

# 投资消费服务，三板风景独好

证券分析师

李筱璇 A0230511040044

研究支持

刘建伟 A0230115110003

2016.04.15



# 主要内容

1. 新三板是消费服务类淘宝平台
2. 这三个细分行业，优质赛道
3. 细分行业白马黑马？伯乐有道

# 1.1 十三五战略护航，消费服务业成投资热点（1）

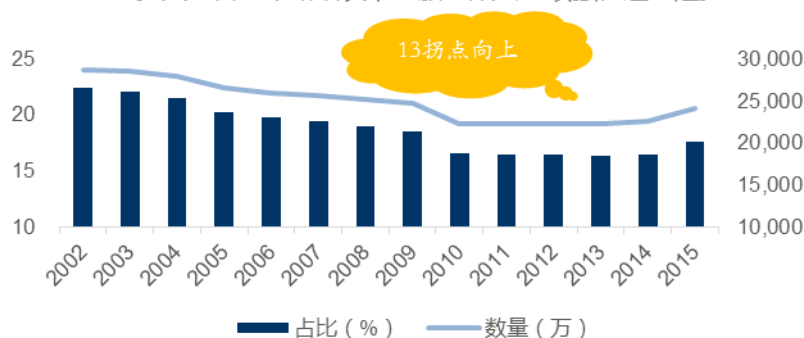


## ■ 新旧经济交替下，服务业是新经济重要增长点和投资热点

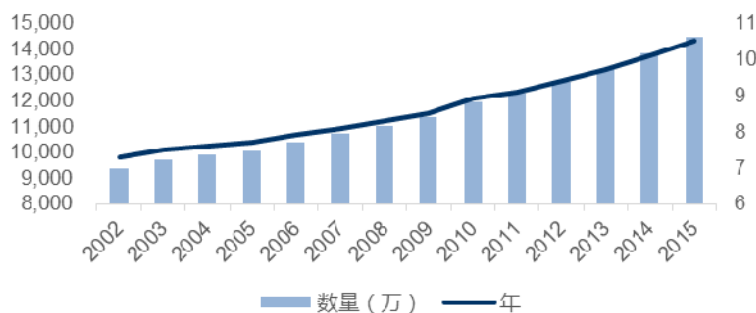
- 新经济智能化：中国制造2025带来B端服务业投资机会
- 新经济服务化：人口结构变化、个性体验需求带来的C端服务业投资机会

### 人口结构变化带来消费结构变化

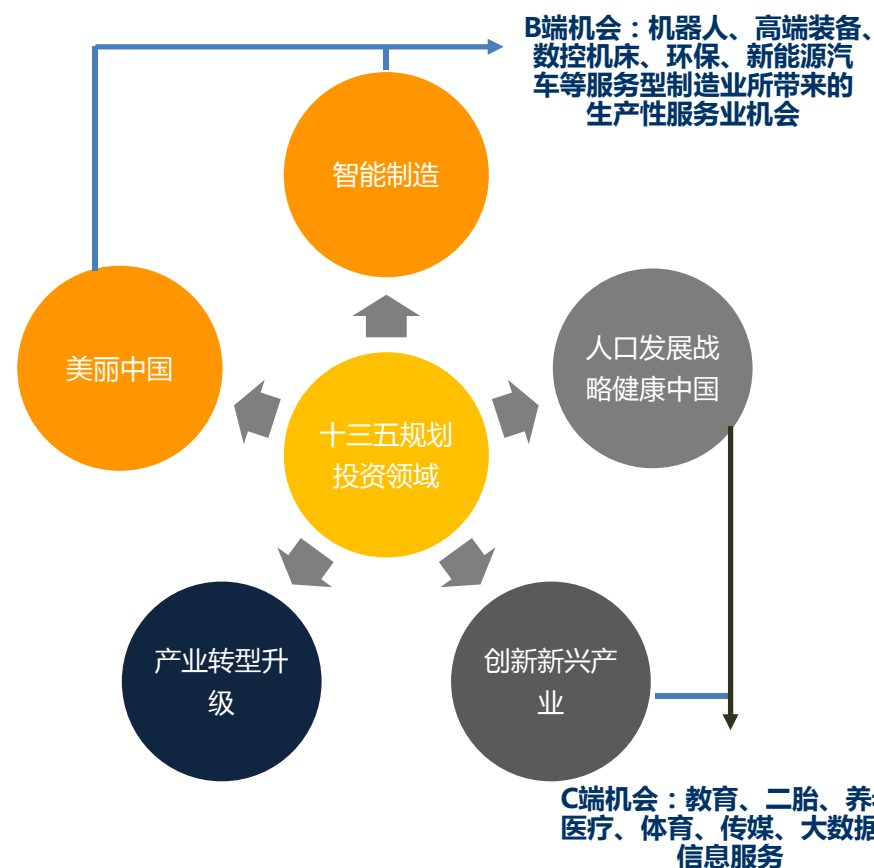
0-14岁人口占比不断增长，二胎政策会继续强化这一趋势



2014年老龄人口占比超过10%，进入老龄化社会初期



资料来源：国家统计局，申万宏源研究



资料来源：申万宏源研究

# 1.1 十三五战略护航，消费服务业是投资热点（2）



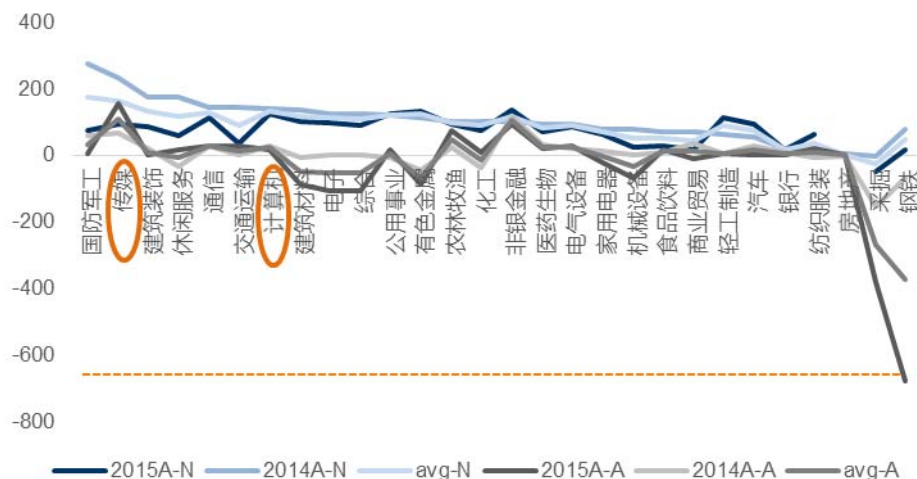
## ■ 申万宏源研究结果表明，中美比较，消费服务类市值占比增长空间大

- 就行业市值占GDP比重看，**休闲服务**、**医药生物**、**计算机**等至少有3倍空间

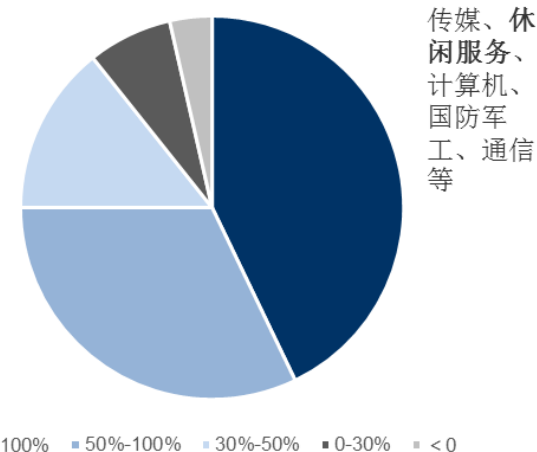
## ■ 消费服务类行业景气度持续向好

- A股14-15平均增速超过10%的申万一级行业有**传媒**、**非银金融**、**农林牧渔**、**国防军工**、**通信**、**医药生物**、**电气设备**、**计算机**、**汽车**、**交运**、**商贸**、**建筑装饰**。
- 新三板14-15平均净利润增速超100%的申万一级行业（28）有**国防军工**、**传媒**、**计算机**、**建筑装饰**、**通信**、**有色金属**、**公用事业**、**非银金融**、**建筑材料**、**休闲服务**、**电子**、**综合**。

从净利润增速（%）看，新三板公司的成长性远高A股 新三板43%行业增速超100%，服务类居前列

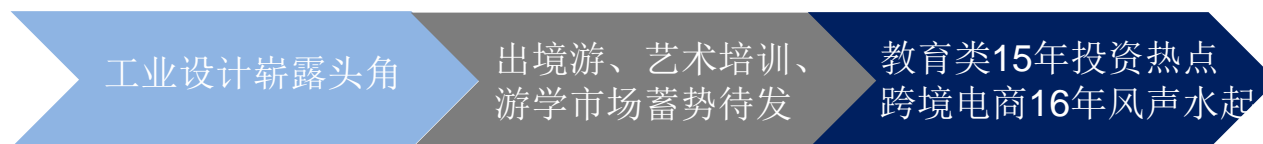
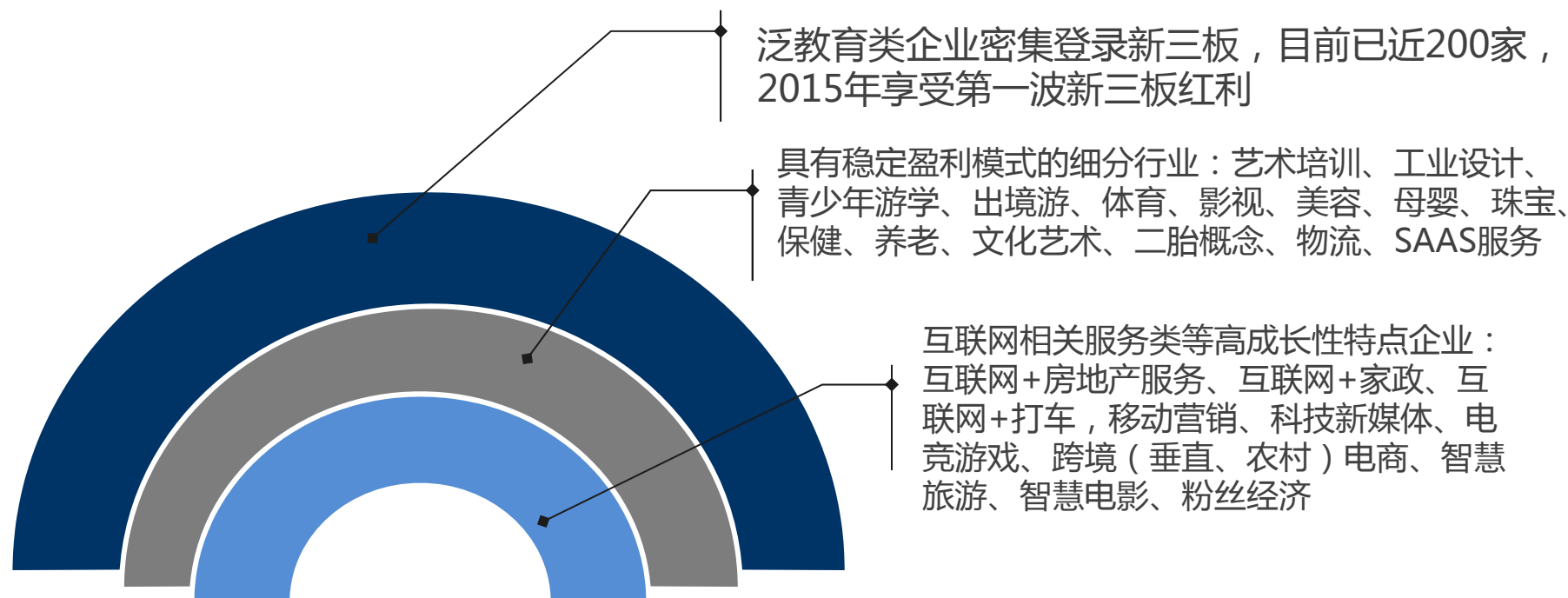


资料来源：chioce，申万宏源研究



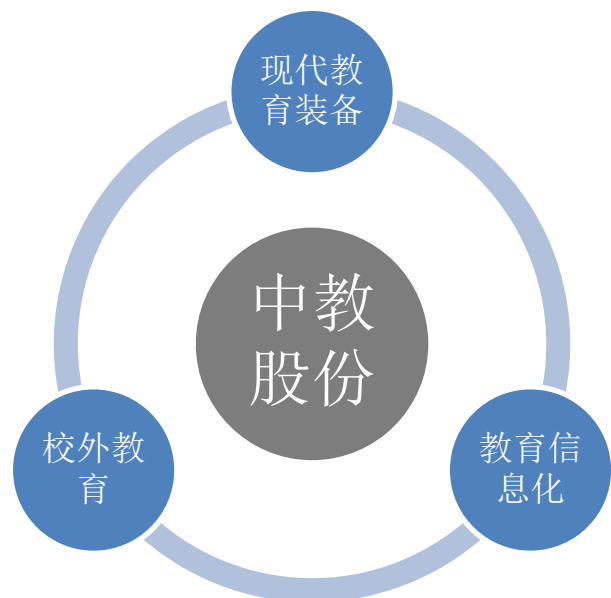
资料来源：chioce，申万宏源研究

## 1.2 新三板消费服务类细分行业逾20种（1）



资料来源：申万宏源研究

## 1.2 新三板消费服务类细分行业逾20种 (2)

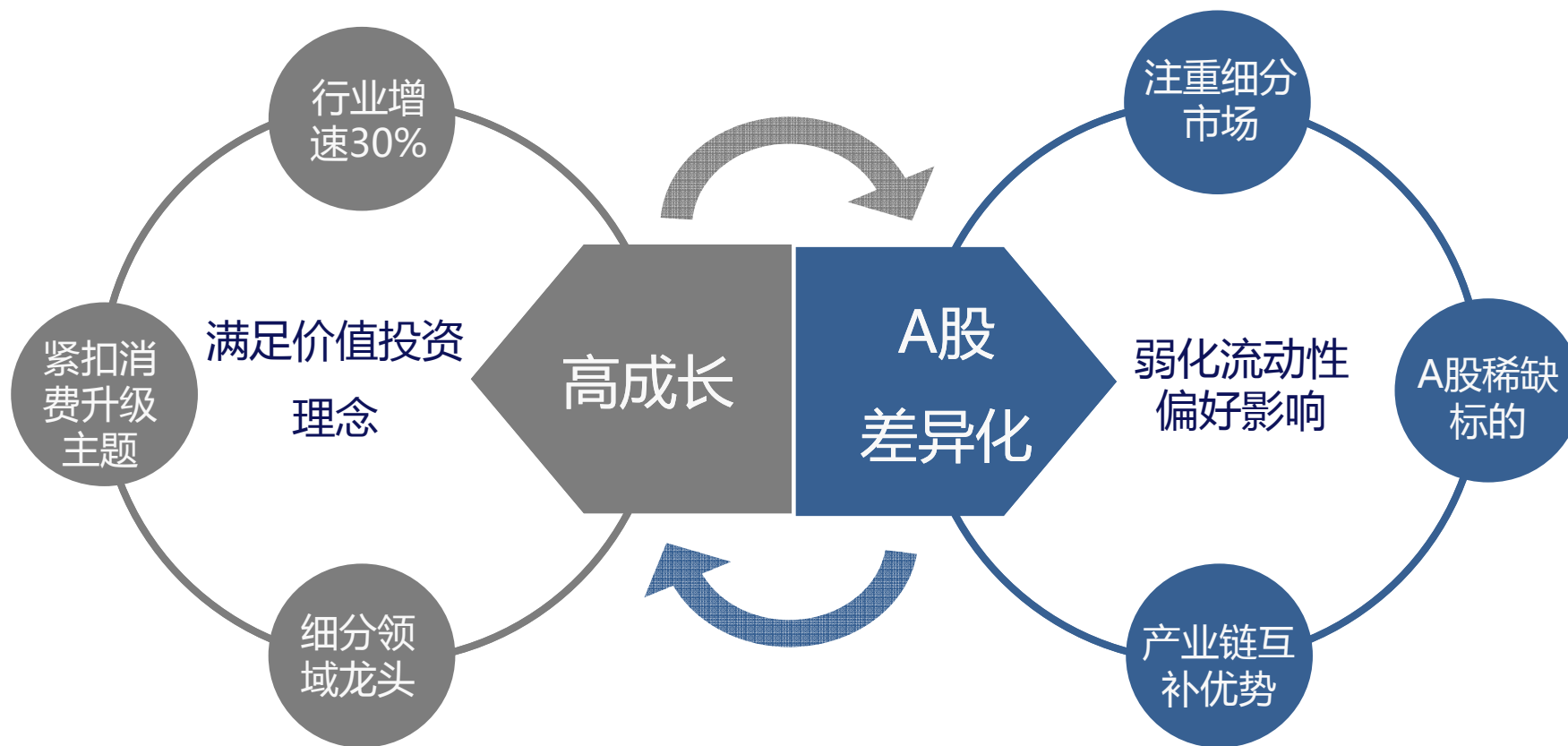


教育行业重点个股一览

股票代码	股票代码	转让方式	主营业务	期间涨跌幅 %		期间平均换手率 %		市盈率 (PE, TTM)	流通市值 (亿)	总市值 (亿)
				一周	一月	一周	一月			
430176.0C	中教股份	做市	K12现代教育装备	-3.76	-0.24	0.05	0.04	22.5	7.1	12.4
831299.0C	北教传媒	做市	K12图书出版、在线教育	2.08	-3.32	0.01	0.05	33.6	6.2	9.5
430664.0C	联合永道	做市	职业教育信息化	1.30	-2.09	0.01	0.02	-50.0	0.8	1.7
430244.0C	颂大教育	做市	在线教育、学前教育	-2.91	-1.05	0.12	0.08	32.6	6.6	10.4
830858.0C	华图教育	做市	公职培训	0.00	0.00	0.00	0.00	30.3	35.2	64.4
430223.0C	亿童文教	做市	幼教装备	-0.06	1.39	0.04	0.06	35.4	16.9	33.6
831850.0C	分豆教育	做市	K12在线教育	15.90	25.23	0.80	0.49	39.9	12.1	25.1

资料来源: choice, 20160414, 申万宏源研究

# 1.3 优选逻辑：高成长性+差异化定位的价值投资理念



资料来源：申万宏源研究

# 主要内容

1. 新三板是消费服务类淘宝平台
2. 这三个细分行业，优质赛道
3. 细分行业白马黑马？伯乐有道



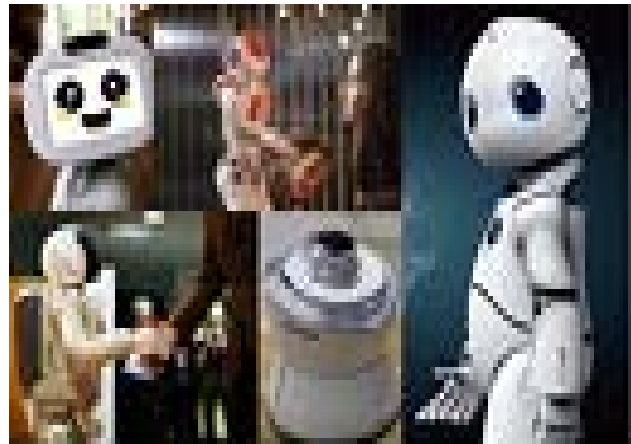
## 2.1 细分行业一：工业设计

### ■ 推荐逻辑：消费升级和中国制造2025带来巨大行业起飞机会

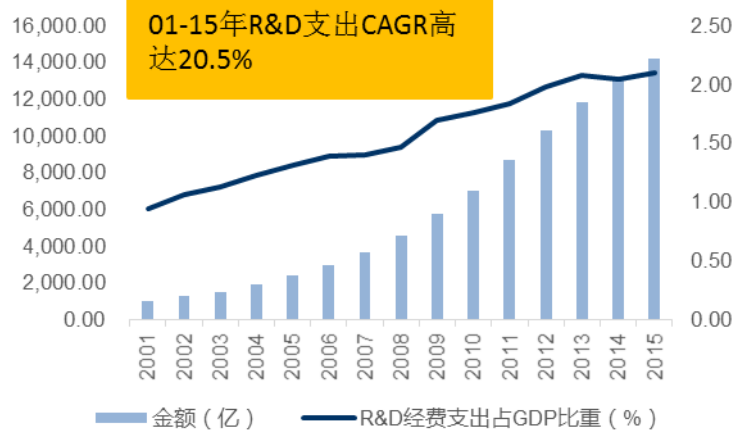
- 工业设计处于产业链源头，横跨产业链上下游，是满足个性化、定制化需求的必要手段，也是中国制造品牌化过程中最具增值潜力的环节。
- 千亿市场空间。根据我们的测算，18年工业设计相关产值将达到1556亿，3年CAGR达29.8%。
- 行业特点，分散、地域集中、产业规模小。纯工业设计产值不过百亿，深圳占一半。具有借助资本整合形成行业龙头的巨大机会。

### ■ 工业设计是新三板特有细分行业

- 综合型设计公司：瑞德设计、嘉兰图、龙创设计、迪歆设计（拟挂牌）
- 专业性设计公司：吉芬设计、利昂设计



### 我国R&D研发支出占GDP比重趋势向上



资料来源:中国统计局, 申万宏源研究

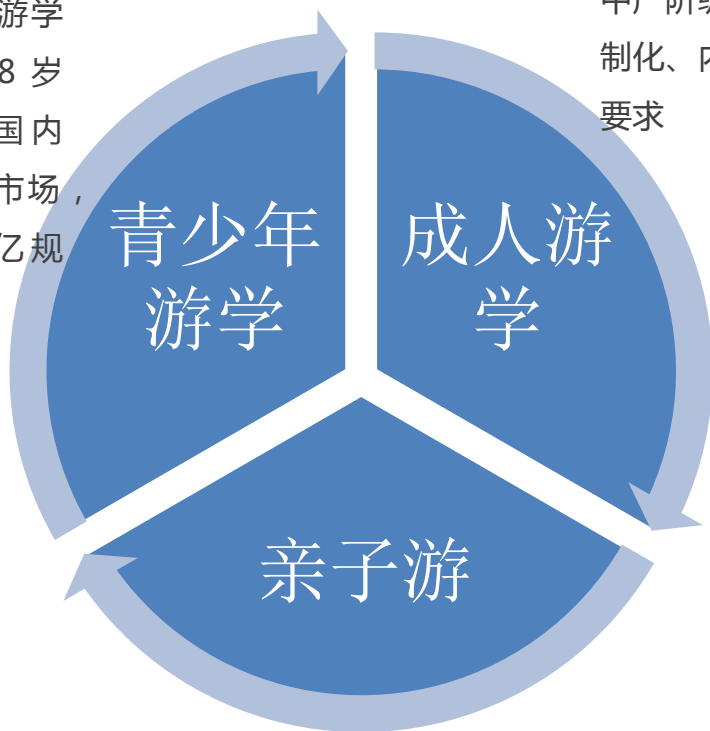
## 2.2 细分行业二：游学（1）

**潜在客户群体：6-18岁青少年群体以及通过旅游形式掌握特定知识的成年人，以研究前者为主**

最好的课堂在路上

15年海外游学市场 8-18岁 106亿，国内游学蓝海市场，潜在800亿规模

中产阶级个性化、定制化、内容化旅游新要求

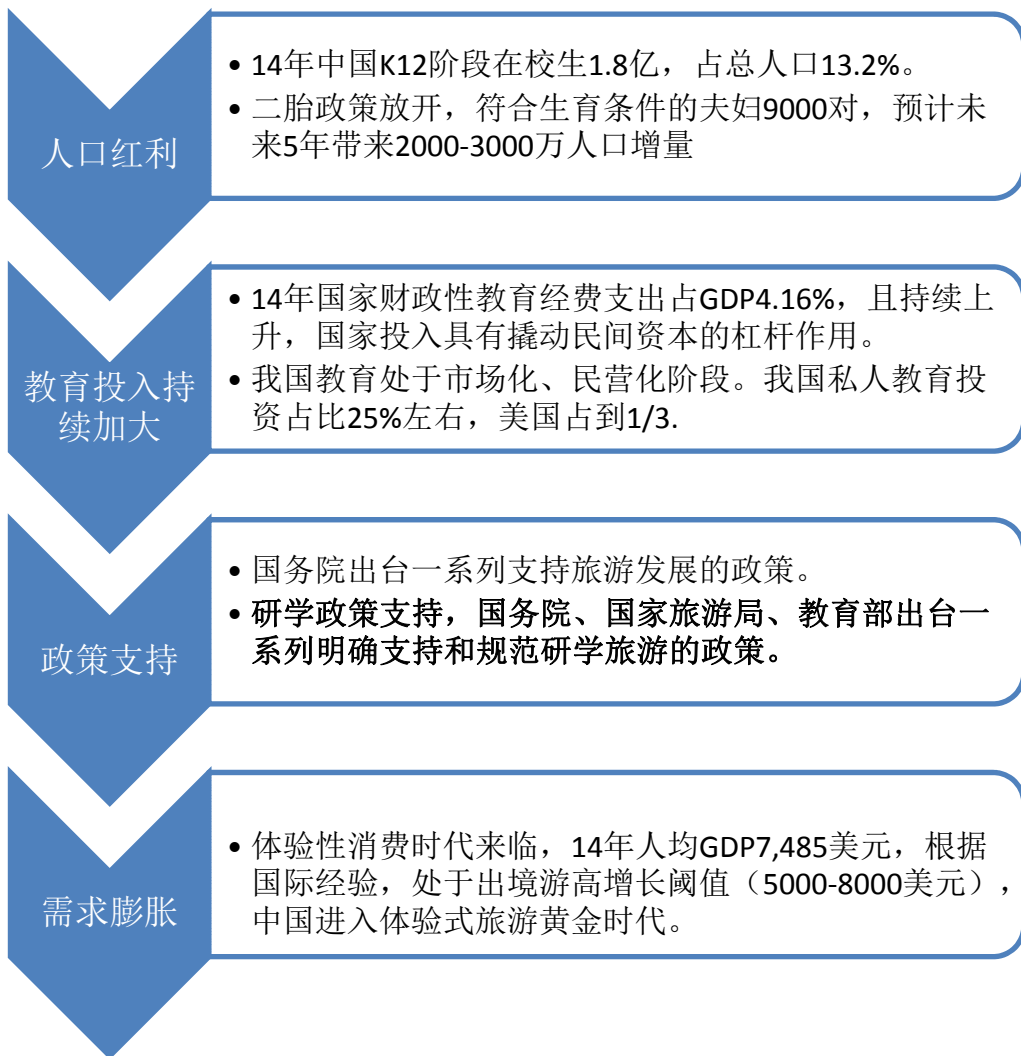


80、90后家庭消费观念大升级，投资孩子游学，自己也会放松。

资料来源：觅思策略，申万宏源研究

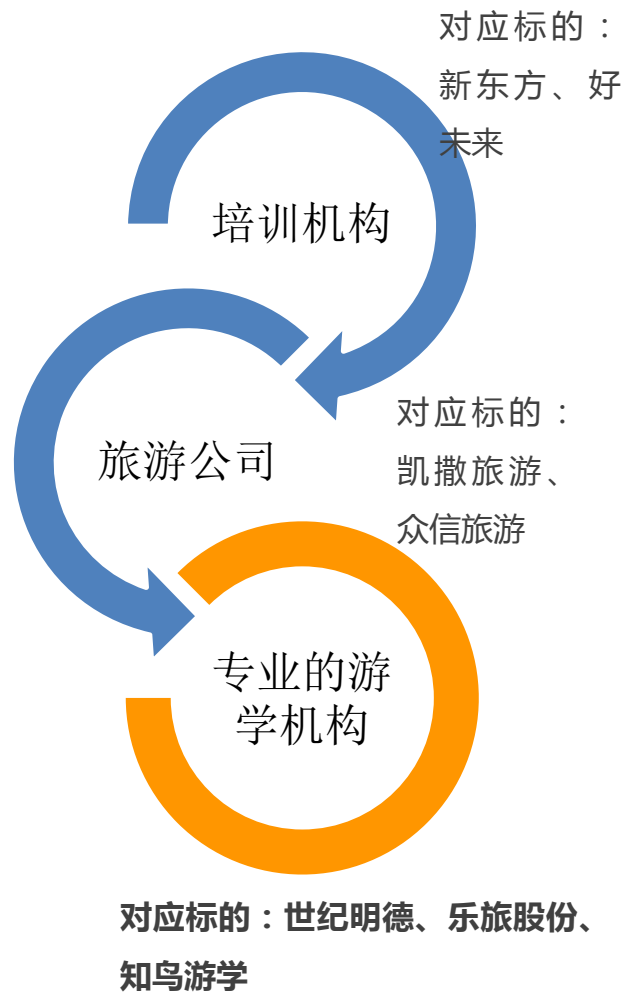
## 2.2 细分行业二：游学（2）

### ■ 推荐逻辑：游学兼具教育和旅游双重属性。



资料来源：申万宏源研究

### 市面上的游学组织



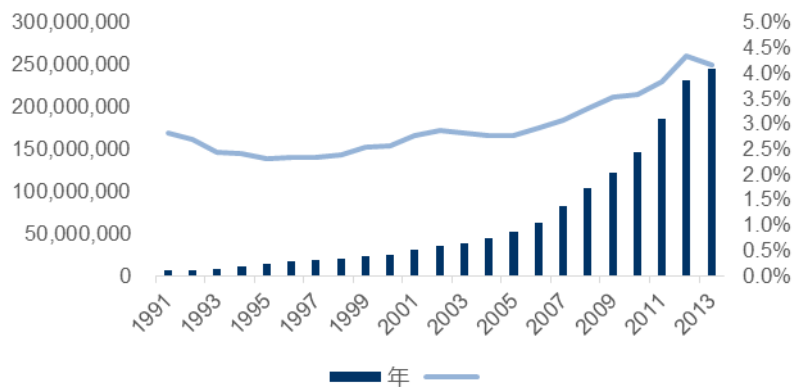
## 2.3 细分行业三：教育子行业艺术培训

教育艺术类新三板公司估值被低估

简称	总市值 (亿)		净利润 (百万)		PE	
	2016	4Q15	15	16E	15	16E
珠江钢琴 (002678)	126		146	177	113	72
海伦钢琴 (300329)	66		39	51	170	130
平均值					142	101
考虑流动性折价 (*0.4)						40
中教股份430176	12		40	60	28	15
华图教育830858	64		213	306	29	21
北教传媒831299	10		28	41	4	23
亿童文教430223	34		95	123	37	27
全美在线835079	协议		81	123	17	13
平均值					23	20
A股、新三板平均值						30
知音文化 (831767)	3		17	25	17	13
微力量 (836143)	协议					
东方童 (拟挂牌)	拟挂牌					

资料来源: chioce一致预测, 160415, 申万宏源研究

### 国家财政教育经费支出占比稳步上升



资料来源: 申万宏源研究

## 推荐逻辑：人口红利+需求+政策支持

### 人口红利

- 14年中国K12阶段在校生1.8亿，占总人口13.2%。
- 二胎政策放开，符合生育条件的夫妇9000对，预计未来5年带来2000-3000万人口增量

### 教育投入持续加大

- 14年国家财政性教育经费支出占GDP4.16%，且持续上升，国家投入具有撬动民间资本的杠杆作用。
- 我国教育处于市场化、民营化阶段。我国私人教育投资占比25%左右，美国占到1/3。

### 政策支持

- 国务院出台一系列支持旅游发展的政策。
- 研学政策支持，国务院、国家旅游局、教育部出台一系列明确支持研学旅游的政策。

### 需求膨胀

- 家庭对子女教育投入和重视程度与收入呈现正相关。
- 艾瑞咨询数据，38.6%家长年家庭教育产品支出超6000元，一线城市明显高于二三四线城市

资料来源: 申万宏源研究

# 主要内容

1. 新三板是消费服务类淘宝平台
2. 这三个细分行业，优质赛道
3. 细分行业白马黑马？伯乐有道

### 3.1 工业设计潜在龙头-瑞德设计 (831248)



#### ■ 投资要点 (创新层可选标的) :

- 工业设计优质稀缺标的，跨行业原创设计能力、强设计转化力构建公司独特竞争优势：目前资本市场纯正工业设计企业只有瑞德设计在内4家企业。公司是64家国家级工业设计中心之一，并获得多项世界顶级设计大奖，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。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：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。
- 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15-17年EPS0.30/0.39/0.55元，对应PE45X/34X/24X。给出公司16年市值6.45-6.80亿。不考虑增发，对应股价14.18-14.95元。

#### 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

资料来源：申万宏源研究

### 3. 2教育艺术培训启明星-知音文化（831767）



知音有19年的办学历史。现有**十九**所学校。一万多名学员，**五百**多名教师。累计培训人数超过**十万**名，已成为器乐培训领域的典范。



教学科目涵盖全品类乐器。十几年来均是上海音协的乐器考级报名点。



估值比较

简称	总市值 (亿)		净利润 (百万)		PE	
	2016	0415	15	16E	15	16E
珠江钢琴 (002678)	126		146		177	113
海伦钢琴 (300329)	66		39	51	170	130
平均值					142	101
考虑流动性折价 (*0.4)						40
中教股份430176	12		40	60	28	15
华图教育830858	64		213	306	29	21
北教传媒831299	10		28	41	4	23
亿童文教430223	34		95	123	37	27
全美在线835079	协议		81	123	17	13
平均值					23	20
A股、新三板平均值						30
知音文化 (831767)	3		17	25	17	13

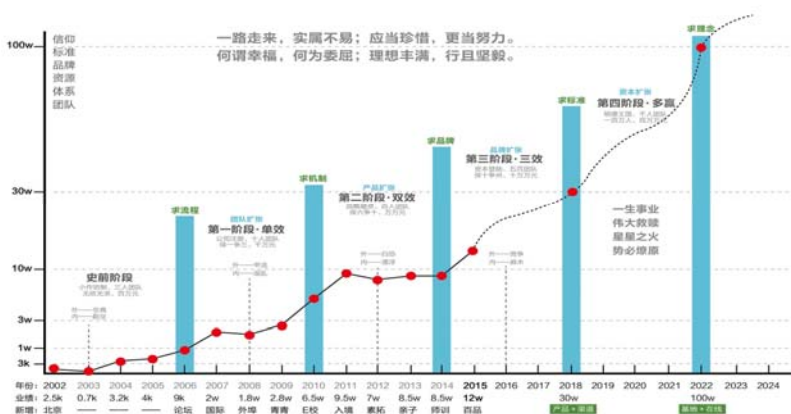
资料来源: chioce一致预测, 160415, 申万宏源研究

资料来源:申万宏源研究

资料来源:申万宏源研究

### 3. 3青少年游学第一股-世纪明德（拟挂牌）

- 国内游学市场排第一，国内游学采取B2B2C模式，目前累计为2000多个学校提供以励志名校游为主导的游学产品，其中最大客户服务1700个学生。主要市场在以北京我中心的华北市场。
- 16年重点开拓营地教育，创建自有品牌青青部落，开发国内青少年营地教育蓝海市场。
- 公司16年7月份挂牌新三板，主办券商申万宏源。



#### 公司盈利情况

万元	2014	2015	2016E	2017E
总收入	15338	23515	38000	55000
总利润	1218	3106	4500	6000

资料来源：觅思策略，申万宏源研究

资料来源：觅思策略，申万宏源研究



## 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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	huji@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国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。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。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。

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。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。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

李筱璇  
lix@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号