

引入北汽集团，主业持续受益

东方时尚 (603377)

事件

公司发布公告，控股股东东方时尚投资和公司董事长徐雄与新余润芳投资管理中心签署《股份转让协议》，向其协议转让公司股份 6093 万股，占总股本 10.36%。

简评

引入北汽集团，助力主业发展

此次股份协议转让后，东方时尚投资持有公司股份 45.54%，其一致行动人徐雄持有公司股份 7.05%，合计持有 52.59%，此次转让不会导致控股股东和控制权发生变化。新余润芳的实际控制人为北汽集团，而北汽集团成立于 1958 年，发展历史较长，是我国五大汽车集团之一，2019 年位列《财富》世界五百强第 129 位，背靠北京市国有资本管理中心，在汽车工业和相关产业链领域拥有很强的运营实力和影响力。预计此次引入北汽集团旗下投资管理中心，对于公司主业驾培业务以及未来可能延伸的汽车产业链服务都有较强的支持作用。同时，预计也将促进公司与北汽集团等汽车产业链优秀企业的沟通，巩固主业发展地位的同时，获得更多产业链领域的专业经验。

驾培市场地位稳定，异地项目望持续改善

公司目前在国内驾培市场为龙头地位，致力于打造全国范围内都具有影响力的驾校品牌。2019 年上半年，公司主要异地项目实现减亏，云南、石家庄项目逐渐减亏，上半年较去年同期分别减亏 287、831 万元，市占率仍保持稳定提升势头，云南项目市占率已超 10%，异地项目得到顾客认可。预计减亏趋势仍将持续，荆州项目上半年保持盈利状态。山东项目已落地，湖北、重庆等项目仍在稳步推进。总体看，公司异地项目维持稳健发展，前期异地项目总体仍维持减亏趋势，随着当地部分影响因素逐渐解决以及公司在驾培市场品牌影响力的进一步提升，均有望迎来盈利和当地份额的继续提升，异地项目或持续改善。

科技驾培升级，延伸航培等产业链

公司将科技元素融入驾培，2019 年 10 月 23 日启动全球第一个 24 小时运营的智能化驾驶培训示范基地，并成为国内首个全面覆盖 5G 网络的驾培机构。打造沉浸式教育平台，充分利用人工智

维持

买入

贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519010001

研究助理 陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 12 月 23 日

当前股价：18.08 元

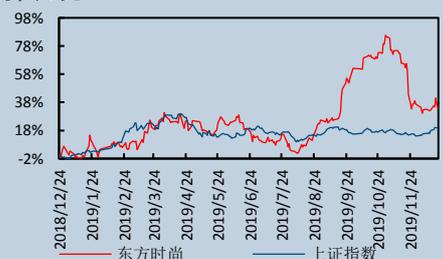
目标价格 6 个月：27 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.9/-11.05	-9.55/-9.5	31.81/12.39
12 月最高/最低价 (元)		25.58/13.21
总股本 (万股)		58,800.0
流通 A 股 (万股)		58,800.0
总市值 (亿元)		106.31
流通市值 (亿元)		106.31
近 3 月日均成交量 (万)		620.76
主要股东		
东方时尚投资有限公司		56.68%

股价表现



相关研究报告

19.10.18 【中信建投其他休闲服务II】东方时尚 (603377):Q3 扣非归母净利润大增，毛利率提升明显

能及大数据科技。上半年 VR 教学设备逐渐成熟并为公司提升招生人数，未来 VR 教学技术仍将继续大范围应用并有望在公司异地项目中进行拓展，丰富驾培的场景和灵活性。另外，公司积极拓展航培业务，2019 年收购海若通航 55% 股权并更名东方时尚通航，延伸驾培产业链，目前公司已拥有几十架教练机，已拥有德州机场和周口西华机场两大培训基地，配备专业化航空培训网络及教学设备、基础设施、教学团队、航线资源等，未来国内航培市场尚有较大的发展空间。

投资建议：我们当前仍然看好公司已呈现出的多重改善趋势延续，包括：1、北京项目稳健，市占率呈提升趋势。公司目前在北京市场市占率达 35%，保持稳健，随着 VR 技术的成熟和智能驾培基地的落地，市占率预计仍有提升空间；2、异地项目减亏。上半年云南和石家庄项目均呈现不同程度减亏，云南地区市占率仍较快提升，石家庄考场问题已于去年解决，市场的认可大概率保证减亏趋势持续；3、科技元素助力；4、延伸驾培产业链，公司航培业务稳步推进。当前位置，预计公司仍有较大成长空间。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.42、0.44、0.48 元，目前股价对应 PE 分别为 43、41、38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：整体驾培市场增速放缓；新建驾校回报周期长；重资产扩张造成资金压力；地区竞争格局恶化。

盈利预测

表 1：盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1050.9	1113.6	1494.4	1820.2
变化率	-10.4%	6.0%	34.2%	21.8%
归母净利润	223.3	238.5	260.9	284.9
变化率	-5.0%	6.8%	9.4%	9.2%
EPS (元)	0.38	0.42	0.44	0.48
P/E	45.8	43.0	41.1	37.7

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 2： 东方时尚财务报表预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,050.9	1,113.6	1,494.4	1,820.2	经营活动现金流	-254.2	271.4	642.1	782.7
减：营业成本	536.1	567.7	767.2	880.8	净利润	226.6	238.5	260.9	284.9
营业税金及附加	13.9	14.0	17.6	22.8	折旧摊销	134.6	115.4	160.6	206.0
营业费用	49.1	56.2	75.0	98.3	财务费用	43.2	39.0	59.8	65.5
管理费用	212.2	250.5	361.6	449.9	投资损失	-31.4	-35.0	-30.2	-34.5
财务费用	24.9	39.0	59.8	65.5	营运资金变动	-152.8	-80.1	197.0	264.2
资产减值损失	18.2	0.0	0.0	0.0	其它	-474.5	-6.4	-5.9	-3.4
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资活动现金流	-387.8	-355.5	-369.4	-268.9
投资收益	31.4	35.0	30.2	34.5	可供出售金融资产	-20.3	9.5	0.4	-3.4
营业利润	254.7	221.1	243.3	337.3	长期股权投资	15.4	0.0	0.0	0.0
营业外收入	75.0	110.0	126.0	70.0	其他	-382.9	-365.0	-369.8	-265.5
营业外支出	6.3	4.2	5.0	5.2	筹资活动现金流	301.1	-185.8	-242.3	-487.7
利润总额	323.4	326.9	364.3	402.1	短期借款	443.9	67.1	-46.8	-270.1
减：所得税	96.8	94.8	109.3	120.6	长期借款	40.0	-150.0	-	-
净利润	226.6	232.1	255.0	281.5	其他	-182.8	-103.0	-195.5	-217.6
少数股东损益	3.3	-6.4	-5.9	-3.4	现金净增加额	-341.0	-269.9	30.5	26.1
归属母公司净利润	223.3	238.5	260.9	284.9					
EBITDA	363.1	375.5	463.7	608.8					
EPS（摊薄）	0.38	0.42	0.44	0.48					

资产负债表（百万元）					主要财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,439.6	752.5	657.4	1,056.5	营业收入增长率	-10.4%	6.0%	34.2%	21.8%
货币资金	359.0	89.1	119.6	145.6	净利润增长率	-5.0%	6.8%	9.4%	9.2%
应收账款	0.1	37.7	19.6	49.5	EBITDA 增长率	-22.5%	3.4%	23.5%	31.3%
预付账款	7.0	17.4	13.9	22.2	ROE	12.8%	12.5%	12.8%	13.1%
存货	760.6	268.5	215.3	525.2	ROIC	16.9%	8.8%	8.8%	11.6%
非流动资产	2,571.3	2,892.5	3,146.6	3,172.9	EPS	0.38	0.41	0.44	0.48
长期股权投资	41.7	41.7	41.7	41.7	PE	45.8	43.0	41.1	37.7
固定资产	527.9	439.1	599.7	716.0	PB	5.8	5.3	5.0	4.7
资产总计	4,010.9	3,645.0	3,804.0	4,229.4	总负债 / 总资产	48.5%	40.5%	43.5%	39.4%
流动负债	1,460.6	1,305.6	1,574.6	1,354.4	流动比率	0.99	0.58	0.42	0.78
短期借款	629.9	697.0	650.2	380.1	速动比率	0.46	0.37	0.28	0.39
应付账款	225.6	51.7	123.7	129.5					
非流动负债	484.3	208.3	229.8	257.5					
负债合计	1,944.9	1,513.9	1,804.4	1,611.8					
少数股东权益	318.2	312.1	306.3	303.0					
归属母公司股东权益	2,066.0	2,223.2	2,339.8	2,474.6					

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7 年证券从业经验。

李铁生：中信建投证券研究发展部社会服务行业分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6 年证券从业经历。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859