

**买入**
**职教龙头战略转型，穿越周期重拾增长**
**中国东方教育(0667.HK)**

2026-01-15 星期四

**【投资要点】**

目标价：	<b>10.05 港元</b>
现 价：	<b>6.64 港元</b>
预计升幅：	<b>51.3%</b>

**重要数据**

日期	2026-01-14
收盘价 (港元)	6.64
总股本 (亿股)	22.13
总市值 (亿港元)	146.99
净资产 (亿元)	57.66
总资产 (亿元)	98.21
52周高低 (港元)	9.15/2.41
每股净资产 (元)	2.62

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

吴俊保	33.13%
吴伟	22.50%
肖国庆	20.10%

**相关报告**
**三十年职教龙头，穿越周期重拾增长**

公司成立于1988年，为全国最大的职业技能教育提供商，其业务主要围绕烹饪技术、西点西餐、信息及互联网技术、汽车服务和时尚美业五大领域。2015-2019年，公司营业收入呈增长趋势，CAGR达20.89%，增长主要由培训人次驱动；2020-2022年，公司营收增长有所放缓，主要受外部因素影响，包括线下开课受限及普职政策的分流。面对经营环境变化，公司及时调整业务策略，2024年以来业绩恢复增长。2024/2025H1，公司收入为41.16/21.86亿元，同比+3.5%/10.2%，净利润为5.13/4.03亿元，同比+88.0%/48.4%。

**就业市场结构分化，职业教育需求不减**

近年来，我国政策开始支持增加普通高中学位，初中生源受到普高的分流影响，中职招生面临压力，更需考验学校的竞争力，具备雄厚的师资能力和卓越的教研实力等优势的学校更容易突出重围。与此同时，在普高录取率持续提升的背景下，普高毕业生人数持续创新高，而大学招生增速相对缓慢，导致就学压力增大，我国青年群体（16-24岁）失业率显著高于其他年龄段群体，亟须通过职教培训提升就业竞争力，进一步催生职教需求。

**洞察市场需求，区域中心战略释放盈利空间**

公司深耕职教三十多年，各品牌知名度不断提升，深入产教融合，重视人才培养，平均就业率常年在90%以上。为应对普高政策影响和公办中职院校转向以升学为导向，分流了部分生源，公司积极提升办学层次，布局职教升学赛道，并针对现有专业和课程时长进行优化调整。当前公司的15个月学制和美业招生效果明显，后续增长可期。此外，公司布局区域中心，贡献增量空间，且有效整合不同品牌，形成规模效应，盈利能力有望持续提升。

**给予买入评级，目标价 10.05 港元**

公司作为职教龙头，强品牌重教学高就业深入人心，后续在新兴专业和区域中心的驱动下，业绩增长可期。我们预测公司2025-2027年实现收入45.52/50.67/56.43亿元，同比增长10.6%/11.3%/11.4%；归母净利润7.89/9.84/11.92亿元，同比增长53.9%/24.7%/21.2%；对应当前股价的PE为16.5/13.2/10.9倍，给予目标价10.05港元，对应2026年PE为20倍，约51.3%上涨空间，给予“买入”评级。

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,979	4,116	4,552	5,067	5,643
同比增长	4.2%	3.5%	10.6%	11.3%	11.4%
净利润	273	513	789	984	1,192
同比增长	-25.6%	88.0%	53.9%	24.7%	21.2%
净利润率	6.9%	12.5%	17.3%	19.4%	21.1%
EPS	0.13	0.24	0.36	0.45	0.55
PE@6.64HKD	47.7	25.4	16.5	13.2	10.9

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**研究部**

姓名：李芳芳  
 SFC：BJ0038  
 电话：0755-82846267  
 Email：liff@gyzq.com.hk

# 目录

1. 公司基本情况 .....	5
1.1 公司简介 .....	5
1.2 公司股权架构 .....	8
1.3 公司财务分析 .....	8
2. 行业：就业市场结构分化，职业教育需求不减 .....	12
2.1 行业概况：普职分流大趋势，强者为王 .....	12
2.2 行业规模：职业教育万亿市场，新兴赛道需求崛起 .....	17
2.3 竞争格局：细分市场竞争格局不一，职业技能培训赛道集中度分散 .....	20
3. 职教龙头重教学高就业，区域中心战略驱动盈利增长 .....	21
3.1 深耕职教三十余载，强品牌重教学高就业 .....	21
3.2 洞察市场需求，驱动新增量 .....	22
3.3 区域中心战略，持续释放盈利空间 .....	25
4. 盈利预测与投资建议 .....	26
5. 风险提示 .....	28
【财务报表摘要】 .....	29

## 图目录

图 1: 公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）	8
图 2: 公司营收及同比变化	9
图 3: 公司收入结构变化	9
图 4: 公司平均培训人次变化	9
图 5: 公司新培训人次变化	9
图 6: 公司平均学费情况	10
图 7: 公司平均学费同比情况	10
图 8: 公司毛利率变化	10
图 9: 公司各品牌毛利率变化	10
图 10: 公司费用率变化	11
图 11: 公司净利润及同比变化	11
图 12: 公司净利率变化	11
图 13: 公司现金流量变化	12
图 14: 公司期末现金余额	12
图 15: 公司历年分红情况	12
图 16: 中国职业教育体系概览	13
图 17: 普高及中职学校数量及同比变化	15
图 18: 普高及中职在校人数及同比变化	15
图 19: 高考报名人数趋势	16
图 20: 大学生招生数趋势	16
图 21: 全国城镇调查失业率	16
图 22: 蓝领与白领群体月均收入对比	17
图 23: 主要蓝领群体月均收入变化	17
图 24: 职业教育市场规模及同比变化	18
图 25: 我国餐饮行业收入规模及同比变化	19
图 26: 我国连锁餐饮门店总数及同比变化	19
图 27: 我国餐饮从业人员数量及同比变化	19
图 28: 我国汽车维修市场规模及同比变化	19
图 29: 我国信息传输、计算机服务和软件业就业人员（城镇非私营）及同比变化	20
图 30: 我国生活美容市场规模及同比变化	20

图 31: 中公教育、粉笔和中国东方教育营收对比 .....	21
图 32: 非学历职业教育市占率预测 (2024 年) .....	21
图 33: 新东方烹饪品牌小红书运营 .....	22
图 34: 新东方烹饪校企合作展示 .....	22
图 35: 万通汽车教育分组实训教学 .....	22
图 36: 公司各品牌引荐就业率 (2025H1) .....	22
图 37: 公司不同学制平均培训人次占比变化 .....	24
图 38: 公司不同平均培训人次学制同比变化 .....	24
图 39: 欧曼谛品牌不同学制平均培训人次同比变化 .....	24
图 40: 欧曼谛品牌不同学制新培训人次同比变化 .....	24
图 41: 欧曼谛品牌收入及同比变化 .....	25
图 42: 欧曼谛品牌毛利率变化 .....	25
图 43: 公司区域中心职教产业园展示 .....	26

## 表目录

表 1: 公司发展历程 .....	6
表 2: 公司各品牌情况 .....	7
表 3: 中等职业教育分类 .....	14
表 4: 民办和公办中职对比 .....	14
表 5: 我国普职相关政策 .....	15
表 6: 技工学校、高级技工学校、技师学院对比 .....	23
表 7: 公司已投入运营或竣工区域中心情况 .....	26
表 8: 公司收入预测拆分 .....	27
表 9: 同业估值对比 (截至 2026 年 1 月 14 日) .....	28

# 1. 公司基本概况

## 1.1 公司简介

中国东方教育成立于 1988 年，为全国最大的职业技能教育提供商。公司职业技能培训业务主要围绕烹饪技术、西点西餐、信息及互联网技术、汽车服务和时尚美业五大领域，旗下品牌包括新东方烹饪教育、新华电脑、万通汽车、华信智原、欧米奇西点西餐、美味学院、欧曼谛时尚美业七大职教品牌。

公司发展历程主要分为四个阶段：

**第一阶段（1988-2000 年）：**初创发展，烹饪品牌培育期。公司以烹饪为起点，立足于合肥，逐步向华北地区扩张布局，探索办学模式，打造烹饪教育板块口碑。

**第二阶段（2001-2015 年）：**纵向扩张布局全国，多赛道延伸期。随着汽车保有量的快速提升和计算机行业的迅猛发展，专业技术人才缺口不断扩大，公司从 2001 年开始前瞻性布局 IT 培训和汽修赛道。同时，烹饪业务持续发展壮大，延伸布局整合全国学校，业内品牌声誉不断累积，2013 年成为中国饭店协会成员，并于 2015 年将业务扩展至香港。

**第三阶段（2016-2021 年）：**横向扩张向低线城市下沉，加速拓展期。经过多年的品牌建设，办学模式逐渐成熟，2016 年开始公司加速学校网点铺设，并新设欧米奇和美味学院等品牌。截至 2021 年底，公司运营中的学校数达到 231 所，包括新东方烹饪教育所辖 72 所学校、欧米奇西点西餐所辖 45 所学校、美味学院所辖 20 个中心、新华电脑所辖 33 所学校、华信智原所辖 22 所学校、万通汽车所辖 38 所学校、欧曼谛时尚美业所辖 1 所学校。

**第四阶段（2022 年-至今）：**战略转型区域中心策略。受疫情防控措施影响，公司线下招生及授课受到冲击，以及下沉市场拓展效果不及预期，公司开始战略转型，放缓扩张速度，并关停低效校区，内部降本增效，建设并投入运营职教产业园。

截至 2025 年 6 月底，公司在全国几乎所有省份及香港地区开办 234 所院校，包括新东方烹饪教育所辖 75 所学校、欧米奇西点西餐所辖 35 所学校、美味学院所辖 17 个中心、新华电脑所辖 38 所学校、华信智原所辖 18 所学校、万通汽车所辖 43 所学校、欧曼谛时尚美业所辖 8 所学校。

表 1：公司发展历程

年度	事件
1988	公司创建于安徽省合肥市。
2004	公司成立了安徽新华教育，将所有学校整合成单一实体。
2005	公司开始在新建立的万通汽车教育品牌下提供汽车维修培训课程。
2007	安徽新华计算机专修学院通过ISO9001:2000质量管理体系认证；运营学校达到27所。
2012	运营中的学校数达到40所；安徽新华电脑专修学院受中华人民共和国)人力资源和社会保障部委任组织「国家新技能人才培养新项目」及「四新人才培养计划」。
2013	新东方烹饪教育在中国饭店协会第四届委员会会议第一次选举中被评中国饭店协会常务委员会成员。
2015	运营中的学校数达到71所；将业务扩展至香港。
2016	运营中的学校数达到90所；成立欧米奇西点西餐教育，提供优质西餐教育。
2017	运营中的学校数达到126所；成立美味学院，旨在为对烹饪感兴趣或计划在餐厅行业自行创业的客户提供私人订制烹饪体验。
2019	6月于港交所上市；运营中的学校数达到177所。
2020	运营中的学校数达到206所；成功颁发全国首批第三方评价机构职业技能等级证书。
2021	运营中的学校数达到231所；包括新东方烹饪教育所辖72所学校、欧米奇西点西餐所辖45所学校、美味学院所辖20个中心、新华电脑所辖33所学校、华信智原所辖22所学校、万通汽车所辖38所学校、欧曼谛时尚美业所辖1所学校。
2024	运营中的学校数达到233所；包括新东方烹饪教育所辖75所学校、欧米奇西点西餐所辖36所学校、美味学院所辖17个中心、新华电脑所辖38所学校、华信智原所辖18所学校、万通汽车所辖41所学校、欧曼谛时尚美业所辖8所学校。

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 烹饪技术

**新东方烹饪教育学校：**成立于 1988 年，主要教授学生烹饪中国传统菜肴及练习多种菜肴（包括中国知名及受广泛认可的八大地方菜系）以及传授中西方经典烹饪技能，旗下各所学校提供不同课程时长的各种烹饪培训课程，以满足学生不同的学习重点和需求。

**美味学院：**成立于 2017 年，主要为对烹饪感兴趣或计划于餐饮行业建立自己的公司的客户提供私人定制烹饪体验服务，主要为客户提供私人定制烹饪体验课程。

截至 2025 年 6 月底，新东方烹饪教育及美味学院合计拥有 92 所学校。2025 年上半年，平均培训人次/客户注册人数为 61,732 人次，同比+8.3%；新培训人次/新客户注册人数为 36,489 人次，同比+5.2%；每名学生/客户年平均学费 3.32 万元，同比+2.9%；实现收入 10.24 亿元，同比+11.4%，占总营收的 46.86%。

### ➤ 西点西餐

**欧米奇西点西餐教育：**成立于 2016 年，主要提供高质量西式餐饮教育，致力于为学生提供以西点和西餐为主的专业烹饪培训，包括烘焙、甜点、西餐、调酒及咖啡师培训。

截至 2025 年 6 月底，欧米奇教育学院拥有 35 所学校。2025 年上半年，平均培训人次/客户注册人数为 5,498 人次，同比+18.5%；新培训人次/新客户注册人数为 7,600 人次，同比+0.7%；每名学生/客户年平均学费 6.62 万元，同比-3.6%；

实现收入 1.82 亿元，同比+14.3%，占总营收的 8.33%。

#### ➤ 信息技术及互联网技术

**新华电脑教育**：成立于 1992 年，主要向学生提供信息技术及互联网技术相关培训课程，包括不同课程时长的课程。

**华信智原 DT 人才培训基地**：成立于 2006 年，主要为已掌握基础知识并寻求进一步提升相关实践技能的大专生及大学生提供短期课程。通过与多家技术企业和高等教育机构合作，培养专业数据技术工程师。

截至 2025 年 6 月底，新华计算机及华信智原合计拥有 56 所学校。2025 年上半年，平均培训人次/客户注册人数为 36,915 人次，同比-6.8%；新培训人次/新客户注册人数为 14,038 人次，同比+6.4%；每名学生/客户年平均学费 1.99 万元，同比+4.0%；实现收入 3.67 亿元，同比-3.0%，占总营收的 16.78%。

#### ➤ 汽车服务

**万通汽车教育**：成立于 2001 年，专注于提供汽车维修技能以及汽车商务等其他汽车服务的实训。

截至 2025 年 6 月底，万通汽车拥有 43 所学校。2025 年上半年，平均培训人次/客户注册人数为 42,667 人次，同比+6.3%；新培训人次/新客户注册人数为 21,544 人次，同比+9.3%；每名学生/客户年平均学费 2.31 万元，同比+3.1%；实现收入 4.92 亿元，同比+9.6%，占总营收的 22.52%。

#### ➤ 时尚美业

**欧曼谛时尚美业教育**：成立于 2020 年，主要专注于培养高技能时尚美业人才。

截至 2025 年 6 月底，欧曼谛时尚美业拥有 8 所学校。2025 年上半年，平均培训人次/客户注册人数为 6,005 人次，同比+76.2%；新培训人次/新客户注册人数为 3,850 人次，同比+34.1%；每名学生/客户年平均学费 2.56 万元，同比+8.0%；实现收入 0.77 亿元，同比+90.2%，占总营收的 3.52%。

表 2：公司各品牌情况

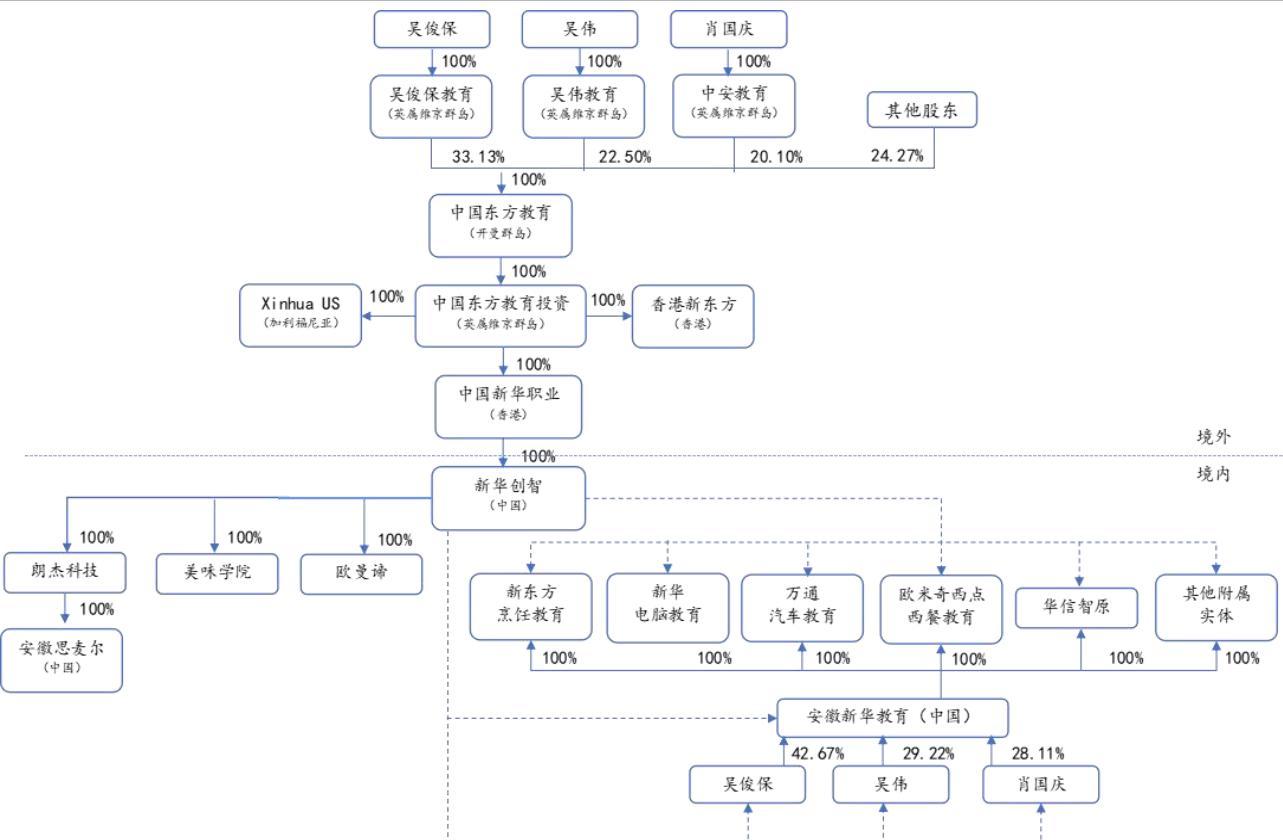
主要业务	25H1 新培训人次	25H1 平均培训人次	25H1 每名学生年平均学费/同比(万元)	25H1 收入/同比(亿元)	占总营收
烹饪技术	36,489	61,732	3.32/+2.9%	10.24/+11.4%	46.9%
西点西餐	7,600	5,498	6.62/-3.6%	1.82/+14.3%	8.3%
信息技术及互联网技术	14,038	36,915	1.99/+4.0%	3.67/-3.0%	16.8%
汽车服务	21,544	42,667	2.31/+3.1%	4.92/+9.6%	22.5%
时尚美业	3,850	6,005	2.56/+8.0%	0.77/90.2%	3.5%

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 公司股权架构

公司股权结构稳定，前三大股东吴俊保、吴伟、肖国庆为堂兄弟关系，分别持股 33.13%、22.50%、20.10%。公司通过 VIE 架构上市，外商控股公司为新华创智，其通过多项独家业务合作和购买等结构性合约协议控制安徽新华教育、新东方烹饪、新华电脑、万通汽车、欧米奇、华信智原等公司。同时，吴俊保、吴伟、肖国庆联合控股安徽新华教育，分别持股 42.67%、29.22%、28.11%。

图 1：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 1.3 公司财务分析

从收入端看，2015-2019 年，公司营业收入呈增长趋势，CAGR 达 20.89%，收入增长主要由培训人次所驱动，当中新东方烹饪贡献主要收入，信息及技术服务业务增长最快，其次是汽车服务和西点西餐业务。2020-2022 年，公司营收增长有所放缓，主要受外部因素影响，线下开课受限导致招生承压，同时面临普高及公办中职的分流。面对经营环境的变化，公司及时调整业务策略，2023 年以来营收恢复增长。

2025H1，公司实现收入 21.9 亿元，同比增长 10.2%。当中烹饪技术/西点西餐/

信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业分别实现收入10.24/1.82/3.67/4.92/0.77亿元，同比+11.4%/+14.3%/-3.0%/+9.6%/+90.2%。

2025H1，公司平均培训人次同比增长5.5%至152,817人次，当中烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业平均培训人次分别为61,732/5,498/36,915/42,667/6,005人次，同比+8.3%/+18.5%/-6.8%/+6.3%/+76.2%。

2025H1，公司新培训人次同比增长7.1%至83,521人次，当中烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业新培训人次分别为36,489/7,600/14,038/21,544/3,850人次，同比增长5.2%/0.7%/6.4%/9.3%/34.1%。

2025H1，公司平均学费同比增长4.3%至2.69万元，当中烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业平均学费分别为3.22/6.87/1.91/2.24/2.37万元，同比+2.9%/-3.6%/+4.0%/+3.1%/+8.0%。

图2：公司营收及同比变化

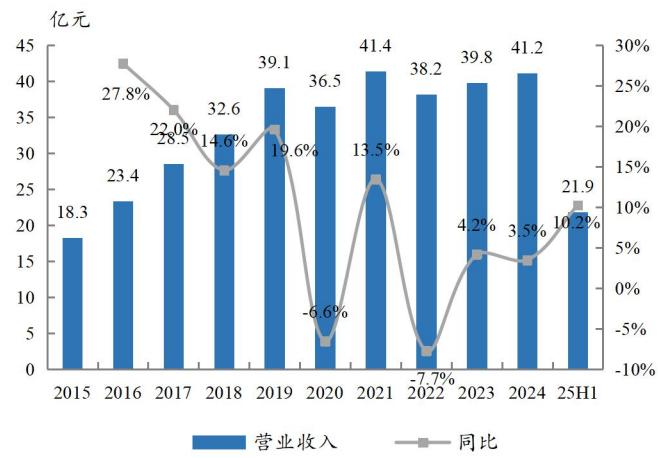
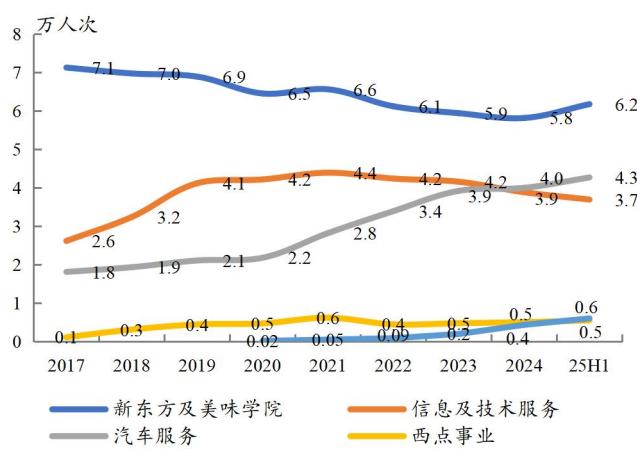


图3：公司收入结构变化



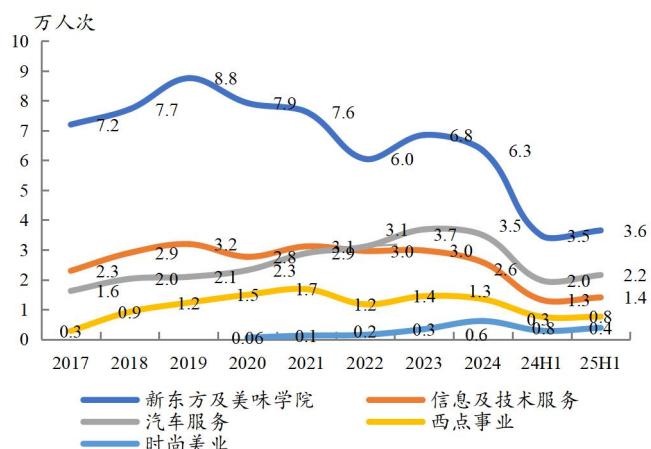
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图4：公司平均培训人次变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图5：公司新培训人次变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

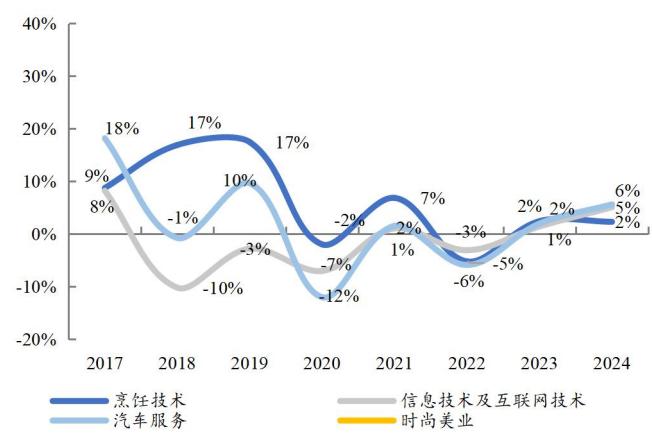
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 6: 公司平均学费情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 7: 公司平均学费同比情况

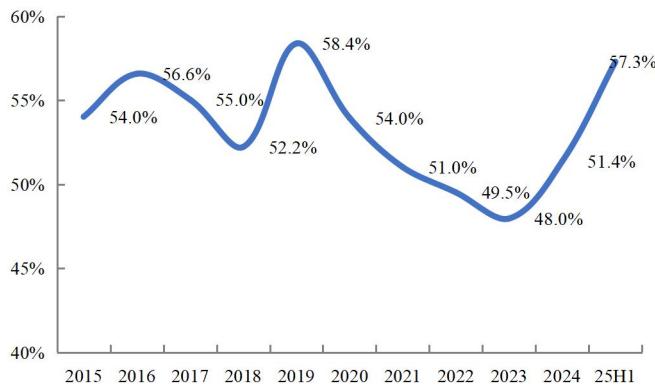


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**毛利率方面**，2015-2019 年，公司毛利率在 50%以上波动，2020-2022 年，受外部环境影响，毛利率持续下滑。面对经营压力，公司进行战略调整，收入增长带动规模效应，叠加成本端降本增效，毛利率开始改善，2023/2024 年毛利率分别为 48.0%/51.4%。2025H1，公司毛利率为 57.3%，同比提升 4.3 个百分点，当中烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业毛利率分别 +5.2/+6.6/+3.5/+0.6/+8.8 个百分点。

**费用率方面**，近年来持续保持优化趋势。2022/2023/2024 年公司销售费用率分别为 24.8%/26.1%/23.7%，管理费用率分别为 13.4%/13.3%/12.3%，财务费用率分别为 4.1%/3.5%/2.9%。2025H1，公司销售/管理/财务费用率分别为 22.5%/10.8%/2.5%，同比-0.94/-2.11/-0.6 个百分点，得益于公司对费用投放实施精准管控。

图 8: 公司毛利率变化



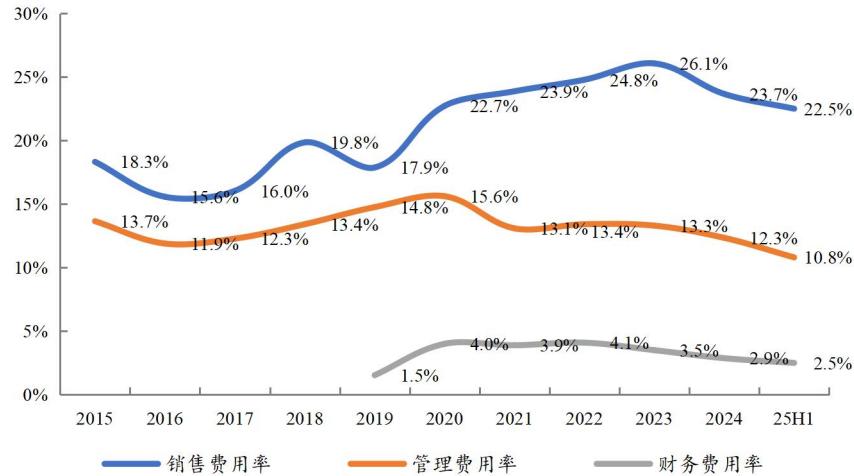
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 9: 公司各品牌毛利率变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 10：公司费用率变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

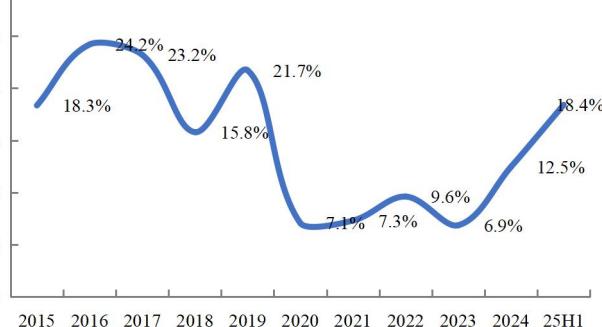
**净利润方面**，受益于公司向区域中心战略转型，以及成本端和费用端的优化，2024年净利率水平开始回升，2024年公司实现净利润5.1亿元，同比+88.0%，净利率同比+5.6个百分点至12.5%。2025H1，公司实现净利润4.0亿元，同比+48.4%，净利率18.4%，同比+4.7个百分点。

图 11：公司净利润及同比变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 12：公司净利率变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

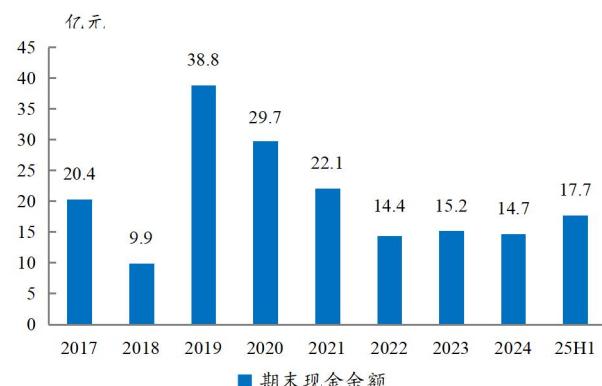
**现金流方面**，公司现金储备充足，截至2025H1，账上现金为17.7亿，支持公司持续稳定的分红。2025年3月27日，公司董事会批准就截至2025年、2026年及2027年12月31日止财政年度，每年以现金方式向股东分派的股息，将占当年股东应占净利润不少于60%，反映公司对股东回报的重视，以及对业务发展和前景的信心。

图 13：公司现金流量变化



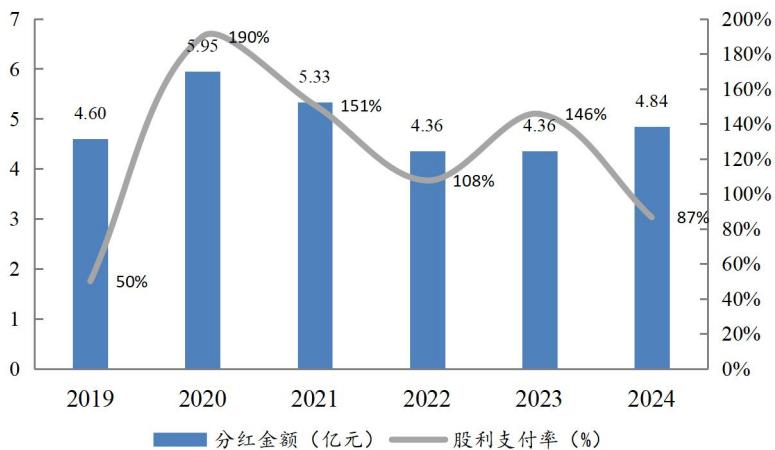
资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 14：公司期末现金余额



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 15：公司历年分红情况



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 2. 行业：就业市场结构分化，职业教育需求不减

### 2.1 行业概况：普职分流大趋势，强者为王

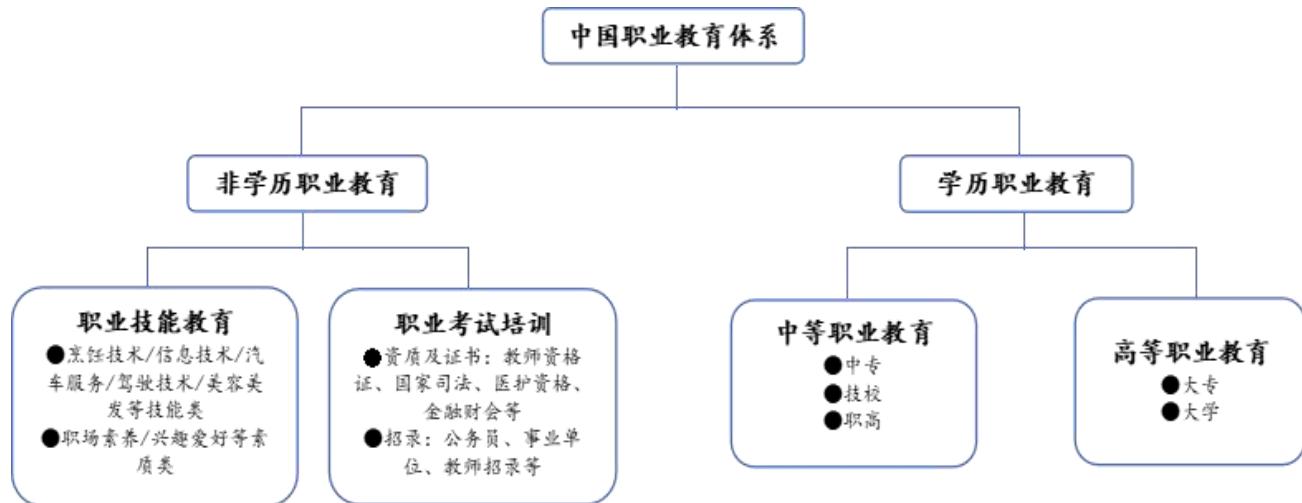
职业教育是指为了培养高素质技术技能人才，使受教育者具备从事某种职业或者实现职业发展所需要的职业道德、科学文化与专业知识、技术技能等职业综合素质和行动能力而实施的教育。

从办学类型来看，可分为学历职业教育和非学历职业教育。学历职业教育分为中等职业学校教育和高等职业学校教育，中等职业学校教育由高级中等教育层次的中等职业学校（含技工学校）实施，高等职业学校教育由专科、本科及以上教育层次的高等职业学校和普通高等学校实施；非学历职业教育由职业考试

培训和职业技能培训两部分构成。

- **中等职业学校教育**：属于高中阶段教育，包括职业高中、普通中专、成人中专、技工学校（含技师学院）四类学校，其中，技工学校归人社部门管理，职业高中、普通中专和成人中专归教育部门管理，毕业后可取得中职学历。
- **高等职业学校教育**：属于职业教育体系中的高层次教育，包括高等职业专科教育、高等职业本科教育、研究生层次职业教育，是高等教育发展中的一个类型。
- **职业考试培训**：通过某个特定职业的资格考试，获取相应职业资格证书或技能等级证书，而提供的针对性教学和辅导服务，如公务员、事业单位等招录类考试，国家司法、教师资格等资格类考试。
- **职业技能培训**：是一种以就业为导向，旨在教授学习者从事特定职业或完成特定工作任务所必需的实操技术、专业知识和工作规范的应用型培训。如烹饪技术、IT技术、美容美发等技能类培训。

图 16：中国职业教育体系概览



资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

表 3：中等职业教育分类

	职高	中专	技校
名称	名称为某某职业中学	名称为某某中等专业学校	名称为某某技工学校或技师学校
招生群体	招收应届初中毕业生	招收应届初中毕业生	招收初中及以上学历均可报名
学习内容	文化课（为主）+专业课（升学为目的）	文化课+专业课（介于职高和技校之间）	专业课（为主）+文化课（就业为目的）
毕业证书	教育局颁发中专证书	教育局颁发中专证书	人社局颁发技工证（等同中专学历）
升学方式	普通高考、对口高考、高职单招	普通高考、对口高考、高职单招	普通高考、对口高考、高职单招

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

表 4：民办和公办中职对比

	公办中职	民办中职
办学主体	由国家和地方政府设立	由社会团体或个人创办
资金来源	依靠财政拨款维持运作	来自学费、企业投资或捐赠
学费	学费很低甚至免费	学费较高
师资特点	教师队伍稳定，多为编制内教师，教学经验丰富，流程规范。	师资更多元，可能高薪聘请行业精英或企业资深人士授课，更贴近市场实战。
硬件与教学资源	设备更新周期较长，实训基地多依赖政府项目。	主动采购先进实训设备，并与企业合作建立定向培养基地。

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 普职政策大趋势，考验职教学校竞争力

近年来，我国政策开始支持增加普通高中学位，因此普高升学比例持续提升。受普高的分流影响，中职招生面临压力。在此背景下，传统公立职业教育学校因与政策导向偏离而竞争力下降，尤其是那些办学质量不佳、教学设施陈旧、专业与市场需求偏离的学校，将逐步退出市场。

根据教育部数据，近十年我国普高学校数量和在校生人数稳步提升，2024年分别为15800所/2922万人，2015-2024期间CAGR为1.98%/2.33%，而中职学校数量和在校生人数呈现递减趋势，2024年分别为6862所/2922万人，2015-2024年CAGR为-5.30%/-3.27%。

我们认为，随着普高升学比例的提升，职教的招生更加考验学校的竞争力，具有雄厚的师资能力、突出的专业资质，以及卓越的教研实力等优势的学校更容易突出重围，将抢占更多市场份额。

表 5：我国普职相关政策

年度	政策
2015	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》首次明确提出：“普及高中阶段教育”，作为提升国民素质和建设人力资源强国的重要举措。
2016	教育部等四部门印发《高中阶段教育普及攻坚计划（2017-2020年）》强调“普职招生规模大体相当”（即普职比约5:5），但同时要求扩大普通高中教育资源，尤其在人口大省和贫困地区；提出通过新建、改扩建学校、扶持薄弱县中等方式增加学位。
2018	国务院办公厅印发《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》要求“扩大普通高中教育资源供给”，改善办学条件；明确提出“消除大班额”“加强县域高中建设”等。
2021	《“十四五”公共服务规划》提出“优化高中阶段教育结构”，未明确打破普职比，但允许地方根据实际调整；鼓励“多样化、特色化”普通高中发展。
2023	教育部等八部门印发《新时代基础教育扩优提质行动计划》明确提出：“扩大优质普通高中教育资源覆盖面”；推动“县中托管帮扶”“高中学位挖潜扩容”；首次在国家级文件中弱化“严格5:5普职比”，转向“合理确定比例”。
2025	2025年1月，《教育强国建设规划纲要（2024-2035年）》发布，明确要求：“加快扩大普通高中教育资源供给”；建立与人口变化相适应的教育资源动态调配机制；提出“到2030年显著提高普高比例”的远景目标。 2025年12月，中央经济工作会议明确提出：“增加普通高中学位供给和优质本科招生”，标志着国家正式放弃僵化的5:5普职比分流，转向以学生发展需求为导向的教育供给改革。

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

图 17：普高及中职学校数量及同比变化



资料来源：教育部、国元证券经纪（香港）整理

图 18：普高及中职在校人数及同比变化



资料来源：教育部、国元证券经纪（香港）整理

➤ 青年群体就业压力仍较大，蓝领迎来“技能红利”转型

普通高中录取率持续提升的背景下，普高毕业生人数持续创新高。2024 年约 891 万普通高中毕业生，创十年内新高。高考人群由普高毕业生，中职毕业生和其他学生（主要是复读学生）构成。受高中阶段毕业生人数增长推动，高考人数持续增加。2025 年高考报名人数达到 1335 万人，近 3 年 CAGR 为 3.8%。同时，大学招生数增长缓慢，2024 年招生 1069 万人，近 3 年 CAGR 不到 1%。

根据国家统计局数据，我国青年群体（16-24 岁）失业率显著高于其他年龄段群体，由 2024 年 1 月的 14.6% 上升到 2025 年 11 月 16.9% 的高位，在就业压力下，一部分青年群体需寻求职业技能培训提升就业竞争力。

图 19：高考报名人数趋势



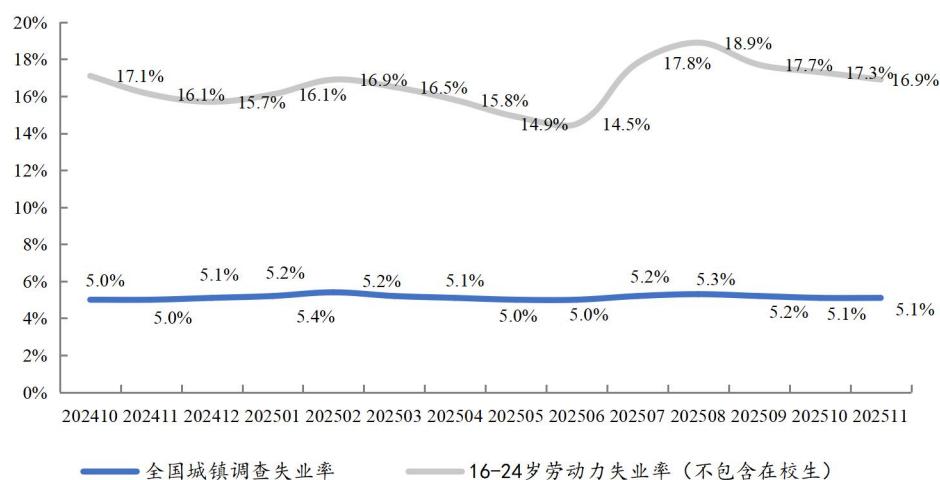
图 20：大学生招生数趋势



资料来源：教育部、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：教育部、国元证券经纪（香港）整理

图 21：全国城镇调查失业率



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

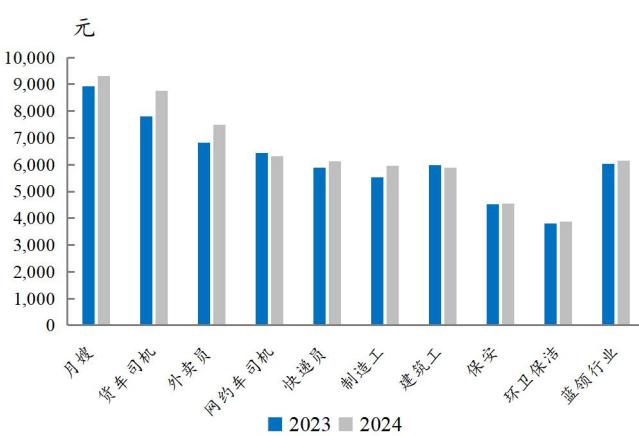
根据《2024年中国蓝领就业调研报告》，2024年，我国蓝领就业规模为4.25亿人，总量趋缓，但细分高端岗位增速高达15%。预计2030年蓝领规模回调至3.8-4.0亿人，高技术及高端服务岗位占比超60%，形成“量减质升”的新格局。薪资方面，2013-2024年，蓝领月均收入累计增长114.4%，年均CAGR为7.2%，白领月均收入累计增长35.2%，年均CAGR为2.8%。蓝领薪资增速为白领的2.6倍，蓝领和白领收入差距从2013年的2.17倍缩窄至2024年的1.37倍，蓝领就业的收入获得感逐步增强。

从主要蓝领群体的收入看，当中货车司机/外卖员/制造工涨幅居前，2024年月均收入为8751/7496/5970元，分别同比+12.32%/10.02%/7.80%。整体来看，物流、外卖等领域凭借数字化提升效率，制造业依托新兴领域的发展，催生高技能需求崛起，成为收入增长极。

图 22：蓝领与白领群体月均收入对比



图 23：主要蓝领群体月均收入变化



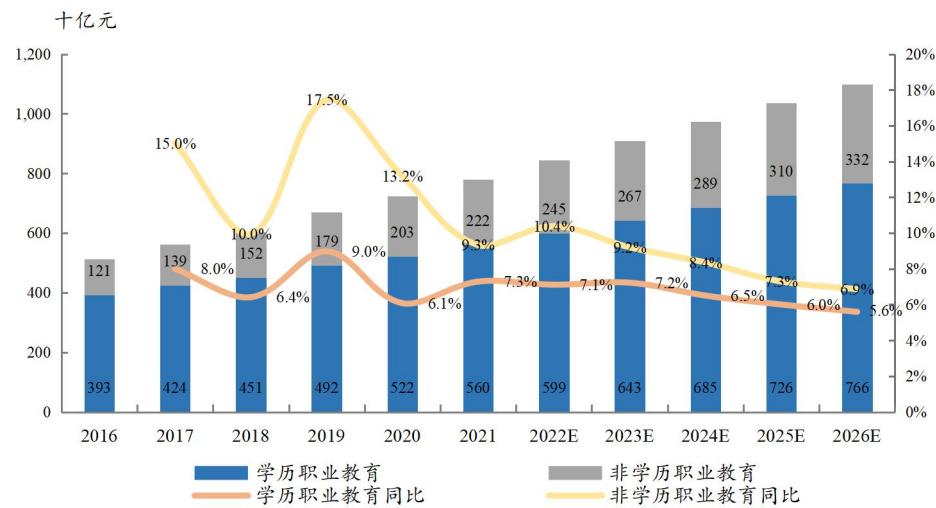
资料来源：中国新就业形态中心、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：中国新就业形态中心、国元证券经纪（香港）整理

## 2.2 行业规模：职业教育万亿市场，新兴赛道需求崛起

**职业教育万亿市场规模，非学历职业教育增长更快。**据弗若斯特沙利文数据，中国职业教育市场规模由2016年的5167亿元预计上升至2026年的1.1万亿元，CAGR达7.8%；其中，非学历职业教育规模增长更快，从2016年的1205亿元预计达到2026年的3317亿元，占比由2016年的23%上升到2026年的30%，CAGR达10.7%。非学历职业教育正在成为增长核心引擎，驱动行业活力，而学历职业教育作为基本盘持续稳步扩容，由2016年的3962亿元预计增加到2026年的7662亿元，CAGR达6.9%。

图 24：职业教育市场规模及同比变化



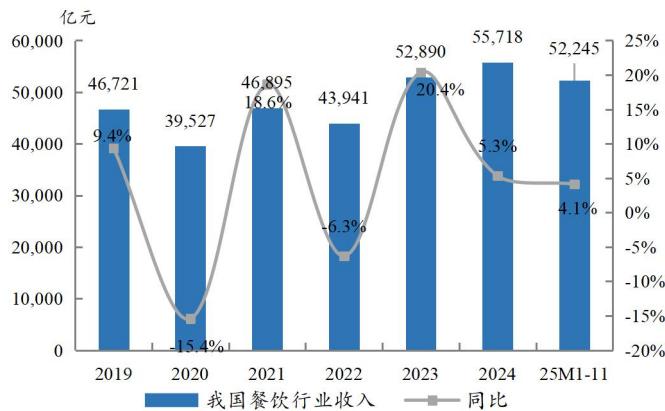
资料来源：弗诺斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

#### 烹饪、汽修等职教需求稳健增长，美业等新赛道崛起：

- **烹饪技术：**我国餐饮行业规模稳步增长，根据国家统计局数据，我国餐饮行业收入规模从 2019 的 46721 亿元上升到 2024 年的 55718 亿元，CAGR 达 3.58%。在餐饮连锁化率提升的趋势下，全国连锁餐饮门店总数从 2019 的 34356 个上升到 2024 年的 72829 个，CAGR 达 16.21%。市场对烹饪人才的需求不减，餐饮行业从业人员数量从 2019 的 253 万人上升到 2024 年的 361 万人，CAGR 达 7.36%。
- **汽修服务：**根据工业和信息化部等三部门发布的《制造业人才发展规划指南》，2025 年，节能与新能源汽车人才总量预计达到 120 万人，但人才缺口高达 103 万人，其中新能源汽车售后服务人才缺口占 80%，约为 82.4 万人，目前全国从事新能源维修的技工不足 10 万人。根据普华永道数据，我国乘车后市场维保业务产值由 2020 年的 9.8 亿元预计增长到 2025 年的 13.5 亿元，GAGR 为 6.50%，呈增长趋势。
- **信息技术服务：**根据国家统计局数据，我国信息传输、计算机服务和软件业就业人员数量（城镇非私营）从 2019 年的 455 万人增长至 2024 年的 767 万人，CAGR 为 11.0%。
- **美容服务：**美容、美发、美甲、化妆造型等在内的美业赛道朝着需求多样化的发展趋势。根据艾媒中心数据，美容行业市场规模由 2019 年的 3513 亿元预计上升至 2025 年的 4459 亿元，CAGR 达 4.05%，其中生活美容市场规模增长较快，从 2019 年的 2133 亿元预计上升至 2025 年的 3815 亿元，

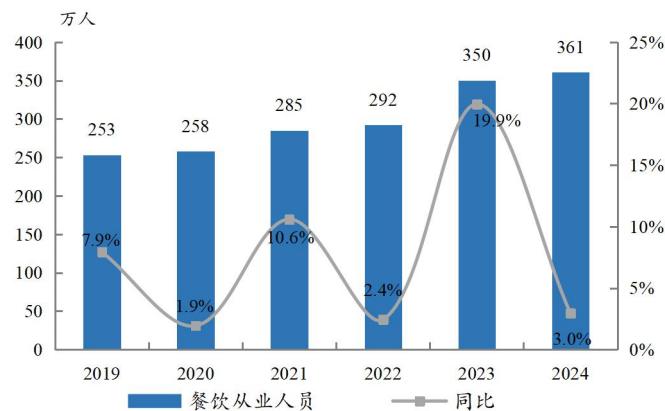
CAGR 达 10.18%。（注：生活美容是指运用化妆品和非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的诸如皮肤护理、按摩等带有保养或保健性的非侵入性的美容护理。）

图 25：我国餐饮行业收入规模及同比变化



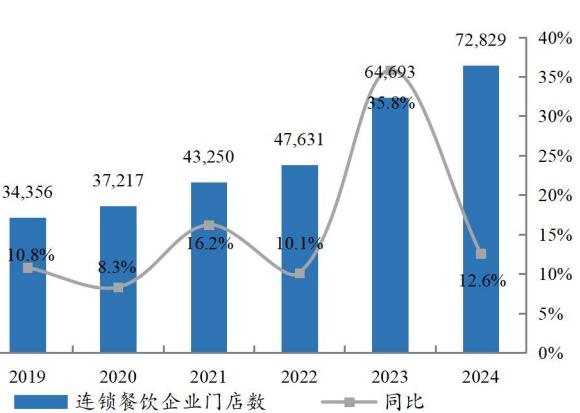
资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 27：我国餐饮从业人员数量及同比变化



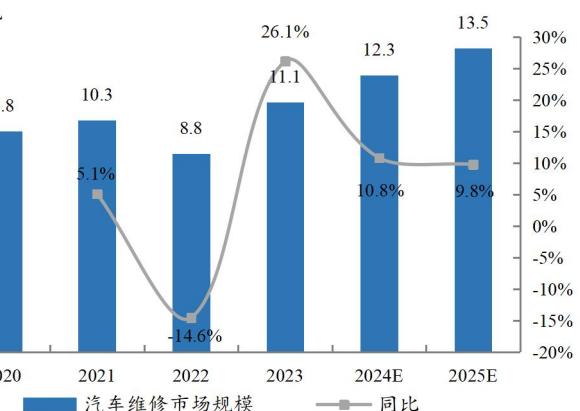
资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 26：我国连锁餐饮门店总数及同比变化



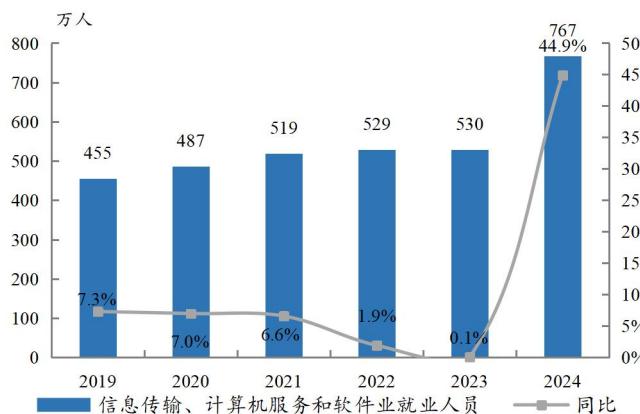
资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 28：我国汽车维修市场规模及同比变化



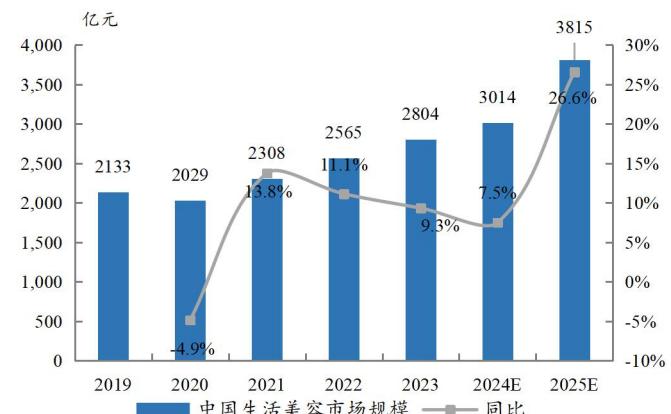
资料来源：普华永道、国元证券经纪（香港）整理

图 29: 我国信息传输、计算机服务和软件业就业人员(城镇非私营)及同比变化



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 30: 我国生活美容市场规模及同比变化



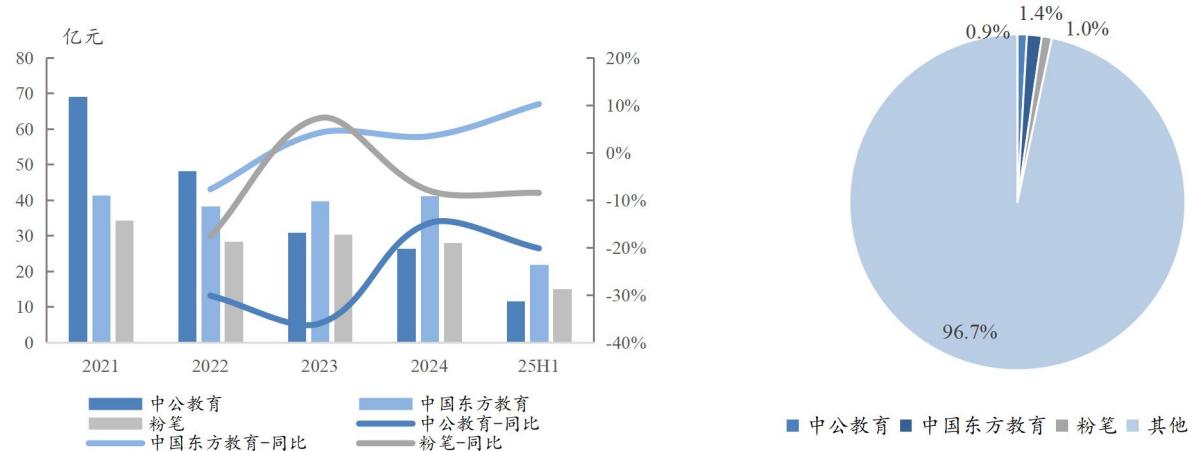
资料来源：艾媒咨询、国元证券经纪（香港）整理

### 2.3 竞争格局：细分市场竞争格局不一，职业技能培训赛道集中度分散

我国职业教育行业市场集中度低，以非学历职业教育为例，上市的相关企业有以考公培训为主的中公教育和粉笔，以及以职业技能培训为主的中国东方教育。根据华经产业研究院数据，2021 年按收入计，前五大市场参与者总市场份额为 8%，其中排名前三的分别为中公教育、中国东方教育和粉笔，市场占比分别为 3.1%、1.8% 和 1.4%。若以 2024 年非学历职业教育市场规模和上市公司营收来推算，我们预计中国东方教育、粉笔、中公教育的市占率分别为 1.4%、1.0%、0.9%。

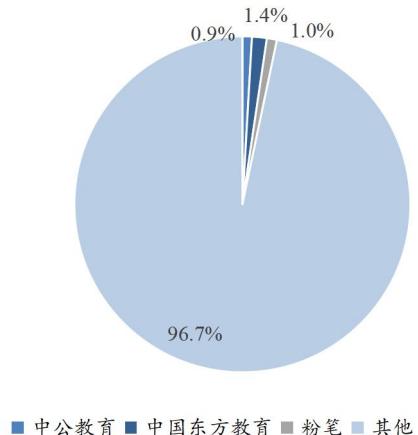
若拆分非学历职业教育赛道，各细分市场竞争格局不一。如：（1）公考培训市场集中度较高，中公教育、粉笔、华图教育等巨头占据较大市场份额，形成寡头格局，在研发能力、教学质量、品牌影响力等方面具有明显优势。（2）职业技能培训市场集中度分散。烹饪领域，当前新东方烹饪学校较为知名，其他多为地方性院校，规模小，标准化程度低。汽修领域，北京万通汽修学校和北方国际汽车教育等机构规模较大，北京万通汽修现有 40 多所学校，北方国际汽车教育拥有超百所院校。IT 领域，以北大青鸟、新华电脑教育、达内科技、八维教育等机构较为知名。

图 31：中公教育、粉笔和中国东方教育营收对比



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 32：非学历职业教育市占率预测（2024 年）



资料来源：Wind、弗诺斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

### 3. 职教龙头重教学高就业，区域中心战略驱动盈利增长

#### 3.1 深耕职教三十余载，强品牌重教学高就业

受益于在职教领域日积月累的深耕，公司旗下各品牌知名度不断提升，成为各细分领域绝对龙头培训机构。以新东方烹饪教育为例，品牌从最开始的传统电视广告营销，再到抖音、小红书等新媒体渠道营销，并通过演绎《舌尖上的 24 节气》，设计、出版《舌尖上的 24 节气》书籍等多种方式，打造完整品牌 IP。多年来，公司在全国各类烹饪大赛中取得优异成绩，包括“满汉全席金奖”、“中国厨师节展台金奖”、“中华金厨奖”、“中国名宴奖”等，在烹饪领域具有品牌保证。同时，公司依托强大的教学研发机构-烹饪教育研究院（北京），以市场为中心，重视国际交流合作，开设符合行业需求的多个专业。

公司深入产教融合，重视人才培养，与行业龙头企业建立深度合作关系，确保教学与实际工作需求紧密结合。如万通汽车教育与清华大学苏州汽车研究院等多家企事业单位，就人才培养、新能源汽车技术等展开交流研讨、签署人才培养合作协议，并与京东联合举行仓配客一体化实训实战基地等。公司通过这种深度的产教融合模式，不仅提升了学生的实践能力，还大幅提高了毕业生的就业率。

根据最新数据，公司旗下各品牌的平均就业率保持在 90% 以上，新东方烹饪/万通汽车/欧曼谛的就业率超 95%。此外，公司在教学过程中注重学生的职业素养培养，通过模拟真实工作场景、引入企业导师制等方式，帮助学生快速适应

职场环境。这种以就业为导向的教学模式，使得公司在职业教育领域建立了良好的口碑，进一步巩固了其市场地位。同时，公司还积极拓展国际市场，与多所海外院校建立合作关系，为学生提供更广阔的发展平台。通过持续优化教学质量和就业服务，公司在职业教育领域的竞争力不断提升，为其长期稳定发展奠定了坚实基础。

图 33：新东方烹饪品牌小红书运营



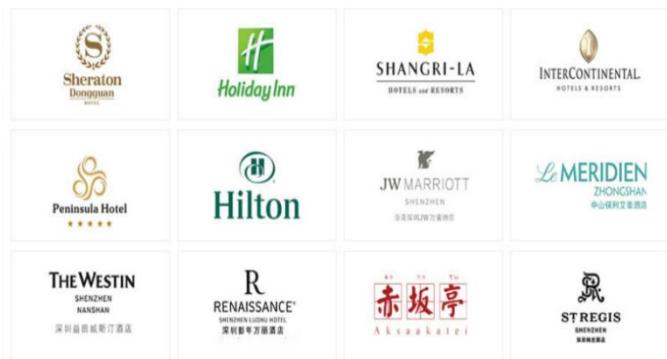
资料来源：小红书、国元证券经纪（香港）整理

图 35：万通汽车教育分组实训教学



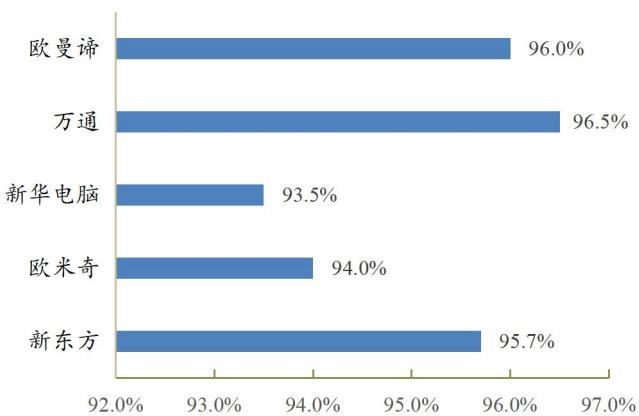
资料来源：万通汽车官网、国元证券经纪（香港）整理

图 34：新东方烹饪校企合作展示



资料来源：深圳新东方烹饪官网、国元证券经纪（香港）整理

图 36：公司各品牌引荐就业率（2025H1）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.2 洞察市场需求，驱动新增量

为应对普高政策下的初中生源分流影响，以及公办中职院校转向以升学为导向，分流了部分生源，公司开始寻求变化，积极提升办学层次，布局职教升学赛道，并针对现有专业和课程时长进行优化调整。

2025 年 7 月，公司全资拥有的贵阳新东方烹饪高级技工学校已经由贵州省人民

政府正式升格为贵州新东方烹饪技师学院，连同 2024 年升格的安徽万通技师学院及 2025 年 1 月收购的山西冶金技师学院，公司目前拥有 3 所技师学院。技师学院相对技工学校和高级技工学校的招生生源更广，毕业待遇更优，一方面公司可以丰富专业和课程品类，另一方面也更加巩固公司在职教领域的地位。

截至 2025H1，公司拥有 5 所高级技工学校，分别为海南新东方烹饪高级技工学校、成都新东方烹饪高级技工学校、江西万通汽车高级技工学校、安徽新华高级技工学校和安徽新东方烹饪高级技工学校。公司自 2022 年起布局职教升学赛道，但因须具备中职学历牌照、场地分割及升学率等条件，公司多数学校 2024 年才加入该赛道，预计 2026 年或 2027 年招生效果逐步显现。

表 6：技工学校、高级技工学校、技师学院对比

	技工学校	高级技工学校	技师学院
办学层次	中等职业教育 (相当于高中阶段教育)	高等职业教育 (相当于大专层次教育)	高等职业教育的高层次部分 (相当于本科层次教育)
培养目标	培养中级技术工人	培养高级技术工人	培养预备技师和技师
招生对象	初中毕业生	高中、中职毕业生	高级技工学校、高职毕业生； 高中、中职毕业生
毕业证书	中级职业资格证书，同时获得技工学校毕业证书。	高级职业资格证书，同时获得高级技工学校毕业证书。	预备技师资格证书，在工作岗位上积累一定年限后，可通过评审获得技师职业资格证书。
毕业待遇	其培养层次等同于中专学历，但更侧重于单一工种的实操技能。	高级工班毕业生在就业、工资定级、职称评定等方面，享受与大专学历同等待遇。	预备技师（技师）班毕业生在就业、工资定级、职称评审、参军入伍等方面，享受与本科毕业生同等待遇。

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

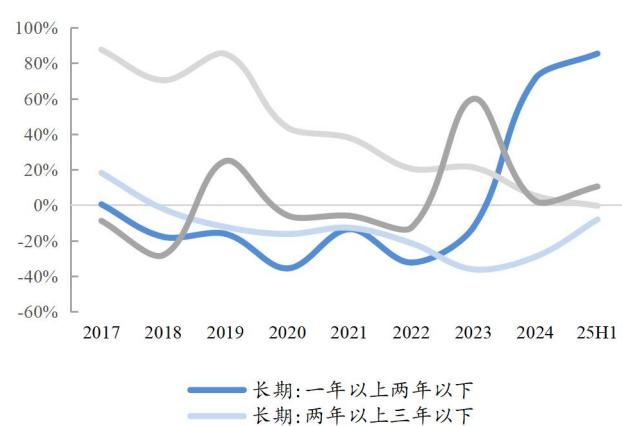
**15 个月学制布局，招生效果明显。**2024 年以来，公司重点布局 15 个月学制，主要是针对高考落榜生及中职未升学需就业的毕业生，该群体因学习习惯较弱、短期培训无法满足企业用工需求，需通过 15 个月课程提升技能，以实现高薪就业。目前该学制已经覆盖 IT、汽车、烹饪、美业四大板块，其招生效果明显，2025 年上半年 1-2 年学制平均培训人次同比+85.4%，后续预计将增加更多该学制的专业。

图 37：公司不同学制平均培训人次占比变化



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

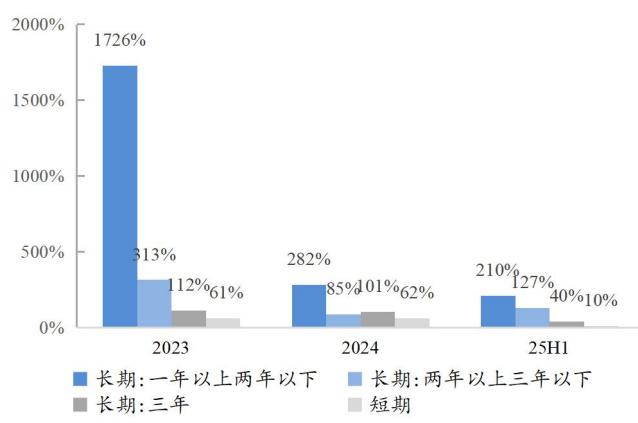
图 38：公司不同平均培训人次学制同比变化



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

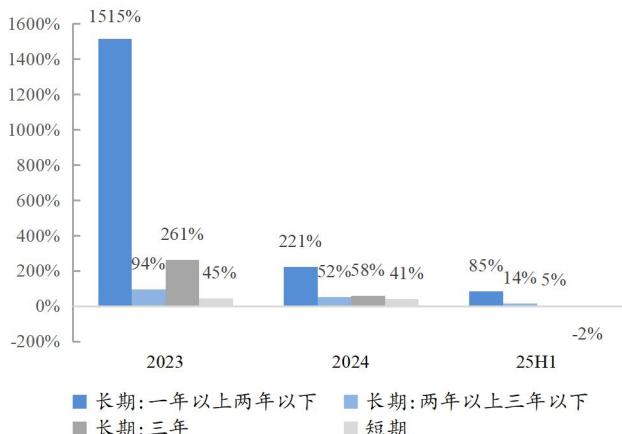
前瞻布局美业赛道，打造差异化。公办中职开设较少美业专业，且课程多数少于12个月，公司2020年开始加入时尚美业赛道，现有欧曼谛品牌，课程时长兼具短期和长期，弥补现有市场的不足，形成与公办学校的差异化竞争优势。欧曼谛品牌开设以来，规模稳步扩张，2025上半年，实现收入7699.6万元，同比+90.2%。

图 39：欧曼谛品牌不同学制平均培训人次同比变化



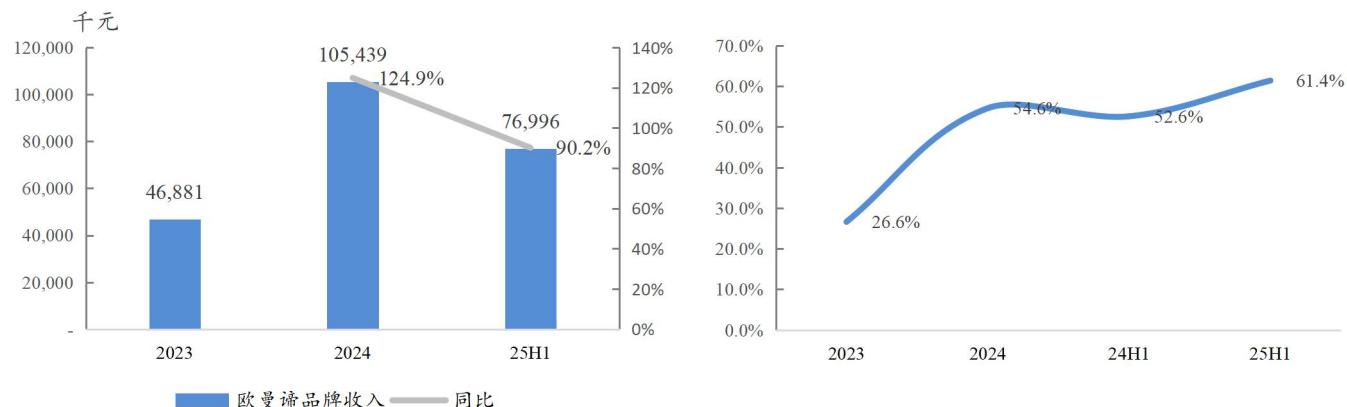
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 40：欧曼谛品牌不同学制新培训人次同比变化



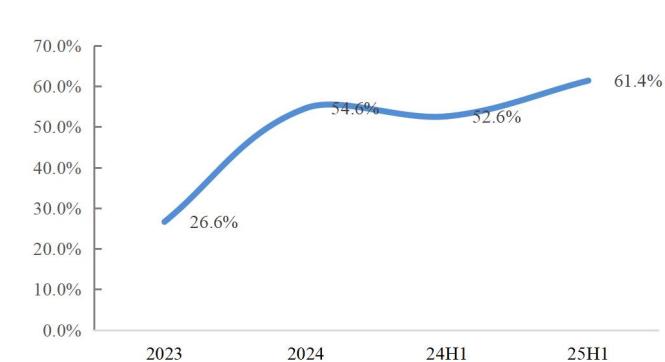
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 41：欧曼谛品牌收入及同比变化



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 42：欧曼谛品牌毛利率变化



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.3 区域中心战略，持续释放盈利空间

2019年上市时，公司在招股书中提出将募集资金的45%用于实施区域中心战略，当时规划的是在北京、上海、广州、成都及西安建设5大区域中心，为旗下7大品牌的学校提供完善的教学及培训实践设施。随着市场环境的变化，区域中心建设的地理区域与前期规划有所差异，目前除安徽成熟区域中心外，公司已布局的区域中心有四川、山东、贵州、河南、江苏、江西6个省份。公司计划未来在全国建成8-10个区域中心职教产业园。

当前区域中心的布局主要基于：一是符合国家职业教育提质培优政策方向；二是通过区域中心实现资源调控；三是选择人口大省、职教大省及劳务输出/引进大省的省会城市，这些地区具备适龄人口优势、政府政策支持及财务可行性。区域中心建设模式采用搬迁替代新建，仅在传统烹饪、汽车、电脑等现有学校在校生超1万人的区域建设，通过搬迁对冲租赁成本，不影响当年利润。

目前已建成或逐步建设的区域中心共7个，现有在校生近6万，未建部分预计还有6万人容量空间，未来收入随招生增长将逐步释放。同时，区域中心有效整合不同品牌，可以共用公共基础设施，共享教学资源，固定成本将会得到优化，形成规模效应，提升盈利能力。

图 43：公司区域中心职教产业园展示



资料来源：公司公众号、国元证券经纪（香港）整理

表 7：公司已投入运营或竣工区域中心情况

	占地面积（亩）	计划投资（亿元）	建设进度
安徽合肥	938	25	成熟校区，已投入运营
四川成都	300（一期）	50	一期已投入运营
山东济南	300（一期） 150（二期）	50	一期已投入运营； 2025年10月二期竣工
贵州贵阳	248（一期）	15	一期已投入运营
河南郑州	300（一期）	28	一期已投入运营
江苏南京	182（一期）	32	2025年12月一期竣工

资料来源：公开市场资料、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 4. 盈利预测与投资建议

我们将公司按业务划分进行预测：

- **烹饪技术：**预计公司烹饪业务延续良好增长趋势，新东方烹饪受益于招生稳健增长以及 1-2 年学制平均学费的提升，欧米奇西点西餐受益于招生数

量的增长，预计 2025/2026/2027 年营收分别为 25.7/28.7/32.0 亿元，同比 +13.6%/+11.9%/+11.4%。

- **信息技术及互联网技术：**IT 专业三年制课程短期仍受到初中生源基本盘收缩影响而下滑，随着公司布局升学赛道，后续将会逐步恢复，预计 2025/2026/2027 年营收分别为 7.21/7.30/7.61 亿元，同比-5.4%/+1.3%/+4.2%。
- **汽车服务：**万通汽车受益新增智能制造、大交通、机电、数控等新兴专业，支撑收入稳步增长，预计 2025/2026/2027 年营收分别为 9.91/10.70/11.48 亿元，同比+8.7%/+7.9%/+7.3%。
- **时尚美业：**欧曼谛受益赛道景气度高及公办学校开设相关课程较少，预计保持快速增长，2025/2026/2027 年营收分别为 1.99/3.24/4.61 亿元，同比 +89.2%/+62.4%/+42.5%。

毛利率方面，考虑到公司业务恢复增长，当前成本端基本稳定，规模效应逐步显现，毛利率有上升空间，我们假设 2025/2026/2027 年公司毛利率分别为 55.6%/57.0%/58.0%。

费用率方面，公司对销售费用率和管理费用率实现精准管控，我们假设 2025/2026/2027 年公司销售费用率分别为 22.5%/21.5%/20.5%、管理费用率分别为 10.5%/10.0%/9.6%。

表 8：公司收入预测拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、烹饪技术	2245	2262	2569	2874	3201
同比	0.1%	0.7%	13.6%	11.9%	11.4%
占营收比例	56.43%	54.95%	56.43%	56.71%	56.72%
2、信息技术及互联网技术	777	763	721	730	761
同比	-0.5%	-1.8%	-5.4%	1.3%	4.2%
占营收比例	19.53%	18.53%	15.84%	14.41%	13.49%
3、汽车服务	847	912	991	1070	1148
同比	17.8%	7.7%	8.7%	7.9%	7.3%
占营收比例	21.28%	22.16%	21.78%	21.11%	20.34%
4、时尚美业	47	105	200	324	462
同比		124.9%	89.2%	62.4%	42.5%
占营收比例	1.18%	2.56%	4.38%	6.40%	8.18%
4、其他	63	74	71	70	72
同比	-18.0%	17.7%	-3.8%	-2.6%	3.1%
占营收比例	23.13%	14.48%	9.05%	7.07%	6.01%
营业收入	3979	4116	4552	5067	5643
同比	4.2%	3.5%	10.6%	11.3%	11.4%
毛利	1908	2115	2531	2888	3273
毛利率	48.0%	51.4%	55.6%	57.0%	58.0%
归母净利润	273	513	789	984	1192
同比	62.1%	88.0%	53.9%	24.7%	21.2%
净利率	6.9%	12.5%	17.3%	19.4%	21.1%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司作为职教龙头，强品牌重教学高就业深入人心，后续在新兴专业和区域中心的驱动下，业绩增长可期。我们预测公司 2025-2027 年实现收入 45.52/50.67/56.43 亿元，同比增长 10.6%/11.3%/11.4%；归母净利润 7.89/9.84/11.92 亿元，同比增长 53.9%/24.7%/21.2%；对应当前股价的 PE 为 16.5/13.2/10.9 倍，给予目标价 10.05 港元，对应 2026 年 PE 为 20 倍，约 51.3% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 9：同业估值对比（截至 2026 年 1 月 14 日）

行业细分	代码	简称	货币	股价	市值 (亿元)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
K12	9901.HK	新东方-S	HKD	44.76	707	29.2	0.0	19.4	16.8	2.3	0.0	2.3	2.0
K12	3978.HK	卓越教育集团	HKD	3.75	32	15.3	8.6	6.9	5.9	3.7	3.4	2.8	2.3
K12	1769.HK	思考乐教育	HKD	2.08	14	8.9	7.2	5.3	3.8	1.8	1.6	1.2	0.9
职业教育	2469.HK	粉笔	HKD	2.29	51	19.8	19.1	14.6	11.6	3.2	3.1	2.6	2.1
<b>平均</b>						<b>18.3</b>	<b>8.7</b>	<b>11.6</b>	<b>9.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>
职业教育	0667.HK	中国东方教育	HKD	6.64	147	25.4	16.5	13.2	10.9	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 风险提示

- 行业政策波动风险
- 招生不及预期风险
- 行业竞争加剧风险

## 【财务报表摘要】

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,979	4,116	4,552	5,067	5,643	盈利能力	48.0%	51.4%	55.6%	57.0%	58.0%
成本	-2,070	-2,002	-2,021	-2,179	-2,370	毛利率(%)	6.9%	12.5%	17.3%	19.4%	21.1%
毛利	1,908	2,115	2,531	2,888	3,273	净利率(%)	4.9%	8.9%	13.0%	15.2%	17.2%
其他收入	183	152	130	130	130	ROE	0.13	0.24	0.36	0.45	0.55
销售费用	-1,037	-974	-1,024	-1,089	-1,157	EPS	47.7	25.4	16.5	13.2	10.9
研发费用	-17	-12	-11	-11	-11	PE@6.64HKD					
管理费用	-529	-508	-478	-507	-542						
除税前溢利	368	654	1,038	1,294	1,569						
所得税	-95	-142	-249	-311	-377						
净利润	273	513	789	984	1,192						
增长						营运表现					
总收入yoy	4.2%	3.5%	10.6%	11.3%	11.4%	费用/收入(%)	39.8%	36.3%	33.3%	31.7%	30.3%
归母净利润yoy	-25.6%	88.0%	53.9%	24.7%	21.2%	实际税率(%)	25.9%	21.7%	24.0%	24.0%	24.0%
资产负债表						财务状况					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						负债/权益	0.66	0.65	0.65	0.65	0.65
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	收入/总资产	0.43	0.43	0.45	0.47	0.49
固定资产	3,080	3,309	3,375	3,442	3,511	总资产/权益	1.66	1.65	1.65	1.65	1.65
使用权资产	2,226	2,149	2,213	2,280	2,348						
其他	77	58	59	60	61						
非流动资产合计	5,383	5,515	5,647	5,782	5,920						
存货	68	64	68	71	74						
其他金融资产	444	550	550	550	550						
应收账款	324	348	375	405	438						
定期存款	1,551	1,537	1,537	1,537	1,537						
货币资金	1,515	1,467	1,856	2,335	2,912						
流动资产合计	3,908	3,969	4,389	4,902	5,514						
总资产合计	9,291	9,484	10,036	10,683	11,435						
应付账款	681	707	742	779	818						
合同负债	1,324	1,457	1,602	1,762	1,939						
其他流动负债	328	431	453	475	499						
流动负债合计	2,333	2,595	2,797	3,017	3,256						
长期负债合计	1,350	1,140	1,173	1,208	1,243						
股东权益合计	5,608	5,749	6,065	6,459	6,936						
总负债+股东权益	9,291	9,484	10,036	10,683	11,435						
现金流量表						净利润	273	513	789	984	1,192
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						非现金调整	729	741	1,128	1,213	1,303
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	140	90	160	169	184
固定资产						已付所得税	-117	-100	-249	-311	-377
使用权资产						经营活动现金流	1,025	1,244	1,828	2,055	2,303
其他						固定资产	-791	-540	-728	-742	-757
非流动资产合计						其他	597	-12	-172	-177	-182
存货						投资活动现金流	-194	-552	-900	-920	-940
其他金融资产						已付股息	-395	-396	-473	-590	-715
应收账款						已付利息	-139	-118	-109	-117	-124
定期存款						其他	-243	-242	49	51	53
货币资金						融资活动现金流	-777	-756	-533	-656	-787
流动资产合计						现金变化	54	-64	395	479	577
总资产合计						期初持有现金	1,435	1,510	1,461	1,856	2,335
应付账款						汇率变动	20	15	0	0	0
合同负债						期末持有现金	1,510	1,461	1,856	2,335	2,912
其他流动负债											
流动负债合计											
长期负债合计											
股东权益合计											
总负债+股东权益											

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>