



中信证券研究部



姜娅
首席消费产业&
消费者服务分析师
S1010510120056



冯重光
首席纺织分析师
教育行业分析师
S1010519040006



联系人：刘济玮

核心观点

公司预告 20H1 收入同比-15%~-20%，净利同比-20%~-25%，经调整净利润同比-45%~-50%，好于预期。上半年疫情对经营产生阶段性冲击，但不影响公司长期发展逻辑，稳就业背景下公司作为行业龙头有望受益，维持“买入”评级。

■ **事项：**公司发布 2020 年中报业绩预告，因疫情影响集团新招学生数同比减少约 20%、老生延迟返校，预期上半年公司收入同比减少 15%~20%，净利润同比减少 20%~25%，经调整净利润同比减少 45%~50%，盈利端好于预期（vs. 中信证券研究部预测收入同比减少 21%、净利润同比减少 56%），我们估计计主要与成本、行政费用合理控制，以及期权费用减少、汇兑损益有所增加有关。

■ **上半年长学制生源占比越高的学校受影响越小。**我们判断，上半年对收入冲击最大的主要是新招生环节，老生因为在疫情期间仍保持在线学习仍可以按照一定比例确认收入，因此长学制学生占比更高的学校受到的负面波及越小。2019 年新东方烹饪、新华电脑、万通汽修三个品牌的两年及以上的学生占比分别为 82.0%、95.1%、80.1%，而欧米奇主要以 1 年以下专业为主，因此我们判断在 2020 年上半年收入降幅方面，新华电脑<新东方烹饪<万通汽修<欧米奇。

■ **8 月有望重新迎来招生扩张期。**往年一般 6、7 月是公司招生高峰期，2020 年全国高考延迟到 7 月中旬举办，各地中考亦在 7 月下旬陆续结束，因此招生节奏出现一定推迟。从复苏节奏来看，以短期培训为主的欧米奇新招学生反弹更早，估计目前已经实现 10%的正增长。而至 6 月中旬，新东方及新华电脑新招生预计恢复至同期 8 成左右，万通汽修恢复至 9 成以上。随着中、高考在 7 月结束，新东方烹饪、新华电脑、万通汽修三个主要品牌的新招生也将逐步提速，有望在三季度末追平去年同期水平。

■ **稳就业背景下政策持续助力，职教技能培训受到明确支持。**上周国务院印发《关于支持多渠道灵活就业的意见》，加大对灵活就业保障支持，将灵活就业人员纳入创业培训范围，按规定落实职业培训补贴和培训期间生活费补贴。人社部等联合印发《百万青年技能培训行动》，面向 14~35 周岁有就业创业意愿和培训需求的城乡各类青年劳动者，2020~2021 年开展职业技能培训 200 万人次以上。此外，根据智联招聘 2020Q2 应届生就业市场调查研究，互联网、餐饮、美业的就业景气度排名前十，在扩大和稳定就业的背景下公司有望充分受益。

■ **风险因素：**疫情出现反复开学时间持续推迟；新校区爬坡不及预期；新业务开拓不及预期；行业竞争加剧。

■ **投资建议：**中国职业培训行业处于黄金发展期，疫情对公司招生带来阶段性冲击，但仅为短期影响，8 月有望重迎招生扩张。而稳就业政策频出的背景下，公司作为职教细分领域领先企业将充分受益。考虑招生节奏有一定延后，略调整 2020~21FY 净利预测至 9.27 亿/12.71 亿/16.41 亿元（原为 9.21 亿/12.72 亿/16.39 亿元），对应 EPS 预测分别为 0.42/0.58/0.75 元（维持），其中经调整盈利预测 9.07/13.51/17.21 亿元（原为 10.41/13.92/17.59 亿元），现价对应 21/22 年 PE28/22 倍，维持“买入”评级。

中国东方教育 00667.HK

评级	买入（维持）
当前价	18.20 港元
总股本	2,192 百万股
港股流通股本	2,192 百万股
52 周最高/最低价	19.94/10.8 港元
近 1 月绝对涨幅	29.81%
近 12 月绝对涨幅	41.76%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,265	3,905	3,976	5,378	6,346
营业收入增长率%	14.6	19.6	1.8	35.3	18.0
净利润(百万元)	510	848	927	1,271	1,641
净利润增长率%	-20.5	66.2	9.3	37.1	29.1
每股收益 EPS(基本)(元)	0.23	0.39	0.42	0.58	0.75
毛利率%	52.2	58.4	57.6	60.0	61.6
净资产收益率 ROE%	58.6	13.9	13.7	16.6	18.7
PE	70	42	39	28	22
PB	41.1	5.9	5.3	4.7	4.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年7月31日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	3,265	3,905	3,976	5,378	6,346
总营收成本	-1,560	-1,625	-1,686	-2,153	-2,436
毛利	1,705	2,280	2,290	3,225	3,910
其他收入	62	117	110	121	132
其他收益及亏损	58	131	140	40	40
销售开支	-648	-698	-701	-917	-1,059
行政开支	-438	-576	-517	-698	-778
研发开支	-28	-31	-28	-40	-44
财务成本	-	-132	-135	-142	-149
上市开支	-24	-22	-	-	-
除税前溢利	687	1,070	1,158	1,589	2,051
所得税	-172	-222	-232	-318	-410
持续经营业务溢利	515	848	927	1,271	1,641
已终止业务溢利	-5	-	-	-	-
期内溢利	510	848	927	1,271	1,641
拥有人应占溢利	510	848	927	1,271	1,641
少数股东损益	-	-	-	-	-
经调整盈利	547	900	907	1,351	1,721
EBITDA	1,045	1,364	1,600	2,144	2,621

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
期内溢利	510	848	927	1,271	1,641
已付所得税	-165	-192	-232	-318	-410
折旧和摊销	360	294	442	555	575
营运资金的变化	182	108	-4	339	250
其他经营现金流	92	538	124	210	292
经营现金流合计	980	1,596	1,257	2,058	2,347
收取银行利息	24	30	66	71	81
出售物业及设备	-666	-371	-359	-801	-759
购买物业及设备	58	-422	40	40	40
支付预付租赁款	-	-	-	-200	-200
买卖其他金融资产	-	-	-264	-283	-360
其他	-	-22	5	-5	-3
资产相关政府补助	11	-1,851	-1	3	3
投资现金流合计	-573	-2,637	-512	-1,175	-1,199
权益变动	-582	3,942	76	79	83
负债变化	-874	-34	-278	-381	-492
已付股息	-	-0	-	-	-
融资现金流合计	-1,456	3,908	-202	-302	-409
现金及现金等价物净增加额	-1,048	2,868	542	581	740

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产合计	1,545	3,180	3,178	3,725	4,210
物业及设备	1,361	1,406	1,323	1,569	1,758
使用权资产相关	123	1,712	1,798	2,083	2,367
其他	61	62	57	74	84
流动资产合计	1,270	6,498	7,300	8,249	9,407
贸易及其他应收款	242	203	199	269	317
金融资产	-	468	468	468	468
定期存款	-	1,892	2,156	2,439	2,799
银行结余及现金	986	3,883	4,425	5,006	5,746
其他	42	53	53	68	77
资产总额	2,816	9,678	10,478	11,974	13,617
流动负债合计	1,883	2,272	2,364	2,880	3,288
贸易应付款项	508	443	477	645	762
应付控股权益持有人款项	-	-	-	-	-
应付股息	34	-	-	-	-
税项责任	108	138	144	197	254
租赁负债	-	307	323	339	356
合约负债	1,233	1,383	1,421	1,699	1,917
非流动负债合计	60	1,285	1,345	1,436	1,521
租赁负债	-	1,207	1,267	1,331	1,397
合约负债	56	72	74	100	118
政府补助	4	6	4	5	6
负债总额	1,943	3,557	3,709	4,315	4,809
股东权益合计	873	6,120	6,769	7,659	8,807
股本	873	6,120	6,769	7,659	8,807
储备	-	0	0	0	0

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	14.6	19.6	1.8	35.3	18.0
净利润	-20.5	66.2	9.3	37.1	29.1
经调整盈利	-17.2	64.5	0.8	49.0	27.4
利润率 (%)					
毛利率	52.2	58.4	57.6	60.0	61.6
EBITDA Margin	32.0	34.9	40.3	39.9	41.3
净利率	15.6	21.7	23.3	23.6	25.9
回报率 (%)					
净资产收益率	58.5	13.9	13.7	16.6	18.6
总资产收益率	18.1	8.8	8.8	10.6	12.0
其他 (%)					
资产负债率	69.0	36.8	35.4	36.0	35.3
所得税率	25.0	20.7	20.0	20.0	20.0
股利支付率	171.3	49.1	30.0	30.0	30.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。