

2024年08月22日

业绩超预期，降本增效落地

中国东方教育 (0667. HK)

| | | | |
|--------|------|-----------------|-----------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 0667 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价(港元): | 3.85/2.01 |
| 目标价格: | | 总市值(亿港元) | 56.21 |
| 最新收盘价: | 2.58 | 自由流通市值(亿港元) | 56.21 |
| | | 自由流通股数(百万) | 2,178.85 |

事件概述

2024H1 公司收入/归母净利/经调归母净利分别为 19.83/2.72/2.78 亿元、同比增长 1.6%/33.2%/57.9%，超出市场预期。归母净利增速高于收入增速主要由于毛利率提升和费用率全面下降，即归母净利同比增长 7000 万中销售费用下降 5000 万（主要来自广告费用节约）及成本下降 2000 万（其中租金下降 1300 万、教学易耗品下降 2300 万）。经调整净利增速高于归母净利主要由于本期汇兑收益同比减少 87%。新招/平均培训人次为 7.80/14.48 万人，同比增长-7.7%/-1.7%，集团调整招生策略，优化课程结构，吸引更多高价值新生入学，因此尽管新招人数减少 8%、学校数减少 4%，收入仍实现增长。

分析判断：

汽车服务、美业仍在快速增长，欧米奇、美业 OPM 提升明显。（1）分业务看，2024H1 烹饪技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美容/其他收入分别为 9.23/1.59/3.78/4.49/0.40/0.98 亿元、同比增长-2.9%/-0.8%/-4.3%/11.1%/142.1%/9.0%，我们分析，烹饪在逐步恢复，但仍受到疫情期间影响长期生新招生的滞后影响。（2）从学生人数看：1）按业务分：烹饪技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美容平均培训人数 5.7/0.5/4.0/4.0/0.3 万人，同比增长-5.3%/1.0%/-6.3%/3.4%/144.2%。2）按课程周期分：长期生仍在下滑，主要受疫情对长期生招生的滞后影响。长期/短期课程分别为 12.8/1.7 万人次、同比增长-2.3%/3.5%；其中 2-3 年制下滑较多（-31.9%），1-2 年/2-3 年/3 年学生占比为 7%/14%/79%，同比增长 42%/-32%/2.6%。（3）从单价看，汽车服务价格上升明显，烹饪技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美容平均客单价分别为 3.2/6.9/1.9/2.2/2.4 万元、同比增长 2.1%/-1.8%/2.1%/7.4%/-3.5%，我们分析主要来自集团优化招生策略、减少低客单价类生源。（4）分业务来看，西点西餐、时尚美业 OPM 提升明显，2024H1 烹饪技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美业/其他业务 OPM 分别为 22.6%/-0.3%/18.4%/16.7%/-7.9%/-19.3%、同比增加 3.9/15.4/5.6/5.1/37.2/4.8PCT。

1-2 年制及信息技术的短期生、美业新招增长，2 年及以上新增学生减少。（1）学校总数 234 家、同比净关 10 家（-4%），关闭主要来自欧米奇（同比-10 家），烹饪收缩、汽车和美业继续扩张。新东方/欧米奇/美味学院/新华电脑/华信智原/万通汽车/欧曼谛分别为 75/36/18/38/19/41/7 家、同比净开-1/-10/-2/0/-1/1/3 家。（2）从新招生人数看，烹饪技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美业的新注册用户分别为 3.5/0.8/1.3/2.0/0.3 万人次、同比增长-11.2%/-12.9%/-11.1%/-3.6%/88.1%。长期/短期课程分别为 3.3/4.6 万人次、同比下降 6.4%/8.7%，其中 1-2 年制大幅提升（52.5%），2-3/3 年制分别下降 17.3%/12.8%，1-2 年/2-3 年/3 年学生占比为 18%/13%/69%。烹饪、IT、汽车服务的 1-2 年制分别增长 85%/35%/42%，占各自板块比重为 6%/9%/6%，美业长/短期课程分别同比增长 155%/43%，占比为 55%/45%。（3）新东方、万通引导就业率提升。新东方/新华电脑/万通/欧米奇/欧曼谛就业率分别为 94.4%/92.0%/96.1%/93.0%/95.3%、同比提升 0.6/-0.6/3.4/-0.1/-0.3PCT。

毛利率提升主要由于教学相关消耗品、租赁开支、校区折旧等成本下降，归母净利率增幅高于毛利率主要由于销售费用率下降。（1）2024H1 公司毛利率为 53.0%、同比提升 1.9PCT，主要由于收入增加而教学相关消耗品、租赁开支、校区折旧等成本下降。24H1 公司总雇员 10564 人，同比减少 9%；其中执行董事和核心管理人员/全职教师及导师/学生住宿职员/后勤人员/行政人员/会计及财务人员/其他分别为 312/5456/53/386/1779/356/2222 人，同比减少 3.7%/1.8%/38%/14%/34%/12%/-2.7%。分业务来看，2024H1 烹饪

技术/西点西餐/信息技术与互联网技术/汽车服务/时尚美业/其他业务毛利率分别为 55.3%/53.8%/54.1%/54.1%/52.6%/-32.3%、同比增加 2.6/6.8/-0.7/2.3/16.7/11.8PCT，西点西餐及时尚美业毛利率提升较多。(2) 2024H1 公司归母净利率为 13.7%、同比提升 3.3PCT，1) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.4%/12.9%/0.3%/3.1%，同比下降 2.9%/0.2/0.1/ 0.6PCT，销售费用率下降主要由于公司加强广告成本控制；2) 其他收益/收入同比-1.7PCT 至 1.2%，主要由于外汇收益同比下降 86.4%至 0.06 亿元；其他收入/收入同比-0.6PCT 至 2.9%，主要由于政府补助及利息收入下降；所得税/收入下降 0.12PCT 至 3.76%。

投资建议

我们分析，(1) 短期来看，我们预计随着成本控制业绩有望持续超预期；(2) 中期来看，预计招生正常化后长期生增长逐步恢复；分品类来看，我们预计 IT 承压，但烹饪恢复、汽车和美业维持快速增长，欧米奇和美业减亏趋势持续、汽车服务净利率提升；(3) 公司长期优势在于就业竞争力、针对市场变化快速调节课程的能力，公司区域中心建设完成后、技师学院资质获批、从而有望拉长学制。考虑中报业绩超预期，调整 24/25/26 年营业收入预测 44.5/51.0/ 58.0 亿元至 41.5/44.1/48.4 亿元；上调 24/25/26 年归母净利 4.0/4.8/6.23 亿元至 4.96/5.96/7.25 亿元，对应上调 24-26 年 EPS 0.19/0.22/0.29 元至 0.23/0.27/0.33 元，2024 年 8 月 21 日收盘价 2.58 港元对应 24/25/26 年 PE 为 10/9/7 倍 (1 港元=0.92 元人民币)，股息率 8%，维持“买入”评级。

风险提示

政策变化的潜在风险、IT 降幅高于预期、烹饪恢复不达预期、费用高企风险、系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3819.02 | 3978.65 | 4149.49 | 4405.82 | 4841.54 |
| YoY (%) | -7.75% | 4.18% | 4.29% | 6.18% | 9.89% |
| 归母净利润(百万元) | 366.57 | 272.62 | 496.06 | 596.04 | 725.32 |
| YoY (%) | 21.31% | -25.63% | 81.96% | 20.16% | 21.69% |
| 毛利率 (%) | 49.52% | 47.96% | 50.72% | 51.52% | 52.32% |
| 每股收益 (元) | 0.17 | 0.13 | 0.23 | 0.27 | 0.33 |
| ROE (%) | 0.06 | 0.05 | 0.08 | 0.09 | 0.10 |
| 市盈率 | 34.40 | 19.92 | 10.43 | 8.68 | 7.13 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所 (1 港元=0.92 元)

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 3982.58 | 4149.49 | 4405.82 | 4841.54 | 净利润 | 272.62 | 496.06 | 596.04 | 725.32 |
| YoY(%) | 4.27% | 4.19% | 6.18% | 9.89% | 折旧和摊销 | 620.36 | 472.10 | 444.89 | 420.40 |
| 营业成本 | 2070.44 | 2044.99 | 2136.07 | 2308.59 | 营运资金变动 | 140.01 | 358.27 | 71.53 | 173.94 |
| 营业税金及附加 | | | | | 经营活动现金流 | 1024.79 | 1374.17 | 1147.68 | 1343.59 |
| 销售费用 | 1036.97 | 812.06 | 858.69 | 992.52 | 资本开支 | -842.14 | -200.00 | -200.00 | -200.00 |
| 管理费用 | 529.18 | 497.94 | 572.76 | 622.14 | 投资 | 515.23 | 0.00 | 0.00 | -100.00 |
| 财务费用 | 38.23 | 79.91 | 33.58 | -5.08 | 投资活动现金流 | -187.86 | -122.38 | -122.38 | -222.38 |
| 研发费用 | | | | | 股权募资 | 4.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 债务募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | | | | | 筹资活动现金流 | -776.95 | -125.37 | -112.83 | -101.55 |
| 营业利润 | | | | | 现金净流量 | 79.82 | 1126.42 | 912.46 | 1019.66 |
| 营业外收支 | | | | | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润总额 | 368.01 | 763.16 | 851.49 | 967.10 | 成长能力 (%) | | | | |
| 所得税 | 95.39 | 267.11 | 255.45 | 241.77 | 营业收入增长率 | 4.18% | 4.29% | 6.18% | 9.89% |
| 净利润 | 272.62 | 496.06 | 596.04 | 725.32 | 净利润增长率 | -25.63% | 81.96% | 20.16% | 21.69% |
| 归属于母公司净利润 | 272.62 | 496.06 | 596.04 | 725.32 | 盈利能力 (%) | | | | |
| YoY(%) | -25.63% | 81.96% | 20.16% | 21.69% | 毛利率 | 47.96% | 50.72% | 51.52% | 52.32% |
| 每股收益 | 0.13 | 0.23 | 0.27 | 0.33 | 净利润率 | 6.85% | 11.95% | 13.53% | 14.98% |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 总资产收益率 ROA | 2.93% | 4.92% | 5.54% | 6.23% |
| 货币资金 | 1515.31 | 2641.73 | 3554.19 | 4573.85 | 净资产收益率 ROE | 4.86% | 8.13% | 8.90% | 9.77% |
| 预付款项 | | | | | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 67.89 | 48.47 | 80.10 | 68.75 | 流动比率 | 1.67 | 1.89 | 2.18 | 2.44 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 1.65 | 1.88 | 2.15 | 2.41 |
| 流动资产合计 | 3907.91 | 4963.29 | 5888.19 | 7000.59 | 现金比率 | 0.65 | 1.01 | 1.31 | 1.59 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 39.65% | 39.41% | 37.70% | 36.25% |
| 固定资产 | 3080.28 | 2962.25 | 2856.03 | 2760.42 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 1540.69 | 1386.62 | 1247.96 | 1123.16 | 总资产周转率 | 0.42 | 0.43 | 0.42 | 0.43 |
| 非流动资产合计 | 5383.22 | 5111.12 | 4866.23 | 4645.84 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 9291.13 | 10074.42 | 10754.43 | 11646.42 | 每股收益 | 0.13 | 0.23 | 0.27 | 0.33 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 2.57 | 2.80 | 3.07 | 3.41 |
| 应付账款及票据 | 123.80 | 135.06 | 153.60 | 164.82 | 每股经营现金流 | 0.47 | 0.63 | 0.53 | 0.62 |
| 其他流动负债 | 2140.13 | 2361.06 | 2418.79 | 2561.17 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 2333.37 | 2620.60 | 2704.57 | 2871.24 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | PE | 19.71 | 10.43 | 8.68 | 7.13 |
| 其他长期负债 | 1350.20 | 1350.20 | 1350.20 | 1350.20 | PB | 0.96 | 0.85 | 0.77 | 0.70 |
| 非流动负债合计 | 1350.20 | 1350.20 | 1350.20 | 1350.20 | | | | | |
| 负债合计 | 3683.57 | 3970.80 | 4054.77 | 4221.44 | | | | | |
| 股本 | 0.19 | 0.19 | 0.19 | 0.19 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 股东权益合计 | 5607.56 | 6103.62 | 6699.66 | 7424.98 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 9291.13 | 10074.42 | 10754.43 | 11646.42 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。