



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

品牌化定义驾培标准，VR 重塑商业模式

——东方时尚 (603377.SH) 深度报告

买入 (首次)

行业: 社会服务
日期: 2023年03月23日

分析师: 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com

SAC 编号: S0870522020001

分析师: 彭毅
Tel: 021-53686136

E-mail: pengyi@shzq.com

SAC 编号: S0870521100001

联系人: 翟宁馨
Tel: 021-53686140

E-mail: zhainingxin@shzq.com

SAC 编号: S0870121110007

■ 投资摘要

公司系国内领先的驾培企业，依托主营业务优势布局“全周期”汽车综合服务，探索科技赋能下业务新模式。公司借助在驾培服务行业的经验和优势积极向汽车消费综合服务行业的其他子行业拓展业务。2021年公司开创“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾驶培训模式，率先引领驾培行业转型升级，截至2021年底，已有超过30万名学员通过智慧驾驶培训的方式顺利取得了驾驶证。

驾培行业市场规模庞大，驾驶培训企业众多并现散乱格局，优质品牌驾校有望实现破局获得品牌溢价。我国已全面跨入汽车社会，交通出行结构发生根本性变化，汽车驾驶人结构中新驾驶人数量大幅增加。根据公安部数据，截至2022年11月底，3年以内驾龄的驾驶人达1.03亿人，占比达20.6%；25岁以下低年龄驾驶人达5448万人，占比达10.9%。尽管疫情影响了驾培行业市场，但是驾培刚性需求无法消失而是延后释放。公司以北京市场作为基本盘，加大全国布局力度，抢占市场先机，打造卓越品牌，有望实现业绩增长。根据公司年报披露，2016-2018年公司的北京市场占有率分别是27.40%、29.96%和35%；同期公司在昆明的市场占有率分别为9.81%/9.18%/11.70%，在石家庄的市场占有率分别是2.12%/3.44%/3.79%。

公司率先开拓“智能驾培模式”和“绿色驾培模式”，引领行业发展潮流，形成独树一帜的竞争优势。公司打造“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾驶培训模式，做到了学车全程智能化、场景化、标准化。公司和北京千种幻影公司在VR汽车驾驶模拟器方面达成合作，已经实现了对所有经营区域的驾培体系智能化，截至2022年6月，已在北京、云南昆明、河北石家庄、湖北荆州、山东淄博、内蒙古铺设了超过1000台VR模拟器和近1000台智能车。公司持续推进绿色驾培模式，扩大新能源车辆的投入。公司2022年中报显示，公司自建了1046个充电桩，园内充电桩数量和电容量规模均位居全国单体场站之最。

我们认为公司收入端具备弹性空间，成本端优化明显，同时业务模式具有较大的经营杠杆（摊销成本刚性），公司利润端表现值得期待。

1、收入端具备弹性空间：（1）疫后复苏带动驾培收入恢复；（2）品牌化输出高质驾培服务，公司市场集中度有望持续提升；（3）“VR+驾培”输出新型商业模式（京外驾校输出品牌及VR内容，“重资产”变“轻资产”，“竞争对手”变“合作共赢”）

2、成本端大优化：（1）显著提高“人效比”：20学时VR教学、8-12学时AI培训，“3人2车”变“1人6车”，显著降低人工成本；（2）显著降低油耗成本：公司推进燃油车向新能源车转型，根据华尔街见闻计算的行业单公里成本，单公里油耗0.71-0.92元有望大幅降低为单公里电耗0.22-0.24元。

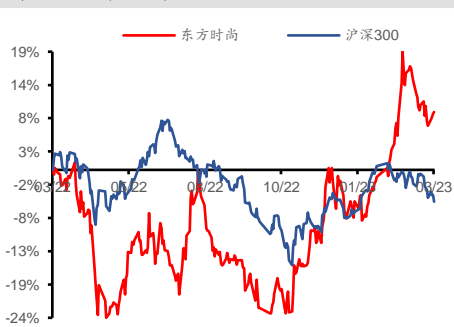
3、拥有核心资产（固定资产），具备经营杠杆。

■ 投资建议

基本数据

最新收盘价 (元)	7.42
12mth A 股价格区间 (元)	5.14-8.09
总股本 (百万股)	720.74
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	53.48

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

公司深耕行业28年，从“北京最后成立的一所驾校”成长为北京地区首屈一指的驾培机构，地区占有率超过30%，同时大力建设智能驾培体系，为行业发展探索新方向，率先实现品牌化和智能化转型。受疫情影响公司收入端承压明显，随着疫情防控措施优化调整，公司有望实现业绩反弹。我们预计2022-2024年公司实现归母净利润-3600万元（yoy-123.5%）、2.03亿元（yoy+667.8%）、2.65亿元（yoy+30.3%），对应EPS分别为-0.05元、0.28元、0.37元，当前股价对应估值-148倍、26倍、20倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

疫情反复的风险、宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险、全国市场拓展不及预期风险、智能驾培业务发展不及预期风险、驾培政策变动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1199	992	1532	1854
年增长率	41.3%	-17.2%	54.4%	21.1%
归母净利润	152	-36	203	265
年增长率	-5.4%	-123.5%	667.8%	30.3%
每股收益（元）	0.21	-0.05	0.28	0.37
市盈率（X）	35.11	—	26.30	20.19
市净率（X）	2.47	2.51	2.29	2.06

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年03月16日收盘价）

目 录

1 东方时尚：驾培行业龙头，全方位布局驾培业务	4
1.1 深耕驾培行业十余载，高品质服务稳居行业龙头.....	4
1.2 驾培行业市场占有率领先，科技赋能不断开拓增长新模式.....	4
1.3 公司股权结构集中稳定，管理层行业经验丰富.....	5
1.4 疫情影响收入端出现波动，业绩弹性大有望触底反弹.....	7
2 消费复苏下驾培行业有望恢复，公司基本盘稳固有望率先破局	10
2.1 驾培行业：驾驶人数量持续增长，驾培需求延后释放....	10
2.2 公司优势：基本盘稳固，北京地区行业龙头.....	12
2.3 全国布局：抢占市场先机，打造卓越品牌.....	13
3 智能驾培助力降本增效，绿色驾培促进健康成长	15
3.1 驾培智能化趋势初现，公司率先开展引领行业发展.....	15
3.2 绿色驾培响应碳中和，新能源转型促进公司健康成长....	17
4 盈利预测	18
5 风险提示：	22

图

图 1：东方时尚股权结构图（截至 2023 年 1 月 20 日）.....	6
图 2：2017-2022 年前三季度营业收入及同比.....	7
图 3：2017-2022 年前三季度归母净利润及同比.....	7
图 4：2020Q1-2022Q3 单季营业收入及同比增长率.....	8
图 5：2020Q1-2022Q3 单季归母净利润及同比增长率.....	9
图 6：2017-2022 年前三季度销售毛利率和销售净利率.....	9
图 7：公司历年分地区营业收入（亿元）.....	10
图 8：公司历年分地区营业收入占比.....	10
图 9：2014-2022 年中国新注册登记机动车数量和机动车保有量.....	11
图 10：2014-2022 年中国机动车驾驶人数量和增长率.....	11
图 11：2014-2022 年中国新领证驾驶人和汽车驾驶人数量.....	11
图 12：北京市交通安全宣传教育基地.....	13
图 13：2009-2019 年驾校单车培训量情况.....	14
图 14：Driving Master 智能驾驶培训模拟器.....	15
图 15：东方时尚 VR 教学.....	16
图 16：东方时尚智能教练车.....	17
图 17：东方时尚电动车及充电桩.....	18

表

表 1：公司高管履历.....	7
表 2：公司分业务业绩拆分.....	21

1 东方时尚：驾培行业龙头，全方位布局驾培业务

1.1 深耕驾培行业十余载，高品质服务稳居行业龙头

公司系国内领先的驾培企业，致力提供高品质标准化驾培培训服务。东方时尚驾驶学校股份有限公司注册成立于 2005 年，由时空新领域与徐雄出资设立。2007 年，徐雄收购时空新领域所持有的东方时尚股权，东方时尚成为一人有限责任公司。2011 年 6 月，公司整体变更设立股份有限公司。作为驾驶员培训行业的唯一企业代表，公司参与交通运输部 2013 年 1 月出版的机动车驾培培训教材的编写。2013 年 8 月，公安部道路交通安全研究中心与公司建立战略合作关系，联合建立机动车驾驶人考试实验基地。2016 年 2 月，公司在上海证券交易所主板成功上市。此后通过三年的潜心布局，于 2019 年开始运营航空培训业务，并于 2021 年在此业务上实现盈利。2021 年开创“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾培培训模式，率先引领驾培行业转型升级，截至 2021 年底，已有超过 30 万名学员通过智慧驾培培训的方式顺利取得了驾驶证。

1.2 驾培行业市场占有率领先，科技赋能不断开拓增长新模式

公司系驾培行业龙头，市场占有率保持领先。公司深耕驾培行业 28 年，坚持把向社会输送合格的驾驶人才作为己任。公司不断提高自身核心竞争力，打造优质品牌，构建社会影响力，加速全国市场布局扩大领先优势，打造智能驾培模式引领行业发展方向，延伸业务范围构建全周期驾培企业。公司的业务范围主要包括机动车驾培培训、航空驾培培训和汽车综合服务。

机动车驾培培训：作为全国领先的驾培培训机构，公司拥有世界一流的训练场地及相关配套设施，已为社会培养了 230 余万驾驶员，拥有全车型培训能力。东方时尚是全国首批“残疾人驾驶汽车训练示范基地”，拥有外籍学员培训资质，被交通运输部职业资格中心认定为“交通运输行业机动车驾培教练员职业建设联系点”，曾多次参与部令及行业标准的制定，进行驾培培训与考试政

策改革的先行先试。根据公司公告披露，截至 2021 年底，在驾驶培训服务行业拥有较高的市场占有率，在行业竞争中处于绝对领先地位。

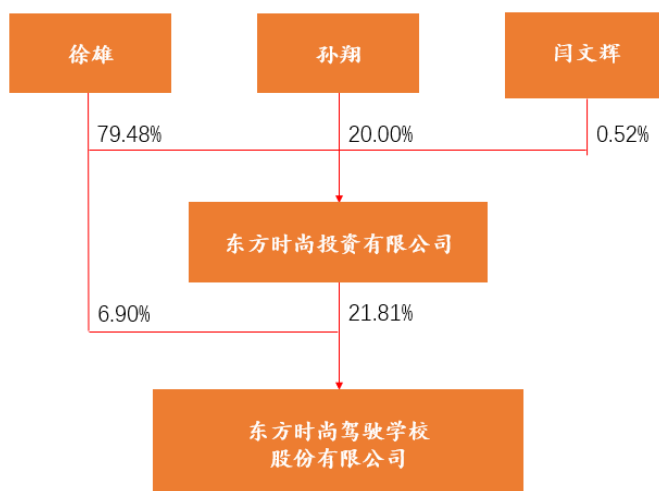
航空驾驶培训：公司开拓航空驾驶培训业务，通航业务有望成为新的利润增长点。公司自 2019 年起进军通航飞行员培训领域，截至 2022 年 6 月，公司在国内已拥有“德州平原机场”、“周口西华机场”、“商丘民权机场”（在建）、“北京石佛寺机场”四座通航机场，并在山东、河南建立三所航校，实现了“三校四场”的运行规模。公司全资子公司西华通用航空和控股子公司东方时尚通航具备 CCAR-91 部通航作业、CCAR-141 部飞行培训、CCAR-145 部航空器维修等资质，同时也是德事隆航空赛斯纳在中国单发飞机的授权销售代理以及授权服务中心。

汽车综合服务：依托主营业务优势布局“全周期”汽车综合服务，探索科技赋能下业务新模式。公司借助在驾培服务行业的经验和优势积极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，实现多元化协同发展。同时，公司积极推进 VR、人工智能等技术在驾培行业的应用，开展新能源智能训练车及全智能化驾驶培训的研究和产业化探索。建立和完善了“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾驶培训模式，截至 2022 年 6 月，已在北京、昆明、石家庄等地铺设了超 1000 台 VR 模拟器和近 1000 台智能车，实现了公司所有经营区域智能驾培体系全覆盖。

1.3 公司股权结构集中稳定，管理层行业经验丰富

公司股权结构稳定。截至 2023 年 1 月 20 日，东方时尚投资有限公司系公司第一大股东，持股比例为 21.81%。公司董事长徐雄先生通过个人及东方时尚投资持有公司 24.23%股份，为实际控制人，股权结构较为集中。

图 1：东方时尚股权结构图（截至 2023 年 1 月 20 日）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

管理层行业经验丰富，团队结构稳定。公司实控人徐雄先生具有北京大学高级工商管理硕士学位，深耕教育行业近 30 年，曾任京安艺校校长。公司董事、总经理闫文辉毕业于中共中央党校函授学院经济管理专业，是现任政协北京市大兴区第五届委员、政协北京市第十二届执行委员、工商联北京市第十一、十二届执行委员、中国道路运输协会汽车驾驶员工作委员会副主任，于东方时尚任职董事已超十年。公司董事、副总经理兼财务总监王红玉女士获财务管理专业高级专业级考评认证（国家职业资格一级），曾任京安艺校财务处主任，拥有丰富的财务经验。

表 1: 公司高管履历

姓名	职务	履历
徐雄	董事长	毕业于中共中央党校函授学院经济管理专业，北京大学EMBA。1992年至1995年任酒店用品供应中心经理，1995年至2005年任京安艺校校长，2005年至2011年，任东方时尚有限董事长，是本公司及东方时尚品牌的主要创始人。
闫文辉	董事,总经理	毕业于中共中央党校函授学院经济管理专业。1992年至1993年担任北京海虹涂料厂业务厂长，1993年至1995年担任北京辰天出租汽车公司经理，1995年至2005年担任京安艺校副校长，现任政协北京市大兴区第五届委员；政协北京市第十二届执行委员；工商联北京市第十一、十二届执行委员；中国道路运输协会汽车驾驶员工作委员会副主任；北京市机动车驾驶人培训行业协会副会长。
王红玉	董事,副总经理,财务总监,董秘	毕业于湖北广播电视大学，获财务管理专业高级专业级考评认证（国家职业资格一级）。1996年至2005年任京安艺校财务处主任，2006年至2011年任东方时尚有限副总经理。
杨骁腾	董事	毕业于英国格拉斯哥大学国际银行与金融专业，硕士研究生学历。曾任职于九合建投资有限公司，上海河东资产管理有限公司等公司。2018年1月至2021年5月，任北京大兴投资集团有限公司（原北京电子商务中心区投资有限公司）投资部总监；2021年5月至今任北商资本管理（北京）有限公司总经理；现任北京东土科技股份有限公司董事，东方时尚驾驶学校股份有限公司董事。
魏然	董事	首都经济贸易大学统计学专业，硕士研究生学历。2000年4月-2011年3月任第一创业证券有限公司业务董事、2011年4月-2013年3月任福田汽车投资公司运营总监，2013年4月至今，任北京汽车集团产业投资有限公司投资总监。
孙翔	董事	经济师，1995年至2003年在北京银行工作，2003年至2007年在中国民生银行工作。Eastern Pioneer Group LLC总经理;北京京安公益基金会理事长。

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 巨潮资讯网, 上海证券研究所

推进员工持股计划，完善长效激励机制。公司分别于 2017 年、2018 年先后实施第一期、第二期员工持股计划，参与该持股计划的员工全部为公司的核心员工。公司通过员工持股计划来绑定优秀人才，实现中长期发展，推进项目及人才梯队优化。

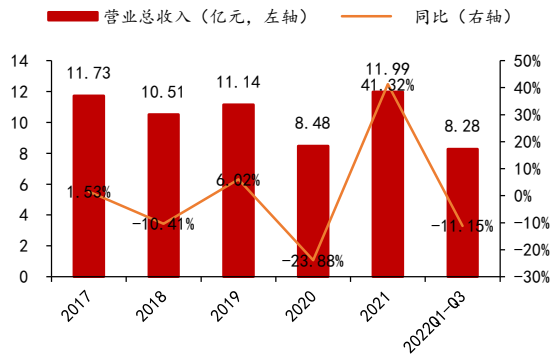
1.4 疫情影响收入端出现波动，业绩弹性大有望触底反弹

公司营业收入规模疫情前保持稳定，2020 年后受疫情影响出现波动。2017-2021 年及 2022 年前三季度实现营业总收入 11.73 亿元、10.51 亿元、11.14 亿元、8.48 亿元、11.99 亿元、8.28 亿元，分别同增 1.53%、-10.41%、6.02%、-23.88%、41.32%、-11.15%。公司近年来营业收入规模保持相对稳定，除 2020 年外均超过 10 亿。2020 年受新冠疫情影响，北京地区出现疫情反复情况，学车人数相对 2019 年大幅减少。2021 年公司营收大幅提高，主要系 2020 年驾培需求反弹所致。2022 年前三季度全国多地出现疫情反复，公司营收同比下滑。

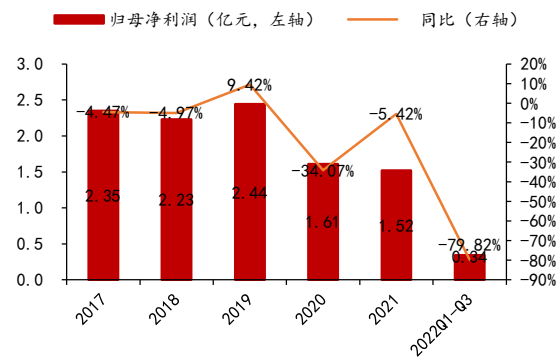
图 2: 2017-2022 年前三季度营业收入及同比

图 3: 2017-2022 年前三季度归母净利润及同比

请务必阅读尾页重要声明



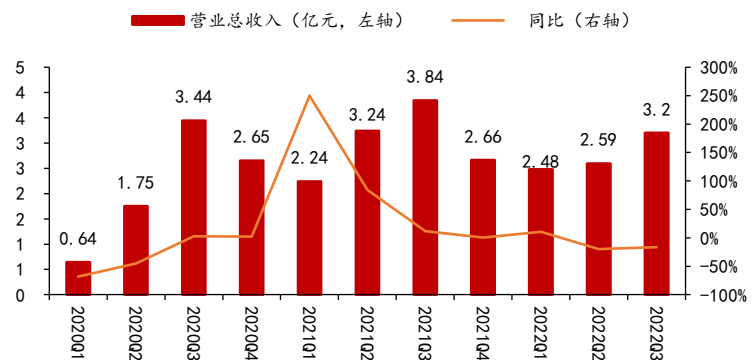
资料来源: Wind, 上海证券研究所



资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司归母净利润疫情前保持相对稳定,近年来大幅下滑主要系营业成本刚性和主营业务扩张影响。2017-2021年及2022年前三季度实现归母净利润2.35亿元、2.23亿元、2.44亿元、1.61亿元、1.52亿元、0.34亿元,分别同增-4.47%、-4.97%、9.42%、-34.07%、-5.42%、-79.82%。疫情前公司利润端保持相对稳定,疫情后大幅下降。公司营业收入受疫情影响较大,营业成本相对固定,难以及时随之调整。同时公司近年来由于业务板块的扩大以及生产设备设施的扩大,提高对房屋建筑、驾驶培训设备、电子设备等固定资产投入,折旧摊销规模较大。

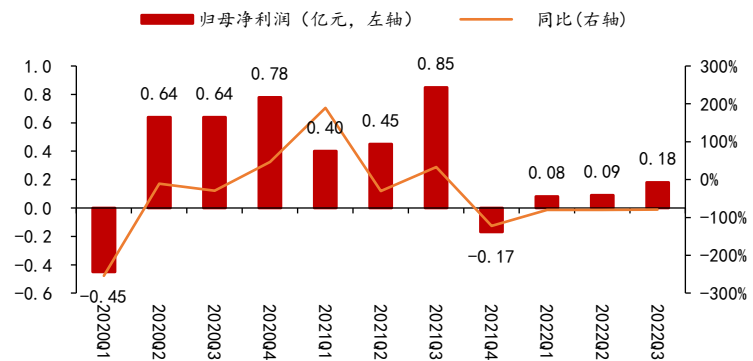
图 4: 2020Q1-2022Q3 单季营业收入及同比增长率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

分季度看,公司营业收入同比增速随疫情发展呈现先增长后下降趋势。2020年公司营业收入同比增速呈上升趋势并在2021年Q1达到峰值。人们参加驾驶培训的需求保持相对稳定,虽然受疫情影响被抑制,仍能延后释放。2021Q2-2022Q3公司营业收入同比增速下滑后保持低位运行,主要系疫情反复影响。我们认为,随着疫情防控措施优化调整,经济生产秩序正常,消费逐步复苏,公司有望实现新一轮营收增长。

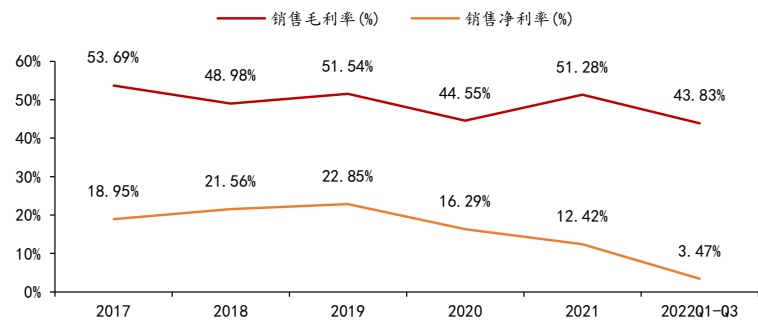
图 5：2020Q1-2022Q3 单季归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

利润端方面，虽然 2020Q1 和 2021Q4 净利润因疫情影响出现负增长，但是公司迅速进行应对调整，在行业整体承压的情况下实现多期净利润同比正增长。公司在近几年积极开拓新市场，大力建设智慧驾培体系，投入成效有望在将来实现。

图 6：2017-2022 年前三季度销售毛利率和销售净利率



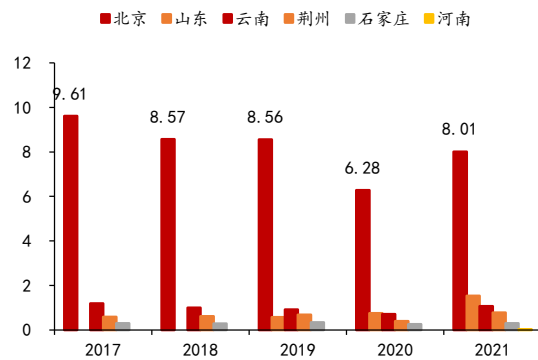
资料来源：Wind，上海证券研究所

公司毛利率保持相对稳定，阶段性降低主要系疫情所致。2017-2021 年及 2022 年前三季度公司毛利率分别为 53.69%、48.98%、51.54%、44.55%、51.28%、43.83%，分别同比提高 1.00pct、-4.71pct、2.56pct、-6.99pct、6.73pct、-7.45pct。公司传统驾驶培训业务最大的营业成本以人工成本为主，毛利率保持在 50% 左右，随着公司加大智能驾驶培训体系建设，毛利率有望提高。

公司净利率近年来下降幅度较大，系业务扩张及疫情影响。2017-2021 年及 2022 年前三季度公司净利率分别为 18.95%、21.56%、22.85%、16.29%、12.42%、3.47%，分别同比提高-1.51pct、2.61pct、1.29pct、-6.56pct、-3.87pct、-8.95pct。公司近年来净利率降幅较大，一方面是由于公司在重庆、武汉等地新建分公司但未能如期开业取得收入，另一方面是由于疫情影响下已营业地

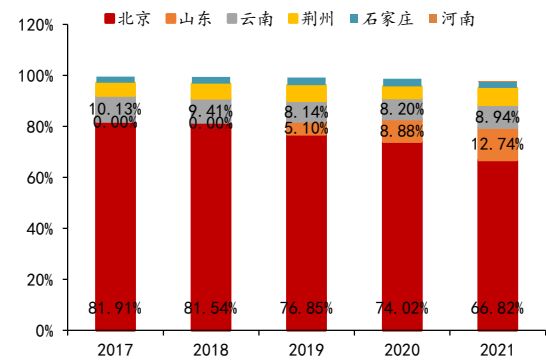
区业绩不及预期。

图 7：公司历年分地区营业收入（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司历年分地区营业收入占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

分地区看，北京地区贡献了公司营业收入主要部分，近年来新市场占比逐渐提升。公司系北京地区驾驶培训学校龙头，2016-2018年北京地区市场占有率分别为 27.40%/29.96%/35.00%。北京市场逐渐趋于饱和，学车人口基数保持相对稳定，公司北京地区营业收入构成业绩基本盘。公司近年来大力开拓全国市场，2016-2018年昆明市场占有率分别为 9.81%/9.18%/11.70%，石家庄市场占有率分别为 2.12%/3.44%/3.79%；2017-2018 年公司荆州地区市场占有率分别为 25.87%/37.35%。从收入占比来看，2017-2021 年公司北京地区营业收入占总营业收入比重分别为 81.91%、81.54%、76.85%、74.02%、66.82%，呈逐年下降趋势。京外市场营收贡献率逐步提升，公司全国布局初显成效。

2 消费复苏下驾培行业有望恢复，公司基本盘稳固

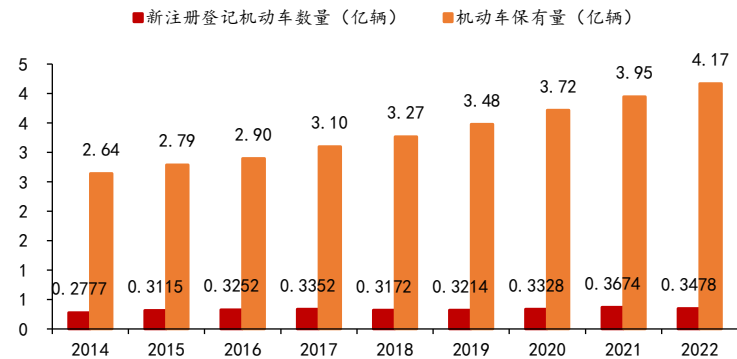
有望率先破局

2.1 驾培行业：驾驶人数量持续增长，驾培需求延后释放

我国已全面跨入汽车社会，交通出行结构发生根本性变化。1949 年至 2003 年，全国驾驶人数量达到 1 亿人用了 54 年；2003 年至 2014 年，全国驾驶人数量从 1 亿人增长到 3 亿人用了 11 年；2014 年以来，全国驾驶人数量突破 5 亿人仅用 8 年，年均增长 2500 万人，驾驶人总量位居世界第一。据公安部统计，截至 2022 年 11 月底，全国机动车驾驶人数量已经超过 5 亿人，其中汽车驾驶人达到 4.63 亿人；机动车保有量达 4.15 亿辆，其中汽车保有量达到 3.18 亿辆。汽车驾驶人结构中新驾驶人数量激增，3 年以内驾

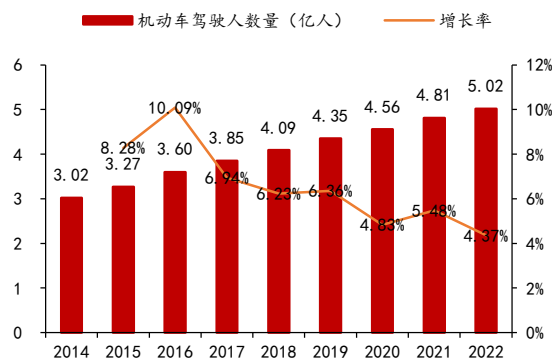
龄的驾驶人达 1.03 亿人，占比达 20.6%；25 岁以下低年龄驾驶人达 5448 万人，占比达 10.9%。

图 9：2014-2022 年中国新注册登记机动车数量和机动车保有量



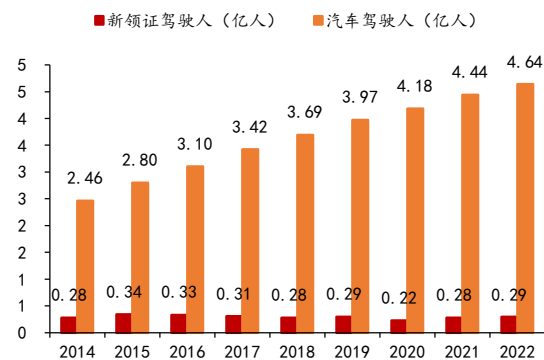
资料来源：《中国驾培行业发展报告（2022）》，人民网，上海证券研究所

图 10：2014-2022 年中国机动车驾驶人数量和增长率



资料来源：《中国驾培行业发展报告（2022）》，人民网，上海证券研究所

图 11：2014-2022 年中国新领证驾驶人和汽车驾驶人数量



资料来源：《中国驾培行业发展报告（2022）》，人民网，上海证券研究所

全国各地疫情防控政策优化调整，经济发展秩序保持稳定，线下消费场景逐步恢复正常运行，消费需求已经出现复苏迹象。2023 年 1 月 19 日联防联控机制宣布各省已经度过了发热门诊高峰、急诊高峰和重症患者高峰。疫情防控政策优化调整直观反映在春节期间消费和出行数据中。旅游方面，根据文旅部数据，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，实现国内旅游收入 3759.43 亿元，同比增长 30%，分别恢复至 2019 年同期的 88.6%和 73.1%。公路出行方面，根据交通运输部，2023 年 1 月 27 日春节假期最后一天，全国高速公路总流量达到 6259.2 万次，其中小客车流量 6029.1 万辆次，比 2019 年同期增长 32.0%，比 2022 年同期增长 29.7%。神州租车公布的 2023 年春节出行大数据显示，神州租车全国平均出租率近 90%，峰值达

到 95%，全国各大城市出现“一车难求”的局面，全面反超 2019 年春节。

消费复苏大背景下，驾培行业有望迎来需求增长。2021 年机动车驾驶人数量增速回升，同时 2021 年全国新领证人数比 2020 年增加 500 多万，主要系 2020 年因疫情而受到抑制的驾培市场需求在 2021 年部分释放。随着疫情防控措施优化调整，我们认为 2022 年及之前疫情期间受到抑制的驾培市场需求会得到比 2021 年更大程度的释放。同时老年人市场和摩托车驾培市场的需求增长构成新领证驾驶人数量增长的重要驱动因素。

2.2 公司优势：基本盘稳固，北京地区行业龙头

公司北京地区市场占有率保持领先，基本盘稳固助力业务新发展。成立于 1995 年的东方时尚被称之为“北京最后成立的一所驾校”，如今已经成为北京地区首屈一指的驾驶培训机构。根据公司年报披露，2016-2018 年公司的北京市场占有率分别是 27.40%、29.96%和 35%。尽管 2019 年公司不再披露地区市场占有率，但仍多次表示公司总部汽车驾驶人培训市场占有率持续提升。根据新华网，截至 2021 年 11 月，北京市 1100 万司机中 230 万人出自东方时尚驾校，同时出自东方时尚驾校的司机违法率、事故率保持最低。公司开创了“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾驶培训模式，做到学车全程智能化、场景化、标准化，依托科技赋能，促进市场占有率进一步提升。

公司行业影响力强，政企关系良好。公司系行业内唯一与公安部道路交通安全研究中心战略合作的驾培机构和“中国道路运输协会副会长、机动车驾驶培训行业分会理事长单位”。2021 年公司成为交通运输部交通强国建设中的道路交通安全文明素质教育试点单位。2022 年公司运营的北京市交通安全宣传教育基地获评“北京市公共安全教育基地”。北京市安全宣传教育基地于 2012 年创建，是北京市公安局公安交通管理局落实《道路交通安全法“十二五”规划》、面向学生和驾驶人群众开放的新型体验式交通安全主题宣传教育基地，自组建运营以来已接待几百家单位和团体，截至 2022 年 6 月，年均参观人数达 20 万人以上，累计受益人数近 200 万人。

图 12: 北京市交通安全宣传教育基地



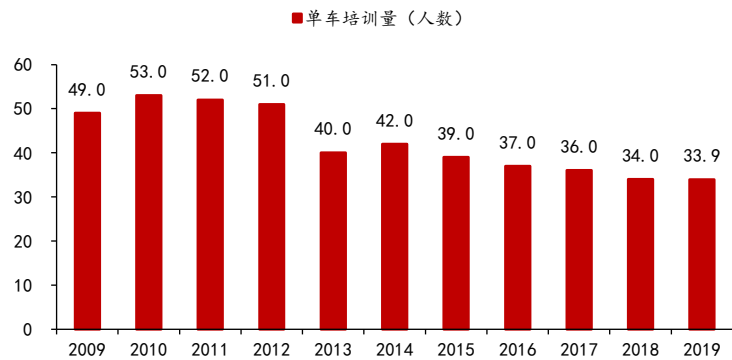
资料来源: 公司 2022 年半年报, 上海证券研究所

公司实力雄厚，培训设施独树一帜，构建品牌影响力。公司北京校区占地 3000 余亩，世界纪录协会认证其为“世界上规模最大的驾驶员培训机构”。公司校区内提供可容纳千人同时就餐的餐厅、可供学员休憩的咖啡厅和书吧，养殖有孔雀、鹦鹉、羊驼等动物，打造素质化驾驶培训基地，提高学员学习体验，构建综合品牌影响力。

2.3 全国布局：抢占市场先机，打造卓越品牌

驾培市场行业竞争加剧，品牌建设成为核心竞争优势。根据《中国驾培行业发展报告（2020）》，2019 年全国共有机动车驾驶员培训业户 19491 户，同比增加 3.6%。与此同时驾校年培训量增长率逐年降低，2019 年单车培训量只有 33.9 人，创历史新低。受疫情影响，驾校招生数量、考试数量、培训数量缩水，驾培市场受到较大冲击，但是品牌驾校竞争力有所提升，驾校逐渐从粗放管理模式向精细化管理转型，品牌开始成为驾培机构的核心竞争力。优质驾校有望通过优势品牌占据消费者心智，获取品牌溢价，促进行业集中度提高，改变行业竞争格局。

图 13: 2009-2019 年驾校单车培训量情况



资料来源:《中国驾培行业发展报告(2020)》, 上海证券研究所

公司加速全国布局, 抢占市场先机。公司通过新设、投资并购、参股、合作等多种方式加速全国市场布局, 扩大市场影响力和市场占有率。公司已在云南、河北、山东、湖北、重庆、山西、内蒙古等地成立子公司, 已经实现多个异地子公司在当地驾培市场占有率持续提升。2016-2018年公司在昆明的市场占有率分别为9.81%/9.18%/11.70%, 在石家庄的市场占有率分别是2.12%/3.44%/3.79%, 2017-2018年公司在荆州地区市场占有率分别为25.87%/37.35%。

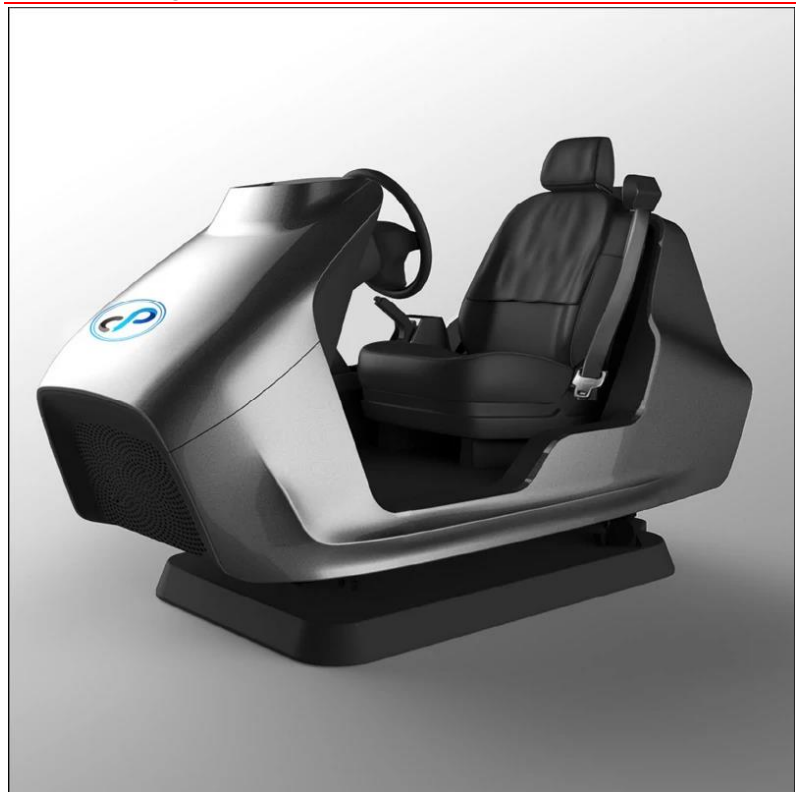
VR 智能学车培训体系助力轻资产模式转型, 有望打破公司异地扩张瓶颈。公司外地子公司主要通过自有或者租赁的方式获取经营土地, 导致较高的固定资产折旧摊销费用。随着 VR 智能学车培训体系在全国范围内开展, 公司有望实现从重资产运营到轻资产模式转型。公司已经实现了对所有经营区域的驾培体系智能化, 截至 2022 年 6 月, 在北京、云南昆明、河北石家庄、湖北荆州、山东淄博、内蒙古铺设了超过 1000 台 VR 模拟器和近 1000 台智能车。公司将持续加大 VR+AI 智能驾培体系投入和升级, 提升规模化效应并不断优化业务模式, 打造卓越驾培品牌, 提高品牌价值和影响力, 全面提高盈利能力。

3 智能驾培助力降本增效，绿色驾培促进健康成长

3.1 驾培智能化趋势初现，公司率先开展引领行业发展

强强联合，高新技术企业助力公司建设智能驾培体系。公司和北京千种幻影科技有限公司在 VR 汽车驾驶模拟器方面达成合作。千种幻影成立于 2017 年 2 月，掌握 VR（虚拟现实）、AI（人工智能）和 DA（数据分析）核心自主知识产权和自动驾驶安全测试仿真的研发能力，曾获国家高新技术企业及中关村高新技术企业等认证。千种幻影沉浸式智能驾驶培训系统可在 VR 场景中完成科目二场地驾驶技能和科目三实际道路驾驶培训，模拟常见事故、恶劣天气、复杂路况等。

图 14: Driving Master 智能驾驶培训模拟器



资料来源：千种幻影官网，上海证券研究所

公司打造“VR+AI+实际道路训练”三位一体的智慧驾驶培训模式，做到了学车全程智能化、场景化、标准化。相比传统驾驶请务必阅读尾页重要声明

培训模式，智能驾培依托科技赋能实现驾培行业智能化转型，主要体现在以下方面：

- **智能驾驶培训体系促进公司降本增效。**传统驾驶培训模式中培训教练要求为“两车三人”，平均 1 台教练车配置 1.5 名教练，人工成本构成传统驾校最大经营成本。智能驾培体系中 6 台 AI 智能车或 VR 模拟器只需要配置 1 名教练，传统驾培模式中则需要 9 名教练，教练需求减少，人工成本大幅降低。VR 模拟器和 AI 智能车在所需教练人数降低同时提高了训练时间，可以实现“24 小时”全天候培训，节省训练场地、降低能源消耗，提升公司运营效率。

图 15：东方时尚 VR 教学



资料来源：公司官网，上海证券研究所

- **智能驾驶培训体系提高学员训练效率。**传统驾驶培训体系中多采取教练“一对一”的培训模式，学院培训内容非标准化，严重依赖驾驶培训教练的个人教学素养。一位教练往往同时培训多名学员，导致学员实际上车时间大幅低于等待上车时间，学习效率低下。智能驾培体系能够增加学员训练频次，提高训练效率，保证学员培训内容的标准化，保证教学水平，摆脱对教练个人的依赖。根据公司公告，公司科目二考试通过率高于公司以往传统教学考试合格率，并远高于全行业科目二考试通过率的平均水平。公司披露，学员在完成 20 个学时的 VR 模拟训练后合格率能够达到 30%-50%，辅以 8-12 学时的 AI 智能培训用车的训练，科目而合格率均在 80% 以上，而全国培训行业传统的训练方式的平均考试合格率是 61%。智能驾培模式下的考试合格率高于传统训练方式。

图 16：东方时尚智能教练车



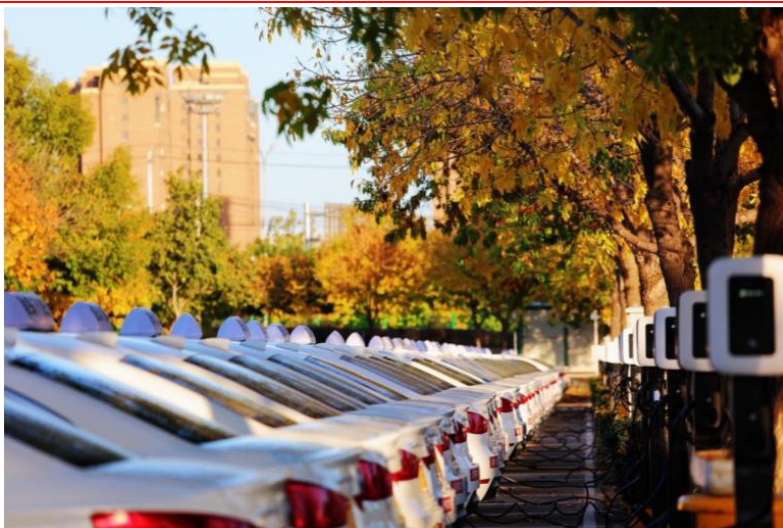
资料来源：公司官网，上海证券研究所

- **智能驾驶培训体系打破传统驾校物理空间和时间限制。**
由于场地限制，驾驶培训训练场往往位于地理位置较差的城市偏远角落，交通不畅，学员通勤时间长。在智能驾培体系中，学员可在位于城市交通便利地区的 VR 学车体验店及旗舰店完成部分训练学时，同时室内环境能够避免天气和环境因素对驾驶培训的影响。截至 2022 年 8 月，公司总部北京除主校区外已在各城区布局和铺设 20 个 VR 分部。除此之外，学员可以灵活安排学习时间，利用碎片化时间进行学习，实现全天候培训，大幅提高培训效率。

3.2 绿色驾培响应碳中和，新能源转型促进公司健康成长

公司持续推进绿色驾培模式，扩大新能源车辆的投入。公司推动教练车、考试车和班车从燃油车向新能源车的转型，大力推进新能源教练车的更换工作。公司 2022 年中报显示，公司自建了 1046 个充电桩，园内充电桩数量和电容量规模均位居全国单体场站之最。公司还将规划屋顶光伏项目，与现有充电桩、新能源车构成光储智慧能源体系，积极助力碳中和，打造行业绿色低碳转型典型案例。

图 17：东方时尚电动车及充电桩



资料来源：公司 2022 年半年报，上海证券研究所

电动车和燃油车使用成本差距较大，公司通过新能源转型实现成本优化。根据华尔街见闻，以纯电续航里程 500 公里的新能源汽车为例，完成一次满续航的自行充电成本在 110 元至 120 元左右，单公里使用成本为 0.22-0.24 元。行驶同样里程的燃油车根据油耗的不同所需燃油数量在 40-60 升油左右，以 2022 年最低油价 7.11 元/升和最高油价 9.28 元/升计算，所需加油成本为 355-460 元，单公里使用成本达到 0.71-0.92 元，新能源和燃油车的单公里使用成本差距在 3-4 倍左右。在驾校使用场景中新能源汽车呈现短距离、周期化的使用规律，新能源汽车相对燃油车的出行距离短、充电时间长的缺点能够得到规避，扬长避短，实现降本增效。

4 盈利预测

公司系驾培行业龙头，近年来积极扩展业务地区范围，大力建设智能驾培体系。我国驾培行业需求端保持稳定，新领证人群规模较大，且我国驾驶证渗透率仍有提高空间。供给端驾培机构呈现散乱特征，随着行业竞争逐渐加大，驾培机构逐步从粗放式管理向精品化管理转型，品牌塑造日益成为驾培机构的核心竞争力。

驾培培训业务方面，公司驾培受疫情影响较大。随着疫情防控措施优化，疫情期间积压的驾培培训需求有望释放，引起公司驾培培训业务业绩反弹。公司打造“VR+AI+实际道路训练”智能驾培模式，提高学员学习效率，节省场地和教练车辆使用，有助

于降本增效。同时公司教练车逐渐实现新能源化转型，新能源车辆在驾驶培训业务中避免了不耐长途、充电时间长的缺点，帮助公司实现能源支出减少。因此我们认为公司驾驶培训业务将迎来收入端的增长和成本端的下降。我们预计 2022-2024 年公司驾驶培训业务收入分别为 5.71 亿元、8.95 亿元、9.85 亿元，其中 2022 年受疫情影响有所降低，之后逐渐回升至疫情前水平。公司更换新能源教练车和推广智能驾培模式将带来营业成本下降，因此我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 19.25%、56.74%、62.84%。

飞行培训业务方面，公司将 28 年的汽车驾驶培训经验向飞行培训领域迁移，得到客户的高度认可。公司从 2019 年进军通航飞行员培训领域，在河南周口、河南商丘（在建）、山东德州、北京平谷运营四座通航机场，实现了“三校四场”的运行规模。根据公司公告，截至 2021 年底，公司拥有 50 架飞机，2021 年以来和南航、厦航分别签订 110 人、289 人培训订单，在手订单达 3 亿，订单储备充足，业绩稳定性强。根据 2022 中报口径，飞行培训业务收入同比增速为 94.64%，我们认为公司驾驶培训规模有望保持上升势头，飞行培训业务收入保持高增长。成本端方面，公司通过提高通航机场运营效率实现效益提升，提高盈利能力。我们预计 2022-2024 年公司飞行培训业务营业收入分别为 1.48 亿元、2.22 亿元、2.89 亿元。公司已开办“三校四场”，基础设施条件良好，我们认为公司有望通过提高场地和其他资源利用率降低营业成本，因此预计 2022-2024 年毛利率分别为 55.40%、58.38%、58.38%。

VR 驾驶模拟器方面，公司存在两种商业模式：租赁模式和销售模式。

租赁模式指公司采购 VR 驾驶模拟器并向其他驾驶培训机构租赁。根据公司公告披露，单台 VR 驾驶模拟器设备为 11 万元，可使用 8 年，平均每台每年收费 6.3 万元，营业利润为 4937.5 元。我们基于以上数据对 VR 驾驶模拟器租赁业务进行测算。随着疫情防控措施优化，驾培行业需求复苏。根据七麦数据，2023 年春节后至 2023 年 2 月 17 日，驾考宝典 APP 长期位于教育类免费榜首，免费榜总榜排名大幅提升。消费日报显示，传统驾校通过智慧化驾培模式，在提高学员体验感同时，帮助驾校降本增效。智能驾培模式一方面帮助驾校实现营业成本降低，一方面提高了对年轻消费者的吸引力，驾培行业需求复苏有望倒逼传统驾校进行智能化升级。我们认为随着智能驾培模式推广，公司租赁面向客

户有望增加，我们假设 2023 年和 2024 年公司租赁客户数量增长率分别为 70%和 50%。因此我们预计 2022-2024 年公司 VR 驾驶模拟器租赁业务营业收入分别为 1.32 亿元、2.25 亿元、3.37 亿元。

销售模式指公司与千种幻影合作直接对外销售 VR 汽车驾驶模拟器，销售对象为全国各地驾校。根据公司和千种幻影签署的《作品许可使用协议》，公司向千种幻影授权使用《东方时尚智能教学指导书》作品著作权。每对外销售一台设备，公司向千种幻影收取 7 万元/台的知识产权服务费。公司通过作品著作权授权及合作销售 VR 汽车驾驶模拟器实现收入，呈现轻资产模式，营业成本较低，毛利率假定为 80%。我们认为随着智能驾培模式推广，VR 驾驶模拟器销量有望增加，因此我们预计 2022-2024 年公司 VR 驾驶模拟器销售业务营业收入分别为 0.25 亿元、0.37 亿元、0.55 亿元。

其他营业收入包括公司销售商品、其他租赁服务、餐饮住宿、代理服务等项目。我们预计 2022-2024 年其他营业收入分别为 1.16 亿元、1.53 亿元、1.88 亿元，毛利率分别为 40.12%、40.32%、38.79%。

公司深耕行业 28 年，从“北京最后成立的一所驾校”成长为北京地区首屈一指的驾培机构，地区占有率超过 30%，同时大力建设智能驾培体系，为行业发展探索新方向，率先实现品牌化和智能化转型。受疫情影响公司收入端承压明显，随着疫情防控措施优化调整，公司有望实现业绩反弹。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润-3600 万元 (yoy-123.5%)、2.03 亿元 (yoy+667.8%)、2.65 亿元 (yoy+30.3%)，对应 EPS 分别为-0.05 元、0.28 元、0.37 元，当前股价对应估值-148 倍、26 倍、20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：公司分业务业绩拆分

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
		合计		
营业收入	11.99	9.92	15.32	18.54
yoy	41.32%	-17.24%	54.43%	21.05%
营业成本	5.84	7.23	7.85	9.23
毛利率	51.28%	27.07%	48.72%	50.21%
毛利润	6.15	2.69	7.46	9.31
		驾驶培训		
营业收入	10.38	5.71	8.95	9.85
yoy	33.53%	-45.00%	56.82%	10.00%
营业成本	4.88	4.61	3.87	3.66
毛利率	53.00%	19.25%	56.74%	62.84%
毛利润	5.50	1.10	5.08	6.19
		飞行培训		
营业收入	0.78	1.48	2.22	2.89
yoy	423.34%	90.10%	50.00%	30.00%
营业成本	0.44	0.66	0.93	1.20
毛利率	43.39%	55.40%	58.38%	58.38%
毛利润	0.34	0.82	1.30	1.69
		VR 驾驶模拟器租赁		
营业收入		1.32	2.25	3.37
yoy			70.00%	50.00%
营业成本		1.22	2.07	3.11
毛利率		7.84%	7.84%	7.84%
毛利润		0.10	0.18	0.26
		VR 驾驶模拟器销售		
营业收入		0.25	0.37	0.55
yoy			50.00%	50.00%
营业成本		0.05	0.07	0.11
毛利率		80.00%	80.00%	80.00%
毛利润		0.20	0.29	0.44
		其他收入		
营业收入	0.83	1.16	1.53	1.88
yoy	148.18%	39.83%	31.51%	23.21%
营业成本	0.52	0.69	0.91	1.15
毛利率	37.14%	40.12%	40.32%	38.79%
毛利润	0.31	0.47	0.62	0.73

资料来源：Wind，上海证券研究所

5 风险提示:

疫情反复的风险: 国内疫情可能出现间断性复发, 驾考、驾培等业务仍面临疫情影响导致业务暂停的风险。

宏观经济波动风险: 经济增速放缓, 通货膨胀加剧, 消费者消费意愿可能受挫从而影响驾培需求下滑。

行业竞争加剧风险: 驾培行业供给方众多, 近年来驾培学员规模增长缓慢, 驾培企业竞争激烈, 竞争对手可能通过降价优惠等方式影响公司盈利能力。

全国市场拓展不及预期风险: 公司大力开拓全国市场, 但北京地区之外市场盈利能力仍不足, 若地方分公司市场开拓不及预期可能影响公司净利润增长。

智能驾培业务发展不及预期风险: 公司采取自建、租赁、销售等方式开展智能驾培业务, 新业务可能面对发展不及预期风险, 从而影响公司营业收入。

驾培政策变动风险: 国家对获取驾驶证和驾驶培训政策若发生改变将影响公司营业收入和盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	241	456	965	1819
应收票据及应收账款	15	12	30	1
存货	27	49	33	63
其他流动资产	135	281	330	154
流动资产合计	419	798	1358	2037
长期股权投资	106	106	106	106
投资性房地产	38	38	38	38
固定资产	1782	1708	1634	1560
在建工程	655	655	655	655
无形资产	771	771	771	771
其他非流动资产	986	886	786	686
非流动资产合计	4338	4164	3990	3816
资产总计	4757	4962	5348	5853
短期借款	313	313	313	313
应付票据及应付账款	348	475	501	625
合同负债	447	415	601	648
其他流动负债	427	571	557	639
流动负债合计	1536	1775	1973	2226
长期借款	99	99	99	99
应付债券	87	87	87	87
其他非流动负债	608	608	608	608
非流动负债合计	795	795	795	795
负债合计	2331	2570	2768	3020
股本	728	728	728	728
资本公积	819	819	819	819
留存收益	933	897	1101	1366
归属母公司股东权益	2163	2127	2330	2595
少数股东权益	264	265	250	238
股东权益合计	2427	2392	2581	2833
负债和股东权益合计	4757	4962	5348	5853

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	449	134	422	757
净利润	149	-34	188	252
折旧摊销	234	74	74	74
营运资金变动	-3	75	146	428
其他	69	19	14	3
投资活动现金流量	-482	110	115	112
资本支出	-472	0	0	-6
投资变动	-10	0	0	0
其他	0	110	115	119
筹资活动现金流量	-312	-29	-29	-15
债权融资	-216	0	0	0
股权融资	3	0	0	0
其他	-100	-29	-29	-15
现金净流量	-346	215	509	855

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1199	992	1532	1854
营业成本	584	723	785	923
营业税金及附加	14	12	18	22
销售费用	59	49	77	93
管理费用	255	228	375	454
研发费用	32	25	40	55
财务费用	53	44	29	15
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	-3	10	15	19
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	201	-49	269	360
营业外收支净额	15	0	0	0
利润总额	216	-49	269	360
所得税	67	-15	81	108
净利润	149	-34	188	252
少数股东损益	-3	2	-15	-13
归属母公司股东净利润	152	-36	203	265

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	51.3%	27.1%	48.7%	50.2%
净利率	12.7%	-3.6%	13.3%	14.3%
净资产收益率	7.0%	-1.7%	8.7%	10.2%
资产回报率	3.2%	-0.7%	3.8%	4.5%
投资回报率	6.0%	-0.3%	6.0%	7.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	41.3%	-17.2%	54.4%	21.1%
EBIT 增长率	76.0%	-105.4%	1,999.8%	28.3%
归母净利润增长率	-5.4%	123.5%	667.8%	30.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	-0.05	0.28	0.37
每股净资产	3.00	2.95	3.23	3.60
每股经营现金流	0.62	0.19	0.59	1.05
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.25	0.20	0.29	0.32
应收账款周转率	79.39	79.64	50.90	2289.01
存货周转率	21.64	14.89	23.47	14.66
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	51.8%	51.7%	51.6%
流动比率	0.27	0.45	0.69	0.92
速动比率	0.20	0.36	0.62	0.84
估值指标				
P/E	35.11	—	26.30	20.19
P/B	2.47	2.51	2.29	2.06
EV/EBITDA	13.82	94.74	14.32	9.74

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。