

中国东方教育 (667 HK)

疫情导致盈警；期待21财年强劲反弹

我们认为，20财年利润下滑主要由于疫情严重影响2020年春季招生及导致中考和高考推迟。我们预计，21财年调整后净利润将较同比强劲反弹106%(比19财年增长31%)。我们的目标价由19.60港元下调至19.30港元，仍为31.7倍21财年预测市盈率。维持买入评级。

- **盈利预警。**公司预计20财年收入将下降5-10%（上半年为-17%），调整后净利润将下降30-50%（上半年为-48%），净利润将下降50-70%。年初至今新生入学人数下降5%（上半年为-20%）和约1.5亿元人民币的未实现汇兑损失（港元存款对人民币贬值）是导致调整后净利润下降的原因。
- **业绩下降主要受到疫情拖累。**收入和调整后净利润的降幅大于我们此前预测的-3%和-12%。首先，中考和高考推迟1-2个月也推迟了新生报到，新生学费的确认较2019年下半年推迟了1-2个月。其次，由于中考和高考推迟，公司将营销活动延长至7-9月（相较于2019下半年的7-8月），广告及推广费用同比增加。第三，教师成本下半年出现反弹（上半年为-7%），而下半年社保费用没有获得减免。
- **扩大中等职业教育。**为扩大生源，公司为万通品牌争取到了更多中等职业教育许可证，并增加了城市轨道交通相关专业。中等职业教育学校总数由2018年12月31日的9所增加到38所。万通品牌新生人数年初至今增加15%。21财年，公司计划为新东方和新华电脑品牌争取更多中等职业教育许可证，以扩大生源。
- **网络扩张步入正轨。**公司目前拥有200所学校，正朝着我们20财年202所学校的预测迈进。成都美业学校学生人数达560人，超过其400-500人的目标。21财年，公司将于郑州和长沙再开设两所业培训学校。
- **维持买入评级，目标价下调至19.30港元。**我们下调20/21/22财年预测调整后净利润28%/3%/1%，以反映疫情影响。目标价由19.60港元下调至19.30港元，仍相当于31.7倍21财年预测市盈率，较教育行业龙头平均折让15%。**催化剂：**收并购，招生情况超预期。**风险：**招生情况不及预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	3,265	3,905	3,565	4,797	5,516
净利润(百万元人民币)	515	848	346	1,116	1,404
经调整净利润(百万元人民币)	547	900	572	1,176	1,404
经调整每股盈利(元人民币)	0.314	0.411	0.261	0.537	0.641
每股盈利变动(%)	不适用	30.9	(36)	106	19
市场预测每股盈利(元人民币)	NA	NA	0.372	0.538	0.670
经调整市盈率(倍)	NA	37.6	59.3	28.8	24.2
扣除净现金后经调整市盈率	NA	30.7	48.7	23.0	18.7
市帐率(倍)	NA	5.5	5.5	4.7	4.1
股息率(%)	NA	1.2	0.3	1.0	1.2
经调整权益收益率(%)	44.1	25.7	9.3	17.6	18.1
净现金(百万元人民币)	986	6,242	6,052	6,865	7,716

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$19.30
(此前目标价)	HK\$19.60
潜在升幅	+10%
当前股价	HK\$17.52

中国教育行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	38,432
3月平均流通量(百万港元)	33.87
52周内股价高/低(港元)	20.30/ 10.62
总股本(百万)	2,190.9

资料来源：彭博

股东结构

吴俊保	33.99%
-----	--------

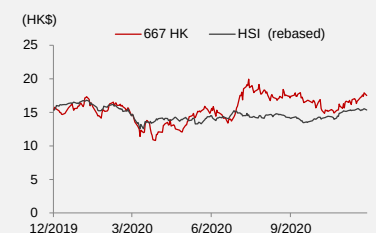
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.6%	7.9%
3-月	1.9%	-6.2%
6-月	15.6%	6.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際证券有限公司(“招銀國際证券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。