

证券研究报告

公司研究

公司点评

东方时尚 (603377. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 人服教育首席分析师
执业编号: S1500521080001
联系电话: 15201927096
邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩受 22Q4 招生及疫情爆发影响，招生稳步回暖

2023 年 4 月 28 日

事件: 23Q1, 公司实现收入 2.0 亿元、同减 18.1%, 实现归母净利润-2407.3 万元、同减 404.9%, 实现扣非后净利润-2903.9 万元、同减 628.9%。

点评:

- **22Q4 疫情爆发影响招生，影响延续至 23Q1。** 22 年 12 月~23 年 1 月新冠疫情爆发影响学员招生及现场培训，收入确认放缓，导致 23Q1 实现收入 2.0 亿元、同减 18.1%。
- **收入受影响而成本相对刚性，毛利率下滑。** 受疫情影响收入下滑，而成本端相对刚性，导致毛利率下滑，23Q1 公司毛利率同减 6.9pct 至 35.3%。
- **期间费用率提升。** 23Q1 年收入下滑，导致期间费用率提升，公司销售费用率同增 1.1pct 至 5.1%，管理费用率同增 7.7pct 至 33.1%，研发费用率同减 1.4pct 至 1.2%。
- **学员报名恢复良好。** 合同负债显著增长，截至 23 年 3 月末，公司合同负债达 5.0 亿元，相较 22 年 12 月末增加 0.7 亿元。23Q1 销售商品、提供劳务收到的现金达 2.7 亿元，较 22Q1 增长 2.3%，恢复至 19 年同期的 83.5%，可见学员报名恢复良好。
- **投资建议:** 23Q1 业绩受到 22Q4 招生，以及疫情爆发无法现场培训的影响。从全年维度来看，公司招生回暖，疫后复苏弹性大，且未来有望通过 VR+AI 实现轻资产全国扩张。飞行培训有望持续增厚业绩，并有望受益于航空疫后修复。我们维持 2023~25 年 EPS 为 0.32/0.39/0.46 元/股，当前股价对应 PE 为 24x/20x/17x，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 招生人数不及预期的风险，驾驶培训行业政策改革的风险，北京大兴校区训练道路减少的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,199	1,000	1,422	1,609	1,755
增长率 YoY %	41.3%	-16.6%	42.2%	13.1%	9.1%
归属母公司净利润(百万元)	152	-43	230	280	333
增长率 YoY%	-5.4%	-128.3%	632.6%	21.9%	18.9%
毛利率%	51.3%	42.2%	53.2%	54.6%	55.3%
净资产收益率ROE%	7.0%	-2.0%	9.8%	10.7%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.21	-0.06	0.32	0.39	0.46
市盈率 P/E(倍)	36.34	—	24.07	19.75	16.60
市净率 P/B(倍)	2.56	2.61	2.36	2.10	1.87

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	419	923	1,190	1,797	2,405	
货币资金	241	191	577	1,144	1,856	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	15	24	31	31	37	
预付账款	10	17	17	19	21	
存货	27	252	228	221	165	
其他	125	438	337	382	327	
非流动资产	4,338	4,153	4,364	4,234	4,132	
长期股权投资	106	105	103	102	100	
固定资产	1,782	1,636	2,045	2,111	2,133	
无形资产	771	762	748	737	724	
其他	1,679	1,649	1,467	1,284	1,174	
资产总计	4,757	5,075	5,554	6,031	6,537	
流动负债	1,536	1,743	1,992	2,188	2,358	
短期借款	313	385	485	535	585	
应付票据	0	61	58	60	67	
应付账款	348	276	331	403	464	
其他	875	1,022	1,118	1,191	1,243	
非流动负债	795	964	959	954	949	
长期借款	99	341	341	341	341	
其他	696	623	618	613	608	
负债合计	2,331	2,707	2,951	3,142	3,307	
少数股东权益	264	249	253	259	266	
归属母公司 负债和股东权益	2,163	2,120	2,350	2,630	2,963	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,199	1,000	1,422	1,609	1,755	
同比 (%)	41.3%	-16.6%	42.2%	13.1%	9.1%	
归属母公司净利润	152	-43	230	280	333	
同比	-5.4%	-	632.6%	21.9%	18.9%	
毛利率 (%)	51.3%	42.2%	53.2%	54.6%	55.3%	
ROE%	7.0%	-2.0%	9.8%	10.7%	11.3%	
EPS (摊薄)(元)	0.21	-0.06	0.32	0.39	0.46	
P/E	36.34	—	24.07	19.75	16.60	
P/B	2.56	2.61	2.36	2.10	1.87	
EV/EBITDA	13.82	15.96	10.13	7.93	6.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,199	1,000	1,422	1,609	1,755	
营业成本	584	578	665	731	784	
营业税金及	14	12	17	19	19	
销售费用	59	55	64	65	65	
管理费用	255	257	310	336	357	
研发费用	32	20	22	24	25	
财务费用	53	84	82	89	91	
减值损失合	-6	-30	0	0	0	
投资净收益	-3	2	2	10	11	
其他	8	13	22	25	29	
营业利润	201	-21	286	381	454	
营业外收支	15	-2	0	0	0	
利润总额	216	-23	286	381	454	
所得税	67	34	52	95	113	
净利润	149	-57	235	286	340	
少数股东损	-3	-13	5	6	7	
归属母公司	152	-43	230	280	333	
EBITDA	508	362	631	740	833	
EPS (当年)	0.21	-0.07	0.32	0.39	0.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	449	156	847	755	952	
净利润	149	-57	235	286	340	
折旧摊销	234	279	264	280	299	
财务费用	50	76	84	93	100	
投资损失	3	-2	-2	-10	-11	
营运资金变	-3	-175	267	107	224	
其它	17	34	0	0	0	
投资活动现金流	-482	-320	-474	-139	-185	
资本支出	-472	-332	-358	-85	-105	
长期投资	-10	10	-7	-7	-7	
其他	0	2	-109	-47	-73	
筹资活动现金流	-312	94	11	-48	-55	
吸收投资	3	4	0	0	0	
借款	458	964	100	50	50	
支付利息或股息	-97	-64	-84	-93	-100	
现金流净增加额	-346	-70	385	568	712	

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。