

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

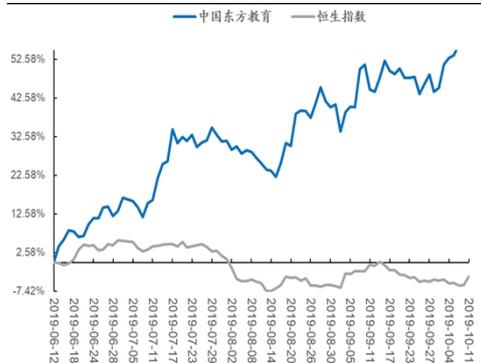
职业技能培训龙头，用专业成就职业

股票数据

10月11日收盘价(港元)	16.10
52周股价波动(港元)	9.60-16.10
总股本/流通股(百万股)	2188/2188
总市值/流通市值(百万港元)	35231/35231

相关研究

市场表现



	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.77	25.60	44.15
相对涨幅(%)	17.51	31.04	44.96

资料来源: Wind, 海通证券研究所

投资要点:

职业技能教育行业。(1) 规模: 根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2017年市场规模达980亿元, 预计2022年增至1614亿元, 烹饪技术、汽车维修及信息服务三大教育市场2017年收入规模各40亿元、21亿元、332亿元。

(2) 竞争格局: 公司在烹饪、信息技术、汽车服务市场市占率各23%、3%、10%。**(3) 政策红利:** 2019年政府工作报告提出, 2019年从失业保险基金结余中拿出1000亿元, 用于1500万人次以上的职业技能提升和转岗转业培训等。

运营。(1) 采用中心化及标准化管理系统, 为教学网络扩张奠定基础。截止至2019年6月30日, 公司已在中国内地31个省份中的29个省份以及中国香港运营168所学校及中心。**(2) 长期课程占比高, 人效优于同行:** 2018年人均销售收入32.29万/人; 人均利润5.09万元/人, 人效利效均较同行高。公司三年来长期课程平均培训约占所有课程的90%。

三大领域, 五大品牌。(1) 汽车服务: 万通匠心育人31年, 专注培养汽修技师。2015-2018年, 万通汽车教育年平均培训人次及收入CAGR各3.5%、11.6%。

(2) 烹饪技术: 新东方烹饪始于1988年, 2016年, 公司成立欧米奇西点餐厅, 将新东方烹饪优质教学管理经验延伸至西点、西餐培训领域。2015-2018年, 烹饪(新东方烹饪+欧米奇)品类年平均培训人次及收入CAGR各11.4%、26.0%。

(3) 信息技术与网络: 新华电脑教育及华信DT人才培训。2015-2018年, 新华电脑教育及华信DT人才培训, 两者年平均培训人次、收入CAGR各10.4%、14.6%。

财务指标。(1) 收入及净利: 2015-2018年, 公司营业收入各18.3亿元、23.4亿元(+28%)、28.5亿元(+22%)、32.7亿元(+15%), 公司归母净利各3.53亿元、5.65亿元(+68.66%)、6.42亿元(13.47%)、5.10亿元(-20.50%), CAGR为15%; 1H19归母净利3.12亿元(+48.00%); 经调整净利4.1亿(+88%)。

(2) 毛利率: 从2017年底的55.0%降至2018年底的52.2%, 主因新校区扩张期成本先行。公司1H19毛利率同比增7.9pct至60.8%。

盈利预测及估值。我们预测公司2019-21年收入各42亿元(+28.6%)、51亿元(+21.0%)、61亿元(+19.6%); 归母净利各8亿元(+54.4%)、11亿元(+41.7%)、14亿元(+25.6%), 对应2019-2021年EPS分别为0.36元、0.51元和0.64元。**(1) PE估值:** 给予2019年40-45倍PE, 对应每股价值14.40元/股-16.20元/股。**(2) EV/EBITDA估值:** 给予2019年30-35倍EV/EBITDA, 对应合理价值区间14.76元-17.12元。**综合两种结果给予公司14.40元-17.12元合理价值区间, 对应17.12港元-20.35港元合理价值区间(汇率按1人民币=1.189港元)。**首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险因素。 外汇风险、市场竞争风险、税收优惠待遇终止的风险。

分析师: 许樱之

Tel: (755)82900465

Email: xyz11630@htsec.com

证书: S0850517050001

分析师: 汪立亭

Tel: (021)23219399

Email: wangl@htsec.com

证书: S0850511040005

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2850.17	3264.96	4197.65	5078.02	6070.89
(+/-)YoY(%)	22.02%	14.55%	28.57%	20.97%	19.55%
净利润(百万元)	641.62	510.09	787.81	1116.44	1401.98
(+/-)YoY(%)	13.47%	-20.50%	54.44%	41.72%	25.58%
全面摊薄EPS(元)	0.29	0.23	0.36	0.51	0.64
毛利率(%)	55.04%	52.22%	56.79%	57.89%	59.68%
净资产收益率(%)	39.93%	58.45%	21.07%	22.91%	22.25%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 中国东方教育：职教龙头，专业成就职业	6
1.1 概况：职业技能教育先行者，三大领域位列第一	6
1.2 股权结构：吴氏家族三兄弟集中持股 80%	6
1.3 管理团队：经验丰富，稳定且开拓进取	7
2. 行业：职业技能教育日益重要，东方教育占据龙头地位	8
2.1 劳动力市场供需不匹配，职业技能教育市场潜力大	8
2.2 细分市场：信息技术规模超 300 亿元，烹饪及汽车服务规模较小	10
2.3 竞争格局：市场高度分散，烹饪技术教育龙头优势明显	12
2.4 政策红利频发，职工技能提升受重视	13
3. 运营：标准化建校流程，差异化分校管理	14
3.1 可高度复制的业务模式，庞大教学网络遍布全国	14
3.2 人效及利效：长期课程占比高保障收入稳定性，人效优于同行	15
3.3 教室利用率：华信智原 DT 培训有较大提升空间	17
4. 品牌：前瞻性专业设置，实战实训教学模式	17
4.1 汽车服务：万通匠心育人 31 年，专注培养汽修技师	18
4.2 烹饪技术：烹饪教育第一品牌，引荐就业率超 90%	19
4.3 信息技术与互联网：新华电脑教育及华信 DT 人才培养	20
5. 财务：新校有望驱动高增长，盈利能力有提升空间	21
5.1 收入：量价齐升，业务趋向多元化	21
5.2 毛利率：扩张期成本先行，短期承压	24
5.3 净利率：2018 年同比下滑 7.4bp，营销投放仍处高投入期	27
5.4 单校模型：测算 2 年内可实现盈亏平衡	30
6. 未来：以自营模式扩张校区，建设 5 所教育中心	31
7. 盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 各 0.36 元、0.51 元、0.64 元	32
8. 风险因素	35
财务报表分析和预测	36

图目录

图 1	公司历史沿革和业务发展	6
图 2	中国东方教育有限公司上市后集团架构	7
图 3	中国职业教育体系	8
图 4	中国职业教育市场总收入 (亿元, 2013-2022E)	9
图 5	职业技能教育总收入及其占职业教育市场比重 (2013-2022E)	9
图 6	中国职位空缺与求职者的比例 (2013-2017)	10
图 7	中国劳动年龄人口 (百万人)	10
图 8	职业技能教育细分行业收入占职业技能教育总收入比例	10
图 9	职业技能教育细分行业收入 (亿元)	10
图 10	三个细分行业熟练工需求缺口 (百万人次)	11
图 11	三个细分行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)	11
图 12	烹饪技术行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)	11
图 13	烹饪技术行业厨师平均年薪 (万元, 2013-2022E)	11
图 14	信息技术行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)	12
图 15	信息技术行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)	12
图 16	汽车服务行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)	12
图 17	汽车服务行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)	12
图 18	学校及中心地域覆盖分布图 (截至 2018 年 12 月 31 日)	15
图 19	培训课程以长期课程为主	16
图 20	长期课程细分占比 (%)	16
图 21	万通汽车教育平均培训人数	18
图 22	万通汽车教育收入	18
图 23	万通汽车教育企业合作单位	18
图 24	烹饪技术 (新东方烹饪+欧米奇) 平均培训人数	19
图 25	烹饪技术 (新东方烹饪+欧米奇) 收入	19
图 26	石家庄新东方烹饪教育学校的模拟餐厅	20
图 27	欧米奇实训中心	20
图 28	信息技术与互联网 (新华+华信) 平均培训人数	20
图 29	信息技术与互联网 (新华+华信) 收入	20
图 30	四川省新华电脑学校的 VR 体验大厅	20

图 31	贵州省新华电脑学校的 4D 动漫游戏广播工作室	20
图 32	华信智原课程体系	21
图 33	各品牌总平均培训人次 (百人)	21
图 34	各品牌平均培训人次占比情况 (%)	21
图 35	各品牌新培训人次 (百人)	22
图 36	各品牌平均培训人次占比情况 (%)	22
图 37	公司营业收入情况 (亿元)	23
图 38	公司主营业务成本占营业收入比重 (%)	25
图 39	公司净利润情况 (来自持续经营业务)	27
图 40	2015 年李晨签约成为万通汽车教育形象大使	29
图 41	黄渤代言新东方烹饪教育	29

表目录

表 1	董事会及管理人员背景总汇	7
表 2	职业技能教育细分市场前三大市场参与者市场份额 (2017)	13
表 3	激励优质职业教育与技术培训的政策法规	13
表 4	东方教育开办学校现状及规划	14
表 5	中公教育、华图教育、东方教育人均销售及人均利润情况	16
表 6	退学人数及退款金额情况	17
表 7	公司各品牌教室利用率情况 (2018 年 12 月 31 日)	17
表 8	万通汽车教育部分热门课程/专业	18
表 9	中国东方教育各品牌课程学费 (元)	22
表 10	公司各品牌持续营业收入占比 (%)	23
表 11	公司各业务持续性营业收入明细 (百万元)	23
表 12	公司各业务毛利率情况 (%)	24
表 13	新学校及中心盈亏情况 (万元)	24
表 14	教育板块上市企业毛利率情况 (%)	24
表 15	公司各子品牌平均学校 (中心) 培训人数 (人)	26
表 16	公司各子品牌生师比	26
表 17	学生及教学活动相关成本拆分	27
表 18	培训类教育上市企业净利率情况 (%)	27
表 19	销售费用明细 (百万元)	28
表 20	管理费用明细 (万元)	29
表 21	单店模型核心假设	30
表 22	东方教育单店盈利模型测算	31
表 23	东方教育开办学校现状及规划	31
表 24	区域中心位置、面积和规模规划表	32
表 25	中国东方教育收入预测分拆表	32
表 26	中国东方教育合并损益表及预测	34
表 27	中国东方教育可比公司估值表 (根据 2019 年 10 月 11 日收盘价)	35

1. 中国东方教育：职教龙头，专业成就职业

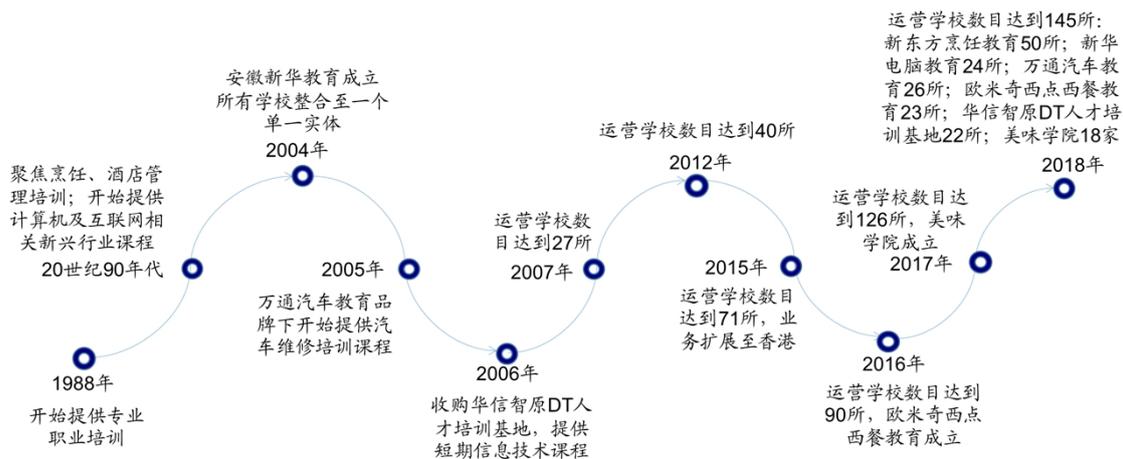
1.1 概况：职业技能教育先行者，三大领域位列第一

中国东方教育成立于1988年，以“以技能教育为根本，知行合一”教育理念，成为中国提供职业技能教育的先行者之一。公司在烹饪技术、汽车维修和信息技术三大技能教育领域处领先地位（截至2017年末，按平均培训人次计，位列第一），成功打造新东方烹饪教育、欧米奇西点西餐教育、新华电脑教育、华信智原DT人才培训基地和万通汽车教育五大职教品牌。针对职业技能教育领域的需求，公司提供长期课程和短期课程两种课程形式，帮助学生掌握专业知识及实践技能，提高就业能力，弥补雇主与学生间的供需缺口并为中国劳动力市场提供人才支持。

2015-2018年，直营学校数量从71所增至145所，CAGR达27%，平均培训人次从9.4万人到12.4万人，CAGR达10%。截止2019年6月30日，中国东方教育已在中国内地31个省份中的29个省份以及中国香港运营168所学校及中心，其中新东方烹饪、欧米奇西点西餐教育、美味学院、新华电脑教育、华信智原DT人才培训基地、万通汽车教育各52所、24所、19所、24所、22所及27所。

2015-2018年，中国东方教育营业收入各18.28亿元、23.36亿元(+28%)、28.50亿元(+22%)及32.65亿元(+15%)。2015-2018年，公司归母净利各3.53亿元、5.65亿元(+68.66%)、6.42亿元(13.47%)、5.10亿元(-20.50%)，CAGR为15%；1H19归母净利3.12亿元(+48.00%)。

图1 公司历史沿革和业务发展



资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

1.2 股权结构：吴氏家族三兄弟集中持股 80%

公司遵从相关法规规定，通过结构性合约获得朗杰科技与美味学院以外业务的经营经济收益。公司上市后集团架构中，公司并没有通过结构性合约的形式控制朗杰科技及美味学院，主要源于：（1）商务部及国家发改委于2018年6月28日发布，并于2018年7月28日生效《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（以下简称“负面清单”）。朗杰科技主要从事技术开发、顾问、推广及服务。经中国法律顾问确认，这类业务不在《负面清单》之列，因此允许外商投资。（2）美味学院所涉及的业务仅涉及个人兴趣及爱好培养。该类服务不在教育部或人社部的管辖范围内。

肖国庆	50岁	执行董事	业务管理及向董事会提供意见及判断	1999年9月	曾就读于中国人民大学、长江商学院。曾任安徽新华集团投资有限公司副董事长兼副总经理、安徽新华教育董事长兼总经理，现任 安徽新华教育副董事长集团创始人之一 。曾就读于安徽工商管理学院。曾任安徽新华教育董事长兼总经理，现任安徽新华集团投资有限公司董事长兼总经理，安徽新华教育董事
吴俊保	53岁	非执行董事	向董事会提供意见及判断	1999年9月	曾就读于郑州纺织工学院、南京大学。曾任安徽新华教育事业部总经理，现任安徽新华集团投资有限公司执行董事兼副总裁
陆真	43岁	非执行董事	向董事会提供意见及判断	2009年2月	深圳注册会计师协会荣誉会员 ，财政部专家顾问。曾任德勤全球董事会成员，勒泰商业地产独立非执行董事，现任国美金融科技独立非执行董事，星美控股集团非执行董事，达利国际非执行董事，盛业资本及中昌国际控股独立非执行董事
洪嘉喜	63岁	独立非执行董事	向董事会提供意见及判断	2018年11月	曾就读于美国威斯康星大学麦迪逊分校及美国康奈尔大学， 中国第十三届全国人民代表大会代表 。曾任香港城市大学校董会成员，现任盛国集团首席执行官兼董事
张俊勇	49岁	独立非执行董事	向董事会提供意见及判断	2018年11月	曾就读于中国人民大学、香港大学、法国艾克斯-马赛大学、哈佛大学（访问学者）及哥伦比亚大学（访问学者）。曾任香港城市大学对外联络合作处处长。现任香港城市大学教授，法律教育信托基金董事，正道集团独立非执行董事，成大研究院监事
朱国斌	57岁	独立非执行董事	向董事会提供意见及判断	2018年11月	曾就读于香港中文大学、英国伦敦大学。特许公认会计师公会会员、 香港会计师公会成员及香港会计师公会执业会计师 。曾任普华永道（香港）高级经理，中国东方集团控股财务总监兼公司秘书，东星能源集团财务总监
欧阳兆基	43岁	首席财务官	负责财务管理	2019年1月	

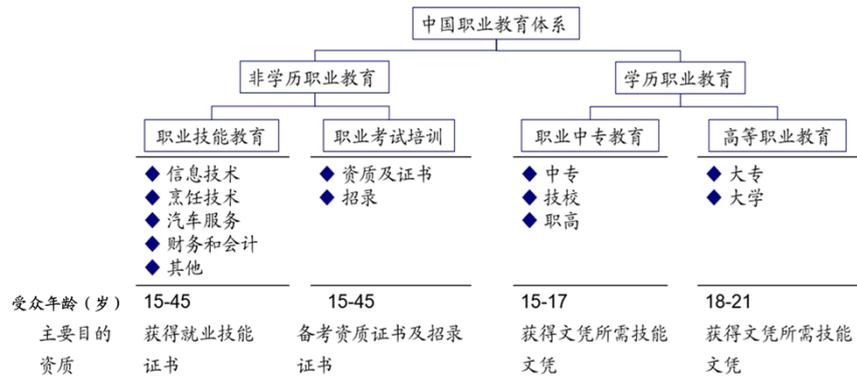
资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

2. 行业：职业技能教育日益重要，东方教育占据龙头地位

2.1 劳动力市场供需不匹配，职业技能教育市场潜力大

东方教育核心业务为非学历职业教育中的职业技能教育。中国职业教育体系主要分为**非学历职业教育**和**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，学历职业教育会在完成教育后授予学生学历证书。非学历职业教育的受众年龄范围为15-45岁，跨度大，对象广。**东方教育核心业务为非学历职业教育中的职业技能教育。**

图3 中国职业教育体系



资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

非学历职业教育 2017-2022 年 CAGR 约 6.3%。根据公司聆讯后资料集援引教育部及弗若斯特沙利文报告，2013-2017 年，由于培训人次及学费增加，**中国职业教育行业总收入**由 6016 亿元增至 7681 亿元，CAGR 达 6.3%，弗若斯特沙利文报告预计于 2022 年达 10623 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 6.7%。2017 年，非学历职业教育市场及学历职业教育市场占职业教育的比重分别为 40.3% 及 59.7%。2013-2017，**非学历职业教育收入**由 2363 亿元增至 3092 亿元，CAGR 为 7.0%，预计 2022 年达 4191 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 6.3%。

图4 中国职业教育市场总收入 (亿元, 2013-2022E)


资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

职业技能教育 2017-2022 年收入 CAGR 约 11%。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2013-2017 年, 职业技能教育市场的总收入从 630 亿元增至 980 亿元, CAGR 达 11.7%, 预计于 2022 年将增至 1614 亿元, 2017-2022 年的 CAGR 预计为 10.5%。职业技能教育收入在职业教育市场总收入的占比也不断提升, 比重从 10.5% 升至 12.8%, 预计 2022 年将增至 15.2%。

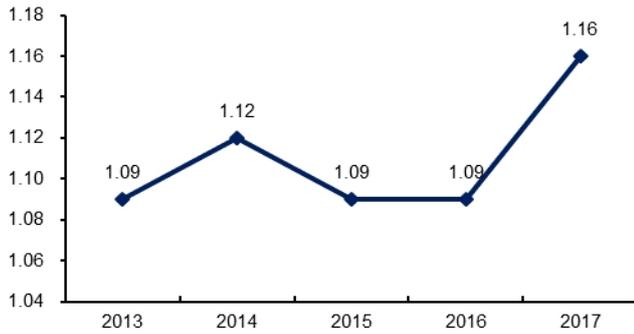
图5 职业技能教育总收入及其占职业教育市场比重 (2013-2022E)


资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

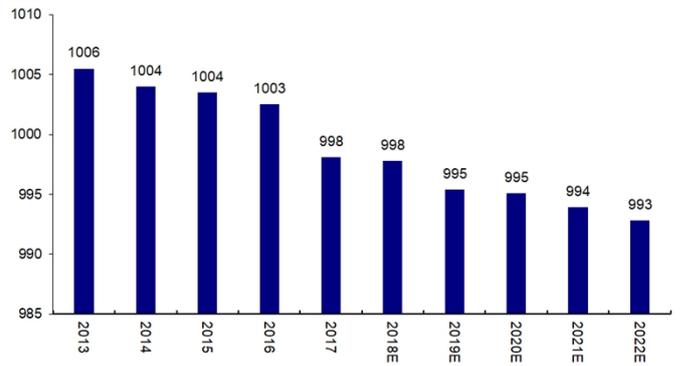
劳动力市场存在供需不匹配的结构性问题, 职业技能教育市场潜力大。

①**劳动力供给端“量”下降:** 受中国人口老龄化影响, 劳动力市场供应逐步减少。根据公司聆讯后资料集援引人力资源和社会保障部, 2013-2017 年, 劳动年龄人口总数从 100560 万人降至 99810 万人。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 劳动年龄人口总数预计在 2022 年进一步减至 99280 万人。

②**劳动力需求端“质”要求提升:** 由于中国经济快速增长及结构转型, 熟练技术人才短缺, 劳动力市场存在供需不匹配的结构性问题。根据公司聆讯后资料集援引人力资源和社会保障部, 职位空缺与求职者的比例呈现上升趋势, 从 2013 年的 1.09 增至 2017 年的 1.16, 根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2022 年预计会增至 1.20。我们认为, 中国进一步城镇化及产业升级也将对劳动力带来更高的要求, 就业竞争日益激烈, 预计人才供需不匹配趋势上升明显。在此背景下, 职业技能教育市场发展潜力较大。

图6 中国职位空缺与求职者的比例 (2013-2017)


注：人才需求与供给分析是指中国人力资源和社会保障部监测的中国 100 个城市就业市场的职位空缺与求职者比例。资料来源：公司聆讯后资料集援引人力资源和社会保障部，海通证券研究所

图7 中国劳动年龄人口 (百万人)


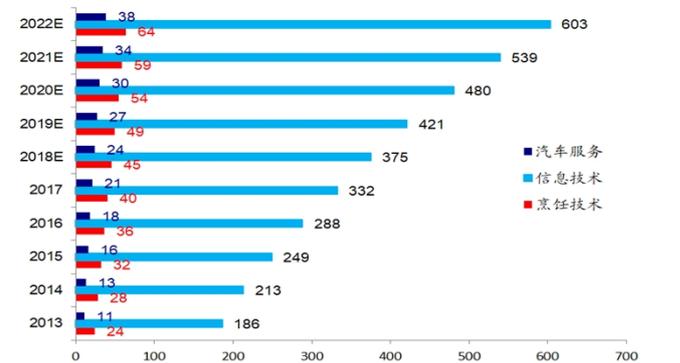
注：劳动年龄人口定义为 15 岁至 64 岁的人群。资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

2.2 细分市场: 信息技术规模超 300 亿元, 烹饪及汽车服务规模较小

烹饪技术、信息技术以及汽车服务教育市场占职业技能教育近半壁江山。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 烹饪技术、信息技术以及汽车服务三大教育市场合计收入占 2017 年中国职业技能教育市场总收入的比重为 40.1%, 预计于 2022 年将增至 43.7%。三大子行业对比来看, 信息技术行业天花板较高, 2022 年有望达 603 亿元市场规模。2017 年, 汽车服务、烹饪技术与信息技术行业规模之比为 2: 4: 30, 汽车服务行业规模最小。

图8 职业技能教育细分行业收入占职业技能教育总收入比例


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

图9 职业技能教育细分行业收入 (亿元)


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

熟练工需求缺口。信息技术需求缺口最大, 根据公司上市申请版本及聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2017 年约达 770 万人, 大约是汽车服务行业缺口的 2 倍和烹饪技术的 4 倍; **年薪:** 信息技术年薪最高, 根据公司上市申请版本及聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2017 年达约 13 万元, 烹饪技术年薪涨幅最大, 2013-2017 年 CAGR 达 9.5%, 高于信息技术行业的 8.8% 和汽车服务行业的 4.8%。

图10 三个细分行业熟练工需求缺口 (百万人次)


资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

图11 三个细分行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)


资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

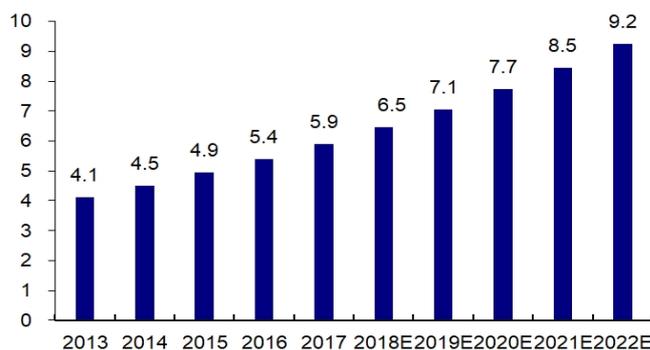
烹饪技术教育市场规模近 40 亿元, 2017-2022 年 CAGR 预计近 10%: 根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2013-2017 年, 烹饪技术教育市场的总收入从 24 亿元增至 40 亿元, CAGR 达 13.6%, 预计 2022 年增至 64 亿元, 2017-2022 年 CAGR 为 9.9%。我们认为烹饪职业技能教育发展源于:

(1) **餐饮行业发展:** 中国餐饮市场规模近 4 万亿元, 仍望以 10% 左右的速度增长。根据海底捞招股说明书援引弗若斯特沙利文报告, 2013-2017 年, 中国餐饮市场规模从 2013 年 2.6 万亿元增长至 2017 年 3.96 万亿元, 5 年间复合增速 10.7%; 弗若斯特沙利文分析预计 2022 年将达到 6.28 万亿元, 未来 5 年 CAGR 仍维持 9.6% 高位。(2) **消费者对食品质量要求提升:** 经济发展背景下, 消费者对食品质量、品相、服务的要求日益提高, 促使餐饮店对专业厨师的需求增加。(3) **政策推动餐饮业质量提升:** 2016 年 3 月商务部推出《关于推动餐饮业转型发展的指导意见》, 提出力争用 5 年的时间, 培育一批连锁化、品牌化餐饮企业。2017 年国务院食品安全办等 14 部门出台了《关于提升餐饮业质量安全水平的意见》强化厨师的培训和考核, 实行餐饮服务职业资格制度, 开展职业技能培训和竞赛。

在此背景下, 根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2013-2017 年, 烹饪技术行业熟练工人 (包括主厨、厨师、切配员、食品加工员及厨房内其他工人) 的供需差距从 140 万人次扩至 220 万人次, 且弗若斯特沙利文预计短缺现象会进一步加重, 2022 年将产生将近 310 万人次的缺口。

图12 烹饪技术行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)

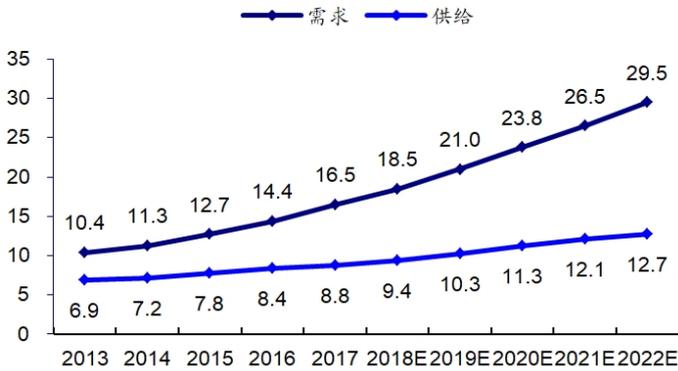

资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

图13 烹饪技术行业厨师平均年薪 (万元, 2013-2022E)


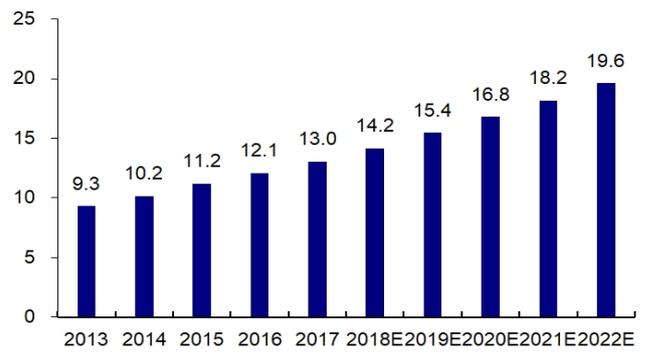
资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

信息技术行业熟练工需求缺口达 770 万人。 根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 2013-2017 年, 信息技术职业技能教育市场的总收入从 186 亿元增至 332 亿元, CAGR 达 15.6%, 预计到 2022 年达 603 亿元。行业发展主要驱动因素包括: (1) 互联网和云计算、大数据、区块链、虚拟现实及人工智能等新技术的普及; (2) 信息技术岗位对员工能力要求提高, 许多信息技术专业的学历教育学生没有适用就业的技能; 及 (3) 政府的政策支持, 如 2017 年国务院颁布的《关于深化产教融合的若干意见》,

促进了信息技术行业的发展。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，[信息技术行业熟练工人供需不匹配情况较严峻，2013-2017年，需求缺口从350万人次增长到770万人次，且预计到2022年会扩大至1680万人次。](#)

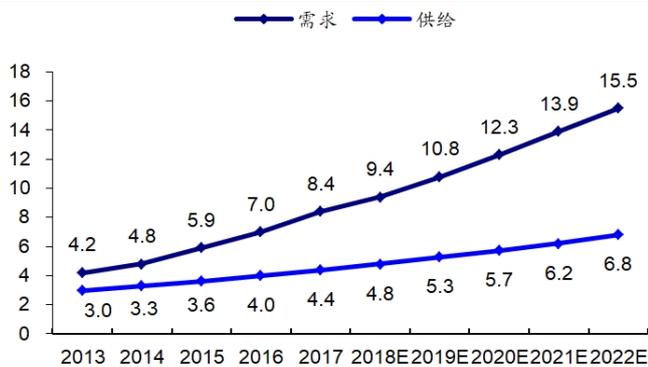
图14 信息技术行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

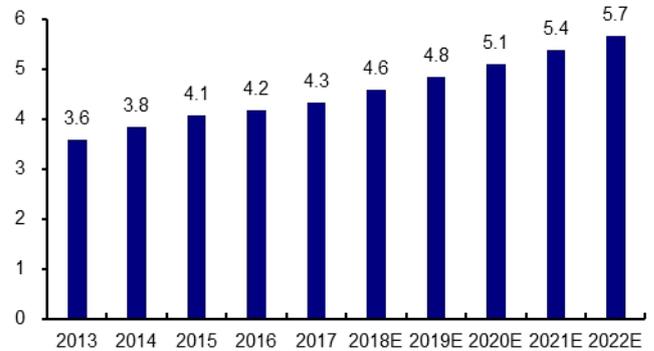
图15 信息技术行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

汽车服务职业技能教育市场规模小，增速快。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，2013-2017年，汽车服务职业技能教育市场从11亿元增至21亿元，CAGR达17.5%，预计到2022年达38亿元，2017-2022年CAGR为12.6%。增长主要驱动因素包括：（1）中国汽车行业的发展；（2）对具备最新维修保养和汽车装饰改造的知识技能的熟练工人的需求增加；（3）汽车平均里程不断增加；（4）二手车交易量不断上升；（5）在政策层面，2015年国务院发布的《中国制造2025》及2016年发布的《制造业人才发展规划指南》等优惠政策，确保该领域人才的良好发展。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，汽车服务行业公认平均年薪较低，增幅较缓，2013-2017年从3.6万元涨到4.3万元，CAGR仅为4.8%。熟练工人短缺现象也较为严峻，[2013-2017年，需求缺口从120万人次增长到400万人次，且预计到2022年会扩大至870万人次。](#)

图16 汽车服务行业熟练工人供需 (百万人次, 2013-2022E)


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

图17 汽车服务行业工人平均年薪 (万元, 2013-2022E)


资料来源：公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

2.3 竞争格局：市场高度分散，烹饪技术教育龙头优势明显

职业技能教育市场高度分散。由于职业技能教育提供商倾向于关注本地或特定细分行业，职业技能教育市场高度分散，领先的参与者通常采用自营模式，而大多数参与者选择特许经营模式。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，截至2017年12月31日，2017年就平均培训人次而言，前三大职业技能教育参与者共占市场份额的2.5%。其中东方教育排名第一，占1.7%。

公司在烹饪技术教育市场龙头优势明显。根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，从细分市场看，烹饪技术和汽车服务职业技能教育市场相对集中，2017年前三大市场参与者分别占26.9%和20.5%。信息技术职业技能教育市场则相对分散，2017年前三大企业只占9.9%。其中，**东方教育在烹饪技术领域占据绝对龙头地位，截至2017**

年 12 月 31 日, 公司占 23.1% 的市场份额, 领先第二名 (2.9% 市场份额) 优势显著。在信息技术和汽车服务技能教育领域排名第一, 但和第二三名差距不明显。

表 2 职业技能教育细分市场前三大市场参与者市场份额 (2017)

烹饪技术职业技能教育			信息技术职业技能教育			汽车服务职业技能教育		
集团	平均培训人次	市场份额 (%)	集团	平均培训人次	市场份额 (%)	集团	平均培训人次	市场份额 (%)
中国东方教育	65372	23.1	中国东方教育	21442	3.4	中国东方教育	15236	9.7
集团 A	8077	2.9	集团 A	20882	3.3	集团 A	15000	9.5
集团 B	2600	0.9	集团 B	20023	3.2	集团 B	2000	1.3
前三大市场参与者		26.9	前三大市场参与者		9.9	前三大市场参与者		20.5

资料来源: 公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告, 海通证券研究所

2.4 政策红利频发, 职工技能提升受重视

政策红利频发, 驱动优质职业教育与技术培训的发展。2019 年以来, 政府相继出台了《国家职业教育改革实施方案》、《中国教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案 (2018-2022 年)》, 且在 2019 年政府工作报告中提出具体的目标与要求, 例如 2019 年从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元, 用于 1500 万人次以上的职工技能提升和转岗转业培训等。

表 3 激励优质职业教育与技术培训的政策法规

时间	部门	政策法规	内容
2016 年	人力资源和社会保障部	《技工教育“十三五”规划通知》	强调通过政策支持、资金支持、项目支持及市场支持来改善技工教育环境的必要性。
2018 年	司法部	《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)》	设立实施以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校, 由县级以上人民政府人力资源社会保障部门按照国家规定的权限审批, 并抄送同级教育行政部门备案。
2018 年	国家税务总局	《个人所得税专项附加扣除操作办法 (试行)》	纳税人的子女接受高中阶段教育 (包括技工教育) 按每个子女每月 1000 元标准定额扣除; 纳税人接受技能人员 and 专业技术人员职业资格继续教育的支出, 在取得相关证书的当年按 3600 元定额扣除。
2019 年	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	推动企业和社会力量举办高质量职业教育, 提出 2020 年初步建成 300 个示范性职教集团 (联盟); 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; 深化复合型技术技能人才培养培训模式改革, 启动 1+X 证书制度试点工作。
2019 年	中共中央、国务院	《中国教育现代化 2035》	目标到 2035 年, 建成服务全民终身学习的现代教育体系、职业教育服务能力显著提升、形成全社会共同参与的教育治理新格局。
2019 年	中共中央、国务院	《加快推进教育现代化实施方案 (2018—2022 年)》	推进教育现代化的十项重点任务之一: 深化职业教育产教融合。推动教育教学改革与产业转型升级衔接配套, 大力推进产教融合、校企合作, 开展国家产教融合建设试点。
2019 年	国务院	《政府工作报告》	2019 年高职院校大规模扩招 100 万人; 2019 年从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元, 用于 1500 万人次以上的职工技能提升和转岗转业培训。
2019 年	国务院	国务院常务会议	(1) 大规模开展职业技能培训, 今年培训 1500 万人次以上, 三年内培训 5000 万人次以上。(2) 从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元, 设立专项账户, 统筹用于职业技能提升行动。(3) 落实《政府工作报告》提出的今年高职扩招 100 万人任务的方案。
2019 年	国务院	关于印发职业技能提升行动方案 (2019—2021 年) 的通知	(1) 三年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上, 其中 2019 年培训 1500 万人次以上。 (2) 支持地方调整完善职业培训补贴政策。支持企业兴办职业技能培训对农村转移就业劳动者持续提供专项培训; 为贫困劳动力提供免费职业技能培训并给予补助资金。 (3) 激发培训主体积极性。鼓励企业与职业院校共建培训中心, 政府按规定给予补助; 在核定职业院校绩效工资总量时, 向承担职业技能培训工作的单位倾斜; 支持培训和评价机构建立同业交流平台。

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集、司法部官网、国家税务总局官网、国务院官网, 海通证券研究所

3. 运营：标准化建校流程，差异化分校管理

3.1 可高度复制的业务模式，庞大教学网络遍布全国

公司采用中心化及标准化管理系统，高效高质量复制运营模式。①**可复制性**：公司在教学管理、物流、采购、金融、课程的研究及设计能够方便所有学校在教育质量、业务经营和财务管理方面保持高效性及有效性。②**灵活性**：公司在制定管理目标时，会考虑到地方经济、文化等方面的差异。我们认为管理的可复制性及灵活性能为公司构建庞大大学生群体及保证良好声誉奠定良好基础。

教学网点加速扩张：①**学校及中心数量**：截至 2019 年 6 月 30 日，中国东方教育已在中国内地 31 个省份中的 29 个省份以及中国香港运营 168 所学校及中心，其中新东方烹饪、欧米奇西点西餐教育、美味学院、新华电脑教育、华信智原 DT 人才培养基地、万通汽车教育各 52 所、24 所、19 所、24 所、22 所及 27 所。2017 及 2018 年，美味学院中心数各 6 所、18 所。

2015-2018 年，公司运营学校及中心总数各 71 所 (+13%)、90 所 (+27%)、132 (+47%) 所和 163 (+23%) 所。②**新增学校数量**：2015-2018 年，新增运营学校各 8 所、19 所、36 所、19 所。

表 4 东方教育开办学校现状及规划

分部	品牌	营运学校/中心数量 (个)					覆盖的省份数量 (个)	各学校/中心的平均建筑面积 (平米)	规划中的新学校/中心数量 (个)
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	1H19	2018 年	2018 年	
烹饪技术	新东方	39	41	46	50	52	29	16400	3
	欧米奇			17	23	24	22	4700	3
信息技术	新华电脑	19	19	21	24	24	17	17300	1
	华信智原		16	20	22	22	21	1400	N/A
汽车服务	万通	13	14	22	26	27	21	18500	3
学校数量总计		71	90	126	145	149			10
美味学院 (中心数)				6	18	19	14	1000	1
学校+中心数量总计		71	90	132	163	168			11

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

备注：规划中的新学校/中心数量以截至 2019 年 5 月 20 日计算

图18 学校及中心地域覆盖分布图 (截至 2018 年 12 月 31 日)



资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

3.2 人效及利效：长期课程占比高保障收入稳定性，人效优于同行

人效逐年递增，利效受新校开张影响有所下滑，整体趋势向好：①人效：我们以主营业务收入来衡量各公司的人均销售(人效)。自 2015 年以来，公司人效稳中有升，由 2015 年 26.61 万元/人增至 2018 年的 32.29 万元/人。②利效：我们以扣非净利润来衡量各公司的人均利润(利效)。公司利效由 2016 年的 7.89 万元/人降至 2018 年的 5.09 万元/人，我们判断主要受公司大量开办新校影响。

长期课程占比高，人效利效较同行高：公司人效及利效高于职业培训企业中公教育及华图教育，我们判断主要源于公司长期课程占比较高。我们认为，因为长期课程自带复购属性(如三年期的课程，学生如不中途退学，相当于重复购买了半年的短期课程 6 次)，营销人员更易产生“大单”销售，效率有所提升。

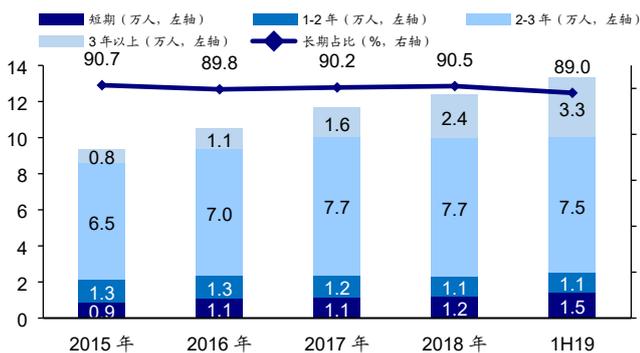
表 5 中公教育、华图教育、东方教育人均销售及人均利润情况

	中公教育				华图教育			中国东方教育			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	207586	258408	403126	623699	131663	189349	224052	182821	233573	285017	326496
增速 (%)		24.48	56.00	54.72		43.81	18.33		27.76	22.02	14.55
扣非归母净利 (万元)	15833	30912	49508	111288	21121	34028	37539	35310	58738	66119	51514
增速 (%)		95.24	60.16	124.79		61.11	10.32		66.35	12.57	-22.09
员工人数 (人)	8496	10870	19074	25718	4917	5801	8522	6870	7447	9026	10111
增速 (%)		27.94	75.47	34.83		17.98	46.91		8.40	21.20	12.02
人效 (人均销售额, 万元/人)	24.43	23.77	21.13	24.25	26.78	32.64	26.29	26.61	31.36	31.58	32.29
利效 (人均利润, 万元/人)	1.86	2.84	2.60	4.33	4.30	5.87	4.40	5.14	7.89	7.33	5.09

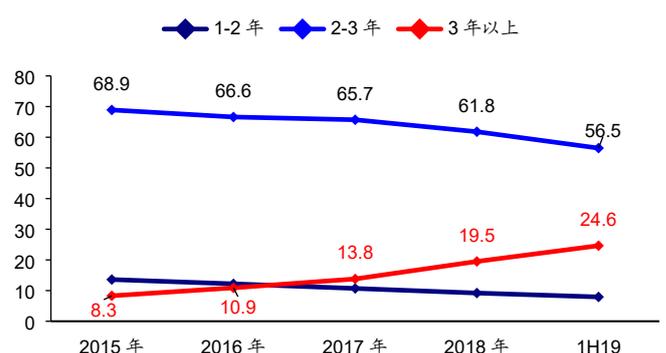
资料来源: 中公教育关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》回复 (修订稿), 华图教育招股书, 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 中公教育 2018 年年报, 海通证券研究所

锁定 15-21 岁求职群体, 着力开发长期课程。公司长期课程的目标学生主要为 15 到 21 岁的初高中毕业生, 学生通过长期培训掌握一项就业所需技能。22 岁或以上的学生则主要为了提升职业技能、追求更高职位或应对转岗, 此类学生通常会选择时间更加灵活且学费相对较低的业余、短期或线上课程。公司的主要目标为在城市寻找就业机会的农村地区求职者 (特别是 15-21 岁的群体), 致力于向其提供优质职业技能教育课程, 这类群体进入就业市场并通常想要加入长期职业技能教育课程, 以获取必要的就业技能并改善就业前景。大多数这类学生均会报读公司学期时长介于 1 年-3 年的课程, 该类课程为公司提供稳定的学费收入来源。

长期课程平均培训人次占比达 90% 以上, 保障稳定收入来源。公司四年来长期课程平均培训人次占比稳定, 约占所有课程的 90%。在长期课程中, 2-3 年课程占比最大, 达 65% 左右, 较为稳定; 3 年以上课程培训人数增速较大, 2015-2018 年, 培训人数占比从 8.3% 升至 19.5%, 并在 2017 年超过了 1-2 年课程。公司每年退学人数占平均培训人次的百分比及退款金额占总收入的百分比均较低, 我们认为, 公司长期课程占比较高且退款金额低, 有效地保障了公司收入的稳定性。

图 19 培训课程以长期课程为主


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 2019 年公司半年报, 海通证券研究所

图 20 长期课程细分占比 (%)


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 2019 年公司半年报, 海通证券研究所

表 6 退学人数及退款金额情况

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
退学	人数 (人)	1354	1508	1959	2654
	占比 (%)	1.4	1.4	1.7	2.1
退款	退款 (万元)	1217.0	1357.3	2180.0	3062.0
	占比 (%)	0.7	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

备注: 退学人数占比=退学的学生总数和学生退学人数占该期间平均培训人次的百分比; 退款金额占比=退款学费总额占总收入的百分比。

3.3 教室利用率: 华信智原 DT 培训有较大提升空间

教室利用率为在一定时间内学校年平均培训人次除以该学校于截至同期末所拥有的教室座位数。

(1) **教室利用率低于 50%**: 截至 2018 年 12 月 31 日, ①**新东方烹饪**: 运营中的学习中心数为 50 个 (其中 4 所为职业中专学校, 7 所为技术培训学校), 学习中心利用率小于 50% 的中心数 (6 个) 占总运营中学习中心数 **12%**。②**新华电脑**: 运营中的学习中心数为 24 个 (其中 5 所为职业中专学校, 4 所为技术培训学校), 学习中心利用率小于 50% 的中心数 (2 个) 占总运营中学习中心数 **8%**。③**万通汽车**: 运营中的学习中心数为 26 个 (其中 6 所为技术培训学校), 学习中心利用率小于 50% 的中心数 (2 个) 占总运营中学习中心数 **8%**。④**华信智原**: 运营中的学习中心数为 22 个, 学习中心利用率小于 50% 的中心数 (16 个) 占总运营中学习中心数 **73%**。

结合前文表 5 数据, 新东方烹饪、新华电脑、万通汽车、华信智原 2018 年新增中心数各 4 个、3 个、4 个、2 个, 我们判断教室利用率低于 50% 的中心, 主要由于该类中心为 2018 年新成立的新中心, 仍处于一定培育期, 新东方烹饪、新华电脑、万通汽车教室利用率情况与中心开设情况基本匹配。

华信智原 DT 人才培训基地旗下 16 所学校教室利用率低于 50%, 显著高于 2018 年新开学习中心数数量, 我们判断主要由于公司于 2016 年开始运营华信智原 DT 人才培训基地, 华信智原 DT 品牌历史相比于新东方烹饪, 万通汽车, 新华电脑三大老牌品牌 (三大品牌均始建于 1988 年) 短, **教育品牌得到消费者认可仍需要时间上的积淀和质量上的保证**。

(2) **教室利用率高于 100%**: 我们判断主要由于不同学生组, 在同一天使用同一间教室, 如同一间教室, 有早班学生, 也有晚班学生。(3) **不适用教室利用率统计**: 该类学校运营时间较短, 仍处于初期过渡阶段。

表 7 公司各品牌教室利用率情况 (2018 年 12 月 31 日)

	平均利用率 (%)	教室容量 (预计, 个)	学习中心数量 (个)			
			利用率小于 50%	利用率 50%-100%	利用率超过 100%	不适用
新东方烹饪	74.5	500-8572	6	32	4	7
新华电脑	95.4	205-5000	2	11	6	5
万通汽车	60.9	782-5340	2	12		12
欧米奇	63.1	136-831	1	1	1	20
华信智原	24.6	134-457	16			6
美味学院	不适用	62-220				18

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

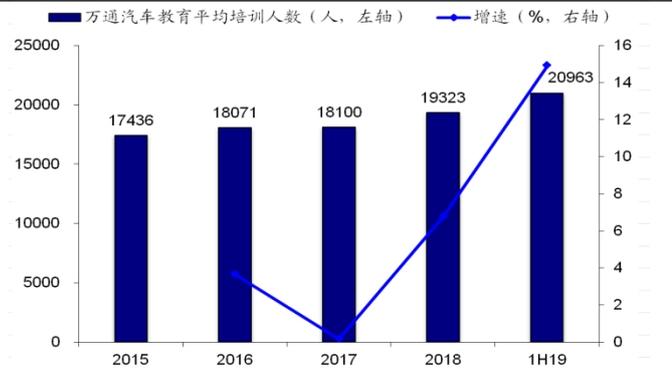
备注: 一个品牌/分部的年度总利用率等于该品牌/分部在该年内的平均培训人次除以截至年末该品牌所拥有的教室座位数, 表中平均利用率的计算不包括自 2017 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日开始招生的 5 所学校品牌以及自 2017 年 9 月开始运营的美味学院中心。

4. 品牌: 前瞻性专业设置, 实战实训教学模式

4.1 汽车服务: 万通匠心育人 31 年, 专注培养汽修技师

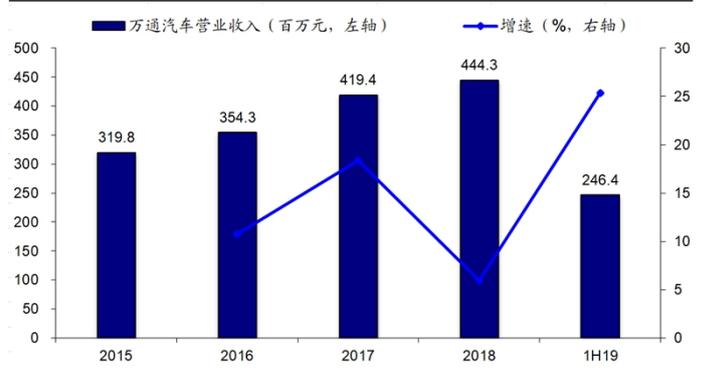
万通汽车教育隶属新华教育集团, 始建于 1988 年, 具有 31 年悠久品牌历史。2005 年 12 月, 中国东方教育依托万通品牌建立第一所汽车服务学校, 专注于提供汽车维修技能及汽车商务的实践培训。截至 2018 年末, 万通汽车教育在全国经营 26 所学校, 拥有 19323 平均培训人次及 20263 新培训人次。2015-2018 年, 万通汽车教育年平均培训人次 CAGR 达 3.5%, 收入 CAGR 达 11.6%。

图21 万通汽车教育平均培训人数



资料来源: 公司上市申请版本, 聆讯后资料集及 19 年半年报, 海通证券研究所

图22 万通汽车教育收入



资料来源: 公司上市申请版本, 聆讯后资料集及 19 年半年报, 海通证券研究所

教研团队与时俱进。万通汽车教育目前主要培训领域为汽车诊断、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。公司持续研发先进的机械培训课程, 截至 2018 年 12 月 31 日, 规划中的课程包括汽车智能网联技术、工业机器人及汽车制造技术、商用车维修技术及焊工技术等。

校企合作, 体验式学习, 就业保障。学生可报名参加专为特定的雇主涉及的特定课程, 为就业做好准备。万通合作企业有奇瑞汽车、Chexiang Home 等。公司与一家连锁汽车售后服务商合作, 该服务商在中国 270 个城市拥有 1400 家汽车服务店, 为学生分享行业见解, 并保证顺利完成课程的万通学生就业率不低于 80%。

图23 万通汽车教育企业合作单位



资料来源: 万通汽车教育官网, 海通证券研究所

技能+学历, 灵活课程时长匹配学生需求。万通汽车教育提供职业技能证书培训及学历教育 (中专、大专) 培训, 课程时长短至 7-15 天, 长至 3 年, 匹配学生多样需求。

表 8 万通汽车教育部分热门课程/专业

课程名称	课时长	课程介绍	岗位方向
汽车运用与新能源技术工程师	3 年	新能源汽车底盘系统故障检测与维修、新能源汽车动力电池系统故障检测与维修、新能源汽车高压电控系统故障检测与维修、油电混动汽车故障检测与维修、岗前实战强化训练	新能源汽车诊断维修技师、制造质检员、汽车技术主管等
豪华车检测与维修高级技师	16 个月	汽车检测工具使用规范、汽车专用工具使用规范、汽车检测技术、汽车 4-6 万公里保养、汽车发动机故障诊断与维修、汽车底盘故障诊断与维修、汽车电器电控故障诊断与维修、高端品牌汽车故障诊断与维修、岗前实战强化训练	汽车维修技师、汽车钣金技师、汽车美容技师、汽车诊断技师
汽车检测与维修豪车工程师	3 年	汽车连锁店管理、汽车互联网技术、汽车配件管理与营销、汽车 4-6 万公里保养 (熟练)、汽车美容 (熟练)、汽车涂装 (熟练)、	汽车维修技师、汽车钣金技师、汽车涂装技师、汽车美容技师、汽车诊断

		汽车钣金(熟练)、高端品牌汽车维护与保养、高端品牌汽车故障诊断与维修、岗前实战强化训练	技师、汽车连锁店储备店长
汽车智能检测与运营工程师	2年	汽车服务企业管理、汽车售后服务、汽车4-6万公里保养、汽车发动机故障诊断与维修、汽车底盘故障诊断与维修、汽车电器电控故障诊断与维修、高端车检测与维修技术、汽车新能源技术(混合动力/纯电动)、汽车智能网联技术、企业管理、岗前实战强化训练	汽车诊断与维修技师、汽车技术主管、汽车技术总监、汽车销售经理汽车售后经理、汽车销售总监、汽车维修车间主任、汽车服务连锁店店长
新能源汽车检测与维修技师	14个月	新能源汽车底盘系统故障检测与维修、新能源汽车动力电池系统故障检测与维修、新能源汽车高压电控系统故障检测与维修、混合动力汽车故障检测与维修、岗前实战强化训练	新能源汽车故障诊断维修技师、新能源汽车制造厂质检员、油电混动汽车故障诊断维修技师、燃油车快修快保技师
汽车二手车(含考证)	7-15天	机电、钣金、喷涂认知及二手车评估和翻新,含考证	汽车二手车评估师
汽车电控专修	3个月	发动机电控、底盘电控、自动变速器维修、自动空调维修、车身电控维修	汽车维修技师

资料来源:万通汽车教育官网,海通证券研究所

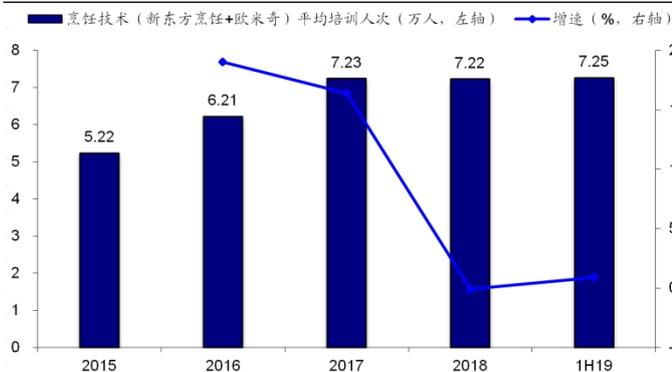
4.2 烹饪技术: 烹饪教育第一品牌, 引荐就业率超 90%

新东方烹饪始于 1988 年, 为中国著名烹饪培训品牌。2016 年, 公司成立欧米奇西点餐厅, 将新东方烹饪优质教学管理经验延伸至专业的西点、西餐培训领域。2015-2018 年, 烹饪(新东方烹饪+欧米奇)品类年平均培训人次 CAGR 达 11.4%, 收入 CAGR 达 26.0%。

(1) **新东方烹饪**: 截至 2018 年 12 月 31 日, 新东方烹饪教育旗下共 50 所学校, 分布于 29 个省份(含香港)。2018 年, 新东方烹饪教育品牌年平均培训人次为 69141 人次, 新培训人次总数为 71335 人次。新东方的课程主要时长为 1-3 年, 此外设置了周末及短期课程以满足各类需求。

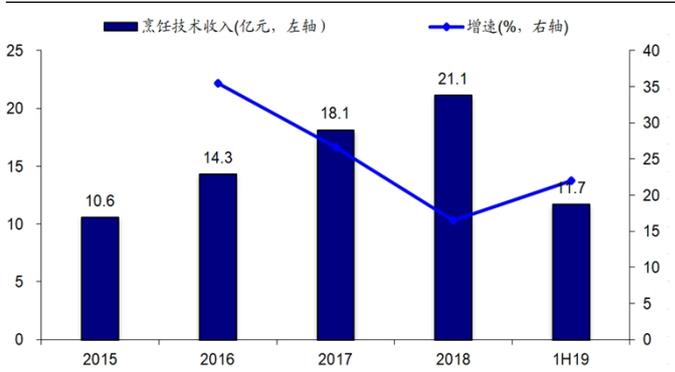
(2) **欧米奇**: 截至 2018 年 12 月 31 日, 欧米奇旗下共 23 所学校, 分布于 22 个省份(含香港)。欧米奇西点西餐教育提供 8 个短期课程专业, 包括烘焙甜点, 西餐料理、精品调酒和咖啡饮品, 课程时长介于 80-1200 个学时。2018 年, 欧米奇年平均培训人次为 3106 人次, 新培训人次总数为 9180 人次。

图24 烹饪技术(新东方烹饪+欧米奇)平均培训人数



资料来源:公司上市申请版本,聆讯后资料集及19年半年报,海通证券研究所

图25 烹饪技术(新东方烹饪+欧米奇)收入



资料来源:公司上市申请版本,聆讯后资料集及19年半年报,海通证券研究所

模拟实训, 增强职场竞争力: 新东方烹饪教育旗下各所学校的校区均建立起与餐厅相似的实训中心和配备多种先进教学设施, 包括设计现代化、先进的模拟实景厨房(均配备了不锈钢炉灶、烤箱及炊具), 打造多个实训厅。欧米奇西餐厅延续新东方烹饪教学经验, 为学生提供专业化的情景式教室。小班化的课堂组织设计, “情景式教学, 互动式实训”相结合, 同时配有外籍教师与专业全职翻译共同协作。

就业导向, 设立校企委培定向班: 新东方烹饪品牌旗下各所学校与多所连锁酒店及餐厅(包括贵州的希尔顿花园酒店、合肥皇冠假日酒店、外婆家、上海艾丝碧西及王品(中国)餐饮有限公司)以及多家地方企业开展合作。截至 2018 年 12 月 31 日, 新东方烹饪已开设 388 个订单班, 为通过考核的学生提供就业机会。截至 2018 年 12 月 31 日, 新东方烹饪教育品牌下的各所学校长期课程毕业生的引荐就业率为 93.2%。

图26 石家庄新东方烹饪教育学校的模拟餐厅


资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

图27 欧米奇实训中心


资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

4.3 信息技术与互联网：新华电脑教育及华信 DT 人才培养

公司信息技术与互联网领域涵盖两大品牌：新华电脑教育及华信 DT 人才培养。2015-2018 年，新华电脑教育及华信 DT 人才培养，两者年平均培训人次 CAGR 达 10.4%，收入 CAGR 达 14.6%。

图28 信息技术与互联网（新华+华信）平均培训人数


资料来源：公司上市申请版本，聆讯后资料集及 19 年半年报，海通证券研究所

图29 信息技术与互联网（新华+华信）收入


资料来源：公司上市申请版本，聆讯后资料集及 19 年半年报，海通证券研究所

(1) **新华电脑**：新华互联网科技（新华电脑教育）成立于 1988 年，隶属于新华教育集团，是中国具有影响力的直营电脑教育品牌及国家信息化教育全国示范基地。在全国多个省份建立了 23 所新华互联网科技院校。新华电脑提供 13 个长期专业及 9 个短期专业，包括 3D 平面设计、互联网网络、电子商务、软件开发、电子竞技、虚拟现实、人工智能和互联网安全。

2018 年，新华电脑教育品牌旗下年平均培训人数已达到 31023 人次，新培训人次为 24415 人，长期课程毕业生平均引荐就业率为 93.1%。

图30 四川省新华电脑学校的 VR 体验大厅


资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

图31 贵州省新华电脑学校的 4D 动漫游戏广播工作室


资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

(2) 华信 DT 人才基地: 2005 年 11 月, 公司成立华信智原 DT 人才培训基地。华信智原 DT 人才培训基地主要为已掌握基础理论知识并寻求进一步提升相关适用信息技术及互联网技术技能的大专生及大学生提供短期课程, 已在中国建立 22 个数据培训基地。2018 年, 华信智原 DT 人才培训基地品牌旗下年平均培训人次为 1364 人次, 新培训人次总数为 4558 人次。

图32 华信智原课程体系

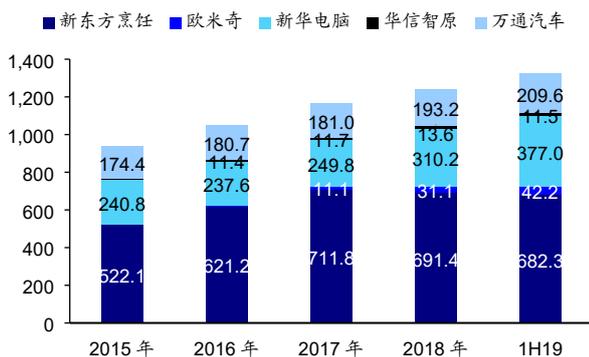
业余提升充电班全部课程				跳槽晋升逆袭班全部课程			
办公自动化	SEO	3D软件	SEM	大数据分析	大数据开发	人工智能	项目经理
小程序开发	H5	平面设计师	3D游戏动漫设计	网络安全	区块链	物联网嵌入式开发	Python工程师
前端工程师	网络营销	室内设计	淘宝开店	BIM建筑信息模型	前端开发工程师	VR室内美学设计	
电商运营	网店装修	网店运营	界面设计				
视频特效	影视剪辑	C4D设计	CAD制图				
权威认证速拿班全部课程				达人高薪就业班全部课程			
人社部认证 升华班	工信部认证 升华班	CEAC认证 升华班	中国软件协会认证	Java大数据工程师	UI交互设计师	web前端工程师	网络媒体营销师
ACAA认证	Autodesk认证	CNCIW	计算机	跨境电商	3D动漫游戏设计	新媒体运营	室内设计
				测试工程师			

资料来源: 华信智原人才培训公司官网, 海通证券研究所

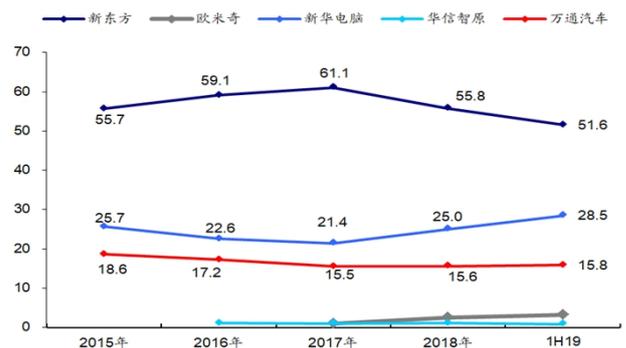
5. 财务: 新校有望驱动高增长, 盈利能力有提升空间

5.1 收入: 量价齐升, 业务趋向多元化

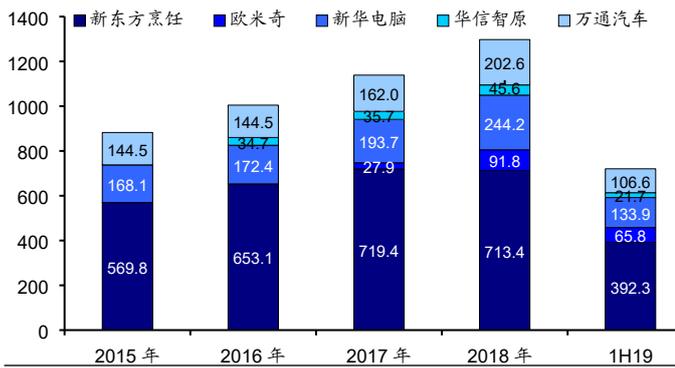
(1) 培训人次。①**平均培训人次**=每月月底培训人次数量总和/有关期间的月份数(未计转学退学情况)。按学校看, 从平均培训人次而言, 新东方烹饪一直占据主要地位, 2015-2018 年, 其平均培训人次从 5.22 万人次增至 6.91 万人次, CAGR 达 9.8%, 在总平均培训人次的占比变化较小, 从 55.7% 升至 55.8%。万通汽车平均培训人次占比总体呈下降趋势, 2018 年占比达 15.6%。华信智原和欧米奇的成立时间较晚, 其 2018 年平均培训人次占比较低, 分别为 1.1% 和 2.5%。

图33 各品牌总平均培训人次 (百人)


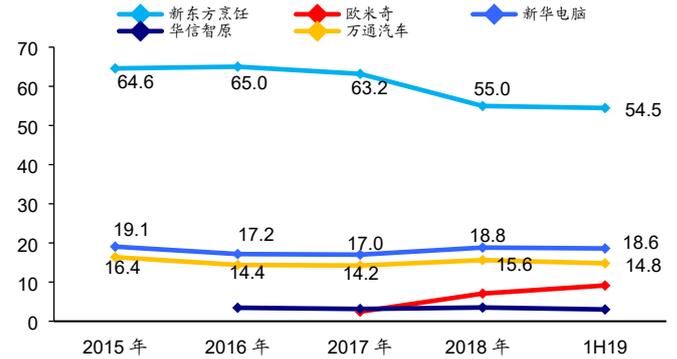
资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 2019 年公司半年报, 海通证券研究所

图34 各品牌平均培训人次占比情况 (%)


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 2019 年公司半年报, 海通证券研究所

图35 各品牌新培训人次 (百人)


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集、2019年公司半年报, 海通证券研究所

图36 各品牌平均培训人次占比情况 (%)


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集、2019年公司半年报, 海通证券研究所

(2) 培训价格。根据时间长度以及区域的不同, 各品牌课程设置不同的学费和服务费, 分别介于几百元到几万元不等, 平均收费不断增长。如新东方 2015 年长期课程的收费介于 10400 到 34480 元, 2018 年则变为介于 5600 元到 76000 元。

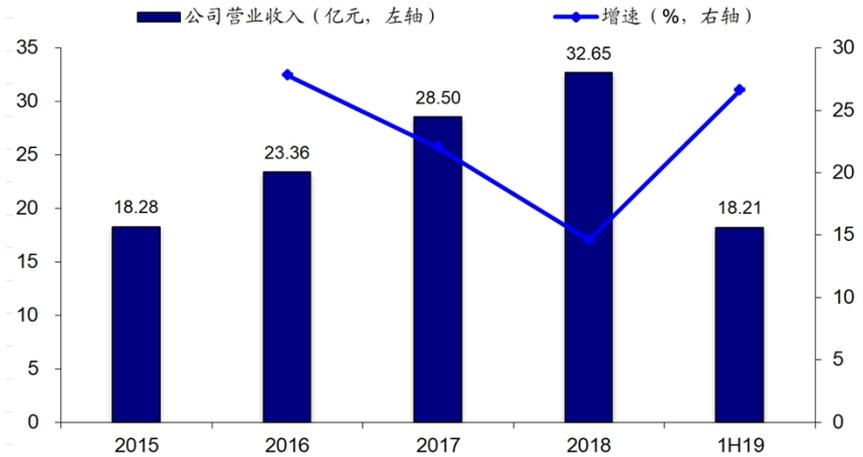
表 9 中国东方教育各品牌课程学费 (元)

分部	品牌	课程	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	1H19
烹饪技术	新东方	长期	10400-34480	10400-34500	11400-36800	5600-76000	5600-76000
		短期	1200-19240	1200-18100	1200-58000	800-58000	800-58000
	欧米奇	短期			9000-47000	5000-50000	5000-72000
信息技术	新华电脑	长期	10180-31800	5980-35800	6680-39800	6680-37800	6680-38800
		短期	1300-22390	1900-22590	880-28800	800-29300	800-26800
	华信智原	短期		2000-14800	2000-29800	999-26800	999-26800
汽车服务	万通汽车	长期	13600-31000	12800-36800	6680-38500	4800-38500	4800-38800
		短期	3000-20100	680-32600	680-37400	800-37400	800-37400
美味学院	私人订制	烹饪体验课程			360-16000	1980-18800	800-29800

注: 长期课程以人民币元/年为单位, 短期课程以人民币元/课程为单位

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 公司半年报, 海通证券研究所

(3) 2015-2018 年收入 CAGR 达 21%。2015-2018 年, 公司实现营业收入各 18.28 亿元、23.36 亿元 (+28%)、28.50 亿元 (+22%)、32.65 亿元 (+15%)。1H2019 收入 18.21 亿 (+27%)。

图37 公司营业收入情况 (亿元)


资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，公司 2019 年半年报，海通证券研究所

(1) **收入占比**：2018 年，新东方烹饪、新华电脑教育、万通汽车教育三大品牌贡献 9 成以上营业收入，新东方烹饪教育贡献约 6 成营业收入。2015-2018 年，新东方烹饪、新华电脑和万通汽车教育占比逐年下降，欧米奇西餐西点、美味学院占比稳定上升。

(2) **主要子品牌收入增速**：2018 年，由于公司平均培训人次增加，各品牌收入持续增加。但公司运营时间较久的品牌新东方烹饪教育、新华电脑教育、万通汽车教育、华信智原收入增速有所放缓，新东方烹饪教育及华信智原收入增速降幅较大。我们估计华信智原收入低速增长主要源于 2017 年华信智原品牌将员工外包服务授予朗杰科技，导致 2017 年 8 月-2018 年 8 月并无相关收入。新东方烹饪、新华电脑、万通汽车、华信智原 2015-2018 年 CAGR 各 21.58%、10.90%、11.58%、134.68%、华信智原 2015-2018 年收入增长强劲。

(3) **其他业务收入**：其他业务收入增加是因为公司提供的互联网技术解决方案及员工外包服务以及其他业务收入略有增加。但我们估计增速放缓主要因为安徽思麦尔餐饮有限公司于 2017 年 1-8 月开展某餐饮业务，2018 年同期未开展该业务。

表 10 公司各品牌持续营业收入占比 (%)

子品牌	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	1H19
新东方烹饪	57.83	61.31	61.00	58.20	55.66
新华电脑	24.24	20.57	19.03	18.51	19.14
万通汽车	17.49	15.17	14.71	13.61	13.53
欧米奇西餐西点			2.63	6.53	8.51
华信智原	0.30	2.28	2.25	2.15	1.91
美味学院			0.01	0.64	1.03
其他	0.14	0.67	0.37	0.37	0.22

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，公司 2019 年半年报，海通证券研究所

表 11 公司各业务持续性营业收入明细 (百万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	1H19	2015-2018 年收入 CAGR (%)
新东方烹饪	1057.21	1432.11	1738.74	1900.13	1013.66	21.58
Yoy (%)		35.46	21.41	9.28	17.9	
新华电脑	443.20	480.53	542.25	604.41	348.64	10.90
Yoy (%)		8.42	12.84	11.46	2.3	
万通汽车	319.84	354.26	419.35	444.31	246.42	11.58
Yoy (%)		10.76	18.37	5.95	9.1	

欧米奇西餐西点			74.84	213.26	154.90	
Yoy (%)				184.96	5.6	
华信智原	5.42	53.19	64.14	70.08	34.75	134.68
Yoy (%)		880.97	20.59	9.26	63.9	
美味学院			0.33	20.80	18.68	
Yoy (%)				6145.35	39.3	
其他业务	2.54	15.64	10.52	11.99	4.03	67.75
Yoy (%)		515.79	-32.77	14.03	-22.1%	

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 公司 2019 年半年报, 海通证券研究所

5.2 毛利率: 扩张期成本先行, 短期承压

公司毛利率从 2017 年 55.04% 下跌至 2018 年 52.22%。毛利率减少主要受新学校的建立所产生大量固定成本费用以及初始收入 (起步阶段注册人数少) 有限等因素影响。截至 2018 年 12 月 31 日, 自 2018 年开始运营的新学校/中心亏损总计达 8132 万元。但从 2019 上半年数据看, 公司各项业务毛利率均有不同程度提升, 包括华信智原和美味学院业务。

表 12 公司各业务毛利率情况 (%)

品牌	2015	2016	2017	2018	1H19	分析
新东方烹饪	53.2	57.7	59.2	56.5	64.3	新东方烹饪: 2016 年毛利率同比上升 4.5 bp, 源于新开办学校的运营在初始过渡期间后趋于成熟, 2016 年长期课程的培训人次增长率高于短期课程培训人次的增长率。长期课程的毛利率通常高于短期课程。2018 年毛利率同比下滑 2.7bp, 源于除 2017 年开始运营的 5 所新开办学校外, 2018 年开始运营 4 所新开办的学校。
新华电脑	54.6	55.4	55.8	60.0	67.6	2018 年毛利率同比上升 4.2bp, 主要源于收入增加 (平均培训人次及学费增加) 的同时成本保持相对稳定。
万通汽车	55.9	55.9	51.7	44.5	53.7	2017 年毛利率同比下滑 4.2bp, 源于 2017 年开始运营 8 所新开办的学校。2018 年毛利率同比下滑 7.2bp, 源于 2018 年开始运营 4 所新开办的学校。
欧米奇			7.9	34.4	51.0	2018 年毛利率同比上升 26.5bp, 主要源于新学校开始运营, 加大投资宣传该品牌, 令平均培训人次增加。
华信智原	70.5	42.1	20.8	4.7	15.0	运营时间较短, 品牌知名度有限, 仍在不断演化。2016-2018 年毛利率同比各下滑 28.4bp、21.3bp、16.1bp, 源于业务扩张阶段, 员工成本 (聘用更多老师) 及校舍租金费用增加。
美味学院			-800.0	-49.3	9.7	2017 年开始运营, 初始阶段产生大量固定成本, 但收入有限, 仍处亏损阶段。
其他业务	19.4	55.0	38.9	39.8	25.2	2017 年毛利率大幅下滑, 2018 年毛利率较稳定。

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 公司半年报, 海通证券研究所

表 13 新学校及中心盈亏情况 (万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2017 年 1-8 月	2018 年 1-8 月
年内/期内来自持续经营业务的利润及全面收益总额	35310	58738	66119	51514	40723	29734
自 2015 年起开始产生收入的学校/中心的净利润	-2659	-1091	586	1143	366	742
自 2016 年起开始产生收入的学校/中心的净利润	0	-2137	-751	-3773	465	-2704
自 2017 年起开始产生收入的学校/中心的净利润	0	0	-11631	-11559	-3575	-9503
自 2018 年起开始产生收入的学校/中心的净利润	0	0	0	-8132	0	-3532

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

毛利率有提升空间。由于公司同时布局学历类中专教育 (截至 2018 年 12 月 31 日, 公司运营的 145 所学校中有 26 所在中国提供烹饪技术、汽车服务以及信息技术领域的职业中专教育) 及职业培训教育。我们将公司毛利率情况与港股高等教育上市公司 (商业模式与公司中专教育相似) 及职业培训类企业 (中公教育) 作对比。相比于中公教育 (职业培训) 及中国科培 (高等教育), 我们认为公司毛利率仍有提升空间。

表 14 教育板块上市企业毛利率情况 (%)

细分领域	公司名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
职业培训	达内科技	71.68	71.57	69.64	58.94
高等教育	中国科培	63.99	67.24	67.25	67.69

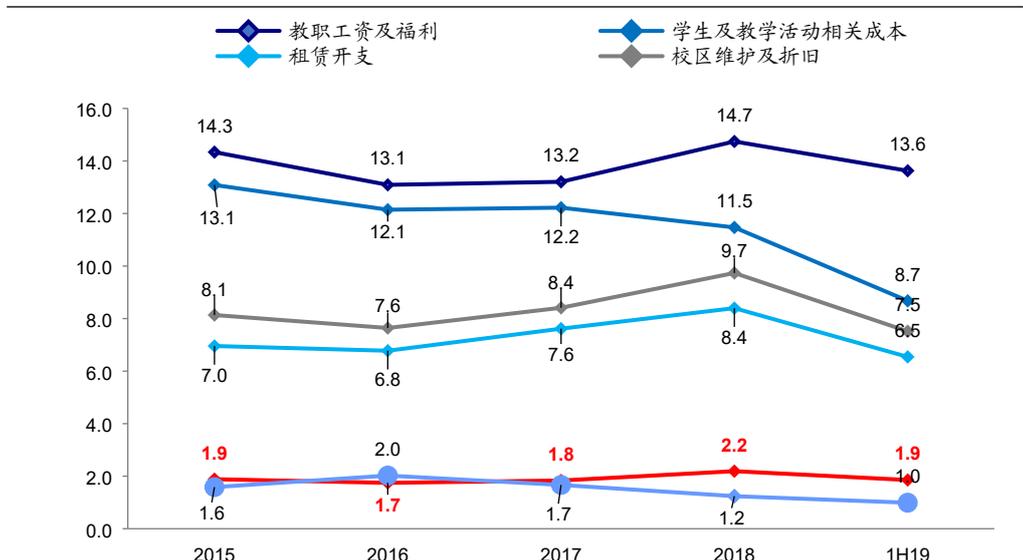
高等教育	中国春来	61.96	61.72	63.11	58.10
职业培训	中公教育	60.18	59.46	59.83	59.08
高等教育	中教控股	50.84	53.03	58.97	
K12 学历及高等教育	民生教育	61.38	58.11	58.33	53.50
高等教育	中国新华教育	56.03	59.1	56.95	59.67
K12 课外辅导	新东方	58.44	58.35	56.45	
职业培训	中国东方教育集团	54.02	56.58	55.04	52.22
高等教育	新高教集团	49.5	47.97	54.90	51.01
职业培训	华图教育	59.26	60.88	54.61	
K12 课外辅导	精锐教育	46.73	52.25	51.29	50.64
K12 课外辅导	好未来	51.02	49.93	48.55	54.57
高等教育	希望教育	50.65	50.41	47.85	45.38
高等教育	银杏教育	47.81	46.71	44.10	45.67

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集、华图教育招股书，中公教育关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的回复（修订稿），Wind，海通证券研究所

主营业务成本拆分：从成本构成看，营业成本包括教职工薪资及福利、学生及教学活动相关成本、租赁开支、校区维护及折旧、公用设施及办公开支。2018 年教职工薪资及福利占比最大，约为 31%，其次教学活动相关的成本，占比约为 24%。

各项成本占营业收入比重趋势：从占营业收入的比重来看，教职工薪资及福利占比最高且较为稳定，2018 年该项占比为 14.7%，我们判断主因招聘教师人数逐年增加及工资逐年提升。学生及教学活动相关成本占收入比重逐年下降，虽然 2018 年比重下降至 11.5%，且该项成本同比增速回落至 7.5%，但仍为第二大营业成本。我们判断占比下降主因教职工薪资及福利、租赁开支等其他成本提升幅度较大。由于新学校的建设，校区维护及折旧、租赁开支占收入比重呈上升趋势，2018 年两者占收入比重分别为 9.7%、8.4%。

图38 公司主营业务成本占营业收入比重 (%)



资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，公司 2019 年半年报，海通证券研究所

教职工工资及福利。2015 年至 2018 年，公司各拥有 3050 名、3254 名、3711 名及 4293 名全职教师及讲师，教职工薪资及福利占总营业成本比例为 31.2%、30.1%、29.4%及 30.9%。

我们将教职工工资及福利拆成全职教师数量、平均单个教职员工薪资及福利两个维度分析，其中全职教师数量可以由总培训人数、生师比两个要素估计得到。综合而言，预计教职工工资及福利=预计平均学校（中心）培训人数×预计生师比×平均单个教职员工薪资及福利。这其中平均学校（中心）培训人数、生师比又可以分品牌具体分析预测。

多家学校(中心)处于运营初期,拉低平均学校(中心)培训人数。由于新开办的学校(中心)较多,2018年公司平均学校(中心)培训人数下降。分品牌来看,新东方、万通分别同比下降10.64%、9.67%,新华电脑、欧米奇、华信智原、美味学院分别同比增长了8.66%、106.08%、6.44%、205.29%。公司于2017年、2018年两年内新增73家学校及中心,新建学校及中心处于运营初期,招生饱和率相对较低,会对公司各品牌平均学校(中心)培训人数造成压力,因此2018年为该数据的一个低点。

表 15 公司各子品牌平均学校(中心)培训人数(人)

子品牌	2015年	2016年	2017年	2018年
新东方烹饪	1339	1515	1547	1383
新华电脑	1268	1251	1190	1293
万通汽车	1341	1291	823	743
欧米奇西餐西点			66	135
华信智原		71	58	62
美味学院			11	32

资料来源:公司上市申请版本及聆讯后资料集,海通证券研究所

为匹配招生增加的需求,全职教师数量相应增加。随着现有校区扩容以及新建学校的运营,平均培训人次(包括美味学院的平均客户注册人数)稳步提升,2015年至2018年,平均培训人次为93727人、105095人(+12.13%)、116603人(+10.95%)、124534(+6.80%)。由于班级规模不同,分品牌生师比也存在较大差异,2018年生师比由大到小依次为新华电脑(35.01)、新东方烹饪(34.59)、万通(24.71)、欧米奇(9.22)、华信智原(7.18)、美味学院(5.83)。由于2017年、2018年为新建学校密集期,2018全年生师比下降,剔除美味学院后生师比为29.56。我们预计随着新学校招生饱和率提升,总体生师比会有所提升,待进一步成规模后各品牌的生师比会较为稳定,预计2019年、2020年旗下各品牌生师比提升趋稳。

表 16 公司各子品牌生师比

子品牌	2015年	2016年	2017年	2018年
新东方烹饪	32.90	36.05	38.25	34.59
新华电脑	27.91	26.64	30.46	35.01
万通汽车	29.06	29.48	26.78	24.71
欧米奇西餐西点			5.30	9.22
华信智原		43.77	9.17	7.18
美味学院			3.71	5.83

资料来源:公司上市申请版本及聆讯后资料集,海通证券研究所

平均教职员工薪资及福利提升,教师流动率较低。为了维持有竞争力的教学团队,公司逐年提高教职员工薪资,2016年至2018年平均单个教职员工薪资及福利分别同比上一年提升9.35%、7.94%、10.54%。平均待遇的提升以及基于绩效的职业晋升机制促使教师的流动率维持低位,2015年至2018年,教师流动率分别为17.4%、17.0%、16.6%及13.9%。我们预计,出于稳定教学服务的质量的考虑,公司会想办法避免教师流动率的增加,因而我们预计平均教职员工薪资及福利仍能维持现有增速。另外,新开学校招生未饱和,员工薪资占总营业成本的比重会提升。结合以上几个维度的分析,我们预计公司未来两年教职员工工资及福利将持续增长。

学生及教学活动相关成本。据公司上市申请版本及聆讯后资料集披露,2015年、2016年、2017年和2018年,公司学生及教学活动相关成本占总收入成本比例为28.46%、27.97%、27.19%及24.01%,仅低于教职员工薪资及福利,但占比呈逐渐下降趋势。该项成本主要包括技能培训的原材料成本、学生活动成本、教学材料成本和其他与学生相关的成本。若按平均培训人次平摊,2015年至2018年,平均单个学生的教学活动相关成本为2553元、2699元(+5.75%)、2988元(+10.68%)、3007(+0.66%)。我们认为,由于在新学校的运营过渡期,招生数量相对不足,但仍需投入较高的教学活动成本,在规模效应不足的情况下,平摊到单个学生上的教学活动成本较高。我们预计随着未来每

年新建学校数量趋于稳定 (20 家左右), 总体规模效应有望提升。

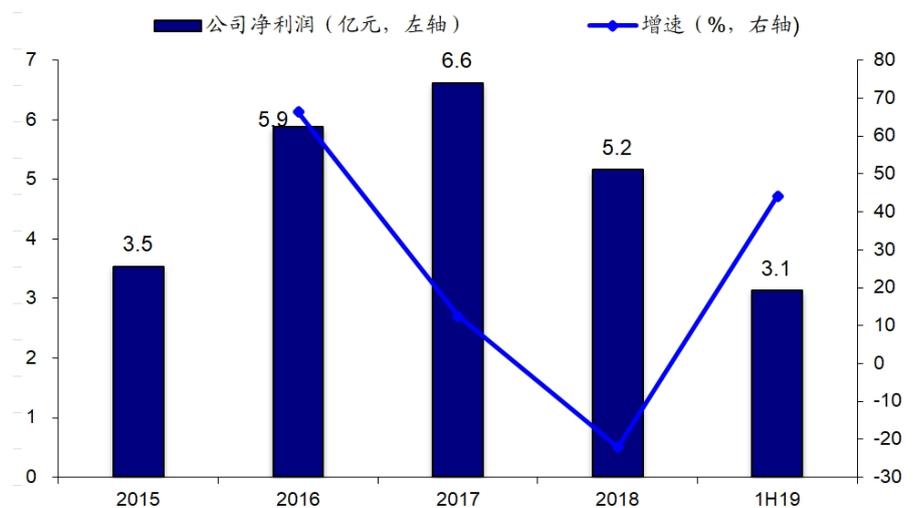
表 17 学生及教学活动相关成本拆分

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
学生及教学活动相关成本 (万元)	23924.2	28367.9	34835.4	37449.5
yoy (%)		18.57	22.80	7.50
占总成本比重 (%)	28.46	27.97	27.19	24.01
平均培训及注册人次 (人)	93727	105095	116603	124534
单个学生成本 (元)	2553	2699	2988	3007
yoy (%)		5.75	10.68	0.66

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

5.3 净利率: 2018 年同比下滑 7.4bp, 营销投放仍处高投入期

2015-2018 年净利 CAGR 达 13.4%。2015-2018 年, 公司实现净利 (来自可持续经营业务) 各 3.53 亿元、5.87 亿元 (+66%)、6.61 亿元 (+13%)、5.15 亿元 (-22%)。2015-2018 年净利 (来自可持续经营业务) CAGR 达 13.42%。2015-2018 年, 公司净利率 (来自可持续经营业务) 各 19.31%、25.15%、23.20%、15.78%。1H19 净利 (来自可持续经营业务) 3.1 亿 (+44%); 经调整净利 4.1 亿 (+88%)。

图 39 公司净利润情况 (来自持续经营业务)


资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 公司 2019 年半年报, 海通证券研究所

公司 2018 年净利率有明显下滑, 营销及行政费用增幅较大: (1) **销售及营销费用:** 2018 年公司持续高投入提升品牌认知度, 销售及营销员工的薪资及福利、广告开支的大幅增长推动整体销售费用增长 41.82%, 成为净利率下滑的主因。(2) **行政费用:** 2018 年受校园扩张影响, 行政人员的薪资及福利、折旧及摊销、行政办公开支等主要项目增速较快, 推动公司整体行政费用增长 25.13%。

表 18 培训类教育上市企业净利率情况 (%)

公司名称	2015	2016	2017	2018
中国东方教育集团	19.31	25.15	23.20	15.78
华图教育	15.99	17.92	16.72	
中公教育	7.77	12.66	13.03	18.55
新东方	15.24	15.38	12.14	

精锐教育	5.15	12.22	11.82	7.49
好未来	16.58	10.78	11.35	14.22
达内科技	15.17	15.31	9.36	-26.69

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，中公教育 2018 年报，wind，海通证券研究所
备注：表中中国东方教育集团净利率计算取自可持续调整净利润

(1) 销售及营销费用：销售和营销费用逐年上涨，持续高投入提升品牌认知度。

销售费用主要由销售及销售员工的薪资及福利、广告开支、销售及销售成本、差旅开支、折旧及摊销和其他销售费用组成。据公司上市申请版本及聆讯后资料集披露，2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年，公司持续经营销售开支分别为 3.35 亿元、3.64 亿元 (+8.62%)、4.57 亿元 (+25.57%)、6.48 亿元 (+41.82%)。我们认为公司部分品牌运营时间较短，品牌声誉尚属培育阶段，为了维持增量培训人数的高增长，公司仍需借助高营销费用的投入来提升品牌认知度。

广告开支居高不下，与口碑推荐形成互补。营销费用中占比最高的是广告支出，2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年，广告开支费用分别为 2.26 亿元、2.25 亿元 (-0.66%)、2.64 亿元 (+17.40%) 及 3.54 亿元 (+34.42%)，广告费用分别占持续经营总收入 12.37%、9.62%、9.25% 及 10.86%。

公司注重广告投入，通过电视等传统媒介以及各种社交媒介等新渠道投放广告，并开展一系列营销活动，如：印刷媒体、海报及户外广告牌等，提升品牌知名度。公司也积极组织或赞助各种比赛，为学生、老师及业内其他专业人士提供互动机会。由于公司 2018 年新建了 19 所学校，为保证新学校顺利度过爬坡期，我们预计之后两年公司仍将维持较高的广告开支比例，以推广欧米奇、华信智原等较新的品牌并支持新学校的顺利招生，随着公司形象不断优化、口碑招募的学生占比提升，广告开支增速有望趋稳。

销售及营销员工的薪资及福利的大幅提升是拉高整体销售费用增速的主因。为提升市场认可度、提高培训人次，公司每年都大幅增加营销员工的报酬以激励开拓市场，致使该项费用高速上涨。2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年，销售及营销员工的薪资及福利分别为 0.88 亿元、1.16 亿元 (31.23%)、1.59 亿元 (37.21%)、2.49 亿元 (56.65%)。

表 19 销售费用明细 (百万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
销售及营销员工的薪资及福利	88.39	115.99	159.15	249.30
Yoy (%)		31.23	37.21	56.65
广告开支	226.12	224.62	263.70	354.45
Yoy (%)		-0.66	17.40	34.42
销售及营销成本	11.02	13.56	21.29	26.44
Yoy (%)		23.10	57.01	24.17
销售及营销差旅开支	4.25	4.96	6.20	8.54
Yoy (%)		16.74	25.11	37.62
折旧及摊销	2.62	3.14	4.31	6.46
Yoy (%)		19.69	37.33	49.84
其他	2.61	1.62	2.27	2.85
Yoy (%)		-37.87	40.28	23.26
销售费用合计	335.00	363.89	456.93	648.03
Yoy (%)		8.62	25.57	41.82
销售费用率 (%)	18.32	15.58	16.03	19.85

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

图40 2015年李晨签约成为万通汽车教育形象大使


资料来源：万通汽车学院官网，海通证券研究所

图41 黄渤代言新东方烹饪教育


资料来源：新东方烹饪官网，海通证券研究所

(2) 行政费用：受校园扩张影响增速较高，费用率稳定

行政费用不断提升，行政费用率较为稳定。行政费用主要由行政人员的薪资及福利、折旧及摊销、行政办公开支、专业咨询服务开支、交通成本、会议开支、差旅开支、租赁开支、银行业务费用和其他行政费用组成。2015年、2016年、2017年和2018年，公司行政开支分别为2.5亿元、2.78亿元(+11.31%)、3.5亿元(+25.97%)、4.38亿元(+25.13%)，行政费用率(行政费用/持续经营总收入)分别为**13.65%、11.89%、12.28%、13.41%**，近年来较为稳定。

因校园网络扩张，行政人员的薪资及福利提升较快。各项行政费用中，行政人员的薪资及福利占比最高，2015年、2016年、2017年和2018年，行政人员的薪资及福利分别为1.47亿元、1.74亿元(+18.31%)、2.13亿元(+22.75%)、2.72亿元(+27.44%)，分别占持续经营总收入8.03%、7.43%、7.48%、8.32%。公司行政费用的增加主因行政人员的薪资及福利、行政办公开支的增加，两者皆源于公司校园网络的扩展，校园扩张会雇佣更多的行政人员及产生更多的办公开支。

表 20 管理费用明细 (万元)

	2015年	2016年	2017年	2018年
行政人员的薪资及福利	14673.7	17360.5	21310.1	27157.3
Yoy (%)		18.31	22.75	27.44
折旧及摊销	3304.4	2763.9	3892.1	5430.8
Yoy (%)		-16.36	40.82	39.53
行政办公开支	2804.1	3385.9	4244	5273.7
Yoy (%)		20.75	25.34	24.26
专业咨询服务开支	441.4	384.1	539.1	802.7
Yoy (%)		-12.98	40.35	48.90
交通成本	1112.5	1254.6	1399.6	1374.9
Yoy (%)		12.77	11.56	-1.76
会议开支	596.6	633.3	749.9	764.6
Yoy (%)		6.15	18.41	1.96
差旅开支	878	976.2	1158.7	1153.7
Yoy (%)		11.18	18.69	-0.43
租赁开支	556.6	381.2	662.4	481.1
Yoy (%)		-31.51	73.77	-27.37
银行业务费用	214.4	245.4	343.3	514.2
Yoy (%)		14.46	39.89	49.78
其他	375	394.7	694.4	833.3
Yoy (%)		5.25	75.93	20.00
合计	24956.7	27779.8	34993.6	43786.3

5.4 单校模型：测算 2 年内可实现盈亏平衡

公司以直营学校扩张为主，其单校的运营效率决定了公司的成长性及盈利水平。在单校运营中，公司凭借自身品牌优势、标准化管理运营模式，能够快速实现新店盈亏平衡。考虑到公司有多个培训品牌，我们主要针对新东方烹饪这一品牌进行单店模型测算。我们对单校的模型测算主要基于公司上市申请版本及聆讯后资料集所披露的各分校租金及租赁的建筑面积，各学校的学生及教师数量等信息。我们的主要假设包括：

(1) 培训人次及收入：假设每班人数为 30 人，人均学费为 2.75 万元/年，学费年涨幅为 8%，租赁建筑容量为 5.14 人/平方米，用每月月末营运学校培训人次的总数/该期间月份的近似值，测算单校第 1-6 年平均培训人次分别为 133, 373, 613, 853, 1093, 1333 人；测算单校第 1-6 年收入分别为 364 万元、1106 万元、1965 万元、2953 万元、4087 万元、5384 万元，第 2-5 年收入增长率分别为 203.62%，77.58%，50.32%，38.40%，31.73%。

(2) 成本：①**教师成本：**假设生师比为 35，第一年师均薪酬为 11 万元/年，薪酬年涨幅为 5%，测算 1-6 年教师成本分别为 44, 127, 218, 306, 414, 533 万元，占单校收入的比例分别为 138%，62%，45%，36%，32%，29%；②**租金：**假设租赁建筑面积为 1.34 万平方米，第一年年租金为 233 元/平，租金年涨幅为 3%，测算 1-6 年租金分别为 312, 321, 331, 341, 351, 362 万元，占单校收入的比例分别为 86%，29%，17%，12%，9%，7%；③**设备折旧：**假设第一年初设备投入 600 万元，折旧年限为 6 年，测算每年设备折旧成本均为 100 万元；④**教学活动成本：**假设第一年单个学生教学成本为 3000 元（每月 250 元），年涨幅为 2%，1-6 年教学活动成本分别为 39.8, 114, 191.2, 271.40, 354.77, 441.36 万元。测算单店 1-6 年成本分别为 503, 685, 880, 1077, 1302, 1544 万元。

(3) 费用：假设销售费用由招生成本以及占收入 10% 的其他费用组成。假设生均招生成本为 0.3 万元，测算 1-6 年招生成本分别为 40, 112, 184, 256, 328, 400 万元，销售费用分别为 76, 222, 380, 551, 736, 938 万元；假设管理费用占年收入 6%，测算 1-6 年管理费用分别为 22, 66, 118, 177, 245, 323 万元。

基于以上，我们测算单校经营 2 年内可实现盈亏平衡。

表 21 单店模型核心假设

核心固定假设		核心可变假设	
每班人数 (人)	30	租赁建筑面积 (万平方米)	1.34
生师比	35	容量 (人/平方米)	5.14
学费涨幅	8%	人均学费 (万元)	2.75
薪酬涨幅	5%	教师薪酬 (万/年)	11.00
租金涨幅	3%	单位租金 (元/平/年)	233
实习耗材涨幅	2%	生均招生成本 (万元)	0.30
其他成本收入比	4%		
其他销售费用收入比	10%		
管理费用率	6%		
所得税率	20%		
设备/装修折旧年限	5 年		
预测周期 (个)	12		

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

表 22 东方教育单店盈利模型测算

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年
平均培训人次 (人)	132.50	372.50	612.50	852.50	1092.50	1332.50
yoy (%)		181.13	64.43	39.18	28.15	21.97
收入 (万元)	364.38	1,106.33	1,964.66	2,953.24	4,087.42	5,384.17
yoy (%)		203.62	77.58	50.32	38.40	31.73
教师成本 (万元)	44.00	127.05	218.30	305.61	414.49	533.49
租金 (万元)	312.04	321.40	331.04	340.97	351.20	361.74
设备折旧 (万元)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
教学活动成本 (万元)	39.75	113.99	191.17	271.40	354.77	441.36
其他 (万元, 办公费用等)	7.29	22.13	39.29	59.06	81.75	107.68
成本合计 (万元)	503.07	684.56	879.80	1,077.05	1,302.20	1,544.26
毛利润 (万元)	-138.70	421.77	1,084.85	1,876.19	2,785.22	3,839.91
毛利率 (%)	-38.06	38.12	55.22	63.53	68.14	71.32
招生成本 (万元)	39.75	111.75	183.75	255.75	327.75	399.75
其他(万元, 推广费用等)	36.44	110.63	196.47	295.32	408.74	538.42
销售费用合计 (万元)	76.19	222.38	380.22	551.07	736.49	938.17
管理费用 (万元)	21.86	66.38	117.88	177.19	245.25	323.05
税前利润 (万元)	-236.75	133.00	586.76	1,147.92	1,803.48	2,578.69
净利润 (万元)	-236.75	106.40	469.41	918.33	1,442.78	2,062.95
yoy (%)		144.94	341.16	95.64	57.11	42.98
净利率 (%)	-64.97	9.62	23.89	31.10	35.30	38.32

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

6. 未来: 以自营模式扩张校区, 建设 5 所教育中心

公司未来投资扩张计划。(1) 扩大国内外市场网络: 在未来 1-3 年在中国所有省会城市和广东、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。扩张校区仍然为自营模式以确保教育质量及集中化管理。

(2) 通过购买土地所有权建设五所区域教育中心: ①在北京、上海、广州、成都、西安分别建设华北中心、华东中心、华南中心、西南中心及西北中心。②区域中心位于各地理区域最大城市, 选址考虑到人口覆盖、当地经济和社会状况、当地业务需求以及政府支持力度等因素。各区域中心辐射人口范围超 200 万人。③各区域中心面积计划为 20-33 万平米, 将雇佣 330-495 名教师并容纳 10000-15000 名学生。区域中心计划于 2019 年后逐年建立, 各中心建立费用预计为 5-6 亿元。公司预计大部分新学校或中心的平均收支平衡期及投资回收期将分别为 2 到 3 年及 3 至 4 年。

表 23 东方教育开办学校现状及规划

分部	品牌	2018 年营运学校/中心数量 (个)	覆盖省份数量 (个)	各学校/中心的平均建设面积 (m ²)	规划中的新学校/中心数量 (个)
烹饪技术	新东方	50	29	16400	3
	欧米奇	23	22	4700	3
信息技术	新华电脑	24	17	17300	1
	华信智原	22	21	1400	N/A
汽车服务	万通	26	21	18500	3
学校总数量		145			10
	美味学院	18	14	1000	11

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

备注: 规划中的新学校/中心数量截至 2019 年 5 月 20 日

表 24 区域中心位置、面积和规模规划表

区域中心	区域中心将覆盖的城市/省份	现有学校/中心数量(个)	现有学校/中心的总建筑面积(㎡)	现有学校/中心的培训人次(人)	学校/中心容量(人)
北京	北京、天津、河北、内蒙古	13	156898.0	13097	14627
上海	上海、江苏、浙江	12	206384.9	10785	20882
广州	广东、江西、湖南、海南、福建、香港	18	221088.8	23480	26452
成都	四川、重庆、贵州、云南	15	322256.9	29470	39405
西安	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	13	174073.5	10009	16676

注：每个区域中心将覆盖的城市仅反映公司目前计划，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。

资料来源：公司上市申请版本及聆讯后资料集，海通证券研究所

我们认为，1988年成立至今，公司以“以技能教育为根本，知行合一”教育理念，以及“标准化建校流程，差异化分校管理”治理能力，已逐步发展成职业技术培训领域龙头企业。展望未来，行业发展叠加公司竞争力，公司有望获得新发展。

行业层面，我们认为，政策扶持叠加市场需求，双轮驱动职教行业发展。①**需求端**，海通宏观 2019 年 1 月 4 日外发报告《找工作变难了么？》从多个维度佐证了就业稳中趋于缓的趋势，并指出经济减速利润转差，就业压力自然显现。我们认为就业压力变大有望激发职业技能培训需求。②**政策端**，2019 年以来，政府出台多项文件鼓励发展职业技能教育。

公司竞争力层面：①**品牌力**：相比于快速消费品，教育产品质量较难被付费者直接快速感知，需要时间上的沉淀与质量上的保证。公司新东方烹饪、万通汽车、新华电脑三大品牌均成立于 1988 年，具备一定影响力。随着资本市场助力，公司获客成本有望下滑。②**渠道**：公司所面对目标客户群体具有一定共性，即学生群体及社会群体中需要找工作人群。庞大的校园网络为公司多品牌战略奠定了基础。③**管理**：根据公司聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，2017 年职业技能培训市场规模达 980 亿元，然而各细分领域市场规模则较小，扩品类已成为企业打破天花板“必经之路”。由于教育产品特殊属性，我们认为新品类较难借助既有成功品类的认知优势进入消费者心智，在公司推广欧米奇、华信智原等新品牌的早期阶段，公司预计投入较高广告费用，但相比成立时间较短企业，公司多年教学管控经验，渠道管理经验具有较大优势。

7. 盈利预测 预计 2019-2021 年 EPS 各 0.36 元、0.51 元、0.64 元

基于以上分析，再综合考虑行业环境与公司建校计划，我们对公司的盈利预测包括以下主要假设：

(1) **收入拆分**：2019 年-2021 年，新东方烹饪收入同比各增 18.46%、17.17%、16.09%；欧米奇收入同比各增 87.75%、42.28%、30.38%；新华电脑收入同比各增 30.51%、24.10%、24.15%；华信智原收入同比各增 77.40%、15.79%、15.50%；万通汽修收入同比各增 28.74%、20.84%、17.60%；美味学院收入同比各增 146.74%、-8.45%、31.96%。

表 25 中国东方教育收入预测分拆表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
(1) 新东方烹饪					
期末门店数(个)	46	50	54	58	64
平均培训人次合计(人)	71180	69141	75835	83827	91806
yoy(%)		-2.86	9.68	10.54	9.52
人均收费(万元)	2.44	2.75	2.97	3.15	3.33
yoy(%)		12.50	8.00	6.00	6.00

销售收入 (百万元)	1738.74	1900.13	2250.82	2637.30	3061.64
yoy(%)		9.28	18.46	17.17	16.09
(2) 欧米奇					
期末门店数(个)	17	23	28	33	37
平均培训人次合计 (人)	1114	3106	5450	7385	9171
yoy(%)		178.82	75.47	35.51	24.18
人均收费 (万元)	6.72	6.87	7.35	7.71	8.10
yoy(%)		2.20	7.00	5.00	5.00
销售收入 (百万元)	74.84	213.26	400.40	569.69	742.79
yoy(%)		184.96	87.75	42.28	30.38
(3) 新华电脑					
期末门店数(个)	21	24	26	29	32
平均培训人次合计 (人)	24981	31023	38930	46453	55454
yoy(%)		24.19	25.49	19.33	19.38
人均收费 (万元)	2.17	1.95	2.03	2.11	2.19
yoy(%)		-10.24	4.00	4.00	4.00
销售收入 (百万元)	542.25	604.41	788.80	978.89	1215.31
yoy(%)		11.46	30.51	24.10	24.15
(4) 华信智原					
期末门店数(个)	20	22	22	22	22
平均培训人次合计 (人)	1165	1364	1512	1668	1834
yoy(%)		17.08	10.88	10.27	10.00
人均收费 (万元)	5.51	5.14	8.22	8.63	9.06
yoy(%)		-6.68	60.00	5.00	5.00
销售收入 (百万元)	64.14	70.08	124.32	143.94	166.25
yoy(%)		9.26	77.40	15.79	15.50
(5) 万通汽修					
期末门店数(个)	22	26	29	32	35
平均培训人次合计 (人)	18100	19323	24152	28336	32354
yoy(%)		6.76	24.99	17.32	14.18
人均收费 (万元)	2.32	2.30	2.37	2.44	2.51
yoy(%)		-0.75	3.00	3.00	3.00
销售收入 (百万元)	419.35	444.31	572.00	691.22	812.91
yoy(%)		5.95	28.74	20.84	17.60
(6) 美味学院					
期末门店数(个)	6	18	19	21	25
平均培训人次合计 (人)	63	577	1238	1079	1357
yoy(%)		815.87	114.56	-12.81	25.68
人均收费 (万元)	0.53	3.60	4.14	4.35	4.57
yoy(%)		581.90	15.00	5.00	5.00
销售收入 (百万元)	0.33	20.80	51.31	46.98	61.99
yoy(%)		6145.35	146.74	-8.45	31.96

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

(2) 费用: 公司主要费用项包括广告推广费、市场开发费、职工薪酬和研发费用。假设个主要费用均保持平稳增长, 则预计 2019-21 年销售费用率各 16.66%、18.24%、18.30%, 预计 2019-21 年管理费用率各 13.68%、13.87%、13.99%。此外, 考虑股权激励和上市影响, 假设 2019-21 年公司股权激励费用分别为 12500 万元、500 万元、500 万元, 2019 年上市费用为 3000 万元。

(3) 有效税率: 假设 2019-21 年维持在 20%左右。

综上, 我们预测公司 2019-21 年收入各 42 亿元 (+28.6%)、51 亿元 (+21.0%)、61 亿元 (+19.6%); 归母净利各 8 亿元 (+54.4%)、11 亿元 (+41.7%)、14 亿元 (+25.6%), 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36 元、0.51 元和 0.64 元。

若剔除上市公司股权开支 (预计 2019-2021 年分别为 1.25 亿元、500 万元、500 万元) 和上市开支 (预计 2019 年 3000 万元), 我们测算公司 2019-2021 年调整后净利润分别为 9.1 亿元 (+78.75%), 11.2 亿元 (+23.20%), 14.1 亿元 (+25.40%)。

表 26 中国东方教育合并损益表及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	2850.17	3264.96	4197.65	5078.02	6070.89
同比增长 (%)		14.55	28.57	20.97	19.55
营业成本 (百万元)	1281.34	1559.86	1813.62	2138.33	2447.60
毛利率 (%)	55.04	52.22	56.79	57.89	59.68
销售费用 (百万元)	456.93	648.03	699.43	925.99	1111.02
销售费用率 (%)	16.03	19.85	16.66	18.24	18.30
管理费用 (百万元)	349.94	437.86	574.41	704.36	849.10
管理费用率 (%)	12.28	13.41	13.68	13.87	13.99
研发费用 (百万元)	24.02	28.25	36.27	76.17	91.06
研发费用率 (%)	0.84	0.87	0.86	1.50	1.50
股权激励费用 (百万元)	0.00	0.00	125.00	5.00	5.00
上市费用 (百万元)	0.00	23.87	30.00	0.00	0.00
利息收入 (百万元)	16.96	23.95	24.66	89.66	107.50
营业外收入 (百万元)	17.44	37.87	38.99	37.96	38.09
资产处置损失 (百万元)	61.08	58.00	46.69	46.69	46.69
利润总额 (百万元)	832.16	687.00	1028.51	1401.81	1758.75
同比增长 (%)		-17.44	49.71	36.29	25.46
所得税费用 (百万元)	170.97	171.86	205.70	280.36	351.75
有效所得税率 (%)	20.54	25.02	20.00	20.00	20.00
少数股东损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	641.62	510.09	787.81	1116.44	1401.98
同比增长 (%)		-20.50	54.44	41.72	25.58
净利润率 (%)	22.51	15.62	18.77	21.99	23.09
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.23	0.36	0.51	0.64

资料来源: 公司上市申请版本及聆讯后资料集, 海通证券研究所

投资建议及估值。公司在烹饪技术、汽车维修和信息技术三大技能教育领域处领先地位, 并打造了新东方烹饪、欧米奇西点、新华电脑、华信智原 DT 人才培训和万通汽车五大职教品牌。我们认为, 未来政策扶持叠加市场需求, 双轮驱动职教行业发展, 公司凭借自身竞争力, 有望迎来快速新成长。①**品牌力:** 相比于快消品, 教育品牌需要时间上的沉淀与质量上的保证; ②**渠道:** 公司所面对目标客户群体具有一定共性, 庞大的校园网络为公司多品牌战略奠定基础; ③**管理:** 由于教育产品特殊属性, 新品类较难借助既有成功品类的认知优势进入消费者心智。在推广欧米奇、华信智原等新品牌的早期阶段, 公司多年教学管控经验, 渠道管理经验仍具有较大优势。

估值层面, 考虑到公司职业技能培训龙头地位, 我们选取教育板块主要龙头企业作为对标公司。(1)**PE 估值:** 给予 2019 年 40-45 倍 PE, 对应每股价值 14.40 元/股-16.20 元/股。(2)**EV/EBITDA 估值:** 给予 2019 年 30-35 倍 EV/EBITDA, 对应合理价值区间 14.76 元-17.12 元。**综合两种结果给予公司 14.40 元-17.12 元合理价值区间, 对应 17.12 港元-20.35 港元合理价值区间** (汇率按 1 人民币=1.189 港元)。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 27 中国东方教育可比公司估值表 (根据 2019 年 10 月 11 日收盘价)

	好未来	新东方	中公教育	中教控股	平均值
EV/EBITDA (2019 年)	37.14	22.25	50.92	21.32	32.91
PE (2019 年, 倍)	77.31	75.15	63.30	34.46	62.55

资料来源: Wind, S&P Capital IQ, 海通证券研究所

备注: 好未来及新东方一致预期均取自 S&P Capital IQ。好未来财年为 3 月 1 日-次年 2 月 28 日 (或 2 月 29 日), 新东方财年为 6 月 1 日-次年 5 月 31 日。

8. 风险因素

- (1) **外汇风险:** 公司收入、成本以及大分金融资产多以人民币计价, 公司完全依赖公司的中国附属公司和中国综合联署实体向公司支付的利息和其他费用。如果港元兑人民币汇率发生重大变动, 将对公司的造成不利影响。
- (2) **市场竞争风险。**
- (3) **税收优惠待遇终止的风险。**

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3264.96	4197.65	5078.02	6070.89
每股收益	0.23	0.36	0.51	0.64	营业成本	1559.86	1813.62	2138.33	2447.60
每股净资产	0.40	1.71	2.23	2.88	毛利率%	52.22%	56.79%	57.89%	59.68%
每股经营现金流	0.45	0.62	0.78	0.95	研发费用	28.25	36.27	76.17	91.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用%	0.87%	0.86%	1.50%	1.50%
价值评估 (倍)					销售费用	648.03	699.43	925.99	1111.02
P/E	58.09	37.61	26.54	21.13	销售费用率%	19.85%	16.66%	18.24%	18.30%
P/B	33.96	7.93	6.08	4.70	管理费用	437.86	574.41	704.36	849.10
P/S	9.08	7.06	5.84	4.88	管理费用率%	13.41%	13.68%	13.87%	13.99%
EV/EBITDA	1.03	-1.18	-1.07	-1.06	EBIT	567.09	918.92	1228.16	1567.11
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	23.95	24.66	89.66	107.50
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.73%	0.59%	1.77%	1.77%
毛利率	52.22%	56.79%	57.89%	59.68%	资产减值损失	0.09	-0.75	-0.67	-0.65
净利润率	15.62%	18.77%	21.99%	23.09%	其他收益	58.00	46.69	46.69	46.69
净资产收益率	58.45%	21.07%	22.91%	22.25%	营业利润	532.95	897.63	1271.80	1628.57
资产回报率	18.12%	12.91%	14.50%	14.58%	营业外收支	37.87	38.99	37.96	38.09
投资回报率	-7738.37%	264.27%	131.90%	94.98%	利润总额	687.00	1028.51	1401.81	1758.75
盈利增长 (%)					EBITDA	924.60	1034.11	1383.47	1770.37
营业收入增长率	14.55%	28.57%	20.97%	19.55%	所得税	171.86	205.70	280.36	351.75
EBIT 增长率	-23.15%	62.04%	33.65%	27.60%	有效所得税率%	25.02%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润增长率	-20.50%	54.44%	41.72%	25.58%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	510.09	787.81	1116.44	1401.98
资产负债率	69.01%	38.72%	36.69%	34.50%					
流动比率	67.46%	165.68%	165.35%	168.80%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	65.49%	163.76%	163.51%	167.00%	货币资金	986.29	3586.38	4300.07	5197.28
现金比率	52.37%	154.67%	154.85%	159.07%	应收款项	44.17	60.68	71.98	85.32
经营效率指标 (%)					存货	37.14	44.53	51.10	58.96
应收帐款周转天数	4.94	5.28	5.17	5.13	其它流动资产	202.74	150.20	168.66	173.87
存货周转天数	8.69	8.96	8.72	8.79	流动资产合计	1270.35	3841.79	4591.81	5515.42
总资产周转率	1.16	0.69	0.66	0.63	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.40	2.02	1.74	1.55	固定资产	1361.01	2074.77	2922.28	3917.90
					递延项目	3.00	3.00	3.00	3.00
					无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
					非流动资产合计	1545.19	2258.95	3106.46	4102.08
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2815.54	6100.74	7698.27	9617.50
净利润	510.09	787.81	1116.44	1401.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	143.73	174.69	211.10	234.30
非现金支出	360.45	115.19	155.31	203.26	预收账款	1255.47	1664.33	1978.56	2368.96
非经营收益	112.03	-16.43	4.52	2.46	其它流动负债	483.96	479.76	587.34	664.07
营运资金变动	-161.32	-464.27	-421.89	-463.93	流动负债合计	1883.15	2318.78	2777.00	3267.33
经营活动现金流	980.12	1350.85	1698.15	2071.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	-665.60	-828.96	-1002.81	-1198.89	其它长期负债	59.75	43.32	47.84	50.31
投资活动现金流	-573.00	-828.96	-1002.81	-1198.89	非流动负债合计	59.75	43.32	47.84	50.31
债权募资	-222.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	1942.90	2362.10	2824.84	3317.64
股权募资	-873.70	2188.25	0.00	0.00	实收资本	165.07	2188.25	2188.25	2188.25
其他	-359.84	-110.05	18.34	24.46	普通股股东权益	872.63	3738.64	4873.43	6299.86
融资活动现金流	-1455.60	2078.20	18.34	24.46	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	-1048.50	2600.09	713.68	897.21	负债和所有者权益合计	2815.54	6100.74	7698.27	9617.50

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

许樱之 社会服务行业
汪立亭 社会服务行业, 商贸零售行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 百洋股份, 美吉姆, 中国国旅, 中公教育, 锦江股份, 欧亚集团, 鄂武商 A, 拉芳家化, 莱绅通灵, 凯撒旅游, 首旅酒店, 大商股份, 永辉超市, 海底捞, 百联股份, 步步高, 周大生, 王府井, 合肥百货, 丸美股份, 美团点评-W, 小米集团-W, 老凤祥, 红旗连锁, 家家悦, 爱婴室, 利群股份, 苏宁易购, 黄山旅游, 天虹股份, 宋城演艺

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 联系人
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 联系人
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘瑞(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com