

2021年04月10日

Q4 扣非净利转正，看好疫情后业绩弹性

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:	24	总市值(亿)	94.10
最新收盘价:	15.41	自由流通市值(亿)	94.10
		自由流通股数(百万)	610.63

事件概述:

公司2020年收入/归母净利/扣非净利分别为8.48/1.61/0.10亿元、同比下降23.88%/34.07%/93.05%，净利好于预期；净利增速高于扣非净利增速主要由于政府补助同比增长29%至1.53亿元、以及非流动资产损益同比增长2514%至0.15亿元；此外，公司经营性现金流净额/净利为404%。20Q4单季收入/归母净利/扣非净利分别为2.65/0.78/0.32亿元，同比增长2.25%/46.59%/777.11%，单季收入延续Q3转正趋势、单季扣非净利增速转正。

2020年每股派发现金红利0.085元(含税)，并拟每10股转增股本2股。

分析判断:

收入分拆：(1)分行业：2020年驾驶培训行业/零售行业/代理服务行业/租赁业/其他收入分别为7.92/0.22/0.12/0.09/0.03亿元、同比增长-25%/-42%/254%/67%/48%；其中驾驶培训/飞行培训收入分别为7.77/0.15亿元、同比增长-26%/513%。公司2020年8月开始飞行员训练，目前通航飞行员培训在手订单达3.6亿，除飞行培训业务外，通航的飞机代理服务、租赁服务以及餐饮服务已逐步打开市场、实现较快增长，2020年通航业务板块经营业绩微亏、已接近盈亏平衡，这是公司所有子公司最快实现盈亏平衡的一次。零售行业收入大幅下降主要是飞行销售受到全球性疫情的影响。(2)分地区：2020年北京/山东/石家庄/荆州/云南收入分别为6.28/0.75/0.26/0.39/0.7亿元、同比增长-27%/33%/-23%/-43%/-23%。北京地区表现好于行业、尽管下降、但市占率有所提升；山东公司2019年下半年开业、尚处于培育期。

2020年毛利率同比下降13.56PCT至44.55%，其中驾驶培训/飞行培训毛利率分别为46%/14%、同比提升7/321PCT，零售/代理服务行业毛利率受关税等因素影响同比下降19/24pct至0.85%/42.65%；分地区看，北京/山东/石家庄/荆州/云南毛利率分别为58%/-9%/-74%/21%/37%、同比提升-4/3/-23/-35/14PCT，云南/石家庄/山东/荆州净利分别为0.001/-0.18/-0.78/-0.09亿元，云南盈利能力大幅改善、成为首次实现盈利的异地子公司；石家庄减亏、荆州由盈利变为亏损。

2020年净利率同比下降28.71PCT至16.29%，主要由于毛利率下降以及费用率提升。2020年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.70%/24.65%/1.86%/6.20%、同比提升0.58/4.30/-0.78/2.43PCT。费用率上升主要由于收入大幅下降，销售费用、管理费用、研发费用均同比下降，其中研发费用因为研发项目后延大幅下降。

2020年经营现金流为6.51亿元、同比增长36.26%，主要由于其他应收款大幅减少84%至0.25亿元(剥离晋中置业收回前期往来借款以及收回荆州业绩补偿收益)、存货减少96%至0.34亿元(剥离晋中置业公司后开发成本大幅减少)、以及应付账款同比增长76%至3.82亿元(应付工程款及设备款增加)。

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年EPS为0.48/0.58元，新增23年EPS为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：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyuh@hx168.com.cn

SAC NO:

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	主要财务指标				
所得税	60	101	122	154	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	138	304	366	463	成长能力				
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	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	44.5%	51.4%	51.5%	52.1%
货币资金	587	2,691	2,987	3,431	净利率	16.3%	20.1%	21.5%	24.1%
预付款项	15	23	26	28	总资产收益率 ROA	3.5%	4.2%	4.7%	5.6%
存货	34	53	60	67	净资产收益率 ROE	7.0%	6.2%	7.0%	8.1%
其他流动资产	118	157	176	196	偿债能力				
流动资产合计	753	2,923	3,248	3,722	流动比率	0.41	1.68	1.81	2.01
长期股权投资	108	128	143	158	速动比率	0.38	1.64	1.76	1.96
固定资产	1,276	1,286	1,296	1,306	现金比率	0.32	1.55	1.66	1.85
无形资产	790	790	790	790	资产负债率	45.3%	28.8%	27.9%	26.8%
非流动资产合计	3,913	4,063	4,158	4,203	经营效率				
资产合计	4,666	6,986	7,406	7,925	总资产周转率	0.18	0.22	0.23	0.24
短期借款	486	426	346	266	每股指标 (元)				
应付账款及票据	400	622	702	783	每股收益	0.26	0.48	0.58	0.73
其他流动负债	956	693	746	802	每股净资产	3.75	7.69	8.27	8.99
流动负债合计	1,842	1,741	1,794	1,850	每股经营现金流	1.07	0.34	0.78	0.93
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	271	271	271	271	估值分析				
非流动负债合计	271	271	271	271	PE	58.42	32.30	26.79	21.19
负债合计	2,113	2,012	2,065	2,121	PB	5.17	2.00	1.86	1.71
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

分析师与研究助理简介

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，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。