

# 东方时尚 (603377)

证券研究报告

2019年10月25日

扣非后净利同比增 88%，航空培训+VR 助力成长新阶段

19Q1-3 营收同比增长 5.9%，扣非后归母净利同比增长 88.7%。

2019Q3 公司毛利率 57.29%，同比增加 9.57pct；

**进军航空培训，积极探索培训业务新模式，提升口碑和培训专业性。**2018年4月，东方时尚国际航空发展有限公司成立，2019年东方时尚航空收购海若通用航空 55% 股权，后更名为东方时尚通航。东方时尚通航在航空培训领域积累了多年经验，主要经营范围涉及飞行培训、飞机销售、飞机维修、空中游览、机场运营等，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，同时也是德事隆航空公司在中国赛斯纳单发飞机的授权销售代理以及授权服务中心。

目前，东方时尚通航已组建了由飞行、机务、空管、航务、勤务等专业人员组成的训练保障队伍。已进驻“德州平原通用机场”、“周口西华机场”，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。

**科技改变生产力，探索性将 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。**

**维持盈利预测，给予买入评级。**公司通过不断提升服务品质、调整教学计划及广泛的市场宣传，进一步提高了市场占有率，在行业中实现了规模化、流程化和标准化，受理人数、毕业人数、员工人数、训练用车数量以及训练场地面积等各项指标均位于行业前列。在保证高品质服务的前提下，具有丰富培训经验和良好口碑的驾驶培训机构更容易获得学员的青睐。公司市场开发和营销计划的基础是继续保持高品质的服务，持续提升品牌形象，将口碑优势更有效地转化为后续生源。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40/0.42/0.46 元，PE 分别为 7/7/6。

**风险提示：**异地扩张不及预期、人工成本上升过快、驾校政策变动

## 投资评级

行业	汽车/汽车服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.43 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	588.00
流通 A 股股本(百万股)	588.00
A 股总市值(百万元)	13,776.84
流通 A 股市值(百万元)	13,776.84
每股净资产(元)	2.91
资产负债率(%)	50.63
一年内最高/最低(元)	23.75/11.54

## 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

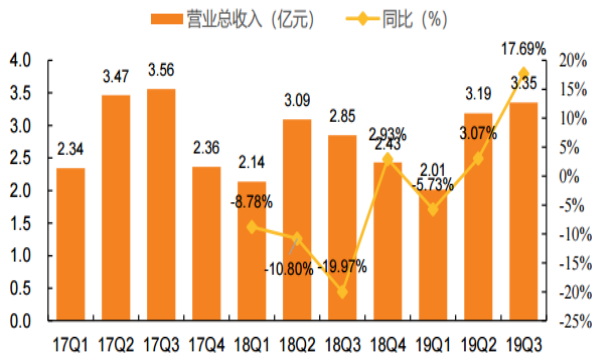
- 《东方时尚-公司点评:与公安部道路交通安全研究中心签署合作补充框架协议，巩固行业领先地位》2019-09-20
- 《东方时尚-半年报点评:业绩增速现拐点，异地扩张稳步推进》2018-08-22
- 《东方时尚-公司点评:积极推进航空产业拓展，探索新市场空间》2018-04-25

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,173.09	1,050.92	1,094.82	1,193.59	1,293.74
增长率(%)	1.53	(10.41)	4.18	9.02	8.39
EBITDA(百万元)	473.20	363.06	376.81	394.08	426.58
净利润(百万元)	234.95	223.27	233.73	247.13	271.39
增长率(%)	(4.47)	(4.97)	4.68	5.73	9.82
EPS(元/股)	0.40	0.38	0.40	0.42	0.46
市盈率(P/E)	58.64	61.71	58.94	55.75	50.76
市净率(P/B)	7.92	7.88	7.18	6.77	6.36
市销率(P/S)	11.74	13.11	12.58	11.54	10.65
EV/EBITDA	34.26	24.58	36.90	33.93	31.23

资料来源：wind，天风证券研究所

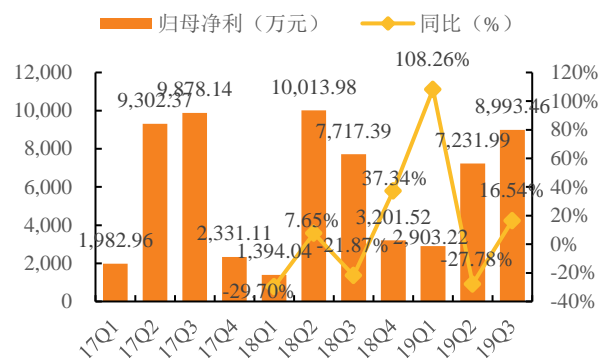
19Q1-3 营收同比增长 5.9%，扣非后归母净利同比增长 88.7%。10 月 17 日，公司公告，公司 19Q1-3 营收 8.55 亿元，同比增长 5.90%，其中 19Q3 营收 3.35 亿元，同比增长 17.69%，增速环比增加 14.62pct。19Q1-3 归母净利 1.91 亿，同比增长 0.02%，其中 19Q3 归母净利 8993.46 万元，同比增长 16.54%；19Q1-3 扣非后归母净利 1.42 亿，同比增长 88.7%，其中 19Q3 扣非后归母净利 0.77 亿元，同比增长 1459%。

图 1：2019Q3 公司营收 3.35 亿元，同比增长 17.69%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

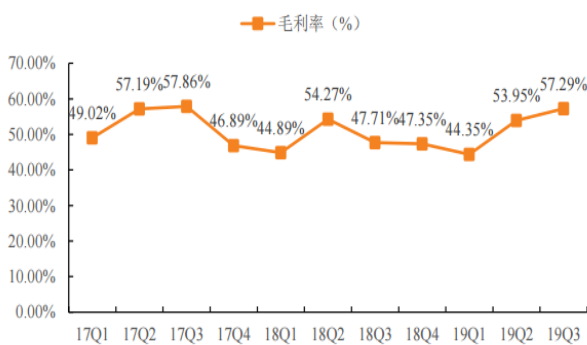
图 2：2019Q3 公司归母净利 8993.46 万元，同比增长 16.54%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

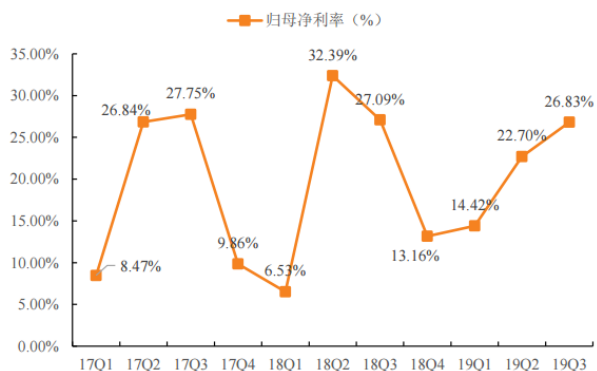
2019Q3 公司毛利率 57.29%，同比增加 9.57pct；2019Q3 公司期间费用率 24.44%，同比减少 3.67pct，主要系经营效率提升；其中销售费用率 3.60%，同比减少 0.82pct；管理费用率 16.28%，同比减少 1.78pct；研发费用率 1.35%，同比减少 0.24pct；财务费用率 3.20%，同比减少 0.83pct。归母净利率为 26.83%，同比减少 0.27pct

图 3：2019Q3 公司毛利率 57.29%，同比增加 9.57pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2019Q3 公司归母净利率为 26.83%，同比减少 0.27pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**进军航空培训，积极探索培训业务新模式，提升口碑和培训专业性。**2018 年 4 月，东方时尚国际航空发展有限公司成立，2019 年东方时尚航空收购海若通用航空 55% 股权，后更名为东方时尚通航。东方时尚通航在航空培训领域积累了多年经验，主要经营范围涉及飞行培训、飞机销售、飞机维修、空中游览、机场运营等，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，同时也是德事隆航空公司在中国赛斯纳单发飞机的授权销售代理以及授权服务中心。

目前，东方时尚通航已组建了由飞行、机务、空管、航务、勤务等专业人员组成的训练保障队伍。已进驻“德州平原通用机场”、“周口西华机场”，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。

科技改变生产力，探索性将 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。通过 VR 汽车驾驶培训模拟器，可以实现因囿于教学场地、车辆及安全保障而无法实现的应急情况处置、复杂路况驾驶、机械性能极限操作、防御性驾驶、恶劣天气等训练项目。VR 智能驾驶培训平台能够实现我国驾驶培训教学大纲要求的全部培训课程任务，是一次对传统教学方式的升华，一方面极大地丰富了教学场景和教学内容，弥补实车训练中无法进行的操作和训练，同时在教学过程中融入素质教育，培养学员养成良好的道路交通安全文明意识，是应试教育转向素质教育的有力抓手。除此之外，VR 教学在节能减排、降低公司运营成本等方面也具备显著优势。

**维持盈利预测，给予买入评级。**公司通过不断提升服务品质、调整教学计划及广泛的市场宣传，进一步提高了市场占有率，在行业中实现了规模化、流程化和标准化，受理人数、毕业人数、员工人数、训练用车数量以及训练场地面积等各项指标均位于行业前列。在保证高品质服务的前提下，具有丰富培训经验和良好口碑的驾驶培训机构更容易获得学员的青睐。公司市场开发和营销计划的基础是继续保持高品质的服务，持续提升品牌形象，将口碑优势更有效地转化为后续生源。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40/0.42/0.46 元，PE 分别为 7/7/6。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	705.44	359.03	233.17	815.52	874.62
应收票据及应收账款	0.09	0.08	0.11	(33.05)	(35.82)
预付账款	13.89	7.04	16.12	7.82	18.03
存货	0.02	760.63	254.10	116.03	202.13
其他	258.22	312.83	327.15	294.02	297.85
<b>流动资产合计</b>	<b>977.66</b>	<b>1,439.62</b>	<b>830.65</b>	<b>1,200.34</b>	<b>1,356.80</b>
长期股权投资	41.67	41.75	41.75	41.75	41.75
固定资产	578.56	527.89	777.49	931.42	1,014.95
在建工程	38.95	672.97	439.78	311.87	217.12
无形资产	751.45	827.24	800.64	774.03	747.43
其他	771.31	501.41	547.51	562.68	491.51
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,181.93</b>	<b>2,571.25</b>	<b>2,607.16</b>	<b>2,621.75</b>	<b>2,512.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,159.59</b>	<b>4,010.87</b>	<b>3,437.81</b>	<b>3,822.09</b>	<b>3,869.55</b>
短期借款	186.00	629.90	379.90	439.90	409.90
应付票据及应付账款	16.56	225.64	48.93	85.26	96.07
其他	507.18	605.03	465.48	615.26	547.82
<b>流动负债合计</b>	<b>709.74</b>	<b>1,460.57</b>	<b>894.31</b>	<b>1,140.43</b>	<b>1,053.78</b>
长期借款	110.00	150.00	104.00	109.00	89.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	146.82	334.29	208.28	229.80	257.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>256.82</b>	<b>484.29</b>	<b>312.28</b>	<b>338.80</b>	<b>346.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>966.56</b>	<b>1,944.86</b>	<b>1,206.60</b>	<b>1,479.22</b>	<b>1,400.24</b>
少数股东权益	453.87	318.20	312.27	306.77	303.62
股本	420.00	588.00	588.00	588.00	588.00
资本公积	756.00	561.54	561.54	561.54	561.54
留存收益	1,319.16	1,219.35	1,330.94	1,448.10	1,577.69
其他	(756.00)	(621.08)	(561.54)	(561.54)	(561.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,193.03</b>	<b>2,066.02</b>	<b>2,231.21</b>	<b>2,342.87</b>	<b>2,469.32</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,159.59</b>	<b>4,010.87</b>	<b>3,437.81</b>	<b>3,822.09</b>	<b>3,869.55</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.36	226.58	233.73	247.13	271.39
折旧摊销	150.38	134.65	70.19	80.59	87.82
财务费用	15.22	43.19	37.71	18.40	4.90
投资损失	(20.50)	(31.36)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(117.47)	(147.06)	(16.14)	402.36	(49.72)
其它	43.62	(480.24)	(6.25)	(5.59)	(3.22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>293.61</b>	<b>(254.24)</b>	<b>269.24</b>	<b>692.89</b>	<b>261.18</b>
资本支出	377.50	566.59	186.00	58.49	22.34
长期投资	41.67	0.08	0.00	0.00	0.00
其他	(655.95)	(954.47)	(196.00)	(88.49)	(22.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(236.78)</b>	<b>(387.80)</b>	<b>(10.00)</b>	<b>(30.00)</b>	<b>0.00</b>
债权融资	326.00	779.90	494.79	562.53	507.07
股权融资	(13.45)	(110.88)	21.83	(18.40)	(4.90)
其他	(170.01)	(367.95)	(901.72)	(624.67)	(704.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>142.53</b>	<b>301.08</b>	<b>(385.10)</b>	<b>(80.54)</b>	<b>(202.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>199.37</b>	<b>(340.97)</b>	<b>(125.86)</b>	<b>582.35</b>	<b>59.10</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,173.09</b>	<b>1,050.92</b>	<b>1,094.82</b>	<b>1,193.59</b>	<b>1,293.74</b>
营业成本	543.29	536.13	537.28	586.96	630.67
营业税金及附加	11.25	13.89	13.75	15.52	16.72
营业费用	39.72	49.15	41.71	51.32	59.51
管理费用	237.00	212.16	218.96	244.69	265.22
研发费用	15.00	16.09	15.33	16.71	18.11
财务费用	13.45	24.88	37.71	18.40	4.90
资产减值损失	15.36	18.17	11.18	14.90	14.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.50	31.36	50.00	50.00	50.00
其他	(52.12)	(105.65)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>329.64</b>	<b>254.73</b>	<b>268.91</b>	<b>295.09</b>	<b>333.86</b>
营业外收入	10.09	75.01	60.00	60.00	60.00
营业外支出	4.54	6.34	4.23	5.03	5.20
<b>利润总额</b>	<b>335.19</b>	<b>323.40</b>	<b>324.68</b>	<b>350.06</b>	<b>388.65</b>
所得税	112.83	96.82	97.20	108.52	120.48
<b>净利润</b>	<b>222.36</b>	<b>226.58</b>	<b>227.48</b>	<b>241.54</b>	<b>268.17</b>
少数股东损益	(12.59)	3.31	(6.25)	(5.59)	(3.22)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>234.95</b>	<b>223.27</b>	<b>233.73</b>	<b>247.13</b>	<b>271.39</b>
每股收益(元)	0.40	0.38	0.40	0.42	0.46

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.53%	-10.41%	4.18%	9.02%	8.39%
营业利润	0.01%	-22.72%	5.57%	9.74%	13.14%
归属于母公司净利润	-4.47%	-4.97%	4.68%	5.73%	9.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.69%	48.98%	50.93%	50.82%	51.25%
净利率	20.03%	21.25%	21.35%	20.70%	20.98%
ROE	13.51%	12.77%	12.18%	12.14%	12.53%
ROIC	19.34%	16.88%	10.29%	10.56%	14.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.59%	48.49%	35.10%	38.70%	36.19%
净负债率	-17.30%	20.37%	11.73%	-10.80%	-14.88%
流动比率	1.38	0.99	0.93	1.05	1.29
速动比率	1.38	0.46	0.64	0.95	1.10
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10,523.28	11,943.05	11,247.60	-72.47	-37.57
存货周转率	117,232.63	2.76	2.16	6.45	8.13
总资产周转率	0.41	0.29	0.29	0.33	0.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.40	0.38	0.40	0.42	0.46
每股经营现金流	0.50	-0.43	0.46	1.18	0.44
每股净资产	2.96	2.97	3.26	3.46	3.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	58.64	61.71	58.94	55.75	50.76
市净率	7.92	7.88	7.18	6.77	6.36
EV/EBITDA	34.26	24.58	36.90	33.93	31.23
EV/EBIT	46.73	35.31	45.35	42.65	39.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com