

前三季度利润同比下滑, 拟实施员工持股计划

投资要点

- **事件:** 公司公布2018年三季度报, 前三季度实现营业收入8.08亿元, 同比减少13.78%; 实现归母净利润1.91亿元, 同比减少9.63%; 实现归母扣非净利润7502.41万元, 同比减少61.26%。
公司公告称: 拟实施第二期员工持股计划, 参加人员总人数预计不超过3000人, 设立资金总额不超过2亿元。
- **18年前三季度利润同比下滑, 财务费用大幅增长。** 公司发布公告称, 2018年前三季度实现营收8.08亿元, 同比减少13.78%; 实现归母净利润1.91亿元, 同比减少9.63%, 均较上年有所下滑。业绩下滑主要原因在于学车人口有所下降, 公司北京、云南、荆州等地学员规模均有所下滑, 使得业绩同比下降; 且公司2018年前三季度产生财务费用1882.86亿元, 同比大幅增长136.54%, 一定程度拖累公司的业绩。公司是全国驾培龙头, 当前正处于快速发展时期, 银行借款增加使得财务费用大幅增长, 预计19年武汉、淄博、重庆等校区将投入运营, 公司盈利能力将有所改善。
- **拟实施员工持股计划, 资金总额不超过2亿元:** 公司公告称拟实施第二期员工持股计划, 此次参加人员范围为公司董事、监事、高级管理人员、公司及下属公司的核心及骨干员工, 总人数预计不超过3000人, 每人按2000股对应的份额认购, 涉及的标的股票数量约为1709万股, 约占公司总股本2.91%, 设立资金总额不超过2亿元。我们认为, 此次员工持股计划设立时点较好, 且利于进一步完善公司长期、有效的激励约束机制, 预计将更好的为公司储备管理人才, 促进公司未来业务开展。
- **控股子公司获大额补贴, 预计将增厚公司业绩:** 公司10月10日发布公告, 控股子公司晋中东方时尚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2.76亿元, 用于支持公司投资建设的榆次东方时尚汽车文化小镇项目。该笔资金将计入公司递延收益, 并按照项目三年建设期分摊, 预计将为公司未来业绩产生积极作用。该项目计划投资约11亿元, 预计将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综合性驾驶培训及汽车文化产业总部基地。我们认为, 该项目获得当地政府大力支持, 对于未来公司类似业务的开展具有一定示范作用。
- **盈利预测与评级:** 由于公司当前处于高速扩张时期, 财务费用增加使得前三季度业绩有所下滑, 低于我们此前预期, 我们下调此前业绩预测, 预计2018-2020年EPS分别为0.47元、0.59元、0.73元, 未来三年归母净利润将保持22%的复合增长率; 同时下调公司评级至“增持”。
- **风险提示:** 行业政策变动风险, 市场竞争加剧的风险, 异地扩张或不及预期的风险, 石家庄、荆州校区业绩增速或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1173.09	1287.64	1418.63	1562.27
增长率	1.53%	9.77%	10.17%	10.13%
归属母公司净利润(百万元)	234.95	275.17	347.74	429.95
增长率	-4.47%	17.12%	26.37%	23.64%
每股收益EPS(元)	0.40	0.47	0.59	0.73
净资产收益率ROE	10.14%	10.98%	12.45%	13.67%
PE	29	25	20	16
PB	3.91	3.46	3.01	2.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.88
流通A股(亿股)	1.65
52周内股价区间(元)	11.16-40.5
总市值(亿元)	68.03
总资产(亿元)	39.60
每股净资产(元)	3.02

相关研究

1. 东方时尚(603377): 异地扩张初见成效, 收入结构有望优化 (2018-06-24)
2. 东方时尚(603377): 三季度业绩符合预期, 驾培龙头剑指全国 (2017-10-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1173.09	1287.64	1418.63	1562.27	净利润	222.36	264.59	335.01	415.01
营业成本	543.29	638.66	652.92	667.74	折旧与摊销	150.38	147.73	147.73	147.73
营业税金及附加	11.25	10.30	10.64	11.72	财务费用	13.45	3.22	3.83	5.78
销售费用	39.72	42.49	45.40	48.43	资产减值损失	15.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	241.97	242.08	255.35	265.59	经营营运资本变动	251.60	66.47	10.19	19.72
财务费用	13.45	3.22	3.83	5.78	其他	-359.54	-15.00	-13.00	-16.00
资产减值损失	15.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	293.61	467.01	483.77	572.24
投资收益	20.50	15.00	15.00	15.00	资本支出	-606.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	369.85	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-236.78	15.00	15.00	15.00
营业利润	329.64	365.89	465.48	578.02	短期借款	51.93	-186.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.55	6.77	6.37	6.50	长期借款	110.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	335.19	372.66	471.85	584.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	112.83	108.07	136.84	169.51	支付股利	-126.00	-46.99	-55.03	-69.55
净利润	222.36	264.59	335.01	415.01	其他	106.60	-33.22	-3.83	-5.78
少数股东损益	-12.59	-10.58	-12.73	-14.94	筹资活动现金流净额	142.53	-266.21	-58.86	-75.33
归属母公司股东净利润	234.95	275.17	347.74	429.95	现金流量净额	199.37	215.80	439.90	511.91
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	705.44	921.24	1361.14	1873.05	成长能力				
应收和预付款项	57.58	42.35	48.83	54.91	销售收入增长率	1.53%	9.77%	10.17%	10.13%
存货	0.02	0.02	-1.98	-0.98	营业利润增长率	0.01%	11.00%	27.22%	24.18%
其他流动资产	214.61	235.57	259.53	285.81	净利润增长率	-5.94%	18.99%	26.62%	23.88%
长期股权投资	41.67	41.67	41.67	41.67	EBITDA 增长率	5.59%	4.74%	19.39%	18.55%
投资性房地产	6.75	6.75	6.75	6.75	获利能力				
固定资产和在建工程	617.51	567.35	517.18	467.02	毛利率	53.69%	50.40%	53.97%	57.26%
无形资产和开发支出	869.64	790.96	712.29	633.61	三费率	25.16%	22.35%	21.47%	20.47%
其他非流动资产	646.37	627.47	608.58	589.69	净利率	18.95%	20.55%	23.62%	26.56%
资产总计	3159.59	3233.38	3554.00	3951.54	ROE	10.14%	10.98%	12.45%	13.67%
短期借款	186.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.04%	8.18%	9.43%	10.50%
应付和预收款项	440.22	503.01	542.25	592.86	ROIC	15.75%	19.66%	28.30%	39.60%
长期借款	110.00	110.00	110.00	110.00	EBITDA/销售收入	42.07%	40.14%	43.50%	46.82%
其他负债	230.35	209.74	211.15	212.61	营运能力				
负债合计	966.56	822.75	863.39	915.47	总资产周转率	0.41	0.40	0.42	0.42
股本	420.00	420.00	420.00	420.00	固定资产周转率	2.14	2.33	2.82	3.45
资本公积	756.00	756.00	756.00	756.00	应收账款周转率	10523.28	12716.12	12042.57	12075.46
留存收益	563.16	791.34	1084.05	1444.45	存货周转率	54293.80	29337.42	27446.60	27451.44
归属母公司股东权益	1739.16	1967.34	2260.05	2620.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.67%	—	—	—
少数股东权益	453.87	443.29	430.56	415.62	资本结构				
股东权益合计	2193.03	2410.63	2690.61	3036.07	资产负债率	30.59%	25.45%	24.29%	23.17%
负债和股东权益合计	3159.59	3233.38	3554.00	3951.54	带息债务/总负债	30.62%	13.37%	12.74%	12.02%
					流动比率	1.38	2.12	2.75	3.36
					速动比率	1.38	2.12	2.75	3.36
					股利支付率	53.63%	17.08%	15.83%	16.18%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	493.47	516.84	617.05	731.53	每股收益	0.40	0.47	0.59	0.73
PE	28.96	24.72	19.56	15.82	每股净资产	2.96	3.35	3.84	4.46
PB	3.91	3.46	3.01	2.60	每股经营现金	0.50	0.79	0.82	0.97
PS	5.80	5.28	4.80	4.35	每股股利	0.21	0.08	0.09	0.12
EV/EBITDA	8.11	6.91	5.07	3.58					
股息率	1.85%	0.69%	0.81%	1.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn