

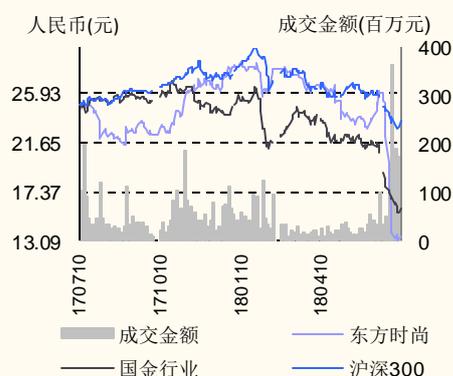
# 东方时尚 (603377.SH) 增持 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 13.51 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	164.86
总市值(百万元)	7,943.88
年内股价最高最低(元)	28.67/13.09
沪深 300 指数	3459.18
上证指数	2815.11



## 驾培龙头，管理&资源护城河显著，行业分散，标准化&集中度有望提高龙头或受益

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.586	0.559	0.439	0.502	0.574
每股净资产(元)	3.88	4.14	4.46	4.86	5.36
每股经营性现金流(元)	0.53	0.64	0.88	0.99	1.13
市盈率(倍)	68.94	71.47	30.78	26.90	23.53
净利润增长率(%)	-25.27%	-4.47%	9.84%	14.42%	14.32%
净资产收益率(%)	15.09%	13.51%	13.79%	14.47%	14.99%
总股本(百万股)	420.00	420.00	588.00	588.00	588.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 东方时尚有限公司是一所成立与 2005 年，主营驾驶员培训的公司。公司通过并购+自建方式，在全国建立了 12 余所驾驶员培训学校。2018 年，公司开始布局航空人才培养，通过合作办学、企业合作的形式，公司的业务已经包含了航空学校与航空培训。公司近年业绩波动较大，一方面是由于驾培培训业务的收入确认周期有所改变，受驾培新规影响预收账款收入确认有所改变，另一方面，因扩张期新网点利润率较低，整体利润率有所下滑，预计等到新网点运营到成熟阶段，利润率会有所回升。
- 公司为驾培行业龙头企业，依托其标准化管理和集团化运营，在异地扩张的进程中公司或将取得进一步发展。驾培行业市场规模空间较大，据我们测算 2022 年市场规模或将达 1080 亿元，且各地区驾培市场高度分散，即使是东方时尚这样规模和体量的上市公司，从目前的培训人次比重来看，其全国市占率也仅为 1% 左右。东方时尚作为最早上市的驾培龙头企业，进行异地扩张时，相较于地方规模较小、不成系统、缺乏标准化管理和集团化运营的地方驾校而言，具有一定竞争优势，有望通过市占率的提升，抢占更高市场份额，实现进一步发展，增长空间较大。
- 公司的护城河主要是其已有的行业经验、土地资源获取能力以及政府资源。公司北京总部的驾校在当地优势明显，在多年的经验积淀下，驾校的运营模式为后期异地扩张提供借鉴途径。目前公司拥有的土地资源充沛，扩张具备实力基础。自有土地使用权分别为北京 15 万平方米、云南 32.56 万平方米以及在重庆、山东和晋中也有布局。租赁土地使用权分别为石家庄 30.67 万平方米、湖北 66.67 万平方米。资金的存量和流量均稳定，2018Q1 经营活动产生现金流量净额为 3.8 亿元，占营业收入比为 175.7%，同比提高 118.6pct。强土地资源获取能力，和多年积累的行业经验及政府资源形成了公司的护城河，为公司增长打下坚实基础。
- 千亿驾培市场高度分散，驾校地域性龙头市占率有望提升。我们认为，公司有望依托标准化管理和集团化运营，利用其丰富的行业经验，较强的土地资源获取能力，在异地扩张进程中取得不错进展。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.439 / 0.502 / 0.574 元，对应 PE 为 31x / 27x / 24x，首次覆盖给予增持评级，目标价 16.5 元。

### 风险

- 新开办驾学的盈利周期可能较长；北京的驾培市场增速或将放缓等风险。

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghuilin@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、东方时尚：驾驶员培训行业龙头，拓展航空培训业务.....	4
二、经营分析：多地布局，多元化招生渠道并行，土地储备充足.....	5
2.1 以驾培服务为主导的教育服务模式，多地布局颇有进展.....	5
2.2 自主招生为主，代理招生为辅模式拓宽招生渠道，口碑营销不容小视....	8
2.3 获取土地资源能力较强，助力异地扩张进程.....	9
三、财务分析.....	11
3.1 受收入确认周期影响营收有所下降，北京以外地区收入占比有所提高..	11
3.2 毛利率和归母净利率在扩张期略有下滑.....	12
3.3 预收账款增速略高于营收增速，经营活动现金流 2018Q1 大幅提升.....	14
四、千亿驾培市场高度分散，驾校地域性龙头市占率有望提升.....	15
五、投资建议.....	16
六、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：东方时尚所有子公司.....	4
图表 2：东方时尚持股结构.....	5
图表 3：东方时尚驾驶学校风采展示.....	5
图表 4：公司各地课程收费情况.....	6
图表 5：东方时尚地域布局.....	7
图表 6：东方时尚北京总部学员情况.....	7
图表 7：云南东方时尚学员情况（人）.....	8
图表 8：石家庄东方时尚学员情况（人）.....	8
图表 9：官网报名图.....	8
图表 10：东方时尚 2013 年至 2017 年土地使用权情况.....	9
图表 11：东方时尚北京校区图.....	9
图表 12：东方时尚各地土地情况.....	11
图表 13：东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 营收情况.....	12
图表 14：东方时尚 2015 年至 2017 年营收按地区分类情况.....	12
图表 15：东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 毛利率及归母净利率.....	13
图表 16：东方时尚 2011 年至 2017 年分业务毛利率情况.....	13
图表 17：东方时尚 2015 年至 2017 年毛利率按地区分类情况.....	13
图表 18：东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 销售费用率、管理费用率和财务费用率.....	14
图表 19：东方时尚 2011 年至 2018Q1 预收账款情况.....	14
图表 20：东方时尚 2011 年至 2018Q1 经营活动产生的现金流量净额情况....	14
图表 21：东方时尚 2011 年至 2018Q1 货币现金情况.....	15
图表 22：民用汽车拥有量（亿）.....	15

图表 23: 驾校参与人数 (万) .....	16
图表 24: 驾驶培训机构数量与增速 .....	16
图表 25: 我国 2017 年至 2022 年预计驾培市场规模 (亿元) .....	16

## 一、东方时尚：驾驶员培训行业龙头，拓展航空培训业务

- 东方时尚成立于 2005 年，主营业务是驾驶员培训，2016 年在上交所上市。公司提供驾培服务、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。根据 2017 年年报，主营业务构成中，驾培服务收入占 98.87%，陪练服务占 0.68%，其他业务占 0.46%。
- 公司以“自建+并购”的模式实现增长，先后在北京、石家庄、广州、深圳、苏州、山东、湖南等地设立培训中心。公司计划在提升市场占有率的基础上，向全国连锁扩张，将公司打造成具有全国影响力的驾驶培训领军企业。
- 公司业务领域扩展至航空人才培养。2018 年 4 月，公司与昆明理工大学签署《合作办学协议》，计划在民航人才培养、学历教育等方向开展深度合作。双方拟共建飞行技术专业，初期在昆明理工大学民航学院呈贡校区办学，并根据办学需要选择合适土地，进行学院规划、建设，筹建独立校区。2018 年 6 月，公司下属子公司东方时尚航空与山东海若通用航空签署增资协议，东方时尚航空拟支付合计 4499 万元现金受让海若通航的 55% 股权，并以 5500 万元向海若通航进行增资。海若通用航空主要从事飞行驾驶执照培训业务。

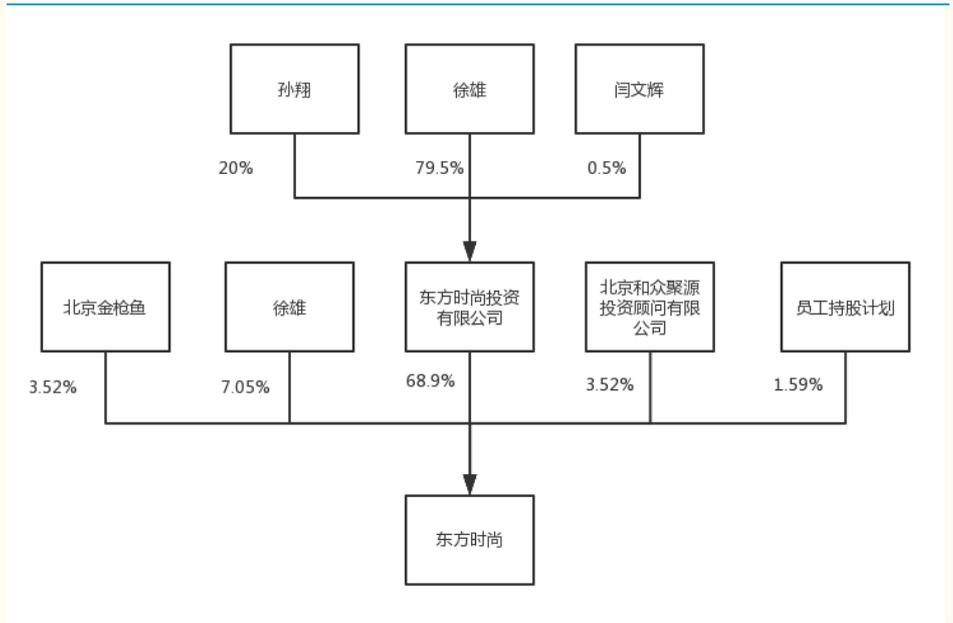
图表 1：东方时尚所有子公司

被投资的公司名称	成立时间	主要经营活动	参控关系	注册资本 (亿)	参股比例%	取得方式
湖北东方时尚驾驶培训有限公司	2012 年 8 月 17 日	驾驶培训	子公司	2.4	65	设立
东方时尚驾驶学校（江西）有限公司	2013 年 6 月 28 日	驾驶培训	子公司	2.5	51	收购
内蒙古东方时尚驾驶培训有限公司	2016 年 9 月 26 日	驾驶培训	联营企业	0.34	48.7	收购
荆州东方时尚驾驶培训有限公司	2010 年 12 月 20 日	驾驶培训	联营企业	0.88	60	收购
山东东方时尚驾驶培训有限公司	2016 年 11 月 21 日	驾驶培训	子公司	3	66.67	设立
云南东方时尚驾驶培训有限公司	2011 年 7 月 13 日	驾驶培训	子公司	3.6	61.43	设立
石家庄东方时尚驾驶培训有限公司	2013 年 11 月 18 日	驾驶培训	子公司	1.5	100	设立
重庆东方时尚驾驶培训有限公司	2015 年 12 月 10 日	驾驶培训	子公司	2.8	72	设立
深圳东方时尚驾驶培训有限公司	2016 年 6 月 12 日	驾驶培训	子公司	0.6	10	设立
湖南东方时尚汽车文化发展有限公司	2017 年 6 月 27 日	驾驶培训	子公司	3	51	设立
广东东方时尚驾驶培训有限公司	2017 年 3 月 16 日	驾驶培训	子公司	3	55	设立
苏州东方时尚驾驶培训有限公司	2017 年 6 月 13 日	驾驶培训	子公司	1	100	设立
北京百善东方时尚技术培训有限公司	2010 年 8 月 17 日	计算机技术培训	子公司	0.3	100	设立
北京时新汽车修理厂有限公司	2010 年 9 月 19 日	汽车维修	子公司	0.05	100	设立
北京京安驾驶人安全与素养研究院	-	研究	子公司	0.1	100	设立
东方时尚国际航空发展有限公司	-	飞行员	子公司	1.8	60	设立

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司创始人及实际控制人徐雄行业经验和资源丰富。东方投资持有东方时尚 68.9% 的股份，徐雄持有 79.5% 东方时尚投资有限公司的股份，为东方时尚实际控制人。徐雄自 1995 年起开始进入驾驶培训行业，至今已有超过 20 年的经验。他率领团队将北京东方时尚驾校从一个新设立的学校，建成了一个占地 1500 亩的生态公园，集汽车驾驶技能初级和高级培训、汽车历史和文化展示、品牌车展、汽车运动、休闲娱乐等综合功能，在北京占据一定市场地位之后，进一步布局异地市场扩张。

图表 2：东方时尚持股结构



来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、经营分析：多地布局，多元化招生渠道并行，土地储备充足

### 2.1 以驾培服务为主导的教育服务模式，多地布局颇有进展

- 东方时尚的主业业务为机动车驾驶培训，服务包括驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等。其中驾培服务贡献营收占比近 99%。公司提供服务的班型主要有速成班、假日班、预约班、贵宾/外宾班和残疾人班。其多元化的班型可拓展各个年龄及类型客户群，扩大招生范围。服务地区主要在北京地区。随着公司发展，公司主要采取设立异地子公司或是收购的方式进行地区的横向扩张。其中东方时尚（江西）、内蒙古东方时尚、荆州东方时尚采取收购的方式，其余子公司采取设立的方式。

图表 3：东方时尚驾驶学校风采展示



来源：公司官网、国金证券研究所

- **课程设置**——学校主要进行 A1、B2、C1C2、C5、摩托车驾照教育培训，其收费情况和课程设置根据不同地方有差异。总体上，公司把课程划分成速成班、保过班、VIP 班三种类型。其中速成班价格最低，但是不包括学生补考费用；保过班包含了学生补考的全部费用和一定的附加服务；VIP 班提供接送、餐饮住宿等增值服务。具体收费标准如下：

图表 4：公司各地课程收费情况情况

	摩托车	C1	C2	C5	A1	A2	A3	B1	B2
<b>北京/石家庄</b>									
平日班/日常班/普通班	1800-2200	-	-	5100	13800	19000	-	9800	13800-19000
假日班	2100-2500	6600	6600	-	-	-	-	-	-
贵宾班/外宾班	3300-3800	11000	11000	-	-	-	-	-	-
预约计时班	-	5300-5600	5600	-	-	-	-	-	-
速成班	-	6300	6300	-	-	-	-	-	-
外籍换证班	-	1000	1000	-	-	-	-	-	-
残疾专用车型	-	-	-	5100	-	-	-	-	-
<b>云南</b>									
日常班/普通班	-	4288-4998	4288-4998	-	12900	-	-	-	12900
暑期班	-	3698-4499	3698-4499	-	-	-	-	-	-
速成班/周末休闲班/晚间	-	5600-5898	5600-5898	-	-	-	-	-	-
特惠班	-	4900	4900	-	-	-	-	-	-
预约计时班	-	6300	6300	-	-	-	-	-	-
保过班	-	5700	5700	-	-	-	-	-	-
贵宾班	-	11999	11999	-	-	-	-	-	-
关爱班(残疾专用车型)	-			7000	-	-	-	-	-
驾驶技能进阶全套课程	-	1440	1440	-	-	-	-	-	-
一对一陪练	-	90 元/时	90 元/时	-	-	-	-	-	-
<b>荆州</b>									
经济班/普通班	-	3000-3500	3000-3500	-	10200	10200	11200	10200	10200
假日班	-	6800	6800	-	-	-	-	-	-
贵宾班	-	9980	9980	-	-	-	-	-	-
预约计时班	-	5000	5000	-	-	-	-	-	-
速成班	-	5800	5800	-	-	-	-	-	-
外籍换证班	-	-	-	-	-	-	-	-	-
残疾专用车型	-	-	-	5000	-	-	-	-	-
<b>呼和浩特</b>									
快速班	-	3780	3980	-	-	-	-	-	-
保过班	-	4480	4680	4680	-	-	-	-	-
贵宾班	-	7380	7580	7580	-	-	-	-	-

来源：学校官网，国金证券研究所

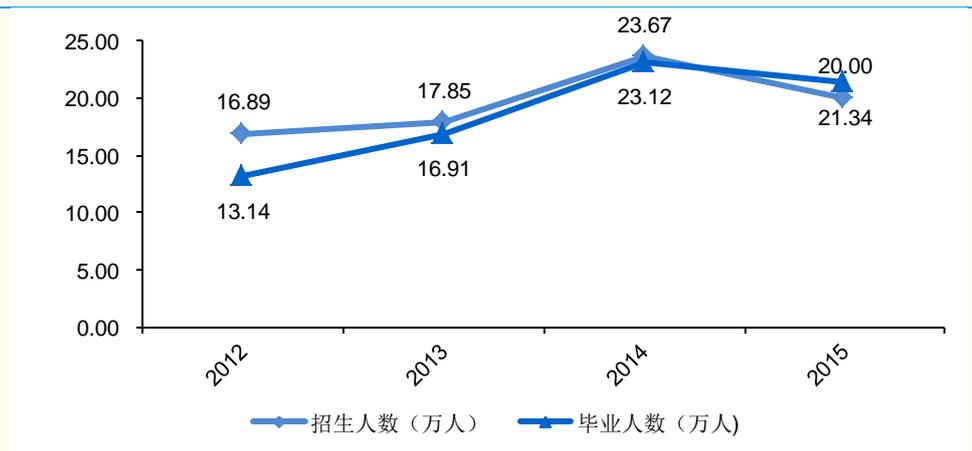
图表 5：东方时尚地域布局



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司北京总部招生数稳步发展，2017 年上半年市占率近 30%。北京总公司位于北京市大兴区金星西路，占地约 3000 余亩。公司拥有宝来、桑塔纳、伊兰特和金龙大型客车、中型客车、大型货车、牵引车、摩托车等各种训练用车 3000 余部，员工 5000 余人。公司也是全国第一个“残疾人驾驶汽车训练示范基地”并拥有外籍学员培训资质。从北京总部培训来看，2012 年至 2014 年受理学员数分别为 15.59 万人、19.03 万人和 23.67 万人，公司 2012 年至 2015 年招生人数与毕业人数趋势类似。公司在北京的市场占有率逐步上升，市场份额进一步扩大，奠定其在北京驾培市场的优势。2012 年至 2014 年市场占有率分别为 19.96%、23.05%和 25.54%。2017 年上半年北京市场占有率近 30%。

图表 6：东方时尚北京总部学员情况



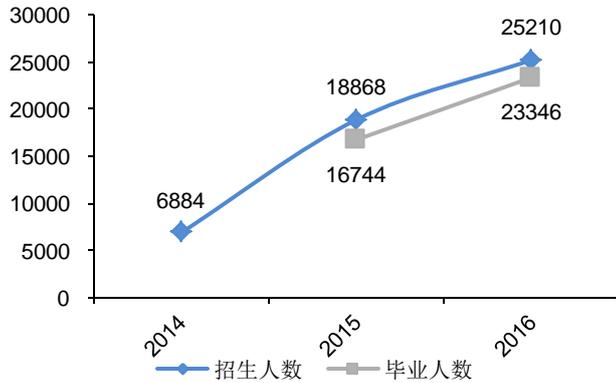
来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司其他地区子公司如云南东方时尚和石家庄东方时尚招生数形势较好。目前公司还在云南、石家庄、湖北、重庆、江西、深圳、内蒙古、山东、广东、江苏和湖南有下属子公司。
- 云南东方时尚招生人数毕业人数涨势显现。控股子公司云南东方时尚成立于 2011 年，占地面积约 500 亩，现有各种车型的训练用车 600 余部。云南东方时尚在当地学生数呈增长趋势，2014 年受理学员 0.47 万人，2014

年至 2016 年招生人数 CAGR 为 91.4%，2016 年毕业人数同比增速 39.4%。

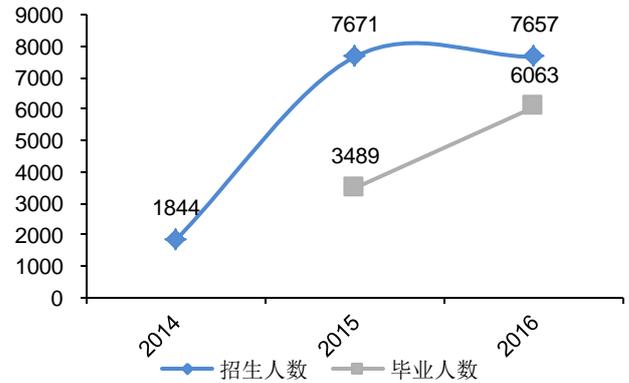
- **石家庄东方时尚招生人数和毕业人数呈上升趋势。**全资子公司石家庄东方时尚驾驶培训有限公司成立于 2013 年，训练场占地面积约 500 亩，培训用车 500 余辆，员工 1000 余人，年培训能力约为 6 万人。石家庄东方时尚 2014 年受理学员为 0.18 万人，2014 年至 2016 年招生人数 CAGR 为 104%，2016 年毕业人数同比增速 74%，驾培服务质量凸显。

图表 7：云南东方时尚学员情况（人）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：石家庄东方时尚学员情况（人）



来源：公司公告、国金证券研究所

## 2.2 自主招生为主，代理招生为辅模式拓宽招生渠道，口碑营销不容小视

- **公司为拓宽招生范围，采取多元化招生渠道并行。**主要采取以下四种招生渠道：
  - ① 招生分部，面向主要区域开设招生点，以便学员就近报名。2014 年公司设立的招生分部共计 26 家（不包括总部报名中心），其控股子公司云南东方时尚有 6 家招生分部（不含报名中心），全资子公司石家庄东方时尚有 6 家招生分部（不含报名中心）。2014 年公司北京 60% 的学员来源于直营的招生分布。2012 年至 2014 年，公司来自直营式招生渠道的报名人数分别为总报名人数的 90.53%、89.43% 和 86.95%。
  - ② 签约客户服务中心，针对主要是集体客户（客户人员较多的大机构）采取定向宣传和定向招生，并按需定制服务方案。2014 年公司在北京有 36 家签约客户服务中心。
  - ③ 代办招生机构，针对招生分部覆盖不到的区域，建立代理招生点。2014 年公司在北京有 16 家代办招生机构。
  - ④ 网上报名通道，包括公司官方网站、手机 APP、电商平台等。

图表 9：官网报名图



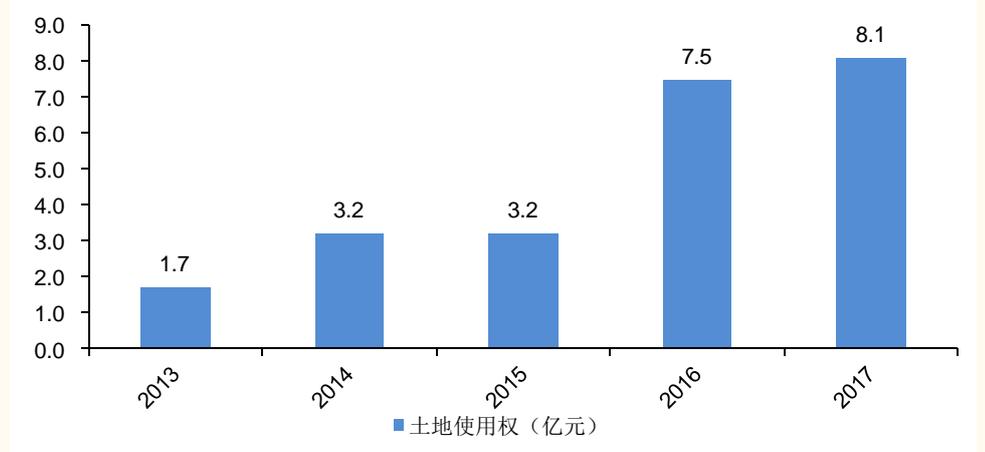
来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司主要的营销途径除了常规广告宣传外，其口碑营销不容小视。2012年至2014年公司每年约有1/3学员是通过“朋友介绍”或是“学员介绍”的方式加入。这一营销途径使得公司在销售费用的削减方面努力得以结果显现，从2013年开始公司销售费用率呈下降趋势，处于较低水平。

### 2.3 获取土地资源能力较强，助力异地扩张进程

- 公司的主营业务驾培服务对于土地需求较大，在异地扩张的进程中土地使用权的获得至关重要。自有土地使用权分别为北京15万平方米、云南32.56万平方米以及在重庆、山东和晋中也有布局。租赁土地使用权分别为石家庄30.67万平方米、湖北66.67万平方米。公司取得土地使用权计为无形资产科目，摊销期为50年。公司2013年至2017年土地使用权呈上升趋势，2017年达8.1亿元。预付土地款计为其他非流动资产。2016年土地使用权的大幅上升来自于公司在江西、重庆等地扩张取得的土地。公司租赁还是直接获取土地使用权影响到公司持有土地的持续能力，以及土地使用权的摊销期限也将影响费用。

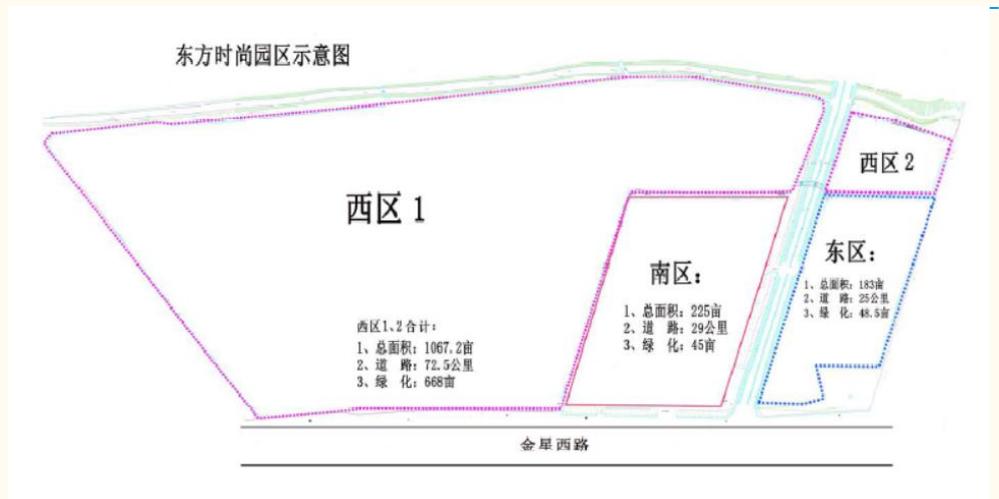
图表 10：东方时尚 2013 年至 2017 年土地使用权情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司北京总部的土地为其自有土地使用权资产。北京大兴校区的训练道路分布为三个区域，分别为南区、东区和西区。南区为公司自有土地，面积15万平方米，已取得国有土地使用权证。公司东区为12.2万平方米的代征绿地，西区为约71.15万平方米的预收储土地，规划为风景旅游用地。（代征绿地为规划城市公共绿地，预收储土地为收入还未进行规划用地，风景旅游用地为居民点以外的风景游赏用地和游览设施用地。）

图表 11：东方时尚北京校区图



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- **云南东方时尚的土地为获取的土地使用权。**2011年11月4日，云南东方时尚与云南省嵩明县职业教育基地管委会签订投资建校协议。云南东方时尚以出让方式取得488.37亩（32.56万平方米）土地使用权，每亩30万元，总计价款14651.1万元。前期云南东方时尚已取得17.67万平方米土地使用权证，后期取得11.97万平方米土地使用权证。
- **石家庄东方时尚的土地为租赁形式。**2013年1月22日，石家庄市公安交通管理局出租给公司的国有土地位于河北省石家庄市鹿泉市寺家庄镇岗上村，土地使用权取得方式为出让，面积500亩（33.33万平方米），其中建筑面积约5000平方米。石家庄市公安交通管理局将其中的30.67万平方米（460亩）及其地上建筑物出租给公司，租赁期为15年。租金起始为每年700万元，以后每年递增15万元。
- **湖北东方时尚的土地为租赁形式。**2013年，湖北公司与武汉鑫源天实业有限公司签订合同，预定土地面积66.67万平方米（1000亩），租赁时间20年，合同总金额11000万元。截至2017年12月31日，湖北公司向武汉鑫源天实业有限公司预付筹建项目前期款6000万元。
- **重庆公司的土地为取得的土地使用权。**2015年11月23日，公司和重庆灿金投资有限公司竞得国有建设用地使用权，改宗地成交单价为每平方米1801元，成交总价为24176万元（13.42万平方米）。
- **山东公司的土地为取得的土地使用权。**2016年11月16日公司投资山东淄博东方时尚驾驶培训基地项目。公司垫付资金总额8000万元，项目用地82万平方米（1230亩）。
- **晋中公司的土地为取得的土地使用权。**2018年6月25日，晋中东方时尚（控股子公司）、晋中置业（全资子公司）分别竞得国有建设用地使用权。其中，晋中东方时尚竞得地块，总面积6616.80平方米，成交总价为人民币2035万元，土地用途为商业用地，容积率为1.5；晋中置业竞得两个地块，第一个总面积15.69万平方米，成交总价为58627万元，土地用途为商业用地，容积率为3.0；第二个总面积3.47万平方米，成交总价为16700万元，土地用途为住宅用地，容积率为2.5。

图表 12：东方时尚各地土地情况

地区	面积	取得时间	取得方式	具体信息
北京	15 万平方米	-	取得土地使用权	南区为公司自有土地，面积 15 万平方米，已取得国有土地使用权证。公司东区为 12.2 万平方米的代征绿地，西区为约 71.15 万平方米的预收储土地，规划为风景旅游用地。
云南	32.56 万平方米	2011 年 11 月 4 日	取得土地使用权	以出让方式取得 488.37 亩（32.56 万平方米）土地使用权，每亩 30 万元，总计价款 14651.1 万元。前期云南东方时尚已取得 17.67 万平方米土地使用权证，后期取得 11.97 万平方米土地使用权证。
石家庄	33.33 万平方米	2013 年 1 月 22 日	租赁	其中建筑面积约 5000 平方米。石家庄市公安局交通管理局将其中的 30.67 万平方米（460 亩）及其地上建筑物出租给公司，租赁期为 15 年。租金起始为每年 700 万元，以后每年递增 15 万元。
湖北	66.67 万平方米	2013 年	租赁	租赁时间 20 年，合同总金额 11000 万元。截至 2017 年 12 月 31 日，湖北公司向武汉鑫源天实业有限公司预付筹建项目前期款 6000 万元。
重庆	13.42 万平方米	2015 年 11 月 23 日	取得土地使用权	公司和重庆灿金投资有限公司竞得国有建设用地使用权，改宗地成交单价为每平米 1801 元，成交总价为 24176 万元
山东	82 万平方米	2016 年 11 月 16 日	取得土地使用权	公司投资山东淄博东方时尚驾驶培训基地项目。公司垫付资金总额 8000 万元
晋中	0.66 万平方米+15.69 万平方米	2018 年 6 月 25 日	取得土地使用权	晋中东方时尚（控股子公司）竞得地块，总面积 0.66 万平方米，成交总价为人民币 2035 万元，土地用途为商业用地，容积率为 1.5；晋中置业（全资子公司）竞得两个地块，第一个总面积 15.69 万平方米，成交总价为 58627 万元，土地用途为商业用地，容积率为 3.0；第二个总面积 3.47 万平方米，成交总价为 16700 万元，土地用途为住宅用地，容积率为 2.5。

来源：公司公告、国金证券研究所

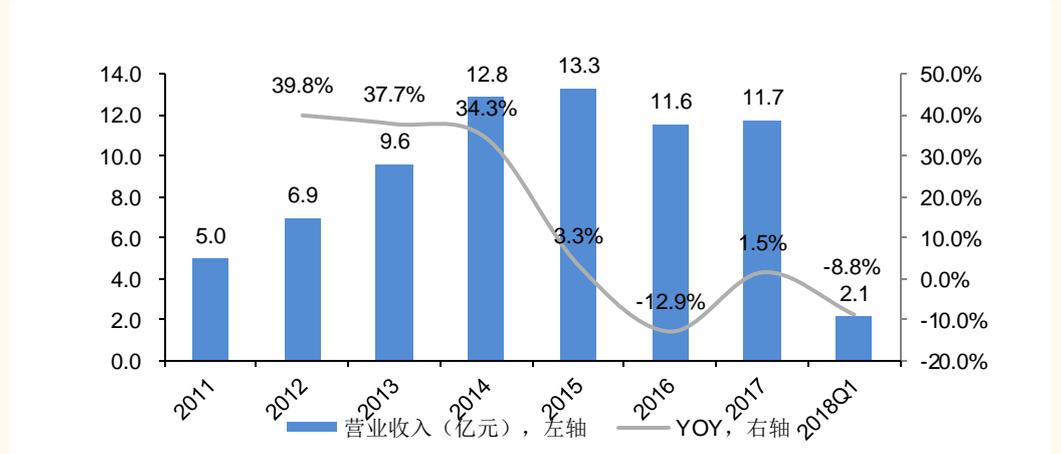
### 三、财务分析

#### 3.1 受收入确认周期影响营收有所下降，北京以外地区收入占比有所提高

- 东方时尚驾驶培训的收入确认采用收取学费计入预收账款，而后每月根据学员完成的训练课时（所处阶段）确认收入的方法。对于公司的任意班型，若收费为 X 元，则学员报名时即确认法培（科目一）440 元，代车管所收费 160 元，其余的 (X-440-160) 元，对应相应训练项目，基础训练过项目完成确认收入 50%、穿桩训练项目完成确认收入 35% 和外路训练项目完成确认收入 15%。公司陪练收入的确认采用客户自主选择陪练时间并缴费即计入预收账款，每月末根据客户已参加的陪练时间占总陪练时间比例结转确认收入的方法。
- 东方时尚 2011 年至 2015 年营收稳步增长，2016 年至 2018 年 Q1 营收有所下滑，增速放缓。其营收在 2016 年有所下滑的原因系主营收入驾驶培训业务的收入确认周期有所改变，因根据相关法规，学员的驾驶培训学习有效期为三年，而新规前有效期为两年，故学员参加训练和考试的频次（培训量）有所降低，故公司不能及时从预收账款中确认收入，导致其收入降低。这使得公司在单周期中因为课时较少而确认收入减少。而 2017 年开始，驾考新规实施，因学员可自主网上约车，学员考试时间和学车进

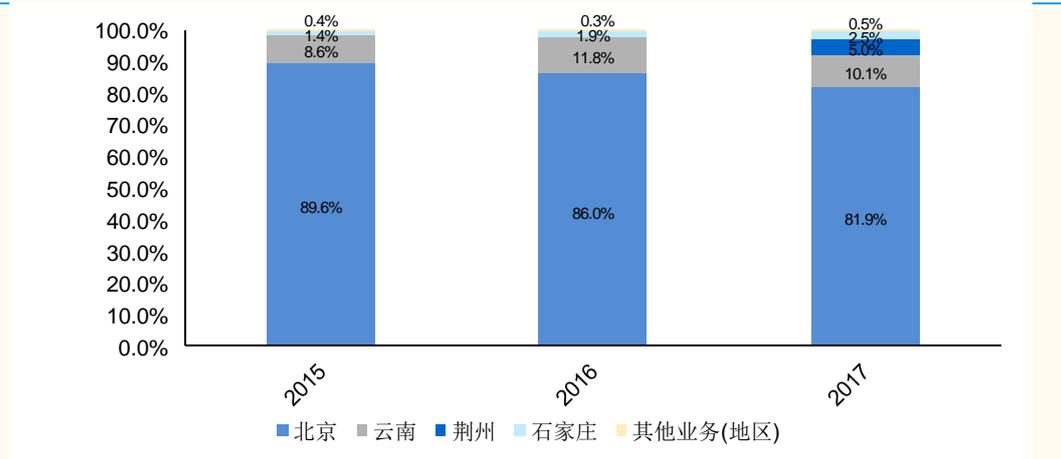
度不同步，影响了公司当期收入与成本的确认。分业务来看，公司的业务主要为驾培服务、陪练服务和其他服务，其中驾培服务在 2011 年至 2018 年 Q1 以来营收占比为 99%左右。公司北京地区的营收占比逐渐下降，2015 年至 2017 年占比分别为 89.60%、86.0%和 81.9%，其他地区如云南、石家庄和荆州的营收占比有所上升（荆州 2017 年开始并表）。

图表 13：东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 营收情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 14：东方时尚 2015 年至 2017 年营收按地区分类情况



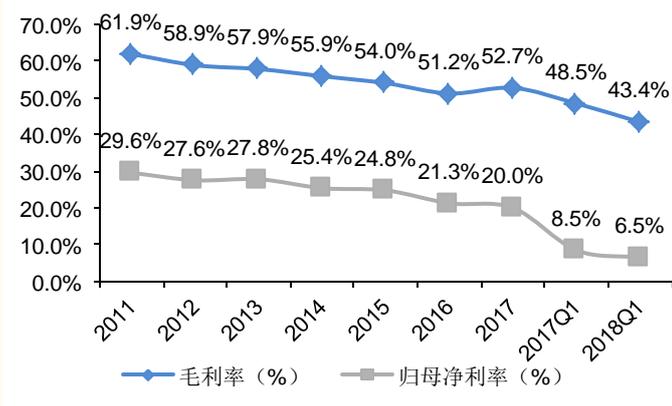
来源：公司公告、国金证券研究所

### 3.2 毛利率和归母净利率在扩张期略有下滑

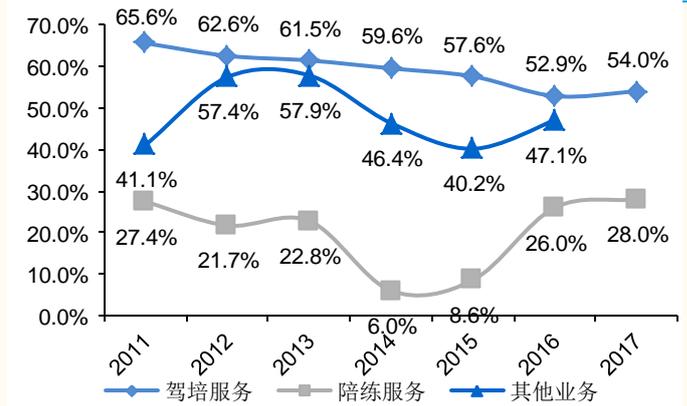
- 公司 2011 年至 2018 年 Q1 毛利率和归母净利率有略微下滑。主要系其收入有所下滑，并且公司在 2017 年收购荆州东方时尚形成商誉减值对公司净利润有一定影响，2017 年底公司商誉期末数为 1.18 亿元。基于对资产组或资产组组合的可收回金额分析，2017 年资产减值损失中荆州东方时尚的投资商誉减值损失为 1593 万元，占当年收入 1.36%。公司 2016 年至 2017 年的毛利率分别为 51.2%和 52.7%，归母净利率分别为 21.3%和 20.0%。2018Q1 毛利率为 43.4%，归母净利率为 6.5%。2018 年 Q1 毛利率同比下降 5.09pct，归母净利率同比下降 1.94pct。
- 其主营业务驾培服务的毛利率呈下滑趋势，而 2015 年以来其陪练服务和其他服务毛利率有所上升。
- 按照地区来看，各地区毛利率水平较为稳定，北京的毛利率水平处于较高水平。2017 年北京、云南、石家庄和荆州的毛利率分别为 61%、22%、-113%和 68%，其中石家庄东方时尚的营业成本较高。2017 年石家庄校区因长期待摊费用较高，盈利还未显现。

■ **公司异地扩张进程推进，业务地区多元化使得高盈利还未同步显现。**公司原本已在北京地区取得较好声誉，其北京公司毛利率处于 60%-70% 的高水平。为扩张其规模，公司分别以云南、石家庄和荆州等地为切入点。云南东方时尚成立于 2011 年，石家庄东方时尚成立于 2013 年，因其还未在当地经营较长时间，虽然依托原有招生经验和运营模式可以帮助其进行异地拓展，但是驾培行业的强地域性使其招生数还不及成熟期的水平，并且前期需要投入较大成本建设，故前期毛利很难达到原有成熟区域的高水平。所以公司毛利率和净利率受到一定影响。原有商业模式的复制仍需时间检验。

图表 15: 东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 毛利率及归母净利润率



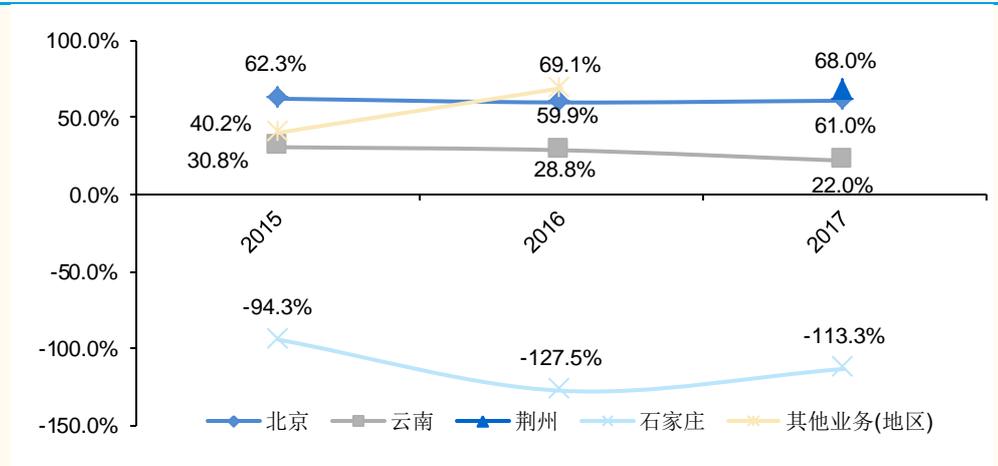
图表 16: 东方时尚 2011 年至 2017 年分业务毛利率情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

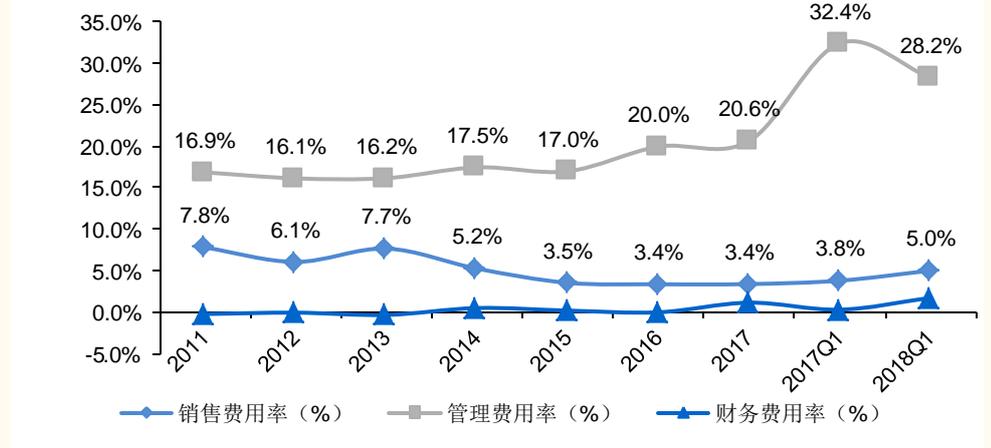
图表 17: 东方时尚 2015 年至 2017 年毛利率按地区分类情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

■ **东方时尚的销售费用率与财务费用率较为稳定，管理费用率呈上升趋势。**公司销售费用率和财务费用率处于较低水平。公司 2015 年至 2018 年 Q1 销售费用率在 3% 至 5% 的水平区间，财务费用率在 0.2% 至 1.7% 的水平区间。公司 2018 年 Q1 管理费用率为 28.2%，同比下降 4.2pct。

图表 18: 东方时尚 2011 年至 2018 年 Q1 销售费用率、管理费用率和财务费用率



来源: 公司公告、国金证券研究所

### 3.3 预收账款增速略高于营收增速, 经营活动现金流 2018Q1 大幅提升

- 东方时尚预收账款增速放缓, 2017 年和 2018Q1 分别为 0.4 亿元和 0.5 亿元, 其 2017 年和 2018Q1 预收账款增速略高于营收增速, 分别为 6.9%和 2.3%。
- 经营活动产生的现金流量净额 2011 年至 2017 年呈先上升后下降的趋势, 2017 年和 2018Q1 分别为 2.9 亿元和 3.8 亿元。经营活动产生的现金流量占营业收入比重 2011 年至 2017 年略微下降, 而 2018Q1 为 175.7%, 同比提高 118.6pct, 主要系公司收到其他与经营相关现金增长幅度较大, 为 3.2 亿元。
- 公司 2011 年至 2018Q1 货币现金存量呈波动上升趋势, 2018Q1 货币现金 0.9 亿元。

图表 19: 东方时尚 2011 年至 2018Q1 预收账款情况



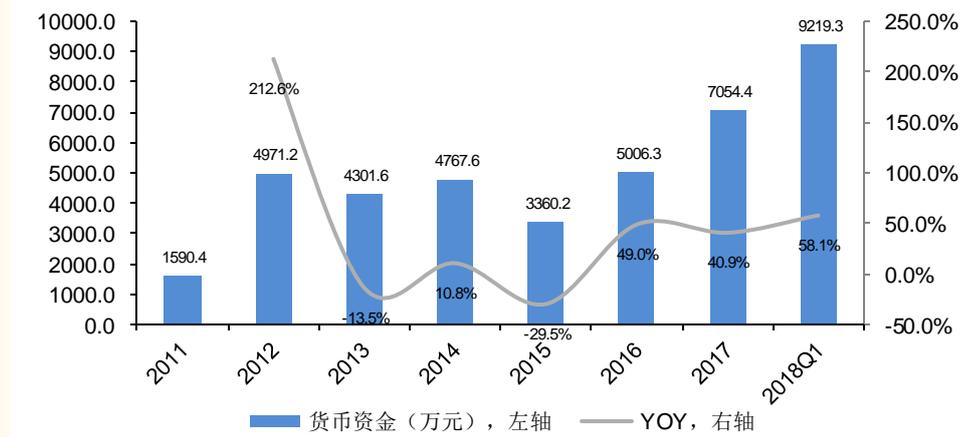
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 20: 东方时尚 2011 年至 2018Q1 经营活动产生的现金流量净额情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 21: 东方时尚 2011 年至 2018Q1 货币现金情况

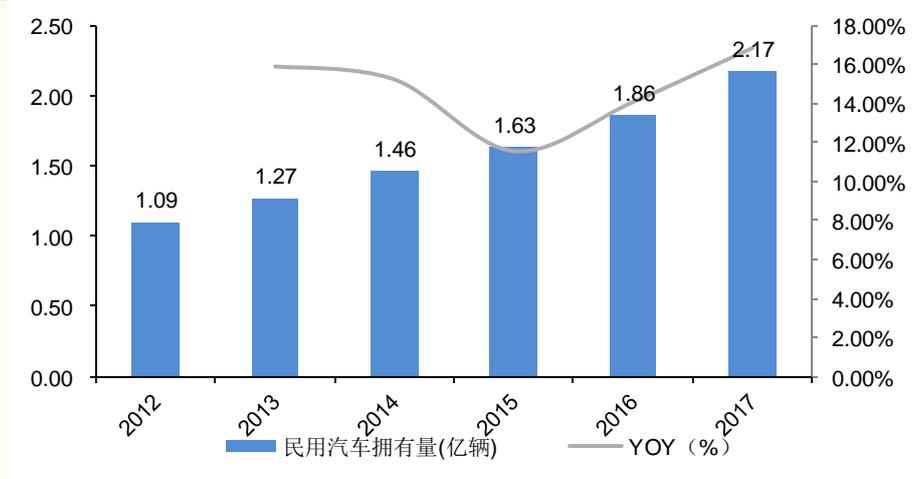


来源: 公司公告、国金证券研究所

#### 四、千亿驾培市场高度分散，驾校地域性龙头市占率有望提升

- 截至 2017 年底，全国机动车保有量达 3.10 亿辆，其中汽车 2.17 亿辆。对标日本，2015 年日本汽车保有量 7740 万辆，其中私家车保有量 6000 万，同年日本人口 1.27 亿人，平均每 1.64 人拥有一辆汽车。日本私家车保有量已经近 10 年保持稳定。而中国目前平均每四人拥有一辆汽车，汽车保有量增长空间巨大，而且近几年保持较稳定增速。

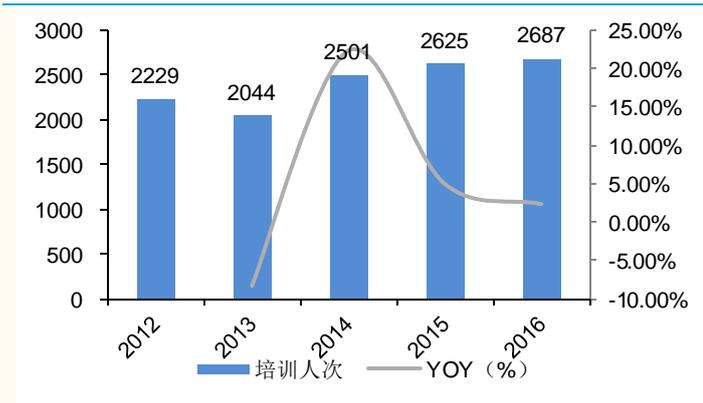
图表 22: 民用汽车拥有量 (亿)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

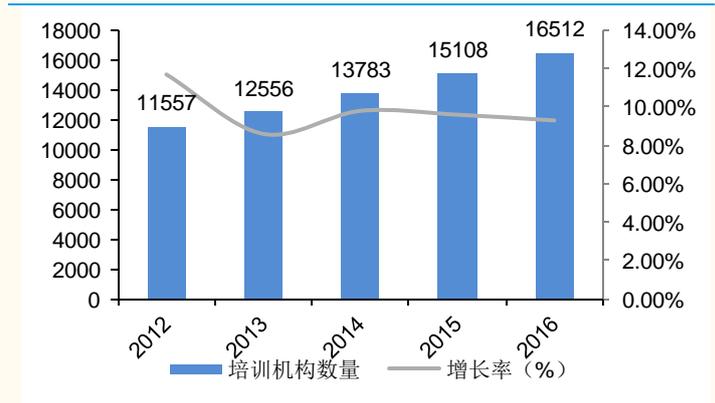
- 随着人们出行需求增长，掌握驾驶技术已成为人们社会生活中的必备基本技能，人们对学习机动车驾驶技术的需求不断扩大，机动车驾驶员参培人数持续增长。2016 年我国共完成机动车驾驶员培训 2686.6 万人次，同比增加 2.3%，机动车驾驶员培训人数呈逐年上升趋势。同时，驾驶员培训服务业户的数量持续增长。2016 年，我国共有机动车驾驶员培训业户 16,512 户，同比增加 1,404 户，增幅为 9.3%。驾驶员培训行业会呈现竞争加剧的现象，在这样的情况下，实行客户差异化、注重学员体验的驾校将积累较好的口碑，占据市场更高份额。

图表 23: 驾校参与人数 (万)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

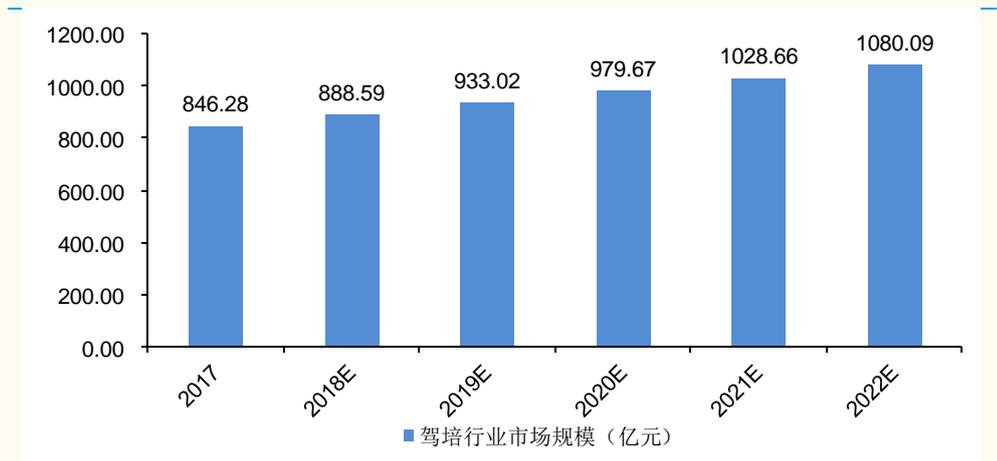
图表 24: 驾驶培训机构数量与增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- **驾培市场未来发展有较大空间, 且较为分散。**机动车驾驶人员近几年新增人数范围约为 2000-3000 万人, 驾驶证通过率约为 85%, 因此每年约有 2300-3500 万人报名驾驶员培训, 国内客单价主要介于 3000-5000 元, 市场总额可高达 1000 亿。
- **驾培市场大而分散, 龙头企业市占率仍有较大提升空间。**根据我们的测算, 预估我国驾培市场培训人次 2017 年至 2022 年年均增速为 5%, 由 2017 年的 2820.93 万人次增至 2022 年的 3600.30 万人次。根据趣学车安全驾驶研究院、中国交通运输协会驾校联合会、社会科学文献出版社联合发布的《驾培行业蓝皮书: 中国驾培行业发展报告 (2018)》, 由于未来我国驾培市场竞争激烈程度将进一步提升, 客单价呈下降趋稳态势, 客单价在 2017 至 2022 年年均为 3000 元/人。综合测算, 我国驾培市场规模或将由 2017 年的 846.28 亿元增至在 2022 年的 1080.09 亿元, 而 CR5 市占率仅约 3-4%。我们认为, 在这个千亿市场里, 具有较强竞争力的公司市占率的提升空间较大。

图表 25: 我国 2017 年至 2022 年预计驾培市场规模 (亿元)



来源: 国家统计局, 《驾培行业蓝皮书: 中国驾培行业发展报告 (2018)》, 国金证券研究所测算

## 五、投资建议

- **公司为驾培行业龙头企业, 依托其标准化管理和集团化运营, 在异地扩张的进程中公司或将取得进一步发展。**驾培行业市场规模空间较大, 据我们测算 2022 年市场规模或将达 1080 亿元, 且各地区驾培市场高度分散, 即使是东方时尚这样规模和体量的上市公司, 从目前的培训人次比重来看, 其全国市占率也仅为 1% 左右, 在驾培行业强地域性的条件下, 公司想要进一步实现增长, 拓宽地域分布十分重要。东方时尚作为最早上市的驾培

龙头企业，进行异地扩张时，相较地方规模较小、不成系统、缺乏标准化管理和集团化运营的地方驾校而言，具有一定竞争优势，有望通过市占率的提升，抢占更高市场份额，实现进一步发展，增长空间较大。

- **公司的护城河主要是其已有的行业经验、土地资源获取能力以及政府资源。**公司北京总部的驾校在当地优势明显，在多年的经验积淀下，驾校的运营模式为后期异地扩张提供借鉴途径。目前公司拥有的土地资源充沛，扩张具备实力基础。自有土地使用权分别为北京 15 万平方米、云南 32.56 万平方米以及在重庆、山东和晋中也有布局。租赁土地使用权分别为石家庄 30.67 万平方米、湖北 66.67 万平方米。资金的存量和流量均稳定，2017 年和 2018Q1 经营活动产生现金流量净额分别为 2.9 亿元和 3.8 亿元。经营活动产生的现金流量占营业收入比重 2018Q1 为 175.7%，同比提高 118.6pct。强土地资源获取能力，和多年积累的行业经验及政府资源形成了公司的护城河，为公司增长打下坚实基础。
- **千亿驾培市场高度分散，驾校地域性龙头市占率有望提升。**我们认为，公司有望依托标准化管理和集团化运营，利用其丰富的行业经验，较强的土地资源获取能力，在异地扩张进程中取得不错进展。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.439 /0.502/0.574 元，对应 PE 为 31x/27x/24x，首次覆盖给予增持评级，目标价 16.5 元。

## 六、风险提示

**新开办驾学的盈利周期可能较长。**新开办的驾校在招生宣传、当地影响力等方面需要时间进行展开，并且前期投入成本较大，开办初期至发展成熟稳定的时间周期可能需要较长等待期。

**北京的驾培市场增速或将放缓。**北京在环保、交通等政策条件下驾培市场趋近增速较慢的阶段，公司在北京的业务提升可能受到影响。

**驾培市场分散度较大，集中难度高于预期。**公司在扩张过程中的规模提升受到行业竞争度的影响，高度竞争分散的环境可能使其扩张受限。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,327	1,155	1,173	1,211	1,326	1,454	货币资金	336	501	705	781	1,004	1,270
增长率		-12.9%	1.5%	3.2%	9.5%	9.7%	应收账款	21	2	44	7	7	8
主营业务成本	-567	-547	-543	-573	-616	-664	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	42.7%	47.3%	46.3%	47.3%	46.4%	45.7%	其他流动资产	28	500	229	230	231	232
毛利	760	609	630	638	710	790	流动资产	386	1,003	978	1,018	1,242	1,510
%销售收入	57.3%	52.7%	53.7%	52.7%	53.6%	54.3%	%总资产	23.1%	38.1%	30.9%	32.7%	37.4%	42.1%
营业税金及附加	-43	-17	-11	-12	-13	-15	长期投资	8	25	54	55	54	54
%销售收入	3.3%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	530	561	618	648	666	682
营业费用	-47	-39	-40	-44	-48	-52	%总资产	31.7%	21.3%	19.5%	20.8%	20.0%	19.0%
%销售收入	3.5%	3.4%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%	无形资产	484	886	1,059	1,019	986	960
管理费用	-225	-231	-242	-242	-265	-284	非流动资产	1,287	1,627	2,182	2,099	2,084	2,073
%销售收入	17.0%	20.0%	20.6%	20.0%	20.0%	19.5%	%总资产	76.9%	61.9%	69.1%	67.3%	62.6%	57.9%
息税前利润 (EBIT)	444	322	337	340	384	439	<b>资产总计</b>	<b>1,673</b>	<b>2,630</b>	<b>3,160</b>	<b>3,117</b>	<b>3,326</b>	<b>3,583</b>
%销售收入	33.5%	27.9%	28.7%	28.1%	29.0%	30.2%	短期借款	105	137	216	30	30	30
财务费用	-3	0	-13	2	11	16	应付款项	415	395	446	444	485	530
%销售收入	0.2%	0.0%	1.1%	-0.1%	-0.8%	-1.1%	其他流动负债	132	61	48	53	57	62
资产减值损失	0	0	-15	0	0	0	流动负债	652	593	710	526	572	622
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	110	110	110	110
投资收益	0	7	20	15	15	15	其他长期负债	139	144	147	160	160	160
%税前利润	n.a	2.1%	6.1%	4.1%	3.6%	3.2%	<b>负债</b>	<b>792</b>	<b>737</b>	<b>967</b>	<b>796</b>	<b>842</b>	<b>892</b>
营业利润	441	330	330	357	410	470	普通股股东权益	753	1,630	1,739	1,871	2,040	2,252
营业利润率	33.3%	28.5%	28.1%	29.4%	30.9%	32.3%	少数股东权益	128	263	454	449	444	439
营业外收支	7	9	6	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,673</b>	<b>2,630</b>	<b>3,160</b>	<b>3,117</b>	<b>3,326</b>	<b>3,583</b>
税前利润	448	339	335	362	415	475	<b>比率分析</b>						
利润率	33.8%	29.3%	28.6%	29.9%	31.3%	32.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-132	-102	-113	-108	-124	-143	<b>每股指标</b>						
所得税率	29.5%	30.2%	33.7%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.889	0.586	0.559	0.439	0.502	0.574
净利润	316	236	222	253	290	333	每股净资产	2.036	3.881	4.141	4.455	4.858	5.362
少数股东损益	-13	-10	-13	-5	-5	-5	每股经营现金净流	0.843	0.534	0.642	0.876	0.989	1.131
归属于母公司的净利润	329	246	235	258	295	338	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.300	0.300	0.300
净利率	24.8%	21.3%	20.0%	21.3%	22.3%	23.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	43.68%	15.09%	13.51%	13.79%	14.47%	14.99%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	19.67%	9.35%	7.44%	8.28%	8.88%	9.42%
净利润	316	236	222	253	290	333	投入资本收益率	31.76%	11.00%	8.79%	9.58%	10.15%	10.78%
少数股东损益	-13	-10	-13	-5	-5	-5	<b>增长率</b>						
非现金支出	106	119	142	82	94	106	主营业务收入增长率	3.28%	-12.92%	1.53%	3.21%	9.49%	9.69%
非经营收益	9	-3	-7	-6	-12	-12	EBIT增长率	4.18%	-27.51%	4.56%	0.89%	12.94%	14.42%
营运资金变动	-119	-128	-88	39	44	48	净利润增长率	0.86%	-25.27%	-4.47%	9.84%	14.42%	14.32%
经营活动现金净流	312	224	269	368	415	475	总资产增长率	-1.40%	57.21%	20.14%	-1.36%	6.73%	7.73%
资本开支	-261	-282	-278	6	-74	-91	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-562	21	-1	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0	0	20	15	15	15	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-261	-844	-237	20	-59	-76	应付账款周转天数	6.5	7.8	9.5	8.0	8.0	8.0
股权募资	22	886	149	0	0	0	固定资产周转天数	145.8	163.4	180.0	186.6	178.2	168.8
债权募资	-47	29	135	-173	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-201	-150	-142	-140	-134	-134	净负债/股东权益	-26.19%	-19.22%	-17.30%	-27.63%	-34.78%	-41.98%
筹资活动现金净流	-226	765	143	-312	-134	-134	EBIT利息保障倍数	175.3	-2,161.2	25.0	-205.8	-35.4	-27.6
现金净流量	-175	145	175	76	223	266	资产负债率	47.32%	28.01%	30.59%	25.55%	25.31%	24.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH