



Research and
Development Center

VR+AI 驾培先行者，轻资产扩张在即

—东方时尚(603377)公司深度报告

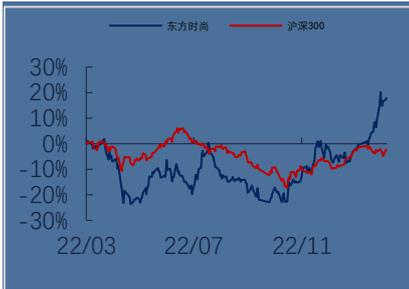
2023年03月21日

范欣悦 社服零售行业首席分析师

S1500521080001

15201927096

fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
东方时尚(603377)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.88
52周内股价波动区间(元)	7.88-5.14
最近一月涨跌幅(%)	3.81
总股本(亿股)	7.21
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	56.81

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

VR+AI 驾培先行者，轻资产扩张在即

2023年03月21日

本期内容提要：

◆**驾培龙头，深耕近三十载。**公司是驾培行业的龙头公司，以机动车驾驶培训和航空驾驶培训为主营业务，并借助驾培服务的优势拓展汽车消费综合服务，如整车销售、汽车租赁、定制保险等。

◆**机动车驾驶培训：VR+AI 颠覆传统驾培模式，轻资产全国扩张。**公司服务细致周到，学员体验优质，课程定价在5000元+。19年5月，公司与幻影科技合作，开启了智能化驾驶培训的序幕。20年，公司所有经营区域智能驾培体系实现全覆盖。智能驾培体系提高了学员的训练效率，打破时间和空间的局限，降低近60%单位学时的培训成本。未来公司计划向全国各地驾校机构输出智能驾培体系，实现轻资产扩张。

◆**航空驾驶培训：空域资源丰富，在手订单充裕。**19年，公司全资子公司东方时尚国际航空发展收购海若通用航空55%股权，布局航空驾驶培训。公司运营四座通航机场，实现了“三校四场”的运行规模，截至22年6月末，拥有50架飞机，飞行时间可达6万小时/年，空域资源丰富，可飞行时长充裕，截至22年6月末，民航飞行员培训在手订单约3.13亿元，未来有望进一步开拓C端市场。

◆**竞争优势：行业影响力强，标准化全流程服务。**公司是公安部道路交通安全研究中心在驾培行业中唯一战略合作单位，21年配合公安部道路交通安全研究中心共同起草了《机动车驾驶人安全文明操作规范》。实现了驾培培训的规模化、体系化、流程化与标准化，形成了较为完善的报名、培训及配套服务体系，实现了客户自报名至离校的标准全流程服务。

◆**财务分析：飞行培训高增长，降本增效助利润率改善。**19年降本增效显著，带来归母净利润回升，达到2.44亿元。20~22年，归母净利润受到新冠疫情爆发和反复的负面影响较大。我们预计，防疫政策调整有望带动公司盈利能力回升。

◆**机动车驾培享有千亿空间。**假设机动车驾培客单价为4000元，计算得22年行业空间约为1169亿元。驾培行业格局较为分散，一般有地域属性，公司21年在北京的市场份额高达33.4%。从全国范围来看，公司在全国整体市场份额仅为0.8%，因此我们认为，机动车驾培行业具有较大全国化复制和整合的空间。

◆**航空驾培需求有望回暖。**疫情管控措施优化以来，我国航空运输迅速恢复，未来航空运输的持续复苏有望带动航空公司对飞行员的招聘需求，进而带来航空驾驶培训的进一步增长。国内飞行学校竞争格局优化，截至22年末，我国境内141部飞行学校中开设整体课程的共有35所，同比减少7所。以22年整体学生课程容量计算市场占有率，东方时尚市占率达4.1%，位居前列。

◆**投资建议：**公司为驾培行业龙头，区域优势显著，培训模式标准化且服务质量高，未来有望通过VR+AI颠覆传统驾培模式，实现轻资产全国扩张。另外，飞行培训订单充足，有望持续增厚业绩并受益于航空疫后修复。我们预计23/24年EPS为0.32/0.38元/股，对应PE为25x/21x，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**VR驾培轻资产扩张不及预期的风险、土地规划调整尚未完成的风险、我国航运恢复不及预期的风险、驾培政策风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	848	1,199	1,012	1,392	1,529
增长率 YoY %	-23.9%	41.3%	-15.6%	37.6%	9.9%
归属母公司净利润 (百万元)	161	152	-37	230	274
增长率 YoY%	-34.1%	-5.4%	-124.2%	725.7%	19.0%
毛利率%	44.5%	51.3%	33.0%	53.0%	53.6%
净资产收益率ROE%	7.0%	7.0%	-1.7%	9.8%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.21	-0.05	0.32	0.38
市盈率 P/E(倍)	35.3	37.3	—	24.7	20.7
市净率 P/B(倍)	2.48	2.63	2.68	2.42	2.17

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 03 月 20 日收盘价

目录

投资聚焦.....	6
公司介绍: 驾培行业龙头, 深耕近三十载.....	7
业务介绍: 智能驾培轻资产全国扩张, 飞行培训订单充裕.....	8
机动车驾驶培训: 招生渠道多样, 服务细致周到.....	8
VR+AI 颠覆传统培训模式, 提升运营效率&用户体验.....	11
航空驾驶培训: 空域资源丰富, 在手订单充足.....	14
竞争优势: 行业影响力强, 标准化全流程服务.....	18
财务分析: 飞行培训高增长, 降本增效助力利润率改善.....	19
行业分析: 驾培行业千亿空间, 智慧驾培逐步推广.....	24
驾驶培训行业: 持证比例仍有较大提升空间, 全国市场亟待整合.....	24
航空驾驶培训: 竞争格局优化, 有望受益于疫后航空复苏.....	28

表目录

表 1 公司历史沿革.....	7
表 2 机动车驾驶培训服务类别.....	8
表 3 北京东方时尚学车报名价目表.....	11
表 4 东方时尚与海淀驾校收费对比.....	11
表 5 航空驾驶培训场地信息.....	15
表 6 智慧驾培相关政策.....	26
表 7 驾培行业市场空间测算.....	27
表 8 公司收入拆分及预测.....	32
表 9 可比公司估值.....	32

图目录

图 1 公司股权结构.....	7
图 2 机动车驾驶员培训服务流程图.....	9
图 3 陪练服务流程图.....	9
图 4 招生渠道分类.....	10
图 5 系统服务首页信息.....	10
图 6 可供餐饮例.....	10
图 7 VR 汽车驾驶模拟器实拍图.....	12
图 8 实体车内景实拍图.....	12
图 9 终端智能管控中心台实拍图.....	13
图 10 云南东方时尚营业收入及同比增速.....	14
图 11 云南东方时尚净利润.....	14
图 12 东方时尚机场网络布局.....	15
图 13 东方时尚通用机场.....	16
图 14 民航飞行员培训在手订单量.....	16
图 15 年度飞行时长总数.....	17
图 16 东方时尚国际航空收入及同比增速.....	17
图 17 东方时尚国际航空净利润.....	18
图 18 东方时尚车辆检测厂.....	19
图 19 东方时尚车辆维修厂.....	19
图 20 公司总营业收入及同比增速.....	20
图 21 公司驾驶培训收入及同比增速.....	20
图 22 公司飞行培训收入及同比增速.....	21
图 23 公司整体毛利率.....	21
图 24 公司驾驶培训及飞行培训毛利率.....	22
图 25 公司各区域毛利率.....	22
图 26 销售、管理、研发、财务费用率.....	23
图 27 公司归母净利润及同比增速.....	23
图 28 公司净利率.....	24
图 29 我国汽车保有量及同比增速.....	24
图 30 我国新能源汽车保有量及同比增速.....	24
图 31 21 年中国、日本、德国每千人汽车保有量.....	25
图 32 我国驾培行业发展历程.....	25
图 33 我国新领证驾驶人及同比增速.....	26
图 34 机动车驾驶员培训、培训合格人数及合格率.....	26

图 35	21 年三国持证人口比例	27
图 36	我国机动车驾驶培训机构数量	28
图 37	各地机动车净增驾驶员人次	28
图 38	机动车驾驶员占比	28
图 39	我国驾驶员历年执照总数	29
图 40	我国驾驶员执照构成	29
图 41	飞行学校年度注册飞行学生人数	29
图 42	我国航空运输总周转量	30
图 43	我国航空旅客运输量	30
图 44	我国 141 部飞行学校数	30
图 45	2022 年我国飞行学校市场份额	30
图 46	境内 141 部飞行学校运行基地分布	31
图 47	境外 141 部飞行学校分布	31
图 48	我国 141 驾驶学校延宕率	31

投资聚焦

报告亮点:

详细阐述了公司发展逻辑，公司为驾培行业龙头，19年布局智能驾培，未来计划向全国各地驾校机构输出智能驾培体系，实现轻资产扩张，飞行培训在手订单充裕。本文还详细测算了驾培行业的市场空间，还对飞行培训的格局做出展望。

投资逻辑:

驾培龙头，深耕近三十载。公司是驾培行业的龙头公司，以机动车驾驶培训和航空驾驶培训为主营业务，并借助驾培服务的优势拓展汽车消费综合服务，如整车销售、汽车租赁、定制保险等。

机动车驾驶培训：VR+AI 颠覆传统驾培模式，轻资产全国扩张。公司服务细致周到，学员体验优质，课程定价在5000元+。19年5月，公司与幻影科技合作，开启了智能化驾驶培训的序幕。20年，公司所有经营区域智能驾培体系实现全覆盖。智能驾培体系提高了学员的训练效率，打破时间和空间的局限，降低近60%单位学时的培训成本。未来公司计划向全国各地驾校机构输出智能驾培体系，实现轻资产扩张。

航空驾驶培训：空域资源丰富，在手订单充裕。19年，公司全资子公司东方时尚国际航空发展收购海若通用航空55%股权，布局航空驾驶培训。公司运营四座通航机场，实现了“三校四场”的运行规模，截至22年6月末，拥有50架飞机，飞行时间可达6万小时/年，空域资源丰富，可飞行时长充裕，截至22年6月末，民航飞行员培训在手订单约3.13亿元，未来有望进一步开拓C端市场。

竞争优势：行业影响力强，标准化全流程服务。公司是公安部道路交通安全研究中心在驾培行业中唯一战略合作单位，21年配合公安部道路交通安全研究中心共同起草了《机动车驾驶人安全文明操作规范》。实现了驾驶培训的规模化、体系化、流程化与标准化，形成了较为完善的报名、培训及配套服务体系，实现了客户自报名至离校的标准化的全流程服务。

财务分析：飞行培训高增长，降本增效助利润率改善。19年降本增效显著，带来归母净利润回升，达到2.44亿元。20~22年，归母净利润受到新冠疫情爆发和反复的负面影响较大。我们预计，防疫政策调整有望带动公司盈利能力回升。

机动车驾培享有千亿空间。假设机动车驾培客单价为4000元，计算得22年行业空间约为1169亿元。驾培行业格局较为分散，一般有地域属性，公司21年在北京的市场份额高达33.4%。从全国范围来看，公司在全国整体市场份额仅为0.8%，因此我们认为，机动车驾培行业具有较大全国化复制和整合的空间。

航空驾培需求有望回暖。疫情管控措施优化以来，我国航空运输迅速恢复，未来航空运输的持续复苏有望带动航空公司对飞行员的招聘需求，进而带来航空驾驶培训的进一步增长。国内飞行学校竞争格局优化，截至22年末，我国境内141部飞行学校中开设整体课程的共有35所，同比减少7所。以22年整体学生课程容量计算市场占有率，东方时尚市占率达4.1%，位居前列

公司介绍：驾培行业龙头，深耕近三十载

公司是驾培行业的龙头公司，以机动车驾驶培训和航空驾驶培训为主营业务，并借助驾培服务的优势拓展汽车消费综合服务，如整车销售、汽车租赁、定制保险等。积极推进 VR、AI 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。

表 1 公司历史沿革

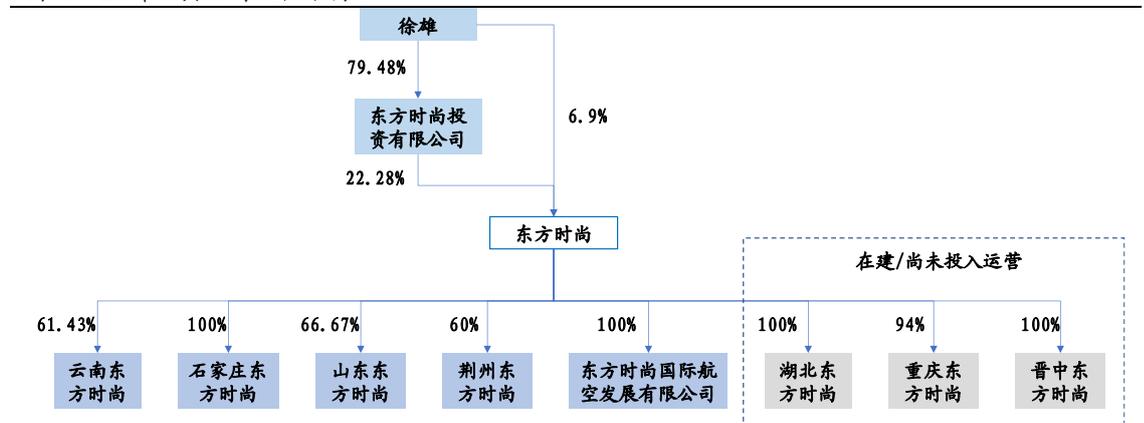
年份	事件
1995 年	东方时尚驾驶培训品牌创立
2005 年	北京东方时尚驾驶学校有限公司注册成立
2011 年	改制为东方时尚驾驶学校股份有限公司
2014 年	云南和石家庄子公司开始运营招生
2016 年	公司在 A 股上市
2017 年	收购荆州东方时尚 60% 股权 山东东方时尚开始运营招生
2019 年	收购东方时尚通用航空股份有限公司 55% 股权，进军通航飞行员培训领域，进驻自有机场“东方时尚（西华）通用机场” 推进 VR、人工智能等技术在驾培行业的应用，并与幻影科技签署服务合同
2020 年	在河南周口、山东德州、河南商丘(在建)、北京平谷运营四座通航机场，实现了“三校四场”的运行规模 实现公司所有经营区域智能驾培体系全覆盖

资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

实控人深耕驾培近三十载。东方时尚投资有限公司为公司的控股股东，持股比例为 22.28%。徐雄先生为公司实际控制人，直接持有公司 6.9% 的股份，并通过控股东方时尚投资有限公司，合计控制公司 29.18% 的股份。徐雄先生是公司及东方时尚品牌的主要创始人，95~05 年任京安艺校校长（京安艺校历史上曾叫“北京市东方时尚机动车驾驶学校”），并于 05 年创立东方时尚有限并担任董事长。

设立、并购子公司拓展全国布局。公司通过新设、投资并购、参股、合作等多种方式加速驾培的全国布局，如云南、石家庄、山东、荆州等子公司，在建/尚未投入运营的子公司包括湖北、重庆、晋中。另外，东方时尚国际航空主要负责公司航空驾驶培训板块的发展。

图 1 23 年 1 月公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

业务介绍：智能驾培轻资产全国扩张，飞行培训订单充裕

公司的主营业务为机动车驾驶培训和航空驾驶培训，并借助驾培服务的优势拓展汽车消费综合服务，如整车销售、汽车租赁、定制保险等。

机动车驾驶培训：招生渠道多样，服务细致周到

公司持有一级普通机动车驾驶员培训许可，目前提供九种准驾车型的培训服务，涵盖了 A1、A2、B1、B2、C1、C2、C5、D、E 等机动车驾驶培训行业的培训车型。另外，公司还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，教授新驾驶员实际的行车技巧，大大减少安全隐患。

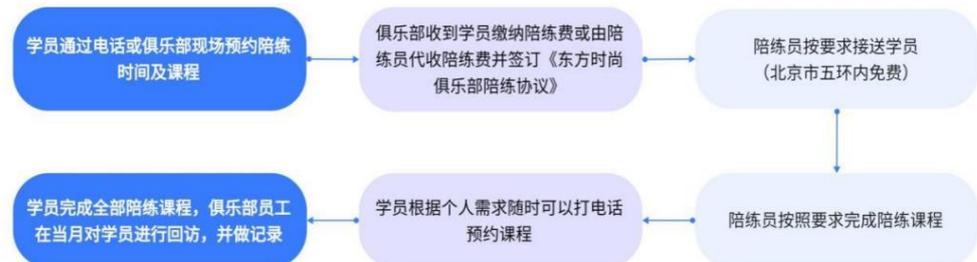
表 2 机动车驾驶培训服务类别

准驾车型	代号	准驾的车辆	准予驾驶的其他准驾车型
大型客车	A1	大型载客汽车	A3、B1、B2、C1、C2、C3、C4、M
牵引车	A2	重型、中型全挂、半挂汽车列车	B1、B2、C1、C2、C3、C4、M
中型客车	B1	中型载客汽车（含核载 10 人以上、19 人以下的城市公共汽车）	C1、C2、C3、C4、M
大型货车	B2	重型、中型载货汽车；重型、中型专项作业车	C1、C2、C3、C4、M
小型汽车	C1	小型、微型载客汽车以及轻型、微型载货汽车；轻型、微型专项作业车	C2、C3、C4
小型自动挡汽车	C2	小型、微型自动挡载客汽车以及轻型、微型自动挡载货汽车	
残疾人专用小型自动挡载客汽车	C5	残疾人专用小型、微型自动挡载客汽车（只允许右下肢或者双下肢残疾人驾驶）	
普通三轮摩托车	D	发动机排量大于 50ml 或者最大设计车速大于 50km/h 的三轮摩托车	E、F
普通二轮摩托车	E	发动机排量大于 50ml 或者最大设计车速大于 50km/h 的二轮摩托车	F

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 2 机动车驾驶员培训服务流程图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3 陪练服务流程图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

招生渠道多样化。招生方面，以直销和代销模式相结合，四种招生渠道包括设立招生分部、签约客户服务中心、代办招生机构、网络招生。多样化的渠道为学员提供方便，也对公司品牌起到了宣传作用。

图 4 招生渠道分类



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

服务细致周到，学员体验优质。培训阶段，公司拥有完善的网络预约系统，有效规划训练及学时；设有合理的班车线路及运营时间，为学员往返提供便利，如北京有超过 30 条班车线路，并根据学员不同的上课时间设置相应的班车时间。考试阶段，各地校区实现政府考试管理部门设立考试场的全覆盖，学员可在公司园区内直接完成各项考试；交管部门在东方时尚内设立了“东方时尚考试场车管服务站”，学员各科目考试合格的当天即可核发机动车驾驶证。不断完善学员需求导向型的业务模式，还提供完善的餐饮、休闲娱乐、便民涉证业务等相关服务。

图 5 系统服务首页信息



资料来源：东方时尚 APP，信达证券研发中心

图 6 可供餐饮例



资料来源：东方时尚 APP，信达证券研发中心

定价在 5000 元+。公司对较常见的 C1 和 C2 驾照培训定价在平日班 5000 元+，周末班 6000

元+, 学生价格有较大幅度的优惠, 定制和贵宾班型收费超过 1 万元。相比同在北京的海淀驾校, 公司相同类型课程的收费略高。

表 3 北京东方时尚学车报名价目表

小客车			大客大货			摩托车		
班型	价格(元)	驾照类型	班型	价格(元)	驾照类型	班型	价格(元)	驾照类型
学生假期班-自动挡	4800	C2	速成班-C6 轻型牵引	5780	C6	安驾提高班-摩托车	2800	EMT
学生假期班-手动挡	4900	C1	假日班-C6 轻型牵引	6800	C6	安驾精英班-摩托车	3800	EMT
学生预约计时班-自动挡	5000	C2	假日班-大型客户	16000	A1	贵宾班-二轮摩托	3100	E
学生预约计时班-手动挡	5200	C1	增驾-中型客车	9300	B1	贵宾班-三轮摩托	3600	D
智慧畅学-自动挡	5200	C2	增驾-大型客车	13000	A1	普通班-二轮摩托	1600	E
智慧畅学-手动挡	5500	C1	初学-城市公交车	16000	A3	普通班-轻便摩托车 F	700	F
假日班-自动挡	6200	C2	A2BC1C2 增驾公交-城市公交车	12600	A3	假日班-轻便摩托车 F	1000	F
假日班-手动挡	6500	C1	N 增驾公交-城市公交车	15000	A3	假日班-二轮摩托	1900	E
商务班-自动挡	8200	C2	C3C4DEF 增驾公交	16000	A3	普通班-银钢三轮摩托	1800	D
商务班-手动挡	8500	C1	增驾含从业-东风天锦	26800	A2	假日班-银钢三轮摩托	2100	D
私人订制-自动挡	26888	C2	初学含从业-大型货车	18800	B2			
私人订制-手动挡	26888	C1	增驾含从业-大型货车	13600	B2			
贵宾班-自动挡	11000	C2	假日班-中型客车	12300	B1			
高级贵宾版-自动挡	18800	C2						
贵宾班-手动挡	11000	C1						
高级贵宾版-手动挡	18800	C1						
预约计时班-自动挡	5700	C2						
预约计时班-手动挡	6000	C1						

资料来源: 东方时尚学车报名小程序, 信达证券研发中心

表 4 东方时尚与海淀驾校收费对比

驾照类型	上课时间	东方时尚收费(元)	海淀驾校收费(元)
C2 自动挡	周一~周五	5200 (学生 5000)	极速 4780/自由 5280
C2 自动挡	周末	6200	极速 5780
C1 手动挡	周一~周五	5500 (学生 5200)	极速 4980/自由 5480
C1 手动挡	周末	6500	极速 5980

资料来源: 东方时尚学车报名小程序, 海淀驾校官网, 信达证券研发中心

VR+AI 颠覆传统培训模式, 提升运营效率&用户体验

19年5月，公司与幻影科技签署《VR汽车驾驶模拟器服务合同书》，由幻影科技向公司提供VR汽车驾驶模拟器设备以及相关的软件授权、系统维护等服务，开启了智能化驾驶培训的序幕。截至20年末，公司在北京、云南、石家庄、湖北荆州、山东淄博、内蒙古铺设了超1000台VR模拟器和近1000台智能车，实现所有经营区域智能驾培体系全覆盖。21年，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，做到了学车全程智能化、场景化、标准化，突破了传统教学的限制。

图7 VR汽车驾驶模拟器实拍图



资料来源：信达证券研发中心

图8 实体车内景实拍图



资料来源：信达证券研发中心

图 9 终端智能管控中心台实拍图


资料来源：信达证券研发中心

提高训练效率，提升驾驶水平。智能驾培体系实现学员培训内容的标准化，保证教学水平，摆脱了对传统教练个人的依赖，科目二考试通过率高于公司传统教学考试合格率，并远高于全国行业科目二合格率。另外，完善传统驾培不能实现的模拟险情、恶劣天气、事故应对等训练场景，提升学员处理险情、防范交通事故的应对水平。

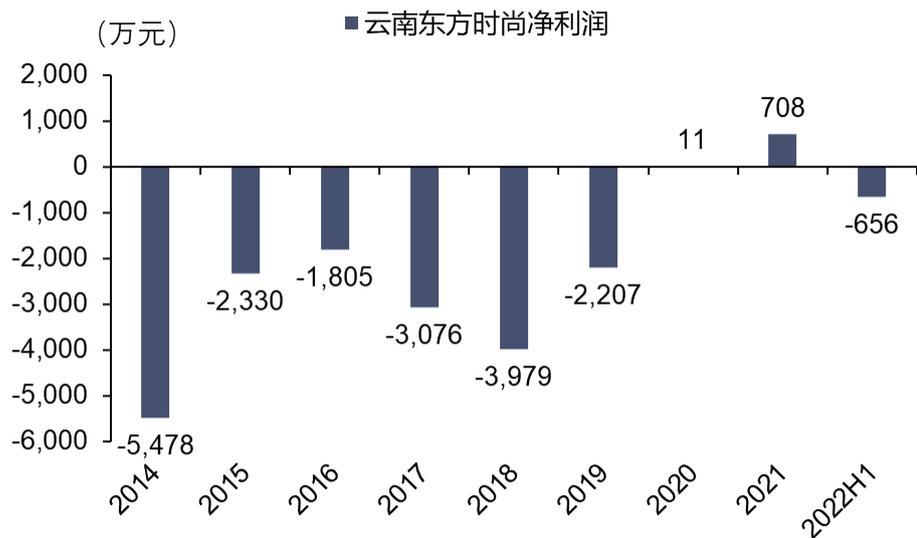
有效优化学员体验，打破时间和空间的局限。在智能驾培体系中，学员无需到地理位置偏远的驾校学习，在家附近、公司附近、商场周边、校园的 VR 学车训练点就能完成部分学时的训练，无论酷暑严寒都可以在空调房里进行驾驶培训，并可以充分利用碎片化时间进行学习，甚至可以实现“24 小时”全天候培训，大幅提升了培训效率，较大地提升了培训的体验和便捷程度。

优化人员配置，实现降本增效。传统驾校培训最大的经营成本来自于教练工资，公司传统的培训教练需求为“两车三人”，即 1 台教练车需要配置 1.5 名教练。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，大幅节省人工成本。根据公司测算，实车训练的单位学时成本约为 50 元/学时左右，VR 设备的引入将降低近 60% 单位学时的培训成本。同时 VR 模拟器和 AI 智能车延长了训练时间，可以实现“24 小时”全天候培训，节省了训练场地、降低了能源消耗，提升了公司的运营效率。

从重资产扩张，向轻资产扩张转变。公司原有的扩张主要是以自建或并购的方式进行，资产较重，折旧摊销较高，培育期较长，如云南东方时尚从 14 年开始运营招生，20 年首次实现盈利。未来公司计划向全国各地驾校机构输出智能驾培体系，包括但不限于提供 VR 设备的销售或租赁，及对其他驾校进行参股、合营等共同经营方式，实现轻资产扩张。

图 10 云南东方时尚收入及同比增速


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 11 云南东方时尚净利润


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

航空驾驶培训：空域资源丰富，在手订单充足

19年，公司全资子公司东方时尚国际航空发展收购海若通用航空股份有限公司55%股权，并更名为“东方时尚通用航空股份有限公司”，拉开了布局航空驾驶培训的序幕。公司通过具备141部飞行培训资质航校，在河南周口、山东德州、河南商丘(在建)、北京平谷运营四座通航机场，实现了“三校四场”的运行规模。

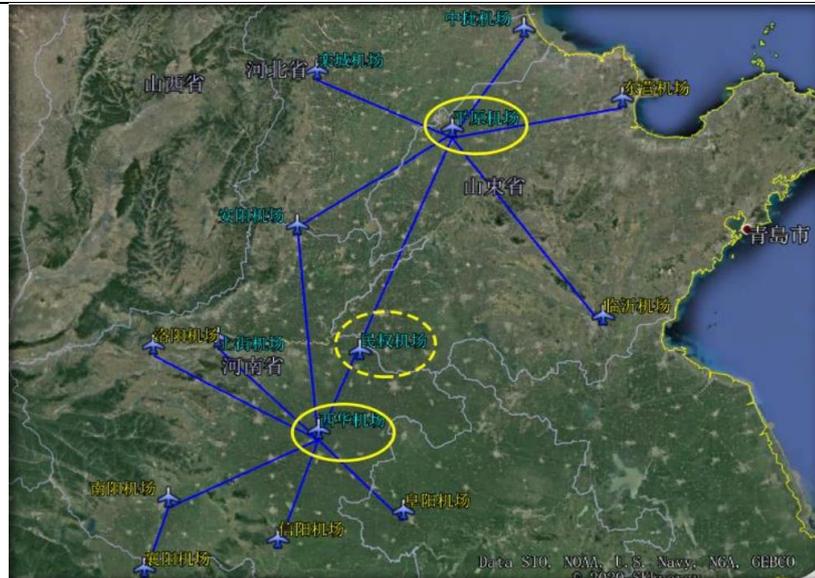
表 5 航空驾驶培训场地信息

机场名称	跑道	停机位	专属飞行训练空域	平均可飞行天数	可飞行训练时长
德原机场	1 条 1000 米长的跑道；正改造从 1000 米加长至 1200 米，联络道 2 条	停机坪 18 个停机位，机库停机位约 30 个	6 个	307 天+	3 万小时+
西华机场	1 条跑道长度为 1200 米，联络道 3 条	停机坪 24 个停机位，机库停机位约 80 个	5 个	308 天+	4 万小时+
民权机场	新建一条飞行跑道长 1200 米，新建 2 条联络道	停机坪 40 个停机位，机库即为约 35 个	6 个	280 天+	3-4 万小时+

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

教员队伍资深，人员储备充足。为了确保飞行教员团队建设的进度与航校整体发展进度相适应，公司通过从外部引进人才和自主培养并行的举措来充实教员队伍。截至 21 年末，在职飞行教员共 49 人，均与航校签订了长期劳动合同，49 人均具备单发飞机教员资质，其中具备仪表等级资质教员 34 人，具备多发飞机等级资质教员 10 人。

空域资源丰富，可飞行时长充裕。除了现有三座机场外，公司还将采取机场租赁、转场训练等方式继续增加可训练场地。目前，在三座机场周边可用于转场训练的转场机场包括沧州中捷机场、河北衡水机场、石佛寺机场、河南安阳机场、南阳机场、安徽阜阳机场、河南洛阳机场以及湖北襄阳机场等，可以充分满足整体课程飞行训练的转场要求。截至 22 年 6 月末，公司拥有 50 架飞机，飞行时间可达 6 万小时/年。

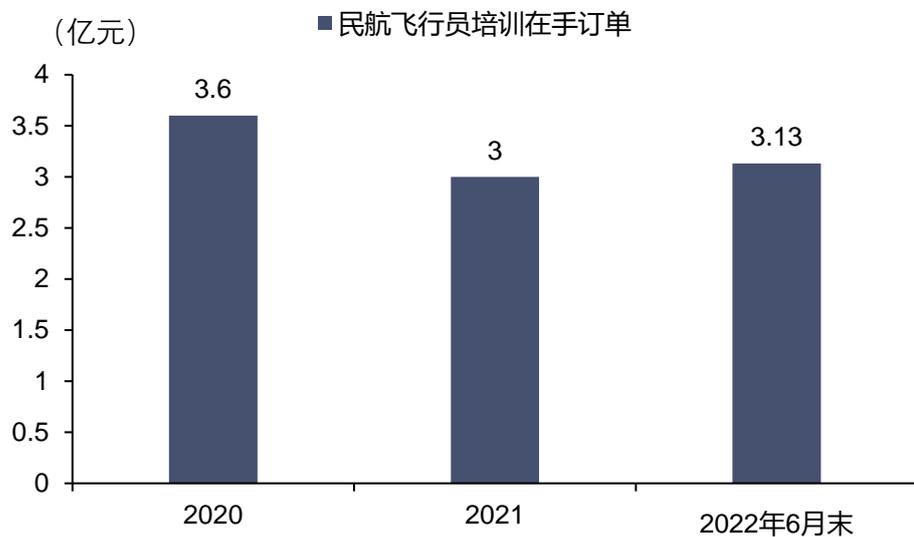
图 12 东方时尚机场网络布局


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13 东方时尚通用机场

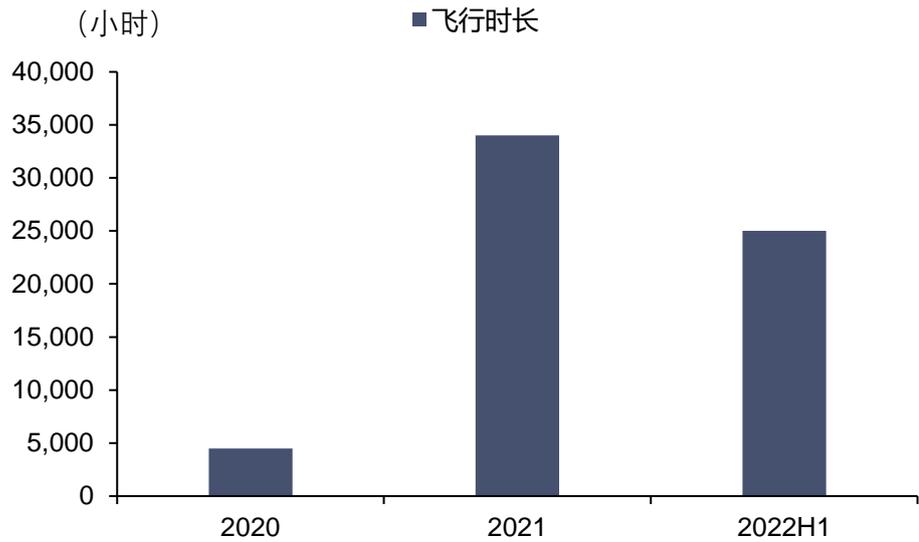

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

民航在手订单充裕。公司的训练设施、教学水平、服务水平得到了民航局、航空公司的高度认可，具有稳定获取航空公司培训订单的能力，南航、厦航为目前主要的航司客户。截至22年6月末，民航飞行员培训在手订单约3.13亿元。未来有望进一步开拓C端市场。

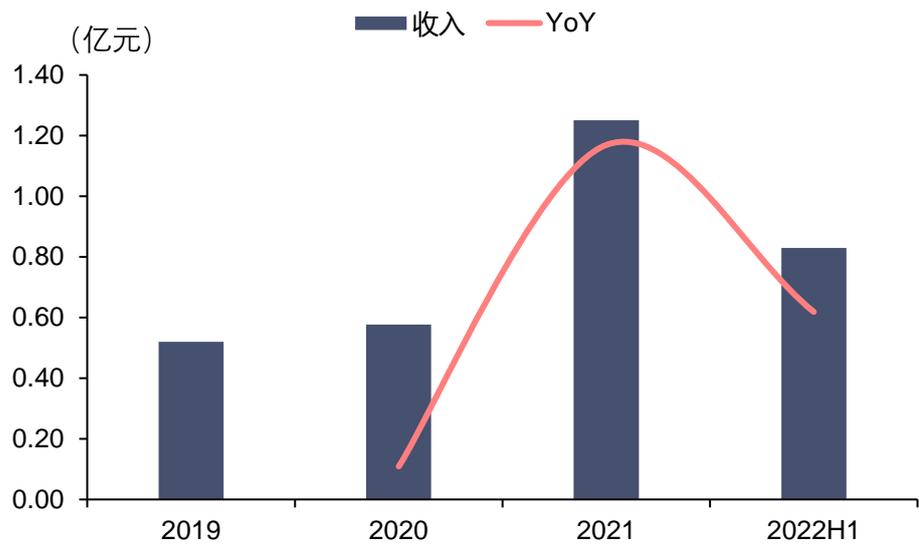
图 14 民航飞行员培训在手订单量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

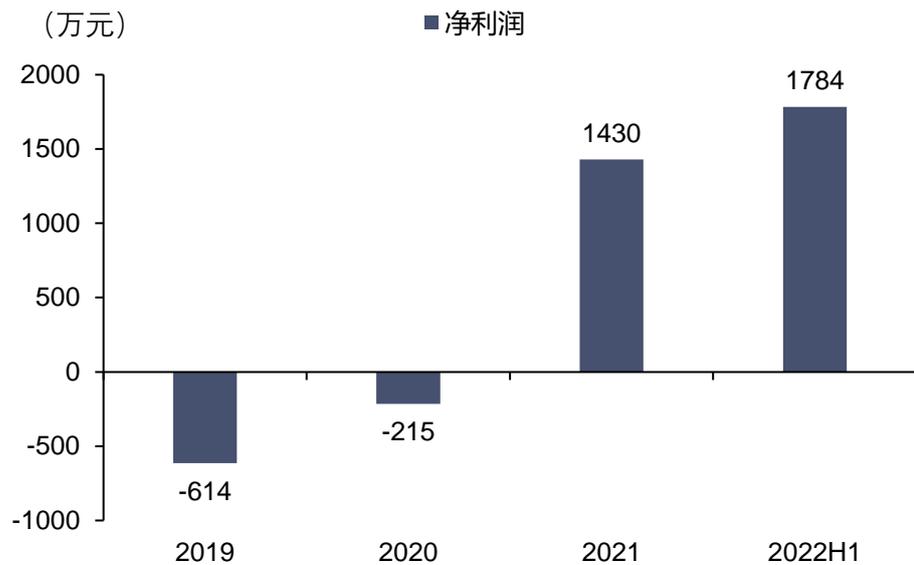
随着飞行时长的不断增加，航空板块收入增长。21年飞行时长达到3.4万小时，实现收入1.25亿元、同增117%，并且开始正向盈利，实现净利润1430万元。

图 15 年度飞行时长总数


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16 东方时尚国际航空收入及同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17 东方时尚国际航空净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

竞争优势：行业影响力强，标准化全流程服务

行业影响力强，行业标准制定的参与者。公司是公安部道路交通安全研究中心在驾培行业中唯一战略合作单位，联合建立机动车驾驶人考试实验基地。作为行业标准制定的参与者，21年公司配合公安部道路交通安全研究中心共同起草了中华人民共和国公共安全行业标准《机动车驾驶人安全文明操作规范》。成为驾驶培训与考试政策改革的先行先试企业，当选为“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”。

实现驾培标准化，服务质量高。实现驾驶培训的规模化、体系化、流程化与标准化，已形成较为完善的报名、培训及配套服务体系，实现了客户自报名至离校的标准全流程服务。形成了规范的管理流程及服务流程，实现了有效的内部控制与外部服务质量控制。“VR + AI”为核心的智能驾培体系带来培训内容的标准化，保证教学水平，摆脱了对传统教练个人的依赖。

以驾培为基石，提供“全周期”汽车综合服务。依托主营业务汽车驾驶培训，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，逐步实现多元化协同发展。

图 18 东方时尚车辆检测厂



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19 东方时尚车辆维修厂



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

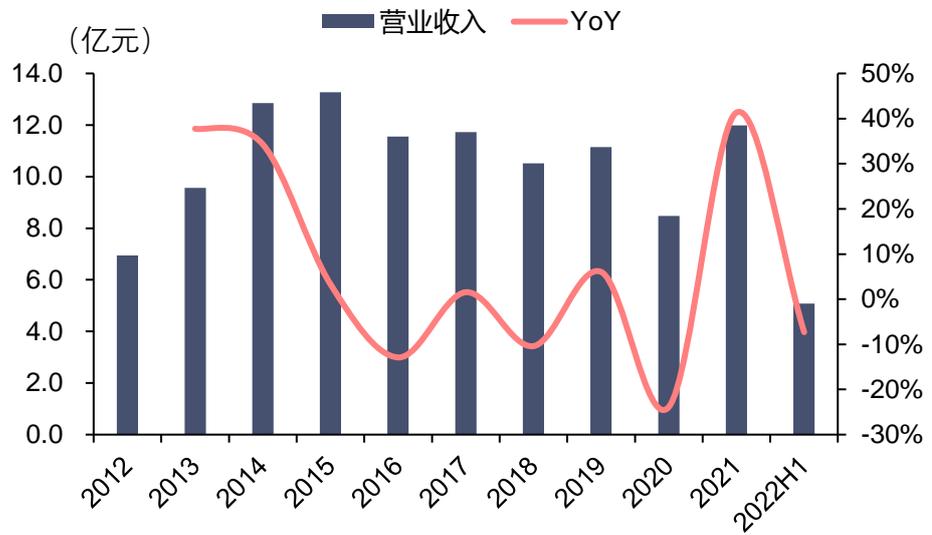
智能驾培助力全国化快速扩张。智能驾培体系在用户体验、降本增效具有显著优势，公司所有经营区域已实现智能驾培体系全覆盖。未来将在全国范围内输出智能驾培体系，通过智能驾培设备研发及运用推广、租赁、训练场地改造、智能训练体系改造、股权合作等方式赋能同行业驾培机构，提高合作机构经营效率和盈利水平，同时助力公司加速全国化扩张的步伐。

财务分析：飞行培训高增长，降本增效助利润率改善

驾驶培训收入稳定，飞行培训收入高增长。驾驶培训是公司的主要收入来源，贡献收入比重一般超过 80%。16~18 年，由于北京疏解非首都功能政策、人口外迁，招生人数下滑，带来收入略有下滑。19 年随着飞行板块的加入，收入正向增长。20~22 年受到新冠疫情爆发及反复的影响，收入波动，21 年实现收入 12 亿元，超过 19 年的水平。航空板块增长显著，

呈翻倍式增长态势，22H1 实现收入 6283 万元、同增 95%。

图 20 公司总营业收入及同比增速

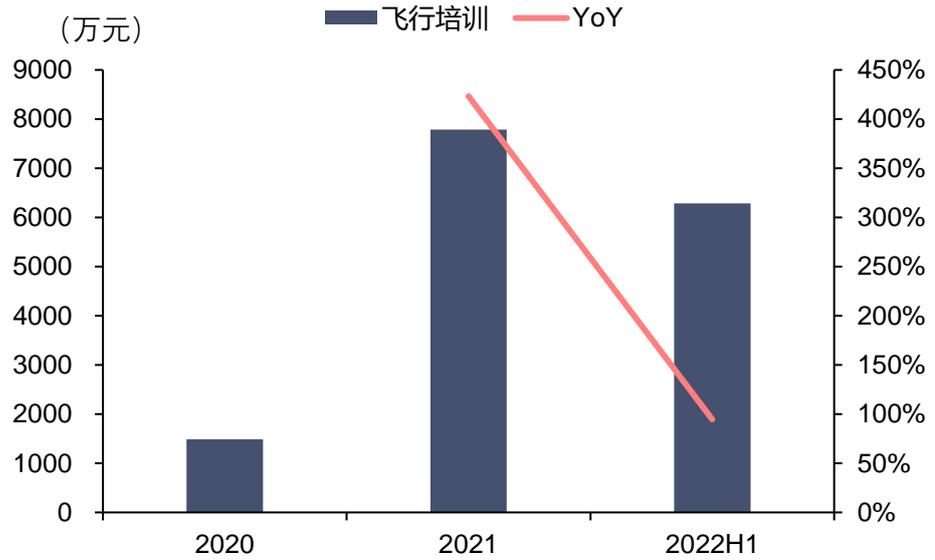


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21 公司驾驶培训收入及同比增速

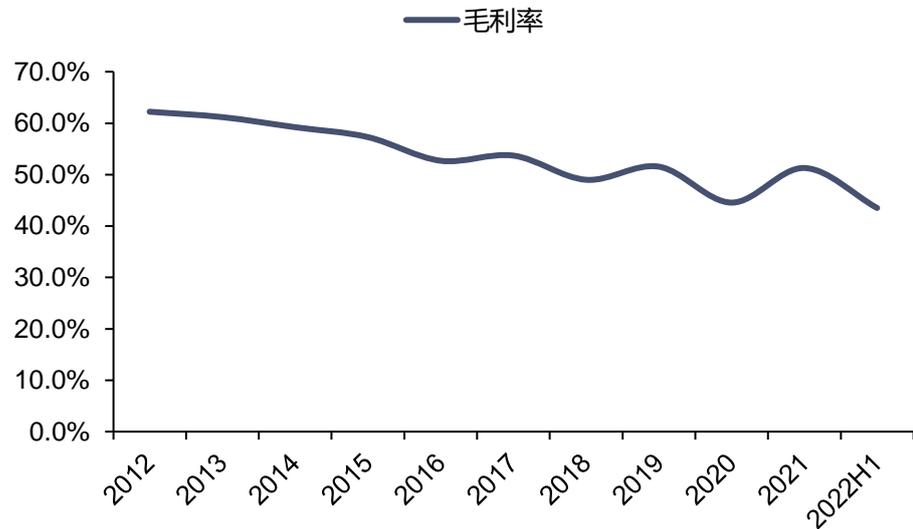


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

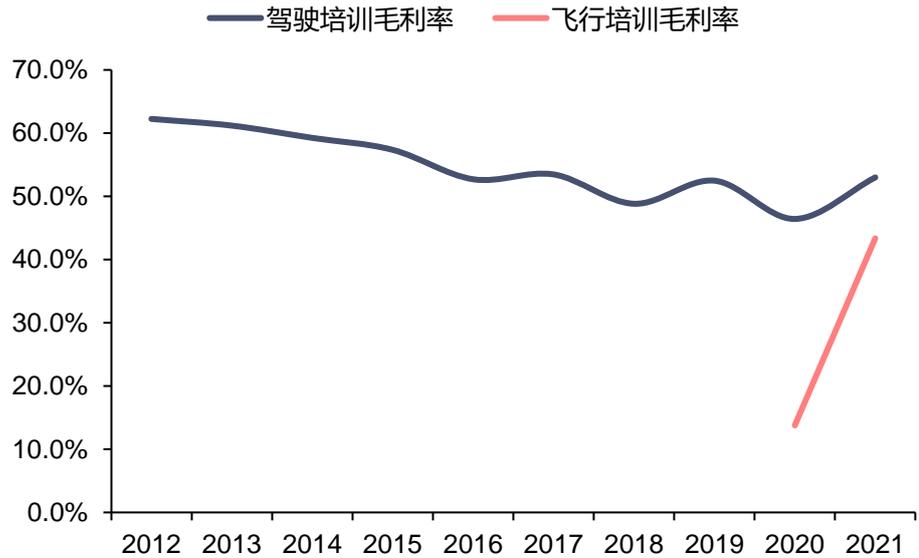
图 22 公司飞行培训收入及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

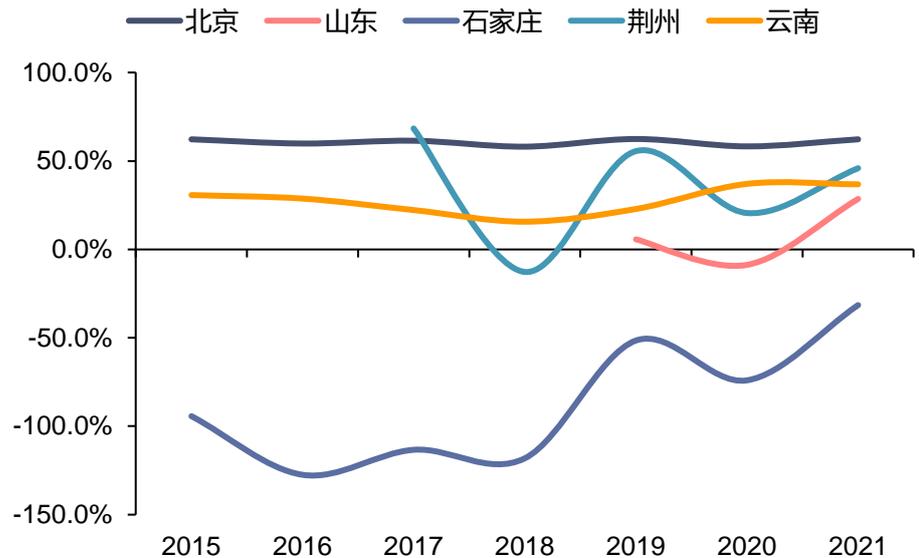
降本增效带来毛利率回升。15~18年，公司整体毛利率呈下滑趋势，19年通过调整管理结构、引入智能培训，降本增效带来毛利率回升至51.5%。20~22年毛利率受新冠疫情爆发和反复的影响而波动。其中，飞行培训毛利率随着业务逐步成熟而显著提升，21年达到43.4%。分区域来看，北京大本营的毛利率较高，在60%左右，异地扩张的区域毛利率差异较大，荆州、云南培育较好，石家庄毛利率尚未转正，但已逐步收窄。

图 23 公司整体毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

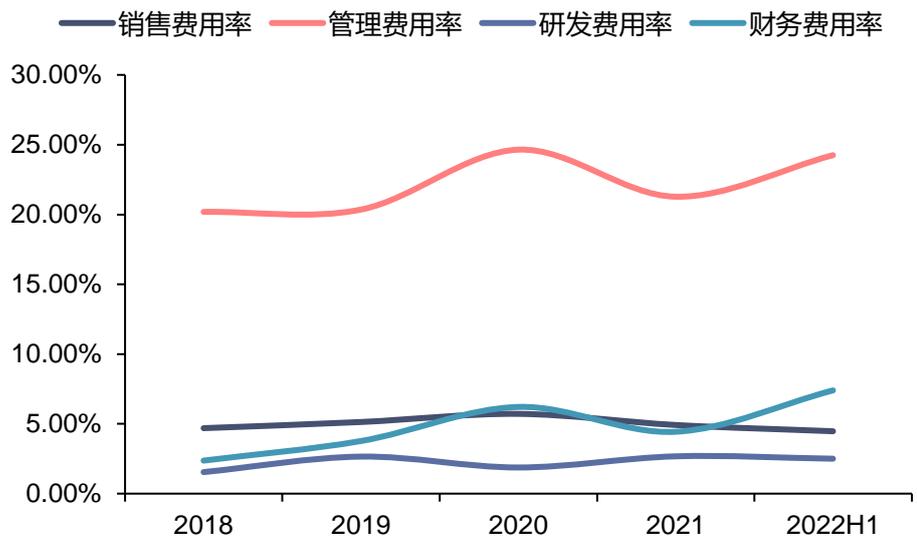
图 24 公司驾驶培训及飞行培训毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25 公司各区域毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

期间费用率较稳定。公司销售费用率在 4~5%；管理费用率在 20%左右，20~22 年疫情期间由于收入受影响，管理费用率提升。研发费用率在 2%左右，公司持续加强技术的研发创新投入，有针对性地研发适用于驾驶培训行业的报名系统、车辆管理系统、考勤系统等办公管理系统，智能机器人、智能教学指导书等。公司近年财务费用率呈提升趋势。

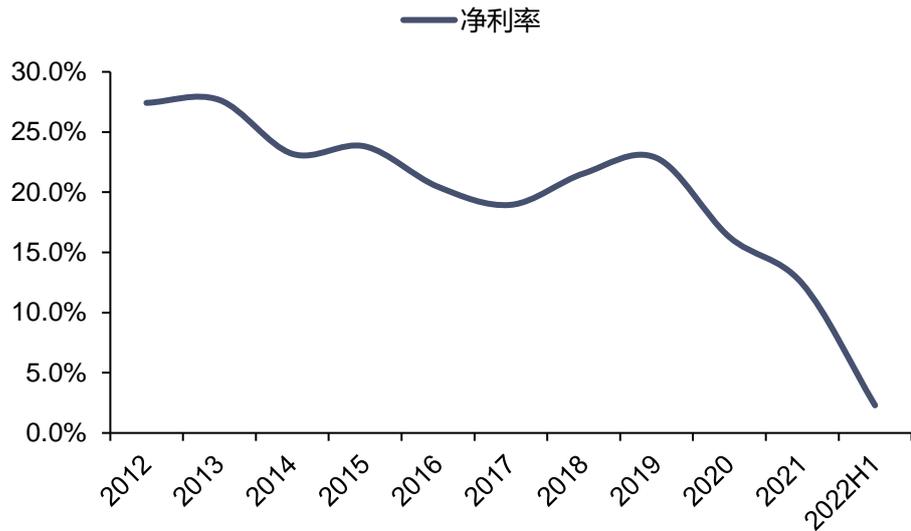
图 26 销售、管理、研发、财务费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

19 年降本增效显著，20~22 年受疫情影响。16~18 年，公司归母净利润呈下滑趋势。19 年降本增效效果显著，带来归母净利润回升，达到 2.44 亿元。20~22 年，归母净利润受到新冠疫情爆发和反复的负面影响较大。从净利率来看，16-19 年公司净利率在 20%左右，19 年在降本增效的带动下，净利率达到 22.9%；20~22 年净利率受疫情影响而大幅下滑。我们预计，防疫政策调整有望带动公司盈利能力回升。

图 27 公司归母净利润及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28 公司净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业分析：驾培行业千亿空间，智慧驾培逐步推广

驾驶培训行业：持证比例仍有较大提升空间，全国市场亟待整合

近年来汽车保有量稳步增长，新能源汽车放量。10~18 年我国汽车保有量快速提升，自 10 年末的 0.91 亿辆增加至 18 年末的 2.40 亿辆，CAGR 达 12.9%，同时汽车占机动车总量比重逐年提升，自 10 年末的 43.9% 提升至 18 年末的 73.5%，我国机动车构成实现了以摩托车为主向汽车为主的转型。18~22 年，汽车保有量进入稳步增长的阶段，其中新能源汽车迅速放量，自 18 年末的 261 万辆增长至 22 年末的 1310 万辆，CAGR 达 49.7%。

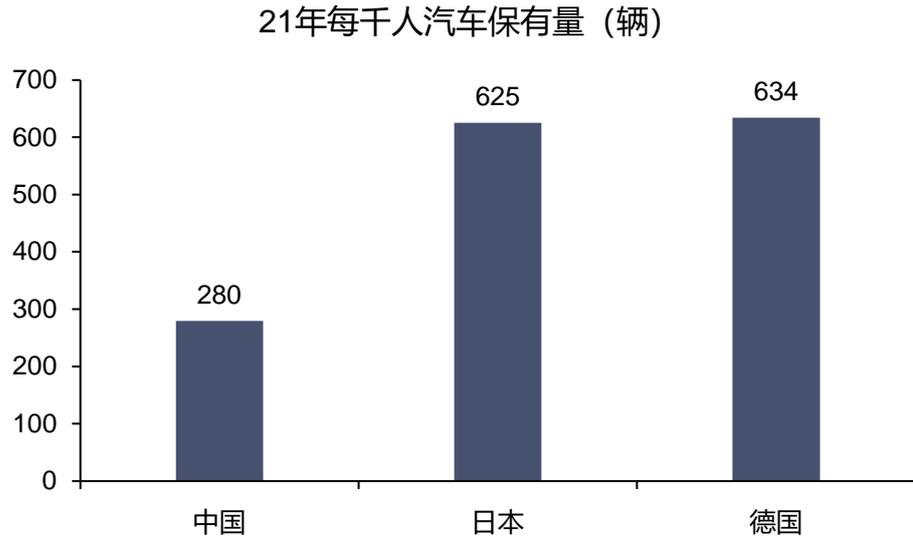
图 29 我国汽车保有量及同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 30 我国新能源汽车保有量及同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

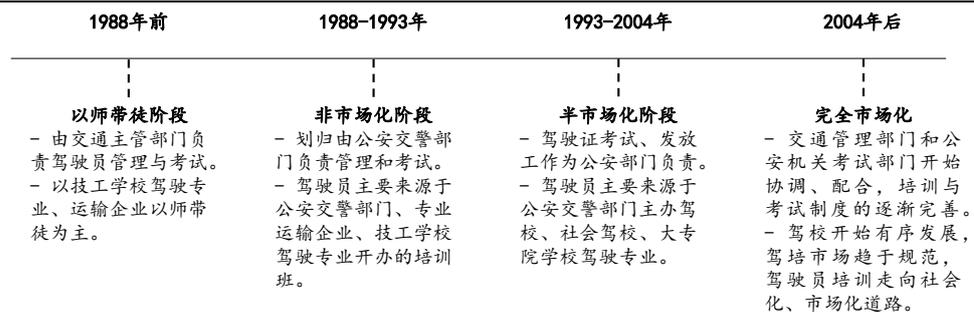
我国人均汽车保有量仍有提升空间。目前我国人均汽车保有量相较发达国家仍存在差距，21 年我国每千人汽车保有量达 280 辆，而日本、德国分别为 625/634 辆，我国人均汽车保有量仍有提升空间。

图 31 21 年中国、日本、德国每千人汽车保有量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国驾培行业完成了由交管部门主导到市场化的转型。我国驾培服务行业经历了四个时期:

(1) 1988 年以前, 由交通主管部门负责驾驶员管理与考试, 主要靠技工学校驾驶专业、运输企业以师带徒。(2) 1988~1993 年, 公安交警部门负责管理和考试, 驾驶员主要来源是公安交警部门举办的驾驶培训班、委托专业运输企业开办的培训学校和技工学校驾驶专业。(3) 1993~2004 年, 交通部门负责驾培行业管理, 公安部门负责驾驶证考试、发放工作, 驾驶员的来源既有公安交警部门办的驾校, 也有社会驾校、大专院学校办的培训班等。(4) 04 年以后, 考培分离, 驾培市场逐渐规范, 驾培走向市场化道路。

图 32 我国驾培行业发展历程


资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

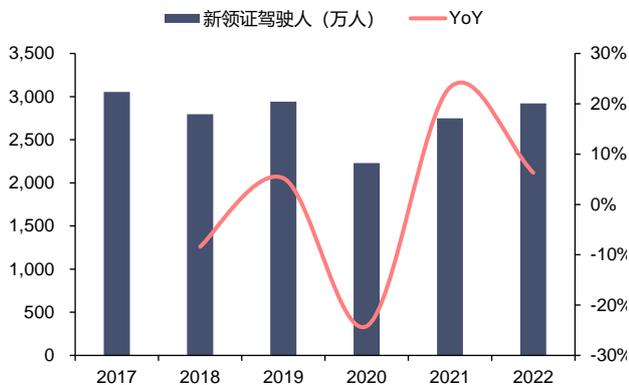
多省市试点智慧驾培。19 年国务院印发的《交通强国的建设纲要》提出, “强化前沿关键科技研发。瞄准新一代信息技术、人工智能等世界科技前沿, 加强对可能引发交通产业变革的前瞻性、颠覆性技术研究”。21 年, 东方时尚成为道路交通安全文明素质教育试点单位, 试点提升机动车驾驶培训智能化管理水平。近年, 智慧驾驶培训在上海、广东、北京等地陆续开展试点工作, 未来有望在全国范围推广。

表 6 智慧驾培相关政策

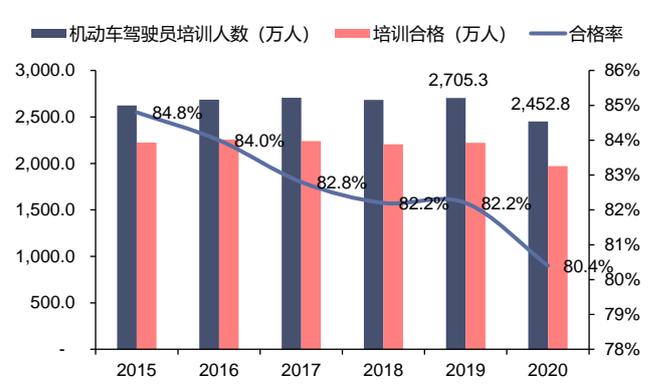
发布时间	政策文件/核心要点	主要内容
2019年9月	《交通强国建设纲要》	强化前沿关键科技研发。瞄准新一代信息技术、人工智能、智能制造、新材料、新能源等世界科技前沿，加强对可能引发交通产业变革的前瞻性、颠覆性技术研究。大力发展智慧交通。推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合。
2021年10月	《道路交通安全文明素质教育等交通强国建设试点工作》	人民交通出版传媒管理有限公司与东方时尚为试点公司，提升机动车驾驶培训智能化管理水平，探索创新机动车驾驶智能培训模式。打造机动车驾驶培训机构数字化管理体系、学员驾培培训行为智能分析评价体系。
2020年10月	北京市开展人工智能驾驶培训试点工作	自2020年10月起，市交通委驾驶员培训管理处指导市驾培行业协会开展人工智能驾驶培训试点工作，利用VR智能模拟器、实车智能机器人等新技术装备，实现复杂路况行驶、应急情况处置、防御驾驶等训练
2021年8月	上海市着力推广全新智能驾培	市道运局着力在上海推广全新智能驾培模式，通过VR汽车驾驶模拟器将传统的人工教学模式逐渐转变为“人机交互”的智慧驾培模式
2023年1月	《浙江省关于深化机动车驾驶培训智能教学试点工作的通知（征求意见稿）》	持续深化机动车驾驶培训智能教学试点相关工作，不断推动驾培行业数字化改革、提升培训服务质量
2023年2月	《广东省交通运输厅关于开展机动车驾驶“智能驾培”试点工作的通知》	试点驾校应用智能驾驶培训模拟器、智能机器人教练车在制度建设、行业标准、降本增效、节能减排等方面的积极探索，探索构建“VR+AI+实车驾驶训练”三位一体的智能驾驶培训新模式，培育特色突出、品质精良、学员满意的智能驾培服务品牌

资料来源：信达证券研发中心整理

新领证驾驶人数量、驾培人次基本稳定。近年来，我国新领证驾驶人除20年受新冠疫情影响显著下滑以外，近年基本稳定，均在2700万人以上。驾驶员培训人次除20年受疫情影响以外，近年也保持相对稳定，均在2600万人以上。

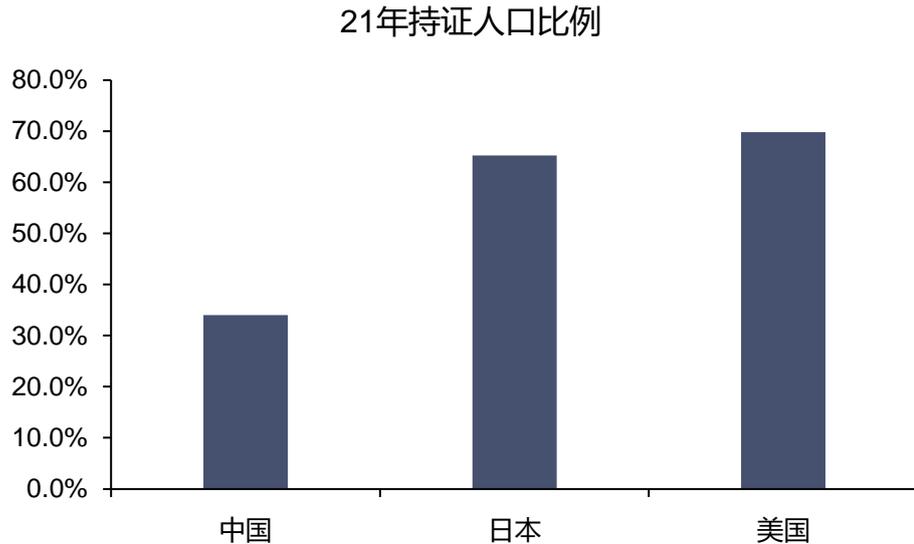
图 33 我国新领证驾驶人及同比增速


资料来源：公司公告，公安部交通管理局，信达证券研发中心

图 34 机动车驾驶员培训、培训合格人数及合格率


资料来源：公司公告，《中国道路运输发展报告》，信达证券研发中心

我国持证人口比例仍有较大提升空间。我国机动车驾驶持证人口比例相对较低，21年仅为34.0%，相较于发达国家日本、美国的65.3%/69.8%仍有较大提升空间。

图 35 21 年三国持证人口比例


资料来源: Wind, 美国联邦公路局, 信达证券研发中心

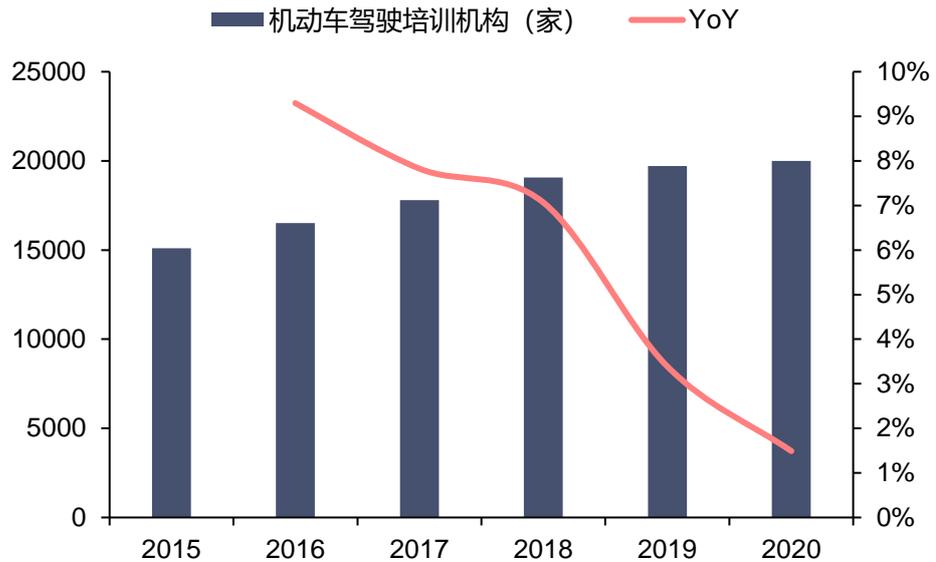
驾驶培训服务行业享有千亿空间。假设驾培客单价为 4000 元, 按照 22 年新领证驾驶人数量计算, 驾培行业空间约为 1169 亿元。

表 7 驾培行业市场空间测算

	悲观假设	中性假设	乐观假设
平均客单价 (万元/人)	0.35	0.4	0.45
22 年新领证驾驶人 (万人)	2,923		
驾培行业市场空间测算	1023	1169	1315

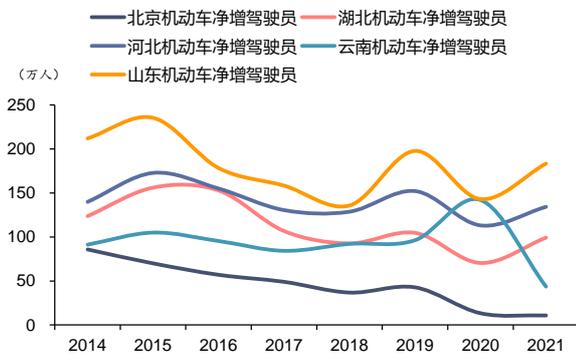
资料来源: 公安部交通管理局, 信达证券研发中心测算

我国驾培行业格局较为分散。我国驾培行业市场参与者众多, 20 年机动车驾驶培训机构数达 2.0 万家, 呈现“散、小、乱”的特征, 近年培训机构数增速逐年趋缓, 新冠疫情带来供给收缩。驾驶培训市场一般有地域属性, 从北京来看, 近五年驾考人次 240 万人, 年均培训人次 48 万人, 假设公司客单价为 5000 元, 计算可得公司 21 年在北京的市场份额高达 33.4%。我们估计, 22 年疫情反复带来供给收缩, 公司在北京的市场份额有望较 21 年更高。从全国范围来看, 21 年全国新领证驾驶人达 2750 万人次, 根据上述假设, 公司在全国整体市场份额仅为 0.8%, 因此我们认为, 驾培行业具有较大全国化复制和整合的空间。

图 36 我国机动车驾驶培训机构数量


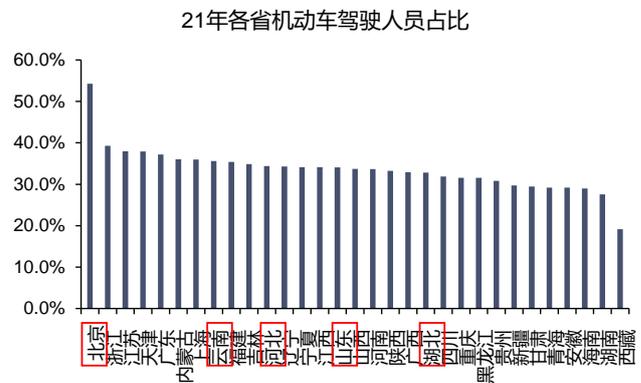
资料来源：公司公告，《中国道路运输发展报告》，信达证券研发中心

山东、河北、湖北近年机动车净增驾驶员总体相对稳定。从东方时尚的主要业务覆盖地区来看，山东、河北、湖北三省机动车净增驾驶员近年不同年份存在波动，但总体相对稳定，云南、北京呈减少趋势。此外，湖北机动车驾驶员人口占比低于全国总体水平，具有较大提升空间。

图 37 各地机动车净增驾驶员人次


资料来源：Wind，信达证券研发中心

机动车净增驾驶员=当年机动车驾驶人-上一年机动车驾驶人

图 38 机动车驾驶员占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

机动车驾驶员占比=该省市机动车驾驶员/该省市常住人口

航空驾驶培训：竞争格局优化，有望受益于疫后航空复苏

驾驶员执照增速恢复至疫情前 6 成+。由于《民用航空器驾驶员合格审定规则》第四次修订规定驾驶员执照的有效期为六年，外加疫情对飞行训练活动的影响，20 年驾驶员执照增速放缓，22 年增速恢复至疫情前的 65%左右。

驾驶员执照主要由 CPL 与 ATPL 组成。我国驾驶员执照主要由商用驾驶员执照（CPL）、与

航线运输驾驶员执照（ATPL）构成。其中，CPL 比重逐年提升，由 14 年的 52.6% 提升至 22 年的 56.4%。

图 39 我国驾驶员历年执照总数



资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心整理

图 40 我国驾驶员执照构成

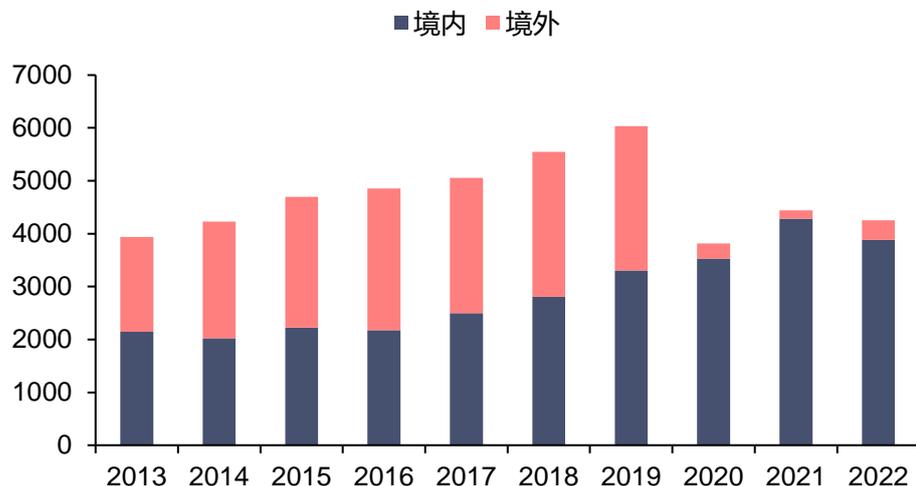


资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心整理

疫情影响，培训需求国内承接。13~19 年我国飞行学校年度注册飞行学生人数稳步增长，20 年受疫情影响，整体 141 部飞行学校培训需求下降，国内飞行学校承接境外培训需求，22 年我国飞行学校年度注册飞行学生人数达 4253 人，同减 4.3%。

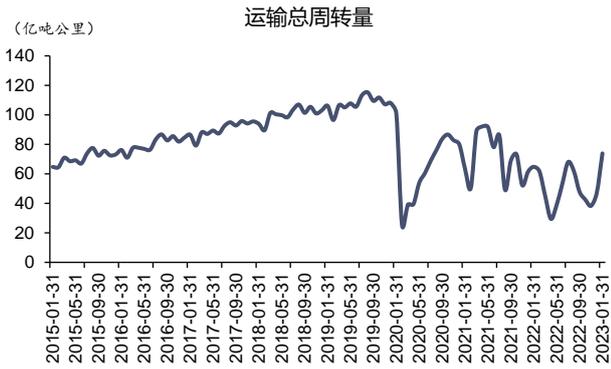
图 41 飞行学校年度注册飞行学生人数

飞行学校年度注册飞行学生人数 (人)

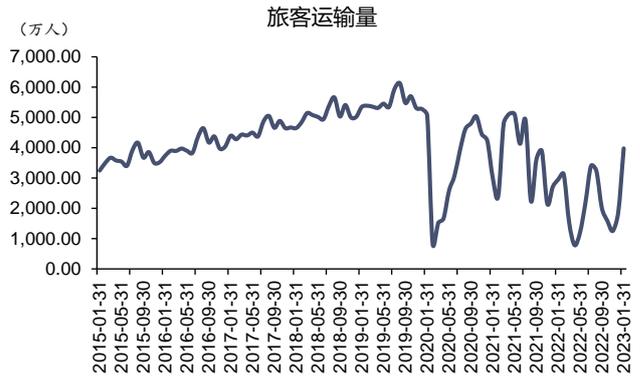


资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心整理

航运恢复预计带来培训需求回暖。疫情管控措施优化以来，我国航空运输迅速恢复。23 年 1 月，航空运输总周转量达 73.9 亿吨公里，环比增加 57.6%，恢复至 19 年的 69.6%；航空旅客运输量达 3977.5 万人，恢复至 19 年的 74.5%。未来航空运输的持续复苏有望带动航空公司对飞行员的招聘需求，进而带来航空驾驶培训的进一步增长。

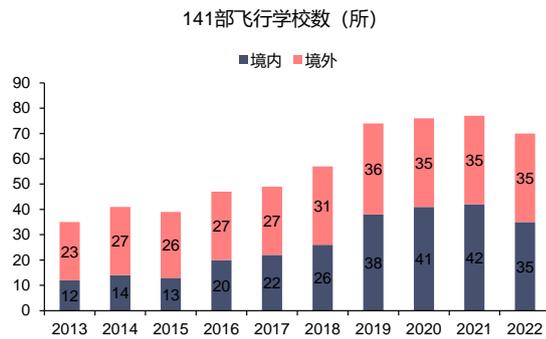
图 42 我国航空运输总周转量


资料来源：同花顺，信达证券研发中心整理

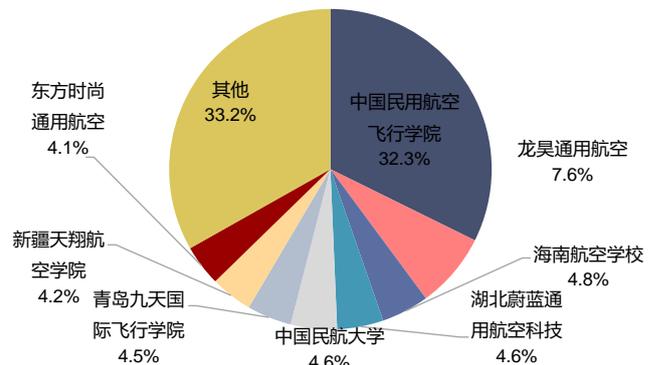
图 43 我国航空旅客运输量


资料来源：同花顺，信达证券研发中心整理

国内飞行学校竞争格局优化。截至 22 年末，我国境内 141 部飞行学校中开设整体课程的共有 35 所，同比减少 7 所。其中 29 所具有航线运输驾驶员整体课程培训资质，训练容量 7115 人，现有在训学生 6587 人。若以 22 年整体学生课程容量计算市场占有率，则中国民航飞行学院市占率达 32.3%，为绝对龙头，东方时尚市占率达 4.1%，位居前列。

图 44 我国 141 部飞行学校数


资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心

图 45 2022 年我国飞行学校市场份额


资料来源：《中国民航驾驶员发展年度报告 2022 年版》，信达证券研发中心

图 46 境内 141 部飞行学校运行基地分布



资料来源:《中国民航驾驶员发展年度报告 2022 年版》, 信达证券研发中心

图 47 境外 141 部飞行学校分布



资料来源:《中国民航驾驶员发展年度报告 2022 年版》, 信达证券研发中心

公司的航空驾驶培训在行业中办学质量较高。飞行学校的办学质量可以参考延宕率, 延宕率越高代表该校学生积压比例较高。公司的延宕率处于较低水平, 可见办学质量较高。

图 48 我国 141 驾驶学校延宕率



资料来源:《中国民航驾驶员发展年度报告 2022 年版》, 信达证券研发中心整理

盈利预测及投资建议

收入及毛利率: 22 年受国内疫情影响, 公司阶段性中断运营, 对整体收入端产生不利影响, 我们预计随着疫情管控政策的优化, 疫情对公司经营层面的负面影响有望逐步消除, 同时驾培轻资产全国化的推进以及航空驾驶培训需求的复苏有望带来收入的回暖, 我们估计 22/23/24 年收入 10.1/13.9/15.3 亿元、同增-15.6%/37.6%/9.9%, 其中驾驶培训收入 8.3/11.5/12.5 亿元、同增-19.8%/37.5%/9.2%。

表 8 公司收入拆分及预测

(单位, 百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
驾驶培训	777	1,038	832	1,145	1,250
YoY		33.5%	-19.8%	37.5%	9.2%
飞行培训	15	78	119	170	196
YoY		423.3%	52.2%	43.4%	15.6%
其他	56	83	61	77	83
YoY		47.8%	-26.8%	27.2%	7.1%
总计	848	1,199	1,012	1,392	1,529
YoY		-23.9%	41.3%	-15.6%	37.6%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

净利润及 EPS: 成本端相对刚性以及政府补贴的下滑导致 22 年业绩亏损, 公司预计亏损-0.37 亿元, 疫情前降本增效显著, 疫后复苏业绩弹性有望充分兑现。我们估计 23/24 年归母净利润为 2.3/2.7 亿元, 同比增长 725.7%/19.0%, 对应 EPS 为 0.32/0.38 元。

可比公司分析: 选用 2 家职业教育上市公司传智教育、中公教育作为可比公司, 2023~24 年平均估值为 42x/25x。公司作为驾培行业龙头, 当前估值仍有较大提升空间。

表 9 可比公司估值

	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
传智教育	16.52	0.19	0.47	0.59	0.72	87	35	28	23
中公教育	4.84	-0.38	-0.12	0.09	0.18	-	-	56	27
平均							35	42	25
东方时尚	7.88	0.21	-0.05	0.32	0.38	38	-	25	21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价, 传智教育、中公教育 EPS 为 Wind 一致预期。

投资建议: 公司为驾培行业龙头, 区域优势显著, 培训模式标准化且服务质量高, 未来有望通过 VR+AI 颠覆传统驾培模式, 实现轻资产全国扩张。另外, 飞行培训订单充足, 有望持续增厚业绩并受益于航空疫后修复。我们预计 23/24 年 EPS 为 0.32/0.38 元/股, 对应 PE 为 25x/21x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

VR 驾培轻资产扩张不及预期的风险：公司 VR+AI 驾培异地扩张或不及预期。

土地规划调整尚未完成的风险：外地子公司主要通过自有或者租赁的方式获取经营土地，由于部分在建项目用地规划调整尚未完成，存在无法继续使用该土地的风险。

我国航运恢复不及预期的风险：航运恢复情况或不及预期，对飞行培训需求造成不利影响。

驾驶培训政策风险：“机动车驾驶证自学直考”、“计时培训、计时收费、先培训后付费”等行业政策陆续出台和实施或对驾培行业造成不利影响。

资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	753	419	455	509	495
货币资金	587	241	247	312	311
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	13	15	9	24	12
预付账款	15	10	14	0	0
存货	34	27	58	40	47
其他	105	125	127	134	126
非流动资产	3,913	4,338	4,710	4,944	5,338
长期股权投资	108	106	116	119	126
固定资产(合计)	1,276	1,782	2,188	2,400	2,777
无形资产	790	771	754	736	719
其他	1,738	1,679	1,653	1,688	1,716
资产总计	4,666	4,757	5,165	5,453	5,833
流动负债	1,842	1,536	1,993	2,052	2,156
短期借款	486	313	413	463	463
应付票据	17	0	18	-2	20
应付账款	382	348	500	562	592
其他	956	875	1,062	1,028	1,082
非流动负债	271	795	790	785	780
长期借款	0	99	99	99	99
其他	271	696	691	686	681
负债合计	2,113	2,331	2,783	2,836	2,936
少数股东权益	265	264	263	268	273
归属母公司股东权益	2,288	2,163	2,119	2,349	2,623
负债和股东权益	4,666	4,757	5,165	5,453	5,833

重要财务指标

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	848	1,199	1,012	1,392	1,529
同比(%)	-23.9%	41.3%	-15.6%	37.6%	9.9%
归属母公司净利润	161	152	-37	230	274
同比(%)	-34.1%	-5.4%	-124.2%	725.7%	19.0%
毛利率(%)	44.5%	51.3%	33.0%	53.0%	53.6%
ROE%	7.0%	7.0%	-1.7%	9.8%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.21	-0.05	0.32	0.38
P/E	35.3	37.3	—	24.7	20.7
P/B	2.48	2.63	2.68	2.42	2.17
EV/EBITDA	39.33	13.82	43.71	12.05	10.27

利润表

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	848	1,199	1,012	1,392	1,529
营业成本	470	584	678	654	710
营业税金及附加	9	14	17	17	17
销售费用	48	59	51	63	65
管理费用	209	255	248	282	302
研发费用	16	32	30	28	29
财务费用	53	53	56	65	68
减值损失合计	-10	-6	0	0	0
投资净收益	6	-3	2	10	11
其他	67	8	13	21	24
营业利润	105	201	-54	313	373
营业外收支	92	15	0	0	0
利润总额	198	216	-54	313	373
所得税	60	67	-17	78	93
净利润	138	149	-38	235	280
少数股东损益	-23	-3	-1	5	6
归属母公司净利润	161	152	-37	230	274
EBITDA	307	508	137	497	583
EPS(当年)(元)	0.23	0.21	-0.05	0.32	0.38

现金流量表

会计年度	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	651	449	483	439	610
净利润	138	149	-38	235	280
折旧摊销	152	234	136	128	153
财务费用	53	50	58	67	70
投资损失	-6	3	-2	-10	-11
营运资金变动	308	-3	327	18	118
其它	6	17	2	0	0
投资活动现金流	-493	-482	-508	-352	-536
资本支出	-531	-472	-427	-239	-443
长期投资	-4	-10	-34	-20	-27
其他	42	0	-47	-93	-65
筹资活动现金流	60	-312	30	-22	-75
吸收投资	44	3	-7	0	0
借款	943	458	100	50	0
支付利息或股息	-162	-97	-58	-67	-70
现金流净增加额	219	-346	6	65	-1

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。