

2017年9月6日

# 世纪明德 (839264)

—明素质教育之德，树游学世纪品牌

目标价格区间：24.36-25.20元

报告原因：首次覆盖

### 投资要点：

- **政策推动和需求拉动，游学行业进入发展快车道。**游学受益于消费升级和教育升级，学校和家长参与意愿强，市场虽小众但稳健发展，16年市场规模达到180亿。17年受益于研学旅行政策从试点推向全国，各地教育局和学校纷纷开展研学旅行，以研学旅行为主要组织方式的游学有望成为大众市场，保守预测CAGR(3)29%。
- **公司是专业游学稀缺标的，国内游学龙头企业。**公司专业经营游学业务超过十年，拳头产品是国内名校游学。公司是目前国内游学的最大组织方，年接待人次超过20万。公司销售模式是B2B2C，目前学校客户累计3000所。公司已完成销售地区和服务区域的全国性布局，与目前绝大部分区域型公司相比具有明显竞争优势。
- **国际游学和教师培训业务快速发展，助力打造国际教育品牌。**两块业务布局较晚但发展势头良好。国际游学越来越普遍的成为中小学生的校外学习方式，需求旺盛，同时发展国际游学也是公司打造国家教育品牌的必要路径。目前公司已开展欧美、日韩、新加坡、芬兰等留学热门目的地游学线路。师训业务是对游学积累的上下游资源的二次挖掘，主要通过地方性教师培训获取收益。
- **公司市场地位遥遥领先，借助资本市场有望成为游学平台型企业。**公司在品牌、服务能力、渠道、上游资源的积累方面都遥遥领先，建立了坚固的护城河。公司创始人名校背景，具有深厚的名校名师资源积累，拥有跨区域接待能力以及熟悉当地教育市场的销售团队，其他区域性企业短时间难以模仿和赶超。目前计划通过投资上游营地资源切入产业链上游。我们判断公司以既往布局和业绩为基础，借力资本市场有望成为集产业链上下游一体的综合型平台企业。
- **预计未来3年收入复合增速33.7%，净利润复合增速21.3%。**预计17-19年营收分别为5.19/7.01/8.80亿，CAGR(3)为33.7%。归母净利润分别为5,020.7/6,011.2/7,149.3万，CAGR(3)为21.3%。EPS0.84/1.01/1.20元。以教育和旅游公司作为估值参考体系，考虑龙头溢价，给出17业绩的29-30倍，对应目标价为24.36-25.20元。
- **风险提示。安全因素，政策推进力度不及预期，监管风险。**

### 财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	153.53	235.15	368.05	519.22	700.73	879.51
同比增长率(%)		53.2	56.5	41.1	35.0	25.5
净利润(百万元)	12.17	31.96	40.08	50.21	60.11	71.49
同比增长率(%)		162.61	25.39	25.28	19.73	18.93
每股收益(元/股)	5.48	6.82	1.54	0.84	1.01	1.20
毛利率(%)	27.39	34.05	25.63	24.16	23.66	23.12
ROE(%)	79.1	83.6	34.6	34.5	29.2	25.8
市盈率	4.4	3.5	15.6	28.6	23.9	20.1

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：** 2017年09月05日

转让方式	做市转让
收盘价(元)	24.0
每股净资产(元)	1.76
市净率	13.65
总市值(百万元)	1435

**基础数据：** 2017年06月30日

总股本(百万)	59.80
可转让股份(百万)	43.98
净资产(百万元)	105.17
股东总户数(户)	41
挂牌日期	2016-09-27
主办券商	天风证券

### 相关研究

《11部委联合发布研学旅行意见,游学企业大有可为》20161220  
《乐旅股份-东风渐起,21imi游学顺势而为》20160831  
《供需呈强匹配之势,游学行业继往开来》20160620

### 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

### 研究支持

刘建伟 A0230115110003  
Liujiw2@swsresearch.com

### 联系人

谢高翔  
(8621) 23297413  
xiegx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1. 公司主营业务是国内外游学、教师培训</b> .....	<b>4</b>
1.1 国内游学业务遥遥领先，国际游学和师训增长迅速 .....	4
1.2 公司营收增长迅速，现金流良好，毛利率有下降趋势 .....	5
1.3 品牌、服务、渠道构成三大投资亮点 .....	6
<b>2. 供需呈强匹配之势，游学行业景气度持续向上</b> .....	<b>8</b>
2.1 受益于 11 部委文件，17 年游学 2B 市场井喷.....	8
2.2 教育升级和二胎政策红利刺激需求持续释放.....	10
2.3 供给主体多样化，专业化产品和营地资源匮乏 .....	12
2.4 市场规模增速明显，保守测算 17-19 年均增速 29%.....	14
<b>3. 师训常态化发展，地培市场潜力大</b> .....	<b>14</b>
<b>4. 明德之路：十载深耕成就国内游学龙头地位</b> .....	<b>17</b>
4.1 国内游学具有先发优势，是业绩增长主力军.....	18
4.2 增设国际游学产品线，打造国际教育品牌 .....	19
4.3 游学溢出效应显著，带动教师培训业务发展.....	21
4.4 路向探索：综合实力领先，有望成长为游学平台型企业.....	21
<b>5. 盈利预测和估值</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司产品一览	5
图 3: 公司营收、净利润、毛利率、净利率 单位: 万元, %	5
图 4: 17 年上半年主营业务营收和利润占比 万元, %	5
图 5: 公司资产负债率、预收账款/资产 单位: %	6
图 6: 应收账款周转率、经营性净现金流/营收、毛利率、净利率 单位: %	6
图 7: 公司投资亮点	7
表 1: 16 年底以来各地响应政策	8
图 8: 我国 K12 在校生学生数量 单位: 万, %	9
图 9: 各国学生游学覆盖率比较 单位: %	9
图 10: 17-21 年出生人口预测 (万人)	10
图 11: 17-27 年小学入学人口预测	10
图 12: 2016 年家庭月收入情况	11
图 13: 2016 年家庭平均月教育产品支出情况	11
图 14: 中国家长对孩子教育曾有课外支出的比例最高%	11
图 15: 中国家长教育总支出世界领先	11
图 16: 收入越高的家庭希望孩子游学的意愿越高	11
图 17: 出国留学人数逐年增长	11
图 18: 参加游学学生留学意向调查	12
图 19: 游学留学目的地重合度高	12
图 20: 学校和游学机构、培训机构是青少年游学主要组织方	12
图 21: 青少年游学产品三大核心要素	13
图 22: 我国体制内青少年活动场地分类	13
图 23: 各国青少年人数和体制内活动场所比较	13
图 24: 17-19 年三年市场规模测算	14
图 25: 2004 年 K12 教师数量和生均教师数 单位: 万人, 人	14
表 2: 教师培训国家政策	15

表 3: 教师培训地方政策 .....	16
图 26: “国培计划” 财政投入 单位: 亿 .....	17
表 4: 网络教师培训专门机构 .....	17
图 27: 公司发展历程 .....	18
图 28: 国内游学营收入、毛利率、收入占比 单位: 万, % .....	18
图 29: 社会实践等其他收入、毛利率、收入占比 单位: 万, % .....	18
表 5: 公司主要线路一览 .....	19
图 30: 国际游学营收入、毛利率及收入占比 单位: 万元, % .....	20
图 31: 世纪明德加速全球布局 .....	20
图 32: 世纪明德加速全国布局 .....	20
图 33: 教师培训收入、毛利率及收入占比 单位: 万元, % .....	21
图 34: 2016 年教育论坛 .....	21
表 6: 典型游学公司一览 .....	22
表 7: 挂牌游学公司财务比较 .....	23
表 8: 收入成本预测表 (万元) .....	24
表 9: 损益表 (万元, 元) .....	25
表 10: 新三板教育、旅游公司估值参考 (亿元, 元) .....	25
表 11: 上市教育、旅游公司估值参考 (亿元, 元) .....	26
表 12: 估值对照表 .....	27

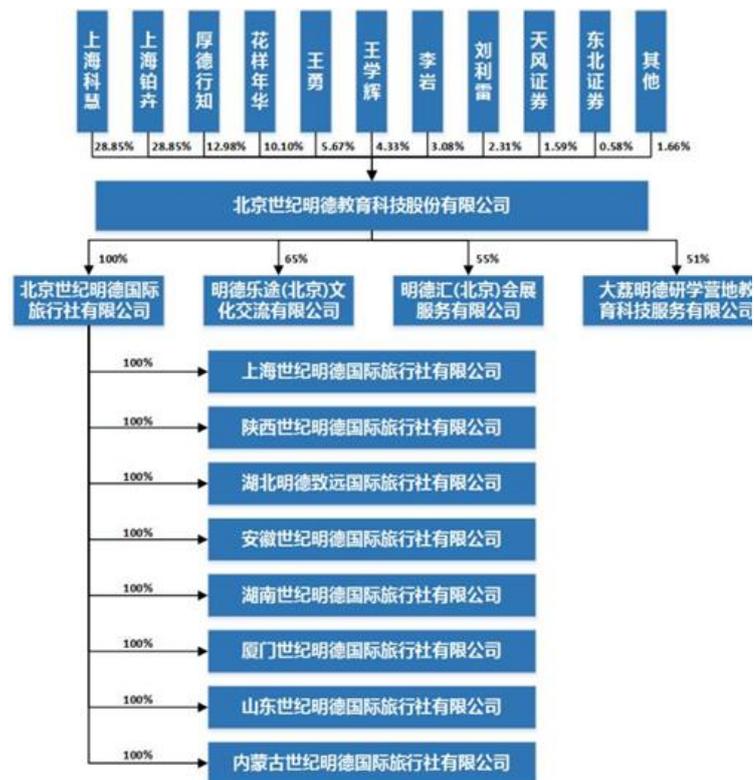
## 1. 公司主营业务是国内外游学、教师培训

世纪明德(839264)是市面上首批专业游学机构,也是目前国内游学最大的组织方。16年9月27日挂牌新三板,11月1日转做市,做市商有天风、安信等五家券商,17年进入创新层(标准一、二)。公司的主营业务以国内游学为主,年接待能力全国领先,同时新的业务国际游学和教师培训业务发展增速明显。公司战略目标是打造以体验性游学为核心,以素质教育为导向的国际化教育集团。

### 1.1 国内游学业务遥遥领先,国际游学和师训增长迅速

公司原主营业务包括国内外游学、教师培训以及以营地教育产品青青部落,挂牌之前剥离青青部落,现有三大产品布局合理,均衡快速发展。公司依靠国内游学起步,目前在东北、华东、华中、西南等全国领域积累了3000家学校客户,销售和渠道能力在业内遥遥领先;国际游学业务是游学产品线的扩充,是公司作为国际化教育集团定位的战略布局;教师培训是渠道资源附加值的二次挖掘,是对下游B端K12学校、教师资源和上游名校名师资源的二次对接和挖掘。青青部落作为游学的高端产品主要是对C端客户销售,和现有销售渠道差异较大,业务协同性较低,在公司挂牌之际尚处于亏损,为避免影响挂牌公司业绩,2016年2月将40%股权转让给王学辉,挂牌公司由控股70%转为参股30%。

图1: 公司股权结构



资料来源: 17年半年报, 申万宏源研究

图 2：公司产品一览

**国内游学营**  
京承文化研学旅行  
清华北大VIP励志夏令营  
西安文化研学旅行  
江南游学营之忆江南



**国际游学营**  
走遍全美游学交流国际夏令营  
美国耶鲁领导力国际游学夏令营  
英国名校游学交流国际夏令营  
欧洲文化经典12天游学夏令营

**教师培训**  
在职提高、专题培训  
打造名师/校长  
明德论坛、跟岗培训  
教师研学旅行



**青青部落**  
阅兵主题军事营  
云南野外生存营  
未来世界航天科技营  
三亚时代精英训练营

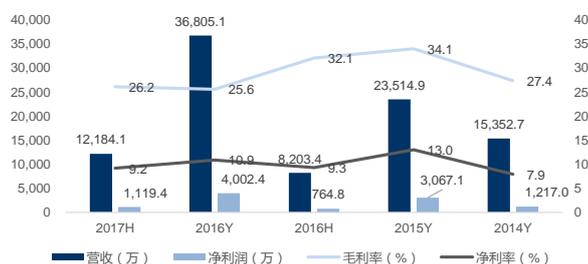
资料来源：申万宏源研究

公司目前的股东共有 41 名，其中上海铂舟、携程旗下的投资机构上海科慧并列第一大股东，股权各占到 28.85%。王学辉、王勇、王京凯、李岩、刘利雷等五人是实际控制人，其中王学辉是公司董事长，同时是青青部落的控股股东和实际控制人。16 年 9 月公司挂牌前做市商进入投前估值 8.5 亿。挂牌后尚未进行过增发。

## 1.2 营收增长迅速，现金流良好，毛利率有下降趋势

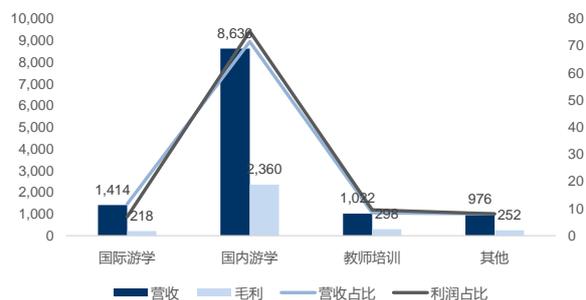
公司挂牌后业绩保持较高增长。17 年上半年营收 1.22 亿，同比增长 48.52%，归母净利润 1,109.54 万，同比增长 42.95%，其中国内游学营收占比 71.68%，呈下降趋势，国际游学和教师培训占比分别为 11.73%和 8.48%，呈上升趋势。未来 3 年判断国内游学仍将是收入主要来源，同时国际游学和师训也将逐渐打造出明德品牌。

图 3：公司营收、净利润、毛利率、净利率 单位：万元，%



资料来源：2017 年中报，choice, 申万宏源研究

图 4：17 年上半年主营业务营收和利润占比 万元，%



资料来源：2017 年中报，choice, 申万宏源研究

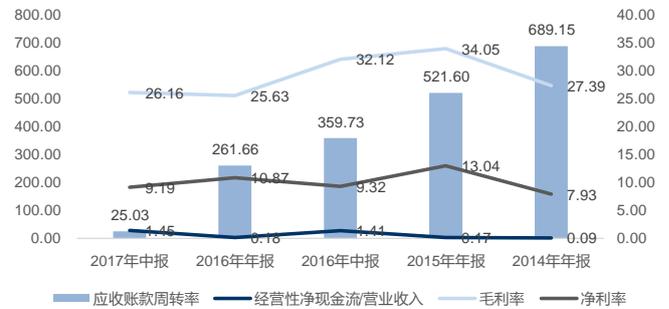
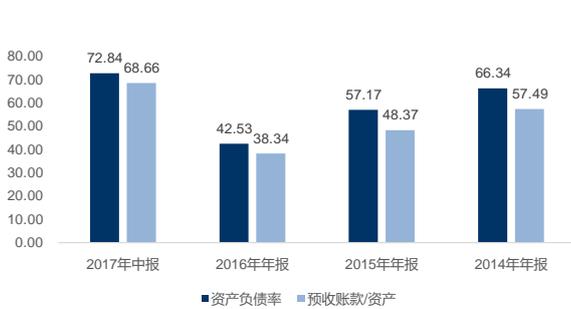
公司游学业务是对 B 端销售，对 C 端收费，一般是家长预付费形式，现金流充裕，17 年半年报货币现金 9,797.28 万，理财产品余额 2.09 亿。资产负债率较高，主要是预收账款/资产比例较高，17 年上半年两项数据分别是 72.84%和 68.66%。应收账款周转率逐年降低，17 年上半年 25.03，主要是教师培训业务快速上量，师训的采购方为教育局

和学校，通常后付款，同时由于行政审批流程原因拉长账期，导致周转率下降。毛利率较挂牌前降幅较大，成本端公司增加产品条线课程、食宿交通等投入，收入端市场抢占期客单价提价空间有限，我们判断随着游学市场进入者蜂拥进入，游学产品毛利率继续下降概率大。

图 6: 应收账款周转率、经营性净现金流/营收、毛利

图 5: 公司资产负债率、预收账款/资产 单位: %

率、净利率 单位: %



资料来源: 2017 年中报, choice, 申万宏源研究

资料来源: 2017 年中报, choice, 申万宏源研究

### 1.3 品牌、服务、渠道构成三大投资亮点

游学的服务规范和旅游业相同，都需要旅行社牌照。游学的销售模式一般采取 B2B2C 模式，销售团队面对的是 K12 学校，目前的市场抢占期可以说销售为王，但随着学校和家长对教育诉求的不断提升，以产品为导向的 B2C 的销售模式成效将逐渐体现。游学产品兼具“游”和“学”的特性，对研发团队的知识储备和跨界融合能力要求较高。游学条线在整体市场产品稀缺的情况下一旦被学校批量采购，较容易形成口碑效应。

游学行业并无技术壁垒，进入门槛也不高，品牌和服务能力提高需要日积月累的过程，但优势在于一旦形成规模和品牌便具有口碑效应，其他企业很难短期内通过模仿和并购赶超。公司在接待能力、品牌、渠道方面已建成企业护城河，同时也有了利用资本进行资源整合的实力，在国内游学细分领域独占鳌头。

**公司年接待能力逾 20 万人次，高于同行平均水平。**16 年以前游学有明显的季节性，暑期和寒假业务高峰期，其他季节较为冷淡，这就是虽然游学毛利高，但是大部分从事游学的企业并未放弃微利的旅游业务的原因。但公司经过十余年的业务累计，已具有逾 20 万人次的年接待能力，且目前通过拓展教师培训、春秋游产品实现淡季不淡，保证在业务淡季也能覆盖后台运营成本。此外公司具有跨地区资源调配和采购能力，学校组织的国内游学基本为集体出行，少则 2-3 个班级，多则整个年级，对接待企业的铁路客票和餐饮住宿采购能力要求较高，公司经过多年上游资源积累，在整车厢采购、住宿交通协调方面都具有独特优势。

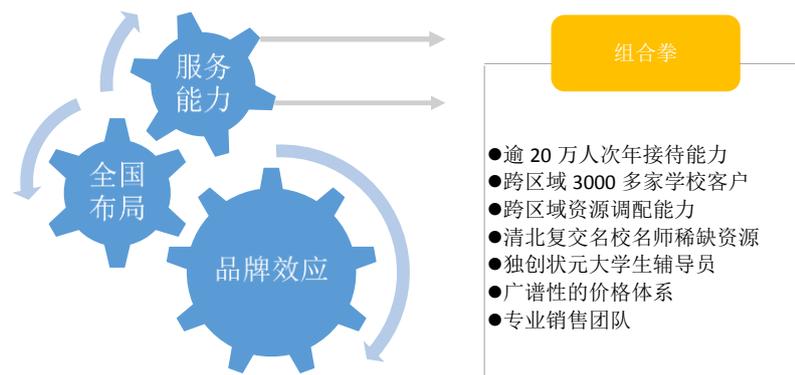
**公司累计服务 3000 多个跨区域学校客户，具有领先的渠道开拓能力。**公司近十年来累计服务 3000 多个学校客户，客户遍布全国区域，尤其在东北、华东、华中发展较好。学校客户特点是进入较难但粘性较好，一旦学校选定供应商，短期内将不会改变。市场抢占期销售能力是关键因素，公司提高销售能力一方面依靠激励性销售政策和专业

销售团队，一方面在于公司依托大学名校和名师这一独有稀缺资源提供教师培训项目强化客户关系。双管齐下的独特销售策略确保在销售和渠道维护方面的竞争优势。

**名校名师等稀缺资源、教育体验主题、价格广谱性助力世纪明德建立明显的品牌区分度。**学校出面组织游学活动目的是教育启迪，重视安全和价格普适性，公司产品独特性在于抓住学校需求痛点并超预期满足：（1）创始人作为清华校友，拥有天然的校友人脉优势，创立了名校大学生任兼职辅导员模式，有效降低成本并提高产品的吸引力。（2）教育+体验产品设计有效满足学校组织方的教育诉求，有利于口碑的快速传播。（3）公司名校名师资源的累积对学校客户有天然吸引力，也是其他组织方短期内最难以复制的资源。

**简单归纳投资亮点**（1）体量大到对抗业务季节性收入不均和竞争对手的威胁。（2）公司虽无技术壁垒，但是销售、渠道、产品、价格、资源和接待能力这套组合拳的设置实际已建立护城河，竞争者难以模仿。

图 7：公司投资亮点



资料来源：申万宏源研究

## 2. 供需呈强匹配之势，游学行业景气度持续向上

### 2.1 受益于 11 部委文件，17 年游学 2B 市场井喷

教育产品具有准公共性特点，行业发展受国家政策影响较大。13-16 年国务院、教育部、旅游局等部门多次发文推进研学旅行，但基本以试点地区和城市展开做经验摸索和积累，整体市场处于半自发状态。此外大众普遍认识应试教育仍是主流，而青少年游学是素质教育的途径，因此市场普遍判断游学市场是小众市场，难以长成大企业。

市场预期拐点转变发生在 16 年底的 11 部委文件《关于推进中小学生研学旅行的意见》，该份文件将研学旅行纳入中小学教育教学计划，明确课时、组织方式、经费来源、安全保障、各部委责任，明确企业可以承办学校组织的研学旅行，覆盖 1.66 亿中小学生研学旅行市场化进程加速，研学旅行正式从试点走向全国。我们观察今年以来有两个趋势（1）17 年研学旅行呈现从试点区域铺向全国的趋势，山东、湖南、湖北、辽宁等非试点区域开始实施。（2）原试点区实施力度加大，上海普陀、杨浦、苏州、安徽、陕西等地区均将研学旅行政策从试点学校扩大至全部覆盖。上海普陀区要求力争 17 年实现公立校学生全员参与。

表 1: 16 年底以来各地响应政策

时间	省份、地区	要点
17.07	辽宁省旅发委、教育厅等	<ul style="list-style-type: none"> <li>■授予营口市为辽宁研学旅行试点城市</li> <li>■遴选建设一批研学旅行基地</li> </ul>
17.07	山东省教育厅联合 11 部门	<p><b>发布关于山东省推进中小学生研学旅行工作实施方案的通知</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■研学旅行纳入学校教育教学计划，与综合实践活动统筹考虑</li> <li>■每学年安排集体研学旅行不少于 2 次，一般安排在小学 4-6 年级，初 1-初二，高 1-高 2</li> <li>■多元化经费筹措方式</li> <li>■17.8-18.9 月试点阶段，每市 1-2 个实验区，每个实验区 1-2 所学校开展试点工作</li> </ul>
17.06	共青团山东省委、山东省旅发委等 6 部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>■全省范围内开展青少年研学旅行活动</li> <li>■积极开展体育研学、青少年宫为特色的研学活动</li> </ul>
17.05	湖北省教育厅	<ul style="list-style-type: none"> <li>■启动全省中小学生研学旅行试点工作，试点地区和学校要将其纳入中小学教育教学计划</li> <li>■明确武汉、麻城、荆门、宜昌、荆州、黄冈、孝感、鄂州等 8 个地区为省级研学旅行试点市</li> <li>■寒暑假、法定长假和小长假期间不得组织研学旅行。一般在 3-5 月，9-11 月等 6 个月中进行</li> <li>■小学 4-6 年级每学年 4-5 天，初一-初二 5-6 天，高一-高二 5-7 天</li> <li>■研学旅行实行属地管理，各地要建立研学旅行服务机构的准入标准、退出机制、评价体系</li> </ul>
17.04	鞍山市教育局	<ul style="list-style-type: none"> <li>■研学旅行纳入教育教学计划</li> <li>■小学安排在四到六年级、初中安排在一到二年级、高中安排在一到二年级</li> </ul>
17.04	苏州教育局等 11 部门	<p><b>发布关于进一步规范组织中小学生研学旅行等社会综合实践活动的意见</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■开发一批实践活动课程，建设一批社会实践基地，打造一批研学旅行精品路线</li> <li>■义务教育 4-8 年级、高中 1-2 年级可以利用研学旅行方式开展社会实践活动，高中阶段记学分</li> <li>■旅游部门负责审核开展研学旅行的旅行社的准入条件和服务标准</li> <li>■多元化经费筹措方式</li> </ul>

17.04 湖南省旅发委、教育厅等 **湖南省旅游发展委员会、湖南省教育厅关于做好 2017 年湖南研学旅游目的地和研学旅游示范基地创建工作的通知（征求意见稿）**

**发布关于推进中小学生研学旅行的实施意见**

- 研学旅行纳入学校教育教学计划，做到有课时、有师资、进课表
- 每学年安排 1 次，原则安排在小学 4-6 年级，初 1-初 2，高 1-高 2，小学 2-3 天，初中 3-4 天，高中 4-5 天
- 采取 PPP 模式，鼓励社会资本建设综合实践基地和营地
- 经费多元筹措机制

17.02 安徽省教育厅

- 2017 在全省范围全部推开，全覆盖、多形式
- 2013 年底全省确定 147 所省级试点学校
- 合肥市推出研学校本教材，作为全市参考教材，蚌埠将活动结果纳入学分管理体系

16.11 上海市普陀区教育局

**普陀区中小学生研学旅行工作实施办法（试行）**

- 力争在 2017 年底，实现我区中小学生研学旅行工作全覆盖
- 在小学、初中、高中三个教育阶段至少实施一次，原则上小学阶段 2 天 1 夜，在上海市内进行，在小学四到五年级实施；初中阶段 3 天 2 夜，在上海市内或周边城市进行，在初中一或二年级实施；高中阶段 4 天 3 夜，可在上海周边城市进行，在高一或二年级实施
- 研学旅行应坚持公益性性质，学校应首先从社会实践专项经费中列支研学旅行的相关费用

17.1 国家旅游局

**研学旅行服务规范**

相关内容见点评报告-研学旅行服务规范出台，行业标准从无到有

16.12 教育部联合 10 部委

**关于推进中小学生研学旅行的意见**

相关内容见点评报告-11部门联合发布研学旅行意见文件，游学企业大有可为

资料来源：网站资料，申万宏源研究

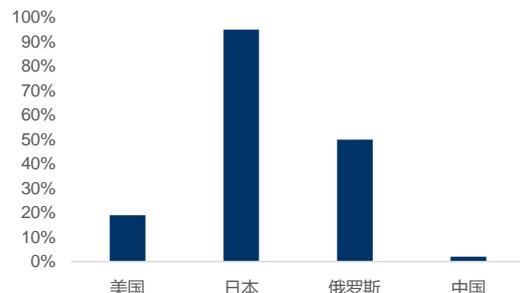
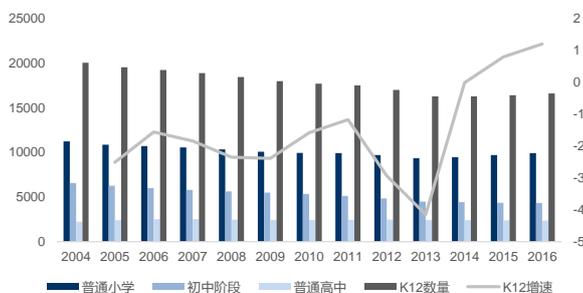
我们判断未来 2-3 年，研学旅行的学生覆盖率将快速提升，以研学旅行为主要组织方式的国内游学将成为青少年游学的主流。16 年粗略估计青少年游学服务市场规模 180 亿上下，参与人次约 300 万，按人次计算的覆盖率仅为 2% 左右，而美国私营夏令营覆盖率 19%，日本修学旅行覆盖率为 90% 以上。长远看，在将研学旅行纳入教育教学计划这一前提下，随着未来研学旅行经费筹措机制、安全机制等细化和落地，预测研学旅行渗透率有望介于美国和日本之间，年参与人次达到千万级别。

图 8：我国 K12 在校生学生数量

单位：万，%

图 9：各国学生游学覆盖率比较

单位：%



资料来源：教育部网站，申万宏源研究

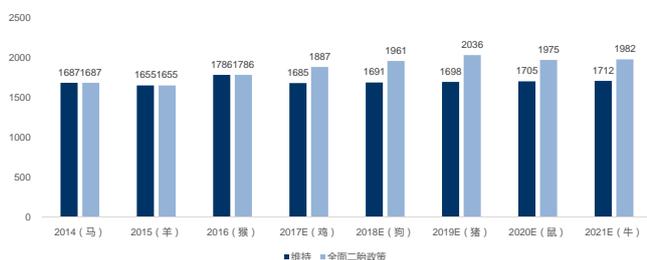
资料来源：，ACA，申万宏源研究

## 2.2 教育升级和二胎政策红利刺激需求持续释放

目前青少年游学的主要组织方虽然是学校，但付费方基本是家长。境内外游学市场目前需求都较为旺盛。16 年出境游学人次在 39 万左右，年增长在 30%左右。国内游学比照清华大学暑期参观人次看，近年来团体参观次数和总人次激增，15-16 年暑期基本是满负荷接待，接待人次在 20 万以上。庞大的教育人口基数和家长的付费意愿使得游学市场具有较强的市场自发性特征。

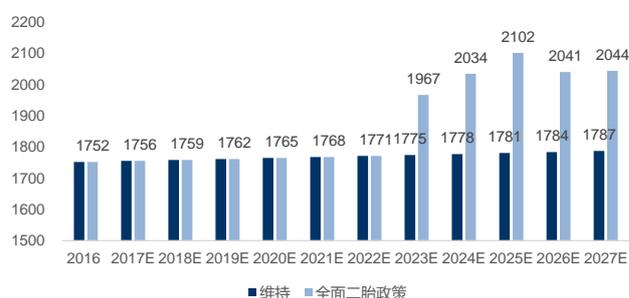
**全面二胎政策放开将扩大教育人口基数。**全面二胎于政策 16 年 1 月 1 日正式实施。根据国家卫计委的统计，2015 年底符合全面二胎条件的夫妇有 9000 万，60%是在 35 岁以上，50%是在 40 岁以上。参照单独二孩放开后申请比例较低，同时符合条件生育妇女的年龄结构偏老化，我们对全面放开二胎新增人口影响做中性测算，16-20 年按照 15%的申请率计算，大约新增出生人口 1,350 万，在 17-21 年按照 1.5: 2: 2.5: 2:2 释放，对应未来 4 年新增人口 202.5/270/337.5/270/270 万，粗略预测 17-21 年出生人口分别是 1,887/1,961/2,036/1,975/1,982 万，每年出生人口落在 1,850-2,050 万区间。17 年出生人数将在 23 年升入小学，我们预计较维持原有政策，2023 年前后小学入学人数每年将会有 10%以上的人口增量。

图 10:17-21 年出生人口预测 (万人)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

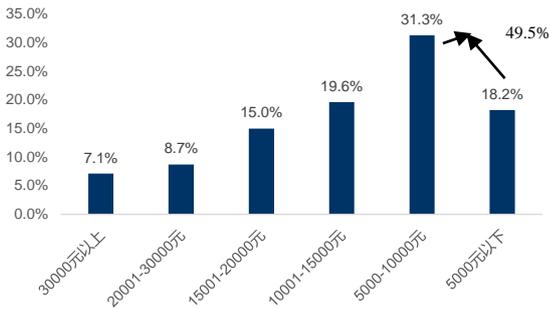
图 11: 17-27 年小学入学人口预测



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

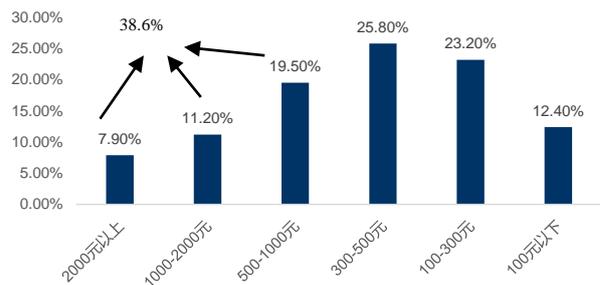
**消费升级教育先行，国人重教，家庭教育支出世界领先。**我们在 17 年消费服务中期策略报告中提出这轮消费升级特征是节制、便捷、效率、服务化，讲究生活品质而非讲究排场，升级诉求不只体现在有形产品的消费，更多的是教育、体育、旅游等文化服务需求。从阶层竞争诉求来看，自动化作业大幅降低产品成本，通过有形产品消费已经难以体现阶层差异，有产阶级转向通过消费文化和教育产品输出文化资本来构建竞争优势，而目前这一理念也逐渐影响到一般城市家庭。根据艾瑞咨询联合家长帮 15-16 年连续 2 年发布的中国家庭教育消费者图谱，近 5 成的家庭月收入在 1 万元以下，而 4-5 成的家庭年教育支出达到 6000 元以上。根据 HSBC 发布的 2017 年全球教育报告显示，中国家长给孩子报课外班的比例 93%，全球最高，中国大陆家长每年教育支出 42,892 美元，遥遥领先于澳大利亚、英国、法国等发达国家。从以上两份数据看出不论普通收入家庭还是富裕阶层对教育的投入都不遗余力。

图 12: 2016 年家庭月收入情况



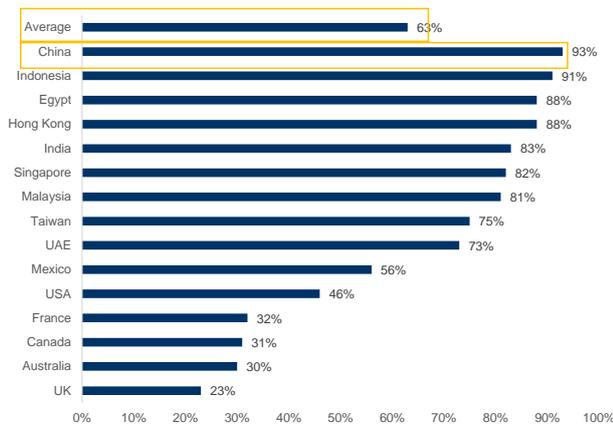
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 13: 2016 年家庭平均月教育产品支出情况



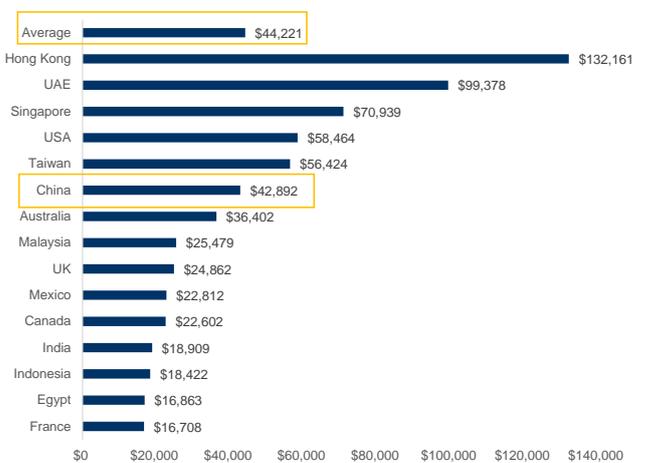
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 14: 中国家长对孩子教育曾有课外支出的比例最高%



资料来源：HSBC，2017 年全球教育报告，申万宏源研究

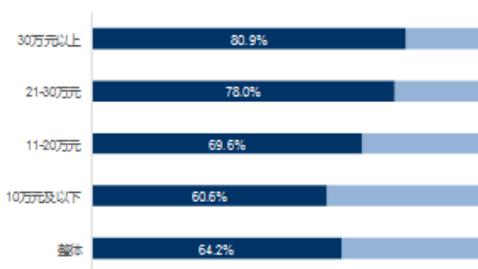
图 15: 中国家长教育总支出世界领先



资料来源：HSBC，2017 年全球教育报告，申万宏源研究

游学已成为家庭课外体验教育的普遍性需求，而国际教育热潮兴起，更是催生留学前置需求海外游学。收入越高的家庭希望孩子游学的意愿越高，而一般收入家庭也愿意在孩子游学上投资。要留学先游学，出国留学热度不减也带动游学产业的发展。据新东方数据，收入 10 万元以下的家庭也有 60.6% 的比例希望孩子游学；参加海外游学的学生中有 83.3% 是正在申请留学或者计划留学的；留学和游学的目的地国家二者重合度较高，TOP4 国家都是美国、英国、澳大利亚和加拿大。

图 16: 收入越高的家庭希望孩子游学的意愿越高



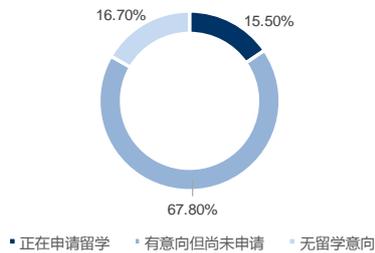
资料来源：2016 国际游学白皮书，申万宏源研究

图 17: 出国留学人数逐年增长



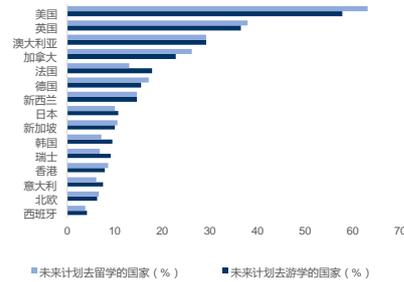
资料来源：教育部，申万宏源研究

图 18: 参加游学学生留学意向调查



资料来源: 2016 国际游学白皮书, 申万宏源研究

图 19: 游学留学目的地重合度高



资料来源: 2016 国际游学白皮书, 申万宏源研究

## 2.3 供给主体多样化, 专业化产品和营地资源匮乏

市场参与者众多, 市场分散化特征明显。游学组织方以学校为主, 但承办方来自多个行业, 主要分为留学机构 (比如启德教育)、培训机构 (如新东方)、专业做游学的机构 (世纪明德、新足迹、知鸿股份等)、旅行社 (众信旅游、凯撒旅游等) 以及一些体制内的非营利性组织 (如江苏省最大的境外修学旅行服务方苏教国际), 这些机构横跨教育培训和旅游, 竞争格局分散 (留学除外)。13 年以来随着市场监管升级和需求诉求提升, 为专业游学机构带来快速发展就会, 其中以国际游学龙头沃凯德和国内游学龙头世纪明德为代表。

图 20: 学校和游学机构、培训机构是青少年游学主要组织方

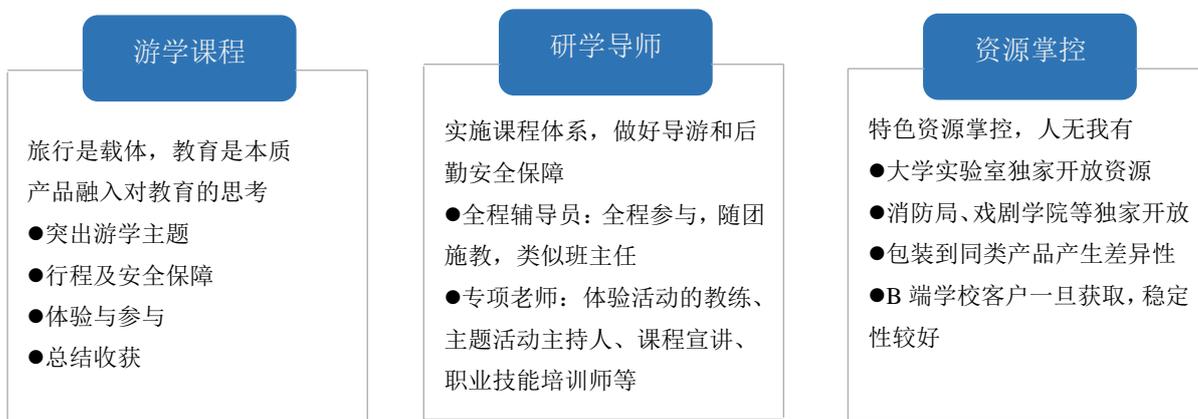


资料来源: 申万宏源研究

专业化教育体验产品较为稀缺, 需求导向利好专业游学机构。家长对游学产品诉求集中体现在安全保障和教育内涵, 对专业化教育体验产品的要求越来越高, 而相对而言目前供给质量落后于需求, 教育比重高的产品比较稀缺, 相对旅游属性更强一些。市场参与主体众多造成产品多样化以及质量参差不齐, 市面上游学产品上千种, 非标化严重,

较难以比价。过去信息不对称、有效供给不足以及家长对教育程度的重视使得**游学产品具有较高的定价自主权**。但目前进入市场抢占期，大浪淘沙，那些并非基于产品创新和服务优化带来的溢价能力很容易因为大量新进入者参与竞争而快速丧失。市场的自发选择和需求导向利好上游营地、名校资源积累丰富以及内控制度完善的专业游学机构。

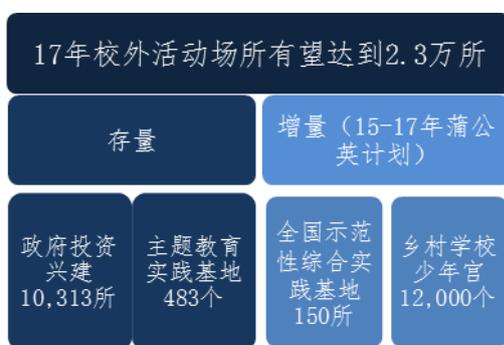
图 21：青少年游学产品三大核心要素



资料来源：申万宏源研究

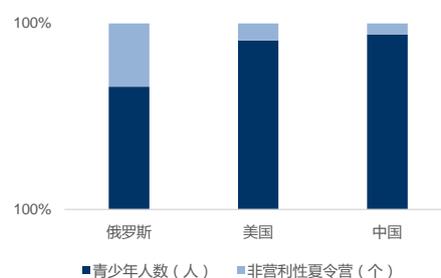
**研学旅行急剧扩张将面临营地资源供给紧张，未来企业或将投资上游营地。**我们在行业深报中指出，我国青少年校外活动基地存在供需不匹配和供给不足的问题，预计未来会通过社会资本共建方式解决供给不足。16 年底随着教育部将研学旅行纳入教育教学计划，组织研学旅行的学校急速扩张，上游营地资源的供给瓶颈显现。国家旅游局及各省加速将文化资源遗产、旅游景区指定为研学旅行基地，给予门票、餐饮、住宿优惠，同时开始加速兴建研学旅行基地。国家旅游局发布北京海淀、浙江绍兴、安徽黄山等 10 个研学旅行目的地和北京卢沟桥等 20 个全国研学旅游示范基地。安徽省公布芜湖方特、滁州琅琊山景区等 10 个省级研学旅行基地。陕西省在 17 年研学旅行实施意见中率先提出要采取 PPP 模式鼓励社会资本建设综合实践基地和营地。目前已有部分公司布局上游营地，如启行教育、世纪明德等。

图 22：我国体制内青少年活动场地分类



资料来源：教育部，申万宏源研究

图 23：各国青少年人数和体制内活动场所比较

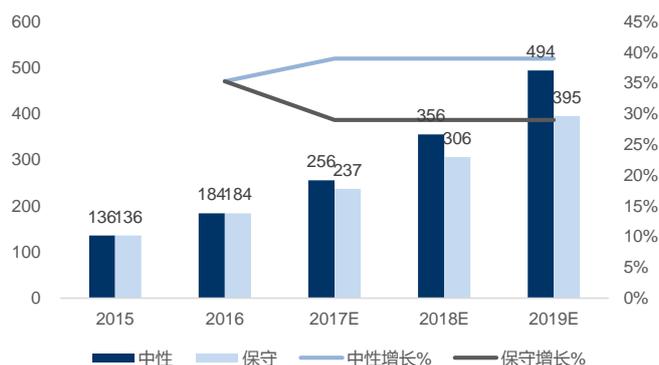


资料来源：教育部，申万宏源研究

## 2.4 市场规模增速明显，保守测算 17-19 年均增速 29%

16 年游学服务市场规模在 180 亿左右，参与人次 300 万左右。我们维持在行业报告《供需呈强匹配之势，游学行业继往开来》中对行业增速的判断，按照中性 39% 测算，对应 17-19 年市场规模为 256/356/494 亿，按照保守 29% 测算，对应 17-19 年市场规模为 237/306/395 亿。

图 24：17-19 年三年市场规模测算



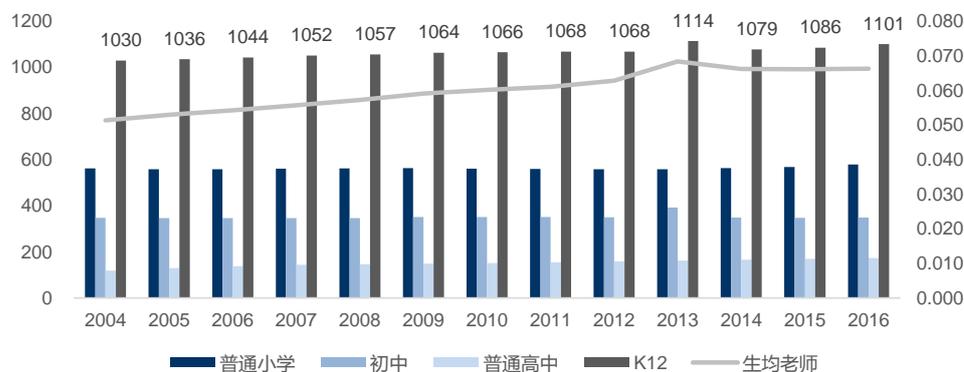
资料来源：申万宏源研究

## 3. 师训常态化发展，地培市场潜力大

K12 教师团队逾 1100 万，逐年稳健增长。庞大的 K12 教育受众人口意味着对教师的需求巨大，近年来 K12 在校人数一度呈现下降趋势，但教师数量却呈现较稳定的上升趋势，生均老师（老师/学生）数量逐年提高。16 年 K12 学校教师人数 1101.4 万，生均老师 0.066。

图 25：2004 年 K12 教师数量和生均教师数

单位：万人，人



资料来源：教育部，申万宏源研究

教师培训分国培和地方培训，政策对经费投入和培训学时要求力度不断加大。中小学教师培训为五年一周期，99 年规定为五年累计不少于 240 学时，12 年国务院调整为 360 学时，增加 50%，同时规定幼儿园、中小学和中等职业学校按照年度公用经费预算总额的 5% 安排教师培训经费，部分省份比如浙江达到 10%。2013 年教育部发布教师培训

“国培计划”，提出“国培计划”示范性集中培训项目和示范性远程培训项目由中央财政专项经费支持，经费投入逐年上升，15 年达到 21.5 亿元。民办教师培训机构均可承接中小学教师继续教育培训，但是相对门槛较高，尤其是国培计划，均采取招投标方式遴选具备资质的院校或机构承担培训任务。

表 2：教师培训国家政策

时间	政策	相关内容
2017.02	《教育部 2017 年工作要点》	1. 完成全国 1000 万中小学教师信息技术应用能力培训任务； 2. 建立完善幼儿园、中小学、职业学校及高校教师国培计划体系，推进培训学分管理，提高培训实效。
2016.12	《教育部关于大力推行中小学教师培训 学分管理的指导意见》	为完善五年一周期的教师全员培训制度
2015.09	《教育部 财政部关于改革实施中小学幼儿园教师国家级培训计划的通知》	1. 推进高等学校、具备资质的公办民办教师培训机构、县级教师发展中心和优质中小学幼儿园协同申报项目； 2. 省级教育行政部门按照专家与本地区中小学幼儿园教师比不低于 1:500 建立省级教师培训专家团队；
2015.05	《乡村教师支持计划（2015—2020 年）》	1. 到 2020 年前，对全体乡村教师校长进行 360 学时的培训； 2. 要把乡村教师培训纳入基本公共服务体系，保障经费投入，确保乡村教师培训时间和质量
2013.05	《教育部关于深化中小学教师培训模式改革全面提升培训质量的指导意见》	1. 根据教育规划纲要提出的对教师实行 <b>每五年一周期的</b> 全员培训要求对中小学教师培训模式规格提出指导意见； 2. <b>确保培训经费列入同级财政预算，中小学按照年度公用经费预算总额 5%安排培训经费</b> ，保障经费投入。
2013.03	《教育部办公厅 财政部办公厅关于印发《“国培计划”示范性集中培训项目管理办法》等三个文件的通知》	1. <b>示范性集中培训项目和示范性远程培训项目由中央财政专项经费支持</b> ，教育部、财政部组织实施，中西部项目和幼师国培由教育部、财政部统筹规划，安排专项资金支持和引导，省级教育、财政部门负责组织实施； 2. <b>均采取招投标方式，择优遴选具备资质的院校（机构）承担培训任务。</b>
2012.08	《国务院关于加强教师队伍建设的意见》	1. 建立教师学习培训制度。实行 <b>五年一周期不少于 360 学时的教师全员培训制度</b> ，推行教师培训学分制度； 2. <b>幼儿园、中小学和中等职业学校按照年度公用经费预算总额的 5%安排教师培训经费</b> ；高等学校按照不同层次和规模情况，统筹安排一定的教师培训经费。
2011.01	《教育部关于大力加强中小学教师培训工作的意见》	1. 今后五年，对全国 1000 多万教师进行每人不少于 360 学时的全员培训； 2. 支持 100 万名骨干教师进行国家级培训；选派 1 万名优秀骨干教师海外研修培训； 3. 组织 200 万名教师进行学历提升；
2010.07	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	<b>完善教师培训制度，将教师培训经费列入政府预算，对教师实行每五年一周期的全员培训。</b>
1999.09	《中小学教师继续教育规定》	1. 中小学教师继续教育原则上每五年为一个培训周期； 2. 培训时间每五年累计不少于 240 学时； 3. <b>经主管教育行政部门批准，社会力量可以举办中小学教师继续教育机构</b> ，但要符合国家规定的办学标准，保证中小学教师继续教育质量。 4. <b>中小学教师继续教育经费以政府财政拨款为主，多渠道筹措，在地方教育事业费中专项列支。</b>

- 1994.01 《中华人民共和国教师法》
1. 各级教师进修学校承担培训中小学教师的任务；
  2. 各级人民政府教育行政部门、学校主管部门和学校应当制定教师培训规划，对教师进行多种形式的思想政治、业务培训；
  3. 各级人民政府应当采取措施，为少数民族地区和边远贫困地区培养、培训教师。

资料来源：政府相关文件，申万宏源研究

表 3：教师培训地方政策

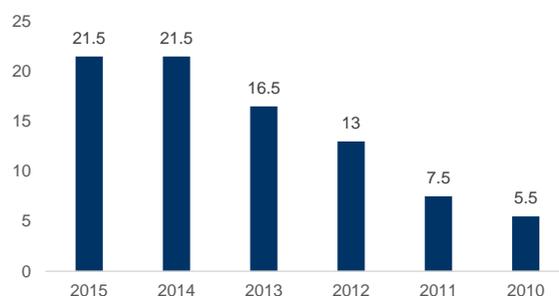
时间	政策	相关内容
2017.04	北京市“十三五”时期中小学教师培训学分管理 办法》	所有教师在五年内必须完成累积不少于 36 学分或特定要求学分的培训。
2017.04	《南京市关于做好 2017 年中小学教师和校长省级培训工作的通知》	1. 大批教师参加不同形式的省级培训，为有序做好参训学员选派工作，确保完成各项培训任务，通知教师参加省级及以上培训共有 9 大类 63 个项目。现已明确由市教育局分配名额的有 23 个项目，其中包括省市区合作项目； 2. 培训经费由省教育厅承担，学员在培训期间产生的交通费，由选送学校负责。
2017.04	《浙江省教育厅办公室关于做好 2017 年中小学教师省级培训工作的通知》	<b>省级培训项目的培训经费（除宁波市以外）由省财政全额补助</b> ，按照实际参训人数核算因素，通过整合并入市县教育发展专项资金按因素法分配到各地。
2016.10	《浙江省中小学教师队伍建设“十三五”规划》	1. 全面建立教师培训学分管理制度； 2. 教育行政部门应按每年不少于当地教职工工资总额的 3%，中小学校应按不少于学校年度日常公用经费总额 10% 的比例，提取教师培训经费，专款专用，并实行培训经费公告制度； 3. 完善教师培训工作绩效考核及与财政补助资金挂钩制度。
2016.06	《上海市“十三五”中小学、幼儿园、中等职业学校教师培训实施意见》	1. 完善培训学分管理办法； 2. 市区两级分别确保本级教师培训经费投入。
2015.12	《苏州市中小学教师市级培训管理办法》	1. 教师培训周期为 5 年。在 1 个培训周期内，每位教师参加各级各类培训的时间不低于 500 学时，其中县级以上培训学时不低于 250 学时； 2. 市级教师培训经费按每年不少于市直属学校教职工工资总额（含绩效工资）的 2% 纳入财政预算，用于中小学教师市级培训项目，其中核拨一定比例到中小学，用于教师校本研修和校市合作教师培训； 3. 培训经费标准上限为 250 元/人/天，赴外地的培训项目，经费标准上限为 400 元/人/天。
2013.09	《陕西省教育厅 陕西省财政厅关于改进和加强中小学校长、幼儿园园长培训工作的意见》	1. 强化五年一个周期内，每位校长和园长不少于 240 学时的培训制度； 2. 省、市、县（区）要将中小学校长和幼儿园园长培训经费列入各级财政预算，建立正常增长机制，切实保证校长和园长培训工作需要。

资料来源：政府相关文件，申万宏源研究

教师培训市场规模百亿级别，“国培计划”市场集中度较高，地方培训市场相对分散，潜力较大。列入中央财政专项经费支出的“国培计划”投入增长迅速，从 2010 年的 5.5 亿提高到 2015 年的 21.5 亿，CAGR（5）达到 31.35%，但这部分承办机构招投标要求严格，因

此市场较为集中，有继教网、尚睿通等公司。根据教育部意见“学校按照年度公用经费预算总额的 5%安排教师培训经费”测算，地方培训整体市场规模不低于 300 亿元，地方培训市场空间更大，而这部分市场相对分散，进入者较少，更有发展空间，目前有世纪明德等公司。

图 26: “国培计划”财政投入 单位: 亿



资料来源: 教育部, 申万宏源研究

表 4: 网络教师培训专门机构

公司名称	主营业务
继教网技术有限公司	继教网主营业务专注于 K12 基础教育教师的继续教育培训及学历提升技术服务，是一家为 K12 基础教育教师职业教育提供系统平台建设、课程内容开发和培训体系构建等服务的教育服务企业。其运营的全国中小学教师继续教育网为教育部首批推荐的“国培计划”网络培训平台。
奥鹏远程教育有限公司	奥鹏教育于 2010 年入选教育部“国培计划”教师远程培训机构推荐名单，目前已建设了面向学前教育、义务教育、高中课改等各级师资，覆盖全部 23 个学科的全套课程体系，并承担了“国培计划”教育部示范性项目、中西部项目等多项国家级教师远程培训任务，培训教师近 10 万人次。
全国中小学教师远程培训网	全国中小学教师远程培训网由中央电化教育馆主办，具体承担国家中小学现代远程教育工程项目的人员培训，资源的整合、集成、发送，技术支持与服务等工作，为中央电化教育馆系教育部直属事业单位。
尚睿通教育科技股份有限公司	尚睿通教育科技股份有限公司主营业务为中小幼教师继续教育培训、教师资格证助学、幼儿教师专业自学专科、本科助学业务及社区运营业务。于 2010 年入选教育部“国培计划”教师远程培训机构推荐名单。
今日园丁科技文化有限公司	今日园丁科技文化有限公司成立于 1998 年，是一家从事基础教育行业十余年的企业，主要业务涉及图书、教材、培训以及教育资源服务等。旗下网站新思考网是今日园丁科技文化有限公司和教育部基础教育课程教材发展中心共同开发的面向全国的教师新课程网络研修平台，也是中国教育课程改革推进的网络支持平台和教育部向 2010 年“国培计划”推荐平台。
百年树人远程教育有限公司	百年树人远程教育有限公司以技术、媒体资产、服务为核心，以学前教育、基础教育、职业教育、行业培训、家庭教育、文化传媒为主要业务领域，集数字化资源建设、信息化整体解决方案设计、星地一体化网络运营、软件研发、网络工程实施、远程培训于一体的专业化高新技术企业。于 2010 年入选教育部“国培计划”教师远程培训机构推荐名单。
教师网	公司的业务以 K12 基础教育师的继续培训服务为主，基础教育师的继续培训服务为主，目前占全部营业收入的 90% 以公司已经参与国家级和地市培训项目超过 900 个。

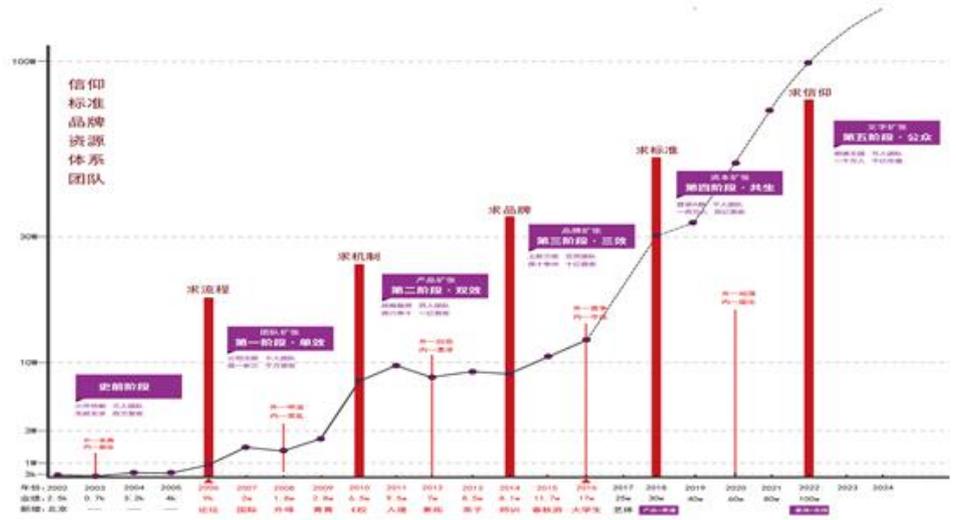
资料来源: 申万宏源研究

## 4. 明德之路: 十载深耕成就国内游学龙头地位

公司 2006 年注册成立，创始人是 4 位清华毕业生，以做夏冬令营为代表的国内游学起步，目前已经拥有完善的研学旅行、海内外夏冬令营、春秋游等校外教育服务体系，同时还将产品线扩充至教师培训。16 年公司接待量达到 17 万人次，国内外游学产品数量上百个。17 年随着研学旅行在各地的快速推进，预计未来上游营地采购需求会大幅增

加，公司前瞻性布局上游营地建设，首个项目和陕西省地方政府合作，目前处于筹建阶段。未来借助资本市场和内生增长能力，公司有望成为产业链横跨上下游营地和服务环节，产品线包括海内外游学、研学旅行、教师培训的大型校外教育综合服务集共同开发团。

图 27：公司发展历程



资料来源：公司路演资料，申万宏源研究

### 4.1 国内游学具有先发优势，是业绩增长主力军

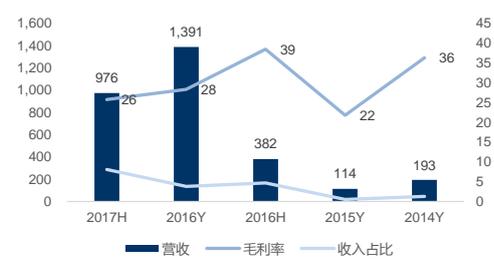
国内游学是公司的拳头产品，组织形式有寒暑假的夏冬令营、学期中间或之间的研学旅行，社会实践活动，产品涵盖“一城一大学、一地一文化”。17 年上半年收入占比在 71.68%，同比增长 47.25%。公司是市面上最早推出以清北复交为代表的名校游学，产品主打教育+体验+名校，切中学校和家长需求痛点，并形成口碑效应。16 年，新增国内游学线路 14 条，在上海、厦门、湖南成立孙公司，广州、合肥、湖南成立销售分公司。16 年底研学旅行新政推出后，公司 17 年陆续在湖北、山东、内蒙古、安徽成立孙公司，加速全国性布局。

图 28：国内游学营收入、毛利率、收入占比  
单位：万，%



资料来源：2017 年半年报，申万宏源研究

图 29：社会实践等其他收入、毛利率、收入占比  
单位：万，%



资料来源：2017 年半年报，申万宏源研究

国内游学产品先发优势体现在以下，第一公司具有稀缺资源优势，和全国北京、上海、武汉等地名校名师建立良好的合作关系，这使得公司在产品设计上具有得天独厚的优势，第二，公司采取直销模式，并拥有一支超百人的强地推能力的销售团队，能够比竞争对手更快打开并维持市场，目前积累 **3000 多所学校等 B 端客户**。第三，公司独创性聘请优秀大学生兼职辅导老师，有效降低产品成本并提高产品吸引力，同时通过点科技和大学生签订劳务外包合同规范用工，北京系列产品兼职辅导员来自清北、人大、北师等名校，上海系列产品兼职辅导员来自复旦、同济、交大等名校。公司这一模式已被游学公司模仿。第四，公司重视课程设计，拥有一支 40 人左右的研发团队，设计游学路线上百条。以上优势各为依赖，相互强化，长期以来形成明德的品牌效应，竞争对手难以模仿。

**表 5：公司主要线路一览**

线路名称	特色行程
沪杭迪士尼营	励志学习：交大/复旦、浙大高校游，开营讲座，上海科技馆。 娱乐人文：迪士尼，外滩，城隍庙，乌镇，西湖，宋城。
草原营	励志学习：西安交大高校游，开营讲座，沙漠知识竞答大赛，昭君博物馆，内蒙博物馆 综合拓展：冲浪车，骑骆驼，体验沙漠游泳池，安全常识学习，参观伊利工厂。 历史人文：沙雕园，服饰展，民俗演出，兵马俑，钟鼓楼、回民街。
厦门营	励志学习：厦门大学高校游，开营讲座，钢琴博物馆，植物园，厦门博物馆，厦门科技馆 历史人文：南普陀寺，鼓浪屿，胡里山炮台，演武大桥，菽庄花园
山海营	励志学习：海军博物馆。 历史人文：泰山、孔府、孔林、孔庙，“军事码头”栈桥。 综合拓展：参观海尔工业园
北京营	励志学习：清华/北大高校游，开营讲座，国家博物馆，中国科技馆，结营成功展示。 综合拓展：素质拓展，安全常识学习，奥体公园。 历史人文：故宫，居庸关长城，圆明园，京剧表演。 爱国主义：天安门升旗，抗日英雄纪念馆。
西安营	励志学习：西安交大高校游，开营讲座，陕西历史博物馆，西安博物院。 历史人文：兴庆宫，华清池，兵马俑，秦腔表演，大雁塔前，钟鼓楼，回民街。 综合拓展：素拓一天

资料来源：公司公开资料，申万宏源研究

公司前瞻性布局上游营地建设，未来通过自有营地运营，将有效打造明德游学 IP 和缓解旺季接待压力。在游学产业中，上游营地是关键资源，对营地的把控能力意味着游学 IP 内容打造能力和更有自由度的接待调配力。目前营地是稀缺资源，供不应求的现状说明投资潜力巨大。公司先于市场开始布局上游营地，17 年公司成立控股子公司大荔明德研学营地教育科技有限公司，通过该主体领投，团队骨干跟投，陕西省地方政府参股的模式合作开发营地，实现往产业链上游的拓展。

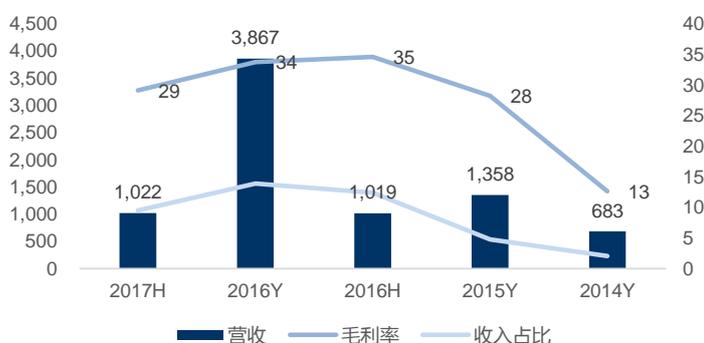


### 4.3 游学溢出效应显著，带动教师培训业务发展

师训业务是游学业务的衍生业务，是公司在上游名校名师资源和存量学校客户的二次开发和附加值挖掘，同时也望成为拓展游学业务新客户的重要渠道，未来随着师训规模的扩大有望形成游学-师训闭环效应。师训的业务模式是学校需求方确定培训项目——直接向酒店、餐厅、景点采购服务——联系专家、学者授课，通过为客户提供教育培训论坛及交流服务获取论坛服务收入。

公司目前已开展数千期专题培训活动，16年公司教师论坛服务首次盈利，并有望成为师训业务的主要收入来源，其中北京论坛出席嘉宾有教育部领导、清华大学教授以及易中天、俞敏洪等知名学者和教育专家，近千名老师报名参加，贡献收入超过千万。

图 33: 教师培训收入、毛利率及收入占比 单位: 万元, %



资料来源: 2017 年半年报, 申万宏源研究

图 34: 2016 年教育论坛



资料来源: 公司公开资料, 申万宏源研究

### 4.4 路向探索: 综合实力领先, 有望成长为游学平台型企业

比较市面游学企业, 只有沃凯德和公司体量相当, 但目前二者还是属于差异化竞争:

(1) 产品有差异。沃凯德以海外游学产品为主, 公司主打国内游学产品。(2) 渠道不同。沃凯德直接面向 C 端, 引流渠道主要通过培训机构而不是学校。未来随着越来越多学校组织游学, 以及公司在国际游学领域的扩张, 二者有可能在国际游学领域展开竞争。

与目前市面上大部分游学组织方比较，公司综合实力领先，体现在接待能力、内控水平、资源掌控、品牌影响力以及渠道开拓能力各项指标都具有显著优势，尤其接待和销售均具有全国复制的能力，与绝大多数区域型公司相比具有明显的规模优势。

表 6: 典型游学公司/机构一览

	品牌特色	资源优势	覆盖区域	接待人次/客户数量	技术、安全等措施	市占率
万达环球	研学旅行“合肥模式”		安徽省为主	累计接待 120 万人次，K12 学校 520 所		
沃凯德	海外游学	海外名校资源和新东方学生引流	一二线城市为主	年接待人次 1.5 万人次，主要是 C 端客户		约 2-3%
学知教育	研学旅行“武汉模式”	湖北名校资源	湖北武汉为主	累积接待超 10 万人次		
其他						
启行教育	高端营地教育中心	营地教育国际专家和国际化课程体系	一二线城市为主			
苏教国际 (江苏省教育厅直属事业单位)	境外游学、教师海外培训	海外教育基地	江苏省为主	年接待人次 4.5 万(师训、国际课程及预科班、留学咨询)		
读行学堂	春秋游、社会实践活动(一日游)为主	小隆中、白马涧、沙家浜、甬直古镇等环太湖二十多个研学及社会实践基地	苏州大市为主	年接待学生人次 40 万，400 家学校客户	安全小屋模型防控体系	苏州大市学校(包含幼儿园)覆盖 55%
乐旅股份	科普艺术主题游学(昆虫、戏剧节、博物馆等)、国际游学	上海市博物馆、科普研学旅行基地	上海为主	年接待人次 3 万人次，60 余家学校客户	2limi 游学平台	
挂牌公司						
知鸿股份	欧美等境外游学	海外储备 50 多个合作营地，近 200 家服务提供商	广州为主		学生评估系统 STAR 上线	
美之旅	欧美等境外游学中间商	海外储备 200 多个合作营地，自有海外地接公司 2 家，4000 多家寄宿家庭	跨区域	300 多家合作渠道		
明珠旅游	以国内为主的夏令营、研学旅行		长沙为主			
世纪明德	夏令营、研学旅行	清北等名校名师资源、上游营地资源、具有举办国家和地方教育论坛的实力	全国	年接待人次超过 20 万，积累 3000 家学校客户	明德在线 APP、安全防控模型，标准制定方(《研学旅行服务规范》主要参与编单位)	约 2%

资料来源：公司网站，申万宏源研究

从新三板挂牌公司的各项财务指标来看，公司营收、盈利能力和现金流良好。从新三板挂牌企业看，公司在收入体量上领先；就成长性来说，各挂牌公司营收均增速较快；挂牌公司毛利率差异较大，以读行学堂和世纪明德领先；现金流表现来看，公司表现较好。

表 7：挂牌游学公司财务比较

	总资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润(万 元)	毛利率(%)	净利率(%)	ROE (%)	资产负债 率(%)	应收账款 周转率	经营性现 金净流量/ 营业总收入 (%)
读行学堂 870537.0C	2,765.0	2,433.6	290.5	40.5	11.9	13.0	18.9	5.9	2.2
乐旅股份 833099.0C	7,734.4	8,739.4	127.7	4.0	1.5	3.4	51.9	144.4	-5.4
美之旅 870076.0C	7,818.1	5,307.9	-1,005.5	10.4	-18.9	-101.7	87.4	14.5	-13.6
中凯国际 870549.0C	1,557.4	2,975.0	-433.6	7.1	-14.6	-1,239.7	97.8	17.2	-5.2
明珠旅游 838089.0C	1,730.4	1,809.9	-102.1	9.5	-5.6	-11.6	49.1	13.0	-5.8
知鸿股份 871587.0C	6,000.6	2,581.1	270.7	12.3	10.5	6.3	13.7	4.3	-38.4
卓教国际 871255.0C	3,374.8	824.2	-504.7	7.4	-61.2	-84.2	82.2	6.4	96.2
世纪明德 839264.0C	39,172.8	12,184.1	1,119.3	26.2	9.2	10.6	72.8	25.0	144.6

资料来源：choice，申万宏源研究

游学行业目前处于行业快速发展期，尤其 17 年上半年以来从业机构激增，市场分散化特征明显。资本市场关注度有所提升，目前已有近十家企业挂牌新三板。未来随着行业发展，将会是跨区域平台型企业和小而美区域企业并存的现状，资本助力下集中度会有所提升，但由于地域限制和客户性质，很难一家独大。通过对公司综合实力和财务指标比对，我们认为公司综合实力超前，财务指标较为良性，未来借力资本市场进行上游营地资源建设和合作，公司有望成为一家横跨产业链上下游的平台型游学集团。

## 5. 盈利预测和估值

### 关键假设：

- 1、综合考虑公司体量、行业地位、上半年签约人次，预判 17-19 年国内游学增速为 40%、35%、25%，国际游学增速为 50%、40%、30%。

- 2、 预判未来三年研学旅行需求加速释放，研学旅行作为游学的低毛利产品将会拉低整体毛利率，17-19 年国内游学毛利率 24.8%、24.3%、23.8%，国际游学毛利率 15%、14.5%、14%。
- 3、 师训业务开始稳定增长，17-19 年增速 30%、25%、20%。

**表 8：收入成本预测表（万元）**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>国内游学</b>					
收入	19,812.7	26,619.9	37,267.9	50,311.7	62,889.6
yoy		34.4%	40.0%	35.0%	25.0%
成本	12,624.0	19,489.5	28,027.7	38,085.9	47,921.9
毛利	7,188.8	7,130.5	9,240.2	12,225.7	14,967.7
毛利率	36.3%	26.8%	24.8%	24.3%	23.8%
<b>国际游学</b>					
收入	1,887.0	4,749.0	7,123.4	9,972.8	12,964.6
yoy		151.7%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	1,573.8	4,216.8	6,054.9	8,526.7	11,149.6
毛利	313.3	532.2	1,068.5	1,446.1	1,815.0
毛利率	16.6%	11.2%	15.0%	14.5%	14.0%
<b>教师培训</b>					
收入	1,357.7	3,866.5	5,026.5	6,283.1	7,539.7
yoy		184.8%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	973.9	2,559.5	3,518.5	4,429.6	5,353.2
毛利	383.8	1,307.1	1,507.9	1,853.5	2,186.5
毛利率	28.3%	33.8%	30.0%	29.5%	29.0%
<b>青青部落</b>					
收入	341.2	130.3			
yoy		-61.8%			
成本	247.8	95.7			
毛利	93.4	34.6			
毛利率	27.4%	26.5%			
<b>其他</b>					
收入	114.1	1,390.9	2,503.7	3,505.2	4,556.7
yoy		1119.4%	80.0%	40.0%	30.0%
成本	89.2	996.3	1,777.6	2,453.6	3,189.7
毛利	24.9	394.7	726.1	1,051.6	1,367.0
毛利率	21.8%	28.4%	29.0%	30.0%	30.0%
<b>主营业务收入</b>					
收入	23,512.7	36,756.6	51,921.5	70,072.7	87,950.7
yoy		56.3%	41.3%	35.0%	25.5%
成本	15,260.8	27,262.0	39,378.7	53,495.9	67,614.4
毛利	8,251.9	9,494.6	12,542.8	16,576.9	20,336.3
毛利率	35.1%	25.8%	24.2%	23.7%	23.1%
其他业务收入	2.2	48.5	0.0	0.0	0.0
销售收入合计					

收入	23,514.9	36,805.1	51,921.5	70,072.7	87,950.7
yoy		56.5%	41.1%	35.0%	25.5%
成本	15,509.2	27,373.3	39,378.7	53,495.9	67,614.4
毛利	8,005.7	9,431.8	12,542.8	16,576.9	20,336.3
毛利率	34.0%	25.6%	24.2%	23.7%	23.1%

资料来源：申万宏源研究

表 9：损益表（万元，元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	23,514.9	36,805.1	51,921.5	70,072.7	87,950.7
减：营业成本	15,509.2	27,373.3	39,378.7	53,495.9	67,614.4
营业税金及附加	472.4	187.4	373.8	504.5	633.2
销售费用	1,361.8	1,488.7	2,100.1	2,834.3	3,557.4
管理费用	2,356.0	3,322.2	4,686.7	6,325.1	7,938.9
财务费用	5.2	8.1	-65.1	-26.1	-154.9
资产减值损失	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
加：投资收益	83.1	302.0	700.0	600.0	600.0
二、营业利润	3,893.5	4,726.3	6,147.2	7,539.0	8,961.7
加：营业外净收入	53.6	23.2	0.0	0.0	0.0
三、利润总额	3,947.1	4,749.5	6,147.2	7,539.0	8,961.7
减：所得税	880.0	747.1	1,106.5	1,507.8	1,792.3
四、净利润	3,067.1	4,002.4	5,040.7	6,031.2	7,169.3
减：少数股东损益	-129.0	-5.1	20.0	20.0	20.0
五、归属母公司净利润	3,196.1	4,007.5	5,020.7	6,011.2	7,149.3
全面摊薄 EPS	6.82	1.54	0.84	1.01	1.20

资料来源：申万宏源研究

预计 17-19 年营业收入分别为 5.19/7.01/8.80 亿元，CAGR（3）为 33.7%，归母净利润分别为 5,020.7/6,011.2/7,149.3 万元，CAGR（3）为 21.3%，EPS0.84/1.01/1.20 元，以 9 月 5 日收盘价 24.0 元计算，对应 PE 分别为 28.6/23.9/20.1X。

估值方面，考虑游学业务兼具教育和旅游特点，选取教育、旅游行业公司作为估值参考体系。选取新三板有盈利预测的 13 家教育公司和 3 家旅游公司，同时也选取 12 家 A 股教育公司（双主业公司选取教育收入占比超过 20%）和 11 家旅游公司作为参考样本。考虑短期新三板流动性不足问题，对上市公司进行一定折价。结合新三板估值和 A 股估值折价，以及考虑龙头公司溢价效应，给予公司对应 17 年业绩 29-30 倍，对应目标价 24.36-25.20 元。

表 10：新三板教育、旅游公司估值参考（亿元，元）

证券代码	证券名称	收盘价		总市值				EPS（摊薄）				GAGR（3）	PE 2017E
		170905	170905	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E		
833099.00	乐旅股份	4.4	1.21	0.04	0.09	0.22	0.31	114.5%	49.8				
835785.00	芝兰玉树	18.0	9.83	-0.86	0.14	0.29	0.53		126.6				
430375.00	星立方	5.0	3.26	0.36	0.46	0.63	0.77	29.3%	10.8				
833142.00	佳一教育	14.9	8.58	0.40	0.46	0.66	0.88	35.3%	32.3				

831299.00	北教传媒	11.9	8.47	1.06	0.47	0.66	0.75	-10.8%	25.3
834729.00	朗朗教育	12.4	6.26	0.32	0.81	0.89	1.41	89.7%	15.3
834290.00	培诺教育	30.0	6.49	0.62	1.45	2.31	4.12	87.6%	20.6
834845.00	华腾教育	10.2	8.75	0.33	0.48	0.78	1.16	54.1%	21.1
430244.00	颂大教育	12.5	12.59	0.53	0.68	0.87	1.07	26.5%	18.4
833694.00	新道科技	5.8	12.50	0.39	0.43	0.58	0.78	33.8%	13.4
839896.00	新东方网	42.5	76.50	0.94	0.36	0.60	1.46	45.2%	117.3
839843.00	孩子王	14.4	140.50	-0.15	0.10	0.44	0.68		143.8
830858.00	华图教育	96.0	134.50	2.54	3.35	4.11	4.80	23.5%	28.7
			中位数						25.3
			平均数						48.0
834793.00	华强方特	16.8	148.63	0.80	0.90	1.07	1.22	16.9%	18.7
838464.00	卡宾滑雪	34.2	3.77	1.27	1.91	2.64	3.27	37.3%	17.9
830944.00	景尚旅业	5.6	3.77	0.17	0.28	0.50	0.60	53.2%	19.9
			中位数						18.7
			平均数						18.9

资料来源: chioce, 申万宏源研究

表 11: 上市教育、旅游公司估值参考 (亿元, 元)

证券代码	证券名称	收盘价 170905	总市值	EPS (摊薄)				GAGR (3)	PE	
				2016	2017E	2018E	2019E		2020E	17E
002638.SZ	勤上股份	8.1	123.62	-0.28	0.23	0.28	0.16	-182.7%	35.3	
002599.SZ	盛通股份	14.7	47.60	0.27	0.25	0.32	0.40	52.3%	59.4	
300359.SZ	全通教育	12.8	81.38	0.16	0.33	0.44	0.60	54.9%	39.0	
300050.SZ	世纪鼎利	10.7	58.19	0.24	0.32	0.43	0.58	39.0%	33.1	
300282.SZ	汇冠股份	20.2	50.28	0.52	0.79	1.00	1.22	35.4%	25.6	
002325.SZ	洪涛股份	6.4	79.82	0.11	0.18	0.23	0.28	39.5%	36.1	
300089.SZ	文化长城	14.9	64.92	0.31	0.33	0.37	0.43	10.8%	45.6	
002308.SZ	威创股份	14.9	125.64	0.22	0.32	0.41	0.52	35.9%	46.7	
002261.SZ	拓维信息	9.9	110.00	0.19	0.26	0.33	0.37	25.2%	37.4	
603377.SH	东方时尚	32.0	134.23	0.59	0.70	0.84	1.00	19.6%	45.9	
300010.SZ	立思辰	12.8	111.35	0.32	0.43	0.57	0.71	30.1%	29.6	
002230.SZ	科大讯飞	59.2	821.97	0.37	0.39	0.53	0.71	27.8%	151.6	
			平均值						48.8	
002159.SZ	三特索道	23.6	32.78	-0.39	0.19	0.34	0.48	-214.4%	124.4	
000978.SZ	桂林旅游	9.9	35.79	0.02	0.19	0.24	0.30	144.7%	51.7	
601007.SH	金陵饭店	11.7	35.16	0.14	0.22	0.23	0.26	23.2%	54.2	
000430.SZ	张家界	10.6	42.95	0.19	0.19	0.21	0.25	19.2%	55.4	
300178.SZ	腾邦国际	15.6	96.21	0.32	0.42	0.48	0.57	26.0%	36.9	
000796.SZ	凯撒旅游	16.2	130.01	0.26	0.40	0.50	0.64	40.7%	40.2	
002707.SZ	众信旅游	13.9	116.80	0.25	0.33	0.42	0.53	27.8%	41.7	
002033.SZ	丽江旅游	10.5	57.42	0.53	0.39	0.44	0.50	8.3%	26.9	
600054.SH	黄山旅游	17.0	126.82	0.47	0.54	0.64	0.74	16.0%	31.5	
600138.SH	中青旅	21.4	154.76	0.67	0.79	0.91	1.06	16.7%	27.0	

000069.SZ	华侨城 A	8.8	718.00	0.84	1.03	1.26	1.50	21.5%	8.5
平均值									45.3

资料来源: chioce, 申万宏源研究

表 12: 估值对照表

		平均 PE (2017E)	平均 CAGR (3) %
新三板	教育	48.0	48.1
	旅游	18.9	35.8
A 股	教育	24.4	15.6
	旅游	22.7	11.8
平均		28.5	27.8

资料来源: 申万宏源研究

注: A 股平均 PE 为折价后数值

## 6. 风险提示

- 1、行业安全事故, 研学旅行政策推进不及预期。
- 2、在校大学生任兼职导游存在政策监管风险。
- 3、汇率波动带来的境外游学汇兑损益。
- 4、不可抗力影响当期业绩。

## 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](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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

## 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。