

2016年3月9日

# 瑞德设计 (831248)

— 综合型工业设计优质稀缺标的

目标价：14.18-14.95 元

报告原因：深度报告

投资要点：

● **工业 4.0 和消费升级时代背景下，设计环节作为实现产品高附加值和消费者体验的重要一环，价值凸显：**工业设计是产业价值链的源头，并横跨上下产业链，是产业价值链中最具增值潜力的环节。近年来随着工业 4.0、中国制造 2025、消费升级等政策和需求刺激，工业设计有望进入规模化高速增长阶段，我们预测 2018 年工业设计市场规模将达到 1556 亿，15-18 年三年 CAGR 达 29.8%。

● **新三板优质稀缺标的，跨行业原创设计能力、多领域融合能力构建公司独特竞争优势：**目前资本市场工业设计企业相对稀缺，纯正工业设计企业只有瑞德设计、嘉兰图和龙创设计三家新三板企业。公司具有国家级工业设计中心称号，并获得多项世界顶级设计大奖，拥有 130 多名跨领域设计人员，在厨卫产品设计、智能穿戴产品设计和能源零售空间设计、高速公路服务区、品牌连锁终端空间设计方面具备领先的原创设计能力。多年来服务于方太厨具、中石化、李宁、联想、H&M、中国一汽等商业实体。公司具有开展跨行业综合设计服务的经验和实力。

● **创新性探索工业设计领域内联合开发模式，有望为公司增强持续盈利能力并做大产值：**工业设计项目具有产值小、一次性的特点，因此设计公司较多存在规模小、订单分散、盈利能力不强的特点。公司创新性提出联合开发模式，采取基本设计费+销售额分成的模式，此种模式将有利于设计价值最大化，大大增强企业的持续盈利模式。目前已签订 8 个联合开发合同，并于 15 年取得收入。

● **预计未来三年收入复合增速为 20.0%，净利润复合增速为 36.4%：**公司未来两年收入结构进一步优化，高毛利率的工业设计收入占比持续提高，同时由于商业展具设计植入能力增强和规模化生产效应，进一步提高附加值和降低成本，因此利润增速高于收入。公司 15-17 年 EPS0.30/0.39/0.55 元，对应 PE45X/34X/24X。结合公司具体业务情况，采取分步估值法，给出工业设计 PE 区间 42-44X，商业展具 28-30XPE，对应 16 年市值 6.45-6.80 亿。不考虑增发，对应股价 14.18-14.95 元。

● **风险提示：**创新联合开发模式推广不及预期；方太厨具等大客户经营状况发生变化给公司带来的负面影响；经济转型不达预期对行业的负面影响。

财务数据及盈利预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	89.2	84.8	110.5	116.7	138.3	168.1
同比增长率 (%)		-4.9	30.3	5.6	18.5	21.5
净利润 (百万元)	4.9	0.3	5.1	13.5	17.8	25.0
同比增长率 (%)		-94.4	1,789.0	163.5	32.0	40.9
每股收益 (元/股)			0.15	0.30	0.39	0.55
毛利率 (%)	28.3	33.1	35.2	33.9	40.7	41.1
ROE (%)	16.5	0.7	11.0	19.1	21.8	23.5
市盈率			86.9	45.4	34.4	24.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2016年03月08日

转让方式	做市转让
收盘价 (元)	13.44
每股净资产 (元)	1.4
市净率	9.6
总市值 (亿元)	6.1

基础数据： 2015年06月30日

总股本 (百万)	35.00
可转让股份 (百万)	13.49
净资产 (百万元)	65.66
股东总户数 (户)	86
挂牌日期	2014.11.03
主办券商	平安证券有限责任公司

相关研究

证券分析师

李筱璇 CFA, FRM  
A0230511040044  
[lixix@swsresearch.com](mailto:lixix@swsresearch.com)

研究支持

刘建伟  
A0230115110003  
[liujw2@swsresearch.com](mailto:liujw2@swsresearch.com)

联系人

谢高翔  
(8621) 23297413  
[xiegx@swsresearch.com](mailto:xiegx@swsresearch.com)



申万宏源研究微信服务号

# 目录

---

<b>1.公司主营业务是工业设计、商业展具设计生产</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司是复合型工业设计公司 .....	3
1.2 朝阳行业、跨行业原创设计能力、创新模式构成投资亮点 .....	4
<b>2.工业设计千亿市场蓄势待发</b> .....	<b>5</b>
2.1 工业设计处于产业链源头，高附加值，高创新性 .....	5
2.2 国家战略、政策鼓励、下游升级带来三重利好 .....	6
2.3 我国工业设计仍处起步阶段，供给侧空间巨大 .....	9
<b>3.公司立足设计核心资源，创新多元化盈利模式</b> .....	<b>10</b>
3.1 工业设计业务：设计价值的直接体现 .....	10
3.2 商业展具业务：设计价值的转换收益 .....	12
3.3 借助资本和互联网力量超前布局设计产业链前端 .....	13
<b>4.竞争优势叠加创新模式，频获优质订单</b> .....	<b>13</b>
4.1 资深团队、业内认可、区位优势形成竞争壁垒 .....	13
4.2 订单稳定增长保障公司盈利能力持续 .....	15
4.3 联合开发合作商业模式有望成为业绩增长新引擎 .....	15
<b>5.盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

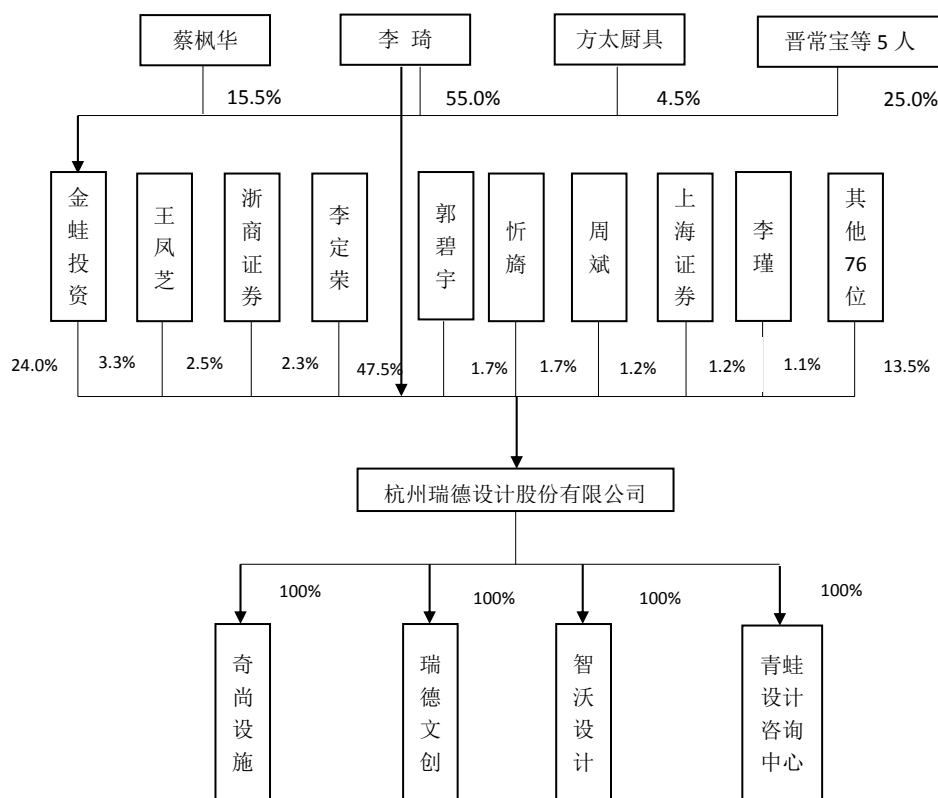
图 1：公司股权结构 .....	3
表 1：公司是新三板稀缺标的 .....	4
图 2：2014 年公司主营收入业务构成 .....	4
图 3：公司收入、毛利率以及净利率 .....	4
图 4：工业设计案例 .....	6
图 5：国家鼓励工业设计出台政策 .....	6
图 6：规模以上制造业研发经费内部支出占营收比重（%） .....	8
图 7：数字化研发设计工具普及率（%） .....	8
图 8：65 岁及以上人口占比不断增长 .....	8
图 9：0-14 岁人口出现拐点向上势头 .....	8
图 10：2001-2015 年我国 R&D 经费支出和 GDP 占比均高速增长 .....	9
图 11：工业设计毛利率、利润和收入占比呈上升趋势 .....	11
图 12：商业展具毛利率、利润和收入占比情况 .....	11
图 13：公司获奖作品-方太水槽洗碗机（获 22 项专利）、方太抽油烟机 .....	12
图 14：易捷便利店空间和展示道具、某高速公路服务区效果图 .....	12
图 15：商业展具业务案例 .....	12
图 16：红点奖、IF 奖等获奖证明 .....	14
表 2：收入成本预测表（万元） .....	16
表 3：损益表预测（万元，元） .....	16
表 4：可比上市公司估值参考 .....	17
表 5：分部估值表 .....	18

# 1. 公司主营业务是工业设计、商业展具设计生产

## 1.1 公司是综合型工业设计公司

瑞德设计成立于1999年1月25日，成立以来一直从事工业设计及其延伸行业，目前提供的服务内容及产品主要是产品创新设计、商业空间设计、商业展具的设计和生、品牌策划设计等。公司是业内少数具有跨领域多行业设计服务能力的专业工业设计公司，设计服务领域覆盖3C产品、商业空间、商业展具、高速公路服务区以及加油站、文化产业等众多行业，近年来进军3D打印设计、智能生活家电、智慧健康等高科技新兴领域。公司于2014年11月3日挂牌新三板，2015年6月12日转成做市转让。截止2015年12月16日，做市商达到6家。

图1：公司股权结构



资料来源：公司2015年中报，申万宏源研究

公司是新三板优质稀缺标的。目前国内专职工业设计的公司数量较少，规模较小，少数有实力的大企业则直接在公司内部设立设计中心。登陆资本市场的工业设计类企业较为稀缺，其中A股市场有毅昌股份（002420）和易尚展示（002751），新三板

目前主要有瑞德设计、嘉兰图等6家企业，其中瑞德设计、嘉兰图、龙创设计是仅有三家以工业设计为主营业务的设计类公司。

表 1：公司是新三板稀缺标的

证券简称	业务范围	2014 年营业收入 (百万)	2014 年净利润 (百万)	备注
毅昌股份 (002420)	电视结构件、整机；汽车结构件设计	3,242.7	43.1	A 股
易尚展示 (002751)	品牌终端展具设计研发生产	434.2	35.2	A 股
吉芬设计 (831000)	女装设计	175.0	41.9	新三板
华普永明 (833888)	LED 设计生产	163.7	7.8	新三板
龙创设计 (832954)	汽车设计	115.9	14.5	新三板
瑞德设计 (831248)	综合	110.5	5.1	新三板
利昂设计 (832378)	室内设计	25.1	4.1	新三板
嘉兰图 (833721)	综合	40.9	2.8	新三板

资料来源：choice，申万宏源研究

公司 2014 年营业收入为 1.1 亿元，过去三年 CAGR11.3 为%，归母净利润 510.6 万元，过去三年 CAGR2.5 为%。2014 年公司收入结构中，工业设计收入占比 17.4%，利润占比 28.2%；商业展具业务占比 77%，利润占比 63.8%。

图 2：2014 年公司主营收入业务构成

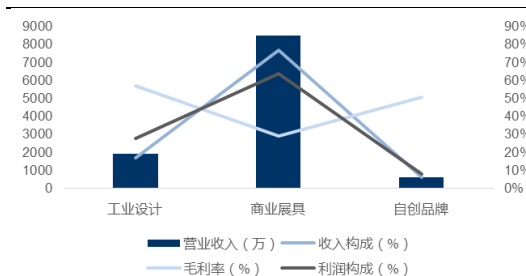
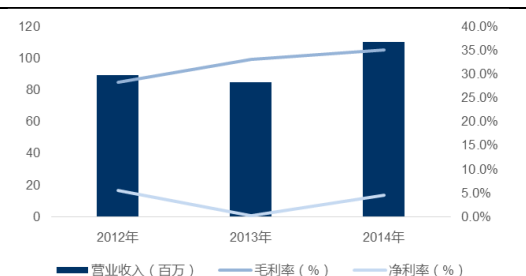


图 3：公司收入、毛利率以及净利率



资料来源：choice，申万宏源研究

## 1.2 朝阳行业、跨行业原创设计能力、创新模式构成投资亮点

工业设计行业处于战略发展风口。目前中国工业设计行业潜在市场规模达千亿，而 2011 年纯工业设计产值仅为 46 亿，市场潜力无限。近年来受益于制造业升级和一系列国家扶持服务业发展政策的陆续出台，以及消费升级、供给侧改革带来的高端需求高涨，工业设计有望进入规模化高速增长时期。

公司是资本市场稀缺标的，工业设计领域具有原创力的领先企业。目前资本市场工业设计类标的相对稀缺，工业设计相关企业不超过 10 家，其中以设计作为主营业务的公司只有瑞德设计、龙创设计和嘉兰图三家企业。工业设计行业集中度很低，

以深圳为例，目前仅有 25% 的工业设计企业年营业额在 100 万以上，人员超过 50 人的公司仅占 2.5%。而公司在行业经验、大客户粘性、经营规模以及成长性等方面都遥遥领先。公司具有极高的行业地位，是全国 64 家国家级工业设计中心之一，多次获得工业设计领域三大世界级大奖（红点奖、IF 和 IDEA）。目前拥有 130 多名跨领域设计人才，多年来服务于方太厨具、中石化加油站、李宁等商业实体，积累了深厚的设计经验。

**公司是综合型设计服务公司，具有跨行业服务经验。**公司是行业内少有的具有多行业综合服务能力的公司，在 3C 产品设计、商业空间、商业展具、高速公路服务区、加油站形象设计方面具有领先的原创能力。公司设计能力具有独特竞争优势，不同于国内孤立的美感设计和功能设计，公司注重深挖用户需求、注重消费者体验，充分结合各行业设计经验整合设计优势，具有开展跨行业综合设计服务能力。

**创新性探索工业设计领域内联合开发模式，有望继续增强公司持续盈利模式并且做大产值。**工业设计项目具有产值小、碎片化、单次性的特点，因此设计公司较多存在规模小、订单分散、盈利能力不强的特点。公司创新性提出联合开发模式，将项目合同成功转化成单次开发、持续收益的模式。公司针对产品设计收取基本设计服务费并享有知识产权，通过出借知识产权的方式在后续产品销售中获得销售分成。我们判断在消费升级和共享经济模式的推动下，大量初创型企业在产品设计、品牌策划方面具有协作外包的需求，公司具有充分挖掘和满足这部分需求的深厚设计能力。这种模式有望增强公司的持续盈利能力，并有助于产值的提高。

**基于设计能力带来的延伸性业务—商业展具业务具有独特竞争力，有望打造成具有高附加值的商业展具供应商。**近年来由于电商挤压和消费者需求多元化，实体店陈设越来越需要设计和人文的附加因素，各大品牌商加大对终端实体店商业空间陈设和展具的投入。这部分市场较为可观。**公司商业展具业务是建立在空间设计原创能力上的一项延伸性业务，是对设计价值的进一步深挖。**公司凭借深厚的设计经验较容易获取具有前端设计要求的商业展具业务，通过设计植入给产品注入艺术和文化属性从而大大提高展具的附加值。另外，商业展具 15-17 年达到产能饱和阶段，通过规模化生产有望进一步降低生产成本。

## 2. 工业设计千亿市场蓄势待发

### 2.1 工业设计处于产业链源头，高附加值，高创新性

国际设计组织 WDO（前身是国际工业设计协会 ICSID）2015 年将工业设计定义为：工业设计是一种将策略性解决问题的过程应用于产品、系统、服务及体验的设计活动。工业设计在将创意转变为产品和服务过程中，提升产品的功能性和服务的体验性上意义重大。这个定义将工业设计服务范围从传统的制造行业拓展到工程设计咨询、建筑设计、服务业等各行各业中。

从产业链位置上看，位于产业链源头，并且横跨上下游产业链。传统上工业设计的下游是制造行业，是产品功能和外观得以体现的**初始和关键环节**。数据显示设计

成本占产品成本的 10% 上下，但却决定了产品制造成本的 70%-80%，在质量事故中，约有 50% 是由不良设计造成的。同时由于经济发展带来的消费升级，消费者对外观、功能体验感要求越来越高，工业设计行业下游的应用领域越来越广阔，目前产品设计、品牌策划基本上可以用于所有终端零售、服务行业领域，比如加油站、服饰店面、家电、交通、仪表设备、生活用品等众多终端消费行业领域。

**工业设计具有高附加值、高创新性。**工业设计是创造性思维的体现，是产业价值链中最具增值潜力的环节之一，能够大幅提升产品的附加值。美国工业设计联合会的一项调研显示，工业设计每投入 1 美元，销售收入将增加 1500 美元；英国设计理事会设计价值实证报告(2007)显示商业活动中每 100 英镑的设计投资回报为 255 英镑；丹麦商业管理部设计经济效用研究(2003)显示，设计的使用与企业的经济表现明显相关，采购过设计服务的企业其营业收益超出平均值 22%。

图 4：工业设计案例

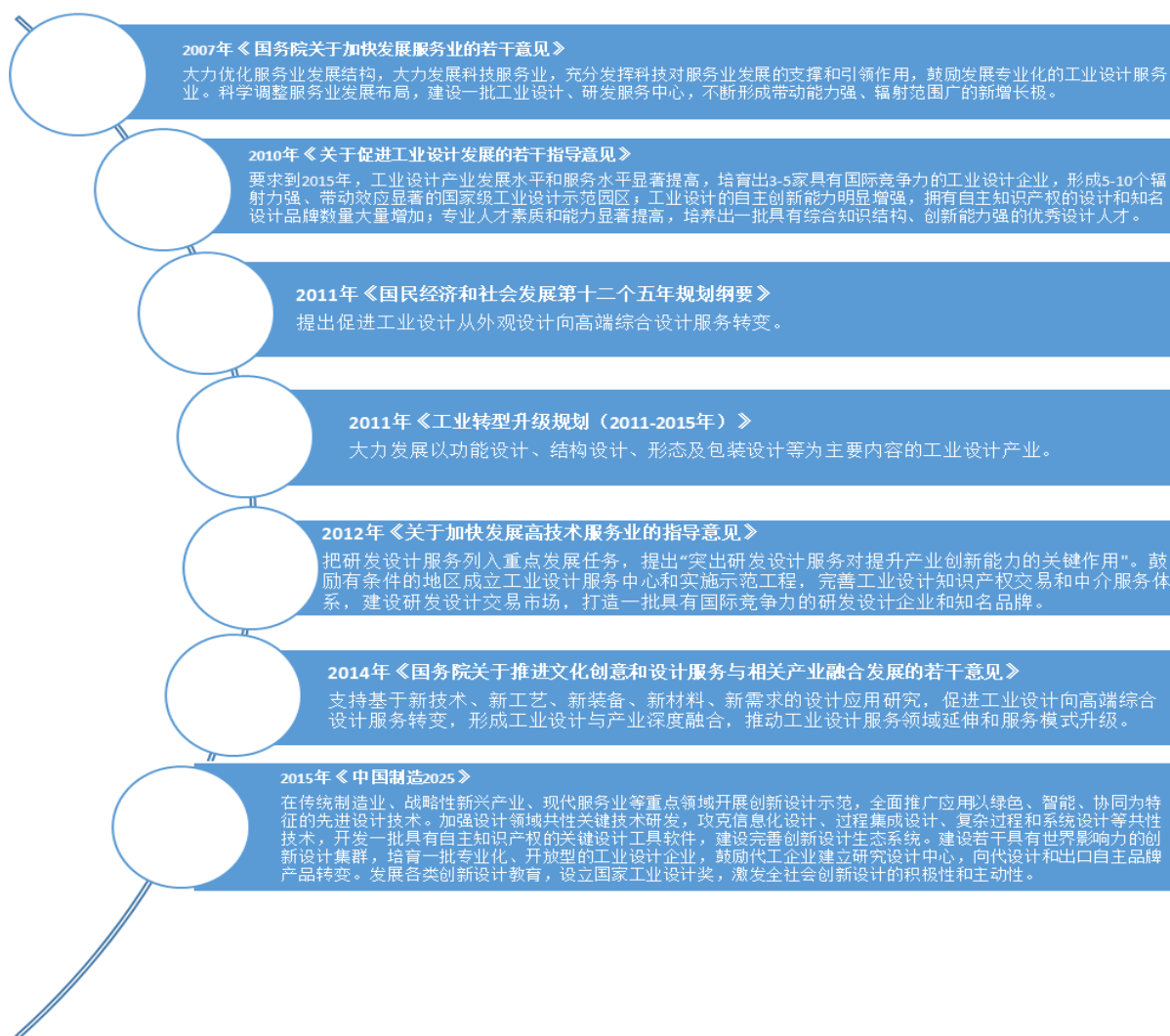


资料来源：公司网站，申万宏源研究

## 2.2 国家战略、政策鼓励、下游升级带来三重利好

**“中国制造 2025” 战略利好工业设计。**“中国制造 2025” 将创新设计上升至国家战略，明确提出建设若干具有世界影响力的创新设计集群，培育一批专业化、开放型的工业设计企业。工业设计在产品的生命周期阶段目前主要处于前端的研发阶段，企业研发经费的投入与工业设计水平息息相关，战略指出到 2025 年规模以上制造业研发经费内部支出占主营业务收入比重达到 1.68，是 2013 年的 1.91 倍。未来伴随着制造业升级，工业设计有望贯穿产品全生命周期，成为战略资源。“中国制造 2025” 战略风口给工业设计带来行业爆发的契机。

图 5：国家鼓励工业设计出台政策

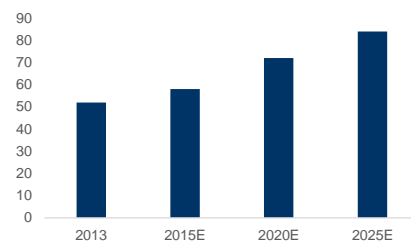
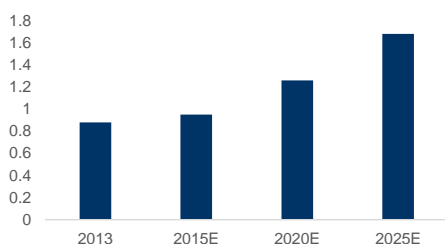


资料来源：公司资料，申万宏源研究

工业设计尚处于起步发展阶段，国家政策影响大。我国的工业设计起步于上世纪80年代，进入90年代迫于市场同质化带来的竞争压力，工业设计开始被市场和监管层所重视。2007年，温家宝批示“要高度重视工业设计”，随后国家出台了一系列促进行业发展的政策，一定程度上推动了行业的发展。截止到2011年，工业设计行业内单纯专业设计企业产值已达46亿，其中深圳占比50%。2013年底，专业化设计机构超过1200家。并且已经初步形成了珠三角、长三角、环渤海三大设计集群产业带。



图 6：规模以上制造业研发经费内部支出占营收比重（%） 图 7：数字化研发设计工具普及率（%）



资料来源：中国制造 2025，申万宏源研究

下游产业升级、人口结构变化凸显设计价值。（1）制造业升级亟待工业设计引领和助力。中国制造目前面临着发展高端制造和低成本竞争的双重挑战。中国自主品牌和设计创新的需求在供给侧改革和制造业升级中需求显著，工业设计的市场需求将会迎来迅猛增长。除了大型企业的工业设计中心以外，国内综合型设计企业也将在制造业升级过程中扮演重要角色，潜在市场需求巨大。（2）消费升级凸显工业设计附加值。目前，国内日常生活水平得到显著提高，基本的生理、安全需求已经得到基本满足。尤其是近几年，大部分产品的功能性需求基本被满足，随着消费结构的升级，消费者在音乐、艺术、文化等精神层次的需求会越来越旺盛，精神消费需求日益旺盛。设计在满足这部分需求时，通过满足个性化需求、文化需求等方式将会产生更大的附加值和衍生价值。（3）人口结构变化拓展工业设计应用空间。二胎政策全面放开以后，按照申万宏源估计，未来 4 年合计多生 1,575 万人口。涉及母婴、早教、儿童休闲娱乐等的产品和空间设计市场增量可观。截至 2015 年底，我国 65 岁以上老年人口 14,335 万人，占我国总人口的 10.50%。目前，中国已经处于老龄社会初期，预计到 2050 年将是世界上老年人口最多的国家。2014-2050 年间，中国老年人口的消费潜力将从 4 万亿左右增长到 106 万亿左右，占 GDP 的比例将由 8% 增长到 33% 左右。中国将是全球老龄产业市场潜力最大的国家，其中，适老项目和空间设计、适老产品的设计产业化将迎来巨大的发展空间。

图 8：65 岁及以上人口占比不断增长

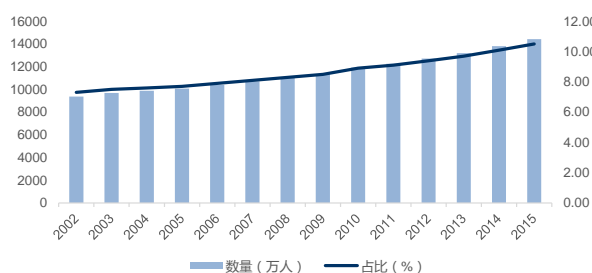


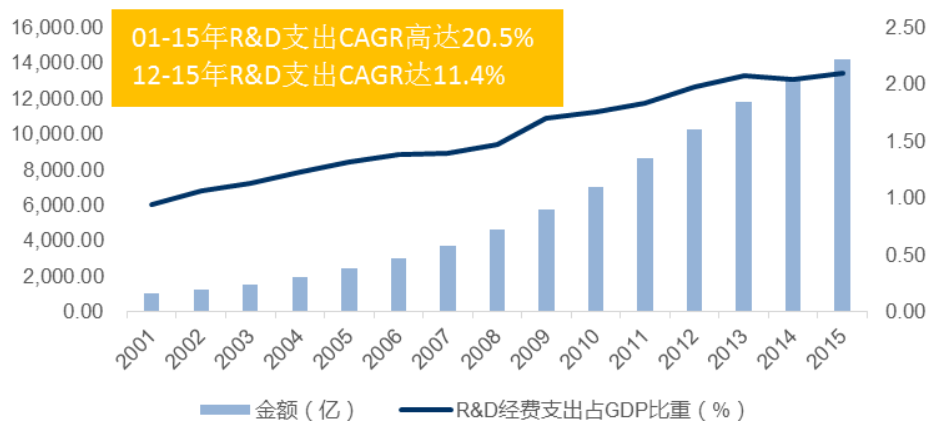
图 9：0-14 岁人口出现拐点向上势头



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

我国工业设计潜在市场规模超过千亿，目前处于规模化快速发展阶段。根据国家统计局数据，2015年R&D经费支出达到1.4万亿，占GDP比重2.1%，同时根据草根调研数据，目前部分品牌公司设计费用占到R&D研发费用的5%上下，粗略估计2015年工业设计相关产值市场规模711亿，占GDP比重在0.11%（德国2009年工业设计（不包含其他文化创意产业）产业产值GDP占比就达到0.55%）。我们假设15-18年R&D经费支出保持过去三年CAGR11%的增速，那么18年将达到1.9万亿，以设计费用占R&D支出8%计算，**2018年工业设计市场规模将达到1556亿，占GDP比重达到0.19%，15-18年三年CAGR达29.8%**。此外，从数量上看，截止2014年底，职业工业设计公司超2500家，是2013年的两倍多，较上世纪末增长近百倍。全国工业设计相关企业则超7500家。全国已拥有创意类园区1000家，半数将工业设计作为园区的业务主体之一。以2009年为例，国内企业在外观设计、实用新型、发明等三项专利授权量分别是24901件、203802件、128489件，分别是2001年的5.73倍、3.75倍、7.88倍，发展迅猛。

图 10：2001-2015 年我国 R&D 经费支出和 GDP 占比均高速增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 2.3 我国工业设计仍处起步阶段，供给侧空间巨大

产业格局初步形成，目前存在地域集中、产业规模小、行业分散三大特点。国内基本形成三大设计产业带布局，我国目前已经形成了环渤海、长三角、珠三角三大设计产业带布局，其中珠三角工业设计带是广东省政府重点规划的省内制造业转型升级示范区，中部地区、西部地区制造业各具特色，工业设计产业化也逐步呈现一定规模，业务类型日趋稳定。全国近万家工业设计相关企业约有60%分布于华南、华东和华北制造业集中地区。截止到2011年，工业设计行业内单纯专业设计企业产值已达46亿，其中深圳占比50%。全行业70%以上工业设计机构投资额在100万元以下，员工在30人以下，年收入在100万以下，而美国工业设计前50大公司合计收入占全行业45%。

相较于欧美日等发达国家，我国工业设计目前仍处于起步阶段。从数据上看，2007年美国1637家工业设计公司总产出为15.42亿，由于美国对工业设计的界定范围限于产品外形和功能设计，广义上定义的话这一数值会更大。2013年欧盟EPO-OHIM报告显示设计相关产业产值约为欧盟GDP的13%，达到1.6万亿；2010年英国设计相关从业人员达到230万人。除此之外，欧美拥有一批在世界上知名度较高的设计公司，比如青蛙、IDEO等。我国目前从设计产值、从业人员、设计实力来讲都和发达国家差距较大。从工业设计参与产品研发的深度来讲，目前发达国家在设计阶段重视问题和用户驱动，因此要求工业设计人员具备广泛的工艺、材料、市场等技术能力，而国内工业设计则更多的是孤立的美感和功能设计，未深入到用户需求，因此挖掘的市场空间也小。

## 3. 公司立足设计核心资源，创新多元化盈利模式

### 3.1 工业设计业务：设计价值的直接体现

**工业设计业务是公司的核心业务。**公司成立之初主要为方太厨具等家电企业提供工业设计服务，此后逐步将设计服务由传统工业设计拓展至产品创新设计、商业空间设计、品牌全案策划与设计服务等新型综合设计服务领域。在设计过程中，坚持走原创之路，注重设计理念与用户需求、商业创新相结合，满足产品功能外观的基础上注重消费者体验，主打厨具吊顶产品设计、商业连锁店设计、加油站形象设计等特定行业。公司主要客户的获取均通过提供工业设计服务获取，比如中石化以及部分商业连锁的商业展具产品的订单获取首先要求设计服务符合要求，公司和方太厨具的长期合作更是建立在其认可公司的设计服务基础之上。**工业设计业务是公司的核心业务。**

**工业设计业务直接体现公司的设计价值。**工业设计业务通过接收客户委托，为其提供市场调研、消费洞察、产品定位、概念设计、结构设计、商业建筑概念方案设计、消费功能规划、商品陈列规划设计、商品展示道具产品设计、空间环境体验设计、品牌推广策略与传播、品牌命名与形象识别系统设计、新品上市策划与设计等综合设计服务。工业设计服务的获利方式为直接收取相应的设计服务费，成本主要为人力成本和各项差旅费。随着公司与各行各业业务融合度的不断加深，2014年该业务收入占比17.4%，利润占比28.2%，未来随着该项业务的不断拓展，收入和利润构成将会大幅提升。

图 11：工业设计毛利率、利润和收入占比呈上升趋势

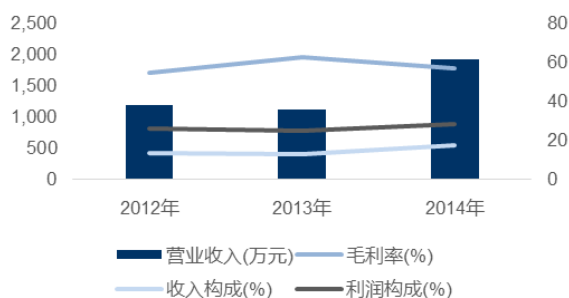
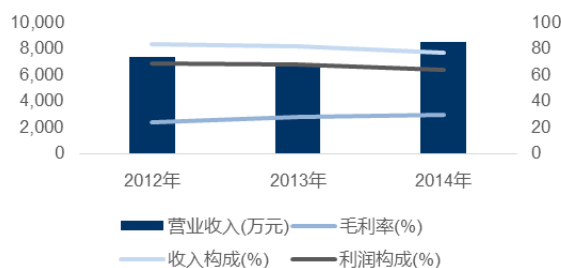


图 12：商业展具毛利率、利润和收入占比情况

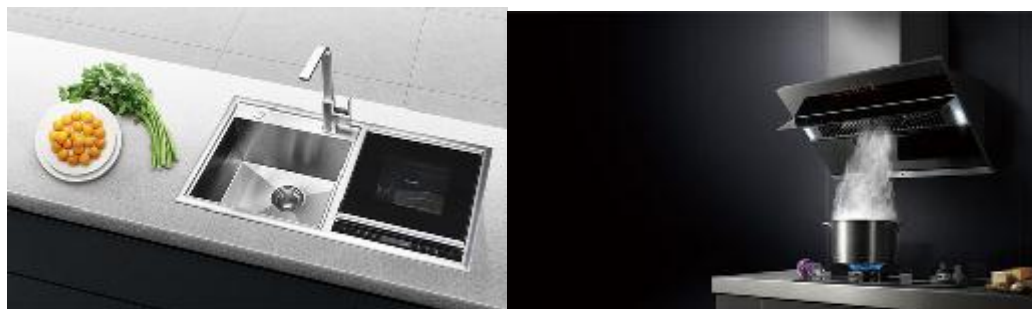


资料来源：chioce，申万宏源研究

**公司积极探索联合开发，引领商业模式创新。**根据客户合作程度以及价值体现方式不同，工业设计业务的盈利模式目前主要有三种：（1）单一项目委托服务业务模式：一般根据项目进展约定各阶段收费比例。这类业务客户粘性不强。（2）**年度设计代理业务模式**：通常和客户建立长期战略合作关系基础上签订此类合同，特点是公司提供的设计能深入融合到对方的产品价值链中，因而形成较强的客户粘性。针对此类客户公司通常成立专属设计研发团队，协同客户共同制定产品创新开发策略，并且按季度收取服务费。部分行业客户会根据年度产品设计考核情况，给予公司除固定设计费以外的设计浮动奖励。（3）**联合开发合作业务新型商业模式**：客户以技术植入，公司提供产业综合设计服务协同客户共同研发产品，前期收取设计成本，后期从产品或服务销售额中按商定比例分成。这是公司重点探索的基于长期战略合作关系的一种**新型商业模式**，这种模式在价值链分配中赋予设计一环更大的权重，设计的变现也更有持续性，但同时这种模式对设计的要求很高，构筑了较高的壁垒。目前公司已经和德迪智能等 8 家公司签订相关协议，2016 年该模式将贡献收入。

**结合工业设计多向性融合特性，通过设计深入多行业价值链。**工业设计具有可和多行业交互融合的特性，可渗透的下游行业非常广泛。公司是**中石化非油品易捷便利店和加油站形象设计的原创者**，参与起草制定**中石化加油站形象设计标准**。近年来加大力度拓展高速公路服务区商业空间设计营销和研发投入，通过将工业设计与高速公路服务区这一特定细分行业融合形成商业空间设计整体方案，交由施工方实施方案，后续还有望带来商业展具等延伸业务，公司该项业务 2016 年有望进入业绩稳定增长的阶段，年增长率在 30% 左右。2016 年 2 月公司向德迪智能投资 200 万元，取得 5% 股权，德迪智能是一家专注于物联网技术产品研发设计销售的科技公司，服务于欧美澳等市场，现主营业务 3D 打印、3D 扫描、智能家居等智能控制系统及硬件，通过此举公司进入 3D 打印设计领域。公司未来将重点布局智能生活家电、传统文化和智能健康关爱三大板块，聚焦服务机器人、智能穿戴、3D 打印等前沿设计领域的探索。

图 13：公司获奖作品-方太水槽洗碗机（获 22 项专利）、方太抽油烟机



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 14：易捷便利店空间和展示道具、某高速公路服务区效果图



资料来源：公司网站，申万宏源研究

### 3.2 商业展具业务：设计价值的转换收益

商业展具业务是工业设计价值的延展。公司商业展具业务按照与工业设计业务的互动融合方式，可以分为设计相关类商业展具和非设计相关类商业展具。公司的竞争优势体现在设计类商业展具业务，在该类业务获取上，商业展具业务与商业空间设计存在较强的联动性，具有“设计开发业务，展具转换收益”的特点。该类业务体现工业设计商业价值的延展，将纯粹的服务项目扩展到有形产品的生产和销售，扩大了公司的获利渠道。获取该项业务是从客户认可的商业空间设计方案导入，以定制化的商业展示道具为最终体验产品，为商场、店铺等营造舒适、科学的消费空间和感受，从本质上讲是商业空间设计价值链的延展和持续。设计类商业展具有更强的客户粘性，公司基于精准满足客户需求的设计服务与某一品牌建立稳定长期合作关系。非设计相关类商业展具不具有设计环节，单纯靠销售产品获得收入。商业展具业务的开展同时依赖于公司专业的具有行业经验的设计团队以及柔性化生产能力。公司在商业展具业务上具有多年的大品牌合作经验，比如李宁、ESPRIT、博世。2014年商业展具收入占比 77.0%，利润占比 63.8%，未来三年随着工业设计业务的不断拓展，商业展具收入和利润构成呈现下降的趋势。

图 15：商业展具业务案例



资料来源：公司网站，申万宏源研究

**过硬的工艺设计研发还原优势和工业设计相得益彰。**设计的核心资源地位不仅体现在工业设计阶段，还体现在生产过程中强大的工艺设计研发还原能力。公司与其他工业设计公司相比，能够深度理解工业设计与产品转化过程中关键点，擅长用精良的工艺技术、材质来“翻译”工业设计方案，从而实现设计方案到实物的精准还原。

**商业展具实现柔性化定制生产，满足小批量多品种个性化定制需求。**商业展具生产采取外协和自行加工的方式。其中自行加工由全资子公司奇尚设施完成。由于商业展示道具产品多根据客户个性化商业空间设计进行定制生产，为减少库存压力和生产成本，公司采取以销定产的柔性化生产模式，生产部门根据销售订单制定生产计划，可提供多品种、小批量、定制化生产订单，满足客户随时根据市场变化调整产品的需求。生产过程严格按照 ISO:9001 国际标准执行，确保产品品质和交货及时性。

### 3.3 借助资本和互联网力量超前布局设计产业链前端

**创立“创客梦工厂”，构建创新设计产业链：**公司开发开源创新互联网平台“创客梦工厂”，整合广大技术创客资源，构建创新生态系统。平台以合伙创新设计为入口，商业成功为支点，创新设计产权资本化为路径，通过为中小微企业植入产品创新基因，激活创客社群创新内生力量，打造具有商业价值的开源创新互联网服务平台。目前，“创客梦工厂”与淘宝众筹签订“淘梦成真”战略合作协议，为具有商业价值的创客项目提供众筹入口。未来，还会引进投资基金为优秀创客项目从孵化到转化成商品提供综合服务。

## 4. 竞争优势叠加创新模式，频获优质订单

### 4.1 资深团队、业内认可、区位优势形成竞争壁垒

公司重视人才挖掘和培养，拥有一支梯次合理、富有创新力的人才团队。工业设计是典型的知识密集型行业，人力资源是核心资源，人的创意和策划是价值创造的“灵魂”。公司拥有 130 多位跨领域创新设计师团队，远高于行业平均水平。公司设计团队梯次合理，上下承接有序，其中**董事长李琦**是浙江省首批高级工业设计师，毕业于浙江大学工业设计专业，中国工业设计协会副会长、杭州市工业设计协会会长，曾获 2011 年中国设计业十大杰出青年奖、2011 年文化新浙商十大新锐奖，

是工业设计领域的领军人物。**副总裁晋常宝**是高级工业设计师，毕业于浙江大学工艺设计专业，2013年获意大利 DOMUS 学院设计硕士学位，2012年获“长三角文化创意产业金鼎奖优秀领军人物”、2013年获“中国工业设计十佳杰出设计师”，2016年德国 IF 设计奖评委，具有极高的专业水准和业界地位。二人曾经完成国内首次毕业作品产业化-方太厨具抽油烟机整体设计，该厨具造型成为了国内抽油烟机的外形标配。**公司重视对设计人才的培养和挖掘**，目前是中国唯一一家主办非盈利社会公益组织为特性的专业工业设计竞赛的企业，已成功举办七届瑞德优秀毕业设计邀请赛，吸引了来自世界设计名校（美国 CCS 学院、意大利 DOMUS 学校）的参与和合作，诞生出数百件潜在具有商业价值的设计作品。目前该赛事已全线升级为国家级项目，享受政府的财政资助。此项目体现了公司高层对设计人才后备储备的前瞻性高度，也为未来设计项目的产业化运作提前布局。

**囊括多项世界级设计大奖，新晋国家级工业设计中心，行业地位卓越。**公司作为国家高新技术企业，至今已有 30 多项产品荣获世界三大工业设计顶级奖项——德国红点、德国 IF、美国 IDEA 奖。公司目前拥有超过 50 项专利。**2015 年公司被工信部认定为国家级工业设计中心。**该项评定指标严格且全面，包括设计创新能力、人员配置、公司规模、历史业绩多项硬性指标，每两年复核一次。目前全国共有 64 家国家级工业设计中心，其中包括 49 家企业工业设计中心和 15 家工业设计企业。15 家入选的工业设计企业上市公司只有三家，另外两家是嘉兰图和龙创设计。

图 16：红点奖、IF 奖等获奖证明



资料来源：公司网站，申万宏源研究

**公司地处三大产业设计带之一，具有显著区位优势。**公司地处浙江省杭州市，正好位于长三角工业设计地带，背靠具有高端服务业和高新制造业区域经济特点的“长江经济带”，以及日益丰富的地区性消费结构升级市场，公司区位优势明显。公司在省市浙江省和杭州市高度重视工业设计，并出具多项优惠政策扶持工业设计，目前已经成立 16 个工业设计基地，2015 年 1-3 季度，16 家省级特色工业示范基地累计实现各类设计服务收入 46.7 亿元，设计成果转化产值突破 4600 亿。

## 4.2 订单稳定增长保障公司盈利能力持续

**大客户订单合同额持续增长。**公司与宁波方太厨具签订的2016年方太系列厨电产品技术开发合同金额为800万元，相较于2015年增长近30%。基于公司长期为方太、美尔凯特等大客户提供创新设计研发所形成的良好合作关系这些客户的全面发展，未来这些创新设计需求将会持续增长。2016年新增商业大订单，是由奇尚设施与上海KAPPA签订的16年整年品牌道具货架供应合同，KAPPA是全球著名运动装品牌，有望给公司商业展具业务带来较大的业绩贡献。

**高速公路服务区商业空间设计业务进入业绩稳定增长期。**公司自2010年开始涉足此项业务，由旗下子公司智沃设计具体经营，经过几年转型积累，截止2015年签订合同724.97万元，其中12月份签订6项设计合同，总金额168.50万元。目前服务省份已经覆盖浙江、江苏、云南、新疆等10余个省份。目前全国高速公路服务区共有2000对，未来高速公路服务区有往小型商业地产发展的趋势，由此带来的市场需求将比较可观。

## 4.3 联合开发合作商业模式有望成为业绩增长新引擎

传统工业设计取得订单方式多为按项目签订合同，而且由于经济发展、传统观念等原因工业设计在研发费用中占比较小，因此设计收入具有单次性、金额较小、分散等特点，也造成目前纯工业公司规模难以扩大、盈利能力持续性不强等问题。

针对上述问题，公司从15年着手创新开发新的盈利模式，通过出售知识产权使用权获取持续盈利。此种模式采取和客户联合开发共享的方式，客户提供技术要求，公司提供设计服务，设计收入从相关产品和服务的销售额中按照协定比例分成。该模式一方面体现了公司在综合创新设计方面的实力，能够为客户节约前期的设计成本，还能通过和企业利益捆绑、共担风险的方式，刺激公司提高创新设计能力，并且最终实现公司持续盈利的目标，挖掘设计价值的最大化。共享经济模式下，创新性、创业型中小公司具有通过外部协作增强企业实力的需求，未来这种模式一旦走通，将会大大增强公司在工业设计业务上持续盈利的能力，为公司的规模、利润等指标带来大幅提升。目前公司加大联合开发合作业务模式的推广和营销，已与德迪智能等8家公司签订**联合开发合作协议**。

## 5. 盈利预测与估值

**关键假设：**

1、受益于中国制造2025战略以及消费升级、人口结构变化等多项利好，我们判断工业设计行业将在未来几年进入规模化高速发展阶段。预计2018年工业设计市场规模将达到1556亿，占GDP比重达到0.19%，15-18年三年CAGR达29.8%。



2、工业设计订单转化率每年约为70%，假设联合开发模式进展顺利，那么预计工业设计收入未来三年CAGR43.8%，高于行业增速。

3、商业展具饱和年产值1.2亿元，16-17年生产达到规模化生产阶段，成本控制处于最优阶段。

**表 2：收入成本预测表（万元）**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
工业设计						
收入	1,197	1,116	1,921	2,190	3,600	4,530
yoy		-7%	72%	14%	64%	26%
成本	541	415	825	792	1,080	1,359
毛利	657	701	1,096	1,399	2,520	3,171
毛利率	55%	63%	57%	64%	70%	70%
商业展具						
收入	7,346	6,901	8,500	9,142	10,229	12,275
yoy		-6%	23%	8%	12%	20%
成本	5,619	5,002	6,024	6,755	7,120	8,544
毛利	1,727	1,900	2,476	2,387	3,109	3,730
毛利率	24%	28%	29%	26%	30%	30%
自创品牌						
收入	309	443	617	333		
yoy		43%	39%	-46%		
成本	166	235	305	166		
毛利	143	208	312	166		
毛利率	46%	47%	51%	50%		
其他						
收入	64	22	11			
yoy		-65%	-50%			
成本	64	21	4			
毛利	0	2	8			
毛利率	0%	8%	67%			
合计						
收入	8,917	8,482	11,049	11,665	13,829	16,805
yoy		-5%	30%	6%	19%	22%
成本	6,390	5,672	7,158	7,714	8,200	9,903
毛利	2,526	2,810	3,891	3,952	5,629	6,901
毛利率	28%	33%	35%	34%	41%	41%

资料来源：申万宏源研究

**表 3：损益表预测（万元，元）**

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	8,917	8,482	11,049	11,665	13,829	16,805
减：营业成本	6,391	5,672	7,158	7,714	8,200	9,903
营业税金及附加	101	73	88	116	216	269
销售费用	377	553	1,127	974	1,100	1,300
管理费用	1,733	2,070	2,200	2,290	2,300	2,400
财务费用	56	92	86	52	40	40
资产减值损失	72	118	55	2	0	0

加：投资收益	331	0	0	342	0	0
二、营业利润	518	-95	336	860	1,972	2,892
加：营业外净收入	11	119	348	744	260	260
三、利润总额	529	24	685	1,604	2,232	3,152
减：所得税	42	1	174	258	456	650
四、净利润	487	23	511	1,346	1,776	2,502
减：少数股东损益	0	-4	0	0	0	0
五、归属母公司净利润	486	27	511	1,346	1,776	2,502
全面摊薄 EPS			0.15	0.30	0.39	0.55

资料来源：申万宏源研究

预计 15-17 年营业收入分别为 1.17、1.38 和 1.68 亿元，未来三年 CAGR 为 20%，归母净利润分别为 1345.6、1775.9 和 2502.2 万元，CAGR 为 36.4%，EPS0.30、0.39 和 0.55 元，以 3 月 8 日收盘价 13.44 元计算，对应 PE 分别为 45 /34 /24X。

公司未来战略定位创新型综合设计服务公司：第一保持工业设计业务核心定位不变；第二依托工业设计的深厚功力提升商业展具的附加值,通过不断向设计前端植入以及规模化生产效应，提高**设计类商业展具**在整个展具业务中的比例，从而提高商业展具的盈利能力。我们认可公司对工业设计行业发展前景判断，认为联合开发这种新商业模式有望给公司带来持续稳定的盈利渠道并能做大产值，同时认为商业展具类业务能充分依托公司设计优势成为集商品和文化等属性的具有高附加值的高端供应商。我们对公司采取分部估值法，分为工业设计和商业展具两部分：

(1) 工业设计占营业收入比重未来三年不断提高，由 19%提高到 27%，净利润占比达到 55%以上。15-17 营业利润（不考虑非经常性损益）CAGR125.1%，收入 CAGR43.8%，处于收入和利润快速增长阶段。基于以下考虑：a) 纯工业设计公司资本市场稀缺性，b) 行业前景以及外延并购等因素，3) 新三板流动性特点，给予工业设计 2016 年 42-44 倍估值，对应市值 4.43-4.64 亿。

(2) 商业展具业务方面，考虑到设计植入带来的高附加值和规模化生产效应，商业展具业务 15-17 年营业利润（不考虑非经常性损益）CAGR149.4%，收入 CAGR13.8%。我们筛选 A 股标的易尚展示（002751）、毅昌股份（002420），新三板吉芬设计（831000）作为可比公司。毅昌股份主营业务为电视机和汽车外观结构件设计、生产、销售；吉芬设计定位高端女装的设计和终端店面销售，易尚展示主营业务是品牌终端展示道具的设计生产销售。综合考虑展具业务未来三年高成长性和新三板流动性特点，给予商业展具 2016 年 28-30 倍估值，对应市值 2.02-2.16 亿。

综合以上，公司合理估值 6.45-6.80 亿。

表 4：可比上市公司估值参考

代码	简称	总市值/ 亿元	净利润（百万）			复合增 速（%）	收盘价 20160308	PE		
			15E	16E	17E			15E	16E	17E
002420	易尚展示	116.0	42.2	53.9	74.6	33.0	82.36	274	215	155

002420	毅昌股份	35.13	45.0	52.0	58.0	13.5	8.76	78	68	61
平均值								176	142	108
831000	吉芬设计	11.14	45.5	49.3	54.3	9.2	17.86	24	23	21

资料来源：2016.03.08chioce 一致预测，申万宏源研究

**表 5：分部估值表**

	行业平均 PE	目标 PE	2016 年净利润 (万)	市值 (亿)
工业设计		42-44	1,055	4.43-4.64
商业展具	26	28-30	721	2.02-2.16
合计总估值				6.45-6.80
备注：商业展具平均 PE = (A 股*0.2+新三板) / 2				

资料来源：申万宏源研究

## 6. 风险提示

1. 创新联合开发模式推广不及预期。
2. 方太厨具、美尔凯特等重要客户生产经营变化将对公司有一定影响。
3. 经济转型、供给侧改革以及消费升级不及预期对行业发展带来的负面影响。

### 信息披露

#### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

#### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 法律声明

本报告仅供上海申万宏源证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。