

教育 | 公司研究

2024年3月28日

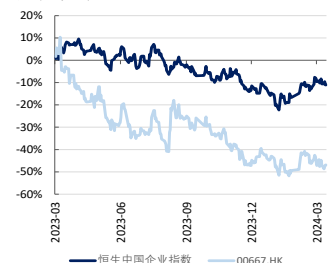
增持

下调

市场数据: 2024年3月27日

收盘价(港币)	2.41
恒生中国企业指数	5728
52周最高/最低价(港币)	4.51/2.11
H股市值(亿港元)	52.5
流通H股(百万股)	2,179
汇率(人民币/港币)	1.15

股价表现:



资料来源: 万得

证券分析师

黄哲

A0230513030001

huangzhe@swsresearch.com

联系人

黄哲

(8621)23297818x7317

huangzhe@swsresearch.com

成本压力亟待解决, 招生恢复初现端倪

中国东方教育 (00667:HK)

中国东方教育公布2023年业绩, 收入为人民币39.8亿元, 同比上升4.2%, 经调整净利润为人民币2.8亿元, 同比上升5.4%。公司的收入, 利润增长低于我们预期。

招生压力仍在, 培训人次增速放缓。23年全年公司新培训人数达到15.18万人, 同比增长13%, 增幅较上半年20%回落。平均培训人次为14.68万人, 同比微增2.9%。并较上半年14.7万人次下降0.3%。在经济缓慢复苏的背景下, 公司培训人增长乏力。

毛利收缩源自租金成本上涨。公司23年毛利润为19.08亿元, 同比增长0.9%, 增速弱于收入增长。毛利率为48%, 同比收窄1.5个百分点。我们认为在公司投建自有区域中心后仍维持部分租赁校区的运营, 导致租金成本上升, 进而侵蚀毛利。随着自建区域中心的成熟和租赁校区的退租, 以及随着平均培训人次的增长, 公司产能利用率将稳步提升后, 我们认为公司毛利能在24年企稳回升。

营销费用仍旧高增, 生均招生成本初现好转态势。公司全年销售费用达到10.36亿元, 同比增长9.6%, 超过收入增速。营销费用率为26.1%, 同比提高了1.3个百分点, 并延续去年增长的趋势。招生费用同新培训人次相关, 23年生均招生费用约为6832元, 同比下降3%。我们预计公司于24年将严控营销费用, 并将任务分解至各个院校严格执行, 营销费用率将呈现下降趋势。同时公司也不短优化人员配置, 在保证教师数量同比提升2.9%的情况下将总员工数量降至10881人, 同比下降6.8%, 非教师员工数量为5660人, 同比下降14.2%。因此进一步控制管理费用率至13.3%, 同比下降0.1个百分点。

区域中心建设保障长期成长。公司已在成都、济南等地规划8-10个区域中心, 单校容量将达到1.5万人以上。参考集团安徽区域中心项目, 在校生人数超2.5万人水平, 我们预计在区域中心建成后, 职教城项目平均培训人次将超20万人。叠加非区域中心培训人数, 总体在校生规模有望突破30万人。同时得益于大区中心的建设, 校园硬件条件将符合中职或技师学校标准, 获取中专或技校牌照后, 东方教育旗下学校竞争力将持续增强。

下调为增持评级。由于招生仍旧充满挑战, 公司营销费用的管控将左右经营效率的提升和利润的释放。我们下调24/25年的经调整净利润至3.19/3.69亿元(原预测为6.55/8.61亿元), 新增26年经调整净利润4.11亿元。我们的DCF目标价为2.82港元, 对应17.2%的涨幅, 下调至增持评级。

核心假设风险: 东方教育招生不及预期; 学历牌照申请不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,819	3,979	4,278	4,588	4,943
同比增长率(%)	-7.75	4.18	7.54	7.23	7.74
经调整净利润(百万元)	267	281	319	369	411
同比增长率(%)	-38.20	5.37	13.50	15.65	11.41
每股收益(元)	0.12	0.13	0.15	0.17	0.19
净资产收益率(%)	4.69	5.02	5.39	5.87	6.13
市盈率(倍)	19.66	16.97	14.95	12.93	11.60
市净率(倍)	1.01	1.03	0.97	0.92	0.86

注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment Highlight:

China East Education announced its financial performance for 2023, with revenue was Rmb3.98bn, a year-on-year increase of 4.2%, and adjusted net profit of Rmb280m, up 5.4% compared to the previous year. The company's revenue and profit growth missed our expectations.

Recruitment pressure continues. In 2023, the company new enrolment was 151,800, an increase of 13% compared to the previous year, but slowed from 20% growth rate in the first half of the year. The average enrolment was 146,800, a slight increase of 2.9% year-on-year, and a 0.3% decrease compared to the first half at 147,000. Against the backdrop of a slow economic recovery, the company's growth in enrolment is full of challenge.

Rising rental costs curbed margins. The company's gross profit for 2023 was Rmb1.908bn, a year-on-year increase of 0.9%. With a growth rate weaker than that of revenue, the gross margin was 48%, narrowing by 1.5 percentage points year-on-year. We believe that after the company invested in building its own regional centers, it continued to operate some leased campuses, leading to increased rental costs, which in turn curbed gross profit. With the maturation of self-built regional centers and the termination of leased campuses, as well as the growth in average enrolment, we expect the company's gross profit to rise in 2024.

Marketing expenses continue to increase, while average recruited cost decreased. The company's total sales expenses for the year were Rmb1.036bn, a year-on-year increase of 9.6%, exceeding the growth rate of revenue. The marketing expense ratio was 26.1%, an increase of 1.3 percentage points year-on-year, continuing the trend from last year. Recruitment costs are related to the number of new enrolment, with the average cost per recruitment was Rmb6,832, a year-on-year decrease of 3%. We expect the company to strictly control marketing expenses in 2024 and to implement tasks at each school, which will lead to a downward trend in the marketing expense ratio. At the same time, the company continues to optimize staffing, reducing the total number of employees to 10,881, a year-on-year decrease of 6.8%, with non-teaching staff numbering 5,660, a year-on-year decrease of 14.2%. This further controls the management expense ratio to 13.3%, a year-on-year decrease of 0.1 percentage point.

The construction of regional centers ensures long-term growth. The company has planned 8-10 regional centers in Chengdu, Jinan, and other places, with each school having a capacity of over 15,000 people. Referring to the group's Anhui regional center project, with an enrollment of over 25,000 students, we expect that after the completion of the regional center, the enrolment will exceed 200,000. With the addition of leasing schools, the overall student enrolment is expected to exceed 300,000. Moreover, thanks to the construction of regional centers, campus facilities will meet the standards of secondary vocational or technician schools, and after obtaining the licenses, the competitiveness of schools under China East Education will continue to raise.

Downgrade to a "Outperform". Due to ongoing recruitment challenges, the company's control over marketing expenses will determine the improvement in operational efficiency and the profit it could achieved. We have downgraded our adjusted net profit forecast for 2024/2025 to Rmb319m and Rmb369m respectively from originally predicted at Rmb655m and Rmb861m respectively. We add forecast for 2026 of Rmb411m. Our DCF target price is HKD 2.82, corresponding to a 17.2% price upside we downgrade to a "Outperform" rating.

Risks: Enrolment result is less than expected; License approval was less than expected.

财务报表:

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,819	3,979	4,278	4,588	4,943
成本	-1,928	-2,070	-2,188	-2,337	-2,537
毛利润	1,891	1,908	2,090	2,251	2,406
其他收入	-946	-1,037	-1,074	-1,131	-1,198
销售费用	-512	-529	-540	-562	-584
行政费用	-22	-17	-30	-32	-35
Ebitda	1,289	1,255	1,412	1,520	1,569
Ebit	654	507	539	604	653
税前利润	498	368	391	464	526
所得税	-130	-95	-98	-116	-132
经调整净利润	267	281	319	369	411

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经调整净利润	267	281	319	369	411
折旧&摊销	635	747	873	916	916
净营运资本变动	-267	126	76	130	166
其他	-74	48	-21	0	0
经营性现金流	561	1,203	1,248	1,415	1,493
资本开支	-1,475	-1,424	-895	-405	-420
其他	361	478	0	0	0
投资性现金流	-1,113	-945	-895	-405	-420
租赁负债变动	103	-50	-100	-150	-250
其他	-47	-366	-319	-185	-206
融资性现金流	56	-416	-419	-335	-456
净现金流	-496	-158	-67	676	617

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,315	3,908	3,964	4,850	5,711
贸易及其他应收款	331	324	359	379	412
按公允价值计入损益的金融资产	639	364	364	364	364
可收回的所得税	3	6	6	6	6
定期存款	1,755	1,551	1,551	1,551	1,551
银行结余及现金	1,435	1,515	958	1,634	2,251
其他	152	148	725	915	1,127
非流动资产	5,173	5,383	5,816	5,305	4,809
物业及设备	2,615	3,080	3,696	3,391	3,071
使用权资产	2,425	2,226	2,043	1,836	1,661

其他	133	77	77	77	77
流动负债	2,332	2,333	2,550	2,674	2,822
租赁负债	382	265	365	333	277
合约负债	1,187	1,324	1,373	1,480	1,599
其他	764	744	812	860	946
非流动负债	1,464	1,350	1,303	1,184	991
租赁负债	1,414	1,308	1,281	1,163	969
其他	50	42	22	22	22
总权益	5,692	5,608	5,927	6,296	6,708
股本	0	0	0	0	0
储备	5,692	5,607	5,927	6,296	6,707

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。