

2024年08月28日

中国东方教育 (0667.HK)

——降本增效显著，招生结构优化、盈利能力改善

增持 (首次覆盖)

投资要点:

- 2024H1 公司实现营收 19.83 亿元，同比增长 1.6%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 33.2%；实现经调整归母净利润 2.78 亿元，同比增长 57.9%。分品牌看，上半年新东方及美味学院/欧米奇/新华电脑及华信智原/万通/欧曼谛分别实现营收 9.19 亿元/1.59 亿元/3.78 亿元/4.49 亿元/0.4 亿元，同比分别变化-3.3%/-0.8%/-4.3%/11.1%/142.1%。
- 学校结构持续优化，费用率大幅改善。**2024 上半年公司关停长期亏损的院校，继续优化相关品牌学校结构。截止 2024H1 公司拥有学校数量为 234 所，相比 2023 年底减少 11 所。分品牌看，公司旗下新东方烹饪教育/美味学院/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通汽修/欧曼谛各有学校 75/18/36/38/19/41/7 所，分别较 2023 年底变动-1/0/-10/-1/-1/0/+2 所。此外，公司上半年通过精细化运营，带动整体费率显著优化。2024H1 公司销售费用率/管理费用率分别为 23.4%/12.9%，同比分别减少 2.9/0.2 个百分点。
- 聚焦高附加值专业，盈利能力有效改善。**公司对整个产品结构进行了调整，减少了利润率较低的短期及超短期课程招生，侧重于中长期、半年到一年制学费较高、附加值较高的专业。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、同比分别变化-11.2%/-12.9%/-11.1%/-3.6%/88.1%。长期/短期课程分别为 3.3/4.5 万人次、同比分别下降 6.4%/8.7%，其中 1-2 年制课程招生人数同比大幅增加 52.5%，2-3/3 年制招生人数分别下降 17.3%/12.8%。2024H1 公司毛利率为 53%，同比增加 1.9 个百分点。
- 烹饪回暖、美业发力，汽车稳定、互联网承压。**2024H1 公司烹饪专业收入占比约为 54%，仍为公司最重要的板块。上半年烹饪总体收入同比虽略有减少，但整体调整已近尾声，我们预期将逐步回暖；美业板块发展良好，上半年营收及新招生人数同比均大幅增加，有望持续发力；汽车板块整体相对稳定，新招人数虽有减少，整体营收稳步增长；互联网就业市场竞争加剧，公司互联网培训板块承压，上半年营收及新招人数均有下滑。
- 盈利预测与估值：**我们预计 2024-2026 年收入分别为 41.74 亿元、46.06 亿元、50.50 亿元，经调整归母净利润分别为 4.27 亿元、5.25 亿元、6.25 亿元，对应 PE 分别为 11X、9X、8X，我们选取粉笔、传智教育、中公教育作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别为 22X、16X、13X，公司 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**烹饪业务恢复不及预期；互联网培训业务大幅下滑；监管政策变化风险。

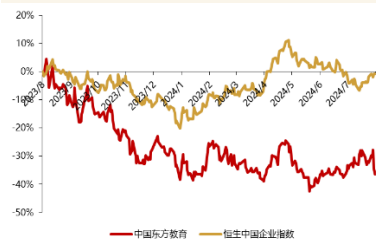
证券分析师

朱芸
S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



股票数据: 2024年8月27日

收盘价 (港元) 2.35

一年内最高/最低 (港元) 3.65/1.91

总市值 (百万港元) 5099

市净率 PB 0.87

基础数据: 2024年6月30日

总股本 (百万股) 2178.85

总资产 (百万元) 9259.37

净资产 (百万元) 5495.55

每股净资产 (元) 2.52

资料来源: 公司公告, ifind

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3819.02	3978.65	4174.27	4605.56	5050.30
同比增长率 (%)	-7.75%	4.18%	4.92%	10.33%	9.66%
经调整归母净利润 (百万元)	266.05	281.34	427.49	525.32	624.54
同比增长率 (%)	-38.42%	5.75%	51.95%	22.88%	18.89%
毛利率 (%)	49.52%	47.96%	51.99%	52.77%	53.54%
每股收益 (元/股)	0.17	0.13	0.20	0.24	0.29
ROE (%)	4.67%	5.02%	7.91%	9.81%	11.51%
市盈率	33.82	19.60	10.96	8.92	7.50

损益表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,979	4,174	4,606	5,050
增长率	4.2%	4.9%	10.3%	9.7%
营业成本	2,070	2,004	2,175	2,346
%销售收入	52.0%	48.0%	47.2%	46.5%
毛利	1,908	2,170	2,430	2,704
%销售收入	48.0%	52.0%	52.8%	53.5%
其他收入	4	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,037	1,064	1,151	1,237
%销售收入	26.1%	25.5%	25.0%	24.5%
管理费用	529	543	599	646
%销售收入	13.3%	13.0%	13.0%	12.8%
研发费用	17	19	21	22
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
财务费用	38	68	62	58
%销售收入	1.0%	1.6%	1.3%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	406	596	711	849
%销售收入	10.2%	14.3%	15.4%	16.8%
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	368	528	649	791
利润率	9.2%	12.7%	14.1%	15.7%
所得税	95	132	162	198
所得税率	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东损益)	273	396	487	593
少数股东损益	0	0	0	0
经调整归母净利润	281	427	525	625
增长率	5.7%	52.0%	22.9%	18.9%
净利率	7.1%	10.2%	11.4%	12.4%

现金流量表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	273	396	487	593
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金变动	140	174	185	210
其他变动	612	267	259	266
经营活动现金流量净额	1,025	837	931	1,069
资本开支	-842	-550	-580	-630
投资	515	140	120	70
其他	139	165	-49	1
投资活动现金流量净额	-188	-245	-509	-559
股权募资	5	0	0	0
债权募资及其他	-782	-744	-684	-666
筹资活动现金流量净额	-777	-744	-684	-666
现金净变动	80	-152	-261	-156

来源: 公司公告, 华源证券研究所

资产负债表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	1,364	1,102	946
应收款项	329	331	383	413
存货	68	68	74	80
其他流动资产	1,996	1,816	1,646	1,516
流动资产	3,908	3,579	3,205	2,954
权益性投资	0	0	0	0
固定资产	3,080	3,439	3,823	4,245
无形资产	1,541	1,561	1,590	1,628
非流动资产	5,383	5,745	6,229	6,758
资产总计	9,291	9,324	9,433	9,712
应付款项	124	120	131	141
短期借款	0	0	0	0
其他流动负债	2,210	2,390	2,622	2,857
流动负债	2,333	2,510	2,753	2,998
长期债务	0	0	0	0
其他长期负债	1,350	1,406	1,326	1,286
非流动负债	1,350	1,406	1,326	1,286
负债总计	3,684	3,917	4,079	4,285
归属母公司股东权益	5,608	5,408	5,354	5,427
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,291	9,324	9,433	9,712

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)