

2023年04月23日

推出四期员工持股计划，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:	8.50/5.06
目标价格:		总市值(亿)	53.98
最新收盘价:	7.49	自由流通市值(亿)	53.98
		自由流通股数(亿)	7.21

事件概述:

2022年公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为10.00/-0.43/-0.53/1.56亿元，同比增长-16.55%/-128.35%/-139.30%/-65.23%，经营性现金流高于净利主要由于预收学费；22Q4收入/归母净利/扣非净利分别为1.72/-0.77/-0.80亿元，同比增长-35%/亏损/亏损。

公司于2023年4月公告第四期员工持股计划(草案)，总人数不超过300人，拟筹集资金总额上限为1亿元。其中，公司的董事、监事、高管占本期员工持股计划的30%，其他员工占本期员工持股计划的70%。截至2022年1月19日，公司回购成本范围为9.77-15.08元。

分析判断:

飞行培训未受疫情影响。收入分拆：(1)分行业：2022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9.31/0.19/0.01/0.08/0.12亿元、同比增长-17%/-49%/-88%/11%/54%；驾驶培训中汽车/飞行培训收入分别为7.83/1.48亿元、同比增长-25%/90%。(2)分地区：2022年北京/河南/山东/石家庄/荆州/云南收入分别为6.44/1.59/0.34/0.21/0.45/0.65亿元、同比增长-20%/7911%/-78%/-28%/-41%/-39%。河南收入成本大幅度上升，同时山东大幅度减少，主要由于东方时尚通用航空股份有限公司的经营场所由山东迁到河南；荆州、云南收入下降幅度较大，主要由于学员未能到校学习影响。

云南、荆州学校由盈转亏，航校盈利能力大幅改善。(1)2022年毛利率同比下降9.04PCT至42.24%，其中驾驶培训/飞行培训毛利率分别为42.74%/43.33%、同比提升-10/0PCT，零售/代理服务行业毛利率同比下降4.71/16.70pct至13.16%/78.89%；(2)分地区看，北京/河南/山东/石家庄/荆州/云南毛利率分别为53%/40%/-47%/-49%/29%/20%、同比提升-9/964/-76/-17/-17/-17PCT，云南/石家庄/山东/荆州/航校净利分别为-0.14/-0.27/-0.50/-0.07/0.30亿元，同比亏损/亏损/亏损/亏损/115%。VR子公司收入和净利分别为1908万/361万元。(3)2022年净利率同比下降18.07PCT至-5.65%。2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.50%/25.70%/2.00%/8.40%、同比提升0.58/4.43/-0.67/3.98PCT。销售费用下降主要由于公司减少了广告费及宣传推广费的支出；管理费用上升主要由于湖北东方时尚驾驶培训有限公司在建工程转固，固定资产增幅较大；财务费用大幅提升主要由于公司债权融资规模扩大导致利息费用增加；研发费用下降主要由于部分研发项目结项，当期研发费用支出减少。资产减值损失计提3000万元，主要为商誉减值损失。

投资建议

我们分析，(1)公司目前民航飞行员培训在手订单约2.47亿元，在手订单充裕；(2)主业疫后有望迎来复苏，疫后消课有望加大，且行业有望进一步出清；(3)公司未来成长在于VR设备铺设，今年有望加大铺设力度；(4)根据公告，未来公司也将向汽车消费综合服务行业的其他子行业拓展业务，如整车销售、汽车租赁、定制保险、汽车维修、汽车美容、汽车检测、汽车金融等，扩张公司的利润空间。下调23年收入预测18.56亿元至15.27亿元、新增24/25年收入预测为18.91/22.98亿元，对应调整23年归母净利预测4.26亿元至2.35亿元、新增24/25年归母净利预测为3.11/3.86亿元，对应调整23年EPS预测0.59元至0.33元、新增24/25年EPS预测为0.43/0.54元，2023年4月21日收盘价7.49元对应PE分别为23/17/14X，维持“买入”评级。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,199	1,000	1,527	1,891	2,298
YoY (%)	41.3%	-16.6%	52.7%	23.8%	21.5%
归母净利润(百万元)	152	-43	235	311	386
YoY (%)	-5.4%	-128.3%	644.3%	32.2%	24.3%
毛利率 (%)	51.3%	42.2%	48.5%	50.3%	50.9%
每股收益 (元)	0.21	-0.06	0.33	0.43	0.54
ROE	7.0%	-2.0%	10.0%	6.7%	7.7%
市盈率	35.44	-125.01	22.97	17.38	13.99

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,000	1,527	1,891	2,298	净利润	-57	235	315	386
YoY (%)	-16.6%	52.7%	23.8%	21.5%	折旧和摊销	279	75	75	75
营业成本	578	787	940	1,129	营运资金变动	-175	-96	-65	-65
营业税金及附加	12	3	23	27	经营活动现金流	156	223	324	394
销售费用	55	92	110	133	资本开支	-332	-160	-160	-160
管理费用	257	382	480	604	投资	10	-25	-15	-15
财务费用	84	21	18	12	投资活动现金流	-320	-97	-86	-84
资产减值损失	-30	0	0	0	股权募资	4	0	0	0
投资收益	2	8	9	11	债务募资	964	-60	-80	-80
营业利润	-21	235	311	386	筹资活动现金流	94	-77	1,883	-90
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-70	49	163	208
利润总额	-23	235	311	386					
所得税	34	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-57	235	311	386	成长能力				
归属于母公司净利润	-43	235	311	386	营业收入增长率	-16.6%	52.7%	23.8%	21.5%
YoY (%)	-128.3%	644.3%	32.2%	24.3%	净利润增长率	-128.3%	644.3%	32.2%	24.3%
每股收益	-0.06	0.33	0.43	0.52	盈利能力				
					毛利率	42.2%	48.5%	50.3%	50.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润率	-5.7%	15.4%	16.4%	16.8%
货币资金	191	240	403	611	总资产收益率 ROA	-0.9%	4.6%	4.2%	4.9%
预付款项	17	24	28	34	净资产收益率 ROE	-2.0%	10.0%	6.7%	7.7%
存货	252	344	411	493	偿债能力				
其他流动资产	462	666	810	970	流动比率	0.53	0.52	1.96	2.12
流动资产合计	923	783	3,071	3,540	速动比率	0.37	0.28	1.68	1.80
长期股权投资	105	130	145	160	现金比率	0.11	0.16	1.16	1.22
固定资产	1,636	1,646	1,656	1,666	资产负债率	53.3%	48.6%	34.1%	33.3%
无形资产	762	738	713	689	经营效率				
非流动资产合计	4,153	4,283	4,354	4,374	总资产周转率	0.20	0.30	0.25	0.29
资产合计	5,075	5,066	7,424	7,914	每股指标 (元)				
短期借款	385	325	245	165	每股收益	-0.06	0.33	0.43	0.54
应付账款及票据	337	459	548	658	每股净资产	2.94	3.27	6.44	6.98
其他流动负债	1,022	716	777	850	每股经营现金流	0.22	0.31	0.45	0.55
流动负债合计	1,743	1,499	1,570	1,673	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	341	341	341	341	估值分析				
其他长期负债	623	623	623	623	PE	-125.01	22.97	17.38	13.99
非流动负债合计	964	964	964	964	PB	2.19	2.29	1.16	1.07
负债合计	2,707	2,463	2,534	2,637					
股本	721	721	721	721					
少数股东权益	249	249	249	249					
股东权益合计	2,368	2,603	4,890	5,276					
负债和股东权益合计	5,075	5,066	7,424	7,914					

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。