

买入 (维持)

667.HK 中国东方教育

港股通 (沪、深)

目标价: 16.5 港元

现价: 11.88 港元

稳步扩张, 稳健经营

2020年4月1日

预期升幅: 39%

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,905	4,697	5,673	6,331
同比增长(%)	19.6	20.3	20.8	11.6
核心净利润(百万元)	900	1,076	1,296	1,454
同比增长(%)	64.5	19.6	20.4	12.2
毛利率(%)	58.4	56.4	56.7	57.0
核心净利润率(%)	23.0	22.9	22.8	23.0
净资产收益率(%)	24.2	16.6	17.7	17.5
每股核心收益(元)	0.41	0.49	0.59	0.66
每股股息(港仙)	21.1	16.4	19.7	22.1

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2020.4.1
收盘价(港元)	11.88
总股本(亿股)	21.91
总市值(亿港元)	260
总资产(亿元)	96.8
净资产(亿元)	61.2
每股净资产(元)	2.79

数据来源: Wind

相关报告

《授人以渔, 就业为先》
20200325

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

投资要点

- **我们的观点:** 2019 年公司业绩符合预期, 新业务稳步进行, 老业务毛利率逐步提升, 整体经营情况优质稳健。职普比相当及就业形势趋紧的现状下, 职业教育吸引力不断提升, 横向拓展及规模化运营将进一步凸显公司的品牌优势。我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年公司营业收入将分别达到 47.0、56.7 及 63.3 亿元人民币 (下同), 同比增长 20.3%、20.8%、11.6%, 核心净利润将分别为 10.8、13.0 及 14.5 亿元, 同比增长 19.6%、20.4% 及 12.2%。维持“买入”评级, 维持目标价 16.5 港元, 对应 2020-2022 年 PE 分别为 30 倍、25 倍、22 倍。
- **收入稳步增长, 派息率 49%:** 2019 年公司录得营业收入 39.05 亿元, 同比增长 19.6%, 从收入结构上看, 来自三大主要品牌新东方烹饪、新华电脑、万通汽修的收入占比分别为 54.7%、19.8% 及 13.6%, 其他品牌入欧米奇、美味学院、华信智原共占 11.8%, 占比继续提升 2pps。2019 年末公司宣告派息每股 0.21 港元, 派息率为归母净利润的 49%。2020 年公司新拓展美业品牌欧曼谛时尚学院成都学校已开始运营, 新业务稳步开展。
- **三大主要品牌毛利率提升, 生均获客成本下降:** 2019 年新新东方烹饪、新华电脑、万通汽车毛利率分别为 60.8%、65.6% 及 51.5%, 在长期课程占比提升及新开学校逐步成熟情况下较 2018 年均有较大幅度提升。公司继续优化获客渠道, 2019 年生均获客成本为 4574 元实现下降, 随着新媒体广告占比不断提升, 预计公司获客成本仍将呈下行趋势。
- **经调整净利润符合预期, 现金及等价物充足:** 2019 年经调整净利润 9 亿元, 同比增长 64.5%, 与我们的预期相一致; 经调整净利率达到 23%, 同比实现 6.2pps 提升。2019 年末公司在账现金及等价物达到 57.8 亿元, 现金充足。
- **五大区域中心稳步建设, 报名工作逐步开展:** 截至目前, 公司的成都区域中心已取得一期 50 亩土地, 上海区域中心选址预计年内可确定。其余北京、广州、西安区域中心仍在前期准备当中。受到疫情影响公司开学有所推迟, 目前线上、线下报名工作正逐步开展。

风险提示: 1)、学校收购整合进程不及预期; 2)、聘用及留任的合格教师数不及预期; 3)、招收学生数量少于预期; 4)、中国教育政策变动。



报告正文

- 收入稳步增长，派息率 49%：**2019 年公司录得营业收入 39.05 亿元，同比增长 19.6%，从收入结构上看，来自三大主要品牌新东方烹饪、新华电脑、万通汽修的收入占比分别为 54.7%、19.8%及 13.6%，其他品牌入欧米奇、美味学院、华信智原共占 11.8%，占比继续提升 2pps。2019 年末公司宣告派息每股 0.21 港元，派息率为归母净利润的 49%。2020 年公司新拓展美业品牌欧曼谛时尚学院成都学校已开始运营，新业务稳步开展。

图 1、公司收入及增长

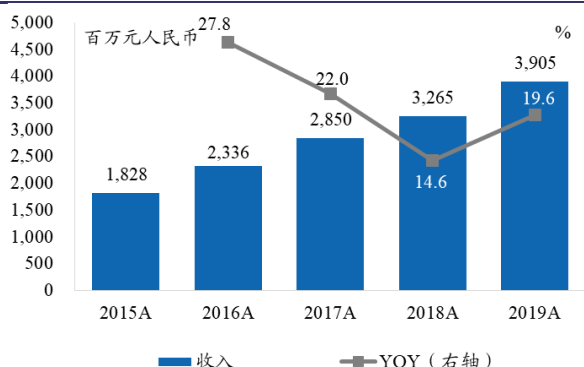
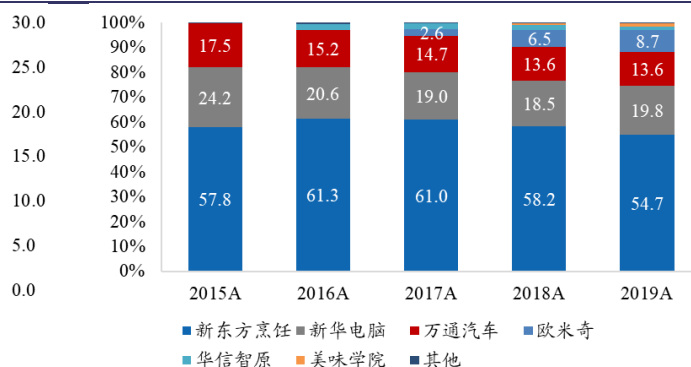


图 2、收入结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 三大主要品牌毛利率提升，生均获客成本下降：**2019 年新东方烹饪、新华电脑、万通汽车毛利率分别为 60.8%、65.6%及 51.5%，在长期课程占比提升及新开学校逐步成熟情况下较 2018 年均有较大幅度提升。公司继续优化获客渠道，2019 年生均获客成本为 4574 元实现下降，随着新媒体广告占比不断提升，预计公司获客成本仍将呈下行趋势。

图 3、三大主要品牌毛利率提升

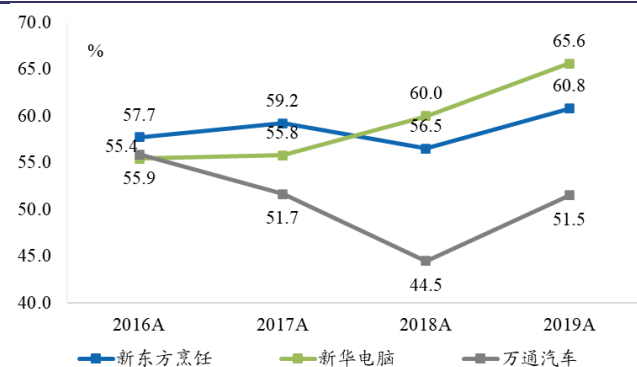
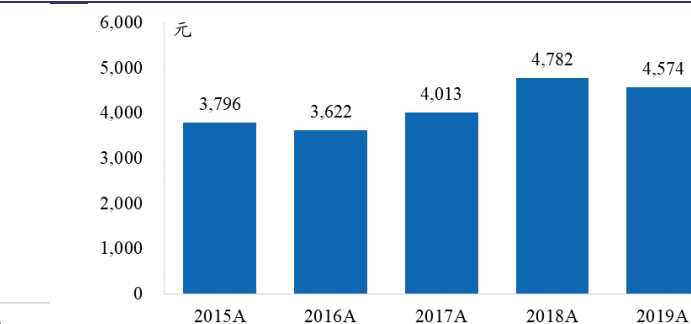


图 4、生均获客成本下降



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 经调整净利润符合预期，现金及等价物充足：**2019 年经调整净利润 9 亿元，同比增长 64.5%，与我们的预期相一致；经调整净利率达到 23%，同比实现 6.2pps 提升。2019 年末公司在账现金及等价物达到 57.8 亿元，现金充足。

图 5、经调整净利润及同比增长

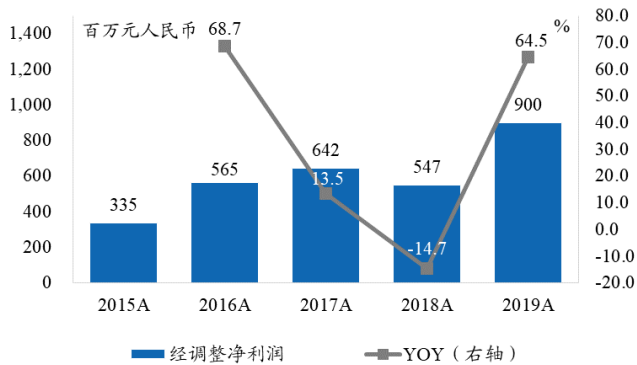
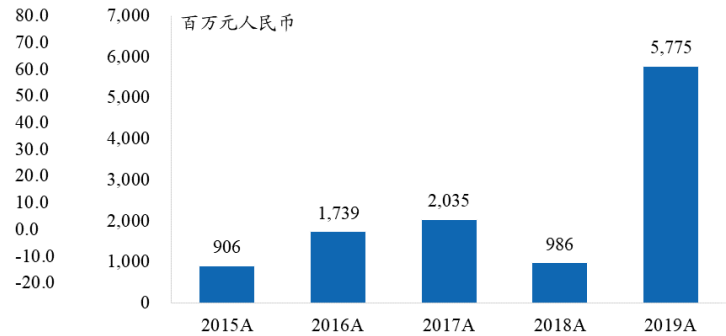


图 6、现金及等价物



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **五大区域中心稳步建设，报名工作逐步开展：**截至目前，公司的成都区域中心已取得一期 50 亩土地，上海区域中心选址预计年内可确定。其余北京、广州、西安区域中心仍在前期准备当中。受到疫情影响公司开学有所推迟，目前线上、线下报名工作正逐步开展。
- **我们的观点：**2019 年公司业绩符合预期，新业务稳步进行，老业务毛利率逐步提升，整体经营情况优质稳健。职普比相当及就业形势趋紧的现状下，职业教育吸引力不断提升，横向拓展及规模化运营则将进一步凸显公司的品牌优势。我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司营业收入将分别达到 47.0、56.7 及 63.3 亿元人民币（下同），同比增长 20.3%、20.8%、11.6%，核心净利润将分别为 10.8、13.0 及 14.5 亿元，同比增长 19.6%、20.4%及 12.2%。维持“买入”评级，维持目标价 16.5 港元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 30 倍、25 倍、22 倍。
- **风险提示：**1)、学校收购整合进程不及预期；2)、聘用及留任的合格教师数不及预期；3)、招收学生数量少于预期；4)、中国教育政策变动。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,498	7,484	8,575	9,575	营业收入	3,905	4,697	5,673	6,331
存货	52	46	55	60	营业成本	1,625	2,049	2,455	2,722
预付租赁款	0	0	0	0	销售费用	698	799	964	1,076
贸易及其他应收款项	203	294	355	396	管理费用	576	658	794	886
可收回税款	1	1	1	1	研发费用	31	33	40	44
银行结余及现金	3,883	4,785	5,806	6,759	其它收益	248	186	200	215
非流动资产	3,180	3,335	3,449	3,534	营业利润	568	746	857	930
物业及设备	1,406	1,561	1,675	1,760	上市开支	22	0	0	0
预付租赁款	0	0	0	0	税前盈利	1,070	1,345	1,620	1,818
递延税项资产	4	4	4	4	所得税	222	269	324	364
预付租金	0	0	0	0	税后盈利	848	1,076	1,296	1,454
租金及公用设施按金	24	24	24	24	少数股东损益	0	0	0	0
资产总计	9,678	10,819	12,025	13,109	归母核心净利润	900	1,076	1,296	1,454
流动负债	2,272	2,660	2,959	3,025	EPS(元)	0.39	0.49	0.59	0.66
贸易及其他应付款项	443	512	614	680	主要财务比率				
应付控股权益持有人款项	0	0	0	0	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
应付股息	0	0	0	0	成长性(%)				
税项负债	138	138	138	138	营业收入增长率	19.6	20.3	20.8	11.6
合约负债	1,383	1,702	1,899	1,899	毛利润增长率	33.7	16.2	21.5	12.2
非流动负债	1,285	1,285	1,285	1,285	核心净利润增长率	64.5	19.6	20.4	12.2
合约负债	72	72	72	72	盈利能力(%)				
政府补助	6	6	6	6	毛利率	58.4	56.4	56.7	57.0
负债合计	3,557	3,945	4,244	4,311	核心净利率	23.0	22.9	22.8	23.0
实缴资本	0	0	0	0	ROE	24.2	16.6	17.7	17.5
储备	6,120	6,873	7,780	8,798	偿债能力				
股东权益合计	6,120	6,874	7,781	8,799	资产负债率(%)	36.8	36.5	35.3	32.9
负债及权益合计	9,678	10,819	12,025	13,109	流动比率	2.9	2.8	2.9	3.2
现金流量表					营运能力(次)				
单位:百万元					资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	应收账款周转率	17.5	18.9	17.5	16.9
年内/期内利润	848	1,076	1,296	1,454	每股资料(元)				
物业及设备折旧	415	445	485	515	每股收益	0.39	0.49	0.59	0.66
所得税开支	222	269	324	364	每股净资产	2.79	3.14	3.55	4.02
银行利息收入	-51	-93	-108	-123	估值比率(倍)				
合约负债增加	150	318	198	0	PE	26.0	21.8	18.1	16.1
贸易及其他应付款项增加	39	-90	-61	-41	PB	3.8	3.4	3.0	2.7
经营活动产生现金流量	1,461	1,731	1,903	1,866					
投资活动产生现金流量	-2,441	-507	-492	-477					
融资活动产生现金流量	3,901	-323	-389	-436					
现金净变动	2,921	902	1,022	953					
现金的期初余额	986	5,775	6,676	7,698					
现金的期末余额	5,775	6,676	7,698	8,651					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

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，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。