

2021年04月13日

# Q1 扣非相较 19 年超预期，疫情后业绩弹性大

## 东方时尚(603377)

评级:	买入	股票代码:	603377
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	24.09/10.72
目标价格:		总市值(亿)	99.53
最新收盘价:	16.3	自由流通市值(亿)	99.53
		自由流通股数(百万)	610.63

### 事件概述:

公司预告 2021Q1 归母净利 3,000-4,000 万元，与上年同期相比增加约 7,500 万元到 8,500 万元，扣非后归母净利 410-1,410 万元，与上年同期相比增加约 6,500 万元至 7,500 万元，业绩超预期。

### 分析判断:

公司 2021Q1 归母净利同比 19Q1 增长 20%以上、扣非净利同比 19Q1 增长 60%以上，经营业绩明显改善，我们分析主要由于：(1) Q1 以消化 20 年订单学员为主；(2) 公司加强全员营销，即使在 20 年疫情期间市占率仍保持了提升，后续随着旺季到来、效果有望进一步显现、体现到新增报名；(3) 异地学校逐步扭亏，云南在 20 年已实现盈利，今年预计石家庄学校有望盈亏平衡；(4) 公司通过智能驾培体系降低了运营成本，提升了经营效率。

### 投资建议

2021 年我们关注公司疫情后的业绩弹性，以及航校订单的确认进度、VR 设备铺设带来的轻资产模式演变：(1) VR 有望带来成本下降，今年有望加大铺设力度；(2) 航校培训订单今年有望确认大部分；(3) 公司引入新高管、更换异地负责人、加强全员营销改革、以及激励改进等措施有望或注入新动力。维持 21/22/23 年 EPS 为 0.48/0.58/0.73 元，维持“买入”评级和目标价 24 元。

### 风险提示

新业务拓展不力风险、计提商誉减值的风险、大股东股权质押风险、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,114	848	1,508	1,704	1,924
YoY (%)	6.0%	-23.9%	77.8%	13.0%	12.9%
归母净利润(百万元)	244	161	291	351	444
YoY (%)	9.4%	-34.1%	80.9%	20.6%	26.4%
毛利率 (%)	51.5%	44.5%	51.4%	51.5%	52.1%
每股收益 (元)	0.40	0.26	0.48	0.58	0.73
ROE	13.8%	7.0%	6.2%	7.0%	8.1%
市盈率	38.52	58.42	32.30	26.79	21.19

资料来源：公司公告 华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	848	1,508	1,704	1,924	净利润	138	304	366	463
YoY (%)	-23.9%	77.8%	13.0%	12.9%	折旧和摊销	152	50	50	50
营业成本	470	732	826	921	营运资金变动	308	-108	105	106
营业税金及附加	9	17	20	19	经营活动现金流	651	205	479	567
销售费用	48	79	89	90	资本开支	-531	-212	-166	-116
管理费用	209	317	349	366	投资	-4	-20	-15	-15
财务费用	53	2	-24	-35	投资活动现金流	-493	-137	-84	-28
资产减值损失	-10	0	0	0	股权募资	44	141	0	0
投资收益	6	15	17	23	债务募资	943	-60	-80	-80
营业利润	105	360	448	577	筹资活动现金流	60	2,036	-99	-95
营业外收支	92	45	40	40	现金净流量	219	2,104	296	444
利润总额	198	405	488	617	<b>主要财务指标</b>				
所得税	60	101	122	154	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	138	304	366	463	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	161	291	351	444	营业收入增长率	-23.9%	77.8%	13.0%	12.9%
YoY (%)	-34.1%	80.9%	20.6%	26.4%	净利润增长率	-34.1%	80.9%	20.6%	26.4%
每股收益	0.26	0.48	0.58	0.73	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	44.5%	51.4%	51.5%	52.1%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	16.3%	20.1%	21.5%	24.1%	
货币资金	587	2,691	2,987	3,431	总资产收益率 ROA	3.5%	4.2%	4.7%	5.6%
预付款项	15	23	26	28	净资产收益率 ROE	7.0%	6.2%	7.0%	8.1%
存货	34	53	60	67	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	118	157	176	196	流动比率	0.41	1.68	1.81	2.01
流动资产合计	753	2,923	3,248	3,722	速动比率	0.38	1.64	1.76	1.96
长期股权投资	108	128	143	158	现金比率	0.32	1.55	1.66	1.85
固定资产	1,276	1,286	1,296	1,306	资产负债率	45.3%	28.8%	27.9%	26.8%
无形资产	790	790	790	790	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	3,913	4,063	4,158	4,203	总资产周转率	0.18	0.22	0.23	0.24
资产合计	4,666	6,986	7,406	7,925	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	486	426	346	266	每股收益	0.26	0.48	0.58	0.73
应付账款及票据	400	622	702	783	每股净资产	3.75	7.69	8.27	8.99
其他流动负债	956	693	746	802	每股经营现金流	1.07	0.34	0.78	0.93
流动负债合计	1,842	1,741	1,794	1,850	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	271	271	271	271	PE	58.42	32.30	26.79	21.19
非流动负债合计	271	271	271	271	PB	5.17	2.00	1.86	1.71
负债合计	2,113	2,012	2,065	2,121					
股本	611	752	752	752					
少数股东权益	265	277	292	311					
股东权益合计	2,553	4,974	5,341	5,803					
负债和股东权益合计	4,666	6,986	7,406	7,925					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师简介

**唐爽爽**：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

**何富丽**：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。