

买入

业务下半年逐渐恢复, 继续保持既定扩张步伐

中国东方教育 (667. HK)

2020-09-17 星期四

投资要点

目标价: **21 港元**
 现价: 17.4 港元
 预计升幅: 21%

➤ 公司收入受疫情影响下滑:

公司上半年业绩显示实现收入 15.17 亿元, 同比减少 16.80%, 实现净利润 2.43 亿元, 同比减少 22.39%, 经调整净利润 1.78 亿元, 同比减少 40.95%。公告显示公司上半年收入减少主要是由于受疫情影响, 公司线下实体学校的课程在疫情之后 (2020 年 2 月后) 全面暂停, 而今年中考又被推迟, 因此公司今年上半年招收受到了极大的负面冲击。

重要数据

日期	2020-09-17
收盘价 (港元)	17.4
总股本 (百万股)	2,193
总市值 (百万港元)	38,100
净资产 (百万港元)	6,547
总资产 (百万港元)	10,115
52 周高低 (港元)	20.30 / 10.47
每股净资产 (港元)	2.99

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 保持稳健扩张战略:

公司拥有学校及中心数目为 194 所, 较 2019 年净增加 17 所。分业务来看, 烹饪技术分部学校及中心数目为 109 所, 信息技术及互联网技术分部学校及中心数目为 52 所, 万通汽修学校及中心数目为 32 所, 时尚美业学校 1 所。我们预计公司未来会继续保持稳健的扩张速度, 平均每年学校总数将净加 20 所左右。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 21 港元:

由于疫情导致学校春季开学普遍延期, 同时中考延后对今年招新有极大冲击。但考虑到公司品牌有较高历史价值, 且在宏观经济下行背景下职业教育稳就业的主体作用更加凸显, 根据我们了解, 最新一届毕业生依然保持 95% 以上的就业率, 因此公司核心竞争力并未改变, 一旦疫情过去公司规模将继续稳健成长, 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.35/0.54/0.68 元, 给予公司 2021 年 35 倍目标 PE, 对应目标价为 21 港元, 较现价有 21% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

主要股东

吴俊保 (34.06%)
 吴伟 (23.32%)
 肖国庆 (22.44%)

相关报告

中国东方教育 (0667.HK) - 首发报告-20191220
 更新报告-20200403

研究部

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

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	3,265	3,905	3,953	5,107	6,133
同比增长	14.6%	19.6%	1.2%	29.2%	20.1%
毛利率	52.2%	58.4%	56.2%	56.6%	58.8%
净利润	515	848	766	1,176	1,494
同比增长	-22.1%	64.6%	-9.7%	53.6%	27.1%
净利润率	15.8%	21.7%	19.4%	23.0%	24.4%
PE	153.3	38.9	45.4	29.6	23.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司收入受疫情影响下滑，预计下半年企稳：

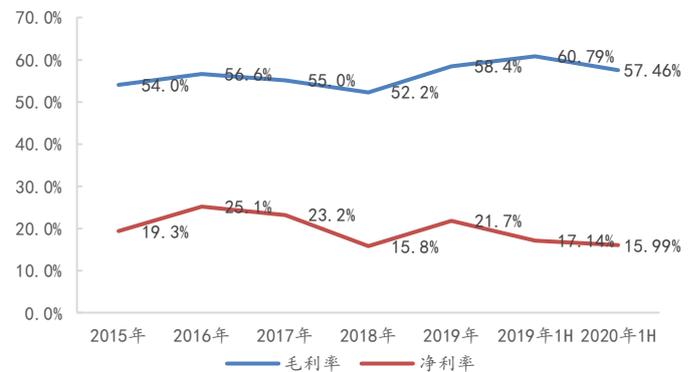
公司上半年业绩显示实现收入 15.17 亿元，同比减少 16.80%，实现净利润 2.43 亿元，同比减少 22.39%，经调整净利润 1.78 亿元，同比减少 40.95%。公告显示公司上半年收入减少主要是由于受疫情影响，公司线下实体学校的课程在疫情之后（2020 年 2 月后）全面暂停，而今年中考又被推迟，因此公司今年上半年招收受到了极大的负面冲击。分业务来看，新东方烹饪实现收入 8.33 亿，同比减少 17.85%，毛利率为 63.9%，同比下降 0.4 个百分点；欧米奇西点实现收入 1.16 亿元，同比减少 25.16%，毛利率为 37.0%，同比上升 14 个百分点；美味学院收入 0.22 亿元，同比增长 15.79%，毛利率为 25.6%，同比上升 15.9 个百分点；新华电脑实现收入 3.24 亿，同比减少 7.16%，毛利率为 62.9%，同比下降 4.7 个百分点；万通汽修实现收入 1.95 亿元，同比减少 20.73%，毛利率为 41.3%，同比下降 12.4 个百分点。我们预计公司在下半年将逐渐恢复，公司 8 月整体将恢复到去年同期 80% 的水平，而 9 月将进一步恢复。

图 1：公司历年收入情况



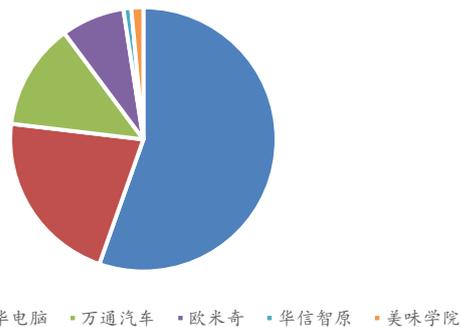
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：公司历年毛利率情况



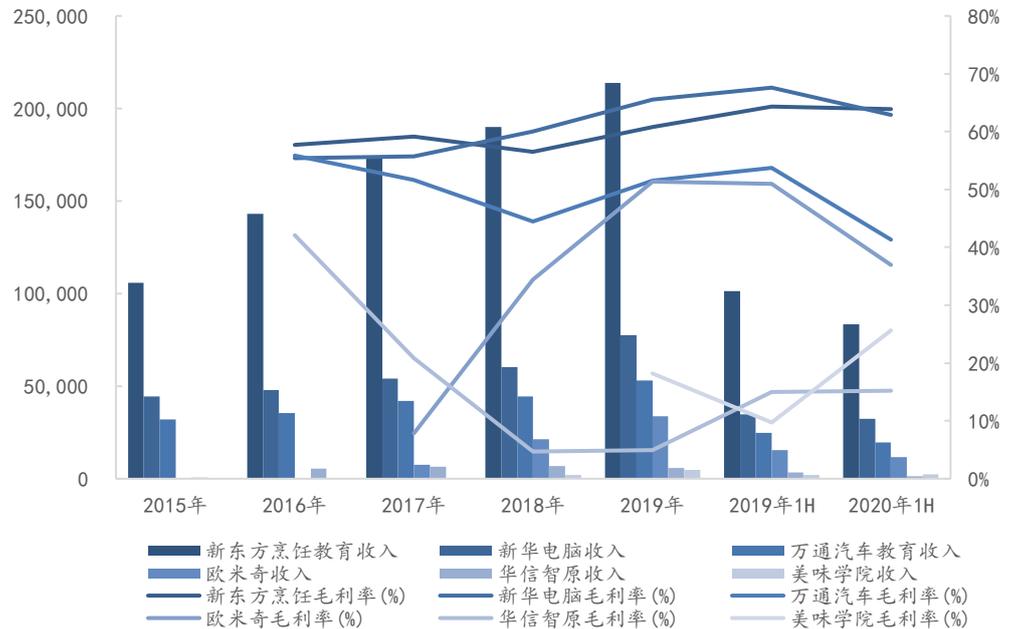
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 3：2020 年中期各项业务占收入比重



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 4：各项业务收入及毛利率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

表 1：各项业务核心数据一览

	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY1H
集团总人数				
付费人次 (万人次)	11.39	13.55	15.26	6.08
同比	13.33%	18.96%	12.62%	-20.2%
新东方烹饪				
付费人次 (万人次)	7.11	6.91	6.82	2.91
同比	14.58%	-2.86%	-1.32%	-25.8%
新华电脑				
付费人次 (万人次)	2.50	3.10	4.01	0.92
同比	5.12%	24.19%	29.39%	-30.2%
万通汽修				
付费人次 (万人次)	1.81	1.93	2.11	0.86
同比	0.16%	6.76%	9.07%	-19.2%

资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

保持稳健扩张战略，搭建区域中心提升集团品牌覆盖：

截止 2020 年上半年，公司拥有学校及中心数目为 194 所，较 2019 年净增加 17 所。分业务来看，烹饪技术分部学校及中心数目为 109 所，其中新东方烹饪教育 59 所，净增加 3 所；欧米奇西点西餐教育 31 所，净增加 6 所；美味学院 19 所。信息技术及互联网技术分部学校及中心数目为 52 所，其中新华电脑教育 30 所，

净增加 5 所，华信智原 DT 人才培训基地 22 所。万通汽修学校及中心数目为 32 所，净增加 2 所。时尚美业学校 1 所。我们预计公司未来会继续保持稳健的扩张速度，平均每年学校总数将净加 20 所左右。未来公司将继续在中国五个主要地理区域（即北京、上海、广州、成都及西安）建立区域中心点，同时辐射周边地区。一旦战略布局达成，将进一步扩大公司业务网络，同时能够覆盖中国所有省会及城市。另一方面，公司将继续扩大行业覆盖，新增更多紧贴市场的课程，以应对行业趋势和市场需求，保持学生在市场的竞争力优势。

维持买入评级，目标价 21 港元：

由于疫情导致学校春季开学普遍延期，同时中考延后对今年招新有极大冲击。但考虑到公司品牌有较高历史价值，且在宏观经济下行背景下职业教育稳就业的主体作用更加凸显，根据我们了解，最新一届毕业生依然保持 95% 以上的就业率，因此公司核心竞争力并未改变，一旦疫情过去公司规模将继续稳健成长，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.35/0.54/0.68 元，给予公司 2021 年 35 倍目标 PE，对应目标价为 21 港元，较现价有 21% 的上涨空间，维持“买入”评级。

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	3,265	3,905	3,953	5,107	6,133
成本	(1,560)	(1,625)	(1,732)	(2,218)	(2,526)
毛利	1,705	2,280	2,221	2,889	3,606
其他收入	120	248	78	83	89
销售费用	(648)	(698)	(636)	(812)	(981)
研发费用	(28)	(31)	(31)	(40)	(48)
管理费用	(462)	(598)	(666)	(636)	(780)
除税前溢利	687	1,070	966	1,483	1,885
所得税	(172)	(222)	(200)	(307)	(391)
净利润	515	848	766	1,176	1,494
终止业务净利润	(5)	0	0	0	0
增长					
总收入 (%)	14.6%	19.6%	1.2%	29.2%	20.1%
净利润 (%)	-20.5%	66.2%	-9.7%	53.6%	27.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
固定资产	1,361	1,406	1,656	1,704	1,811
预付租金	123	0	136	149	164
递延税项资产	3	4	4	4	4
预付租赁租金	18	0	18	18	18
按金	40	36	40	40	40
固定资产合计	1,545	1,446	1,853	1,915	2,037
存货	37	52	55	71	80
预付租金	3	0	3	3	3
应收账款	242	203	206	266	319
可收回税款	2	1	2	2	2
货币资金	986	3,883	4,621	6,219	7,996
流动资产合计	1,270	4,139	4,886	6,560	8,400
应付账款	508	443	472	605	689
负债合同	1,233	1,383	1,400	1,809	2,172
其他流动负债	142	138	108	108	108
流动负债合计	1,883	1,965	1,980	2,522	2,969
合同负债	56	72	56	56	56
政府补助	4	6	4	4	4
长期负债合计	60	79	60	60	60
股东权益合计	873	6,120	6,886	8,062	9,556

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	52.2%	58.4%	56.2%	56.6%	58.8%
EBITDA 率 (%)	21.0%	27.4%	24.4%	29.0%	30.7%
净利率 (%)	15.8%	21.7%	19.4%	23.0%	24.4%
ROE	59.0%	13.9%	11.1%	14.6%	15.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	34.9%	34.0%	33.7%	29.1%	29.5%
实际税率 (%)	25.0%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
应收账款天数	27	19	19	19	19
应付账款天数	117	98	98	98	98
财务状况					
负债/权益	2.23	0.33	0.30	0.32	0.32
收入/总资产	1.16	0.70	0.59	0.60	0.59
总资产/权益	3.23	0.91	0.98	1.05	1.09

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	510	848	766	1,176	1,494
非现金调整	453	315	551	738	773
资本变动	182	110	40	466	384
已付所得税	(165)	(222)	(200)	(307)	(391)
经营活动现金流	980	1,051	1,156	2,073	2,261
投资变动	58	0	0	0	0
其他金融资产变动	25	73	30	30	30
购买固定资产	(656)	(624)	(448)	(504)	(514)
投资活动现金流	(573)	(551)	(418)	(474)	(484)
股息	(874)	(383)	0	0	0
融资	1	2,800	0	0	0
其他偿还活动	(582)	(22)	0	0	0
融资活动现金流	(1,456)	2,396	0	0	0
现金变化	(1,048)	2,897	738	1,599	1,777
期初持有现金	2,035	986	3,883	4,621	6,219
期末持有现金	986	3,883	4,621	6,219	7,996

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) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>