

# 市场占有率稳步提升，营销研发双向发力

——东方时尚 半年报点评

半年报点评

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:

东方时尚于2018年8月17日晚间公布2018年半年报,公司2018年上半年实现营业收入5.23亿元,同比下跌9.99%,归母净利润1.14亿元,同比增长1.09%,扣非净利润0.7亿元,同比下跌31.72%。

## ● 驾培市场增速放缓,学费仍有提升空间:

受学车主力人群下滑和非首都功能人口疏解政策等因素影响,驾培市场增速放缓,2018H1营收表现略逊,同比下跌9.99%。2018年1-6月公司平均学费5914.83元,较去年同期增加约200元,同比增长3.50%,我们认为驾培市场的学费仍有提升空间。

## ● 投入广告吸引潜在客户,运营成本亟待下降:

2018H1销售费用为0.23亿元,同比增长21.21%,主要用于全媒体广告投入和招生分部开支,吸引潜在客户。公司今年首次投入0.76亿元研发支出用于驾驶培训、驾校办公等的软件开发,叠加政府回购考试场,租金也会相应下调,下半年运营成本有望降低,推动公司盈利增长。

## ● 服务至上推动口碑式营销效应,各区域市场占有率稳步提升:

公司通过为学员量身定制服务班型、延长班车线路、举办线下驾培活动等方式推动口碑式营销效应,2018H1报名学员8.85万人,其中口碑式营销学院3.70万人,较2017年全年增长11.00%。市占率方面,主体市场北京在市受理学员数量下滑的情况下,仍有1%的上涨,达到34%,云南区域上涨3.32%,达12.50%,石家庄区域为3.64%,与去年同期基本持平,公司将继续在重庆、武汉开拓市场,市占率有望继续提升。

## ● 行业龙头地位稳固,维持“推荐”评级:

我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.71、3.16和3.71亿元,对应EPS分别为0.46、0.54和0.63元。当前股价对应2018-2020年PE分别为28、24和20倍。公司作为驾培行业龙头,市占率不断提高,我们看好公司未来业绩的成长空间,维持“推荐”评级。

## ● 风险提示:行业招生率下滑风险,异地扩张不及预期风险。

## 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	1,304	1,455	1,627
增长率(%)	-12.9	1.5	11.1	11.6	11.8
净利润(百万元)	246	235	271	316	371
增长率(%)	-25.3	-4.5	15.5	16.4	17.5
毛利率(%)	52.7	53.7	52.9	53.2	54.0
净利率(%)	21.3	20.0	20.8	21.7	22.8
ROE(%)	12.5	10.1	11.0	12.3	13.5
EPS(摊薄/元)	0.42	0.40	0.46	0.54	0.63
P/E(倍)	30.3	31.8	27.5	23.6	20.1
P/B(倍)	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4

## 推荐 (维持评级)

市场数据 时间 2018.08.17

收盘价(元):	12.69
一年最低/最高(元):	12.0/40.5
总股本(亿股):	5.88
总市值(亿元):	74.62
流通股本(亿股):	1.65
流通市值(亿元):	20.92
近3月换手率:	138.15%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.64	-31.27	-32.77
绝对	-10.26	-47.1	-44.25

## 相关报告

《异地加速扩张净利小幅下滑,毛利率回升业绩拐点可期》2018-04-02

《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

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1003	978	1035	1062	1184	<b>营业收入</b>	<b>1155</b>	<b>1173</b>	<b>1304</b>	<b>1455</b>	<b>1627</b>
现金	501	705	802	781	941	营业成本	547	543	613	680	748
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	17	11	13	15	16
其他应收款	2	44	7	50	14	营业费用	39	40	45	49	55
预付账款	8	14	10	17	14	管理费用	231	242	261	269	285
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-0	13	9	9	9
其他流动资产	492	215	215	215	215	资产减值损失	0	15	13	15	16
<b>非流动资产</b>	1627	2182	2286	2410	2502	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	42	83	125	167	投资净收益	7	20	15	15	15
固定资产	517	579	554	533	509	<b>营业利润</b>	330	330	365	433	513
无形资产	713	751	846	961	1071	营业外收入	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>11</b>
其他非流动资产	<b>396</b>	<b>810</b>	<b>802</b>	<b>790</b>	<b>754</b>	营业外支出	2	5	5	5	4
<b>资产总计</b>	<b>2630</b>	<b>3160</b>	<b>3321</b>	<b>3472</b>	<b>3686</b>	<b>利润总额</b>	339	335	372	440	520
<b>流动负债</b>	593	710	760	807	866	所得税	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>167</b>
短期借款	134	186	186	186	186	<b>净利润</b>	236	222	256	301	353
应付账款	12	17	15	20	19	少数股东损益	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>
其他流动负债	<b>447</b>	<b>507</b>	<b>559</b>	<b>601</b>	<b>661</b>	<b>归属母公司净利润</b>	246	235	271	316	371
<b>非流动负债</b>	144	257	237	218	195	EBITDA	<b>470</b>	<b>483</b>	<b>509</b>	<b>594</b>	<b>688</b>
长期借款	0	110	91	71	49	EPS(元)	0.42	0.40	0.46	0.54	0.63
其他非流动负债	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>147</b>						
<b>负债合计</b>	<b>737</b>	<b>967</b>	<b>997</b>	<b>1024</b>	<b>1061</b>	主要财务比率					
少数股东权益	263	454	439	424	406	成长能力					
股本	420	420	588	588	588	营业收入(%)	-12.9	1.5	11.1	11.6	11.8
资本公积	756	756	588	588	588	营业利润(%)	-25.3	0.0	10.7	18.7	18.4
留存收益	454	563	709	873	1055	归属于母公司净利润(%)	-25.3	-4.5	15.5	16.4	17.5
归属母公司股东权益	1630	1739	1885	2024	2219	获利能力					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2630</b>	<b>3160</b>	<b>3321</b>	<b>3472</b>	<b>3686</b>	毛利率(%)	52.7	53.7	52.9	53.2	54.0
						净利率(%)	21.3	20.0	20.8	21.7	22.8
						ROE(%)	12.5	10.1	11.0	12.3	13.5
						ROIC(%)	12.2	10.1	10.9	12.1	13.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.0	30.6	30.0	29.5	28.8
						净负债比率(%)	-19.2	-17.3	-21.6	-20.5	-26.0
						流动比率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.4
						速动比率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	11368.1	10523.3	10523.3	10523.3	10523.3
						应付账款周转率	46.8	38.5	38.5	38.5	38.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.40	0.46	0.54	0.63
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.28	1.09	0.84	0.78	1.06
						每股净资产(最新摊薄)	2.77	2.96	3.20	3.44	3.77
						估值比率					
						P/E	30.3	31.8	27.5	23.6	20.1
						P/B	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4
						EV/EBITDA	15.9	15.9	14.8	12.6	10.6

  

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	244	294	493	456	624
净利润	236	222	256	301	353
折旧摊销	138	150	145	164	180
财务费用	-0	13	9	9	9
投资损失	-7	-20	-15	-15	-15
营运资金变动	-128	-88	97	-2	97
其他经营现金流	5	16	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-844	-237	-234	-272	-257
资本支出	<b>282</b>	<b>279</b>	<b>63</b>	<b>82</b>	<b>50</b>
长期投资	-516	200	-42	-42	-42
其他投资现金流	-1078	242	-213	-232	-248
<b>筹资活动现金流</b>	765	143	-162	-205	-207
短期借款	<b>134</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	110	-19	-20	-22
普通股增加	50	0	168	0	0
资本公积增加	707	0	-168	0	0
其他筹资现金流	<b>-126</b>	<b>-19</b>	<b>-142</b>	<b>-185</b>	<b>-185</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>165</b>	<b>199</b>	<b>97</b>	<b>-21</b>	<b>160</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 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

<b>北京</b>	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
<b>上海</b>	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
<b>深圳</b>	<b>史月琳 销售经理</b>
	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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>