

东方时尚 (603377)

专注驾培服务, 短期看异地扩张, 长期看汽车消费服务链延伸 无评级 (首次覆盖)

2016年2月1日

分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

010-66211134

yjs_zhangy @dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,285	1,387	1,596	1,994
同比 (%)	34.3%	8.0%	15.0%	25.0%
净利润 (百万元)	326	338	365	450
同比 (%)	22.5%	3.5%	8.1%	23.3%
毛利率 (%)	59.2%	58.8%	57.4%	56.9%
ROE (%)	52.0%	3.8%	4.1%	4.9%
每股收益 (元)	0.88	0.80	0.87	1.07
P/E	--	--	--	--
P/B	--	--	--	--

市场数据

发行价 (元)	16.40
发行数量 (万股)	5000
市净率 (倍)	21.74

基础数据

每股净资产 (元)	1.89
资本负债率 (%)	53.56
发行后总股本 (万股)	42000

投资要点

- **专注驾培服务行业:** 公司是集机动车驾驶员培训、汽车陪练和汽车维修等业务于一体的汽车消费综合服务商。驾培业务是公司收入的最主要来源, 收入占比一直在 99% 以上。
- **北京区域龙头:** 目前, 公司已在北京昌平区、昆明、武汉、石家庄和重庆设立了子公司, 但生源和收入来源仍主要集中在北京地区。2014 年, 公司在北京市场占有率为 25.54%, 市场势力逐年提升, 带动了公司营业收入的快速增加。
- **公司主要看点:** 首先, 汽车消费综合服务行业是我国大力支持发展的行业; 其次, 我国驾驶员占总人口的比重只有 16%, 有非常大的增长空间, 中国的汽车产业链处在全面扩容阶段, 汽车驾培服务行业和汽车消费服务行业都处于快速扩张时期。最后, 尽管目前我国驾培服务机构有区域化发展的特点, 但未来优秀的培训机构将通过并购或自建的方式突破区域性限制, 实现异地扩张。
- **“自学直考”改革对公司的影响:** 2015 年 12 月, 国务院办公厅转发《公安部交通运输部关于推进机动车驾驶人培训考试制度改革意见的通知》, 其中提及“在有条件的地方, 试点非经营性的小型汽车驾驶人自学直考”。即人们可以不通过驾校学习而直接考取驾照。目前, 各地尚未根据国办 88 文出台具体的细则和方案, 虽然理论上国家允许个人自学直考, 但实际上个人自学直考操作难度仍然很高。如车型限定于“小型汽车”, 不能从事经营性质的培训, 要加装副制动装置、辅助后视镜等; 必须有随车指导人员陪同, 对随车指导人员有一定要求, 在学习过程中有道路交通安全违法行为或者造成交通事故的, 由随车指导人员依法承担责任; 必须在交管部门指定的线路以及时间进行学习, 并需要提前向交管部门提出申请等。
- **盈利预测与合理价格:** 我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.80 元、0.87 元和 1.07 元, 给予公司 2016 年 20-25 倍市盈率, 合理价格区间为 17.40-21.75 元。

目录

1. 公司现状分析	4
1.1. 主业为驾驶培训业务.....	4
1.2. 北京为主要经营区域.....	6
1.3. 2015 年公司业绩增幅放缓，预计-5%至 5%之间.....	8
2. 公司未来主要看点	11
2.1. 国家大力支持汽车消费综合服务行业的发展.....	11
2.2. 驾驶培训行业市场处于快速增长期.....	11
2.3. 公司经营区域的扩张和经营能力的提升	14
3. 盈利预测与合理价格.....	17
4. 风险提示	19
4.1. 招生人数下降的风险.....	19
4.2. 收费标准下降的风险.....	23
4.3. 经营成本上升的风险.....	24

图表目录

图表 1：公司驾培业务收入占比一直维持在 99%以上	4
图表 2：2011-2015H 年公司驾培服务收入及其增速	5
图表 3：2012-2015H 年公司陪练服务及其增速	5
图表 4：2012-2014 年公司营业收入和扣非净利润同比增速	5
图表 5：2012-2014 年公司毛利率和净利润率情况	6
图表 6：2011-2015H 年公司主营业务毛利率	6
图表 7：2015Q3 年公司各地招生情况（单位：人）	7
图表 8：2009-2013 年北京汽车驾驶员占人口比重远高于全国水平	7
图表 9：2009-2013 年北京新增汽车驾驶员人数及其同比增速	7
图表 10：2011-2015H 年公司驾培服务人均价格（元/人）	8
图表 11：2012-2015H 年北京地区受理学员人数及其同比增速	8
图表 12：2012-2014 年公司北京市场占有率逐年提升	8
图表 13：2015Q3 年公司营业收入同比增长 9.84%	9
图表 14：2015Q3 年公司归属净利润同比增长 7.99%	9
图表 15：2015Q3 年公司招生总数量同比下降 10.51%（单位：人）	9
图表 16：2015Q3 年公司变现能力下降到 23.72%	9
图表 17：2009-2013 年全国机动车驾驶员培训机构数量及增长率	11
图表 18：2019-2013 年全国汽车驾驶员占人口比重	12
图表 19：2009-2013 年全国汽车驾驶员人数及其增速	12
图表 20：2009-2013 年我国机动车驾驶员培训完成情况	13
图表 21：2004-2013 年中美两国汽车保有量比较（单位：亿辆）	13
图表 22：2004-2013 年中美两国汽车人均保有量比较（辆/人）	14
图表 23：我国机动车驾驶员培训机构地区分布情况	15
图表 24：本次发行前公司股权结构	17
图表 25：募集资金用途	18

1. 公司现状分析

1.1. 主业为驾驶培训业务

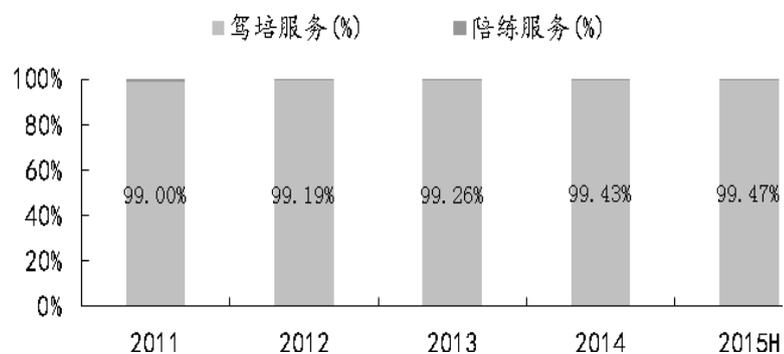
公司主营业务为机动车驾驶培训，属于汽车消费综合服务商，提供包括驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等汽车消费相关服务和产品。

交通运输部为机动车驾驶培训服务行业的主管部门。根据《道路交通安全法》，机动车的驾驶培训实行社会化，由交通主管部门对驾驶培训学校、驾驶培训班实行资格管理，其中专门的拖拉机驾驶培训学校、驾驶培训班由农业（农业机械）主管部门实行资格管理。根据《道路运输条例》，道路运输相关业务包括机动车驾驶员培训，国务院交通主管部门主管全国道路运输管理工作。县级以上地方人民政府交通主管部门负责组织领导本行政区域的道路运输管理工作。县级以上道路运输管理机构负责具体实施道路运输管理工作。根据交通部《机动车驾驶员培训管理规定》（交通部令 2006 年第 2 号），交通部主管全国机动车驾驶员培训管理工作。县级以上地方人民政府交通主管部门负责组织领导本行政区域内的机动车驾驶员培训管理工作。县级以上道路运输管理机构负责具体实施本行政区域内的机动车驾驶员培训管理工作。

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 月出版的机动车驾驶培训教材的编写；2013 年 8 月，为科学设计和验证评估机动车驾驶人考试科目，为全国机动车驾驶人考试改进研究提供技术和实验支撑，公安部道路交通安全研究中心与东方时尚建立战略合作关系，联合建立机动车驾驶人考试实验基地，开展机动车驾驶人考试和训练研究实验，开展交通安全宣传、考试设备展示和经验交流等活动，开展人才培养和队伍建设。截至 2015 年 9 月 30 日，公司拥有各种训练用车 3,193 辆，员工数量 5,401 人。

驾培业务是公司收入的最主要来源，收入占比一直在 99% 以上，主营业务突出。

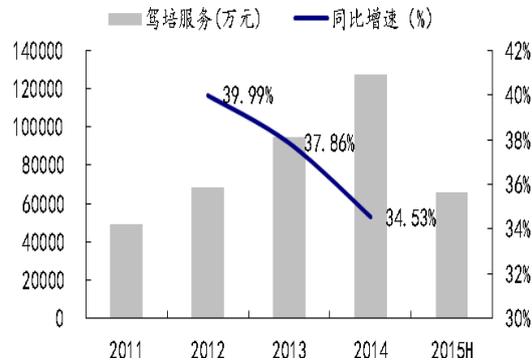
图表 1：公司驾培业务收入占比一直维持在 99% 以上



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

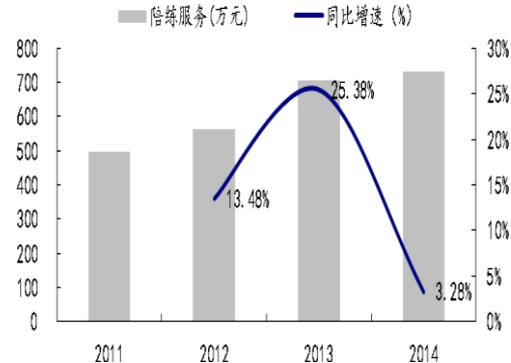
陪练服务¹收入逐年上升，随着公司拓展力度的加大和品牌影响力的加强，未来市场前景较为广阔。

图表 2: 2011-2015H 年公司驾培服务收入及其增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

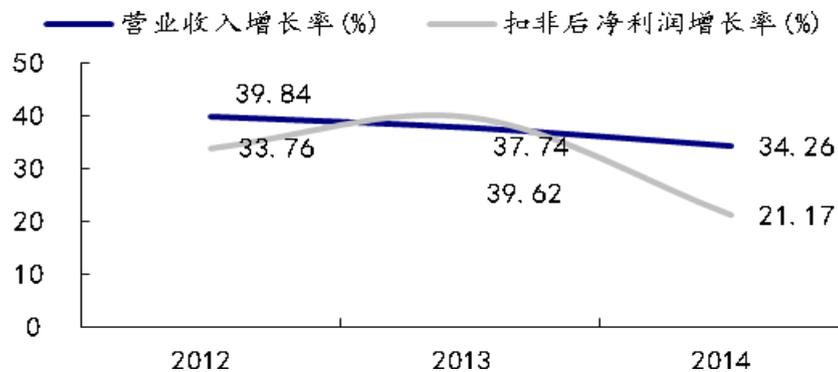
图表 3: 2012-2015H 公司陪练服务及其增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

近年来随着道路交通基础设施逐渐完善、人均可支配收入持续提升以及汽车售价降低等诸多因素的影响，私人汽车逐步成为生活必需品，驾驶技能亦成为重要生活技能并受到了普遍重视，驾驶培训市场需求旺盛。截至 2013 年底，全国共有各类驾校一万两千余所，驾驶培训市场有很大的发展潜力。2012-2014 年，公司营业收入分别为 6.95 亿元、9.57 亿元、12.85 亿元，收入增速一直维持在 30% 以上。

图表 4: 2012-2014 年公司营业收入和扣非净利润同比增长速



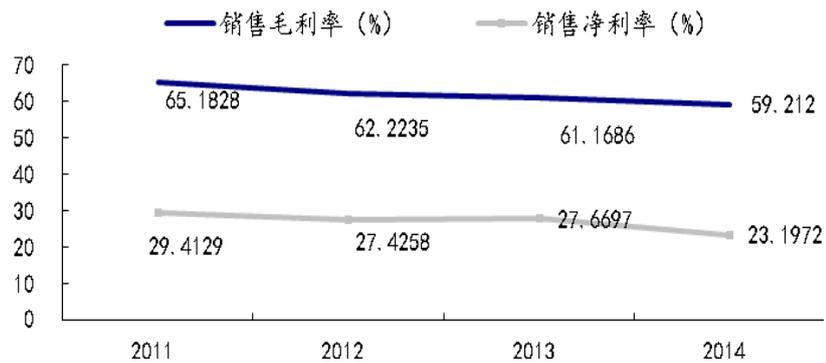
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

汽车驾驶培训服务行业成本主要体现在教练车的油耗、折旧以及人员工资，行业收入目前主要来源于培训学员的学费。就供求变化状态来看，随着汽车价格的下降，居民消费水平的提高，汽车驾驶培训服务市场需求增长明显，但由于培训场地总体规模有限、公安部考试能力不足

¹ 公司设立了东方时尚俱乐部，为新取得机动车驾驶证的学员提供“一对一”的陪练服务，聘请驾驶经验丰富的资深教练，针对实际交通特点，教给新驾驶员实际的行车技巧，大大减少安全隐患。东方时尚俱乐部陪练的时间为早 8:00 至晚 21:00。陪练的项目包括主干道行驶、立交桥行驶、快速路行驶、环线道路、胡同驾驶、繁华商业区行驶、上下班高峰行驶、夜间行驶、雨雪天行车、停车泊位等技巧。

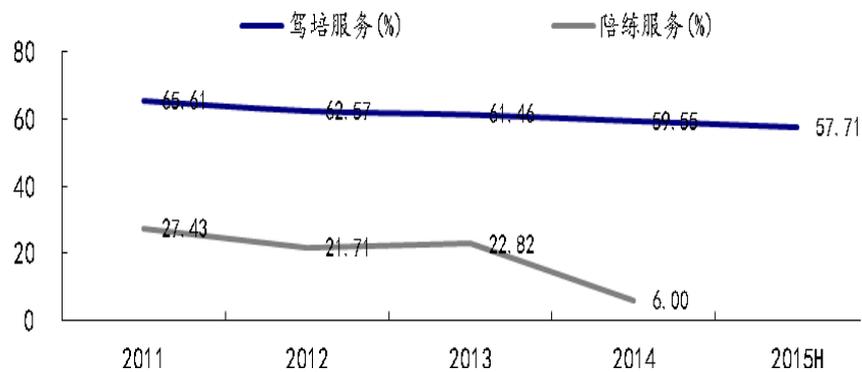
等限制，驾驶培训服务企业的培训能力目前处于供不应求的状态，其培训价格有上升趋势；就成本的变化情况来看，主要的影响在于人工成本上升趋势明显。整体上来看，行业利润总额呈上升趋势，而利润率在高位平稳运行。2011-2013 年，公司毛利率水平一直维持在 60% 以上，净利率也在 27% 以上，2014 年这两项指标小幅下降，主要原因是公司进一步提升了员工薪酬水平，导致人工成本增加。

图表 5：2012-2014 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 6：2011-2015H 公司主营业务毛利率



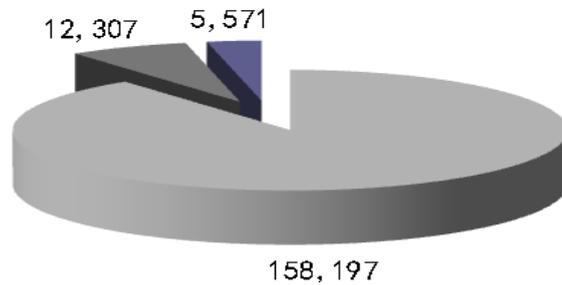
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 北京为主要经营区域

目前，公司已在北京市昌平区、昆明、武汉、石家庄和重庆设立了子公司（云南东方时尚和石家庄东方时尚均于 2014 年开始营业），但生源和收入来源仍主要集中在北京地区。

图表 7：2015Q3 公司各地招生情况（单位：人）

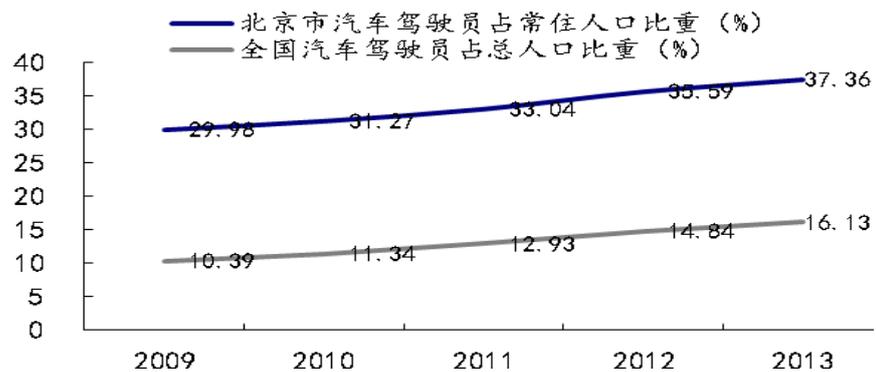
■ 东方时尚 ■ 云南东方时尚 ■ 石家庄东方时尚



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2009-2013 年，北京市汽车驾驶员占北京市常住人口的比重分别为 29.98%、31.27%、33.04%、35.59% 和 37.36%，远高于全国平均水平，并呈现稳步上升的态势。

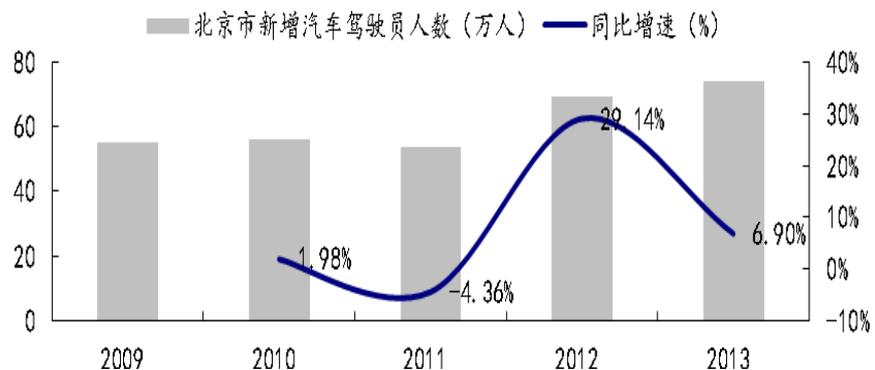
图表 8：2009-2013 年北京汽车驾驶员占人口比重远高于全国水平



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2009-2013 年，北京市新增汽车驾驶员人数分别为 54.92 万人、56.01 万人、53.57 万人、69.18 万人和 73.95 万人，除 2011 年外，基本处于持续上升的态势。

图表 9：2009-2013 年北京新增汽车驾驶员人数及其同比增速

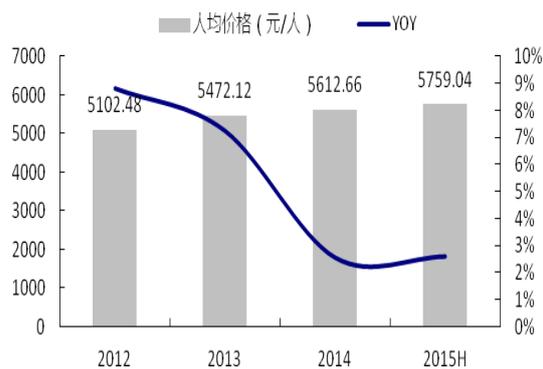


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

近年来，公司在北京地区招生人数和驾驶员培训费用都增长显著。

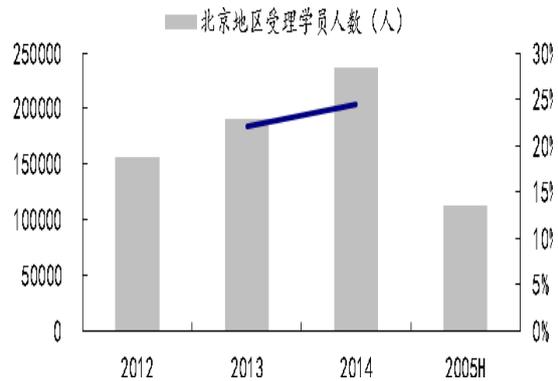
相对于行业内其他竞争对手，公司凭借良好的服务品质，收费水平相对较高。同时随着人工成本上升，以及公安部更改培训要求等因素，公司逐步调高学费。2011-2015 年 1-6 月公司北京地区人均培训收费水平分别为 4,689.41 元、5,102.48 元、5,472.12 元、5,612.66 元和 5,759.04 元。2012 年至 2015 年 1-6 月东方时尚在北京地区的受理学员人数分别为 155,932 人、190,266 人、236,734 人和 112,404 人。若以东方时尚 2015 年平均价格作为市场价格测算，北京市汽车驾培服务市场规模大约 65 亿元。

图表 10: 2011-2015H 公司驾培服务人均价格 (元/人)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

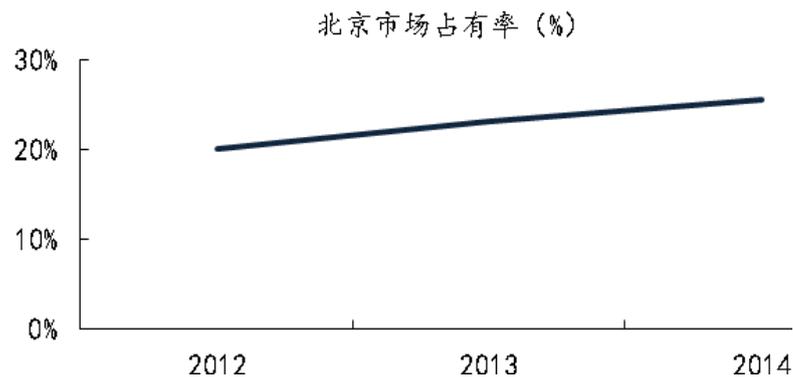
图表 11: 2012-2015H 北京地区受理学员人数及其同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

由于市场容量大，增长迅速，北京市驾驶员培训服务机构众多，截至当前，北京共有 100 余家驾校。2012 年至 2014 年，公司在北京市场占有率分别为 19.96%、23.05%和 25.54%，市场势力逐年提升，带动了公司营业收入的快速增加。

图表 12 : 2012-2014 公司北京市场占有率逐年提升

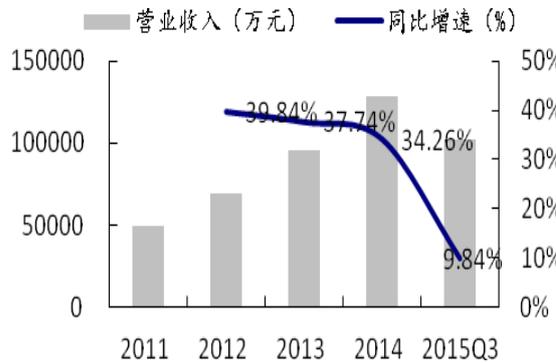


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.3. 2015 年公司业绩增幅放缓，预计-5%至 5%之间

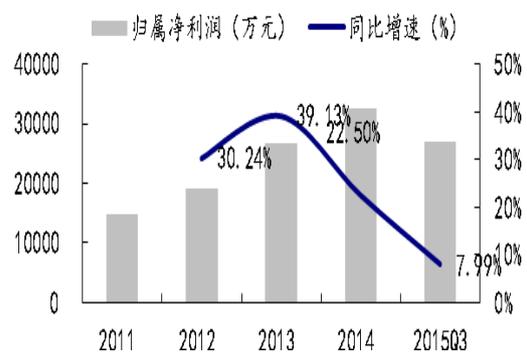
2015 年前三季度，公司营业收入、营业利润、净利润和归属于母公司净利润分别较去年同期增加 9.84%、13.43%、10.50%和 7.99%，变动幅度基本相当。

图表 13: 2015Q3 公司营业收入同比增长 9.84%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 14: 2015Q3 公司归属净利润同比增长 7.99%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2015 年第三季度单季, 公司营业收入与上年同期基本持平, 营业利润和净利润较去年同期分别增加 6.24% 和 5.69%, 主要是子公司云南东方时尚 2015 年 7-9 月同比净利润亏损额减少 1,301.79 万元所致。

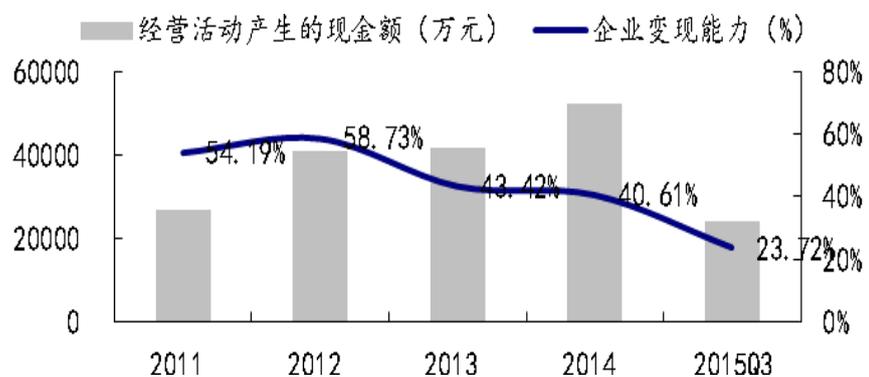
2015 年前三季度, 公司北京地区 2015 年 1-9 月招收学员人数下降 10.51%, 收到的现金减少, 同时公司 2015 年支付的汇算清缴企业所得税较 2014 年大幅增长, 两项原因导致公司经营活动产生的现金流量净额较去年同期减少 22,495.83 万元, 降低 48.15%, 企业变现能力下降至 23.72%。

图表 15 : 2015Q3 公司招生总数量同比下降 10.51% (单位: 人)

公司	2015Q3	2014Q3	差额	YOY
东方时尚	158,197	189,986	-31,789	-16.73%
云南东方时尚	12,307	5,436	6,871	126.40%
石家庄东方时尚	5,571	11,324	4,247	37.50%
合计	176,075	196,746	-20,671	-10.51%

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图表 16 : 2015Q3 公司变现能力下降到 23.72%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2015 年 10-12 月，母公司毕业人数较上年同期减少 10,743 人，降低 17.53%；子公司云南东方时尚和石家庄东方时尚毕业人数有所增长，但基数较小。受各种因素影响，公司 2015 年招生人数比 2014 年减少 19,147 人，下降 7.79%，预收款减少 7,783.35 万元，下降 5.61%，导致公司 2015 年经营业绩可能较上年下降。

公司在招股说明书中预计，预计 2015 年度营业收入同比增长 5%至 10%，归属于母公司股东的净利润同比增长-5%至 5%之间。预计 2016 年 1-3 月营业收入同比下降 5%至 10%之间，归属于母公司利润同比下降 5%至 10%（2015 年 1-3 月收入为 28,689.35 万元，归属于母公司股东净利润 5,714.85 万元）。

2. 公司未来主要看点

2.1. 国家大力支持汽车消费综合服务行业的发展

公司主营机动车驾驶培训业务，属于汽车消费综合服务业，根据交通运输部 2011 年 10 月颁布的《道路运输业“十二五”发展规划纲要》，我国大力支持汽车消费综合服务行业，主要内容如下：①要切实加快提升机动车维修、驾驶员培训、汽车租赁等相关辅助业的服务能力和水平，满足人民群众日益增长的需要；②行业诚信经营理念全面增强，客货运输、出租汽车、机动车维修、驾驶员培训、汽车租赁服务的满意率达到 90% 以上；③各项节能新技术、新设备、新产品、新工艺得到更大范围的推广，节能驾驶培训全面普及；④建立驾驶员培训教学质量监督体系。推进驾驶员培训机构和教练员质量信誉考核制度以及教练员职业资格管理制度建设，教练员持证上岗比例达到 100%，建立机动车驾驶培训机构资质管理制度。鼓励培训机构利用信息化手段，开展网络培训和远程教学，丰富培训方式，提升服务质量；⑤推广绿色驾驶和绿色维修经验。推广应用驾驶员培训模拟机和多媒体教学，有效降低驾培能耗。加强机动车维修企业废气、废水、废油的循环利用。

2.2. 驾驶培训行业市场处于快速增长期

由于我国人口数量大，人口分布不均匀，且汽车普及速度在最近二十年迅速发展，我国采用的驾驶培训模式与同处亚洲的日本、韩国较为类似，为专门设立驾驶培训机构进行集中培训的模式。根据日本、韩国的经验数据看，驾驶培训机构集中培训的模式能够有效的提升驾驶人素质，减少交通事故的发生。目前，日本超过 95% 以上的新增驾驶人由专门的驾驶培训机构培训，韩国曾取消强制驾校培训，后又重新采用驾校培训模式。根据韩国的数据统计，在采用驾校培训机构模式后，每 10 万人口的交通事故数量从 2000 年的 618 件下降至 2012 年的 447 件，减少了 28%，死亡人数由 2000 年的 22 人下降至 11 人，减少 50%。

截至 2013 年年底，我国共有机动车驾驶员培训机构户 12,556 户，比 2012 年增加了 999 户，增幅为 8.6%。

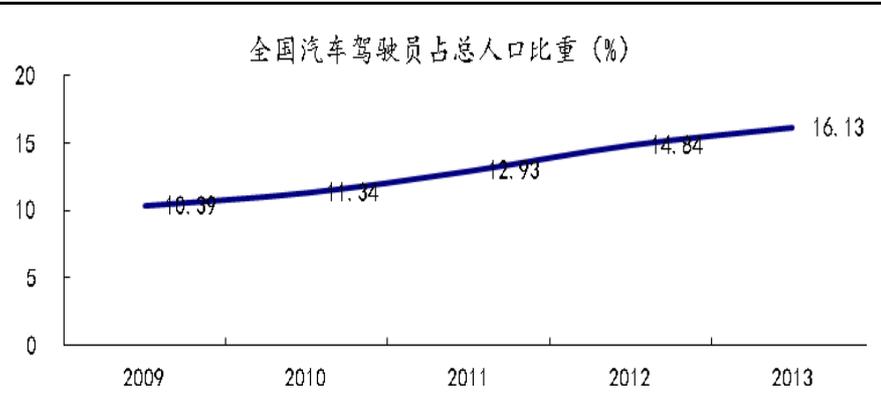
图表 17：2009-2013 年全国机动车驾驶员培训机构数量及增长率



资料来源：公司招股说明书，中国道路运输发展报告（2013）

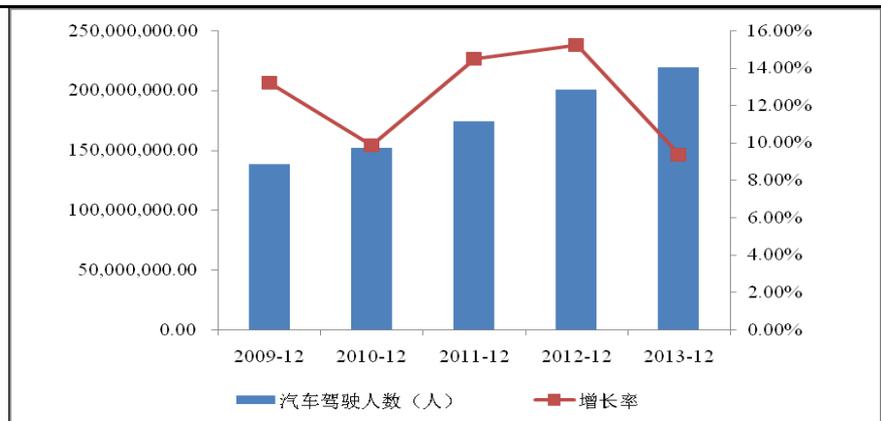
2009-2013 年全国汽车驾驶员占总人口的比重分别为 10.39%、11.34%、12.93%、14.84%和 16.13%。2014 年 6 月全国汽车驾驶员人数达到 2.31 亿人，近五年年均增速 12.42%。根据公安部交管局负责人答记者问的相关数据显示，截至 2015 年 10 月底，我国机动车驾驶人已经突破 3.22 亿，其中汽车驾驶人 2.75 亿，汽车驾驶技能已成为人们社会生活中的必备基本技能。

图表 18：2019-2013 全国汽车驾驶员占人口比重



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表 19：2009-2013 年全国汽车驾驶员人数及其增速

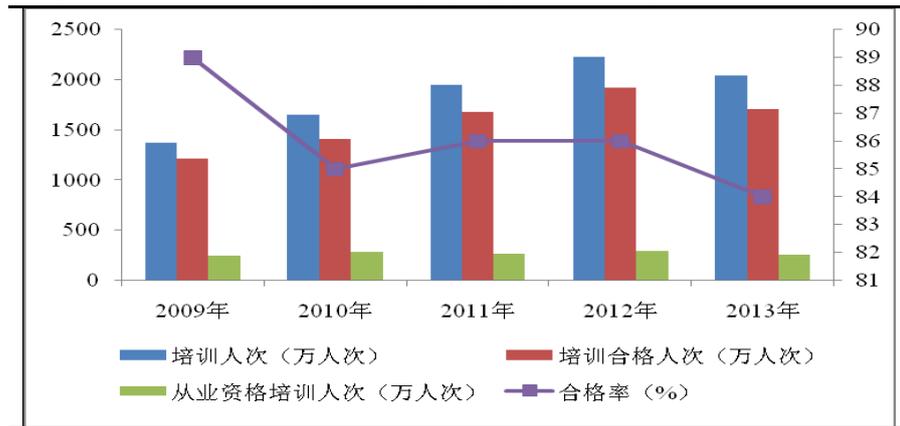


资料来源：公司招股说明书，国家统计局

2009-2013 年，我国新增汽车驾驶员人数分别为 1,463 万人、1,389 万人、2,286 万人、2,611 万人和 1,844 万人，按照公司汽车驾驶培训人均价格近三年的平均数计算，市场规模已超过 1,000 亿元。

2013 年，我国共完成机动车驾驶员培训 2,044 万人次，比 2012 年减少 184.8 万人，降幅为 8.3%。其中培训合格的达 1,710.2 万人次，完成道路运输从业资格培训 258.3 万人次，比 2012 年减少 38.9 万人。

图表 20：2009-2013 我国机动车驾驶员培训完成情况

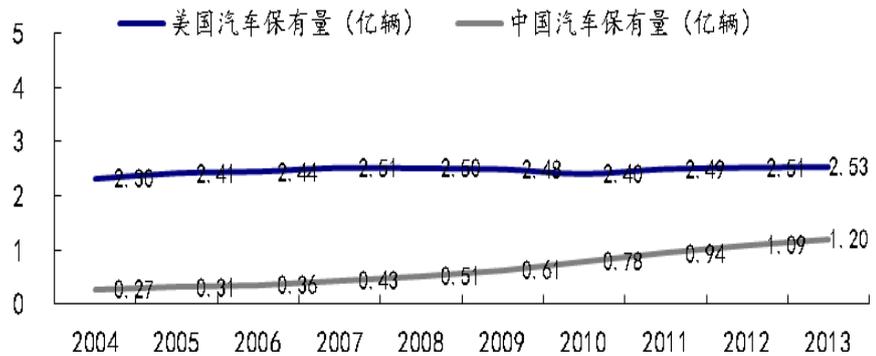


资料来源：公司招股说明书，中国道路运输发展报告（2013）

2012 年全球平均汽车保有量已达到 1:6.32，即平均每 6.32 人即拥有一台汽车；在意大利，该数字为 1.42，在日本，该数字为 1.68，在美国，该数字为 1.25，而在中国，该数字为 1:12.34，即平均每 12.34 人拥有一台汽车。最新数据显示，美国的汽车拥有量，每百户超过 200 辆。欧洲一些发达国家的汽车拥有量每百户超过 150 辆。现在中国全国平均水平，每百户的平均拥有量不到 35 辆。

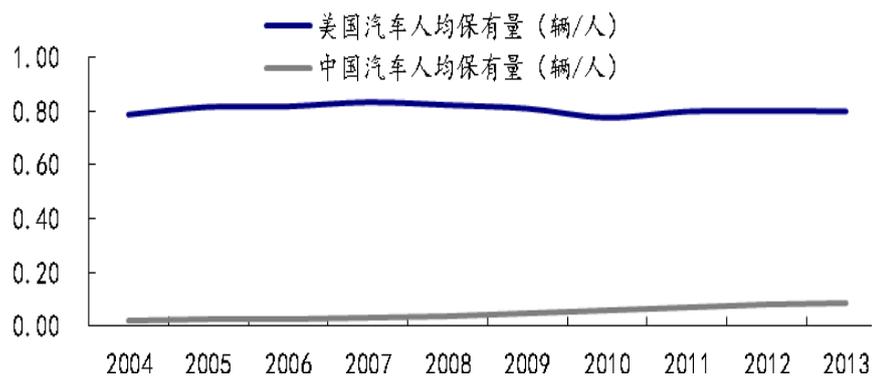
近年来，全国民用汽车保有量保持高速增长态势，最近五年平均增量 1,454 万辆，年均增长率 16.30%。截至 2014 年 6 月，汽车保有量达到 1.47 亿辆。但是与发达国家和全球平均水平相比，我国汽车人均保有量仍处于较低水平，有较大的提升空间。

图表 21：2004-2013 年中美两国汽车保有量比较 (单位：亿辆)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 22：2004-2013 年中美两国汽车人均保有量比较（辆/人）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2000 年以来，中国总体达到小康水平，消费结构升级在加快，由原来的吃穿为主的生存性消费向住、行、教育、旅游这些发展性和享受性消费过渡。目前，发达国家汽车生产和消费行业已进入发展成熟期，参考发达国家的发展经验，随着汽车保有量增速变缓，汽车产业将由制造链向消费服务链不断延伸，汽车消费综合服务行业在汽车产业链的地位将不断增强。目前，中国的汽车产业链处在全面扩容阶段，汽车消费服务快速增长，汽车驾培服务行业处于快速规模扩张时期。

2015 年 12 月 10 日消息，国务院办公厅近日转发《公安部交通运输部关于推进机动车驾驶人培训考试制度改革意见的通知》。其中提及“在有条件的地方，试点非经营性的小型汽车驾驶人自学直考”。即人们可以不通过驾校学习而直接考取驾照，文件对于改革时间有明确的限定：即 2016 年上半年实施，启动重大改革事项试点；2017 年，总结试点经验，深入推进改革实施；2018 年，完成改革重点工作任务，基本解决培训考试中的不便利、不规范、不经济等问题。

截至目前，各地尚未根据国办 88 文出台具体的细则和方案，从国办 88 号文来看，个人自学直考仍然存在较高的门槛，比如车型限定于“小型汽车”，不能从事经营性质的培训，要加装副制动装置、辅助后视镜等；必须有随车指导人员陪同，对随车指导人员有一定要求，在学习过程中有道路交通安全违法行为或者造成交通事故的，由随车指导人员依法承担责任；必须在交管部门指定的线路以及时间进行学习，并需要提前向交管部门提出申请。虽然理论上国家允许个人自学直考，但实际上个人自学直考操作难度仍然很高。

对于驾培服务机构来说，建立起从驾驶培训、汽车陪练、汽车维修、汽车消费金融、汽车美容、汽车租赁、汽车销售等一整条服务链，是突破现有经营模式和提高企业抗风险能力的一个主要发展方向。

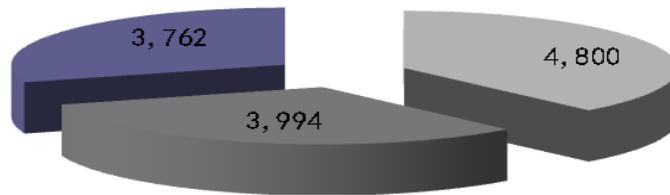
2.3. 公司经营区域的扩张和经营能力的提升

目前，我国驾驶培训机构的地区分布表现出由东向西逐步递减的区

域特点。东部地区经济发达，人民消费观念与消费水准高于全国平均水平，汽车驾驶培训服务产业规模呈现逐步稳定增长态势，企业共计 4,800 家；中部地区汽车驾驶培训服务市场发展潜力巨大，共计 3,888 家企业，市场竞争激烈；受地区行业管理不规范、经济发展相对落后、人口基数小等诸多因素影响，目前西部地区市场规模明显落后于其他地区，企业数量总计为 3,705 家。

图表 23：我国机动车驾驶员培训机构地区分布情况

■ 东部地区（户） ■ 中部地区（户） ■ 西部地区（户）



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

北京、上海等城市已逐步实现驾培服务行业规范化发展，市场规模增长逐步稳定，汽车驾驶员年增量数据趋于平稳，这些城市呈现出行业发展进入成熟阶段的特点。在一线城市涌现一些管理水平高、教学设施好、品牌优势突出的汽车驾培服务企业，随着区域性市场整合，预计未来五年内，一线城市将呈现行业集中程度逐步提高的趋势，优势企业将实现模型扩张，突破行业发展的地域性束缚。近年来中国经济快速发展，公路总里程数不断增长，道路交通、用车环境等基础设施配套日趋成熟，二、三级城市的汽车驾驶服务市场逐步变大，呈现加速发展的趋势。

口碑式营销是公司招生的重要渠道。2012 年至 2015 年 6 月公司回收的学员意见卡中，学员对东方时尚总体服务评价为好和很好的合计占比为 90% 以上。根据公司招生办统计数据，报告期内公司约有 1/3 以上的学员属于朋友介绍或学员介绍。2014 年 4 月之前，员工介绍费（为鼓励员工向公司介绍学员，根据介绍学员的数量计发的介绍费）占到了 2014 年度销售费用的 10% 左右。尽管目前我国驾培服务机构有区域化发展的特点，但一些大型驾培服务机构将逐步实现跨地区连锁化经营，不断提升市场占有率。

预计未来三至五年内，北京、上海等一线城市的优秀企业将逐步突破驾培服务行业的区域性限制，通过采用并购中小规模地方驾校或跨区域自营模式，从供给角度加强培训能力和教学水平，建立具有全国影响力的品牌化管理模式。

未来，公司将在周密调查、细致研究的基础上，选择在其他合适的城市和地区，通过合作或独资设立子公司，提升公司在全国驾培行业的

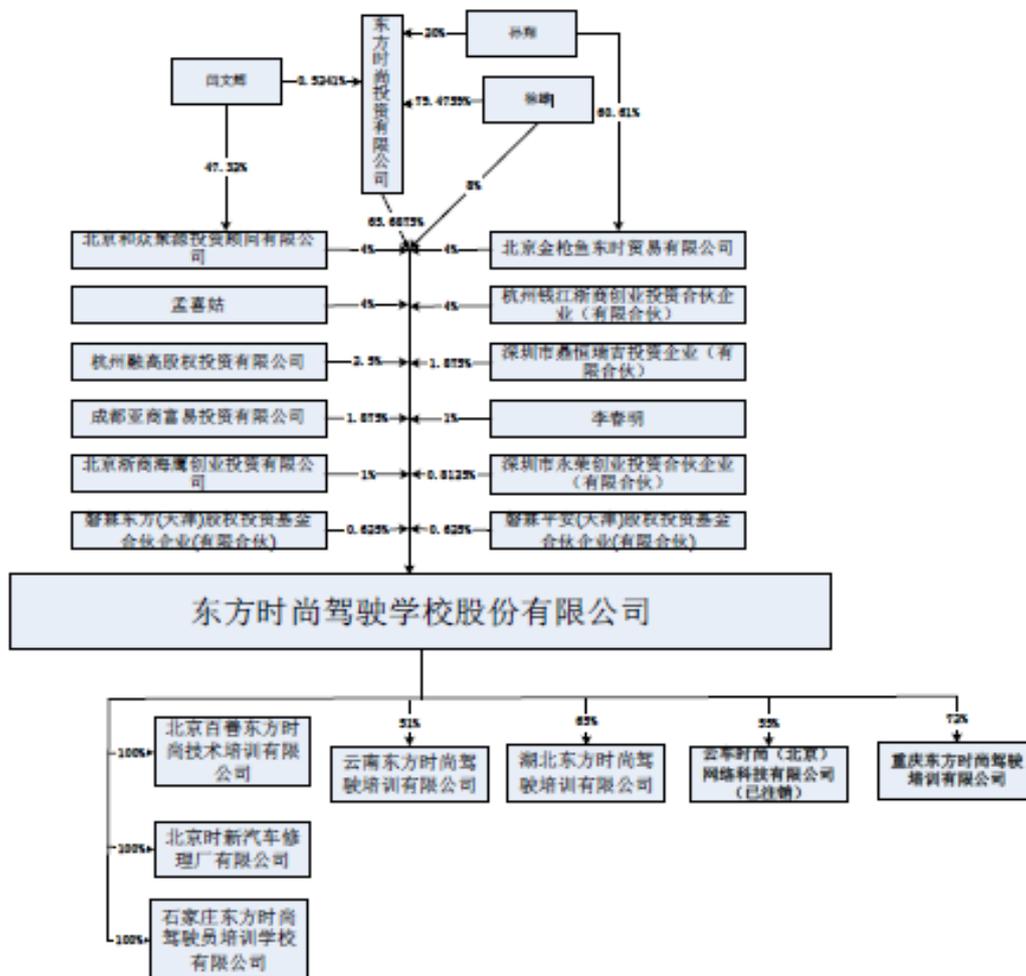
市场占有率，提升公司的盈利能力。同时，公司也将不断加大训练设施的建设力度，更新和补充训练车及班车，引进优秀管理人才和合格的驾驶培训人员，使得年培训能力逐年提升，带来业务规模的不断扩大和营业收入逐年增加。随着本次募集资金投资项目的实施，公司现有的培训区域和培训能力将得到极大的提高，公司的持续经营能力和盈利能力都将得到进一步增强。

3. 盈利预测与合理价格

公司此次公开发行 5,000 万股，占发行后总股本的比例为 11.90%，公司股东不在本次发行过程中进行老股转让，发行价格为 16.40 元/股，市盈率为 21.74 倍（每股收益按照 2014 年经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后总股本计算）。

发行前，公司总股本 3.7 亿股，法定代表人为徐雄直接持有公司 8% 股份，并持有投资公司 79.4759% 的股权，投资公司持有公司 65.6875% 的股份。徐雄因此直接或间接总计持有公司 60.2057% 的股份，为公司实际控制人。

图表 24：本次发行前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

募集资金将主要用于东方时尚服务配套设施项目、石家庄东方时尚驾驶员培训项目、湖北东方时尚驾驶培训基地项目等项目建设。公司此次募集资金投资项目拟使用募集资金约 82,434.55 万元，涉及项目总投资约 188,273.18 万元，资金差额将由公司自筹解决。公司首次公开发行股票所募集的资金，扣除发行费用后将用于如下项目：

图表 25：募集资金用途

序号	投资项目	项目投资额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	实施主体
1	东方时尚服务配套设施项目	43,271.50	41,271.50	东方时尚
2	石家庄东方时尚驾驶员培训项目	30,001.19	12,000.00	石家庄东方时尚
3	湖北东方时尚驾驶培训基地	115,000.49	29,163.05	湖北东方时尚
	合计	188,273.18	82,434.55	

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

登陆资本市场后，公司在资本规模和公司培训能力上都将实现跨越式发展。公司实际控制人徐雄表示：“在合适时机，公司谨慎选择同行业企业进行收购、兼并或合作。”而涉及海外拓展计划时，徐雄表示：“下一步将根据市场的需求，拓展海外驾驶培训业务，收购或者开办飞行驾驶学校。”²

本次公司公开发行募集资金到位以后，公司的资产规模、培训能力、综合竞争实力和抗风险能力将进一步增强，进而带来整体市场份额和企业盈利能力的提升。我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.80 元、0.87 元和 1.07 元，给予公司 2016 年 20-25 倍市盈率，合理价格区间为 17.40-21.75 元。

² <http://money.163.com/16/0130/03/BE11T06000253B0H.html>

4. 风险提示

公司的收入主要取决于招生人数和收费标准，面临的主要风险为国家后续对驾驶培训行业相关改革可能带来的不确定性，我们将公司经营风险分为影响招生人数下降、收费标准下降和经营成本上升三大类，并对其影响因素进行分析。

4.1. 招生人数下降的风险

年招生人数受服务质量、行业政策变化或预期变化等内外部多种因素影响，内部原因比如公司学员人数较多时，约车相对困难，学员消费感受不好会使得公司口碑变差，招生人数下降；外部因素比如近年来，相关部门一直在研究关于驾驶培训的改革措施，学员受理资格、培训内容和考试内容等不时变化。针对这些变化或者制度正式实施前的预期变化，学员会根据对自身学习的有利或不利情况来选择报名时间，使得公司每年学员报名量有一定的波动。如果公司面临的内外部环境发生不利变化，可能会对公司经营产生重大不利影响，使得公司招生人数下降，从而导致公司经营业绩下降。具体来说，风险主要出现在一下几个方面：

（一）驾驶培训模式改革的风险

根据新华社等媒体 2015 年 2 月 15 日的报道，中央已审议通过了《关于全面深化公安改革若干重大问题的框架意见》及相关改革方案，即将印发实施。其中在深化公安行政管理改革方面提出——扎实推进户籍制度改革，取消暂住证制度，全面实施居住证制度，——改革驾驶人培训考试制度，实行驾驶人自主预约考试、异地考试，减少群众排队等待，让群众有更多的自主选择的余地。根据 2015 年 4 月 14 日至 15 日召开的全国公安机关改革办主任会议发布，——全面深化公安改革涉及的 110 余项改革举措已全部落实部领导责任、分工到各警种和部门，今年 9 个方面的重点改革任务均已签订责任书，年内将开展小型汽车驾驶人自学直考、自主预约考试、异地考试，重大疑难案件听取检察机关意见和建议制度等多项改革试点工作。目前，深圳等地区已经开始试点驾驶人自主预约考试的相关工作。

（二）驾照考试难度增大的风险

近年来，交通部和公安部对道路安全、和谐交通的重视程度显著提高，努力推动驾培服务企业逐步从应试教育模式向素质教育模式的发展与升级，并对参加考试的学员提出更高要求，督促驾驶培训机构增加教学内容，驾照考试难度增大。该等措施可能导致机动车驾驶培训机构的运营成本提高，进而对公司经营业绩产生不利影响。

（三）驾培市场需求减少的风险

随着我国机动车驾驶员培训行业的发展，在驾驶人占人口比重上升到一定水平后，我国机动车驾驶员培训市场当前的快速增长趋势可能会放缓，每年新增机动车驾驶人数量可能会下降，2011-2013 年，我国机动

车驾驶人和家用汽车保有量数量分别为 2.36 亿人和 2.25 亿辆、2.60 亿人和 2.40 亿辆、2.80 亿人和 2.50 亿辆，每年的增速已出现减缓，未来存在市场需求减少导致公司业绩下滑的风险。

（四）北京大兴校区训练道路减少的风险

公司北京大兴校区的经营场地主要为办公场地、法规培训教室、模拟机训练教室、驾驶训练考场、模拟训练道路和实际训练道路。目前公司的训练道路分布在三个区域，分别为南区、东区和西区。南区是公司的核心经营区，配置有公司的办公场地、法规培训教室、模拟机训练教室、驾驶训练考场和模拟训练道路，为公司自有土地，面积 225 亩，已取得国有土地使用权证；公司东区为代征绿地，涉及土地面积 183 亩，其中公司仅实际使用约 130 亩（包括长度约 25 公里的训练道路及少数构筑物等辅助训练设施），其他为绿化带等；西区为预收储土地，涉及土地面积 1067.2 亩，其中公司仅实际使用约 400 亩（包括长度约 72.5 公里的训练道路及少数构筑物等辅助训练设施），其他为绿化带等，根据《北京市大兴区土地利用总体规划（2006-2020 年）》，该预收储地的用地规划为风景旅游用地。以报告期内公司经营数据根据理论假设进行测算，公司东西区各年确认的收入占公司当年收入的 50% 左右。由于兴创投资与相关村集体签署的涉及公司西区的部分土地租用协议期限至 2017 年 9 月结束，如到期后不能续签，公司将不能继续使用西区，公司训练道路长度（包含场内道路和实际道路）将由 284.9km 下降至 212.4km，减少 25.45%；如果公司东区和西区训练场地被要求限期拆除、整改，导致公司不能继续使用东区和西区，公司训练道路（包含场内道路和实际道路）长度将由 284.9km 下降至 187.4km，减少 34.23%。公司因以上原因存在训练道路减少导致的业绩下滑风险，同时公司西区上的资产（未摊销完毕的长期待摊费用，截至 2015 年 6 月 30 日，账面价值 1,060.41 万元）存在减少的风险。

（五）市场拓展风险

目前公司正在向全国拓展。公司虽已在云南、湖北、河北等北京以外区域设立了三家子公司，但是驾培服务业务存在区域性差异的特点，公司品牌影响力和经营模式如何在国内其他地区快速有效复制存在不确定性。公司的主营业务驾驶培训对场地需求量较大，因为我国土地供应有较为严格的供地指标、招拍挂手续等方面的法律规定，以及国家和地方政策限制，公司能否按照计划取得项目发展所需用地存在不确定性，该等不确定性进一步带来对项目整体建设和运营的不利影响。目前公司的云南、湖北项目均取得了一部分用地，后续用地尚待经合法程序取得，公司能否按照计划取得相关用地存在不确定性。如果未来国内市场出现重大变化或国内市场开拓不力，公司经营业绩的持续稳定增长将受到不利影响，因此公司存在国内市场拓展风险。

4.2. 收费标准下降的风险

（一）收费模式变化的风险

为了促进驾驶培训市场开放竞争、驾驶考试公平公正、服务管理便捷高效，不断满足人民群众驾驶培训考试需求，不断提高驾驶培训考试质量，2015 年 12 月 10 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅转发公安部交通运输部关于推进机动车驾驶人培训考试制度改革意见的通知》（国办发【2015】88 号）（以下简称“国办 88 号文”），指出改革的主要任务集中在培训方式、培训管理、考试供给能力、考试组织方式、监督问责、服务水平等六个方面，涉及驾驶培训行业管理体系、主管部门、培训机构和从业人员，将于 2016 年上半年启动重大事项改革试点，2017 年总结试点经验深入推进，于 2018 年全面完成改革重点任务。尽管目前各地尚未根据国办 88 号文出台具体的细则和方案，但随着改革的推进，如果公司不能持续提升自身的服务品质以保证竞争优势，将对公司产生重大不利影响，从而导致经营业绩下降。

随着国办 88 号文的发布，为适应改革需要，保证公司的竞争优势，公司收费模式有可能从先收费后培训逐步过渡到计时收费或者先培训后收费，从而使得公司每年经营活动产生的现金流量净额下降和利息收入减少。

（二）收费调价的风险

近年来，因为驾驶培训标准的改革、驾驶培训时间延长以及公司招生数量不断扩大，公司数次上调学员收费标准，在一定程度上增强了公司的盈利能力。随着未来驾培行业市场竞争加剧，公司收费标准未来可能无法持续上升，对公司盈利能力的继续增长或有不利影响。

4.3. 经营成本上升的风险

（一）燃料价格波动风险

公司驾培服务业务的成本主要包括员工人工成本、燃料费、汽车零配件等。公司所用燃料为汽油、柴油和天然气，耗用金额逐年增加，主要是由于业务规模不断扩大使得耗用量逐年增加。

2012 年-2015 年上半年，公司汽油、柴油和天然气消耗总金额占主营业务成本比例为 21.63%、16.63%、13.24%和 10.58%。近年来国际石油价格波动较大，若未来油价大幅上涨，将导致本公司的营业成本增加，进而对本公司的盈利产生不利影响。

（二）折旧摊销快速增加的风险

目前，公司已在外地设立了云南东方时尚、石家庄东方时尚、湖北东方时尚和重庆东方时尚四家子公司，其中云南东方时尚和石家庄东方时尚已于 2014 年开始招生和运营，由于固定资产折旧金额较大，分别亏损 5,477.77 万元和 2,777.02 万元，2015 年 1-6 月，云南东方时尚和石家庄东方时尚分别亏损 1,603.27 万元和 2,483.25 万元。鉴于云南东方时尚和石家庄东方时尚以后年度折旧摊销的时间较 2014 年更长，当年的折旧

摊销金额较 2014 年度更大，会对公司经营业绩产生不利影响。

（三）人工成本上升的风险

人工成本上升已成为中国经济发展的重要趋势，也成为国内许多企业面临的共性问题。报告期内，公司人工成本占主营业务成本的比重分别为 51.25%、54.50%、61.28%和 61.18%。2012-2014 年，公司生产人员年平均人工成本分别为 6.26 万元、7.27 万元和 9.07 万元，直接人工成本整体呈上升趋势。此外，公司承诺，员工的待遇在北京市同行业中始终保持最高，因此公司会根据经营情况持续提升公司的工资水平。因此，公司存在人工成本上升导致盈利能力下降的风险。

东方时尚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	477	8424	8369	8467	营业收入	1285	1387	1596	1994
应收款项	3	3	3	4	营业成本	524	572	680	861
存货	0	0	0	0	营业税金及附加	42	46	53	66
其他流动资产	14	14	16	20	销售费用	67	83	96	120
流动资产合计	494	8441	8388	8492	管理费用	224	246	282	349
固定资产	567	904	1217	1502	财务费用	6	0	0	0
无形资产及其他	310	299	289	279	投资收益	1	1	1	1
					资产减值及公允价值				
投资性房地产	327	327	327	327	变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1697	9972	10221	10599	营业利润	421	441	487	600
短期借款及交易性金融					营业外净收支	8	9	0	0
负债	11	11	11	11	利润总额	430	450	487	600
应付款项	9	12	13	17	所得税费用	132	113	122	150
其他流动负债	640	677	779	973	少数股东损益	(28)	0	0	0
流动负债合计	660	700	803	1001	归属于母公司净利润	326	338	365	450
长期借款及应付债券	137	137	137	137					
其他长期负债	153	153	153	153	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
长期负债合计	291	291	291	291	净利润	326	338	365	450
负债合计	950	990	1094	1292	资产减值准备	(0)	0	0	0
少数股东权益	119	119	119	119	折旧摊销	83	101	137	179
股东权益	628	8863	9009	9189	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
负债和股东权益总计	1697	9972	10221	10599	财务费用	6	0	0	0
					营运资本变动	200	40	101	193
重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E	其它	(9)	(0)	0	0
每股收益	0.88	0.80	0.87	1.07	经营活动现金流	600	479	602	822
每股红利	0.60	0.48	0.52	0.64	资本开支	(275)	(428)	(439)	(453)
每股净资产	1.70	21.10	21.45	21.88	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	25%	24%	23%	23%	投资活动现金流	(275)	(428)	(439)	(453)
ROE	52%	4%	4%	5%	权益性融资	0	8100	0	0
毛利率	59%	59%	57%	57%	负债净变化	52	0	0	0
EBIT Margin	33%	32%	30%	30%	支付股利、利息	(222)	(203)	(219)	(270)
EBITDA Margin	40%	39%	39%	39%	其它融资现金流	61	0	0	0
收入增长率	34%	8%	15%	25%	融资活动现金流	(278)	7897	(219)	(270)
净利润增长率	22%	3%	8%	23%	现金净变动	47	7948	(56)	99
资产负债率	63%	11%	12%	13%	货币资金的期初余额	430	477	8424	8369
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	477	8424	8369	8467
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	420	43	162	368
EV/EBITDA	1.9	1.8	1.8	1.7					

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

