

买入
疫情干扰致利润承压，看好职教龙头长期价值
中国东方教育 (667.HK)

2021-09-09 星期四

投资要点

目标价:	11.3 港元
现价:	9.34 港元
预计升幅:	21%

零星疫情扰动下，21H1 公司收入稳步回升，利润端承压：

2021H1 公司实现营收 20 亿元，同比+31.9%，较 19 年同期+9.9%；录得净利润 2.3 亿元，同比-3.9%，较 19 年同期-25.4%。剔除汇兑损失和股权激励费用后，经调整净利润为 3.0 亿元，同比+41.8%。烹饪/电脑/汽车板块上半年收入分别同比+32%/+20%/+43%，较 19 年同期+7.9%/+5.4%/+13.6%。

重要数据

日期	2021/9/8
收盘价 (港元)	9.34
总股本 (亿股)	21.9
总市值 (亿港元)	204.8
净资产 (亿元)	58.3
总资产 (亿元)	97.5
52 周高低 (港元)	20.69/7.49
每股净资产 (元)	2.65

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

积极拓展校园网络，利润率恢复取决于招生增长及新校园利用率提升：

2021H1 公司毛利率和净利润率分别为 55.3% 和 11.6%，较 2020 年同期分别下降 2.2 和 4.3 个百分点。校园网络网点数较 2020 年末增加 12 个。利润端承压原因：(1)上半年公司积极拓张校园网络，校园固定投入如租金、教师薪酬等具备刚性。而 20H1 基数较低，当时疫情爆发导致校园关闭，节约相关支出。(2)招生节奏受零星疫情扰动，新校园利用率较低，规模效应未体现导致整体毛利率下滑。目前烹饪板块利用率约 75%、信息技术约 75-80%、万通汽车约 70% 以下。(3)各地零星疫情影响超出原预期，因此上半年公司销售费用投放偏高，未来销售费用仍有下调空间。

长训占比提升，技能+学历配套稳步推进，21H1 推荐就业率约 95%：

平均培训人次中，三年长训占比已经从 19 年的 28% 提升至 21H1 的 45%，达 6.47 万人次，同比+46%。期内公司已具备学历牌照的学校达 43 所(去年 39 所)，其中 7 所已具备高级技工资质。需学历牌照的学校主要是 120 余所长训为主的烹饪/电脑/汽车三大传统品牌学校，因此学历牌照覆盖率已达 1/3。学历占比及长训占比提升将优化公司经营稳定性。

维持买入评级，给予目标价 11.3 港元：

我们的观点：政策大力鼓励民办职业教育，其具备正面的社会价值。短期疫情扰动下公司利润端承压，回购行为彰显信心。我们认为在政策环境正面的背景下，公司作为民办职教龙头，将凭借品牌沉淀及办学质量保持良好的招生能力及行业龙头地位，具备长期投资价值。预计 21E 至 23E 财年营收分别为 4,237/ 4,879/ 5,598 百万元，同比增 16.1%/ 15.1%/ 14.7%；归母净利润分别为 742/ 892/ 1,067 百万元，同比增 188.1%/ 20.2%/ 19.6%。给予目标价 11.3 港元，维持买入评级，对应 22E PE 约 23 倍。

主要股东

吴俊保教育有限公司	33.9%
吴伟教育有限公司	23.2%
肖国庆教育有限公司	22.3%

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,905	3,649	4,237	4,879	5,598
同比增长	19.6%	-6.6%	16.1%	15.1%	14.7%
净利润	848	258	742	892	1067
同比增长	66.2%	-69.6%	188.1%	20.2%	19.6%
净利润率	21.7%	7.1%	17.5%	18.3%	19.1%
EPS	0.41	0.12	0.34	0.41	0.49
PE@9.34HKD	19.4	67.5	23.5	19.6	16.4

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测

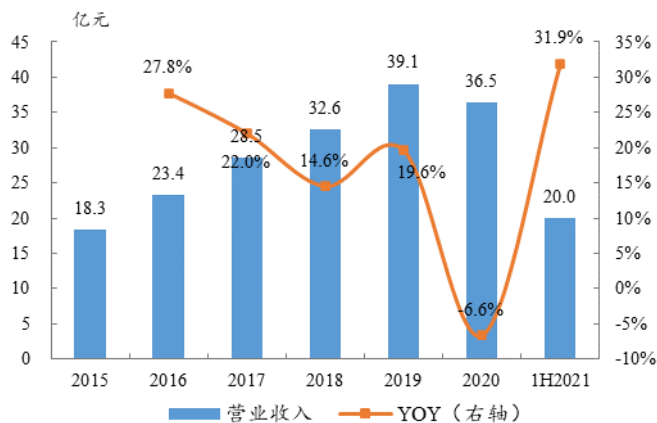
报告正文

零星疫情扰动下，21H1 公司收入稳步回升，利润端承压：

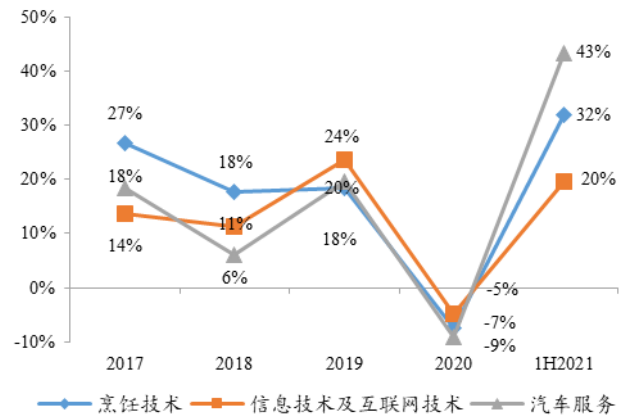
2021H1 公司实现营收 20 亿元，同比+31.9%，较 2019 年同期+9.9%；录得净利润 2.3 亿元，同比-3.9%，较 2019 年同期-25.4%。剔除汇兑损失和股权激励费用后，经调整净利润为 3.0 亿元，同比+41.8%。

分板块收入来看，烹饪技术/信息技术/汽车服务上半年收入分别+32%/+20%/+43%，较 2019 年同期+7.9%/+5.4%/+13.6%。收入结构方面，烹饪/信息技术/汽车服务收入占比分别为 64%/20%/14%。新培训人次方面，烹饪/信息技术/汽车服务新培训人次同比分别增长 32%/20%/43%。

图：中国东方教育收入变动



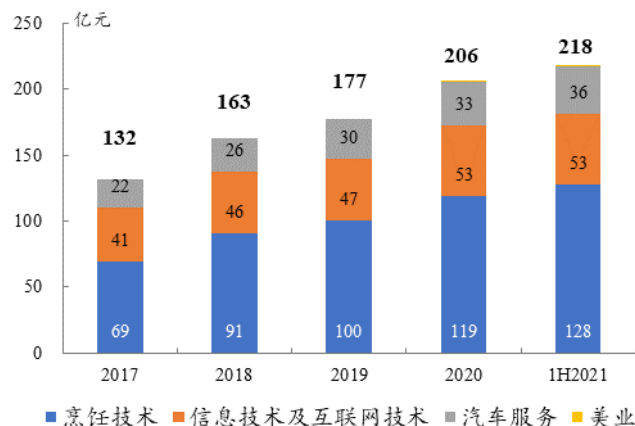
图：中国东方教育各业务分部收入变动



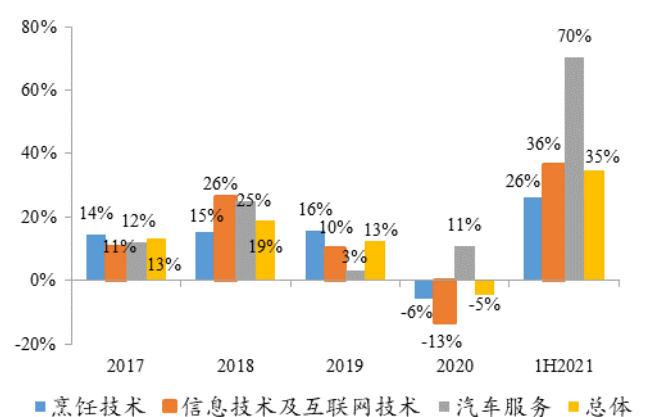
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图：中国东方教育学校网点变动



图：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

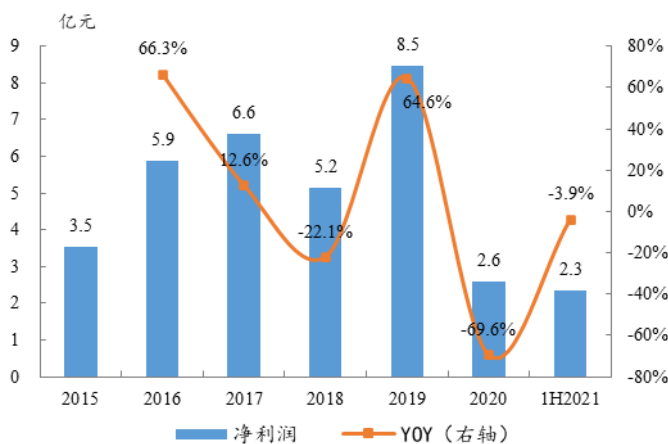
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司积极拓展校园网络，由于校园固定成本具备刚性，利润率的恢复取决于招生人数增长及新校园利用率提升：

2021H1 公司毛利率和净利润率分别为 55.3% 和 11.6%，较 2020 年同期分别下降 2.2 和 4.3 个百分点。公司校园网络网点数较 2020 年末增加 12 个，其中烹饪/信息技术/汽车服务/时尚美业网点数分别为 128/ 53/ 36/ 1 个，较 20 年末新增 9/ 0/ 3 个。上半年公司销售费用率为 23.2%，较去年同期+0.5 个百分点，高于历史水平。

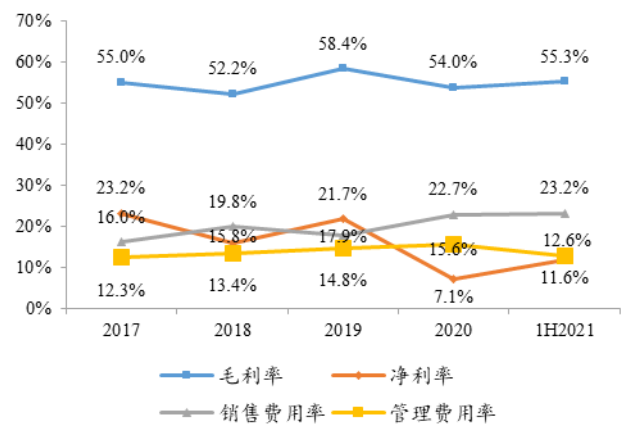
公司利润端承压，主要原因是：（1）上半年公司积极拓张校园网络，校园固定投入如租金、教师薪酬等正常增长，具备刚性。而 20H1 基数较低，当时疫情爆发导致校园关闭，学生未到校，实训和房租等相关支出节约。（2）招生节奏受零星疫情扰动，新校园利用率较低且需前期投入，规模效应未体现，导致整体毛利率下滑。目前烹饪板块利用率约 75%、信息技术约 75-80%、万通汽车约 70% 以下。（3）由于各地零星疫情影响超出原预期，因此上半年公司销售费用投放偏高，未来销售费用仍有下调空间。未来利润端的恢复主要取决于招生人数增长，新学校利用率提升后将呈现规模效应，驱动利润率上行。

图：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

图：中国东方教育毛利率、净利率及费用率变动



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

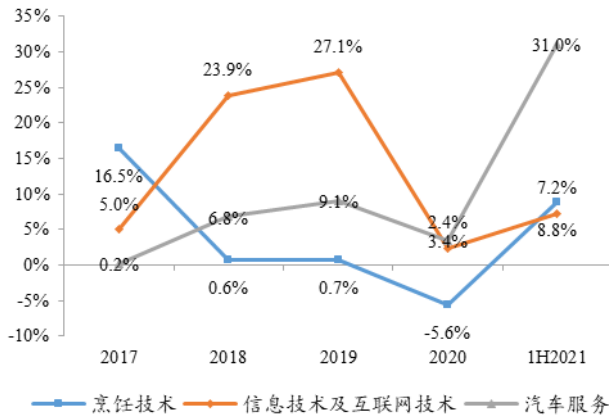
长训学生占比提升，技能+学历配套稳步推进，21H1 推荐就业率稳定在约 95%：

平均培训人次中，三年长训占比已经从 2019 年 28% 提升至 21H1 的 45%，达 6.47 万人次，同比+46%；新培训人次中，三年长训占比从 2019 年的 16% 提升至 21H1 的 23%，达 1.8 万人次，同比+81%，较 19 年同期+97%。

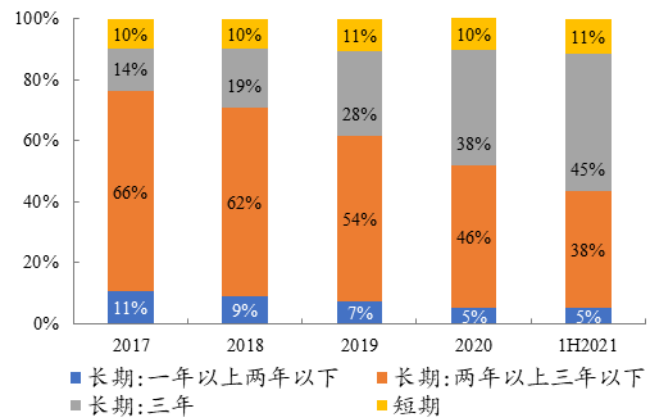
公司三大专业推荐就业率仍达约 **95%**，零星疫情干扰下仍然坚挺。期内公司稳步推进技能+学历配套，已具备学历牌照的学校达 **43 所**（去年 39 所），其中有 7 所已具备高级技工资质。值得注意的是，需学历牌照的学校主要是 120 余所长训为主的三大传统品

牌（烹饪、信息技术、汽车服务）学校，因此学历牌照已覆盖了该类学校的 1/3。未来随着公司学历占比的提升，终端招生能力及长训学生占比将提高，经营稳定性优化。

图：中国东方教育平均培训人次同比变动



图：中国东方教育平均培训人次长短期占比



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

维持买入评级，给予目标价 11.3 港元：

我们的观点：政策大力鼓励民办职业教育，特别体现在 21 年 5 月的《民促法实施条例》放开公办参与举办营利性职业教育民办学校；21 年 8 月江西省作为与教育部共建的国家职业教育创新发展高地，印发推进职业院校混合所有制办学的指导意见。

尽管短期疫情扰动下公司利润端承压，回购行为彰显管理层信心。我们认为在政策环境正面的背景下，中国东方教育作为民办职教龙头，学生推荐就业率在后疫情时代仍维持约 95%，预计将凭借品牌沉淀及办学质量保持良好的招生能力及行业龙头地位，具备长期投资价值。预计 2021E 至 2023E 财年营收分别为 4,237/ 4,879/ 5,598 百万元，同比增长 16.1%/ 15.1%/ 14.7%；归母净利润分别为 742/ 892/ 1,067 百万元，同比增长 188.1%/ 20.2%/ 19.6%。给予公司目标价至 11.3 港元，维持买入评级，对应 22E 财年 PE 约 23 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>					
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	3,905	3,649	4,237	4,879	5,598
成本	(1,625)	(1,680)	(2,365)	(2,771)	(3,208)
毛利	2,280	1,969	2,365	2,771	3,208
其他收入	248	64	127	98	112
销售费用	(698)	(829)	(890)	(927)	(1,047)
研发费用	(31)	(44)	(42)	(54)	(67)
管理费用	(598)	(570)	(508)	(634)	(728)
除税前溢利	1,070	444	958	1,151	1,377
所得税	(222)	(186)	(215)	(259)	(310)
净利润	848	258	742	892	1,067
增长					
总收入 (%)	19.6%	-6.6%	16.1%	15.1%	14.7%
净利润 (%)	66.2%	-69.6%	188.1%	20.2%	19.6%

资产负债表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
固定资产	1,406	1,416	1,487	1,516	1,547
使用权资产	1,712	1,927	2,408	2,529	2,655
其他	62	172	172	172	173
非流动资产合计	3,180	3,514	4,067	4,218	4,375
存货	52	56	59	62	65
其他金融资产	468	899	899	899	899
应收账款	203	180	195	210	227
定期存款	1,892	2,198	2,198	2,198	2,198
货币资金	3,883	2,972	3,059	3,630	4,309
流动资产合计	6,498	6,307	6,411	7,000	7,699
总资产合计	9,678	9,821	10,478	11,218	12,074
应付账款	443	578	624	655	688
合同负债	1,383	1,385	1,523	1,675	1,843
其他流动负债	446	465	488	512	538
流动负债合计	2,272	2,427	2,635	2,843	3,069
长期负债合计	1,285	1,354	1,395	1,436	1,479
股东权益合计	6,120	6,040	6,448	6,939	7,526
总负债+股东权益	9,678	9,821	10,478	11,218	12,074

财务分析					
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	58.4%	54.0%	55.8%	56.8%	57.3%
净利率 (%)	21.7%	7.1%	17.5%	18.3%	19.1%
ROE	13.9%	4.3%	11.5%	12.9%	14.2%
EPS	0.41	0.12	0.34	0.41	0.49
PE@9.34HKD	19.4	67.5	23.5	19.6	16.4
营运表现					
费用/收入 (%)	34.0%	39.5%	34.0%	33.1%	32.9%
实际税率 (%)	20.7%	41.9%	22.5%	22.5%	22.5%
财务状况					
负债/权益	0.58	0.63	0.62	0.62	0.60
收入/总资产	0.40	0.37	0.40	0.43	0.46
总资产/权益	1.58	1.63	1.62	1.62	1.60

现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	848	258	742	892	1,067
非现金调整	833	943	881	1,020	1,093
营运资本变动	108	111	175	173	189
已付所得税	-192	-200	-215	-259	-310
经营活动现金流	1,596	1,112	1,583	1,827	2,040
固定资产	-371	-332	-354	-327	-334
其他	-2,265	-745	-771	-482	-506
投资活动现金流	-2,637	-1,077	-1,125	-809	-839
已付股息	-34	-422	-334	-402	-480
已付利息	-132	-146	-93	-102	-101
其他	4,074	-237	55	57	59
融资活动现金流	3,908	-805	-372	-447	-522
现金变化	2,868	-770	86	571	679
期初持有现金	986	3,883	2,972	3,059	3,630
汇率变动	29	-141	0	0	0
期末持有现金	3,883	2,972	3,059	3,630	4,309

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>