

异地加速扩张净利小幅下滑，毛利率回升业绩拐点可期

——东方时尚 年报点评报告

年报点评报告

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 事件:

东方时尚 2018 年 3 月 30 日晚间公布年报: 公司 2017 年实现营业收入 11.73 亿元, 同比增加 1.53%; 归母净利润 2.35 亿元, 同比减少 4.47%; 拟每 10 股派发现金红利 3 元 (含税), 并以资本公积金每 10 股转增 4 股。

● 扩张期净利下滑, 毛利率企稳回升:

公司 2017 年营业收入同比微增 1.53%, 归母净利润同比下滑 4.47%, 主要原因是: (1) 2017 年驾考新规实施, 学员考试时间与学车进度不同步, 影响当期收入和成本的确认; (2) 同期下属公司前期取得的土地资产, 进入摊销阶段导致公司成本费用负担加大; 报告期内收购荆州东方时尚计提商誉减值 0.16 亿元, 若剔除商誉减值影响, 公司主营业务归母净利润为 2.51 亿元, 同比增加 2.01%。

报告期内公司毛利率为 53.69%, 较 2016 年上升 1 个百分点, 毛利率企稳回升趋势明显。三费方面, 公司报告期内销售费用为 3972 万元, 占营收比为 3.4%, 基本与 2016 年持平; 管理费用 2.42 亿, 占营收比上升 0.67 个百分点至 20.6%, 主要是扩张期土地资产的折旧摊销和研发费用 (考试人脸识别系统、电子附注教练和智能网联汽车测试等项目) 的投入; 财务费用 1345 万元, 占营收比上升 1.16 个百分点至 1.15%, 主要是公司支付新增银行贷款的利息所致。

● 驾培主营贡献稳定, 多地布局成效初显:

公司主营业务由驾培服务和陪练服务两部分构成, 其中驾培服务业务全年收入为 11.60 亿元, 同比增加 1.36%, 占公司总体营收达 98.87%, 毛利率较 2016 年提升 0.77 个百分点至 53.65%; 陪练服务占比较小, 全年收入 794 万元, 同比增长 4.95%。

分地区来看, 公司目前确认收入的地区驾校主要包括北京、云南、石家庄和荆州驾校。其中北京地区报告期内营收达到 9.6 亿元, 占总营收比重达到 81.9%, 目前公司在北京市占率已经达到 30% 以上, 驾培市场总体格局趋于稳定; 云南校区布局较早, 目前初具地区影响力, 在昆明地区市占率接近 10%, 预计未来盈利将进一步提升; 石家庄校区由于布局较晚, 目前仍处于亏损状态; 荆州校区在收购后经营稳健, 报告期内实现营收 5885 万元, 净利润 1276 万元。

● 自建+收购开启异地扩张战略, 标准化+多元化打造驾培第一品牌:

公司依托在北京地区深耕多年的驾校行业管理经验, 将驾驶培训过程标准化和体系化, 通过重资产自建 (云南、石家庄等地驾校) 与轻资产收购 (荆州等地驾校) 的双重模式, 快速整合异地资源, 目前已先后在北京、石家庄、广东、深圳、苏州、山东、湖南、湖北、重庆、云南、江西、荆州、内蒙古设立连锁驾培中心。公司注重全方位服务, 培训园区内设公交站、餐饮、娱乐、医疗、班车等配套基础设施, 业务方面积极向车后市场做延伸, 覆盖汽

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.03.30
收盘价(元):	37.32
一年最低/最高(元):	29.9/40.5
总股本(亿股):	4.2
总市值(亿元):	156.74
流通股本(亿股):	1.18
流通市值(亿元):	43.95
近 3 月换手率:	40.57%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.69	-1.59	-9.29
绝对	-4.8	-4.87	4.15

相关报告

《自建+收购开启异地扩张战略, 标准化+多元化打造驾培第一品牌》2018-03-30

车维修、汽车金融、汽车美容等下游产业链，逐步实现多元化协同发展。

● **盈利预测与评级:**

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.11、3.91、5.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.93 和 1.32 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 50、40 和 28 倍。考虑到驾培行业未来空间巨大，公司作为行业龙头地位稳固，多地布局战略清晰，品牌效应明显，未来市占率有望不断提高，我们看好公司未来业绩增长的确定性及其可持续性，维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 驾培市场需求增速放缓，扩张速度不及预期，驾考难度增加。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,155	1,173	1,238	1,363	1,635
增长率(%)	-12.9	1.5	5.5	10.1	20.0
净利润(百万元)	246	235	311	391	553
增长率(%)	-25.3	-4.5	32.3	25.9	41.4
毛利率(%)	52.7	53.7	54.7	56.7	59.7
净利率(%)	21.3	20.0	25.1	28.7	33.8
ROE(%)	12.5	10.1	12.5	14.5	18.1
EPS(摊薄/元)	0.59	0.56	0.74	0.93	1.32
P/E(倍)	63.7	66.7	50.4	40.1	28.3
P/B(倍)	9.6	9.0	8.1	7.3	6.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>