

东方时尚 (603377.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.38 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



相关报告

1.《驾培龙头，管理&资源护城河显著，行业分散，标准化&集中度有望...》，2018.7.10

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

FY18 及 19Q1 点评：异地扩张持续推进，业绩略有承压，山东湖北新分校开业在即值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.559	0.380	0.410	0.464	0.514
每股净资产(元)	4.14	2.97	3.08	3.25	3.46
每股经营性现金流(元)	0.64	-0.47	0.49	0.62	0.70
市盈率(倍)	71.47	38.45	42.35	37.47	33.82
净利润增长率(%)	-4.47%	-4.97%	8.07%	13.04%	10.78%
净资产收益率(%)	13.51%	12.77%	13.31%	14.29%	14.85%
总股本(百万股)	420.00	588.00	588.00	588.00	588.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2019年4月18日，东方时尚发布2018年报及2019一季报。公司2018年实现营收10.51亿元，-10%YOY，归母净利润2.23亿元，-5%YOY，扣非归母净利润扣非1.29亿元，-40%YOY。2019Q1实现营收2.01亿元，-6%YOY，归母净利润0.29亿元，+108%YOY，扣非归母净利润0.05亿元，-55%YOY（非经常损益增加主要是计入当期损益的政府补助为0.35亿元）。利润减少的原因是北京疏散非首都功能政策、人口外迁（2017，2018年北京常住人口同比均有下降）等原因，公司在北京地区的市场占有率虽然持续增长，但招生人数有所下降，导致利润随营收规模下降而减少，另外其他地区的子公司前期投入大，目前尚未完全投入运营，导致利润下降。

经营分析

- 北京地区作为公司的主战场，相对较为稳定，其他分校相对存在波动。分地区来看，2018年北京/云南/石家庄/荆州营收占比分别为82%/9%/3%/6%，毛利率分别为58%/16%/-118%/49%。
- 构筑跨地区品牌价值，四地占有率有所提升。2016年至2018年，公司在北京的市场占有率分别为27.4%、30%和35%，在昆明的市场占有率分别为9.8%、9.2%和11.7%，在石家庄的市场占有率分别为2.1%、3.4%和3.8%。2017年至2018年，公司在荆州地区市场占有率分别为25.9%和37.4%。东方时尚在四地占有率均有提高，在各个地区的竞争力逐年增强。
- 两年内三个新项目有望投入运营。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，新项目的运营有望带来营业收入的显著提升。
- 投资建议：驾校是重资产高壁垒的行业，一旦形成竞争优势，较为稳固。现在驾校行业仍然非常分散，没有经过工业化、流程化的改造，东方时尚在服务质量、品牌形象、流程控制上具有明显优势，有望借助北京的成功经验进行异地扩张，山东淄博和湖北武汉项目预计19年5月和8月投入运营，未来持续多地扩张复制亦值得期待。我们预测公司2019-2020年归母净利润为2.41/2.79亿元，下调幅度分别为9%/12%，原因是对于北京市场增速的预测更为谨慎以及对于新项目盈利能力的预测更加保守，对应PE为42x/37x，维持增持评级，提高目标价至19元，看好新项目对收入端的贡献。
- 风险提示：新开办驾学盈利周期可能较长；北京驾培市场增速或将放缓等。

业绩简评

- 2019年4月18日，东方时尚发布2018年报及2019一季报。公司2018年实现营收10.51亿元，-10%YOY，归母净利润2.23亿元，-5%YOY，扣非归母净利润扣非1.29亿元，-40%YOY。2019Q1实现营收2.01亿元，-6%YOY，归母净利润0.29亿元，+108%YOY，扣非归母净利润0.05亿元，-55%YOY（非经常损益增加主要是计入当期损益的政府补助为0.35亿元）。利润减少的原因是北京疏散非首都功能政策、人口外迁（2017，2018年北京市常住人口同比均有下降）等原因，公司在北京地区的市场占有率虽然持续增长，但招生人数有所下降，导致公司利润随营业收入规模下降而减少，另外其他地区的子公司前期投入大，目前尚未完全投入运营，导致利润下降。

图表 1：非经常性损益项目

非经常性损益项目	FY2018	FY2017	yoy
非流动资产处置损益	0.63	0.01	6729%
计入当期损益的政府补助	0.77	0.06	1138%
委托他人投资或管理资产的损益	0.10	0.20	-52%
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	(0.06)	(0.01)	1154%
少数股东权益影响额	(0.18)	(0.01)	2542%
所得税影响额	(0.31)	(0.07)	367%
合计	0.94	0.19	381%

来源：公司公告，国金证券研究所

经营分析

- 公司异地扩张进程推进，业务地区多元化使得高盈利还未同步显现。公司原本已在北京地区取得较好声誉，其北京公司毛利率处于60%左右的高水平。为扩张其规模，公司分别以云南、石家庄和荆州等地为切入点。云南东方时尚成立于2011年，石家庄东方时尚成立于2013年，因其还未在当地经营较长时间，虽然依托原有招生经验和运营模式可以帮助其进行异地拓展，但是驾培行业的强地域性使其招生数还不及成熟期的水平，并且前期需要投入较大成本建设，故前期毛利很难达到原有成熟区域的高水平。所以公司毛利率和净利率受到一定影响。原有商业模式的复制仍需时间检验。
- 北京地区作为公司的主战场，相对较为稳定，其他分校相对存在波动。分地区来看，北京地区营业收入为8.57亿元，占总营业收入的82%，毛利率为58%。云南地区营业收入为0.99亿元，占总营业收入的9%，毛利率为16%。石家庄地区营业收入为0.28亿元，占总营业收入的3%，毛利率为-118%。荆州地区营业收入为0.61亿元，占总营业收入的6%，毛利率为49%。

图表 2：分地区经营情况

分地区	营业收入（亿元）	营收占比	毛利率（%）
北京	8.57	82%	58
云南	0.99	9%	16
石家庄	0.28	3%	-118
荆州	0.61	6%	49

来源：公司公告，国金证券研究所

- 构筑跨地区品牌价值，四地占有率有所提升。2016年至2018年，公司在北京的市场占有率分别为27.40%、29.96%和35%，在昆明的市场占有率分别为9.81%、9.18%和11.70%，在石家庄的市场占有率分别为2.12%、3.44%和3.79%。2017年至2018年，公司在荆州地区市场占有率分别为25.87%和37.35%。东方时尚在四地占有率均有提高，在各个地区的竞争力逐年增强。

图表 3：市占率变动

市占率	2016	2017	2018
北京	27.40%	29.96%	35%
昆明	9.81%	9.18%	11.70%
石家庄	2.12%	3.44%	3.79%
荆州		25.87%	37.35%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 两年内三个新项目有望投入运营。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，新项目的运营有望带来营业收入的显著提升。

图表 4：两年内预计有三个新项目投入运营

网点	运营进展
北京	运营中
云南	运营中
石家庄	运营中
湖北荆州	运营中
山东淄博	2019 年 5 月有望投入运营
湖北武汉	2019 年 8 月有望投入运营
重庆	2020 年 5 月有望投入运营

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司为拓宽招生范围，采取多元化招生渠道并行。主要采取以下四种招生渠道：①招生分部②签约客户服务中心③代办招生机构④网上报名通道。根据官方数据显示，截至 2018 年 12 月 31 日，招生分部在北京（不含总部报名中心）开设 24 家，在石家庄（不含报名中心）开设 15 家，在云南（不含报名中心）开设 15 家，在荆州开设 2 家。签约客户服务中心在北京开设 29 家，在石家庄开设 58 家，在云南开设 12 家，在荆州开设 1 家。代办招生机构在北京开设 22 家，在石家庄开设 9 家，在云南开设 33 家，在荆州开设 14 家。

图表 5：2018 年招生点分布情况

		截至 2018 年 12 月 31 日
招生分部	北京（不含总部报名中心）	24
	石家庄（不含报名中心）	15
	云南（不含报名中心）	15
	荆州	2
签约客户服务中心	北京	29
	石家庄	58
	云南	12
	荆州	1
代办招生机构	北京	22
	石家庄	9
	云南	33
	荆州	14

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 驾校是重资产高壁垒的行业，一旦形成竞争优势，较为稳固。现在驾校行业仍然非常分散，没有经过工业化、流程化的改造，东方时尚在服务质量、品牌形象、流程控制上具有明显优势，有望借助北京的成功经验进行异地扩张，山东淄博和湖北武汉项目预计 19 年 5 月和 8 月投入运营，未来持续多地扩张复制亦值得期待。我们预测公司 2019-2020 年归母净利润为 2.41/2.79 亿元，下调幅度分别为 9%/12%，原因是对于北京市场增速的预测更为谨慎以及对于新项目盈利能力的预测更加保守，对应 PE 为 42x/37x，维持增持评级，提高目标价至 19 元，看好新项目对收入端的贡献。

风险提示

- 新开办驾学的盈利周期可能较长。新开办的驾校在招生宣传、当地影响力等方面需要时间进行展开，并且前期投入成本较大，开办初期至发展成熟稳定的时间周期可能需要较长等待期。
- 北京的驾培市场增速或将放缓。北京在环保、交通等政策条件下驾培市场趋近增速较慢的阶段，公司在北京的业务提升可能受到影响。
- 驾培市场分散度较大，集中难度高于预期。公司在扩张过程中的规模提升受到行业竞争度的影响，高度竞争分散的环境可能使其扩张受限。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,155	1,173	1,051	1,087	1,188	1,299	货币资金	501	705	359	455	673	704
增长率		1.5%	-10.4%	3.4%	9.4%	9.3%	应收账款	2	44	193	200	218	238
主营业务成本	-547	-543	-536	-484	-528	-574	存货	0	0	761	770	824	880
%销售收入	47.3%	46.3%	51.0%	44.6%	44.4%	44.2%	其他流动资产	500	229	127	127	128	128
毛利	609	630	515	602	661	725	流动资产	1,003	978	1,440	1,551	1,843	1,951
%销售收入	52.7%	53.7%	49.0%	55.4%	55.6%	55.8%	%总资产	38.1%	30.9%	35.9%	36.6%	41.0%	42.7%
营业税金及附加	-17	-11	-14	-14	-15	-17	长期投资	25	54	74	75	74	74
%销售收入	1.5%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	561	618	1,201	1,272	1,266	1,261
营业费用	-39	-40	-49	-51	-56	-61	%总资产	21.3%	19.5%	29.9%	30.0%	28.2%	27.6%
%销售收入	3.4%	3.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	886	1,059	1,097	1,060	1,030	1,006
管理费用	-231	-242	-228	-217	-238	-253	非流动资产	1,627	2,182	2,571	2,684	2,647	2,618
%销售收入	20.0%	20.6%	21.7%	20.0%	20.0%	19.5%	%总资产	61.9%	69.1%	64.1%	63.4%	59.0%	57.3%
息税前利润 (EBIT)	322	337	223	320	352	394	资产总计	2,630	3,160	4,011	4,236	4,490	4,570
%销售收入	27.9%	28.7%	21.3%	29.4%	29.6%	30.3%	短期借款	137	216	630	836	916	785
财务费用	0	-13	-25	-50	-56	-52	应付款项	395	446	782	760	829	903
%销售收入	0.0%	1.1%	2.4%	4.6%	4.7%	4.0%	其他流动负债	61	48	49	46	50	55
资产减值损失	0	-15	-18	0	0	0	流动负债	593	710	1,461	1,642	1,796	1,742
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	110	150	150	150	150
投资收益	7	20	31	40	50	50	其他长期负债	144	147	334	310	310	310
%税前利润	2.1%	6.1%	9.7%	11.4%	12.6%	11.3%	负债	737	967	1,945	2,102	2,256	2,202
营业利润	330	330	255	309	345	392	普通股股东权益	1,630	1,739	1,748	1,813	1,909	2,035
营业利润率	28.5%	28.1%	24.2%	28.5%	29.1%	30.2%	少数股东权益	263	454	318	322	326	333
营业外收支	9	6	69	40	50	50	负债股东权益合计	2,630	3,160	4,011	4,236	4,490	4,570
税前利润	339	335	323	349	395	442	比率分析						
利润率	29.3%	28.6%	30.8%	32.2%	33.3%	34.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-102	-113	-97	-105	-119	-132	每股指标						
所得税率	30.2%	33.7%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.586	0.559	0.380	0.410	0.464	0.514
净利润	236	222	227	245	277	309	每股净资产	3.881	4.141	2.972	3.083	3.247	3.461
少数股东损益	-10	-13	3	3	4	7	每股经营现金净流	0.534	0.642	-0.474	0.487	0.620	0.704
归属于母公司的净利润	246	235	223	241	273	302	每股股利	1.200	1.200	1.200	0.300	0.300	0.300
净利率	21.3%	20.0%	21.2%	22.2%	23.0%	23.3%	回报率						
							净资产收益率	15.09%	13.51%	12.77%	13.31%	14.29%	14.85%
							总资产收益率	9.35%	7.44%	5.57%	5.70%	6.07%	6.61%
							投入资本收益率	11.00%	8.79%	5.49%	7.15%	7.44%	8.32%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-12.92%	1.53%	-10.41%	3.39%	9.36%	9.29%
							EBIT增长率	-27.51%	4.56%	-33.65%	42.98%	10.04%	11.96%
							净利润增长率	-25.27%	-4.47%	-4.97%	8.07%	13.04%	10.78%
							总资产增长率	57.21%	20.14%	26.94%	5.61%	6.01%	1.77%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							存货周转天数	#DIV/0!	0.0	258.9	580.0	570.0	560.0
							应付账款周转天数	7.8	9.5	82.4	170.0	170.0	170.0
							固定资产周转天数	163.4	180.0	183.3	184.3	169.8	156.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-19.22%	-17.30%	20.37%	24.88%	17.60%	9.75%
							EBIT利息保障倍数	-2,161.2	25.0	9.0	6.4	6.2	7.6
							资产负债率	28.01%	30.59%	48.49%	49.61%	50.24%	48.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	6
增持	0	0	1	2	4
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.40	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-10	增持	13.51	16.50~16.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH