

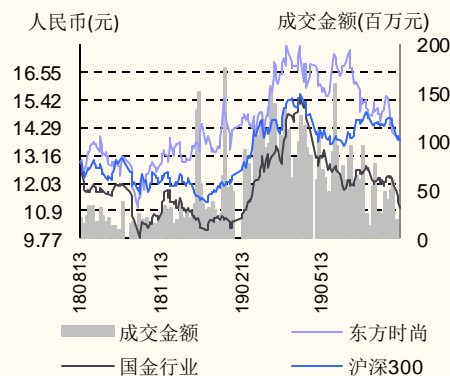
东方时尚 (603377.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.83 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	588.00
总市值 (百万元)	8,132.04
年内股价最高最低 (元)	15.60/13.77
沪深 300 指数	3633.53
上证指数	2774.75



相关报告

1.《FY18 及 19Q1 点评: 异地扩张持续推进, 业绩略有承压, 山东...》, 2019.4.18

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

1H19 点评: 营收相对稳定, 积极创新服务模式和业务模式

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.559	0.380	0.379	0.427	0.474
每股净资产 (元)	4.14	2.97	3.05	3.18	3.35
每股经营性现金流 (元)	0.64	-0.47	0.49	0.62	0.71
市盈率 (倍)	71.47	38.45	36.51	32.42	29.16
净利润增长率 (%)	-4.47%	-4.97%	-0.25%	12.63%	11.16%
净资产收益率 (%)	13.51%	12.77%	12.41%	13.42%	14.15%
总股本 (百万股)	420.00	588.00	588.00	588.00	588.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩点评

- 公司 2019 年上半年实现营收 5.20 亿元, -0.53%YOY, 归母净利润 1.01 亿元, -11.16%YOY, 扣非归母净利润 0.64 亿元, -8.51%YOY。非经常损益项目主要包含计入当期损益的政府补助 5986 万元, 少数股东权益影响额 -2223 万元; 公司 2019 年第二季度实现营收 3.19 亿元, +3.24%YOY, 归母净利润 0.72 亿元, -27.78%YOY, 扣非归母净利润 0.59 亿元, +0.51%YOY, 收入端和扣非净利润表现好于第一季度。2019 年上半年公司销售费用率 5.8%/+1.4pct; 管理费用率 21.2%/-0.4pct; 财务费用率 3.7%/+0.1pct; 2019 年第二季度销售费用率 5.8%/+1.7pct; 管理费用率 18.3%/-1.3pct; 财务费用率 2.4%/+1.3pct, 宣传力度加大, 销售费用率略有增长。
- **积极创新服务模式和业务模式——①利用 VR 智能驾驶培训技术不断创新和改进驾驶培训方式。**公司将 VR 智能技术应用于驾驶培训教育, 为学员提供驾驶技能培训的同时, 着重培养学员的安全文明意识。截至 2019 年半年报披露日, 通过 VR 与实车穿插培训方式拿到驾驶证的学员人数近 400 人, 其科目二及科目三的合格率均高于传统培训方式。**②拓展汽车后市场, 发挥多元化协同效应。**公司借助驾培服务行业成功的经验和积累的优势积极向汽车消费综合服务行业的其他子行业拓展业务, 向汽车后市场做延伸, 如汽车维修、汽车金融、汽车美容等, 扩张公司的利润空间, 分散行业经营风险。**③抓住行业机遇, 积极参与民航飞行员培训市场。**2018 年 4 月, 东方时尚国际航空发展有限公司成立; 2019 年 6 月, 东方时尚航空收购了海若通航 55% 股权, 后更名为东方时尚通用航空股份有限公司。海若通航成立于 2012 年, 深耕航空培训领域, 目前具备 CCAR-91 部通航作业、CCAR-141 部飞行培训、CCAR-145 部航空器维修资质, 与多家院校及航空公司建立合作关系, 依托自有机场优势, 建立哑铃型、综合性训练航线布局。
- **投资建议:** 驾校是重资产高壁垒的行业, 一旦形成竞争优势, 较为稳固。现在驾校行业仍然非常分散, 没有经过工业化、流程化的改造, 东方时尚在服务质量、品牌形象、流程控制上具有优势, 有望借助北京的成功经验进行异地扩张, 除北京、云南、石家庄、荆州外, 山东网点已建成并投入运营, 湖北、重庆、晋中网点正处于建设中。我们预测公司 2019-2020 年归母净利润为 2.23/2.51/2.79 亿元, 下调幅度分别为 8%/8%/8%, 原因是对于北京市场增速的预测更为谨慎以及对于新项目盈利能力的预测更加保守, 对应 PE 为 37x/32x/29x, 维持增持评级, 目标价 19 元。
- **风险提示:** 新校盈利周期长; 北京驾培市场增速放缓; 集中提升难度高等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,155	1,173	1,051	1,069	1,170	1,279	货币资金	501	705	359	455	673	704
增长率		1.5%	-10.4%	1.8%	9.4%	9.3%	应收账款	0	0	0	0	0	0
主营业务成本	-547	-543	-536	-478	-520	-566	存货	0	0	761	759	813	869
%销售收入	47.3%	46.3%	51.0%	44.7%	44.5%	44.3%	其他流动资产	503	272	320	323	342	363
毛利	609	630	515	592	649	713	流动资产	1,003	978	1,440	1,538	1,828	1,936
%销售收入	52.7%	53.7%	49.0%	55.3%	55.5%	55.7%	%总资产	38.1%	30.9%	35.9%	36.4%	40.8%	42.5%
营业税金及附加	-17	-11	-14	-14	-15	-17	长期投资	25	54	74	75	74	74
%销售收入	1.5%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	561	618	1,201	1,272	1,266	1,261
营业费用	-39	-40	-49	-50	-55	-60	%总资产	21.3%	19.5%	29.9%	30.1%	28.3%	27.7%
%销售收入	3.4%	3.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	886	1,059	1,097	1,060	1,030	1,006
管理费用	-231	-242	-228	-214	-234	-249	非流动资产	1,627	2,182	2,571	2,684	2,647	2,618
%销售收入	20.0%	20.6%	21.7%	20.0%	20.0%	19.5%	%总资产	61.9%	69.1%	64.1%	63.6%	59.2%	57.5%
息税前利润 (EBIT)	322	337	223	314	345	387	资产总计	2,630	3,160	4,011	4,222	4,476	4,554
%销售收入	27.9%	28.7%	21.3%	29.3%	29.5%	30.2%	短期借款	137	216	630	853	955	847
财务费用	0	-13	-25	-51	-58	-55	应付账款	395	446	782	748	817	890
%销售收入	0.0%	1.1%	2.4%	4.7%	5.0%	4.3%	其他流动负债	61	48	49	45	49	54
资产减值损失	0	-15	-18	0	0	0	流动负债	593	710	1,461	1,646	1,821	1,790
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	110	150	150	150	150
投资收益	7	20	31	30	37	37	其他长期负债	144	147	334	310	310	310
%税前利润	2.1%	6.1%	9.7%	9.3%	10.2%	9.1%	负债	737	967	1,945	2,106	2,281	2,250
营业利润	330	330	255	293	324	368	普通股股东权益	1,630	1,739	1,748	1,794	1,869	1,971
营业利润率	28.5%	28.1%	24.2%	27.4%	27.7%	28.8%	少数股东权益	263	454	318	322	326	333
营业外收支	9	6	69	30	40	40	负债股东权益合计	2,630	3,160	4,011	4,222	4,476	4,554
税前利润	339	335	323	323	364	408	比率分析						
利润率	29.3%	28.6%	30.8%	30.2%	31.1%	31.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-102	-113	-97	-97	-109	-122	每股指标						
所得税率	30.2%	33.7%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.586	0.559	0.380	0.379	0.427	0.474
净利润	236	222	227	226	255	286	每股净资产	3.881	4.141	2.972	3.051	3.178	3.352
少数股东损益	-10	-13	3	3	4	7	每股经营现金净流	0.534	0.642	-0.474	0.494	0.625	0.709
归属于母公司的净利润	246	235	223	223	251	279	每股股利	0.300	0.300	0.200	0.300	0.300	0.300
净利率	21.3%	20.0%	21.2%	20.8%	21.4%	21.8%	回报率						
							净资产收益率	15.09%	13.51%	12.77%	12.41%	13.42%	14.15%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.35%	7.44%	5.57%	5.28%	5.60%	6.12%
							投入资本收益率	11.00%	8.79%	5.49%	7.02%	7.30%	8.18%
							增长率						
净利润	236	222	227	226	255	286	主营业务收入增长率	-12.92%	1.53%	-10.41%	1.76%	9.38%	9.33%
少数股东损益	-10	-13	3	3	4	7	EBIT增长率	-27.51%	4.56%	-33.65%	40.30%	10.08%	12.02%
非现金支出	119	142	128	102	119	138	净利润增长率	-25.27%	-4.47%	-4.97%	-0.25%	12.63%	11.16%
非经营收益	-3	-7	51	0	-7	-7	总资产增长率	57.21%	20.14%	26.94%	5.26%	6.01%	1.75%
营运资金变动	-128	-88	-685	-38	0	1	资产管理能力						
经营活动现金净流	224	269	-279	290	367	417	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本开支	-282	-278	-542	-186	-42	-69	存货周转天数	0.0	0.0	258.9	580.0	570.0	560.0
投资	-562	21	128	-1	0	0	应付账款周转天数	7.8	9.5	82.4	170.0	170.0	170.0
其他	0	20	26	30	37	37	固定资产周转天数	163.4	180.0	183.3	187.3	172.5	159.3
投资活动现金净流	-844	-237	-388	-157	-5	-32	偿债能力						
股权募资	886	149	74	0	0	0	净负债/股东权益	-19.22%	-17.30%	20.37%	25.89%	19.69%	12.71%
债权募资	29	135	448	199	102	-108	EBIT利息保障倍数	-2,161.2	25.0	9.0	6.2	5.9	7.0
其他	-150	-142	-221	-235	-246	-246	资产负债率	28.01%	30.59%	48.49%	49.89%	50.98%	49.42%
筹资活动现金净流	765	143	301	-37	-144	-354							
现金净流量	145	175	-365	96	218	31							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	7
增持	0	0	0	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-10	增持	13.51	16.50~16.50
2	2019-04-18	增持	17.38	19.00~19.00

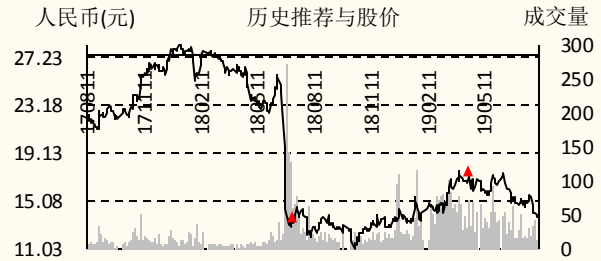
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH