

持有

22H1 招生进展受外部因素干扰，静待业绩修复

中国东方教育 (667.HK)

2022-09-07 星期三

投资要点

目标价: **3.8 港元**
 现价: 3.29 港元
 预计升幅: 16%

➤ 公司公布 22H1 业绩，疫情扰动导致收入和经调整净利润出现下滑：

2022H1 公司营收同比-6.1%至 18.8 亿元，净利润同比+1.3%至 2.4 亿元，经调整净利润同比-41.9%至 1.75 亿元，22H1 学校及中心数量为 239 个，较 21 年末增 8 个。烹饪技术/信息技术/汽车服务上半年收入分别-12%/ -5%/ +16%。

➤ 万通汽车稳健增长，长训占比进一步提升，稳步推进区域中心落地：

22H1 公司平均培训人次同比+0.2%至 14.3 万，新培训人次同比-14%至 7.0 万。拆分三大核心品牌，行业需求旺盛带动万通汽车逆势增长，新东方/新华电脑/万通汽车分别实现收入 9.5/ 3.6/ 3.2 亿元，同比分别-8%/ -5%/ +16%。按量价分析，新东方/新华电脑/万通汽车平均培训人次分别同比变动-5%/ -3%/ +24%；新东方/新华电脑/万通汽车平均学费分别同比变动-3%/ -2%/ -6%。长训占比进一步提升，三年制新培训人次/三年制平均培训人次分别同比增 15%/25%，三年制新培训人次的占比较去年同期的 23%进一步提升至 30%。期内公司稳步推进区域中心落地，增长模式从过往的拓教学点转变为做强区域中心，以提升人效和校园利用率，优化盈利能力。教学硬件的优化有助于公司提高对长学制生源的吸引力，使公司具备更充分的资质申请技师牌照，提升办学层次。

➤ 校园固定成本呈刚性致利润端承压，销售费用率具备优化空间：

22H1 公司毛利率和经调整净利润率分别为 52.9%和 9.3%，同比分别下降 2.4pp 和 5.7pp。利润端承压原因是招生节奏受疫情扰动导致收入减少，而校园固定成本呈刚性，规模效应尚未充分体现。22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.6%/13.1%/0.5%/4.4%，销售费用率同比+0.4pp，销售费用同比-5%。目前公司招生渠道正从过往的以网络招生为主过渡为网络招生+线下渠道并进。预计随线下渠道招生占比上升和未来招生进度恢复，销售费用率有优化空间。

➤ 给予持有评级，对应目标价 3.8 港元：

我们的观点：当前政策环境正面，下半年 6-8 月外部扰动因素缓解后公司招生恢复增长。预计公司凭借龙头品牌沉淀及其具备竞争力的教学体系，有望延续良好的招生恢复态势，疫情进展仍是短期重要变量。长期随着公司区域中心落地，办学层次和招生竞争力有望进一步优化。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 4,186/ 4,915/ 5,710 百万元，同比增长 1.1%/ 17.4%/ 16.2%；归母净利润分别为 416/ 571/ 735 百万元，同比增长 37.7%/ 37.3%/ 28.8%。给予公司目标价 3.8 港元，对应持有评级，对应 22E 财年 PE 约 15 倍。

重要数据

日期	2022/9/7
收盘价 (港元)	3.29
总股本 (亿股)	21.8
总市值 (亿港元)	71.6
净资产 (亿港元)	64.8
总资产 (亿港元)	109.4
52 周高低 (港元)	10.24/2.91
每股净资产 (港元)	2.98

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: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,649	4,140	4,186	4,915	5,710
同比增长	-6.6%	13.5%	1.1%	17.4%	16.2%
净利润	258	302	416	571	735
同比增长	-69.6%	17.3%	37.7%	37.3%	28.8%
净利润率	7.1%	7.3%	9.9%	11.6%	12.9%
EPS	0.12	0.14	0.19	0.26	0.34
PE@3.29HKD	23.8	20.3	14.7	10.7	8.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

公司公布 22H1 业绩，疫情扰动导致收入和经调整净利润出现下滑：

2022H1 公司营收同比-6.1%至 18.8 亿元，净利润同比+1.3%至 2.4 亿元，经调整净利润同比-41.9%至 1.75 亿元，22H1 期末学校及中心数量为 239 个，较 21 年末增加 8 个。分板块看，烹饪技术/信息技术/汽车服务上半年收入分别-12%/ -5%/ +16%。公司利润承压主要是由于招生受到疫情干扰，同时教学成本及折旧费用相对刚性，产生了负经营杠杆。

图 1：中国东方教育收入变动



图 2：中国东方教育净利润变动



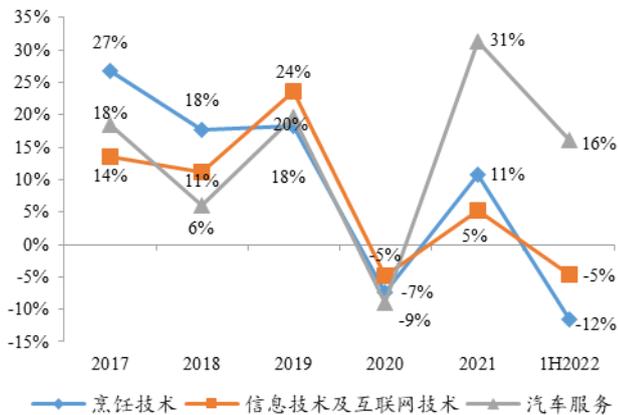
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

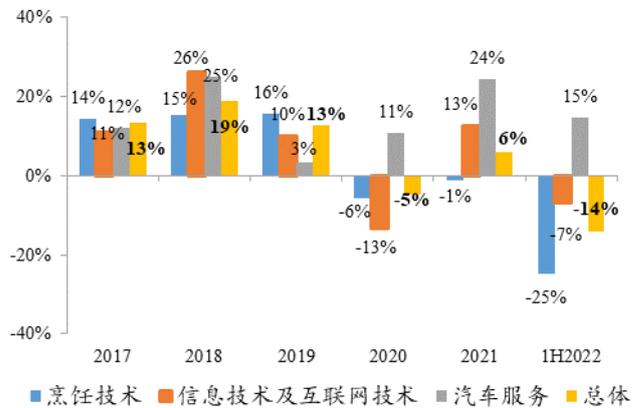
万通汽车稳健增长，长训占比进一步提升，稳步推进区域中心落地：

22H1 公司平均培训人次同比+0.2%至 14.3 万，新培训人次同比-14%至 7.0 万。拆分三大核心品牌，新东方/新华电脑/万通汽车分别实现收入 9.5/ 3.6/ 3.2 亿元，同比分别-8%/ -5%/ +16%。按量价分析，新东方/新华电脑/万通汽车平均培训人次分别为 6.2 万/ 4.2 万/ 3.2 万人次，分别同比变动-5%/ -3%/ +24%；新东方/新华电脑/万通汽车平均学费分别为 3.1 万元/ 1.7 万元/ 2.0 万元，分别同比变动-3%/ -2%/ -6%。万通汽车逆势增长，主要原因是行业需求旺盛及公司具备竞争力的教学体系。

长训占比进一步提升，三年制新培训人次/三年制平均培训人次分别同比增长 15%/25%，三年制新培训人次的占比较去年同期的 23%进一步提升至 30%。期内公司稳步推进区域中心落地，增长模式从过往的拓教学点转变为做强区域中心，以提升人效和校园利用率，优化盈利能力。截至 22H1 期末，安徽职教城三校已达 2.3 万在校生，四川和山东区域中心已交付，贵州/郑州区域中心分别有望于 23 年底/24 年投用。区域中心在山东/四川/贵州/郑州的陆续落地后，公司教学硬件的优化有助于公司提高对长学制生源的吸引力，使公司具备更充分的资质申请技师牌照，提升办学层次。

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同比变动


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

校园固定成本呈刚性致利润端承压，销售费用率具备优化空间：

2022H1 公司毛利率和经调整净利润率分别为 52.9%和 9.3%，同比分别下降 2.4pp 和 5.7pp。公司利润端承压，主要原因是招生节奏受疫情扰动导致收入减少，而校园固定投入如租金和教师薪酬等成本具备刚性，校园规模效应尚未得到充分体现。费用率方面，2022H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.6%/13.1%/0.5%/4.4%，销售费用率增加了 0.4pp，销售费用同比减少了 5%。目前公司招生渠道正从过往的以网络招生为主过渡为网络招生+线下渠道并进。预计随着线下渠道招生占比上升和未来招生进度的恢复，销售费用率仍有优化空间。

给予持有评级，对应目标价 3.8 港元：

我们的观点：当前政策环境正面，下半年 6-8 月外部扰动因素缓解后公司招生恢复增长。预计公司有望凭借龙头品牌沉淀及其具备竞争力的教学体系，延续良好的招生恢复态势，但疫情进展仍是短期重要变量。长期随着公司区域中心的落地，办学层次和招生竞争力有望进一步优化。预计 2022E 至 2024E 财年营收分别为 4,186/ 4,915/ 5,710 百万元，同比增长 1.1%/ 17.4%/ 16.2%；归母净利润分别为 416/ 571/ 735 百万元，同比增长 37.7%/ 37.3%/ 28.8%。给予公司目标价 3.8 港元，对应持有评级，对应 22E 财年 PE 约 15 倍。

风险提示：

疫情反复、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

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	3,649	4,140	4,186	4,915	5,710
成本	-1,680	-2,028	-1,988	-2,271	-2,598
毛利	1,969	2,112	2,198	2,644	3,112
其他收入	64	79	105	123	143
销售费用	-829	-988	-979	-1,121	-1,262
研发费用	-44	-31	-25	-34	-40
管理费用	-570	-542	-544	-624	-714
除税前溢利	444	469	594	816	1,051
所得税	-186	-167	-178	-245	-315
净利润	258	302	416	571	735
增长					
总收入yoy	-6.6%	13.5%	1.1%	17.4%	16.2%
归母净利润yoy	-69.6%	17.3%	37.7%	37.3%	28.8%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
固定资产	1,416	1,935	1,973	2,013	2,053
使用权资产	1,927	2,323	2,439	2,561	2,689
其他	172	64	65	65	65
非流动资产合计	3,514	4,322	4,477	4,639	4,807
存货	56	65	68	72	75
其他金融资产	899	612	612	612	612
应收账款	180	275	297	321	347
定期存款	2,198	2,143	2,143	2,143	2,143
货币资金	2,972	2,212	2,477	2,829	3,274
流动资产合计	6,307	5,314	5,604	5,983	6,457
总资产合计	9,821	9,636	10,081	10,622	11,264
应付账款	578	676	710	745	783
合同负债	1,385	1,391	1,530	1,683	1,851
其他流动负债	465	479	503	528	554
流动负债合计	2,427	2,546	2,742	2,956	3,188
长期负债合计	1,354	1,351	1,392	1,433	1,476
股东权益合计	6,040	5,739	5,947	6,232	6,600
总负债+股东权益	9,821	9,636	10,081	10,622	11,264

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率(%)	54.0%	51.0%	52.5%	53.8%	54.5%
净利率(%)	7.1%	7.3%	9.9%	11.6%	12.9%
ROE	4.3%	5.3%	7.0%	9.2%	11.1%
EPS	0.12	0.14	0.19	0.26	0.34
PE@3.29HKD	23.8	20.3	14.7	10.7	8.3

营运表现

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
费用/收入(%)	39.5%	37.7%	37.0%	36.2%	35.3%
实际税率(%)	41.9%	35.5%	30.0%	30.0%	30.0%

财务状况

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债/权益	0.63	0.68	0.70	0.70	0.71
收入/总资产	0.37	0.43	0.42	0.46	0.51
总资产/权益	1.63	1.68	1.70	1.70	1.71

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	258	302	416	571	735
非现金调整	943	949	1,073	1,177	1,290
营运资本变动	111	-67	153	167	182
已付所得税	-200	-207	-178	-245	-315
经营活动现金流	1,112	978	1,464	1,671	1,893
固定资产	-332	-763	-426	-434	-443
其他	-745	135	-465	-488	-512
投资活动现金流	-1,077	-628	-890	-922	-955
已付股息	-422	-487	-208	-286	-368
已付利息	-146	-161	-159	-172	-188
其他	-237	-414	59	61	63
融资活动现金流	-805	-1,062	-309	-397	-493
现金变化	-770	-712	265	352	445
期初持有现金	3,883	2,972	2,212	2,477	2,829
汇率变动	-141	-48	0	0	0
期末持有现金	2,972	2,212	2,477	2,829	3,274

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>