

东方时尚 (603377.SH)

18年盈利小幅下滑，异地项目逐步推进

● 盈利：18全年业绩下滑5.0%，非经常性损益提升盈利

18年公司营收10.51亿元，同比下滑10.41%，归母净利润和扣非归母净利润分别为2.23、1.29亿元（非经常损益主要来自资产处置收益和政府补贴），同比下降5.0%和39.9%。19年1季度公司实现营收2.01亿元，同比下滑5.73%，1季度实现归母净利0.29亿元，同比上升108%，实现扣非后归母净利0.05亿元，同比下降55%。18年利润下降主要受北京地区招生人数下降影响。此外，外埠子公司前期投资规模大且目前没有完全投入运营，18年整体业绩受到影响。

● 分地区：北京收入虽降但市占率提升至35%，石家庄、昆明亏损拖累业绩

18年公司驾培业务营业收入10.43亿元，毛利率48.8%，较去年下降4.7pct。公司过去三年在主要地区市场占有率不断提升，18年各地市占率分别为北京35%、昆明11.7%、石家庄3.8%、荆州37.4%，较上年提升5.0、2.5、0.4和11.5pct。18年公司来自北京、昆明、石家庄、荆州地区收入分别为8.57亿元、0.99亿元、0.28亿元和0.61亿元，同比下降10.8%、16.8%、5.5%和上升2.9%，从盈利来看，由于收入下降，各区域毛利率相比去年同期略有下降，其中北京较17年降3.4pct至58.1%，云南、石家庄分别亏损0.4和0.6亿元，同比基本持平，荆州项目净利润为723万元，相比去年1276万元盈利下降。

● 未来计划：新项目陆续投入运营，汽车综合服务和航空培训也在推进中

公司将继续发展和壮大培训主业，根据年报预计2019年5月山东淄博项目、2019年8月湖北武汉项目有望投入运营，2020年5月重庆项目有望投入运营，新项目运营有望带来收入和盈利增长。此外，根据年报公司将继续借助驾驶培训服务竞争优势，在汽车消费综合服务领域进行产业链延伸，不断拓展汽车维修、汽车金融、汽车美容等业务。公司也在积极探索航空培训这一业务新模式。根据年报公司已于2017年与昆明理工大学展开校企合作，共同培养飞行技术人才，又于2018年增资海若通用航空公司，未来将在航空人才培养领域继续发力。

● 云南、石家庄项目有望好转，后续项目逐步落地，看好公司盈利增长

公司受行业放缓和竞争激烈等原因利润有所下滑，长远来看国内驾校行业集中度低，公司作为行业龙头有望实现快速异地扩张。19年后公司武汉、淄博、重庆项目集中落地，同时云南地区价格战有望逐步缓和，石家庄考场也有望投入使用，公司有望重新进入业绩增长期。预计19-21年公司归母净利润分别为2.40、2.59和2.66亿元，对应PE分别为41.6、38.6和37.5倍，按照可比公司19年一致预期的PE为44.0倍，按此估计合理价值为18.0元/股，看好公司各地项目陆续投运，培育项目也有望逐步扭亏，给与“增持”评级。

风险提示：驾培行业整体增长放缓；北京市疏散人口政策加码；各地驾校市场价格战竞争恶化。

盈利预测：

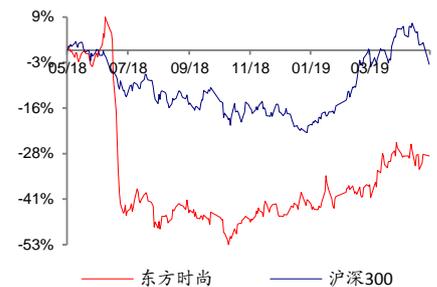
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,173	1,051	1,127	1,213	1,299
增长率(%)	1.5	-10.4	7.3	7.6	7.1
EBITDA(百万元)	487	358	264	288	310
净利润(百万元)	235	223	240	259	266
增长率(%)	-4.5	-5.0	7.5	7.9	2.9
EPS(元/股)	0.56	0.38	0.41	0.44	0.45
市盈率(P/E)	71.47	38.45	41.64	38.60	37.51
市净率(P/B)	9.66	4.91	5.03	4.45	3.98
EV/EBITDA	33.68	25.15	37.71	33.29	30.09

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	17.0元
合理价值	18.0元
前次评级	增持
报告日期	2019-05-08

相对市场表现



分析师：



安鹏
SAC 执证号：S0260512030008
SFC CE No. BNV176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：



沈涛
SAC 执证号：S0260512030003
SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：



张雨露
SAC 执证号：S0260518110003
SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

东方时尚三季报点评:收获大额补贴，扣非利润下降较大 2018-10-24

盈利：18 全年业绩下滑 5.0%，非经常性损益提升盈利

公司2018年盈利小幅下降，1季度受益于政府补助盈利增长。18年全年公司实现营收10.51亿元，同比下滑10.41%，归母净利润和扣非归母净利润分别为2.23亿元和1.29亿元(非经常损益主要来自资产处置收益和政府补贴)，同比下降5.0%和39.9%。19年1季度公司实现营收2.01亿元，同比下滑5.73%，1季度实现归母净利0.29亿元，同比上升108.26%，实现扣非后归母净利0.05亿元，同比下降54.61%。

利润率与期间费用方面，18年全年毛利率为49%，同比下降4.7pct。期间费用率有所上升，其中管理费用率同比下降0.44pct。销售费用率同比上升1.29pct。财务费用率上升1.22pct。19年1季度毛利率为44.3%，同比下降0.55pct。管理费用率，销售费用率，财务费用率分别同比下降2.38pct。上升0.93pct。和上升3.96pct。

18年利润下降主要受北京地区招生人数下降影响。公司来自北京地区的主营业务收入占比达80%以上，近年来北京地区由于人口疏解政策等原因，学车人口基数不断下降，虽然公司在北京地区市场占有率持续增长，但招生人数下降依旧导致营收与利润下滑。此外，外埠子公司前期投资规模大且目前没有完全投入运营，18年整体业绩受到影响。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2016A	2017A	2018A	2017H	2018H	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1
营业收入	11.55	11.73	10.51	5.81	5.23	2.36	2.14	3.09	2.85	2.43	2.01
营业成本	5.47	5.43	5.36	2.68	2.59	1.26	1.18	1.41	1.49	1.28	1.12
毛利率	52.7%	53.7%	49.0%	53.9%	50.4%	46.9%	44.9%	54.3%	47.7%	47.3%	44.3%
管理费用	2.31	2.42	2.12	1.32	1.21	0.55	0.60	0.61	0.51	0.47	0.52
管理费用率	20.0%	20.6%	20.2%	22.8%	23.1%	23.4%	28.2%	19.6%	18.1%	19.5%	25.9%
销售费用	0.39	0.40	0.49	0.19	0.23	0.10	0.11	0.13	0.13	0.13	0.12
销售费用率	3.4%	3.4%	4.7%	3.3%	4.5%	4.4%	5.0%	4.1%	4.4%	5.4%	5.9%
财务费用	0.00	0.13	0.25	0.03	0.07	0.05	0.04	0.04	0.11	0.06	0.11
财务费用率	0.0%	1.1%	2.4%	0.6%	1.4%	2.3%	1.7%	1.2%	4.0%	2.5%	5.7%
归母净利润	2.46	2.35	2.23	1.13	1.14	0.23	0.14	1.00	0.77	0.32	0.29

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

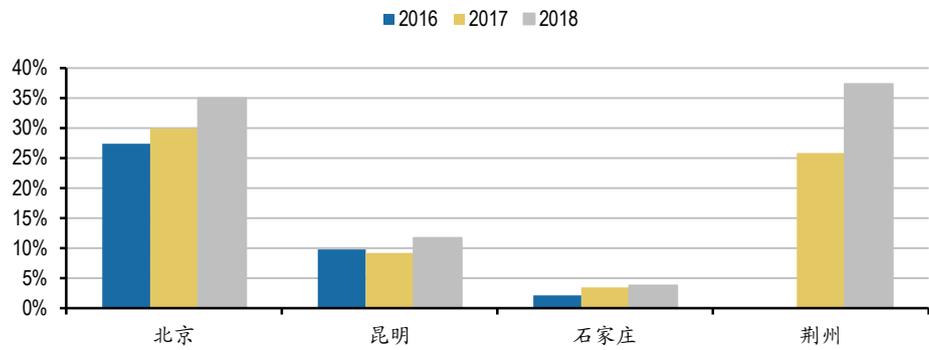
分地区：北京收入虽降但市占率提升至 35%，石家庄、昆明亏损拖累业绩

18年公司驾培业务营业收入10.43亿元，毛利率48.8%，较去年下降4.7pct。公司来

自北京、昆明、石家庄、荆州地区收入分别为8.57亿元、0.99亿元、0.28亿元和0.61亿元，分别同比下降10.8%、16.8%、5.5%和上升2.9%，分别占公司总营收比例为81%、9.4%、2.6%和5.8%。各区域中，公司在北京和荆州地区占有较大市场份额，过去三年在主要地区市场占有率不断提升。2018年公司在北京、昆明、石家庄、荆州地区市占率分别达到35%、11.7%、3.79%和37.35%，分别较上年提升5.0pct./2.5pct./0.4pct./11.5pct。

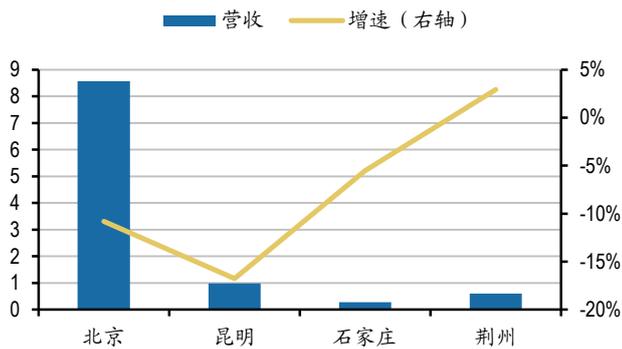
从盈利来看，由于收入下降，各区域毛利率相比去年同期略有下降，其中北京地区较17年下降3.4pct至58.1%，主要由于收入下降，而云南、荆州和石家庄也有不同程度下降。其中云南、石家庄分别亏损0.4和0.6亿元，相比去年同期基本持平，荆州项目净利润为723万元，相比去年1276万元盈利下降。

图1：东方时尚各地区市场占有率



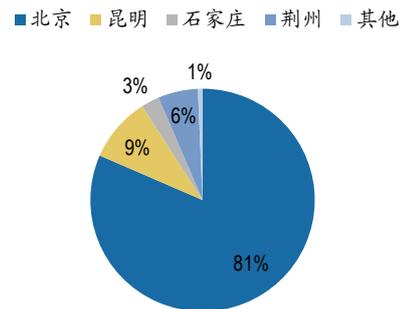
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：东方时尚各地区18年营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：18年东方时尚各地区营业收入占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表2: 公司主要子公司收入及净利润 (单位: 万元)

子公司	权益	18年收入	18年净利润	17年收入	17年净利润
云南	61.43%	10,028	-3,979	11,878	-3,076
石家庄	100%	2,760	-5,861	2,920	-6,177
荆州	60%	6,280	724	5,886	1,276

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

未来计划: 新项目陆续投入运营, 汽车综合服务和航空培训也在推进中

公司加快各地子公司设立, 打造全国性驾培品牌。主营业务方面, 公司将继续发展和壮大培训主业, 不断推动北京本部和全国各区域子公司做精做强。根据年报, 公司预计2019年5月山东淄博项目、2019年8月湖北武汉项目有望投入运营, 2020年5月重庆项目有望投入运营, 新项目运营有望带来收入和盈利增长。

此外, 加快推进汽车综合服务及航空培训领域业务延伸。根据年报公司将继续借助驾驶培训服务竞争优势, 在汽车消费综合服务领域进行产业链延伸, 不断拓展汽车维修、汽车金融、汽车美容等业务, 从而找到新的盈利增长点, 并分散经营风险, 实现多元化协同发展。公司也在积极探索航空培训这一业务新模式。目前我国已跃升为仅次于美国的第二大航空市场, 民航专业人才潜在需求量巨大。根据年报公司已于2017年与昆明理工大学展开校企合作, 共同培养飞行技术人才, 又于2018年增资海若通用航空股份有限公司, 进一步拓展通航领域业务, 未来将在航空人才培养领域继续发力。

结论: 云南、石家庄项目有望好转, 后续项目逐步落地, 看好公司盈利增长

从18年全年及19年1季度业绩来看, 公司受行业放缓和竞争激烈等原因利润有所下滑, 在公司的主要客源地北京疏散非首都功能人口的政策大背景下, 预计公司未来短期业绩将继续承压。长远来看, 国内驾校行业集中度低, 公司作为行业龙头有望实现快速异地扩张。19年后公司武汉、淄博、重庆项目集中落地, 同时云南地区价格战有望逐步缓和, 石家庄考场也有望投入使用, 公司有望重新进入业绩增长期。预计19-21年公司归母净利润分别为2.40、2.59和2.66亿元, 对应PE分别为41.6、38.6和37.5倍, 按照市值60亿以上教育可比公司19年一致预期的PE为44.0倍, 按此估计合理价值为18.0元/股, 看好公司各地项目陆续投运, 培育项目也有望逐步扭亏, 给与“增持”评级。

表3: 可比公司估值

代码	公司	预测 PE (一致预期)	总市值 (亿元)
002607.SZ	中公教育	46.6	759.8
002621.SZ	美吉姆	45.0	74.3
002261.SZ	拓维信息	40.5	61.5
平均		44.0	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

驾培行业整体增长放缓;北京市疏散人口政策加码;各地驾校市场价格战竞争恶化。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	978	1,440	1,105	1,438	1,749	经营活动现金流	294	-254	392	299	216
货币资金	705	359	400	747	1,011	净利润	222	227	244	263	270
应收及预付	14	7	10	10	10	折旧摊销	150	135	0	0	0
存货	0	761	455	464	503	营运资金变动	-88	-685	214	98	-7
其他流动资产	258	313	241	217	224	其它	8	69	-66	-62	-47
非流动资产	2,182	2,571	2,571	2,571	2,571	投资活动现金流	-237	-388	95	80	65
长期股权投资	42	42	42	42	42	资本支出	-278	-542	75	60	45
固定资产	579	528	528	528	528	投资变动	21	128	0	0	0
在建工程	39	673	673	673	673	其他	20	26	20	20	20
无形资产	751	827	827	827	827	筹资活动现金流	143	301	-446	-31	-18
其他长期资产	771	501	501	501	501	银行借款	135	448	-417	-13	0
资产总计	3,160	4,011	3,677	4,009	4,320	股权融资	149	74	0	0	0
流动负债	710	1,461	883	953	993	其他	-142	-221	-29	-18	-18
短期借款	186	630	213	200	200	现金净增加额	199	-341	41	347	263
应付及预收	392	592	471	523	554	期初现金余额	501	700	359	400	747
其他流动负债	131	238	199	230	239	期末现金余额	700	359	400	747	1,011
非流动负债	257	484	484	484	484						
长期借款	110	150	150	150	150						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	147	334	334	334	334						
负债合计	967	1,945	1,367	1,437	1,477						
股本	420	588	588	588	588						
资本公积	756	562	562	562	562						
留存收益	563	658	898	1,157	1,423						
归属母公司股东权益	1,739	1,748	1,988	2,247	2,513						
少数股东权益	454	318	322	326	330						
负债和股东权益	3,160	4,011	3,677	4,009	4,320						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.5%	-10.4%	7.3%	7.6%	7.1%
营业利润增长	0.2%	-22.7%	1.6%	14.1%	8.6%
归母净利润增长	-4.5%	-5.0%	7.5%	7.9%	2.9%
获利能力					
毛利率	53.7%	49.0%	50.9%	51.3%	51.4%
净利率	19.0%	21.6%	21.6%	21.7%	20.8%
ROE	13.5%	12.8%	12.1%	11.5%	10.6%
ROIC	12.4%	6.4%	8.6%	9.9%	10.6%
偿债能力(%)					
资产负债率	30.6%	48.5%	37.2%	35.8%	34.2%
净负债比率	10.3%	19.4%	9.9%	8.7%	8.1%
流动比率	1.38	0.99	1.25	1.51	1.76
速动比率	1.36	0.46	0.73	1.01	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.29	0.29	0.32	0.31
应收账款周转率	10,523.2	11,943.0	11,429.0	11,595.4	11,539.4
存货周转率	54,293.8	1.41	1.22	1.27	1.25
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.38	0.41	0.44	0.45
每股经营现金流	0.70	-0.43	0.67	0.51	0.37
每股净资产	4.14	2.97	3.38	3.82	4.27
估值比率					
P/E	71.47	38.45	41.64	38.60	37.51
P/B	9.66	4.91	5.03	4.45	3.98
EV/EBITDA	33.68	25.15	37.71	33.29	30.09

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,173	1,051	1,127	1,213	1,299
营业成本	543	536	553	591	632
营业税金及附加	11	14	15	16	17
销售费用	40	49	53	57	61
管理费用	228	212	225	243	260
研发费用	13.86	16.09	16.91	18.20	19.49
财务费用	13.45	24.88	25.33	13.21	9.81
资产减值损失	15.36	18.17	0.00	0.00	0.00
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	20.00	20.00	20.00
营业利润	329.64	254.73	258.76	295.12	320.43
营业外收支	5.55	68.67	75.00	60.00	45.00
利润总额	335	323	334	355	365
所得税	113	97	90	92	95
净利润	222	227	244	263	270
少数股东损益	-13	3	4	4	4
归属母公司净利润	235	223	240	259	266
EBITDA	487.23	358.14	264.09	288.33	310.24
EPS(元)	0.56	0.38	0.41	0.44	0.45

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017年新财富社会服务行业新财富第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年新财富社会服务行业新财富第五名。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017年新财富社会服务行业新财富第五名。
- 康凯：研究助理，北京大学理学硕士，2017年新财富社会服务行业新财富第五名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。