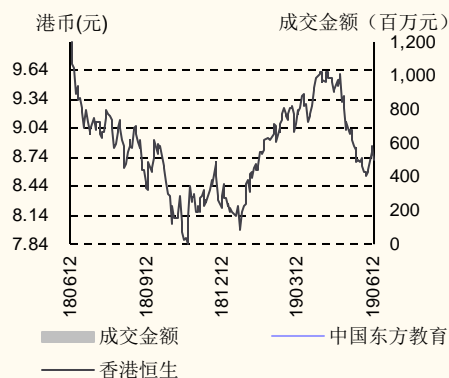


市价(港币): 9.920元  
目标(港币): 14.00元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 25,513.44  
已上市流通A股(百万股) 95,557.77  
总市值(百万元) 619,884.59  
年内股价最高最低(元) 7.940/5.100  
香港恒生指数 27308.46



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对  
相对香港恒生

## 中国东方教育——“治大企业若烹小鲜”，从烹饪培训，到职教航母，未来还在前方

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	3265	4155	4944	5816
同比增长	14.6%	27.2%	19.0%	17.6%
母公司股东溢利(百万)	510	729	960	1279
同比增长	-20.5%	43.0%	31.7%	33.2%
毛利率	52.2%	53.4%	54.0%	55.4%
净利润率	15.6%	17.6%	19.4%	22.0%
每股收益	0.23	0.33	0.44	0.59
每股经营现金流	0.45	0.67	0.86	1.12
市盈率(倍)	37.3	26.1	19.8	14.9
市净率(倍)	21.8	3.3	3.0	2.6

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

## 基本结论

- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，三大方向五大品牌格局形成。**中国东方教育于6月12日在港上市，共发行4.36亿股(20%)，发行价11.25港元，共募集约47.7亿港元。1988年创立新东方烹饪和新华电脑之后，2001年成立万通汽车教育，奠定烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职教方向。2006年收购华信智原，2016年新增欧米奇西点西餐教育，形成五大品牌格局，2017年还成立了提供私人订制体验服务的美味学院。截至2018年末，集团总平均培训人次达到12.4万人，按人次算，是中国最大的职业技能教育集团。公司FY15-18营收/净利/培训人次CAGR分别为21%/13%/10%，FY18营收/净利达32.65/5.15亿元，规模分别为教育行业第四/第六。公司在内地29个省份及香港共运营145所学校，和18个私人订制烹饪体验中心。
- **新品牌&长课程贡献明显提升，整体量价均衡增长；网点扩张加速，业绩或在未来持续兑现。**2018年新新东方烹饪/新华电脑/万通/欧米奇/其他营收占比分别为58%/19%/14%/7%/3%，欧米奇占比提升明显。培训人次长期课程占比在90%左右，实质业态介于学校和培训之间，以轻资产的模式获得稳定生源，整体量价各贡献一半增长。2016年开始加速扩张，新增网点初始运营阶段生师比较低，对利润率造成拖累，伴随网点成熟，利润率有望回升。综合来看，按照单个网点2-3年盈亏平衡期测算，业绩或迎来兑现期。
- **增长潜力分析：就业严峻反映错配，政策重视推动职教发展。**烹饪技术/信息技术/汽车服务职教领域，公司市占率分别为23.1%/3.4%/9.7%，位居第一，龙头地位有望进一步提升。公司在烹饪领域远超第二；其他领域目前与第二名差距不大，我们各选取两家代表公司进行对标分析。①达内科技：目标客群和课程长度差异大，东方客单价、盈利优势明显。②北大青鸟：东方受众基础更广泛，直营统筹效率高。③北方汽修：万通市场拓展或将受益于东方的多元化经营格局。④蓝翔技师：蓝翔以学历制教育为主，5个校区均位于济南，东方异地集团化运作能力强。综合来看，公司具有以下优势：①传统品牌家喻户晓，多品牌互补发展。②学历与非学历教育兼收并蓄。③重视校企合作，就业率高达93.7%。④全国性培训网络持续布局中。
- **盈利预测：我们预测19-21年公司分别实现营收41.6/49.4/58.2亿元，+27/19/18%YOY，净利润7.3/9.6/12.8亿元，+43/32/33%YOY，对应PE分别为26/20/15x。首次覆盖，给予买入评级，目标价14港元。**
- **风险提示：政策风险，招生不及预期，新品牌拓展不及预期等。**

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghuilin@gjzq.com.cn

## 内容目录

核心结论 .....	5
1. 中国东方教育上市：新东方烹饪起家的职教航母，全国最大职教集团之一 ...7	
1.1 三十余年历史：始于烹饪培训，拓展至信息技术、汽车服务多方面培训.7	
1.2 三大方向五大品牌：新东方烹饪/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通..... 11	
1.3 放眼整个教育行业：收入规模第四，利润规模第六 .....	15
2. 业务覆盖 29 省及香港，培训人次/营收/净利近四年 CAGR10%/21%/13%.15	
2.1 旗下 145 所学校，培训人次 FY15-18CAGR 为 10%，最新达 12.4 万 ..15	
2.2 收入/净利 FY15-18CAGR 为 21%/13%，FY18 达 32.65/5.15 亿元.....17	
2.3 新品牌&长课程贡献明显提升，整体量价均衡增长.....17	
2.4 立足华东、西南、华中三大强势区域，提升区域品牌影响力 .....	20
2.5 处于快速扩张期，多校尚未盈亏平衡，利用率提升空间大.....22	
3. 实质业态：介于培训和学校之间 .....	25
4. 增长潜力：享行业红利，显龙头优势 .....	28
4.1 社会背景：就业严峻反映错配，亟需职教供给，政策支持推动发展.....28	
4.2 行业层面：多家竞争对手对比，三大领域龙头地位有望进一步提升.....31	
4.3 公司层面：高知名度+学历与非学历并举+高就业率+全国布局.....35	
盈利预测与投资建议.....	37
风险提示 .....	38
附录：三张报表预测摘要.....	39

## 图表目录

图表 1：新东方烹饪部分宣传广告.....	7
图表 2：中国东方教育集团（新东方烹饪）及新东方教育集团历史沿革.....	8
图表 3：中国东方教育集团旗下职业教育品牌.....	9
图表 4：中国东方教育覆盖省份达 29 个 .....	9
图表 5：中国东方教育股权结构（上市后） .....	10
图表 6：中国新华教育股权结构（上市后） .....	10
图表 7：公司品牌介绍（截至 2018 年 12 月 31 日） .....	12
图表 8：分品牌课程情况.....	14
图表 9：上市及拟上市公司收入规模前 10（亿人民币） .....	15
图表 10：上市及拟上市公司净利规模前 10（亿人民币） .....	15
图表 11：中国东方教育公司最新学校构成情况 .....	16
图表 12：中国东方教育学校数量变化情况.....	16
图表 13：中国东方教育总平均培训人次.....	17
图表 14：中国东方教育营收及增速.....	17
图表 15：中国东方教育归母净利润及增速.....	17
图表 16：分品牌营收占比.....	18

图表 17: 分品牌平均培训人次占比.....	18
图表 18: 分课程长度平均培训人次占比.....	18
图表 19: 中国东方教育学费/服务费情况.....	19
图表 20: 中国东方教育 2018 年分品牌客单价 (万元/人次) .....	19
图表 21: 中国东方教育 FY2015-2018CAGR——量价拆分.....	20
图表 22: 中国东方教育 7 大业务区域情况 (截止 2018 年 12 月 31 日) .....	20
图表 23: 中国东方教育各品牌地理位置覆盖范围情况 (截止 2018 年 12 月 31 日) .....	21
图表 24: 分地区培训人次占比.....	22
图表 25: 分地区培训人次增速.....	22
图表 26: 中国东方教育各品牌网点扩张情况.....	22
图表 27: 中国东方教育不同使用率的学校/中心数量.....	23
图表 28: 公司成本结构.....	23
图表 29: 公司毛利率, 归母净利率及生师比.....	23
图表 30: 中国东方教育分品牌生师比与毛利率对比情况.....	24
图表 31: 公司销售费用结构.....	24
图表 32: 公司费率情况.....	24
图表 33: 中国东方教育获客成本测算情况.....	25
图表 34: 培训行业和学校行业对比.....	25
图表 35: 教育行业毛利率对比.....	26
图表 36: 教育行业净利率对比.....	26
图表 37: 教育行业销售费用率对比.....	27
图表 38: 教育行业管理费用率对比.....	27
图表 39: 教育行业 ROA 对比.....	27
图表 40: 百度指数——“找工作”变动情况 .....	28
图表 41: 考研人数变动.....	28
图表 42: 中国职业教育体系 .....	29
图表 43: 职业技能培训相关政策.....	30
图表 44: 中国东方教育职场需求总人数测算 (单位: 万人) .....	31
图表 45: 中国职业技能教育总规模 (亿元) .....	31
图表 46: 三大细分占职业技能教育市场比重.....	31
图表 47: 2017 年中国职业技能教育市占率.....	32
图表 48: 2017 年中国烹饪职业技能教育市占率.....	32
图表 49: 2017 年中国信息技术职业技能教育市占率.....	32
图表 50: 2017 年中国汽车服务职业技能教育市占率.....	32
图表 51: 中国东方教育与达内科技对标情况.....	33
图表 52: 中国东方教育分品牌中职平均培训人数情况.....	35
图表 53: 中国东方教育扩张计划情况.....	36
图表 54: 中国东方教育区域中心建设规划情况.....	36

图表 55: 教育行业可比公司估值对比 (截止 2019 年 6 月 12 日) .....37

## 核心结论

- **国内职教龙头——中国东方教育于 2019 年 6 月 12 日在港交所上市，共发行 4.36 亿股（占发行后总股本 20%），发行价 11.25 港元，募集资金净额为 47.69 亿港元。**
- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，三大方向五大品牌格局形成。**1988 年创立新东方烹饪和新华电脑之后，2001 年成立万通汽车教育，奠定烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职业技能教育方向。2006 年收购华信智原 DT 人才培训基地，2016 年新增欧米奇西点西餐教育，至此五大品牌格局形成。除此之外，2017 年成立的美味学院，提供私人订制体验服务。同一方向下的品牌，核心客群需求有所差异，欧米奇和美味学院可以看作是公司在老牌新东方烹饪的基础上，对具备发展潜力的细分市场专业化拓展；新华电脑 98% 培训人次为长期课程，强调由浅入深，而华信智原主要针对已有一定基础人群的提供短期课程培训。分品牌各司其职，深入挖掘市场需求。提供长期课程的品牌单个网点成熟期平均培训人次为 1000-1500 人，而欧米奇/华信智原/美味学院约为 500/300/200 人。
- **中国最大职教集团之一，资源丰富，扩张潜力大。**截至 2018 年 12 月 31 日，集团总平均培训人次达到 12.4 万人，按人次算，是中国最大的职业技能教育提供商。公司 FY15-18 营收/净利/培训人次 CAGR 分别为 21%/13%/10%，FY18 营收/净利达 32.65/5.15 亿元，规模分别为教育行业第四/第六。公司在内地 29 个省份及香港共运营 145 所学校，和 18 个私人订制烹饪体验中心，其中 26 所学校还提供职业中专学历教育。集团前三大股东互为堂兄弟，第一大股东吴俊保先生也是中国新华教育集团的最大的股东，两集团均与新华集团有关，新华产业涵盖教育、地产和金融等多个领域，旗下公司在扩张进程中资源丰富，潜力较高。
- **新品牌&长课程贡献明显提升，整体量价均衡增长。**2018 年新东方烹饪/新华电脑/万通/欧米奇/其他（华信智原、美味学院等）营收占比分别为 58%/19%/14%/7%/3%，欧米奇短短两年占比达到 7%，提升明显，体现集团品牌运作能力。培训人次长期课程占比在 90% 左右，其中两年以上三年以下课程占比最高，2018 年为 62%，该特点使得东方教育的实质业态介于学校和培训之间，以轻资产的模式获得相对稳定生源。东方教育三年以上课程占比 2018 年达 20%，该比例在过去四年间上升了 12pct，这意味着单个学生的平均培训时间长度提高，课程结构化调整，有利于降低均摊到培训期间的单人获客成本，提高学生稳定性的同时也推升了整体客单价。不同品牌来看量价对于营收的贡献略有差异，但从公司整体层面来看量价基本各贡献一半的营收增长。预计未来三年以上趋势仍将持续。
- **网点扩张加速，业绩或在未来持续兑现。**2007-2012 年间年均增加 3 所学校，2012-2015 年间年均增加 10 所学校，2016 年开始加速扩张，2016/2017/2018 年分别新增 19/（36+6）/（19+12）个学校+美味学院，未来三年公司计划持续保持快速扩张态势，预计分别新增 20/（15+4）/（16+6）个学校+美味学院。成本和费用端与生师比变动方向相反，利润率与生师比变动方向相同，新增网点初始运营阶段会由于培训人次相对较少，办学固定投入及相应师资配备量较大，生师比较低，对整体利润率造成拖累，随着网点利用率提高，生师比上升，利润率有望回升。除此之外，2018 年获客成本上升明显的主要原因在于新品牌欧米奇在 2017 年开始有网点落成，公司在 2018 年加大对于该品牌名称的推广，以促进新成立学校的招生，随着品牌知名度提升我们预计这部分增长会有所放缓。同时，2018 年管理费用受到于 2018 年采纳的购股权计划影响有所上升，预计这部分影响仍会持续。综合来看，按照单个网点 2-3 年盈亏平衡期测算过去三年间的快速扩张的网点或迎来业绩兑现期。
- **社会背景：就业严峻反映错配，亟需职教供给，政策重视推动职教大发展。**2019 年以来，“找工作”的百度指数同比增长 904%，整体环比增长 438%，就业问题成为社会关注热点，考研人数加速攀升也侧面反映就业形势严峻，就业市场错配现象突出，应用型人才培养引重视，职教需求增加，职教相关多项重磅政策频发，职教作为国家政策支持的大方向所在，行业红利明

显。我们认为 15-30 岁没有上普通高中的人以及 18-30 岁普通高中毕业没有上普通本科的人为中国东方教育的目标客群，经测算规模约 1.7 亿人，潜在市场空间巨大。

- **行业层面：多家竞争对手对比，东方三大领域龙头地位有望进一步提升。**根据弗若斯特沙利文数据显示，以平均培训人次来说，烹饪技术/信息技术/汽车服务职业技能教育市场，公司市占率分别为 23.1%/3.4%/9.7%。公司烹饪职教市场龙头地位不可替代，市占率远超第二名 20.2pct；在信息技术和汽车服务职教市场，目前与第二、三名之间差距不大，我们选择国内信息技术培训的达内科技、北大青鸟，及汽车服务培训的北方汽修学校和蓝翔技师学院进行对标分析。
  - ①对标达内科技：目标客群和课程长度差异大，达内主要针对成人 IT 培训及少儿编程教育，提供 1-6 月的短期课程，东方客单价超过达内近 1.5 万元/人次，单客收益品质显著优于达内，盈利能力优势明显。
  - ②对标北大青鸟：北大青鸟主要针对大学生、职场人士、IT 工作者，对学员个人基础要求更高，采取特许加盟经营模式。中国东方教育受众基础更广泛，直营统筹运作效率高。
  - ③对标北方汽修学校：相较北方聚焦于汽修，万通市场拓展或将受益于东方教育多元化经营格局。不过我们认为东方在汽车服务培训领域与北方汽修学校相比竞争优势较弱，市场较量的不确定性高于其他两个领域。
  - ④对标蓝翔技师学院：蓝翔以学历制教育为主，在业务范围与东方重合度较高，五个校区，且全部集中于山东济南，办学规模约为 3 万人。中国东方教育异地集团化运作能力强，覆盖范围更广。
- **公司层面：高知名度+学历与非学历并举+高就业率+全国布局。**①传统品牌家喻户晓，知名度认可度高，多品牌互补发展。②学历教育与非学历教育兼收并蓄，145 所中 26 所提供中专学历，学历教育人次占总人次比重持续上升，2018 年达 15%。③增强校企合作，打造订单班模式，长期课程平均就业率高达 93.7%。④全国性培训网络持续布局中。

## 1.中国东方教育上市：新东方烹饪起家的职教航母，全国最大职教集团之一

### 1.1 三十余年历史：始于烹饪培训，拓展至信息技术、汽车服务多方面培训

- 国内职教龙头——中国东方教育于 2019 年 6 月 12 日在港交所上市。中国东方教育影响力大，旗下的新东方烹饪在电视广告媒体时代投放大量广告，广告渗透程度非常高，很多广告词现在都还耳熟能详，诸如“爱卿师从何处？新东方烹饪学校！”、“传，传，传……传新东方厨师。”、“汇集天下名菜，培养厨师精英！”、“学厨师，还是去新东方。”、“幸福的味道，新东方制造。”等广告词依旧脍炙人口。

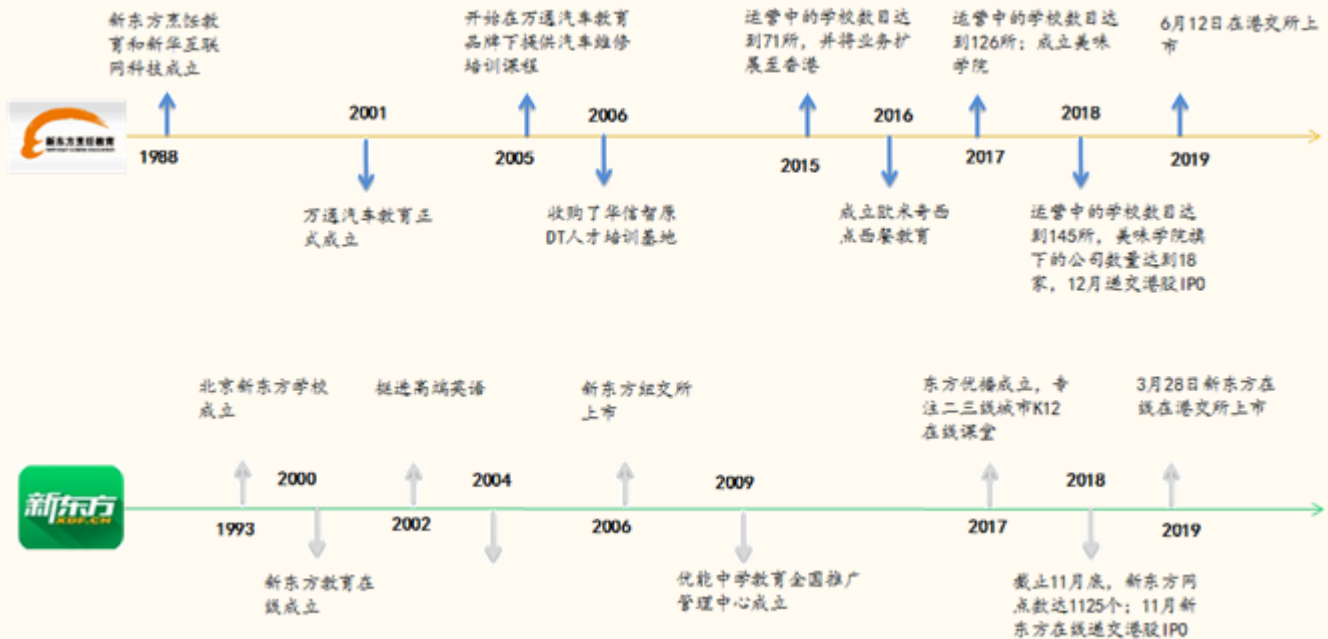
图表 1：新东方烹饪部分宣传广告



来源：必应图片，国金证券研究所

- 做饭的新东方比教英语的新东方历史更悠久。新东方烹饪和新东方教育因为名称相似，容易混淆，实质上两者不论股权或者业务内容没有任何关系。但都在各自的细分行业深耕多年，成为了所在行业龙头。新东方 1993 年创立于北京，至今 25 年历史，2006 年集团在美国纽约证券交易所成功上市，成为中国大陆在美国上市的第一家教育机构，现依然为全国 K12 教培 & 英语培训龙头。而新东方烹饪历史更为久远，于 1988 年创立，至今 30 余年历史，隶属于中国东方教育集团，中国东方教育集团按 2017 年平均培训人次计算，占据烹饪职业技能教育行业的 23.1% 份额，远超第二名的 2.9% 份额。

图表 2：中国东方教育集团（新东方烹饪）及新东方教育集团历史沿革



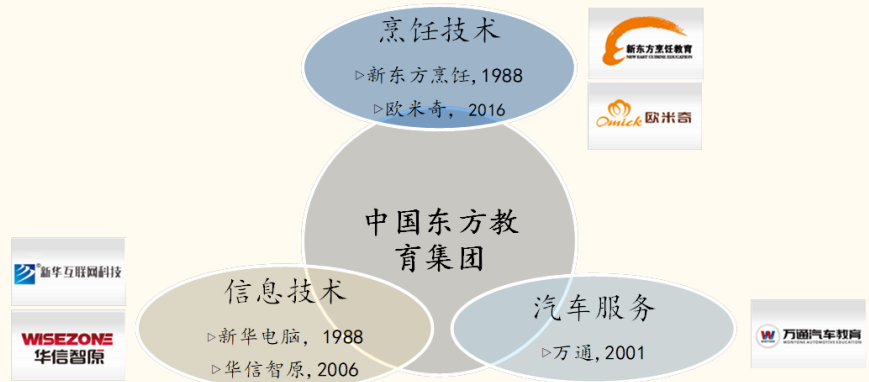
来源：公司官网，招股说明书，国金证券研究所

- **起家于烹饪，却未止步于烹饪，业务拓展至信息技术、汽车服务多方面培训。**1988 年，新东方烹饪教育和新华互联网科技成立，聚焦于提供专业烹饪及酒店管理的培训，并开始提供与计算机及互联网相关的新兴行业的培训课程，推出摩托车维修增训项目，呈现万通汽车教育雏形。2001 年，万通汽车教育正式成立。2006 年，收购了华信智原 DT 人才培训基地，为大学生及在职人员提供短期实用信息技术课程。2016 年，成立欧米奇西点西餐教育，提供优质西餐教育，巩固其在烹饪教育行业地位。2017 年，成立美味学院，旨在为对烹饪感兴趣或计划在餐饮行业自行创业的客户提供私人订制烹饪体验。2018 年烹饪培训（新东方烹饪+欧米奇+美味学院）/信息技术（新华电脑+华信智原）/汽车服务（万通）分别贡献 65%/21%/14%。
- **中国东方教育多业务同步推进，教育品牌家喻户晓，品牌力彰显的同时也获得了行业认可，多项殊荣加冕。**2010 年，万通汽车教育被中国汽车文化促进会和中国汽车人才培养工程委员会评为「全国汽车行业示范职教集团」，2012 年，安徽新华电脑专修学院受人社部委任组织「国家新技能人才培养新项目」及「四新人才培养计划」。2015 年，安徽新华教育发展有限公司连续五年在世界中国烹饪联合会第六届成员代表会议上被选为世界中国烹饪联合会第六届委员会会议的委员会成员。2017 年，安徽新华教育获中国饭店协会认证为「全国饭店业人才培训示范基地」，北京华信智原教育科技有限公司被信息化培训认证管理办公室认证为「中国大数据人才培养示范基地」。2018 年，安徽新华教育被中国烹饪协会授予「改革开放 40 年中国餐饮行业培养人才突出贡献单位」，及被中国饭店协会授予「改革开放 40 周年全国餐饮业功勋企业」。
- **三大方向五大品牌格局形成，当之无愧的中国职教培训龙头。**目前，公司旗下职业技能教育培训领域形成三大方向五大品牌的格局，三大方向包括烹饪技术、信息技术及汽车服务，五大品牌分别为新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、华信智原 DT 人才培训基地、万通汽车教育，同时拥有一所私人订制烹饪体验中心，即美味学院。截至 2018 年 12 月 31 日，公司在内地 29 个省份及香港共运营 145 所学校，和 18 个私人订制烹饪体验中心，并通过其中的 26 所学校提供职业中专学历，公司平均培训人次约为 12.4 万人次，根据弗若斯特沙利文统计，按平均人次计，公司已成为中国最大的职业技能教育提供商。2018 年培训人次分品牌来看，



新东方烹饪/新华电脑/万通汽车教育/欧米奇/华信智原分别为6.91/3.10/1.93/0.31/0.14万人。

图表 3：中国东方教育集团旗下职业教育品牌



来源：公司官网，国金证券研究所

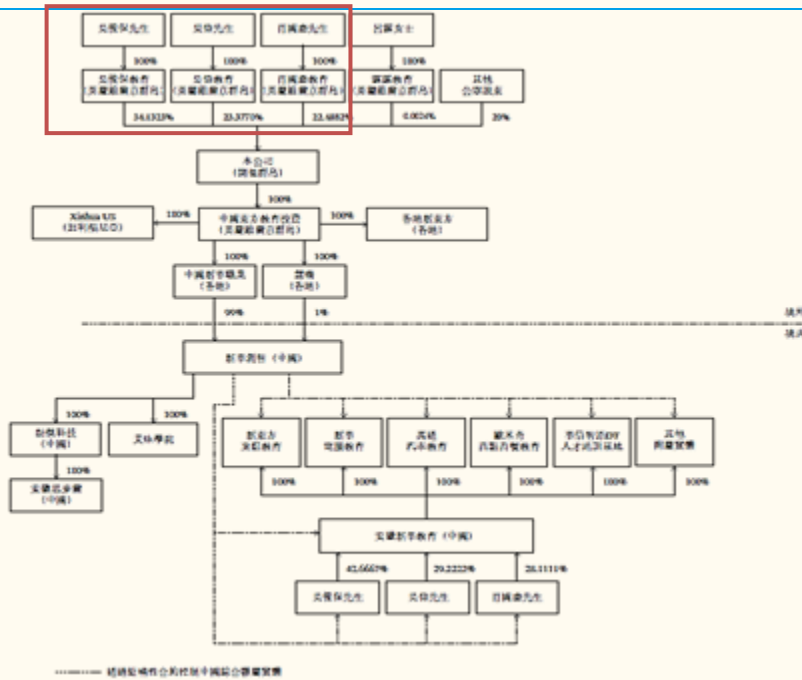
图表 4：中国东方教育覆盖省份达 29 个



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

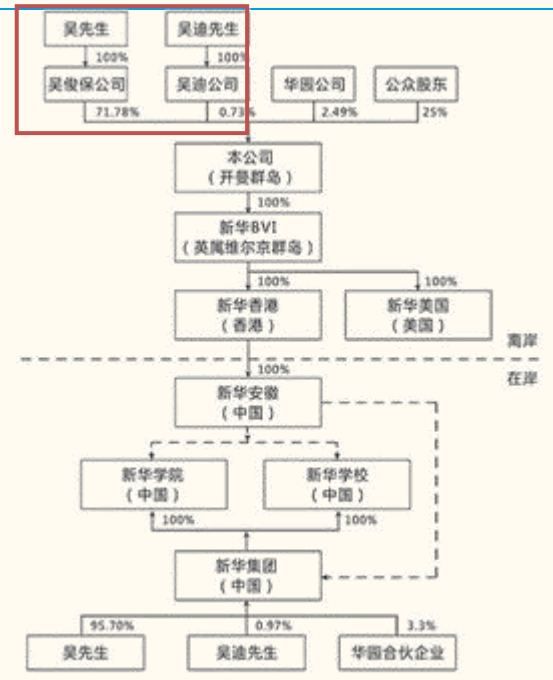
■ 大股东资源深厚，布局多元，和 2018 年 3 月上市的中国新华教育集团联系紧密。上市后，中国东方教育大股东分别为吴俊保先生、吴伟先生、肖国庆先生，三人分别持股 34.13%、23.38%、22.49%，且三人互为堂兄弟，吴俊保先生为吴伟先生及肖国庆先生的堂兄。其中，吴俊保先生也是 2018 年 3 月于港交所上市的中国新华教育集团（2779.HK）的最大股东，吴俊保先生任该集团董事会主席兼非执行董事，并持有 71.9% 股份，吴俊保先生的儿子吴迪先生持有 0.73% 股份。中国新华教育是长三角最大的民办高等教育集团，运营新华学校和新华学院两所学校，分别创办于 2000 年和 2002 年，定位层次鲜明，前者提供中等专科职业技术教育，后者提供本专科学历教育。中国东方教育和中国新华教育均与新华集团有关，新华的产业涵盖教育、地产和金融等多个领域，依托学历教育和多地职业教育双布局的集团优势资源，旗下教育公司在扩张进程中的潜力较高。

图表 5：中国东方教育股权结构（上市后）



来源：公司 IPO 申请书，国金证券研究所

图表 6：中国新华教育股权结构（上市后）



来源：公司 IPO 申请书，国金证券研究所

- 中国东方教育共发行 4.358 亿股，发行价 11.25 港元，募集资金净款为 47.692 亿港元，募集资金将主要用作以下用途：
  - ①21.46 亿港元 (45%) 用作在北京、上海、广州、成都及西安建设五大区域中心而购买土地和建筑设施；
  - ②7.15 亿港元 (15%) 用作在精选市场建立学校；
  - ③7.15 亿港元 (15%) 用作现有和新兴行业共同设立新专业，并研究如何进一步创新课程；
  - ④7.15 亿港元 (15%) 用作建设和升级学校设施，连同购买教学设备；
  - ⑤余额 4.78 亿港元 (10%) 供作一般营运资金。

## 1.2 三大方向五大品牌：新东方烹饪/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通

- 公司拥有五大知名品牌：新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、华信智原 DT 人才培训基地、万通汽车教育。核心客群为 15-21 岁，旨在为这些首次接触职场的求职者提供长期优质职业技能教育课程，帮助其获取必要的就业技能并改善就业前景（以下数据均截止 2018 年 12 月 31 日）。
  - **新东方烹饪教育**（平均培训人次占比 56%，收入占比 59%）：中国著名的烹饪教育培训品牌。主要提供专业、全面的烹饪培训课程，如金典总厨、金领大厨、大厨精英班、烹饪精英、西餐主厨及时尚西点等。新东方烹饪教育现已拥有 50 所学校，覆盖内地 29 个省份与香港，有 3 所新校正在规划中。
  - **欧米奇西点西餐教育**（平均培训人次占比 3%，收入占比 7%）：高端西餐教育。主要提供高质量西式餐饮教育，西点和西餐为主的专业烹饪培训，如烘焙甜点、西餐料理、咖啡饮品和精品调酒。欧米奇西点西餐教育现已拥有 23 所学校，覆盖中国 22 个省份，有 3 所新校正在规划中。
  - **新华电脑教育**（平均培训人次占比 25%，收入占比 19%）：历史悠久的信息技术培训学校。主要提供信息技术相关培训，如云开发软件工程师、VR+影视动漫设计师、新媒体 UI 设计师等。新华电脑教育现已拥有 24 所学校，覆盖中国 17 个省份，有 1 所新校正在规划中。
  - **华信智原 DT 人才培训基地**（平均培训人次占比 1%，收入占比 2%）：为已掌握基础理论知识并寻求进一步提升信息技术技能的大专生及大学生提供短期课程，如 UI 设计、Java 软件工程、大数据工程、人工智能、跨境电子商务和互联网营销等。目前已在中国建立 22 个数据培训基地，覆盖中国 21 个省份。
  - **万通汽车教育**（平均培训人次占比 16%，收入占比 14%）：全面的机车培训学校。主要提供汽车维修技能以及汽车商务的实践培训，如汽车诊断、汽车维修、汽车美容、汽车涂装、汽车改装、汽车商务和新能源汽车等。目前已有 26 所学校，覆盖中国 21 个省份，有 3 所新校正在规划中。
  - **美味学院**：除以上五个品牌外，公司还提供私人订制烹饪体验中心，即美味学院，目前已有 18 所私人订制体验中心，覆盖 14 个省份。截至 2018 年 12 月 31 日，美味学院所提供的私人订制烹饪体验课程拥有 5778 名新客户。

图表 7: 公司品牌介绍 (截至 2018 年 12 月 31 日)

分部	品牌	创立时间	品牌简介	主要课程	学校/中心 数目	覆盖的 省份	规划中的 新学校/中 心	平均培 训人次	运营模 式
烹饪技术	新东方 烹饪 	1988 年	提供专业、全面的烹饪培训课程, 其中主要提供 1-3 年不同课程时长的长短期烹饪课程。	金典总厨、金领大厨、大厨精英班、烹饪精英、西餐主厨及时尚西点	50 (其中 4 所职业中专, 7 所技术培训)	29	3	69141 (占 56%)	直营
	欧米奇 	2016 年	提供高质量西式餐饮教育, 西点和西餐为主的专业烹饪培训。	烘焙甜点、西餐料理、咖啡饮品和精品调酒	23	22	3	3106 (占 3%)	直营
信息技术	新华 电脑 	1988 年	提供信息技术相关培训, 主要以长期课程为主, 时长介于 3 个月-3 年。	云开发软件工程师、VR+影视动漫设计师、新媒体 UI 设计师等	24 (其中 5 所职业中专, 4 所技术培训)	17	1	31023 (占 25%)	直营
	华信 智原 	2006 年收购	为已掌握基础理论知识并寻求进一步提升信息技术技能的大专生及大学生提供短期课程。培养具备适用的 IT 技能的专业数据技术工程师。	UI 设计、Java 软件工程、大数据工程、人工智能、跨境电子商务和互联网营销	22	21	-	1364 (占 1%)	直营
汽车服务	万通 	2001 年	提供全面的汽车培训, 专注于提供汽车维修技能以及汽车商务的实践培训	汽车诊断、汽车维修、汽车美容、汽车涂装、汽车改装、汽车商务和新能源汽车	26 (其中 6 所技术培训)	21	3	19323 (占 16%)	直营
合计					145	-	10	123957	
私人订制烹饪体验中心	美味 学院 	2017 年	对烹饪感兴趣或计划于餐饮业创业的客户提供私人订制烹饪体验。我们美味学院的课程分为小班及一对一的个人课程。课程服务时长介于一日至两个月。	特色小吃、时尚西点、新派中餐、特色中点、潮流饮品及西式简餐	18	14	1	577	私人订制

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 26 所学校提供职业中专学历, 其中 17 所为技工学校, 9 所为提供中专教育的学校。

数据截止日期为 2018 年 12 月 31 日

### ■ 体系内烹饪培训品牌对比——新东方烹饪、欧米奇、美味学院：

- **新东方烹饪课程覆盖面广。**新东方烹饪成熟期单个网点平均培训人次约 1000-1500 人，长期课程人数占比超过 90%（注：一年以上为长期课程，一年以下为短期课程，下同）。课程基本涵盖餐饮领域所有门类，并且兼具长期课程与短期课程，长期课程主要面向 15-21 岁人群为主，短期课程针对创就业人群，具有良好的口碑与客户基础。其与新增品牌欧米奇主要重合点为针对蛋糕店创业、蛋糕烘焙行业求职者、蛋糕烘焙爱好者创办的短期精品课程西点烘焙班，与美味学院的主要重合点为私人定制特色小吃培训班和家庭厨艺双休日班。欧米奇和美味学院可以看作是公司在老牌新东方烹饪的基础上，对具备发展潜力的细分市场专业化拓展。
- **欧米奇做精西点专业化细分市场。**欧米奇成熟期单个网点平均培训人次约 500 人，课程基本为短期课程，主要分为烘焙甜点专业、西餐料理专业、咖啡饮品专业、精品调酒专业四大课程。并且其对烘焙甜点与西餐料理专业课程培训时长做出细分，烘焙甜点专业课程涵盖 3 个月、6 个月、9 个月、15 个月四挡，最长期可学习到 500 款各色甜点；西餐料理专业涵盖 6 个月、9 个月，最长期可学习到 342 款西餐料理。欧米奇做到了“细分中的细分”，有望打造成为西点短期课程培训领域的“新东方烹饪”。
- **美味学院深耕私人订制服务模式。**美味学院成熟期单个网点平均培训人次约 200 人，课程为短期课程，涵盖西点烘焙创就业班、特色烧烤培训、特色小吃创就业培训、花式调酒培训班、特色卤菜培训班、蛋糕裱花培训班、特色小龙虾实战开店班、欧派西点烘焙创业、烘焙甜品培训班、网红私房烘焙班等，门类非常丰富。其特色在于所有课程均可提供一对一私人订制服务，服务对象主要为创就业人群与兴趣人群，创造性的挖掘兴趣人群的巨大市场潜力，注重学生体验与交互式学习，服务自由度高。

### ■ 体系内信息技术培训品牌对比——新华电脑、华信智原：

- **新华电脑注重核心专业技能深化。**新华电脑新东方烹饪成熟期单个网点平均培训人次约 1000-1500 人，长期课程培训人次占比接近 98%，课程内容专业化程度较高，包括人工智能、大数据、UI、AR 等行业热点领域，且新华电脑多数课程实现对学生的专业化纵深化培训，从基本的职业素养课、计算机操作基础，到 office 办公自动化，再到专业化内容学习，随着学员对计算机领域的了解而加大课程难度，由浅入深。
- **华信智原主要针对已掌握理论基础知识的大专生及大学生。**华信智原新东方烹饪成熟期单个网点平均培训人次约 300 人，课程为短期课程，涵盖空间创意、网络营销、大数据、跨境电商、产品经理、新媒体、电竞、小程序等。主要针对已掌握基础理论知识并寻求进一步提升信息技术技能的大专生及大学生，强调计算机技术在细分工作领域的直接应用。

**图表 8：分品牌课程情况**

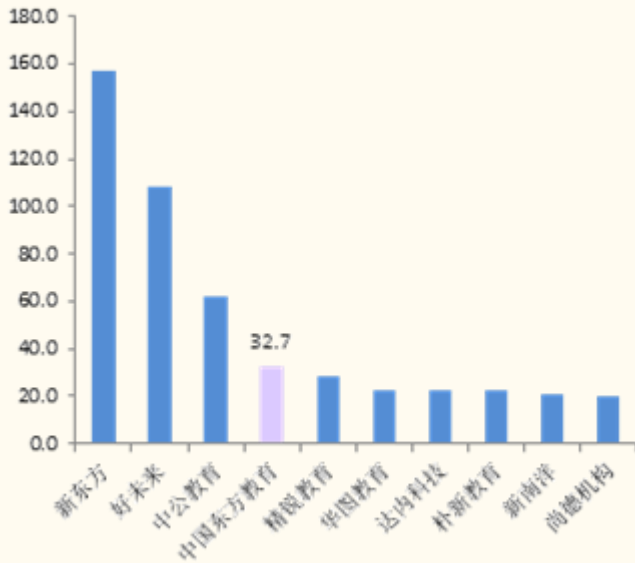
课程类别	品牌	课程长度	课程内容
烹饪餐饮类	新东方烹饪	长期课程	一年制：烹饪精英专业、西点精英专业、西餐精英专业；两年制：大厨精英、金领大厨、西餐大厨、经典西点；三年制：时尚西点、金典总厨、西餐总厨、餐饮酒店管理
		短期课程 (人数占比 6.9%)	川湘粤特色班 (半年制)、中级强化特色班 (3 个月)、花式铁板烧专业 (3 个月)、中式面点特色班 (1 个月)、冷菜卤烤特色班 (1 个月)、高级调酒特色班 (1 个月)、西点烘焙班 (2 个月)、食品雕刻特色班 (1 个月)、面塑特色班 (1 个月)、家庭厨艺双休日班 (10 天)、炭烧烤鱼班 (12 天)、私人定制 (特色小吃培训班) (根据具体情况)、面包烘焙特色班 (1 个月)、特色风味创业班 (10 天)、裱花蛋糕特色班 (1 个月)、徽式小吃特色班 (15 天)
	欧米奇	短期课程	烘焙甜点专业：15 个月 (500 款), 9 个月 (402 款), 6 个月 (260 款), 3 个月 (180 款)、西餐料理专业：9 个月 (342 款), 6 个月 (240 款)、咖啡饮品专业 (1 个月)、精品调酒专业 (2 个月)
	美味学院	短期课程	西点烘焙创就业班、特色烧烤培训、特色小吃创就业培训、花式调酒培训班、特色卤菜培训班、蛋糕裱花培训班、特色小龙虾实战开店班、欧派西点烘焙创业、烘焙甜品培训班、网红私房烘焙班
信息技术类	新华电脑	长期课程	一年制：新媒体 UI 设计、VR 动漫设计、网络安全、VR 全景室内设计、JAVA 软件工程师、网站开发、互联网运营师、人工智能、大数据开发工程师；两年半制：云开发软件工程师、VR+影视动漫高级设计师、UI 数字传媒设计师、VR+环境艺术创意设计师、网络技术与信息安全工程师、互联网运营师、人工智能；三年制：互联网应用工程师、UI 视觉设计师、电子商务工程师、电子竞技运动与管理、VR+影视动漫高级设计师、VR+环境艺术创意设计师
		短期课程 (人数占比 2.2%)	点金对口升学班、室内外设计, 平面设计、电子商务等
	华信智原	短期课程	智原优学无忧班 (JAVA、UI、空间创意、网络营销)、高薪跳槽逆袭班 (人工智能、Python、前端全栈、大数据)、转型提高晋升班 (测试、跨境电商、产品经理、新媒体)、短期提升充电班 (电竞、3D 游戏、小程序、3D 软件)、毕业认证升华班 (人社部、工信部、CEAC、中国软件协会)
汽车服务类	万通	长期课程	一年制：汽车 4S 维修技师；15 个月：汽车检测与维修精英班；两年制：汽车智能网联运营工程师、汽车智能检测与维修工程师；三年制：新能源汽车技术工程师、汽车检测与维修宝马工程师、汽车维修工程师
		短期课程 (人数占比 9.4%)	二手车评估与鉴定班 (1 个月)、新能源汽车技术研修班 (2 个月)、汽车机电一体化 (6 个月)、汽车焊接技术专业 (1 个月)、汽车喷涂专修班 (1 个月)、汽车美容创业班 (4 个月)、汽车快修快保专修班 (2 个月)、汽车美容装潢 (2 个月)、汽车钣喷专修 (2 个月) 等

来源：公司官网，国金证券研究所

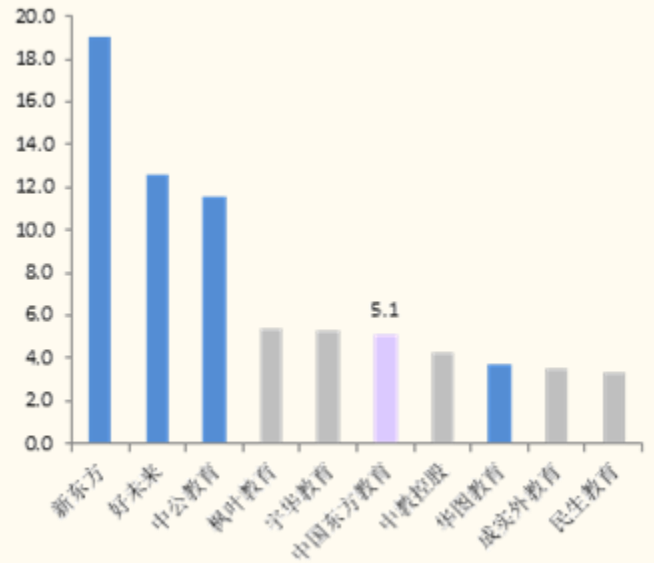
### 1.3 放眼整个教育行业：收入规模第四，利润规模第六

- 中国东方教育收入和利润规模位居教育行业前五。如果将已上市和拟上市的教育行业公司按照收入规模和净利润规模排序，营收规模前10名均为培训公司，而净利润前10名中培训行业公司和学校行业公司各5个，培训行业的业态本质是商业连锁，因此具有竞争性更强，公司分化差异较大的特点，而学校行业的业态进入门槛较高，行业本身的竞争强度低于培训，因此有一荣俱荣的行业性红利在。中国东方教育按业务类型分属于培训行业，如果按照营收规模排第四，仅次于新东方、好未来和中公教育，如果按照净利润规模排第六，仅次于新东方、好未来、中公教育、枫叶教育及宇华教育。

图表 9：上市及拟上市公司收入规模前 10 (亿人民币)



图表 10：上市及拟上市公司净利规模前 10 (亿人民币)



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

来源：公司年报，wind，国金证券研究所

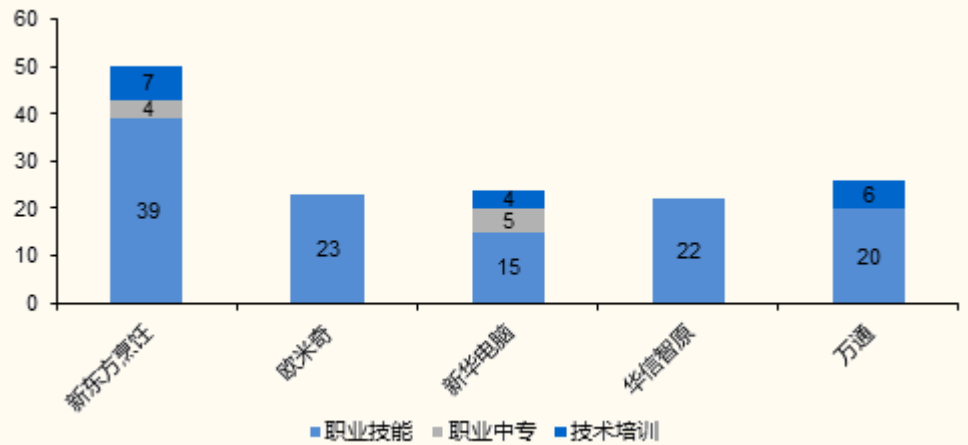
注：华图教育和中教控股为 FY17 数据，其他均为 FY18 数据

## 2. 业务覆盖 29 省及香港，培训人次/营收/净利近四年 CAGR10%/21%/13%

### 2.1 旗下 145 所学校，培训人次 FY15-18CAGR 为 10%，最新达 12.4 万

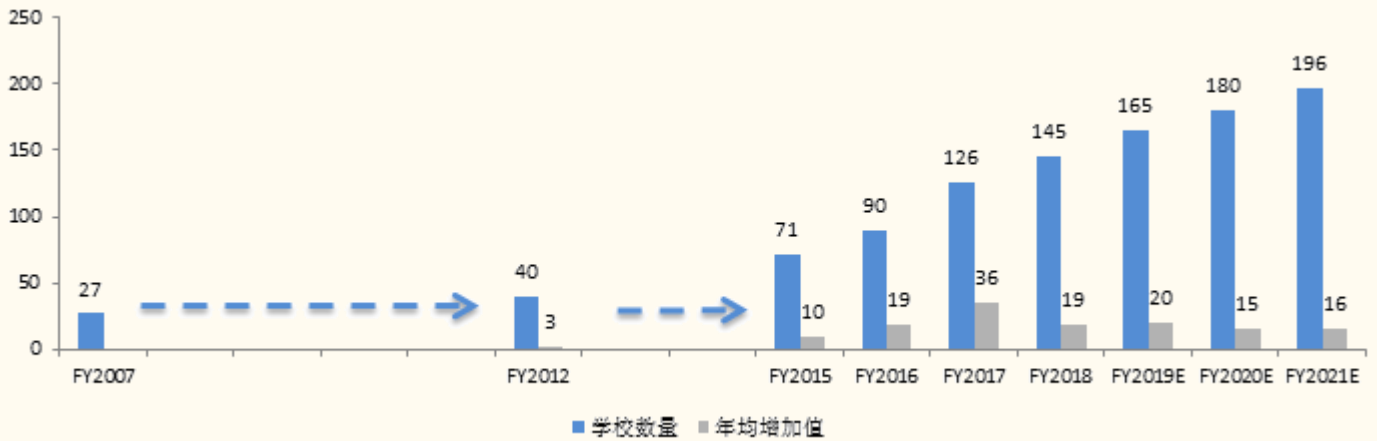
- 截至 2018 年 12 月 31 日，公司运营 145 所学校中 26 所提供职业中专学历，土地以租赁为主。公司五个品牌中，新东方烹饪、新华电脑、万通在提供职业技能培训同时，还供中专教育和技工学校。在公司运营的 145 所学校中，通过 26 所学校提供职业中专学历教育，中专教育和技工学校将取得职业中专学历。公司土地主要通过租赁取得，截至 2018 年 12 月 31 日，公司租赁物业达到 184 项，其中 176 项位于中国内地地区。2007-2012 年间年均增加 3 所学校，2012-2015 年间年均增加 10 所学校，2016 年开始加速扩张，2016/2017/2018 年分别新增 19/36/19 所学校，2017/2018 年还分别新增 6/12 个美味学院的网点，未来三年公司计划持续保持快速扩张态势，预计分别新增 20/15/16 个网点。

图表 11：中国东方教育公司最新学校构成情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：中国东方教育学校数量变化情况



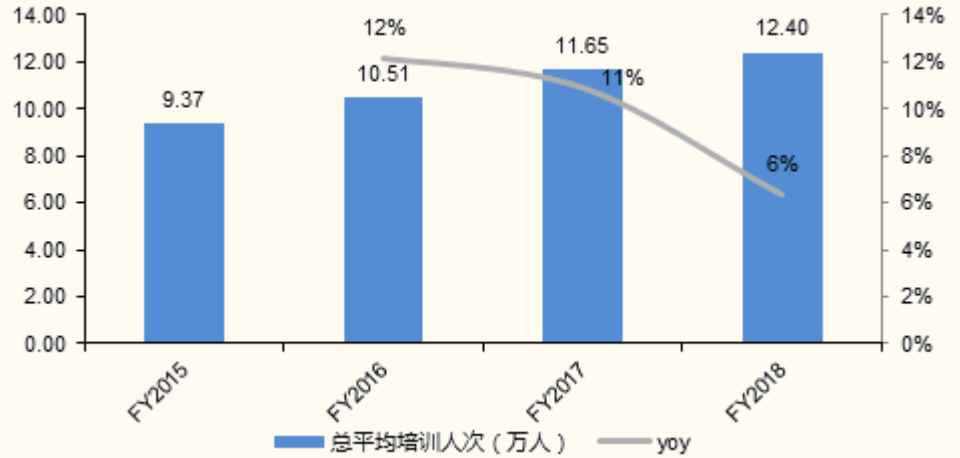
来源：公司公告，国金证券研究所

注：FY2012 年均增价值为 2007-2012 年平均值，FY2015 年均增价值为 2012-2015 年平均值



- **FY2018 总平均培训人次达到 12.4 万人。**公司总平均培训人次由 FY2015 的 9.37 万人上升至 FY2018 的 12.40 万人，CAGR 为 10%。公司总平均培训人次持续上升，人数的增加保证收入的增长。注：平均培训人次=该期间按每月月末营运学校培训人次的总数/该期间的月份数的近似值。

图表 13：中国东方教育总平均培训人次

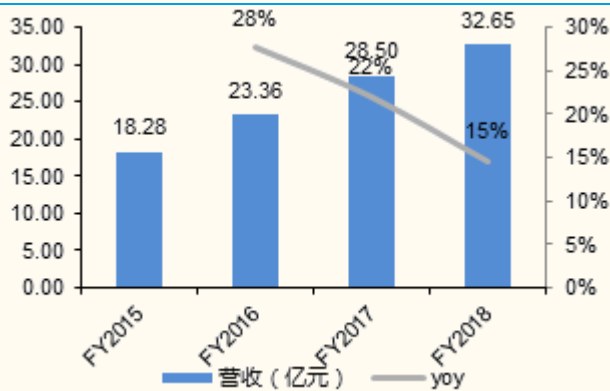


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2 收入/净利 FY15-18CAGR 为 21%/13%，FY18 达 32.65/5.15 亿元

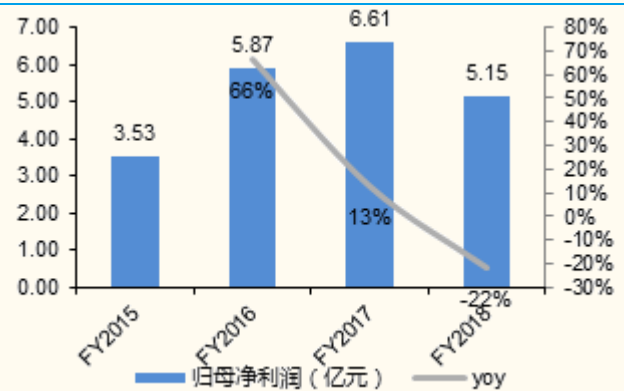
- **FY2015-2018 收入 CAGR 达 21%，归母净利润 GAGR 达 13%。**营业收入从 FY2015 的 18.28 亿上升至 FY2018 的 32.65 亿元人民币，CAGR 为 21%，FY2018 营业收入同比增加 15%。随着新开学校不断成熟，公司营收有望进一步增长。公司 FY2015 归母净利润为 3.53 亿元，FY2018 归母净利润为 5.15 亿元，CAGR 为 13%，FY2018 归母净利润同比下降 22%。归母净利润下降的主要原因在于公司费用提高以及公司新学校处于初始运营期，投入较大。

图表 14：中国东方教育营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：中国东方教育归母净利润及增速



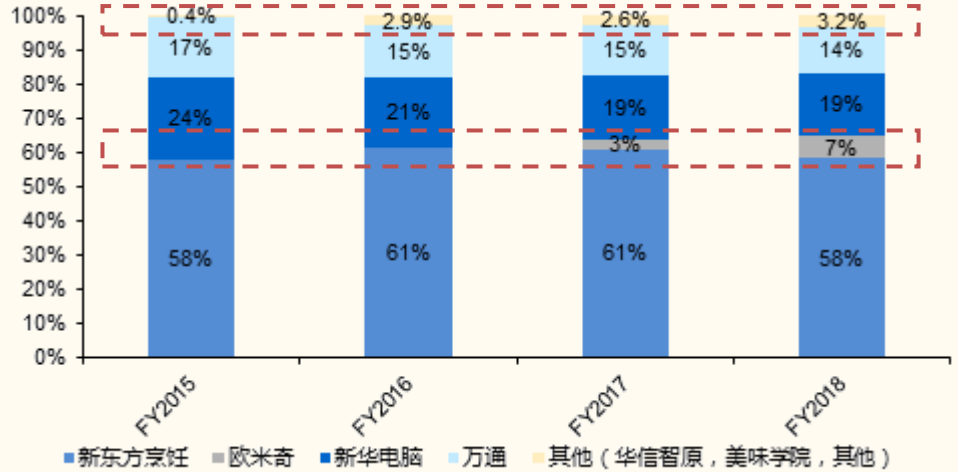
来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.3 新品牌&长课程贡献明显提升，整体量价均衡增长

- **营收分品牌来看，新东方烹饪约占 58%，新品牌贡献明显提升。**公司主要收入来源为新东方烹饪，且近四年来占比依然有上升态势，新华电脑和万通近四年的收入占比相对有所下降，新开的学校欧米奇、美味学院收入占比有所提升。①新东方烹饪 FY2015 年营收占比 58%，FY2018 营收占比 58%，与 FY2015 持平，②其次，新华电脑 FY2015 年营收占比 24%，

FY2018 营收占比 19%，下降 5pct，③万通 FY2015 年营收占比 17%，FY2018 营收占比 14%，下降 3pct。④欧米奇 FY2017 营收占比 3%，FY2018 营收占比 7%，提升 4pct。⑤其他（华信智原、美味学院、其他）FY2015 营收占比 0.4%，FY2018 营收占比 3.2%，提升 2.8pct。

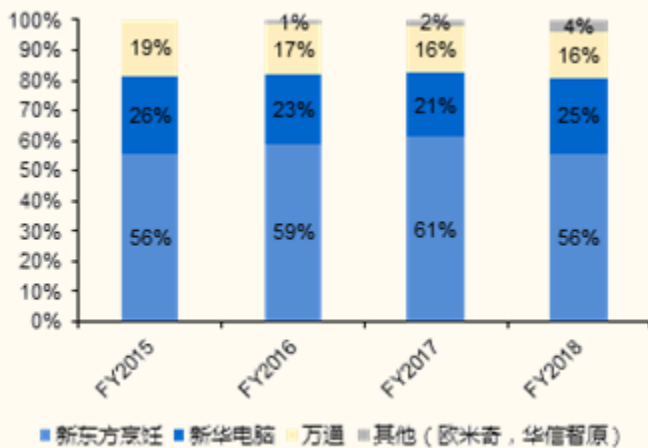
图表 16：分品牌营收占比



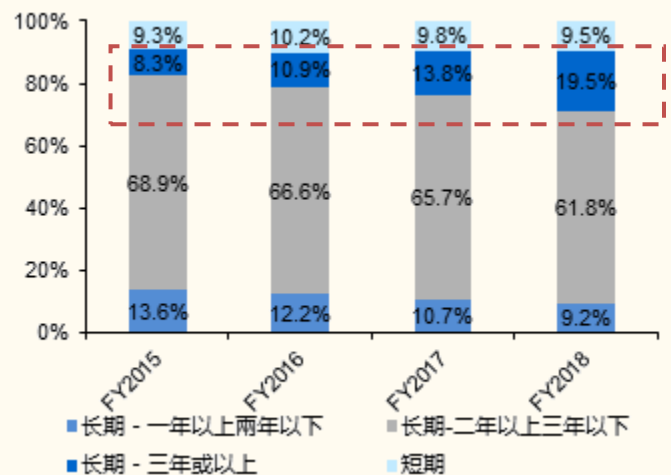
来源：公司公告，国金证券研究所

- 培训人次分品牌看，新东方烹饪占比最高为 56%。公司分品牌平均培训人次占比中：①新东方烹饪占比最大，FY2015 占比达到 56%，FY2018 达到 56%，与 FY2015 持平，②其次是新华电脑，平均培训人次占比 FY2015 为 26%，FY2018 为 25%，下降 1pct，③万通平均培训人次 FY2015 占比为 19%，FY2018 为 16%，下降 3pct，④其他品牌相对规模较小，FY2018 占比约为 4%（不含美味学院）。
- 培训人次分课程长度看，长期课程占比高达 90%，二年以上三年以下课程占比最高为 62%。目前，新东方烹饪，新华电脑和万通提供长期和短期课程，其他仅提供短期课程。公司将一年以上的课程定义为长期课程，长期课程占比高达 90%，短期平均培训人次保持稳定，近三年均在 10%左右。其中①长期-两年以上三年以下人数占比最大，FY2015 占比为 69%，FY2018 占比为 62%，下降 7pct，②长期-三年以上的比重提高，从 FY2015 的 8%上升到 FY2018 的 20%，上升 12pct，③长期-一年以上两年以下占比有所下降，FY2015 为 14%，FY2018 为 9%，下降 5pct。公司整体单个学生的平均课程时间长度提高。

图表 17：分品牌平均培训人次占比



图表 18：分课程长度平均培训人次占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司不同学校、不同课程时长学费区间跨度大，提供灵活课程选择。长期课程最高学费是最低学费的 6-14 倍，短期课程最高学费是最低学费的 10-73 倍。长期课程按照年度学费标准收取，短期课程则按照学费报读课程收取。2018 年，新东方烹饪长期课程学费区间为 5600-76000 元，短期课程学费区间为 800-58000 元；欧米奇仅提供短期课程，学费区间为 5000-50000 元；新华电脑长期课程学费区间为 6680-37800，短期课程学费区间为 800-29300 元；华信智原仅提供短期课程，学费区间为 999-26800 元；万通长期课程学费区间为 4800-38500 元，短期课程学费区间为 800-37400 元。2018 年整体学费区间较 2017 年范围有所扩大，最高额学费集体上升，最低额学费稍有下降，为学生提供更灵活的课程服务。

图表 19：中国东方教育学费/服务费情况

品牌	课程	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
新东方烹饪	长期课程	10,400-34,480	10,400-34,500	11,400-36,800	5,600-76,000
	短期课程	1,200-19,240	1,200-18,100	1,200-58,000	800-58,000
欧米奇	短期课程	-	-	9,000-47,000	5,000-50,000
新华电脑	长期课程	10,180-31,800	5,980-35,800	6,680-39,800	6,680-37,800
	短期课程	1,300-22,390	1,900-22,590	880-28,800	800-29,300
华信智原	短期课程	-	2,000-14,800	2,000-29,800	999-26,800
万通	长期课程	13,600-31,000	12,800-36,800	6,680-38,500	4,800-38,500
	短期课程	3,000-20,100	680-32,600	680-37,400	800-37,400
美味学院	私人订制烹饪体验课程	-	-	360-16,000	1,980-18,800

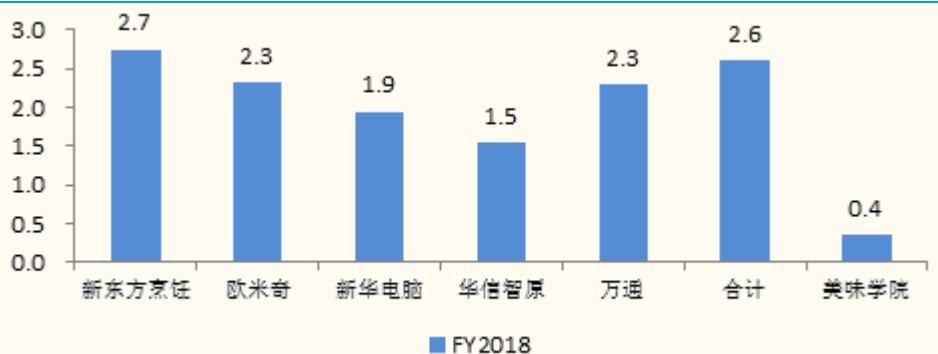
来源：公司公告，国金证券研究所

注：①一般根据该年学生报读的不同课程的年度学费标准收取长期课程学费。

②短期课程学费一般根据学生报读的各课程收取。

③公司一般就客户于美味学院注册的每名课程向其收取服务费。

图表 20：中国东方教育 2018 年分品牌客单价（万元/人次）

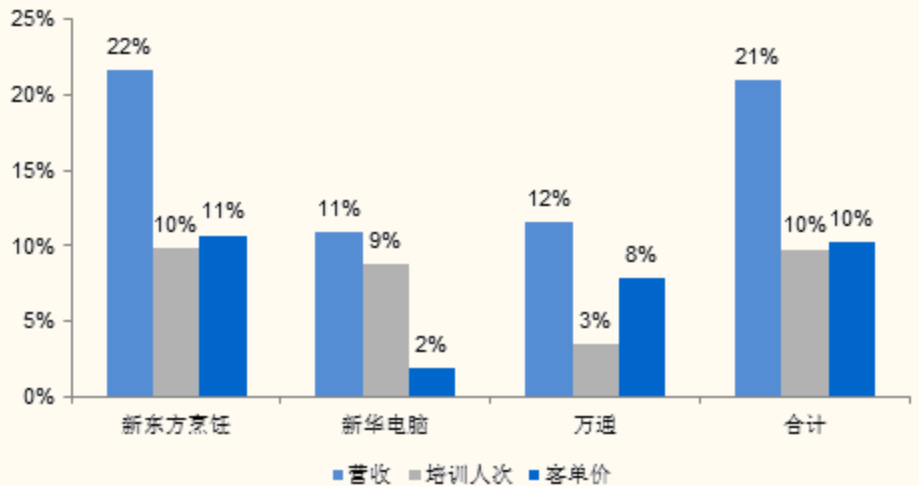


来源：公司公告，国金证券研究所

注：公司提供短期课程的品牌欧米奇、华信智原与美味学院处于发展起步阶段，增长较快，其平均培训人次远低于新增培训人次，以平均培训人次计算的客单价偏离实际情况较大，故针对这三个品牌我们选取新增培训人次进行客单价计算，其他均以平均培训人次进行计算（合计不含美味学院）。美味学院客单价水平明显低于其他品牌，主要是由于美味学院课程仍处于起步阶段，目前仍有较多 300-500 元的体验课，未来随着市场渗透增强，该部分客单价有望显著提升。

- **量价齐升共促中国东方教育营收增长。**公司主品牌新东方烹饪/新华电脑/万通 FY2015-2018 营收 CAGR 分别为 22%/11%/12%，其中，新东方烹饪 FY15-18 培训人次/客单价 CAGR 分别为 10%/11%，二者各贡献一半的营收增长；新华电脑 FY15-18 培训人次/客单价 CAGR 分别为 9%/2%，培训人次为主要贡献点；万通 FY15-18 培训人次/客单价 CAGR 分别为 3%/8%，客单价为主要贡献点。公司整体角度来看，FY15-18 营收/培训人次/客单价 CAGR 分别为 21%/10%/10%，培训人次和客单价双升，量价共促公司营收增长。

图表 21：中国东方教育 FY2015-2018 CAGR——量价拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

- **相对成熟稳定的长期课程，短期课程尚处于起步阶段，量价均具备较大的成长空间。**于 2016 年以来，中国东方教育先后推出欧米奇与美味学院，欧米奇与美味学院 2018 年培训人次增速分别为 179%/816%，二者尚处于起步阶段，营收与客单价将随未来公司业务规模的扩大而不断提升。以美味学院为例，公司 2017 年刚开始运营时提供的多为 1-2 天的体验课程，每位学员仅收取约人民币 300-500 元的服务费。随着品牌知名度的提高，客流吸引力增强，更多客户关注美味学院的正式课程，2018 年按新增培训人数计算客单价同比提升 58%，具备较大发展空间。

#### 2.4 立足华东、西南、华中三大强势区域，提升区域品牌影响力

- 截至 2018 年 12 月 31 日，公司内地业务覆盖 7 大区域 29 个省份及香港。

图表 22：中国东方教育 7 大业务区域情况（截止 2018 年 12 月 31 日）

区域	涵盖省市
东北地区	黑龙江、吉林、辽宁
华东地区	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东
华北地区	北京、天津、山西、河北、内蒙古
华中地区	河南、湖北、湖南
华南地区	广东、广西、海南、香港
西南地区	重庆、四川、贵州、云南、西藏
西北地区	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：中国东方教育各品牌地理位置覆盖范围情况（截止 2018 年 12 月 31 日）

分部及品牌	地理覆盖范围	运营中的学校/中心数目	覆盖省份数	未覆盖省份
新东方	四川、云南、贵州、新疆、宁夏、甘肃、青海、陕西、内蒙古、山西、湖南、湖北、江西、广东、安徽、河南、河北、山东、江苏、浙江、福建、辽宁、吉林、黑龙江、海南、北京、上海、天津、重庆、香港	50	29+香港	广西、西藏
欧米奇	"北京、上海、辽宁、江苏、四川、云南、浙江、山西、江西、福建、河北、陕西、河南、广东、重庆、湖北、贵州、安徽、黑龙江、湖南、天津、甘肃"	24	22	新疆、宁夏、青海、内蒙古、山东、吉林、海南、广西、西藏
新华计算机	安徽、北京、山东、陕西、山西、河北、河南、江苏、湖北、江西、湖南、云南、贵州、重庆、四川、新疆、甘肃	23	17	宁夏、青海、内蒙古、广东、浙江、福建、辽宁、吉林、黑龙江、海南、上海、天津、广西、西藏
华信智原	北京、重庆、天津、安徽、四川、广东、贵州、浙江、河北、河南、湖南、山东、云南、江西、江苏、陕西、山西、湖北、辽宁、福建、甘肃	22	21	新疆、宁夏、青海、内蒙古、吉林、黑龙江、海南、上海、广西、西藏
万通	北京、重庆、吉林、辽宁、新疆、甘肃、内蒙古、河南、江苏、山西、陕西、山东、四川、安徽、湖北、湖南、江西、浙江、广东、贵州、云南	26	21	宁夏、青海、河北、福建、黑龙江、海南、上海、天津、广西、西藏
美味学院	广东、贵州、浙江、安徽、河南、湖北、吉林、山东、云南、甘肃、辽宁、山西、天津、江苏	18	14	四川、新疆、宁夏、青海、陕西、内蒙古、湖南、江西、河北、福建、黑龙江、海南、北京、上海、重庆、广西、西藏

来源：公司公告，国金证券研究所

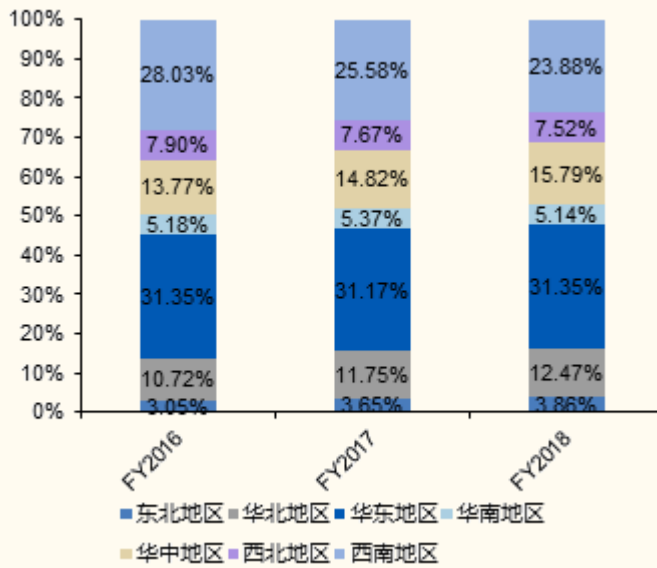
注：①于新东方烹饪教育所辖的 50 所学校中，4 所为职业中专学校，7 所为技工学校。

②于新华计算机教育所辖的 24 所学校中，5 所为职业中专学校，4 所为技工学校。

③于万通汽车教育所辖的 26 所学校中，6 所为技工学校。

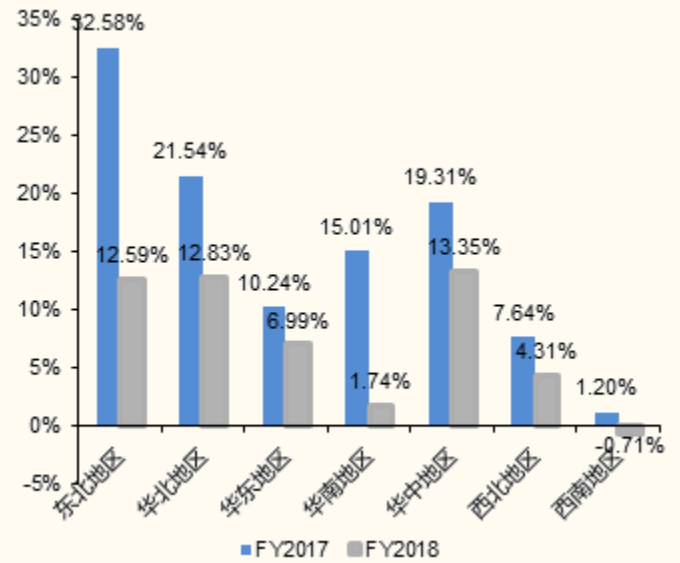
- **华东、西南、华中为公司前三大强势区域，培训人次占比显超其他区域。** FY2018 华东/西南/华中培训人次在所有 7 大区域中的占比分别为 31.35%/23.88%/15.79%。其中，由于华东地区经济开放性及其包容性强，就业岗位供给量高，流动人口数量大，培训需求为 7 个区域中最高。华东/西南/华中培训人次增速分别为 6.99%/-0.71%/13.35%，华东与华中地区维持稳定增长，西南地区培训人数出现小幅下滑，但其营收同比上升 0.9%，客单价提升较为明显。
- **新业务根植强势地区，发挥优势。** 公司新品牌欧米奇 FY2018 华东/西南/华中培训人次占比分别为 39.92%/16.00%/11.69%，合计 67.61%；美味学院 FY2018 华东/西南/华中培训人次占比分别为 31.89%/16.29%/15.60%，合计 63.78%。二者在公司强势区域的业务分部占比均超过 60%，且华东地区占比均超 30%，能够充分发挥公司同为餐饮相关业务的经典品牌新东方烹饪在强势地区积累的品牌商誉与学员基础，发挥企业既有的资源优势，实现品牌互补发展，增强公司在强势地区的餐饮培训覆盖范围与竞争力。

图表 24：分地区培训人次占比



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

图表 25：分地区培训人次增速



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

## 2.5 处于快速扩张期，多校尚未盈亏平衡，利用率提升空间大

- 预计未来三年新增 51 个学校，新东方烹饪、欧米奇仍将维持高速扩张态势。FY2015-2018 公司大部分各品牌新增网点数在 20 个左右，万通和新华电脑相对较少，分别为 14 个和 5 个。公司计划未来三年（FY2019-2021）新东方烹饪与欧米奇仍将保持高速扩张，分别新增网点 19 个和 15 个；新华电脑、华信智原、美味学院分别新增网点 8 个、9 个和 6 个；万通未来三年计划不增加网点，深耕存量学校。可以看到未来三年的网点扩张上，公司倾向于长期课程与短期课程的均衡增长。

图表 26：中国东方教育各品牌网点扩张情况

新增网点	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	15-18 合计	FY2019	FY2020	FY2021	19-21 合计
新东方	7	2	5	4	18	9	4	6	19
欧米奇	-	-	17	6	23	6	5	4	15
新华电脑	-	-	2	3	5	2	3	3	8
华信智原	-	16	4	2	22	3	3	3	9
万通	1	1	8	4	14	-	-	-	0
合计	8	19	36	19	82	20	15	16	51
长期课程网点增加	8	3	15	11	32	11	7	9	27
长期课程网点占比	100%	16%	42%	58%	39%	55%	47%	56%	53%
美味学院	-	-	6	12	18	-	2	4	6

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司网点利用率仍存在较大提升空间。近年公司新增学校较多，截止 2018 年 12 月 31 日的 145 个学校中，仅有 11 个利用率超过 100%，56 个利用率处于 50-100%之间，27 个利用率低于 50%，还有 50 个是于 2017 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日才开始招收学生的新学校，已开学校的利用率仍有较大提升空间。未来随着近年新增网点利用率提高，公司盈利水平有望逐步回升。

图表 27: 中国东方教育不同使用率的学校/中心数量

品牌	教室利用率低于 50% (22.9-49.3%)	教室利用率处于 50-100%	教室利用率超过 100%	不适用
新东方烹饪	6	32	4	7
欧米奇	1	1	1	20
新华电脑	2	11	6	5
华信智原	16	-	-	6
万通	2	12	-	12
美味学院	-	-	-	18

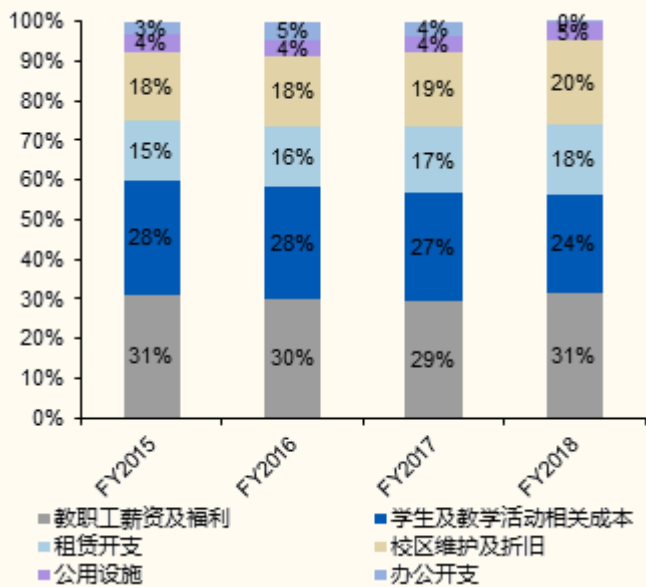
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: ①教室利用率为公司五个学校品牌下所有学校的值域。学校在一定时期内的教室利用率等于该学校在期间的年培训人次除以该学校于截至同期末所拥有的教室座位数。

②最后一列五大学校品牌下的学校于 2017 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日开始招收学生; 及美味学院各中心自 2017 年 9 月开始运营, 皆处于入学学生有限的初期过渡阶段。因此, 呈列该等学校或中心的利用率没有意义。

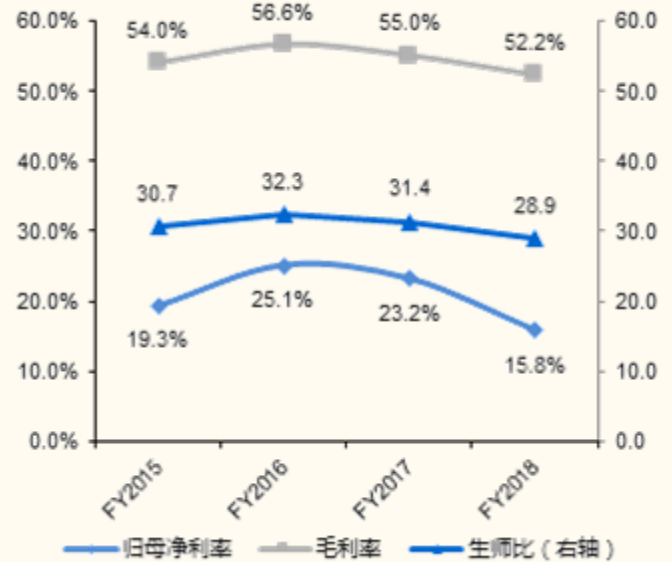
- 盈利能力强, 毛利率和净利率在 52%和 16%左右, 受到快速扩张影响有所下滑, 新运营学校生师比较低。毛利率由 FY2015 的 54%下降到 FY2018 的 52.2%, 下降了 1.8pct, 成本主要由教职工薪资及福利、学生及教学活动相关成本、校区维护及折旧、租赁开支、共用设施构成, 分别占比 FY2018 分别占比 31%/24%/20%/18%/5%。归母净利率由 FY2015 的 19.3%下降到 FY2018 的 15.8%, 下降了 3.3pct。公司 2017 年新运营 39 所学校及 2018 年新运营 19 所学校, 初始运营阶段会由于培训人次相对较少, 而办学固定投入及相应师资配备量较大, 生师比较低, 导致人均教职工薪资及福利、教学活动成本、租赁开支等主要运营成本项生均水平较高, 对利润率造成拖累, 随着新学校培训人次增加, 学校利用率提高, 生师比上升, 利润率有望回升。

图表 28: 公司成本结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 公司毛利率, 归母净利率及生师比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

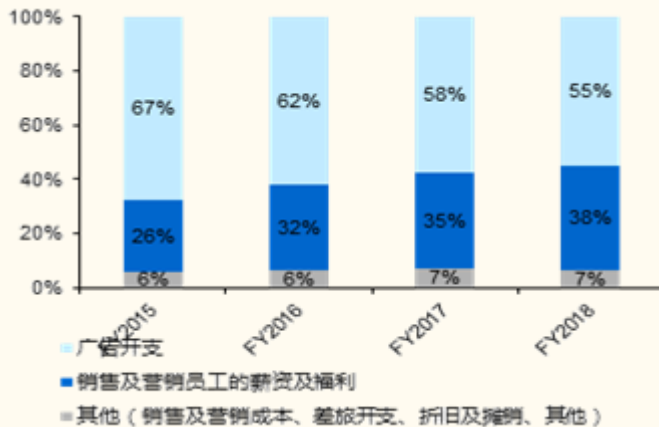
图表 30：中国东方教育分品牌生师比与毛利率对比情况

分品牌生师比与毛利率情况		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	变动趋势图 (灰色为毛利率、蓝色为生师比)
新东方烹饪	生师比	32.90	36.05	38.25	34.59	
	毛利率	53.20%	57.70%	59.20%	56.50%	
欧米奇	生师比			5.30	9.22	
	毛利率			7.90%	34.40%	
新华电脑	生师比	27.91	26.64	30.46	35.01	
	毛利率	54.60%	55.40%	55.80%	60.00%	
华信智原	生师比		43.77	9.17	7.18	
	毛利率	70.50%	42.10%	20.80%	4.70%	
万通	生师比	29.06	29.48	26.78	24.71	
	毛利率	55.90%	55.90%	51.70%	44.50%	
美味学院	生师比			3.71	5.83	
	毛利率			-800.00%	-49.30%	

来源：公司公告，国金证券研究所

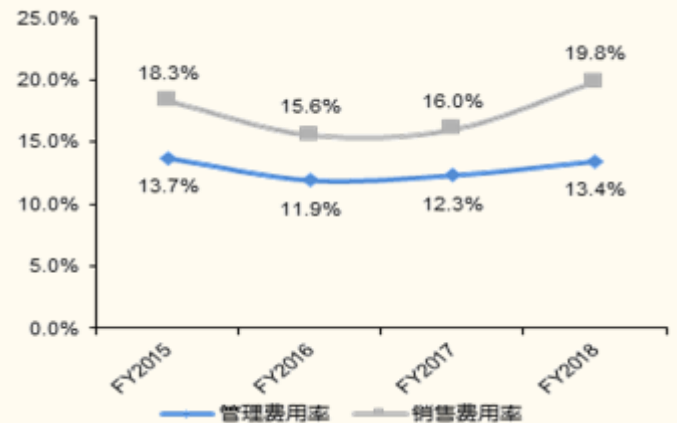
- 公司近年管理费用与销售费用同向变动，但销售费用变动幅度大于管理费用。我们认为这与公司扩张进程相关，生均费用的变动与生师比变动幅度相一致。公司营销费用中约 55%为广告费用（如互联网、电视及户外广告牌等），2018 年为 3.54 亿元。以销售费用和广告费用为基础，按新增培训人次测算，公司获客成本约为 4800/2600 元，2018 年获客成本上升明显的主要原因在于新品牌欧米奇在 2017 年开始有网点落成，公司在 2018 年加大对于该品牌名称的推广，以促进新成立学校的招生，随着品牌知名度提升我们预计这部分增长会有所放缓。同时，2018 年管理费用受到于 2018 年采纳的购股权计划影响有所上升，预计这部分影响仍会持续。

图表 31：公司销售费用结构



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

图表 32：公司费率情况



来源：公司年报，wind，国金证券研究所



图表 33：中国东方教育获客成本测算情况

获客成本测算	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
销售费用（亿元）	3.35	3.64	4.57	6.48
广告开支（亿元）	2.26	2.25	2.64	3.54
广告开支占销售费用比重	67%	62%	58%	55%
新增培训人次（包括美味学院）	88248	100463	114021	135529
获客成本（销售/新增培训人次，含美味学院）	3796	3622	4007	4782
获客成本（广告/新增培训人次，含美味学院）	2562	2236	2313	2615

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.实质业态：介于培训和学校之间

- 培训及学校行业对比：培训资产更轻，扩张速度和毛利率有优势，但是在费用端水平更高，综合影响下净利率学校行业占优。我们选取 13 家学校公司（港美股）数据获得学校行业平均，与 8 家培训公司（A 港美股，上市及拟上市）数据进行对比，对比角度包括毛利率、净利率、销售费用率、管理费用率及 ROA。
  - ①毛利率来看，培训行业平均略高于学校行业平均，整体高了 9pct，这是由于培训行业资产相对轻，同时成本相对低；
  - ②净利率来看，学校行业平均明显高于培训行业平均，整体高了 15pct，主要差距来源于费用端；
  - ③销售费用率来看，学校行业和培训行业差距大，学校几乎没有销售费用，培训行业平均比学校行业平均高了 17pct；
  - ④管理费用率来看，培训行业平均比学校行业高了 7pct，这是由于培训行业网点多，跨地区监管难度大，激励机制更为重要；
  - ⑤ROA 来看，培训行业略高于学校行业平均，整体高了 6pct，主要原因是培训行业资产更轻。

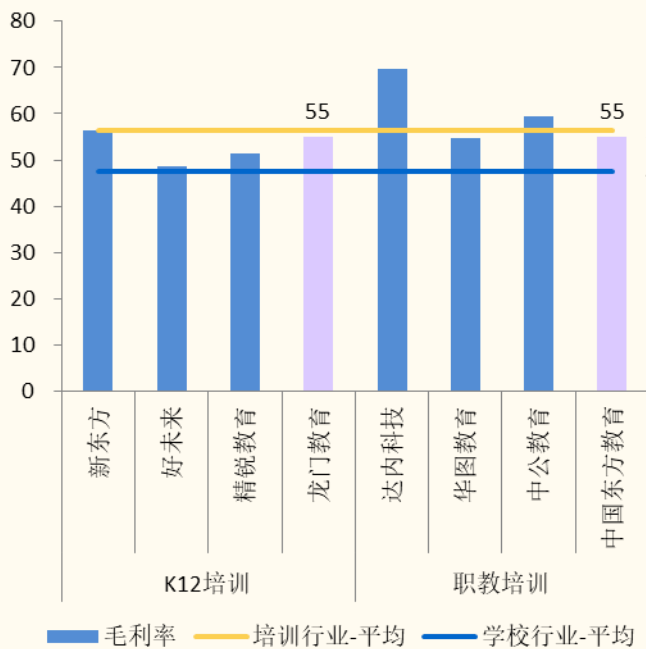
图表 34：培训行业和学校行业对比

	培训行业	学校行业
轻&重资产	轻资产	重资产
扩张速度	较快	较慢
稳定性	较弱	较强
净利率常见范围	15%-30%	30%-50%
营销费用	较高（10%以上，甚至可超过30%）	较低（5%以下）
ROE	较高，扩张期可超过20%甚至30%	一定程度低于教育培训，15%左右较为常见
共同核心竞争力	口碑、管理	
差异核心竞争力	跨区域监管，激励制度，IT系统，招生销售等	升学情况，政府资源等

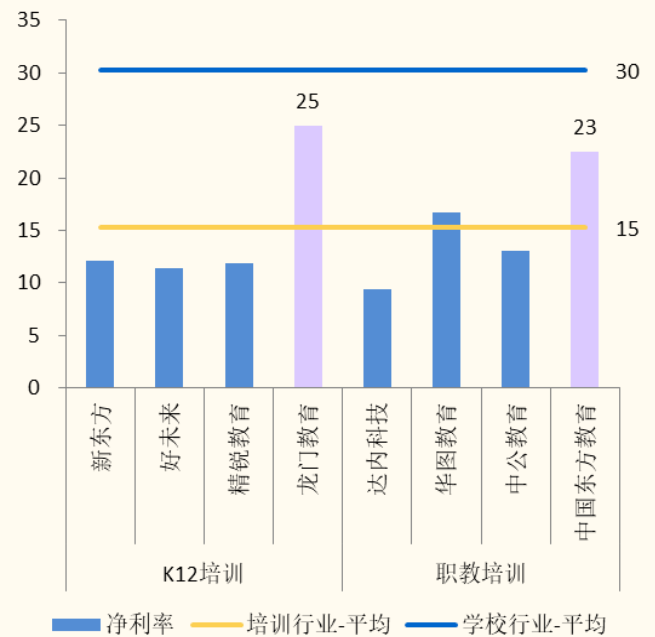
来源：国金证券研究所绘制

- 培训行业中中国东方教育实质业态介于培训和学校之间。培训行业中，以 K12 培训为主要业务的新东方、好未来、精锐教育的课程长度基本在 1-6 个月，并且大多非全日制授课；以公考培训为主要业务的中公教育和华图教育的课程长度多小于 1 年，部分集中在 7-45 天；以 IT 培训为主要业务的达内科技的全日制课程长度多在 1-4 个月。而龙门教育（科斯伍德）的主要业务是 K12 封闭式培训，核心内容是为期一年的全日制培训，中国东方教育主要课程为两年以上三年以下的全日制培训，相较其他培训公司，课程时间更长，并且基本采取全日制教学，这导致两个公司的实质业态其实介于培训和学校行业之间：一方面，资产比学校要轻，另一方面，利用效率比一般培训公司要高，运营比一般培训公司稳定，网点管理集中度比较高，因此管理费用更加可控。因此从财务数据来看：
  - ①两者的毛利率和培训类似，略高于学校行业平均，龙门教育和中国东方教育分别高于学校行业平均 8/8pct；
  - ②两者的销售费用率介于学校和培训行业平均之间，分别高于学校行业平均 13/14pct，分别低于培训行业平均 5/3pct；
  - ③两者管理费用率和学校类似，分别低于培训行业平均 7/7pct；
  - ④两者的净利率介于培训和学校行业之间，分别高于培训行业平均 10/7pct，分别低于学校行业 5/8pct；
  - 两者的 ROA 略高于学校行业和培训行业平均，分别高于学校行业平均 18/11pct，分别高于培训行业 13/6pct。

图表 35：教育行业毛利率对比



图表 36：教育行业净利率对比

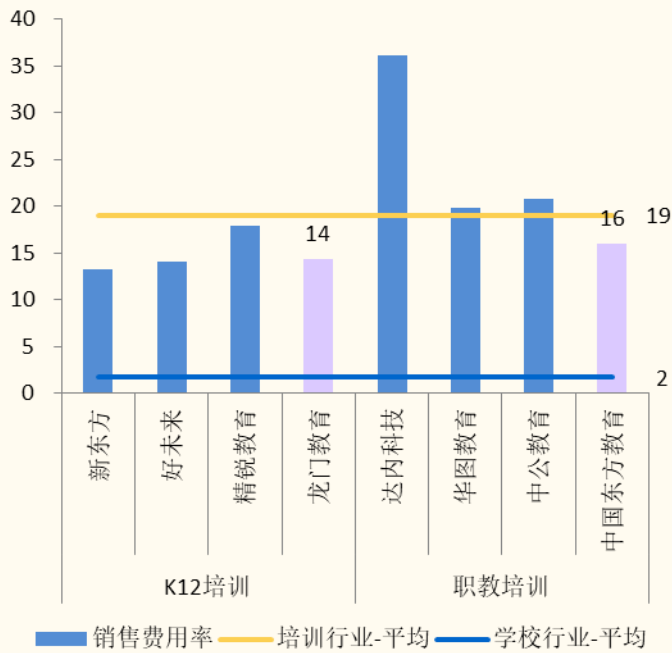


来源：公司年报，wind，国金证券研究所

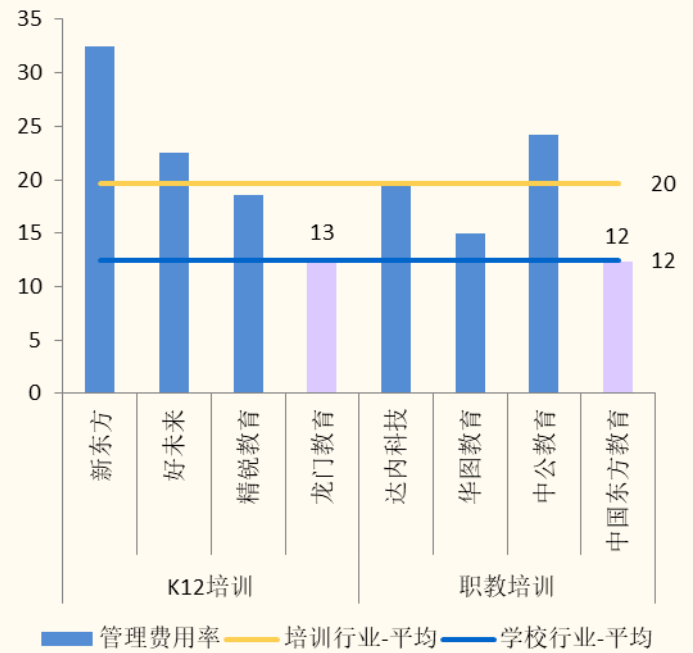
来源：公司年报，wind，国金证券研究所

注：新东方好未来为 FY18 数据，其他均为 FY17 数据

图表 37: 教育行业销售费用率对比



图表 38: 教育行业管理费用率对比

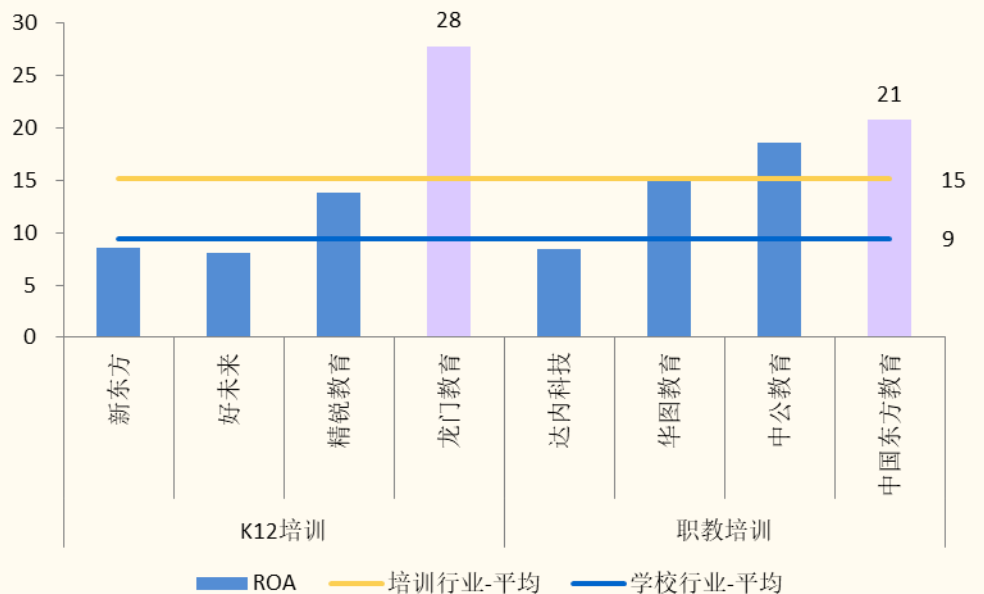


来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

注: 新东方好未来为 FY18 数据, 其他均为 FY17 数据

图表 39: 教育行业 ROA 对比



来源: 公司年报, wind, 国金证券研究所

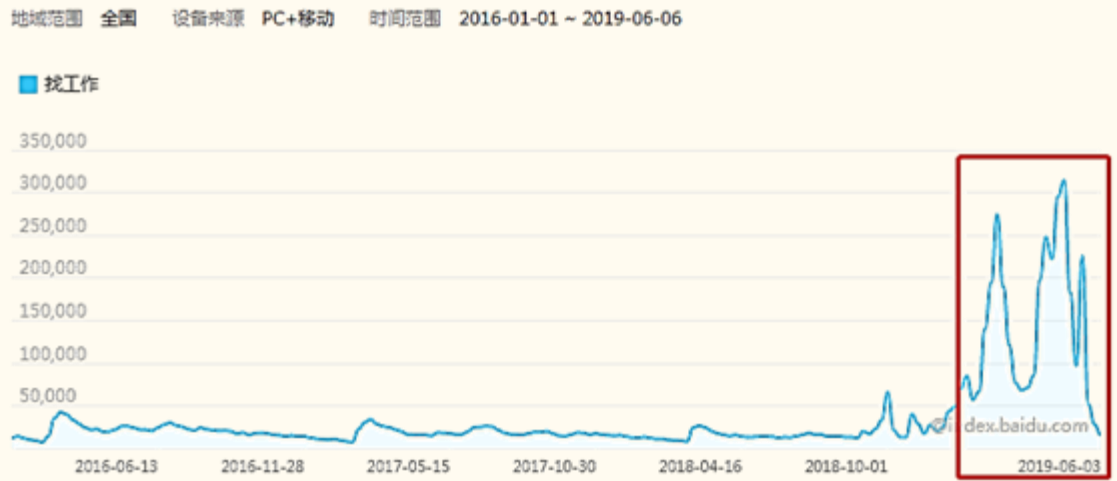
注: 新东方好未来为 FY18 数据, 其他均为 FY17 数据

#### 4. 增长潜力：享行业红利，显龙头优势

##### 4.1 社会背景：就业严峻反映错配，亟需职教供给，政策支持推动发展

- 2019 年以来，百度指数“找工作”指数急速上升。我们选取 20160101-20190606 期间百度“找工作”指数作为观察区间，20160101-20181231 期间“找工作”的百度指数整体日均值为 19910，处于较低水平；而 20190101-20190606 期间“找工作”的百度指数整体日均值为 146383，整体同比增长 904%，整体环比增长 438%，就业问题成为社会关注热点。

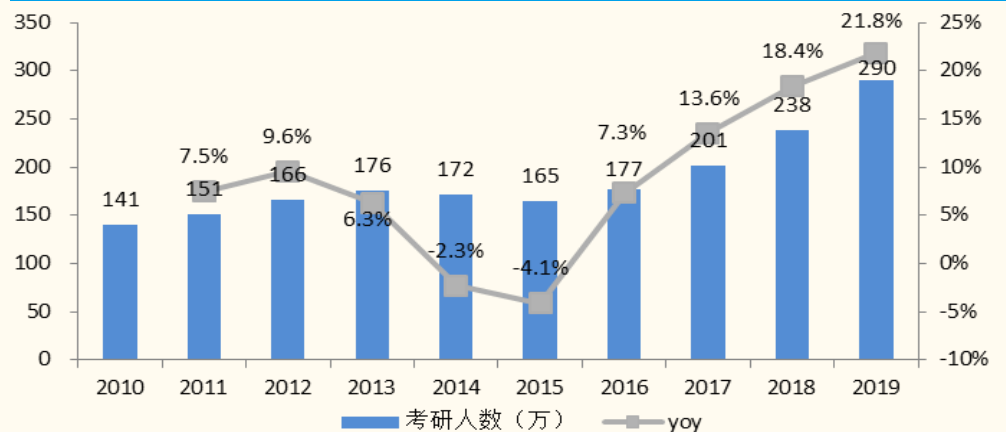
图表 40：百度指数——“找工作”变动情况



来源：百度指数，国金证券研究所

- 考研人数增加侧面反映就业形势严峻。我国考研人数由 2015 年的 165 万人，增加至 2019 年的 290 万，同比增速由 2016 年的 7.3% 逐步攀升至 2019 年的 21.8%，是近十年来增幅最大的一年，侧面反映出就业压力之大，社会竞争加大。

图表 41：考研人数变动



来源：中国考研网，国金证券研究所

- 就业形势严峻一定程度上反映出就业市场错配现象，应用型人才培养引重视。职业教育和本科教育侧重点不同。本科教育尤其是公办本科偏向研究性教学，侧重精英型人才培养，对于学校积累沉淀要求更高，而职业教育偏向实用性教学，侧重技能型人才培养，对于产教融合，校企合作要求更高。职业教育可以灵活结合区域产业发展，进行动态结构调整，还可以和企业共同制定人才培养计划。根据中国青年报报道，在现代制造业、战略性新兴产业和现代服务业等领域，70%以上的一线新增从业人员来自职业院校毕业生，职业教育社会认可度有所提升。

- 中国职业教育体系一般分为学历及非学历职业教育。非学历职业教育提供就业所需的知识及技能培训，但不会授予学位或学历证书，而学历职业教育会在完成教育后授予学生学历证书。非学历职业教育主要包括职业技能教育和职业考试培训。学历职业教育包括职业中专教育及高等职业教育。根据弗若斯特沙利文报告，非学历职业教育的受众更加广泛，年龄从15岁至45岁，跨度达30岁，为非学历职业教育提供商提供了大量的需求及市场机会。公司的核心业务涵盖职业技能教育，同时，公司亦有部分学校提供小部分民办职业中专教育。

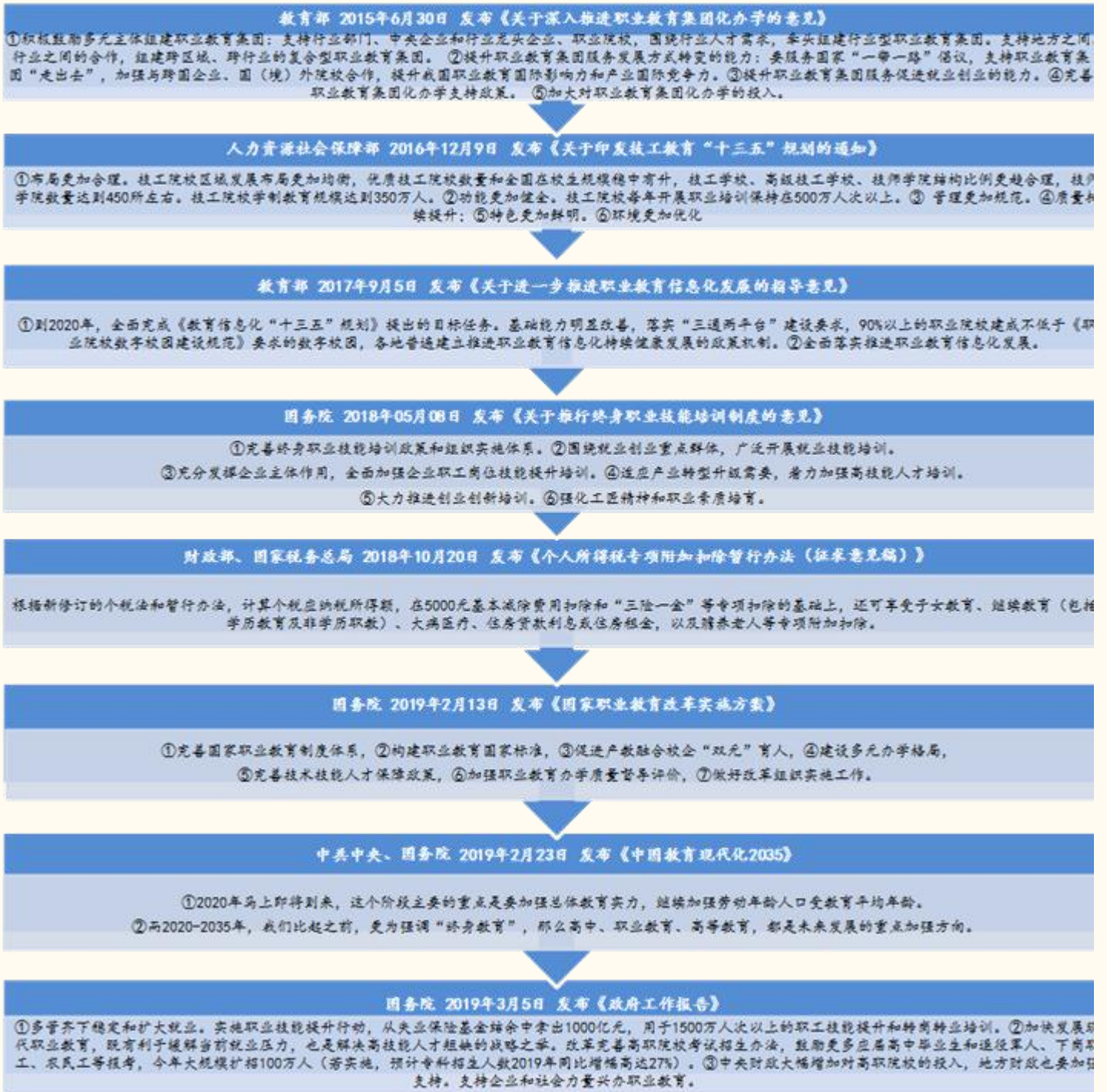
图表 42：中国职业教育体系



来源：弗若斯特沙利文，教育部，国金证券研究所

- 职业教育是国家政策支持大方向所在。国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，政府部门出台了一系列文件，其中重要的包括：2015年6月30日教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016年12月9日人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2017年9月5日教育部发布的《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》、2018年05月08日国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》、2018年10月20日财政部、国家税务总局会同有关部门起草的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》、2019年2月13日国务院发布《国家职业教育改革实施方案》、2019年2月23日中共中央、国务院印发的《中国教育现代化2035》、2019年3月5日国务院发布的《2019年政府工作报告》等。

图表 43：职业技能培训相关政策



来源：国务院，教育部，人力资源社会保障部，国金证券研究所

- **中国东方教育目标客群规模约 1.7 亿人，潜在市场空间巨大。**我们认为 15-30 岁没有上普通高中的人以及 18-30 岁普通高中毕业没有上普通本科的人为中国东方教育的目标客群，我们用 2002 年出生人数减去 2017 年普通高中招生人数获得最新一年没有上普通高中人数（往前年份推算，会更大），根据保守估计，该数字乘以 15 获得 15-30 岁没有上普通高中的总人数，用 2017 年普通高中毕业人数减去 2017 年本科招生人数获得最新一年普通高中毕业没有上普通本科的人数，（往前年份推算，会更大），根据保守估计，该数字乘以 12 获得 18-30 岁普通高中毕业没有上普通本科的总人数，经测算规模两部分合计约 1.7 亿人，潜在市场空间巨大。

图表 44：中国东方教育职场需求总人数测算（单位：万人）

市场需求总人数测算（单位：万人）	
① 15-30 岁没有上普通高中的人	
2002 年出生人数	1647
2017 年普通高中招生人数	800
2002 年出生人数-2017 年普通高中招生人数	847
② 18-30 岁没有上普通本科的人	
2017 年普通高中毕业人数	776
2017 年本科招生人数	411
2017 年普通高中毕业人数-2017 年本科招生人数	365
合计=（2002 年出生人数-2017 年普通高中招生人数）*15+（2017 年普通高中毕业人数-2017 年本科招生人数）*12	17084

来源：国家统计局，国金证券研究所测算

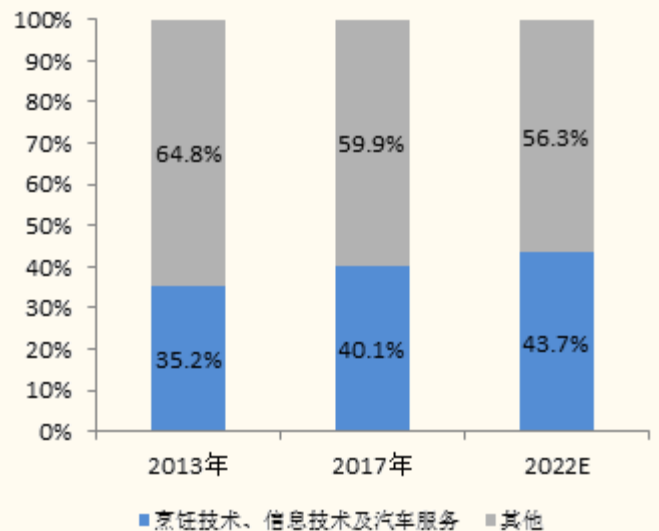
#### 4.2 行业层面：多家竞争对手对比，三大领域龙头地位有望进一步提升

- **职业技能教育市场总规模的扩大。**根据弗若斯特沙利文报告，我国职业技能教育的总收入从 2013 年人民币 630 亿元增至 2017 年人民币 980 亿元，2013 -2017 年的 CAGR 为 11.7%，弗若斯特沙利文预计 2022 年总收入将增至人民币 1614 亿元，2017 年-2022 年（预测）的 CAGR 为 10.5%。
- **烹饪技术、信息技术及汽车服务占职业技能教育市场比重有望提升。**根据弗若斯特沙利文报告，2013 年，我国烹饪技术、信息技术及汽车服务分部产生的收入中国职业技能教育市场总收入的 35.2%。弗若斯特沙利文预计，该总市场份额于 2017 年增至 40.1%，并于 2022 年将增至 43.7%。主要原因在于相关就业市场的需求不断上升及人们对于增强就业技能的意升。

图表 45：中国职业技能教育总规模（亿元）



图表 46：三大细分占职业技能教育市场比重

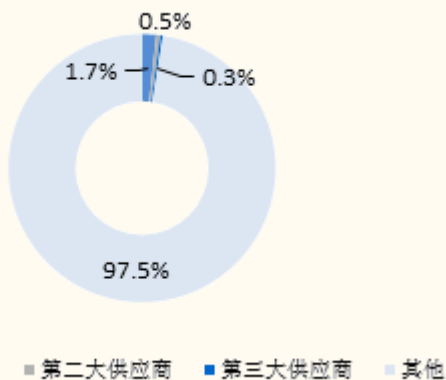


来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

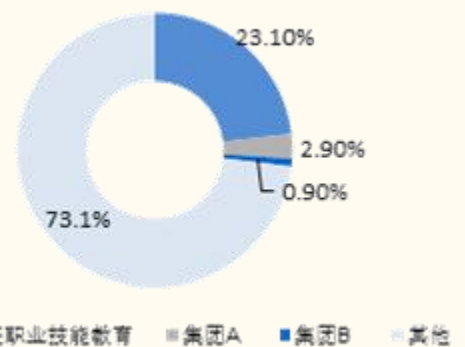
- **中国东方教育集团在三大领域的市场龙头地位的持续巩固。**根据弗若斯特沙利文数据显示，中国东方教育集团就 2017 年的平均培训人次来说，已成为中国最大的职业技能培训教育的龙头，该市场非常分散，CR3 市占率仅为 2.5%，其中，中国东方教育集团为 1.7%。三大领域分开来看——中国烹饪职业技能教育市场 CR3 市占率为 26.9%，中国东方教育集团市占率高达 23.1%，远超第二大的 2.9%。中国信息技术职业技能教育市场相对分散，CR3 市占率为 9.9%，中国东方教育集团与第二大、第三大供应商相差不大，市占率分别为 3.4%、3.3%、3.2%。中国汽车服务职业技能教育市场相对集中，CR3 市占率为 20.5%，中国东方教育集团的汽车服务职业技能教育市占率仍然为市场第一，为 9.7%，与第二大供应商 9.5%相差不大。可见，烹饪技术培训中中国东方教育集团的龙头地位稳固，而在信息技术和汽车服务培训中，中国东方教育集团现在位于行业第一地位，但是相较第二名差距不大，机遇和挑战并存。三大领域均有望进一步提升市占率。

图表 47: 2017 年中国职业技能教育市占率



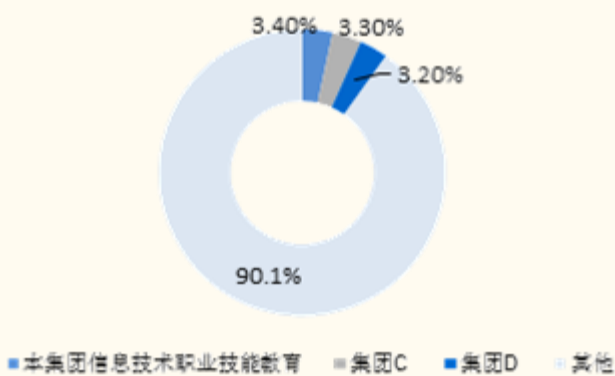
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 48: 2017 年中国烹饪职业技能教育市占率



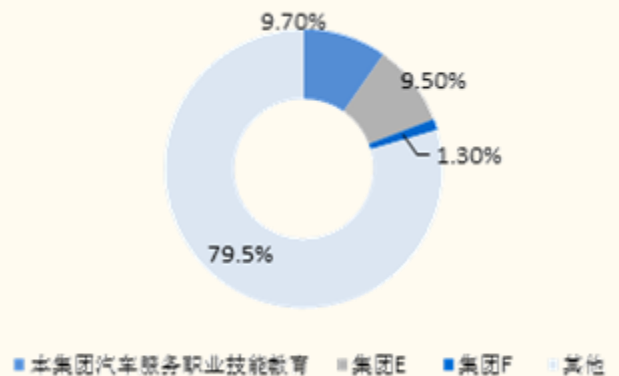
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 49: 2017 年中国信息技术职业技能教育市占率



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 50: 2017 年中国汽车服务职业技能教育市占率



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

与主要竞争对手对比——

- **烹饪职教市场龙头地位不可替代。**公司在烹饪职教市场市占率高达 23.1%，远超第二名 20.2pct，市场龙头地位毋庸置疑；在信息技术和汽车服务职教市场，公司虽也处于领先地位，但是与第二、三名之间的差距不大，市场竞争激烈，我们选择国内信息技术培训的达内科技、北大青鸟，及汽车服务培训的北方汽修学校和蓝翔技师学院进行对标分析。



- **对标达内科技：目标客群和课程长度差异大，中国东方教育客单价、盈利能力优势明显。**
  - 达内科技成立于 2002 年，校区多达 330 个，进入近 70 座城市，是中国高端 IT 培训企业，致力于培养面向电信和金融领域的 Java、C++、C#/.Net、3G/Android、3G/IOS、PHP、嵌入式、软件测试、UI、网络营销等 11 大课程方向中高端软件人才，班型包括基础班、脱产班、白领进修班及实训班，基本覆盖计算机相关培训所有领域。
  - 达内科技 2018 年净亏损 5.98 亿元，其主要原因为 2015 年起达内战略布局面向 6-18 岁青少年的少儿编程领域，截至 2018 年年底，儿童教育业务学习中心数量发展到了 148 个，相当于以每年新增近 50 个中心，已经覆盖了全国 53 个城市，2018 年 3 月，达内科技还以 5820 万收购了青少儿机器人培训机构“好小子”，2018 年新增培训人次少儿占比 23%，同比增加 363%，而与飞速发展的少儿编程业务相比，达内科技成人业务的增速表现不佳，2018 年公司共关闭了约 40 个成人学习中心。达内科技拓展少儿编程业务的过程中，加大营销投入力度，成本与管理费用端也显著承压。
  - 从客群角度来说，达内科技主要客群为成人及少儿，而中国东方教育主要客群为 15 至 21 岁学生，二者虽然业务范围有所重合，但核心客群有明显区别，东方的受众具有更为直接的就业压力，培训动机更加强烈。从课程长度来说，中国东方教育的 IT 培训主品牌新华电脑 98% 为一年以上的长期课程，而达内科技基本是 6 个月以下的短期课程，
  - 中国东方教育 FY2018 客单价超过达内科技近 1.5 万元/人次，这主要是由于长期课程的学费高于短期课程，学员留存时间长于短期课程，单客收益品质显著优于达内科技。公司 FY2015-2018 平均毛利率低于达内科技 13.5pct，但同时公司 FY2015-2018 平均销售/管理/研发费用率分别低于达内科技 20.47%/9.54%/4.64%，盈利能力优势明显。

图表 51：中国东方教育与达内科技对标情况

中国东方教育	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	达内科技	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
收入 (亿元)	18.3	23.4	28.5	32.6	收入 (亿元)	12.3	15.8	19.7	22.4
净利润规模 (亿元)	3.4	5.7	6.4	5.1	净利润规模 (亿元)	1.9	2.4	1.8	-6.0
平均培训人次 (万人)	8.8	10.0	11.4	13.0	新增培训人数：成人+少儿 (万人)	8.4	10.7	12.9	19.2
客单价 (万元/人)	1.9	2.2	2.4	2.6	客单价 (万元/人)	1.5	1.5	1.5	1.2
净利率	19%	25%	23%	16%	净利率	15%	15%	9%	-27%
毛利率	54%	57%	55%	52%	毛利率	72%	72%	70%	59%
销售费用率	18%	16%	16%	20%	销售费用率	33%	33%	36%	50%
管理费用率	14%	12%	12%	13%	管理费用率	21%	19%	20%	29%
研发费用率	0%	0%	1%	1%	研发费用率	4%	4%	5%	7%

来源：公司公告，国金证券研究所

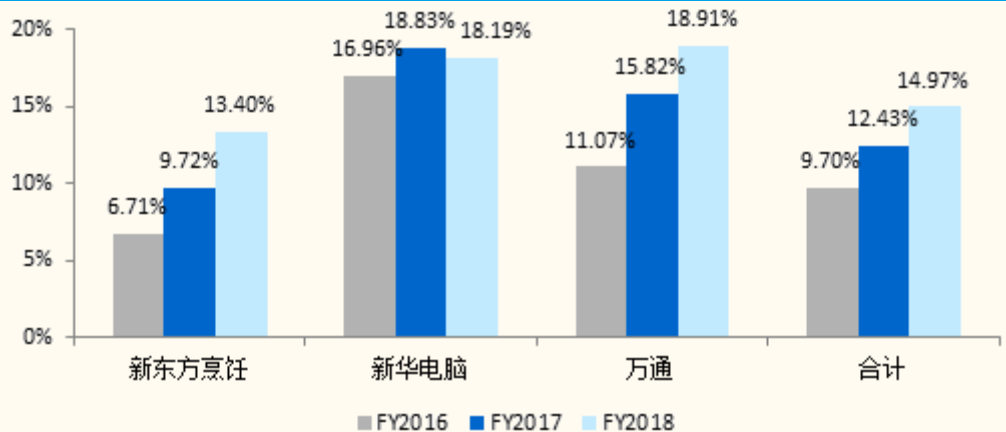
中国东方教育：获客成本（销售/新增培训人次，含美味学院）

- **对标北大青鸟：中国东方教育受众基础更广泛，直营统筹运作效率高。**
  - 北大青鸟成立于 1999 年，公司依托北京大学优质雄厚的教育资源和背景，一直致力于培养中国 IT 技能型紧缺人才，当前，北大青鸟 APTECH 的 200 余家授权培训中心遍布全国 60 多个重要城市，全国合作院校超过 800 所，同 10000 余家知名企业建立了战略合作伙伴关系，累计培养和输送 85 余万 IT 职业化人才进入 IT 行业。
  - 中国东方教育主要为 15-21 岁没有基础经验的人群，致力为其提供基础性、系统性培训，课程由浅入深，受众基础更加广泛。而北大青鸟经营模式类似高校模式，下设人工智能学院、大数据学院、区块链学院、云计算学院、互联网软件学院、创意设计学院（4-5 个月）、互联网营销学院、代码学院八大学院，师资包含北大教授团队、BAT 专家、国外专家等，为学员提供终身学习服务，大数据、区块链等课程毕业授予课工场（相当于拥有本岗位 2~3 年工作经验）与阿里云（3000+ 家合作企业推荐就业）双认证证书，培训更加高端，相应对学员的个人基础要求更高，针对大学生、职场人士、IT 工作者。
  - 中国东方教育采取直营模式，而北大青鸟采取特许加盟经营模式。公司直营模式下所有权与经营权统一集中于总部，可以由总部统一调动资金，统一经营战略，统一开发和运用整体性事业，在人才培养、新技术产品开发推广、信息化等方面易于发挥整体优势，效率更高。
- **对标北方汽修学校：万通市场拓展或将受益于东方教育多元化经营格局。**
  - 北方汽修学校始建于 1993 年，是一所汽修专业人才培养基地，在国内建立了 46 所分校，并与国内外十余所知名高等院校合作，并在北京、苏州、广州、武汉、沈阳等 36 个大、中型城市建立了实践基地，提供汽车高级工程师、中级工程师两大学历教育，电动汽车、无人驾驶、混合动力、奔驰研修、宝马研修、奥迪研修 6 大特色专业及若干短期课程品类，始终专注于汽修人才培养。
  - 相比于专注汽修领域的北方汽修，万通或更加受益于母公司多品牌影响力。根据北方汽修学校官网数据，其 25 年来培养了 40 万高水平汽修人才，即年均培训人次约 1.6 万人。而万通 FY2015 平均培训人次已达 1.7 万人，FY2018 平均培训人次已升至 1.9 万人。未来万通有望受益于中国东方教育多领域的品牌影响力，吸引更多需求不确定性生源。不过我们认为相较中国东方教育在其他两个领域的竞争优势而言，其在汽车服务培训领域与北方汽修学校相比竞争优势较弱，市场较量的不确定性高于其他两个领域。
- **对标蓝翔技师学院：中国东方教育异地集团化运作能力强，覆盖范围更广。**
  - 山东蓝翔技师学院创办于 1984 年，是经国家人力资源和社会保障部批准成立的一所现代化、综合性的民办职业技工院校。学校现下设 7 个专业学院，开设汽车检测与维修、烹饪与营养、数控机床加工、焊接技术、美容美发、计算机应用与维修、工程机械操作与维修、电子竞技等 8 大支柱专业，下属 60 多个工种。其中，汽车检测与维修专业与万通业务相近；焊接、机械工程等专业具有通用性，可以用于汽车维修服务；同时也进行烹饪教育。
  - 同时，蓝翔采取学历制教育为主，并与短期职业技能培训相结合的教学模式，分初、中、高级技工和技师多层次办学，高级技工一般为四年，每年学费约 1.7 万元，其他各类学徒专项培训几个月到一两年不等，与东方教育授课内容及办学层次接近性较高。
  - 但是，蓝翔技师学院只有 5 个校区，且全部聚集在山东济南，办学规模约为 3 万人。而截至 2018 年 12 月 31 日，东方教育网点数目已达 145 个，网点覆盖中国内地 29 个省份及香港地区，平均培训人次达 12.4 万人，约为蓝翔技师学院的 4 倍。中国东方教育异地集团化办学运作能力强，覆盖范围更广，有利于扩大品牌影响力，吸引生源，抢占更高份额。

#### 4.3 公司层面：高知名度+学历与非学历并举+高就业率+全国布局

- **传统品牌家喻户晓，知名度认可度高，多品牌互补发展。**在竞争日益激烈的职业技能教育行业中，消费者认可度是使一个品牌从其他品牌中脱颖而出关键因素。公司通过“学厨师，还是去新东方”、“汇集天下名菜，培养厨师精英”、“轻松学电脑，成功在新华”、“学汽修，只选万通汽修”等脍炙人口的广告宣传，使得新东方、新华电脑、万通汽修三大传统品牌家喻户晓。同一领域多品牌运作，不同品牌之间不是竞争关系，而是补充与完善的关系，以三个烹饪品牌为例，欧米奇和美味学院是对新东方烹饪西点与私人订制细分领域的精细化深入发展，核心客群也有所差异。
- **学历教育与非学历教育兼收并蓄。**公司的 145 所学校中有 26 所亦在中国提供烹饪技术（新东方烹饪 11 所）、汽车服务（万通 6 所）及信息技术（新华电脑 9 所）等领域的中等职业教育。该等 26 所学校中，有 17 所为技工学校，有 9 所为提供中专教育的学校。17 所技工学校提供的课程包括多门技能型职业培训课程，该等课程乃根据中国相关法规（包括《国家职业技能标准》、《工人技术等级标准》及《全国技工院校专业目录》）而设计，以向学生提供实践及技术技能培训为目标。公司向就读中专学历培训课程并考核通过的学生授予政府主管部门认可的中等职业教育文凭。FY2016-2018 新东方烹饪/新华电脑/万通/合计的平均培训人次 CAGR 分别为 49%/18%/35%/35%；平均培训人次占比分别提升 6.68/1.23/7.84/5.27pct。三大品牌中职教育平均培训人次绝对量与相对量均处于增长态势，预计随着近年就业形势严峻度提升，未来公司中职教育业务规模将持续扩大。

图表 52：中国东方教育分品牌中职平均培训人数情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **增强校企合作，打造订单班模式，长期课程平均就业率高达 93.7%。**作为领先的职业技能教育提供商，公司非常重视就业及职业发展的重要性。截至 2018 年 12 月 31 日，公司与逾 28,000 家企业订立了校企合作计划，在新东方烹饪教育、新华电脑教育及万通汽车教育下分别开设了 388、219 及 92 个订单班。且截至 2016 年、2017 年及 2018 年，分别有 9,826 名、15,345 名及 27,931 名学生入读以就业为导向的校企合作订单班，以获得企业于该等课程中提供的实习和就业机会。此外，公司通过总部就业顾问部所监督各所学校的就业顾问中心向学生提供就业顾问及指导。同时，公司在全国各地拥有 50 多万名校友，具有强大的校友网络。因此，截至 2018 年 12 月 31 日，公司长期课程已实现约 93.7% 的平均引荐就业率。
- 新东方烹饪教育旗下各所学校已与中国众多连锁酒店及餐厅（其中包括希尔顿花园酒店、皇冠假日酒店、外婆家、王品（中国）、呷哺呷哺、避风塘、云海肴、小厨娘、望湘园等）以及多家地方企业合作伙伴（包括餐厅、面包店及杂货店）开展合作。截至 2018 年 12 月 31 日，新东方烹饪已开设 388 个订单班，长期课程毕业生的引荐就业率为 93.2%。

- 新华电脑教育已与联想、百度及京东等多家企业订立以职业培训为导向的战略合作协议，已与约 200 家企业建立起合作关系。截至 2018 年 12 月 31 日，新华电脑已开设 219 个订单班，长期课程毕业生的引荐就业率为 93.1%。
- 万通汽车教育学校与汽车行业的多家公司（如奇瑞汽车和车享家）建立合作关系，主要与企业合作伙伴通过雇主量身定制的研发与设计课程联合培训学生。截至 2018 年 12 月 31 日，万通已开设 92 个订单班，长期课程毕业生的引荐就业率为 97.3%。
- **构建全国性培训网络，积极规划拓展进行中。**公司教育网络广泛，覆盖中国内地 29 个省及香港。目前涵盖新东方烹饪教育的 50 所学校、新华电脑教育的 24 所学校、万通汽车教育的 26 所学校、欧米奇西点西餐教育的 23 所学校、华信智原 DT 人才培养基地的 22 所学校及美味学院的 18 间私人订制烹饪体验中心。未来公司将努力满足欠发达地区的培训需求，通过于服务欠缺地区设立较小型学校的方式，构建涵盖内地全部 31 个省及香港地区的教育网络。同时，公司计划在广东、浙江、江苏、湖南、河北、四川、内蒙古及黑龙江等人口密集省份中人口超过五百万的城市开展业务，因为公司认为这些城市对烹饪技术、信息技术及汽车服务的技术工人有著巨大但未得到满足的需求。不过要注意：①公司快速扩张过程中招生情况变动；②新网点在初始运营阶段成本端所带来的压力，以及后续网点逐步成熟过程中整体毛利率变动情况；③未来在扩张进程推进中能否保持对于费用端的良好控制，对于培训公司的盈利能力有著至关重要的影响。
- **2019 到 2021 年，公司拟新建 51 所新学校及 6 家新私人订制烹饪体验中心（均建于租用土地上）。**为支持增长，公司需就管理层及教职员工招聘、设施维修及扩建以及新校区的建设及运营产生相应开支，预期将产生资本开支总额约人民币 6.7 亿元。
- **公司计划于中国五个主要地理区域（北京、上海、广州、成都及西安）建立五个自有的区域中心。**公司预计将于 2019 年后每年均会开始建设一个区域中心，视乎能否获得土地而定。区域中心计划为公司所有五个学校品牌及私人订制烹饪体验中心美味学院提供完善的教学及培训实践设施。同时，公司将在各中心指定区域内设立研发、人力资源和营销中心，作为公司师资力量继续教育及培训中心。区域中心建设有利于巩固公司市场领导地位及品牌地位；维持公司稳定与持续发展；加速公司先进高标准教学设施和宿舍建设，更好地为学员服务，提升学员满意度。同时，区域中心有望吸引更广泛地理区域的学生及客户，公司也将逐步将目前就读长期课程（一年及以上）的学生迁往区域中心。

图表 53：中国东方教育扩张计划情况

分部及品牌	截至 18 年 12 月 31 日预期将建立新学校/私人订制烹饪体验中心的总数量		
	2019 年	2020 年	2021 年
新东方	9	4	6
欧米奇	6	5	4
新华电脑	2	3	3
万通	3	3	3
合计	20	15	16
美味学院	-	2	4

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：中国东方教育区域中心建设规划情况

区域中心	区域中心将覆盖的省份/城市	现有学校/中心数量
北京	北京、天津、河北、内蒙古	13
上海	上海、江苏、浙江	12
广州	广东、江西、湖南、海南、福建、香港	18
成都	四川、重庆、贵州、云南	15
西安	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	13

来源：公司公告，国金证券研究所

注：①每个区域中心将覆盖的城市仅反映公司目前的计划，公司可能会根据土地收购状况、不断变化的市场状况以及公司认为合适的其他各种因素调整计划

## 盈利预测与投资建议

- 营收：**我们预测未来 2019-2021 年公司整体营收分别为 41.55/49.44/58.16 亿元， +27%/+19%/+18%YOY；平均培训人次分别为 14.44/15.97/17.57 万人， +16%/+11%/+10%YOY；平均客单价分别为 2.88/3.09/3.31 万元/人， +10%/+8%/+7%YOY。分品牌来看，新东方烹饪与新华电脑在现有扩张节奏下， 凭借品牌优势未来营收将保持较快增速， 预计新东方烹饪 2019-2021 年营收增速分别为 25%/14%/13%；新华电脑 2019-2021 年营收增速分别为 19%/14%/15%。我们预计万通由于未来三年尚无网点扩张计划， 增速相对较慢， 2019-2021 年营收增速分别为 8%/7%/7%。欧米奇和美味学院为公司新创品牌， 正处于起步阶段， 体量较小， 叠加网点扩张计划有望实现高速增长， 预计欧米奇 2019-2021 年营收增速分别为 92%/68%/47%；美味学院 2019-2021 年营收增速分别为 272%/62%/30%。我们对华信智原的预测相对保守， 预计华信智原 2019-2021 年营收增速分别为 9%/5%/4%。
- 毛利率：**我们预测 2019-2021 年公司整体毛利率分别为 53%/54%/55%。公司于 2015-2018 年新增设网点 100 个， 2019-2021 年计划新设网点 51 个， 公司仍然快速扩张， 但是速度相较之前有所放缓， 叠加公司前期投入网点进一步成熟， 我们预计公司毛利率会有所回升。
- 费用率：**我们预测 2019-2021 年公司销售费用率分别为 18%/17%/16%。公司 2018 年销售开支为 6.48 亿元， 比 2017 年的 4.57 亿元增长 41.82%， 主要由于新品牌相关销售费用的投放增加较多， 销售开支尤其是广告投放存在一定周期性， 同时伴随新品牌知名度增强， 这部分新增开支的增速也会有所放缓。我们预测 2019-2021 年公司销售费用率分别为 18%/17%/16%， 预计 2019 年销售费用率相比 2018 年有所下降， 但会略高于以往年度， 缓慢降回前期水平。我们预测 2019-2021 年公司管理费用率分别为 15%/13%/12%， 预计公司购股权计划会提高管理费用支出， 我们预计管理费用率在 2019 年有明显提升， 2020、2021 年该部分影响变小， 缓慢降回前期水平。
- 毛利率：**我们预测 2019-2021 年公司整体毛利率分别为 52%/54%/55%。叠加公司前期投入网点的成熟， 我们预计 2019 年公司毛利率与 2018 年持平。而 2020 年、2021 年随着公司扩张速度的放缓及前期网点的进一步成熟， 我们预计公司毛利率会有所回升。
- 首次覆盖， 给予买入评级，** 我们采取 25%的综合税率进行保守估计， 综合以上因素， 我们预测 2019-2021 年公司整体净利润分别为 7.29/9.60/12.79 亿元， +43%/+32%/+33% YOY， 对应 PE 分别为 26/20/15x。调整上市开支后的净利润分别为 8.78/10.43/13.41 亿元， +62%/+19%/+29%YOY， 对应 PE 分别为 22/18/14x。参考 K12 龙头新东方、好未来和职业教育考试培训龙头中公教育的可比估值， FY2020 平均 PE 为 40x（根据最新 wind 一致预期）， 中国东方教育 FY2020 估值为 20x， 首次覆盖， 给予买入评级， 目标价 14 港元。

图表 55：教育行业可比公司估值对比（截止 2019 年 6 月 12 日）

证券代码	证券简称	市值(亿, RMB)	PE		归母净利润(亿元, RMB)	
			FY19E	FY20E	FY19E	FY20E
EDU.N	新东方	997	47	31	21.1	31.8
TAL.N	好未来	1,508	60	52	25.3	28.9
002607.SZ	中公教育	794	48	35	16.5	22.5
	平均值		52	40	21.0	27.7
0667.HK	中国东方教育	190	26	20	7.3	9.6

来源：wind，国金证券研究所

新东方、好未来、中公教育盈利预测为 wind 一致预期，其中好未来 FY19 为历史数据，中国东方教育为国金预测值

## 风险提示

- **民促法实施意见最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**根据 2016 年决定，现有民办学校的学校举办者可以自主选择将学校登记为非营利性或营利性民办学校。截至 2018 年 12 月 31 日，除公司在中国的 144 所学校中的 47 所学校已首先成立为营利性民办学校外，公司在中国的 144 所学校中 21 所学校的学校举办者已选择注册为营利性民办学校。公司拟将营利性商业模式应用于日后扩张公司在中国所有的学校及规划学校，但公司的选择仍受中国政府部门颁布的相关政策和法规的约束。2018 年 8 月 10 日，司法部根据《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，发布了司法部《征求意见稿》以征询公众意见。最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。
- **公司获取执照上可能遇到阻碍。**公司所有学校均须在开始营运前取得民办学校营运执照。截至最后可行日期，欧米奇西点西餐教育品牌下的 6 所学校、万通汽车教育品牌下的 3 所学校、新华电脑教育及华信智原 DT 人才培养基地品牌下的 21 所在营学校并未取得民办学校营运执照。《中华人民共和国民办教育促进法》于 2002 年 12 月颁布，2013 年 6 月修订，并于 2016 年 11 月进一步修订及自 2017 年 9 月 1 日起生效。然而，由于有关诠释的不确定因素及缺少新颁布法律的地方实施细则，当地人力资源和社会保障部门不再向公司的部分在营学校颁发民办学校办学许可证。若干学校因未获得营运执照，存在一定风险，如公司未能取得所需执照，可能对公司经营业绩产生负面影响。
- **其他与证照相关风险。**截至最后可行日期，新东方烹饪教育的两所学校的分校与其各自的学校营运执照或营业执照所载地址不同。如公司未能将相关分校的地址添加到公司学校营运执照或营业执照中，公司可能不被允许经营此类分校。此外，截至最后可行日期，新东方烹饪教育及新华电脑教育的四所学校经营校园食堂以向学生提供餐饮服务，但未取得或续签食品经营许可证。目前，公司正式的职业中专学校有少数教师未持有教师资格证，且公司的技工学校和职业培训学校的部份教师未持有教师上岗资格证。公司已告知所有未持有教师资格证或教师上岗资格证的教师，其须取得相关执照或转至其他非教学岗位。如公司的教师未能申请和及时取得教师资格证或相关专业技能资格证，或根本无法取得教师资格证，可能对公司造成负面影响。
- **招生不及预期风险。**公司 2015 年以来持续扩张网点数量，同时公司业务，除新东方烹饪处于绝对优势地位以外，信息技术与汽车服务市场竞争均比较激烈，公司在高速扩张的同时存在招生不及预期的风险。
- **成本端或存在压力。**新增设网点需一次性投入大额的固定成本，并配备一系列配套的师资与教学设备，故新网点运营初期会存在较大的成本压力，教师薪酬及租金成本的变动也会对毛利率有所影响。
- **新品牌推广费用上升，拓展不及预期风险。**公司新设欧米奇、美味学院两大新品牌。在公司后续市场开拓过程中如果加大营销人员与广告投入，对销售费用形成较大压力，存在品牌打造不及预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1434	6324	7043	8184	<b>营业额</b>	3265	4155	4944	5816
现金及现金等价物	986	5711	6400	7376	销售成本	1560	1937	2273	2593
交易用投资	-	-	-	-	<b>毛利</b>	1705	2217	2671	3223
应收款项	242	312	347	428	销售、一般性和行政开支	1086	1338	1483	1628
其他应收款	3	4	4	6	研究发展费用	28	29	40	46
存货	37	49	51	63	其他营业收入	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	1382	1806	2183	2474	<b>EBITDA</b>	1047	1429	1879	2585
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	360	471	623	908
联营和共同控制实体的投资	-	-	-	-	<b>EBIT</b>	687	959	1255	1677
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-	14	25	28
固定资产	1361	1783	2160	2451	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	<b>除所得税前溢利</b>	687	972	1280	1705
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	172	243	320	426
无形资产	-	-	-	-	<b>除所得税后溢利</b>	510	729	960	1279
<b>总资产</b>	2816	8130	9225	10658	非控制性股东应占溢利	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	1883	2323	2675	3118	股息	-	182	240	320
短期借款	-	-	-	-	<b>母公司股东应占溢利</b>	510	729	960	1279
应付款项	508	703	812	976	<b>EPS</b>	0.23	0.33	0.44	0.59
预收账款	-	-	-	-					
其他	1376	1620	1863	2142	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	60	78	101	131	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	-	-	-	-	<b>成长性</b>				
其他	60	78	101	131	营业额增长率	14.6%	27.2%	19.0%	17.6%
<b>负债合计</b>	1943	2401	2776	3250	EBIT 增长率	-17.4%	39.5%	31.0%	33.6%
股本	-	436	436	436	净利润增长率	-20.5%	43.0%	31.7%	33.2%
储备	873	873	873	873	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	-	547	1267	2226	EBIT/营业额	21.0%	23.1%	25.4%	28.8%
非控制性股东权益	-	-	-	-	EBITDA/营业额	32.1%	34.4%	38.0%	44.5%
<b>总权益</b>	873	5729	6449	7409	毛利率	52.2%	53.4%	54.0%	55.4%
<b>总负债和总权益</b>	2816	8130	9225	10658	净利率	15.6%	17.6%	19.4%	22.0%
					ROE	58.5%	12.7%	14.9%	17.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>综合现金流量表</b>					资产负债率	69.0%	29.5%	30.1%	30.5%
单位:百万					流动比率	0.76	2.72	2.63	2.62
<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	速动比率	0.74	2.70	2.61	2.60
除所得税后溢利	522	729	960	1279	<b>营运能力</b>				
折旧和摊销	360	471	623	908	资产周转率	1.16	0.51	0.54	0.55
利息费用	-24	-14	-25	-28	应收帐款周转率	15.09	15.00	15.00	15.00
营运资本的变动	182	46	98	21	应付账款周转率	5.50	6.86	6.53	6.51
<b>经营活动产生现金流量</b>	980	1460	1881	2438	存货周转率	46.54	44.89	45.52	45.65
资本性支出	-6515	-892	-1000	-1200	<b>每股资料</b>				
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-	-	-	每股收益	0.23	0.33	0.44	0.59
<b>投资活动产生现金流量</b>	-573	-877	-977	-1170	每股经营现金流	0.45	0.67	0.86	1.12
借款变动	-222	-	-	-	每股净资产	0.40	2.63	2.96	3.40
发行股份	1	4310	-	-	<b>估值比率(倍)</b>				
支付的股利和利息	-874	-169	-215	-291	PE	37.30	26.09	19.82	14.88
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1456	4141	-215	-291	PB	21.80	3.32	2.95	2.57
现金净变动	-1048	4725	689	976	EV/EBITDA	-0.88	-3.94	-3.35	-2.81
现金的期初余额	2035	986	5711	6400					
<b>现金的期末余额</b>	986	5711	6400	7376					

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH