

买入
新招生修复向好，疫情对长期生影响需时间消化
中国东方教育 (0667.HK)

2023-09-06 星期三

目标价:	4.20 港元
现价:	3.45 港元
预计升幅:	21.7%

重要数据

日期	2023/9/6
收盘价 (港元)	3.45
总股本 (亿股)	21.8
总市值 (亿港元)	75.2
净资产 (亿港元)	71.8
总资产 (亿港元)	116.7
52 周高低 (港元)	7.35/2.34
每股净资产 (港元)	2.76

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

吴俊保教育有限公司	33.2%
吴伟教育有限公司	22.5%
肖国庆教育有限公司	20.1%

相关报告
研究部

姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

投资要点

➢ **23H1 招生修复快于收入修复，因疫情对长期生招生影响需时间消化：**

23H1 公司营收同比+4.0%至 19.5 亿元，经调整净利润同比-2.7%至 1.76 亿元，期内公司新培训人次同比+20%至 8.5 万人，平均培训人次同比+3%至 14.7 万人。期内经调整利润小幅下滑，主要是收入端因疫情对长期生招生的影响需时间消化，同时费用端营销费用前置及教师薪资成本刚性。

➢ **万通汽修稳健增长，推进学校职业教育+成人短训核心战略：**

23H1 平均培训人次同比+2.6%至 14.7 万。从平均培训人次的期限结构看，长期课程同比+1%至 13.1 万人，短期课程同比+23%至 1.6 万人。长期课程中，1-2 年制同比-2%，2-3 年制同比-38%，3 年制同比+21%。近年 2 年制人次下滑的原因是学制转换，并非招生规模下降，即 2 年制转为 3 年制入读。

拆分三大核心品牌：（1）收入方面，新东方/新华电脑/万通汽修分别实现收入 9.2/ 3.8/ 4.0 亿元，同比分别-3%/ +4%/ +25%。（2）平均培训人次方面，新东方/新华电脑/万通汽修同比分别-4%/ -1%/ +20%至 5.9/ 4.2/ 3.9 万人。万通汽修收入快速增长，主要原因在于新能源汽车需求旺盛、工业产教融合相关。

（3）新培训人次方面，新东方/新华电脑/万通汽修同比分别+26%/ +8%/ +22%至 3.3/ 1.3/ 2.0 万人。新培训人次增速高于平均培训人次，主要在于疫情对长期生招生的影响需要时间淡化。

➢ **上半年利润端因销售费用前置而承压，具备优化空间：**

23H1 公司毛利率同比-1.8pp 至 51.1%，经调整净利润率同比-0.6pp 至 9.0%。成本方面，教师薪酬及教学消耗品支出同比分别+15%/+16%。费用率方面，23H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.3%/ 13.1%/ 0.4%/ 3.7%，销售费用率同比+2.7pp，管理费率及研发费率平稳。上半年公司于高铁站投放广告及推出新东方熊猫厨师长 IP，销售费用前置，销售费率仍有优化空间。

➢ **给予买入评级，对应目标价 4.20 港元：**

我们的观点：短期来看，疫情期间长学制招生受到的影响将在未来逐步消化，随着新招生恢复正常节奏，校园利用率提升有望改善盈利能力。长期竞争力的提升潜力在于学历牌照资质的增强及区域中心陆续投用。预计 2023E 至 2025E 财年营收分别为 42.4/ 49.2/ 57.3 亿元，同比+11.1% / +16.0% / +16.3%；归母净利润分别为 4.3/ 6.1/ 8.0 亿元，同比+17.5% / +42.3% / +30.8%。给予公司目标价 4.20 港元，对应买入评级，对应 24E 财年 PE 约 11 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,140	3,819	4,244	4,925	5,728
同比增长	13.5%	-7.7%	11.1%	16.0%	16.3%
净利润	302	367	431	613	802
同比增长	17.3%	21.3%	17.5%	42.3%	30.8%
净利润率	7.3%	9.6%	10.1%	12.4%	14.0%
EPS	0.14	0.17	0.20	0.28	0.37
PE@3.45HKD	22.5	18.4	15.7	11.0	8.4

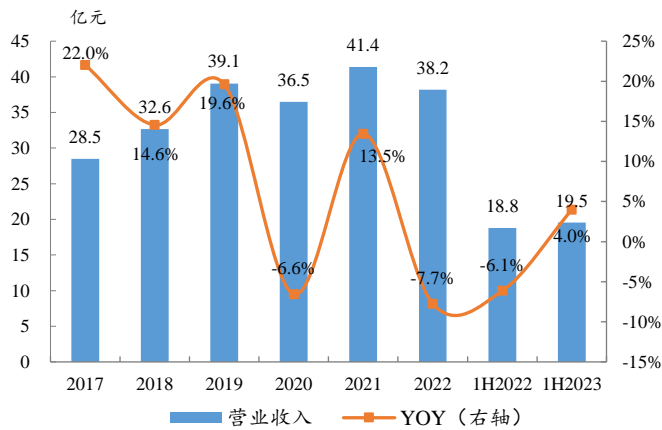
数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

23H1 新招生恢复良好，招生修复快于收入修复，因疫情对长期生招生影响需时间消化：

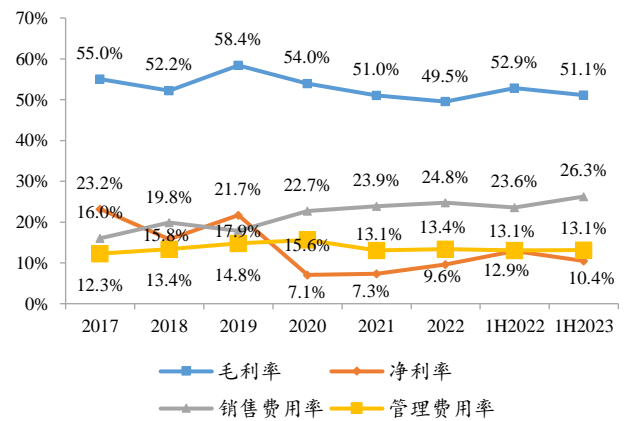
2023 上半年公司营收同比+4.0%至 19.5 亿元，净利润同比-13.6%至 2.0 亿元，经调整净利润同比-2.7%至 1.76 亿元，23H1 期末学校及中心数量为 244 个，较 22 年末持平。分板块看，烹饪技术/信息技术/汽车服务上半年收入分别-1.9%/+2.5%/+24.5%。期内公司新培训人数同比+20%至 8.5 万人，平均培训人次同比+3%至 14.7 万人。期内经调整利润小幅下滑，主要是收入端因疫情对长期生招生的影响需时间消化，同时费用端营销费用前置及教师薪资成本刚性。

图 1：中国东方教育收入变动



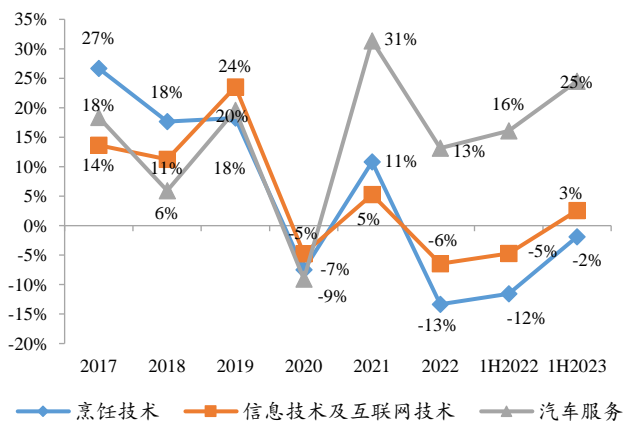
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：中国东方教育净利润变动



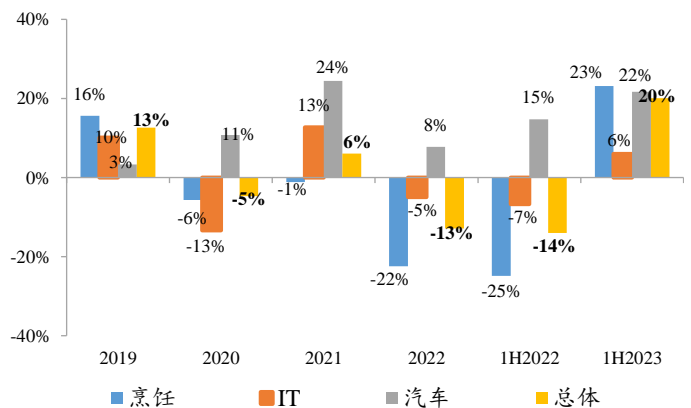
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：中国东方教育各业务收入同比变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：中国东方教育新培训人次 YOY



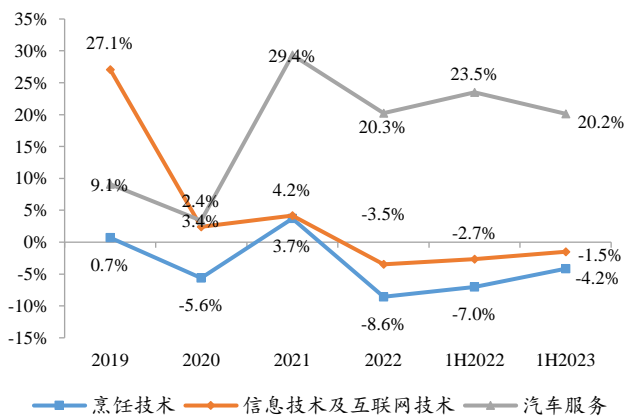
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

万通汽修稳健增长，推进学校职业教育+成人短训核心战略，“长期更长短期更短”：

23H1 公司平均培训人次同比+2.6%至 14.7 万。从总平均培训人次的培训期限结构看，长期课程同比+1%至 13.1 万人，短期课程同比+23%至 1.6 万人。长期课程的平均培训人次中，1-2 年制同比-2%，2-3 年制同比-38%，3 年制同比+21%。近几年 2 年制人次下滑的主要原因是学制转换，并非招生规模下降，而是 2 年制转为 3 年制入读，对于学生有学历及技能习得上的帮助。

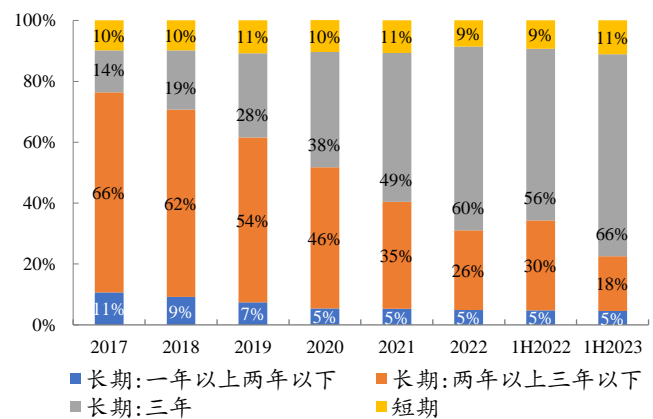
拆分三大核心品牌：（1）收入方面，新东方/新华电脑/万通汽修分别实现收入 9.2/ 3.8/ 4.0 亿元，同比分别-3%/ +4%/ + 25%。**（2）平均培训人次方面**，新东方/新华电脑/万通汽修同比分别-4%/ -1%/ + 20%至 5.9/ 4.2/ 3.9 万人。万通汽修收入快速增长，主要原因在于新能源汽车需求旺盛、工业产教融合相关。**（3）新培训人次方面**，新东方/新华电脑/万通汽修同比分别+26%/ +8%/ +22%至 3.3/ 1.3/ 2.0 万人。新培训人次增速高于平均培训人次，主要在于疫情对长期生招生的影响需要时间淡化。**（4）短期课程的新培训人次趋势方面**，新东方/ 新华电脑/ 万通汽车同比分别+38%/ +60%/ +28%，体现出疫后行业回温。

图 5：中国东方教育年平均培训人次 YOY



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：中国东方教育平均培训人次长短期占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

上半年利润端因销售费用前置而承压，具备优化空间：

2023H1 公司毛利率同比-1.8pp 至 51.1%，经调整净利润率同比-0.6pp 至 9.0%。成本方面，教师薪酬及教学消耗品支出同比分别+15%/+16%。费用率方面，23H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.3%/ 13.1%/ 0.4%/ 3.7%，销售费用率同比+2.7pp，管理费率及研发费率平稳。上半年公司于高铁站投放广告及推出新东方熊猫厨师长 IP，销售费用前置。未来公司招生策略线上+线下并进，整体销售费用率仍有优化空间。

给予买入评级，对应目标价 4.20 港元：

我们的观点：短期来看，疫情期间长学制招生受到的影响将在未来逐步消化，随着新招生恢复正常节奏，校园利用率提升有望改善盈利能力。长期竞争力的提升潜力在于学历牌照资质的增强及区域中心陆续投用。预计 2023E 至 2025E 财年营收分别为 42.4/ 49.2/ 57.3 亿元，同比+11.1% / +16.0% / +16.3%；归母净利润分别为 4.3/ 6.1/ 8.0 亿元，同比+17.5% / +42.3% / +30.8%。给予公司目标价 4.20 港元，对应买入评级，对应 24E 财年 PE 约 11 倍。

风险提示：

新招生不及预期、市场竞争加剧、监管政策变动。

财务报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	4,140	3,819	4,244	4,925	5,728
成本	-2,028	-1,928	-2,143	-2,354	-2,664
毛利	2,112	1,891	2,101	2,571	3,065
其他收入	79	243	235	230	230
销售费用	-988	-946	-1,048	-1,182	-1,317
研发费用	-31	-22	-21	-25	-29
管理费用	-542	-512	-543	-621	-716
除税前溢利	469	498	570	806	1,055
所得税	-167	-131	-140	-193	-253
净利润	302	367	431	613	802
增长					
总收入yoy	13.5%	-7.7%	11.1%	16.0%	16.3%
归母净利润yoy	17.3%	21.3%	17.5%	42.3%	30.8%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
固定资产	1,935	2,615	2,668	2,721	2,775
使用权资产	2,323	2,425	2,498	2,572	2,650
其他	64	117	118	118	118
非流动资产合计	4,322	5,157	5,283	5,411	5,543
存货	65	72	75	79	83
其他金融资产	612	719	719	719	719
应收账款	275	331	358	386	417
定期存款	2,143	1,755	1,755	1,755	1,755
货币资金	2,212	1,435	1,714	2,095	2,581
流动资产合计	5,314	4,315	4,624	5,037	5,559
总资产合计	9,636	9,473	9,907	10,449	11,102
应付账款	676	684	718	754	791
合同负债	1,391	1,187	1,305	1,436	1,579
其他流动负债	479	462	485	510	535
流动负债合计	2,546	2,332	2,508	2,699	2,906
长期负债合计	1,351	1,441	1,485	1,529	1,575
股东权益合计	5,739	5,699	5,914	6,221	6,622
总负债+股东权益	9,636	9,473	9,907	10,449	11,102

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
毛利率(%)	51.0%	49.5%	49.5%	52.2%	53.5%
净利率(%)	7.3%	9.6%	10.1%	12.4%	14.0%
ROE	5.3%	6.4%	7.3%	9.8%	12.1%
EPS	0.14	0.17	0.20	0.28	0.37
PE@3.45HKD	22.5	18.4	15.7	11.0	8.4

营运表现

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
费用/收入(%)	37.7%	38.8%	38.0%	37.1%	36.0%
实际税率(%)	35.5%	26.4%	24.5%	24.0%	24.0%

财务状况

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债/权益	0.68	0.66	0.68	0.68	0.68
收入/总资产	0.43	0.40	0.43	0.47	0.52
总资产/权益	1.68	1.66	1.68	1.68	1.68

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	302	367	431	613	802
非现金调整	949	699	937	1,019	1,104
营运资本变动	-67	-305	127	139	151
已付所得税	-207	-139	-140	-193	-253
经营活动现金流	978	622	1,355	1,577	1,803
固定资产	-763	-951	-575	-587	-599
其他	135	313	-194	-200	-206
投资活动现金流	-628	-638	-769	-787	-804
已付股息	-487	-453	-215	-306	-401
已付利息	-161	-156	-153	-167	-178
其他	-414	-271	62	64	66
融资活动现金流	-1,062	-880	-307	-410	-512
现金变化	-712	-896	279	380	487
期初持有现金	2,972	2,212	1,435	1,714	2,095
汇率变动	-48	120	0	0	0
期末持有现金	2,212	1,435	1,714	2,095	2,581

投资评级定义和免责条款

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

免责声明

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著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接收到任何形式的补偿。

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>