

公司研究/公告点评

2018年10月11日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.95
合理价格区间(元): 12.88~13.80

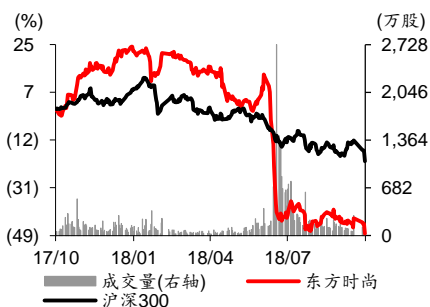
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

相关研究

- 1《东方时尚(603377,增持): Q1 受春节影响, 异地扩张持续推进》2018.05
- 2《东方时尚(603377,增持): 17 年低于预期, 异地项目稳步推进》2018.04
- 3《东方时尚(603377,增持): 并购扩张发力, 驾校龙头空间广阔》2017.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收获大额补贴, 培育扩张新业态

东方时尚(603377)

子公司获得大额补贴, 对公司未来业绩产生积极影响

公司 10 月 10 日发布公告, 控股子公司晋中东方时尚 (持股 55%) 收到山西晋中市榆次区政府给予新兴产业发展政策性奖补首笔资金 27569.28 万元, 用于支持公司投资建设的榆次汽车文化小镇项目。目前子公司已获得土地使用许可证, 该笔奖补将计入公司递延收益, 按照项目三年建设期分摊, 我们预计 2018-2020 年将为公司分别贡献权益归母净利润约 2475/4449/4449 万元。公司作为国内驾校龙头持续推进异地扩张, 因异地项目经营情况低于预期, 下调 18-20 年净利润至 2.73/3.46/4.32 亿元, 维持“增持”评级。

推动汽车文化小镇实现政企双赢, 培育异地发展新业态

2018 年 1 月公司与北辰正方集团设立合资公司晋中东方时尚, 注册资本 1.5 亿元, 公司占比 55%。根据晋中市国资委官网信息, 晋中东方时尚负责投资建设的榆次汽车小镇项目被列为省重点工程项目, 计划投资额约 11 亿元, 主要建设包括交通安全教育基地、汽车驾驶培训、汽车金融服务等功能于一体的全省最大综合性驾驶培训及汽车文化产业总部基地, 有助于提升就业水平、增加地方税收。我们认为此次 2.76 亿元奖励补贴反映了地方政府对公司汽车文化小镇新业态的认可和扶持, 未来合肥、天津、长沙、重庆等汽车小镇项目加速推进值得期待。

18H1 业绩低于预期, 市占率逆势提升、新项目密集落地可期

18H1 公司实现营收 5.23 亿元/-9.99%, 归母净利润 1.14 亿元/+1.09%, 扣非归母净利润 7006 万元/-31.72%, 业绩低于预期, 主要由于学车主力人口下降, 北京本部、云南校区、荆州校区等地学员规模下滑导致业绩同比下降。市占率方面, 18H1 北京市占率 34%, 同比上升 1pct; 云南省占率 12.5%, 同比上升 3.32pct; 石家庄市占率 3.64%, 荆州市占率 34%, 同比 17H1 相对稳定。我们认为当前公司异地项目正处于快速发展期, 18 年 6 月石家庄校区考场投入使用, 政府回购考场后租金下调有望提升盈利; 公司预计 19 年武汉、淄博、重庆项目投入运营将显著增加收入。

驾培行业面临优胜劣汰, 龙头品牌积极整合, 维持“增持”

当前国内驾培行业大而分散, 龙头品牌凭借规模和品质优势积极扩张, 公司作为国内驾培龙头, 通过“自建+并购”模式快速异地复制, 整合地方优质资源。我们预计石家庄驾校受益考场问题解决, 19-20 年有望实现盈利爬坡; 昆明市场价格战下半年逐步缓解, 云南驾校有望迎来改善。考虑上半年经营业绩低于预期, 下调盈利预测, 18-20 年净利润 2.73/3.46/4.32 亿元 (前值 2.88/3.74/4.34 亿元), 对应 PE 25.72/20.33/16.26 倍。可比教育类公司 18 年平均 PE 24.57 倍, 公司作为 A 股唯一一驾校具有稀缺性, 给予 18 年目标 PE 28-30 倍, 对应目标市值 76.50-81.94 亿元, 维持“增持”。

风险提示: 报名学员不达预期; 外延拓展不达预期; 政策变化风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	588.00
流通 A 股 (百万股)	164.86
52 周内股价区间 (元)	11.95-40.50
总市值 (百万元)	7,027
总资产 (百万元)	3,630
每股净资产 (元)	2.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,155	1,173	1,156	1,423	1,950
+/-%	(12.92)	1.53	(1.45)	23.10	37.00
归属母公司净利润 (百万元)	245.94	234.95	273.14	345.67	432.05
+/-%	(25.27)	(4.47)	16.26	26.55	24.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.40	0.46	0.59	0.73
PE (倍)	28.57	29.91	25.72	20.33	16.26

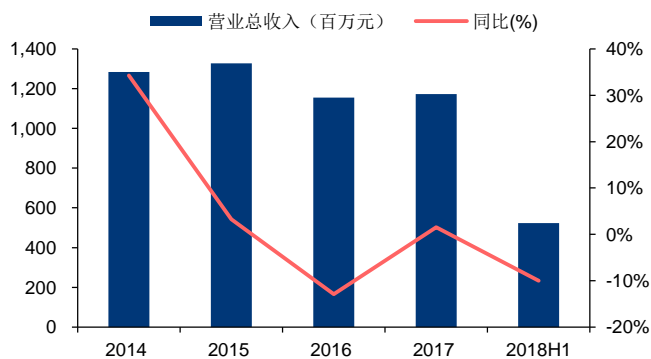
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

子公司获得大额补贴，对公司未来业绩产生积极影响。公司10月10日发布公告，控股子公司晋中东方时尚（持股55%）收到山西晋中市榆次区政府给予新兴产业发展政策性奖补首笔资金27569.28万元，用于支持公司投资建设的榆次汽车文化小镇项目。目前子公司已获得土地使用许可证，该笔奖补将计入公司递延收益，按照项目三年建设期分摊，我们预计2018-2020年将为公司分别贡献权益归母净利润约2475/4449/4449万元。公司作为国内驾校龙头持续推进异地扩张，因异地项目经营情况低于预期，下调18-20年净利润至2.73/3.46/4.32亿元，维持“增持”评级。

推动汽车文化小镇实现政企双赢，培育异地发展新业态。2018年1月公司与北辰正方集团设立合资公司晋中东方时尚，注册资本1.5亿元，公司控股55%。根据晋中市国资委官网信息，晋中东方时尚负责投资建设的榆次汽车小镇项目被列为省重点工程项目，计划投资额约11亿元，主要建设包括交通安全教育基地、汽车驾驶培训、汽车金融服务等功能于一体的全省最大的综合性驾驶培训及汽车文化产业总部基地，有助于提升就业水平、增加地方税收。我们认为此次2.76亿元奖励补贴反映了地方政府对公司汽车文化小镇新业态的认可和扶持，未来合肥、天津、长沙、重庆等汽车小镇项目加速推进同样值得期待。

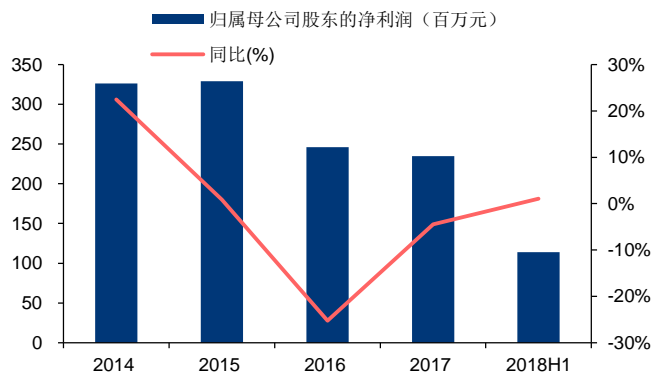
18H1公司业绩低于预期，扣非净利润同比下降31.72%。公司8月17日发布中报，18H1实现营收5.23亿元/-9.99%，归母净利润1.14亿元/+1.09%，扣非归母净利润7006万元/-31.72%，业绩增速低于之前预期(-1.06%)。净利润与扣非净利润差异较大，主要由于获得北京大兴区黄村镇拆迁补助及奖励费3864万元导致。18Q2公司营收增速-10.8%，扣非净利润-32.6%，环比Q1降幅有所扩大。公司业绩低于预期，主要由于北京本部招生学员下降导致收入下滑，以及异地项目云南校区、荆州校区学员规模下滑导致业绩同比下降。

图表1：公司2014-2018H1营收与增速



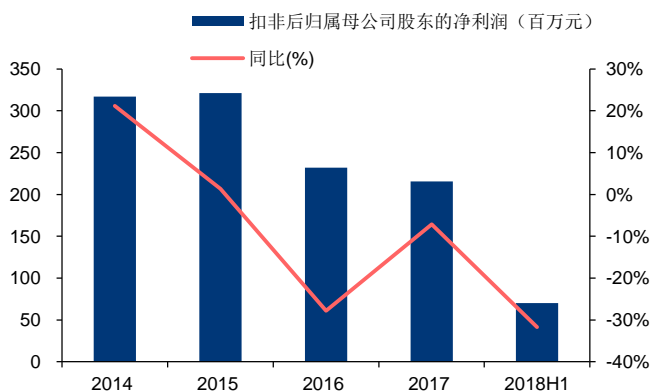
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司2014-2018H1净利润及增速



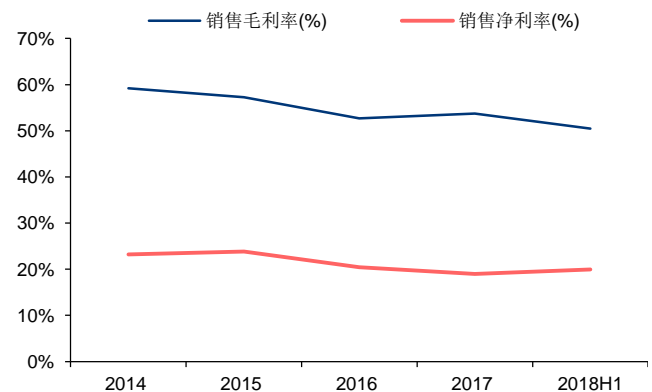
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司2014-2018H1扣非归母净利及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

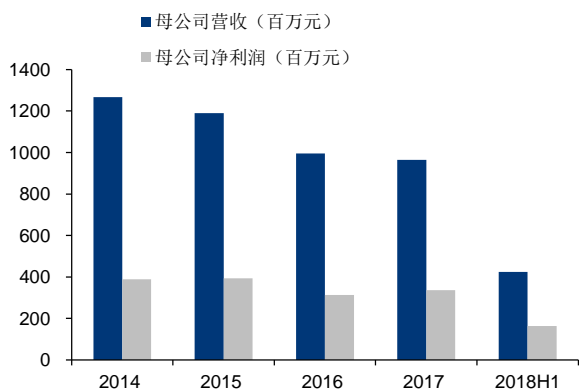
图表4：公司2014-2018H1毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

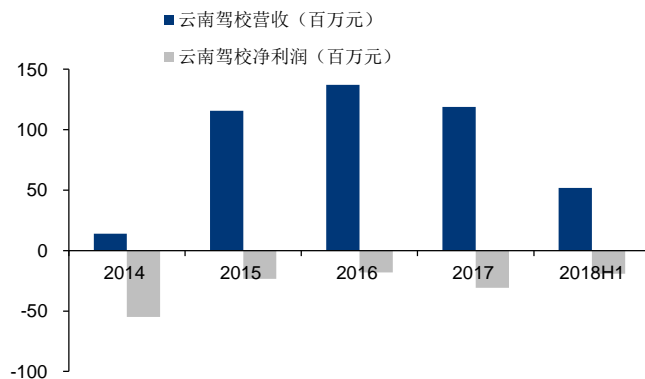
学车主力人口持续下滑，学员规模缩减拖累业绩增长。分区域来看，除石家庄校区实现净利润-2963万元，与去年同期基本持平，其它主要校区业绩均有不同程度下降。母公司报表（北京校区）营收4.24亿元/-7.77%，归母净利1.64亿元/+10.7%，剔除非经常损益4402万元，扣非净利同比下降10.3%，主要由于近年来年满18岁学车主力人口减少，以及北京非首都功能人口疏解政策导致学员规模持续下降，18H1北京校区毕业学员人数同比减少15%。受人口规模缩减影响，云南校区实现净利润-1908万元，同比增亏468万元；荆州校区实现净利润570万元，同比减少824万元；新并表山东东方时尚（尚未运营）亏损474万元。

图表5： 母公司（北京驾校）2014-2018H1 营收及净利润情况



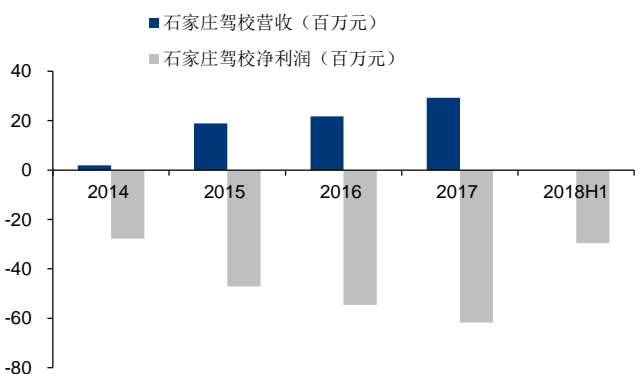
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 云南驾校 2014-2018H2 营收及净利润情况



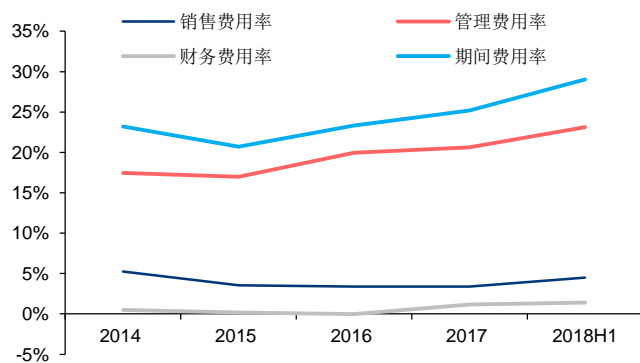
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 石家庄校区 2014-2018H1 营收及净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 公司 2014-2018H1 费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

发挥品牌优势积极开展营销，各校区区域市场占有率持续提升。18H1公司销售费用2346万元/+21.21%，主要由于广告支出和招生分部房租支出增加；财务费用735万元/+111.5%，是由银行贷款增加导致利息支出增加导致。为应对各地区学员规模下降趋势，上半年公司加强营销力度，各校区市场占有率均呈现提升趋势：18H1北京市占率34%，同比上升1pct；云南省占率12.5%，同比上升3.32pct；石家庄市占率3.64%，荆州市占率34%，同比17H1相对稳定。我们认为当前公司异地项目正处于快速发展期，18年6月石家庄校区考场投入使用，政府回购考场后租金下调有望提升盈利；公司预计19年武汉、淄博、重庆项目投入运营将显著增加收入。

驾培行业面临优胜劣汰，龙头品牌积极整合，维持“增持”。当前国内驾培行业大而分散，龙头品牌凭借规模和品质优势积极扩张，公司作为国内驾培龙头，通过“自建+并购”模式快速异地复制，整合地方优质资源。我们预计石家庄驾校受益考场问题解决，19-20年有望实现盈利爬坡；昆明市场价格战下半年逐步缓解，云南驾校有望迎来改善。考虑上半年经营业绩低于预期，我们下调盈利预测，18-20年净利润2.73/3.46/4.32亿元（前值2.88/3.74/4.34亿元），对应PE 25.72/20.33/16.26倍。可比教育类公司18年平均PE 24.57

倍，公司作为 A 股唯一驾校具有稀缺性，给予 18 年目标 PE 28-30 倍，对应目标市值 76.50-81.94 亿元，维持“增持”。

图表9：可比职业教育公司估值表（截止 2018 年 10 月 11 日）

成分股	当前市值(亿元)	最新收盘价	18EPS	19EPS	20EPS	18PE	19PE	20PE
新南洋	64.0	22.3	0.6	0.76	0.92	37.17	29.34	24.24
开元股份	29.0	7.58	0.60	0.78	0.98	12.63	9.72	7.73
百洋股份	31.0	7.86	0.49	0.62	0.76	16.04	12.68	10.34
威创股份	31.6	5.33	0.29	0.36	0.42	18.38	14.81	12.69
市值加权平均						24.57	19.41	16.05

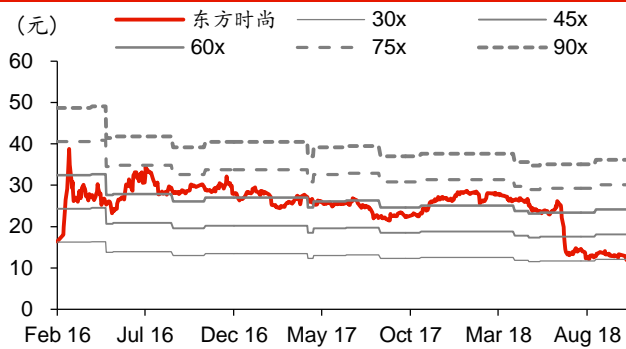
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

- 1) 报名学员不达预期：公司报名学员人数不达预期可能会影响整体收入水平。
- 2) 外延拓展不达预期：异地驾校处于快速扩张中，如果进度不达预期影响总体盈利。
- 3) 政策变化风险：驾考培训受国家政策影响较大，如果政策变化可能影响公司报名学员情况。

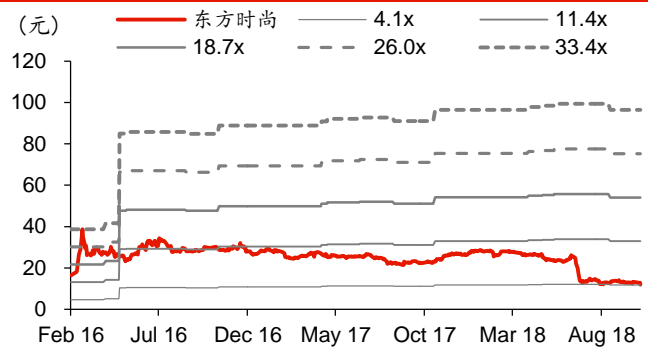
PE/PB - Bands

图表10：东方时尚历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：东方时尚历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,003	977.66	1,282	1,668	2,342
现金	500.63	705.44	1,029	1,405	2,055
应收账款	0.13	0.09	0.10	0.13	0.17
其他应收账款	2.31	43.60	25.42	33.78	49.55
预付账款	7.96	13.89	13.07	13.90	22.40
存货	0.00	0.02	0.01	0.01	0.02
其他流动资产	492.14	214.61	214.61	214.61	214.61
非流动资产	1,627	2,182	2,373	2,519	2,629
长期投资	0.00	41.67	20.84	24.31	26.04
固定投资	517.24	578.56	738.12	757.77	764.58
无形资产	713.29	751.45	887.77	1,027	1,144
其他非流动资产	396.33	810.25	726.44	710.33	693.95
资产总计	2,630	3,160	3,655	4,187	4,971
流动负债	592.97	709.74	953.81	1,225	1,663
短期借款	134.07	186.00	390.60	615.66	863.23
应付账款	11.67	16.56	13.66	18.11	25.25
其他流动负债	447.23	507.18	549.55	591.00	774.29
非流动负债	143.74	256.82	373.31	481.08	590.44
长期借款	0.00	110.00	220.00	330.00	440.00
其他非流动负债	143.74	146.82	153.31	151.08	150.44
负债合计	736.71	966.56	1,327	1,706	2,253
少数股东权益	263.12	453.87	441.62	425.50	406.50
股本	420.00	420.00	588.00	588.00	588.00
资本公积	756.00	756.00	588.00	588.00	588.00
留存公积	454.21	563.16	710.30	879.58	1,135
归属母公司股东权益	1,630	1,739	1,886	2,056	2,311
负债和股东权益	2,630	3,160	3,655	4,187	4,971

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	243.50	293.61	510.36	648.36	900.09
净利润	236.39	222.36	260.89	329.56	413.05
折旧摊销	137.92	150.38	177.67	223.96	264.25
财务费用	(0.15)	13.45	20.78	44.17	70.22
投资损失	(7.28)	(20.50)	(21.52)	(22.60)	(23.73)
营运资金变动	(128.02)	(87.58)	66.76	75.18	176.84
其他经营现金	4.64	15.50	5.77	(1.91)	(0.54)
投资活动现金	(843.62)	(236.78)	(370.92)	(366.46)	(368.92)
资本支出	281.79	279.17	290.00	193.33	225.56
长期投资	516.13	(199.82)	(17.55)	3.83	1.06
其他投资现金	(45.70)	(157.43)	(98.47)	(169.30)	(142.30)
筹资活动现金	764.73	142.53	183.78	94.74	118.79
短期借款	134.07	51.93	204.60	225.06	247.57
长期借款	0.00	110.00	110.00	110.00	110.00
普通股增加	50.00	0.00	168.00	0.00	0.00
资本公积增加	706.88	0.00	(168.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(126.22)	(19.40)	(130.82)	(240.32)	(238.77)
现金净增加额	164.62	199.37	323.22	376.64	649.97

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,155	1,173	1,156	1,423	1,950
营业成本	546.64	543.29	527.18	642.18	933.19
营业税金及附加	17.16	11.25	13.87	17.08	27.30
营业费用	38.89	39.72	46.24	49.81	58.49
管理费用	230.58	241.97	265.89	298.86	389.95
财务费用	(0.15)	13.45	20.78	44.17	70.22
资产减值损失	0.00	15.36	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	7.28	20.50	21.52	22.60	23.73
营业利润	329.05	329.64	303.62	393.64	494.32
营业外收入	10.99	10.09	73.00	67.75	67.75
营业外支出	1.25	4.54	3.91	3.68	3.90
利润总额	338.80	335.19	372.70	457.72	558.17
所得税	102.41	112.83	111.81	128.16	145.13
净利润	236.39	222.36	260.89	329.56	413.05
少数股东损益	(9.55)	(12.59)	(12.25)	(16.12)	(19.00)
归属母公司净利润	245.94	234.95	273.14	345.67	432.05
EBITDA	466.83	493.47	502.07	661.77	828.79
EPS (元, 基本)	0.59	0.56	0.46	0.59	0.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(12.92)	1.53	(1.45)	23.10	37.00
营业利润	(25.46)	0.18	(7.89)	29.65	25.58
归属母公司净利润	(25.27)	(4.47)	16.26	26.55	24.99
获利能力 (%)					
毛利率	52.69	53.69	54.40	54.88	52.14
净利率	21.29	20.03	23.63	24.29	22.16
ROE	15.09	13.51	14.48	16.82	18.69
ROIC	13.77	13.85	12.71	17.01	23.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.01	30.59	36.31	40.74	45.33
净负债比率 (%)	18.56	33.73	49.47	56.97	59.35
流动比率	1.69	1.38	1.34	1.36	1.41
速动比率	1.69	1.38	1.34	1.36	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.41	0.34	0.36	0.43
应收账款周转率	10,798	9,996	11,487	12,034	12,670
应付账款周转率	46.82	38.49	34.88	40.42	43.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.40	0.46	0.59	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.50	0.87	1.10	1.53
每股净资产(最新摊薄)	2.77	2.96	3.21	3.50	3.93
估值比率					
PE (倍)	28.57	29.91	25.72	20.33	16.26
PB (倍)	4.31	4.04	3.73	3.42	3.04
EV_EBITDA (倍)	14.13	13.37	13.14	9.97	7.96

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com