

社会服务

2024 年 08 月 22 日

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：2024 年 08 月 21 日

收盘价（港币）	2.58
恒生中国企业指数	6141.78
52 周最高/最低（港币）	3.85/2.01
H 股市值（亿港元）	56.21
流通 H 股（百万股）	2,178.85
汇率（人民币/港币）	1.0923

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

联系人

黄哲
(8621)23297818×
huangzhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

中国东方教育 (00667)

——招生策略适时调整，严控费用利润喜人

投资要点：

中国东方教育公布 2024 年半年报业绩，收入为人民币 19.8 亿元，同比上升 1.6%，经调整净利润为人民币 2.8 亿元，同比上涨 57.9%。公司利润超我们预期，主要源于公司推进成本、费用控制实现利润的快速增长。

成本费用控制得力，开启利润释放模式。24 年上半年，中国东方教育毛利润为 10.5 亿元，同比增长 5.4%。毛利率为 53%，同比提升 1.9 个百分点。我们认为，公司在上半年积极推进各项成本控制举措。一方面，严格审核教学相关原材料成本；另一方面，大力推进员工绩效考核和淘汰制度。上半年原材料成本同比下降 12%至 1.69 亿元。在确保教师人数相对稳定的前提下，公司精简员工约 1092 人，同比下降 9.4%。同时，员工薪酬开支同比仅增长 4.3%，达 3.78 亿元。在精细化管理提升公司运营效率的同时，公司采用更为稳健的市场营销策略，销售费用为 4.64 亿元，同比下降 9.5%。销售费用率 23.4%，同比下降 2.9 个百分点。我们预计公司将坚定的推进精细化管理和各项成本费用控制，全年毛利率预计同比提升 2.5 个百分点至 50.4%。营销费用率同比下降 2.2 个百分点至 23.9%。由此经调整利润率将同比扩张 2.3 个百分点至 9.4%。

春招学员倾向高性价比班型，招生策略及时调整作应对。24 年上半年新培训人数 7.8 万人，同比下降 7.7%。其中，长学制课程中 1 年制新培训人数同比增长 52.5%成为唯一增长的培训项目。受 2 年制及 3 年制培训人次同比下滑的影响，长学制培训人数同比下降 6.4%至 3.3 万人。1 年以内短期课程培训人次亦同比下降 8.7%至 4.5 万人。新培训人次中长学制学生占比为 41.7%，同比提升 0.6 个百分点。我们认为春招学员主要为在职人员，公司所提供的培训服务着重满足在职人员的技能提升需求。此类人群希望在较短的时间培训较为全面的技能，因此 1 年学制的课程更受他们青睐。公司适时调整营销策略，推出迎合此类学生的课程，实现招生人次的高增。同时公司通过暂停短学制和长学制专业中不具备规模效应且价格相对低廉的招生，因此培训人数虽同比下降，但上半年合约负债（学费预收款）较去年底提升了 10.5%至 14.6 亿元。通过以上举措，公司生均利润在上半年同比大幅提升 60.6%，达到 1922 元。

区域中心投产助力公司开拓升学业务。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，软硬件设施符合高级技工学校甚至技师学院的标准。职教改革推进以来，中等职业学校学生的升学路径从单一的通过高考升学扩大至高考、高校单独招生以及职教高考多条路径，中等职业学校吸引力逐步加强。我们预计通过区域中心建成投产，取得中的职业学校办学资质后，公司将开拓升学业务，以满足技能培训人群中的升学需求，因此公司的招生对象也将得到拓展，从而实现培训人次的增长。

维持增持评级。公司着眼精细化运营，管控各项成本费用，我们预计全年成本、费用有望进一步下降。同时区域中心项目建成，有望开拓公司招生对象，中长期利好公司培训人次的增长。鉴于上半年经营效率的提升，我们上调公司 24/25/26 年的经调整净利润预测至人民币 3.87/4.26/4.63 亿元（原预测为 3.19/3.69/4.11 亿元）。我们上调目标价至 3.01 港元（原目标价为 2.82 港元），并维持增持评级。

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,819	3,979	4,128	4,360	4,625
同比增长率（%）	-7.75	4.18	3.75	5.63	6.07
归母净利润（百万元）	267	281	387	426	463
同比增长率（%）	-38.20	5.37	37.61	9.98	8.65
每股收益（元/股）	0.12	0.13	0.18	0.20	0.21
净资产收益率（%）	4.69	5.02	6.46	6.63	6.72
市盈率	21.05	18.16	13.20	12.00	11.05
市净率	1.09	1.10	1.03	0.96	0.90

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 announced 1H24 revenue of RMB 1.98 billion, up 1.6% year-on-year. The adjusted net profit was RMB 280 million, up 57.9% year-on-year. The results beat our expectation mainly due to the company's effective cost and expense control.

Effective cost and expense control for bigger profit. In 1H24, China East's gross profit was RMB 1.05 billion, increased by 5.4% yoy. The gross profit margin was 53%, up 1.9 ppts yoy. We believe that the company implement strictly control the teaching-related raw materials cost to led the costs decreased by 12% yoy to RMB 169 million. And the company also strictly review employee performance and lay off about 1,092 employees, letting the total employee decreased by 9.4% yoy in 1H24. The employee compensation expenses increased by only 4.3% yoy to RMB 378 million in 1H24. The company adopts a more efficient marketing strategy letting the sales expense to decrease by 9.5% yoy to RMB 464 million in 1H24. The sales expense ratio is 23.4%, a yoy decrease of 2.9 ppts. We expect that the company will firmly promote cost and expense control in 2024, As result, we expect the gross profit margin to increase by 2.5 ppts yoy to 50.4%, and the marketing expense ratio to decrease by 2.2 ppts yoy to 23.9%. Therefore, the adjusted profit margin will expand by 2.3 ppts yoy to 9.4%.

Adjust recruitment strategy to cater new demand. In 1H24, the number of new enrollment was 78,000, a yoy decrease of 7.7%. Among them, the number of new enrollment in the one-year period curriculum increased by 52.5% yoy and became the only training project with enrollment growth. Affected by the decline in the number of enrollment in the two-year and three-year training programs, the number of long-term training students decreased by 6.4% Yoy to 33,000. The number of short-term course enrollment within one year also decreased by 8.7% yoy to 45,000. The proportion of long-term students as total was 41.7% in 1H24, a yoy increase of 0.6 ppts. We believe that spring enrollment students are mainly on-the-job personnel. The training services provided by the company focus on meeting the skill improvement needs of on-the-job personnel. Such people hope to train more comprehensive skills in a relatively short time, so the one-year curriculum is more favored by them. The company adjusted its marketing strategy in a timely manner and launched courses that cater to such demand to achieve a high increase in enrollment. At the same time, the company suspended enrollment in short-term and long-term majors that do not have economies of scale and are relatively inexpensive. Therefore, although the number of enrollment decreased yoy, the contract liabilities (tuition prepayments) increased by 10.5% to RMB 1.46 billion in 1H24 comparing to the number of the end of last year. Through the above measures, the company's average profit per student increased significantly by 60.6% yoy to reach Rmb1,922 in 1H24.

The regional centers help the business expansion. The company has planned 8-10 regional centers in places such as Chengdu and Jinan. The single-school capacity will reach more than 15,000 people. The facilities will meet the standards of technician schools. As reform of vocational education provides a easier way for secondary vocational schools students to be enrolled in higher vocational education through the vocational college entrance examination as well as exams held by vocational colleges themselves under the supervision of provincial authorities. The attractiveness of secondary vocational schools for secondary school graduates has increased. We expect that after the regional centers obtains qualifications of secondary vocational schools, the company will attract student not only interest in vocational skill training but also in pursuit higher vocational college degrees. Therefore, the company's enrollment targets will also be expanded.

Maintain overweight. The company focuses on refined operations through various costs and expenses controls. We expect that costs and expenses are expected to further decline throughout the year. At the same time, the completion of the regional center is expected to expand the company's enrollment in the medium and long term. In view of the improvement in operating efficiency in the first half of the year, we have raised our adjusted net profit forecast for the company for 2023/24/25 to RMB 387 million/426 million/463 million (previously predicted to be RMB 319 million/369 million/411 million). We have raised the target price to HK\$3.01 (vs. previous TP of HK\$2.82) and maintain overweight 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	4,128	4,360	4,625
成本	-1,928	-2,070	-2,046	-2,137	-2,257
毛利润	1,891	1,908	2,082	2,223	2,368
其他收入	-946	-1,037	-987	-1,025	-1,069
销售费用	-512	-529	-513	-534	-556
行政费用	-22	-17	-29	-31	-32
Ebitda	1,289	1,135	1,418	1,536	1,609
Ebit	654	507	648	716	781
税前利润	498	368	487	546	602
所得税	-130	-95	-126	-142	-156
经调整净利润	267	281	387	426	463

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	387	426	463
折旧&摊销	635	628	770	820	828
净营运资本变动	-267	126	-28	80	97
其他	-74	126	-21	0	0
经营性现金流	561	1,161	1,108	1,325	1,387
资本开支	-1,475	-914	-840	-396	-410
其他	361	478	0	0	0
投资性现金流	-1,113	-436	-840	-396	-410
租赁负债变动	103	103	103	103	103
其他	-47	-366	-387	-213	-231
融资性现金流	56	-263	-285	-110	-129
净现金流	-496	462	-17	819	849

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	4,630	5,679	6,788
贸易及其他应收款	331	324	347	360	385
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	1,628	2,447	3,296
其他	152	148	734	950	1,186
非流动资产	5,173	5,383	5,454	5,031	4,612
物业及设备	2,615	3,080	3,320	3,044	2,754
使用权资产	2,425	2,226	2,056	1,909	1,781
其他	133	77	77	77	77
流动负债	2,332	2,333	2,509	2,632	2,780
租赁负债	382	265	443	469	490
合约负债	1,187	1,324	1,284	1,353	1,423
其他	764	744	782	810	867
非流动负债	1,464	1,350	1,580	1,657	1,738
租赁负债	1,414	1,308	1,558	1,635	1,716
其他	50	42	22	22	22
总权益	5,692	5,608	5,995	6,420	6,883
股本	0	0	0	0	0
储备	5,692	5,607	5,995	6,420	6,883

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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

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，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

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。申银万国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：沪深 300 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，任何人均无权在任何情况下使用他们。