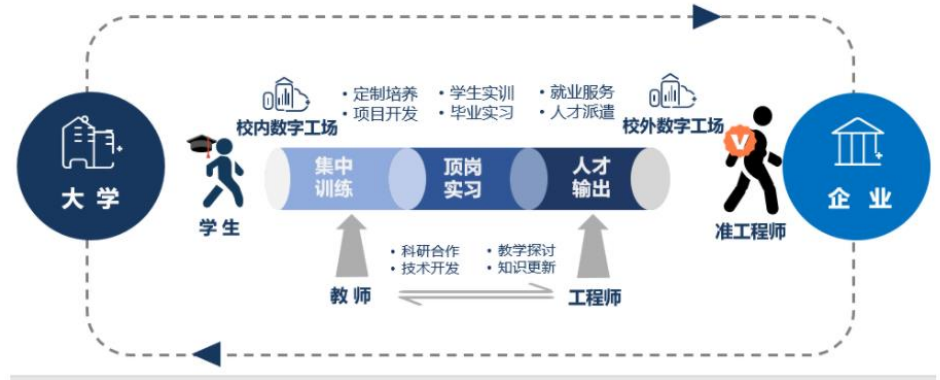
数字工场

为保障教育资源与数字工场业务更具特色和竞争力，满足合作院校对人才培养的工程环境需求，以及各地政府对当地经济社会发展的人才需求，拓展学生就业渠道，我们创造性提出并

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。  
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

构建了“数字工场”，作为教育资源与数字工场业务的实施载体之一，形成了从大学生定制培养、集中训练、顶岗实习到人才输出的完整人才生态链。通过布局全国各区域的交付中心以及合作企业，为合作院校学生提供共享的仿真或真实工程环境，也为合作企业及各区域经济发展提供人才支持服务。在经过校内定制培养、校内或校外的集中训练阶段后，合作院校学生既可以在工程师指导下参与第三方企业真实项目训练（顶岗实习），也可以进入到推荐企业直接就业，从而形成一个学校、企业与政府，学生、教师与工程师各方协同共赢的良性生态。

图 11 数字工场



数据来源：公司官网，国信证券（香港）研究部

## 盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年，公司收入增速分别为 12.1%/24.5%/14%；经调整每股净利润增速分别为 10.3%/24.9%/22.3%。最新收盘价 6.09 元港币，对应 17.4x2020 年预测 PE，我们给予买入评级，目标价 8.76hkd，对应 20x2021 年预测 PE。

(注：按 1 元人民币=1.14 元港币兑换)

表 9 东软教育三所学院就读学生人数预测

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E
<b>大连东软信息学院</b>							
全日制高等学历教育课程合计	14,509	14,633	14,559	15,336	17011	18116	19211
本科	12,484	12,775	13,001	13,229	13811	14477	15069
专科	1,943	1,585	1,169	1,756	2440	2587	2738
专升本	82	273	389	351	761	1053	1404
高等学历继续教育课程	991	1,083	1,325	1,682	2004	2204	2376
自学考试准备课程	451	566	479	445	430	450	580
<b>成都东软学院</b>							
全日制高等学历教育课程合计	10,652	10,677	10,465	11,005	11883	12847	14086
本科	8,949	9,722	10,123	10,596	11001	11448	12133
专科	1,569	872	256	352	681	1069	1480
专升本	134	83	86	57	201	330	473
高等学历继续教育课程	0	0	0	0	300	600	1,000
自学考试准备课程	81	75	68	95	100	110	130
<b>广东东软学院</b>							
全日制高等学历教育课程合计	8,853	9,296	9,120	9,725	11275	12528	13714
本科	5,025	7,058	8,190	8,722	9353	9964	10445
专科	3,828	2,238	930	1,003	1921	2564	3269
高等学历继续教育课程	1,761	2,575	2,448	2,320	2445	2939	3235

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 10 东软教育分部收入预测

	2017 A	2018 A	2019 A	2020 E	2021E	2022E
<b>全日制高等学历教育</b>	631.4	673.0	733.5	828.4	946.9	1063.8
YOY		6.6%	9.0%	12.9%	14.3%	12.3%
占比	86.3%	78.9%	76.5%	74.9%	69.7%	68.6%
<b>继续教育</b>	43.6	58.6	76.4	102.2	139.7	176.5
YOY		34.4%	30.3%	33.7%	36.7%	26.3%
占比	6.0%	6.9%	8.0%	9.2%	10.3%	11.4%
<b>教育资源与数字工场</b>	56.4	121.5	148.3	175.2	272.5	311.4
YOY	-	115.6%	22.1%	18.1%	55.5%	14.3%
占比	7.7%	14.2%	15.5%	15.8%	20.0%	20.1%
<b>合计</b>	731.4	853.2	958.2	1105.8	1359.1	1551.6
YOY		16.7%	12.3%	15.4%	22.9%	14.2%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 11 同行估值对比

代码	名称	最新收盘价	市值/亿 HKD	PE			2020-2022FYEPS 年复合增速预测
				FY20F (x)	FY21F (x)	FY22F (x)	
0382.HK	中汇集团	5.69	57.9	17.1	13.3	10.7	26.3%
0839.HK	中教控股*	13.40	288.1	27.9	19.9	17.8	25.4%
1569.HK	民生教育	1.15	48.5	9.9	8.0	7.1	18.2%
1890.HK	中国科培	5.75	115.9	16.5	13.4	11.4	20.5%
2001.HK	新高教集团*	4.45	70.6	11.7	9.5	8.6	16.4%
2779.HK	中国新华教育	2.31	37.2	10.0	8.8	7.7	14.3%
6169.HK	宇华教育*	6.67	222.8	21.2	17.4	14.7	20.2%
1765.HK	希望教育	2.16	156.2	21.2	15.4	13.4	25.9%
9616.HK	东软教育*	6.09	40.6	17.4	13.9	11.4	23.7%
0667.HK	中国东方教育*	15.4	336.9	31.0	23.0	18.2	30.5%
行业平均				16.9	13.2	11.4	20.9%

资料来源：Wind（行情截至 2020-10-20 收盘），国信证券（香港）研究部

注：1.带星号的采用国信证券（香港）研究部预测数据，其他采用彭博一致预期；

3.按照 1 元人民币=1.14 元港币换算

### 风险提示

新冠疫情影响大于预期

政策性风险

## 财务报表摘要 (截至每财年 12 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
收益	853	958	1,106	1,359	1,552
收益增长率 (%)	N/A	12.3	15.4	22.9	14.2
销售成本	(581)	(635)	(730)	(851)	(947)
毛利	272	323	376	508	605
其他收入	53	55	30	55	60
经营费用	(135)	(160)	(177)	(211)	(241)
经营溢利	191	218	229	353	425
经营溢利增长率 (%)	N/A	14.6	4.9	54.0	20.4
其他营业外收入/(支出)	(1)	(0)	0	0	0
财务收入	2	3	11	33	43
财务费用	(38)	(40)	(35)	(41)	(52)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	154	182	205	345	416
所得税	(7)	(24)	(23)	(38)	(46)
少数股东损益	(32)	(36)	(47)	(51)	(56)
净利润	115	122	136	256	314
其他调整	17	17	69	0	0
实际利润	132	139	205	256	314
实际利润增速 (%)	N/A	5.5	47.1	24.9	22.6
每股收益(人民币元)	0.230	0.244	0.204	0.384	0.470
实际每股收益(人民币元)	0.264	0.278	0.307	0.384	0.470
实际每股收益增速 (%)	N/A	5.5	10.3	24.9	22.6
每股股息(人民币元)	0.29	0.01	0.06	0.06	0.12
每股股息增速 (%)	N/A	N/A	784.4	(2.5)	88.4

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
固定资产	1,336	1,601	1,868	2,126	2,344
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	38	272	180	220	71
非流动资产	1,374	1,873	2,048	2,346	2,415
存货	3	3	3	4	5
应收款及预付款项	51	46	55	68	78
银行存款及现金	215	563	1,673	2,137	2,811
其他	111	16	33	41	47
流动资产	380	628	1,764	2,250	2,940
银行及其他借款	222	473	0	0	0
应付贸易账款及其他应付款项	1	1	6	7	8
应付税项	12	18	17	20	23
其他	654	753	840	1,033	1,179
流动负债	889	1,244	863	1,060	1,210
银行及其他借款	306	526	1,026	1,326	1,626
其他	79	73	88	109	124
非流动负债	385	599	1,114	1,434	1,750
净资产	480	658	1,835	2,101	2,395
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
溢价及储备	436	575	1,706	1,921	2,158
股东应占权益	436	575	1,706	1,921	2,158
少数股东权益	106	138	185	236	292
总权益	542	713	1,890	2,156	2,450
每股净资产(人民币元)	1.1	1.4	2.8	3.2	3.7

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

财务比率	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
毛利率 (%)	31.9	33.7	34.0	37.4	39.0
经营利润率 (%)	22.3	22.8	20.7	25.9	27.4
实际利润率 (%)	15.5	14.5	12.3	18.8	20.2
净债务/权益 (%)	71.8	75.8	(37.9)	(42.2)	(54.9)
净债务/总资产	17.2	17.1	(16.7)	(17.4)	(21.9)
流动比率	0.4	0.5	2.1	2.2	2.5
股息支付率	108.3	2.5	30.8	15.9	24.5
利息覆盖率 (倍)	7.9	8.2	11.4	12.2	11.5
股息覆盖率 (倍)	0.9	39.3	3.3	6.3	4.1
应收账款周转天数	49.6	18.3	16.5	16.3	16.9
应付账款周转天数	4.3	0.6	1.6	2.6	2.8
存货周转天数	1.2	1.7	1.6	1.6	1.7
现金循环天数	46.5	19.4	16.5	15.3	15.8
杜邦分析	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
税负率 (%)	(4.3)	(12.0)	(11.0)	(11.0)	(11.0)
利息负担率 (%)	(4.4)	(4.1)	(3.2)	(3.0)	(3.3)
经营利润率 (%)	22.3	22.8	20.7	25.9	27.4
资产周转率 (倍)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
杠杆率 (倍)	4.2	4.4	2.3	2.4	2.5
资产收益率 (%)	28.2	27.5	11.9	14.1	15.4
净资产收益率 (%)	7.0	6.4	4.2	6.0	6.2

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
息税前利润	191	218	229	353	425
折旧与摊销	107	108	176	149	170
利息费用	-36	-36	-24	-8	-9
营运资本变动	39	60	77	175	133
已交税金	-7	-24	-23	-38	-46
其他经营性现金流	50	54	-521	-47	-53
经营活动	343	381	-85	584	620
资本支出	-72	-551	-442	-408	-388
自由现金流	271	-170	-528	177	232
非流动资产处置	0.5	0.1	0.4	0	0
联营公司及合营公司(净值)	0	0	0	0	0
投资减少	739	860	401	0	0
投资增加	-682	-940	-313	-11	-3
其他投资性现金流	-8	7	92	-40	149
投资活动	-23	-624	-262	-459	-241
新增贷款	349	963	500	300	300
偿还贷款	-469	-498	0	0	0
已付股息	-143	-4	-42	-41	-77
其他融资性现金流	-38	-39	62	71	72
融资活动	-301	422	520	331	295
现金增加/(减少)	-118	348	1,110	464	674
年初现金	333	215	563	1,673	2,137
外汇汇率影响	0	0	0	0	0
年末现金	215	563	1,673	2,137	2,811

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Buy</b>	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Accumulate</b>	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
<b>Reduce</b>	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
<b>Sell</b>	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

#### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Outperform</b>	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
<b>Underperform</b>	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

#### 行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

## 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

## 免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。