

兴业证券A股策略报告

社会服务行业2017年度投资策略

人口、人性与消费
——经济周期引领中国新兴消费时代

李跃博

2016年12月

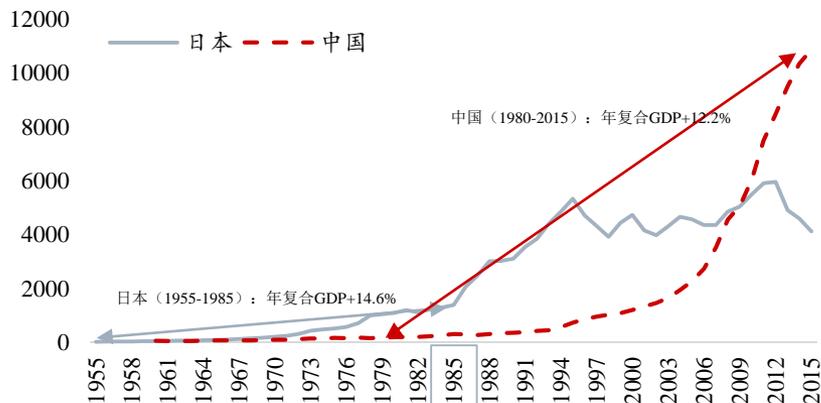


**1、中国经济不比日本奇迹太多，未来经济增长
依靠居民消费**

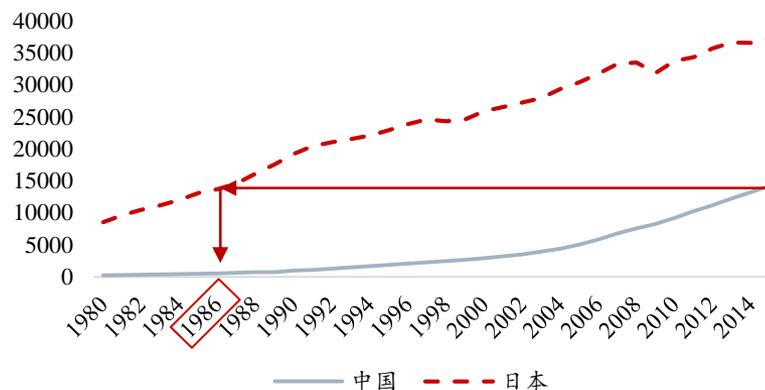
1.1 中国经济不比日本奇迹太多，中国可比日本1980年代中期

- 1980年至2015年的35年间，中国GDP实现了12.2%的年复合增长，通常被认为中国的经济奇迹；1955年至1985年的30年间，日本GDP实现了14.6%的年复合增长，通常被认为东亚奇迹。
- 中国经济不比日本奇迹太多，日本的底子更好，经济增速更快。以世界银行的购买力平价美元计算，2015年中国人均GDP为1.4万美元，正好与1986年日本人均GDP的1.4万美元重合。中国现在可比日本1980年代中期。

同样增长三十多年，中国经济不比日本奇迹太多



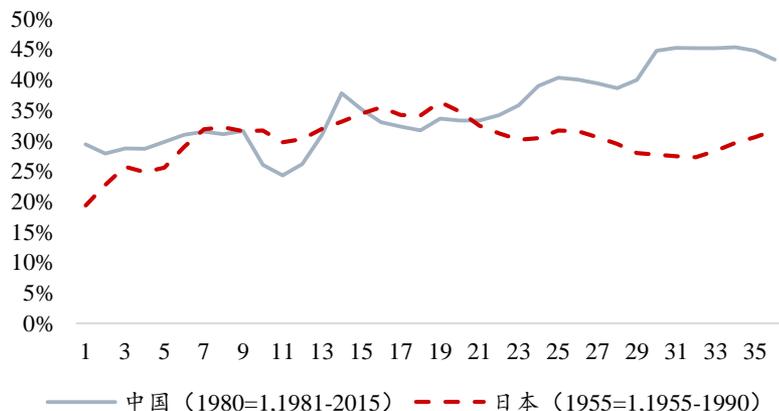
人均GDP (PPP)：中国可比日本1980年代中期



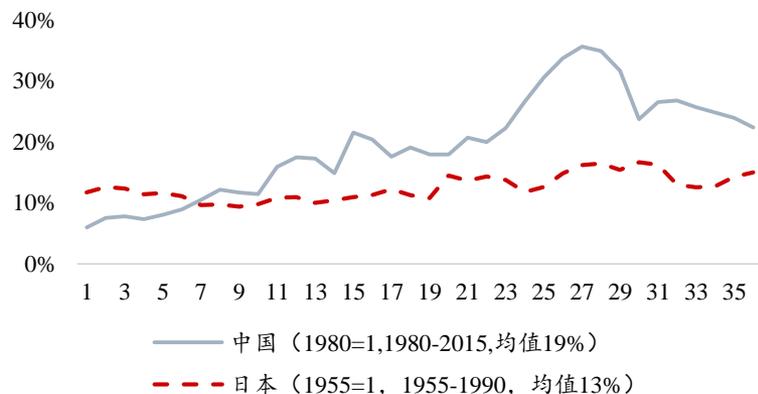
1.2 中国和日本经济奇迹都依靠投资和出口拉动

- GDP的支出法由消费、投资和净出口构成。日本经济和中国经济在早期发展一样，不发达的经济决定了居民不具备高消费能力，经济崛起主要依靠投资和净出口拉动。
- 日本经济和中国经济对投资的依赖度都较大，按照固定资产形成总额占当年GDP的比重，日本1955-1990年维持在20%-35%之间，中国1980-2015年维持在25%-45%之间。
- 相比于投资，中国经济比日本经济更依赖出口。按照出口额占当年GDP的比重，日本1955-1990年的均值为13%，中国1980-2015年的均值为19%。

固定资产形成总额占当年GDP比重

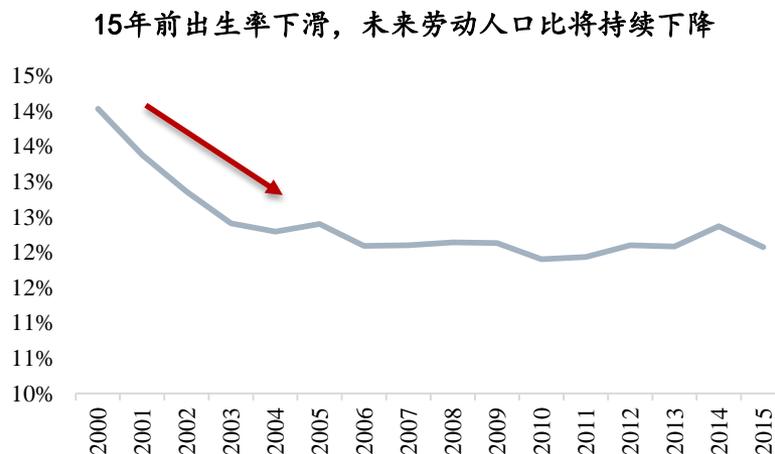


出口/GDP: 中国经济比日本更依赖出口



1.3 人口红利渐行渐远——劳动人口占比持续下滑

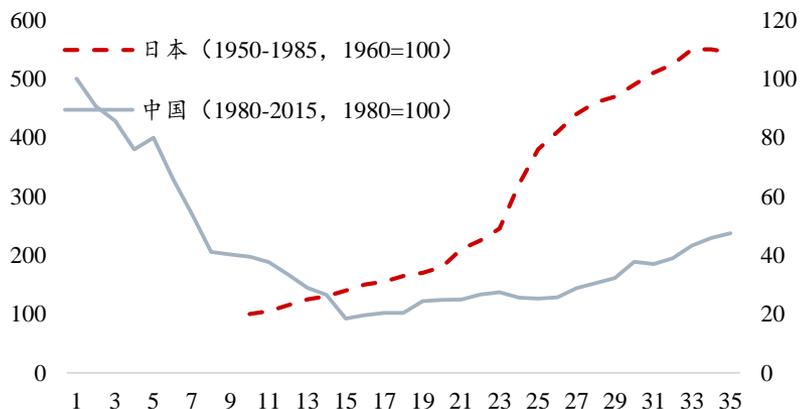
- 按照经典的索罗经济增长模型，经济增长由劳动力、资本和全要素生产率决定。中国经济和日本经济崛起一样，都受惠于低廉的劳动力。
- 然而这种低廉劳动力正在一去不复返，中国的15-59岁劳动人口在2011年左右见顶，15年前出生率直线下滑，未来劳动人口占比将持续下滑。



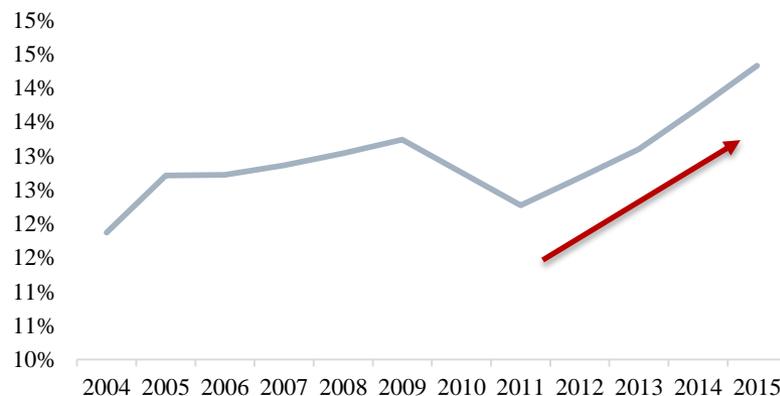
1.3 人口红利渐行渐远——劳动力成本加速上升

- 1992年国有企业下岗潮创造了大量低廉劳动力，单位劳动力成本一度跌到最低谷。随着经济转向以服务业为主导，居民收入提高，劳动力成本缓慢上升，2001年开始加速上升。人口红利渐行渐远。
- 同样的状况也发生在同样时间点的日本，日本在1970年代中期见证了单位劳动成本加速上升。日本长期低廉的劳动力带来长期的贸易顺差，外汇大量流入使得日元升值，外币兑换本币造成通货膨胀。70年代和80年代两次石油危机下油价上涨带动商品价格上涨，加重了通货膨胀。1974年日本通货膨胀率上升25%，并维持高位，到了1980年代初，日本已经不再是一个廉价劳动力经济。

中国单位劳动力成本在最近10年不断上升



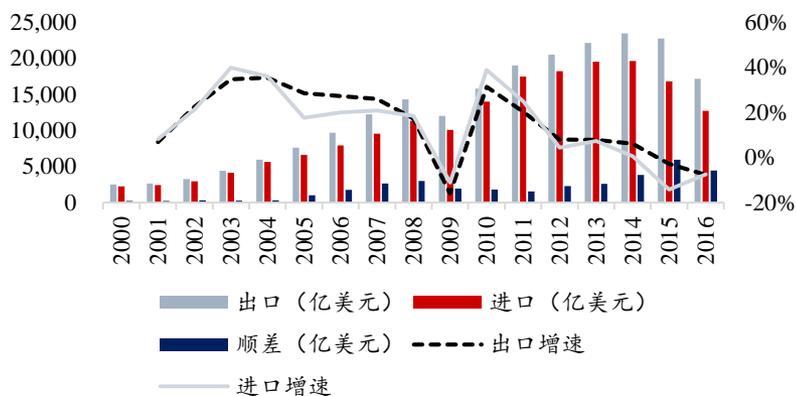
总抚养比:老年人口抚养比



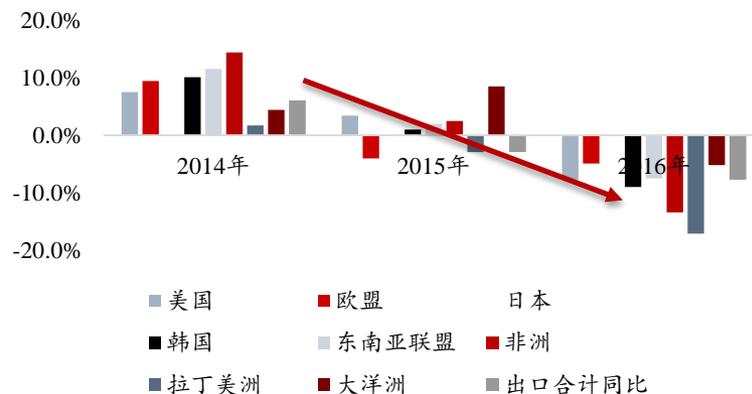
1.3 外贸顺差缩窄，人民币贬值加剧资本外流

- 受到全球经济低迷和低端劳动密集型产业转移出国的不利影响，2016年前十月，出口同比下降7.7%，对全球主要经济体的出口均出现了负增长。

中国进出口负增长，贸易顺差高位回落



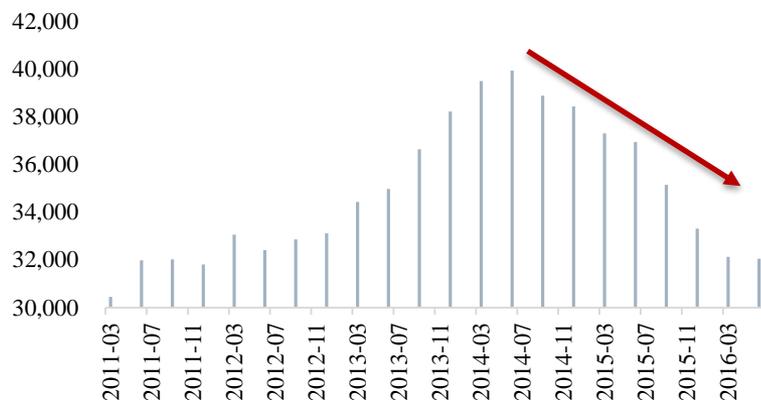
中国出口分目的地同比增速



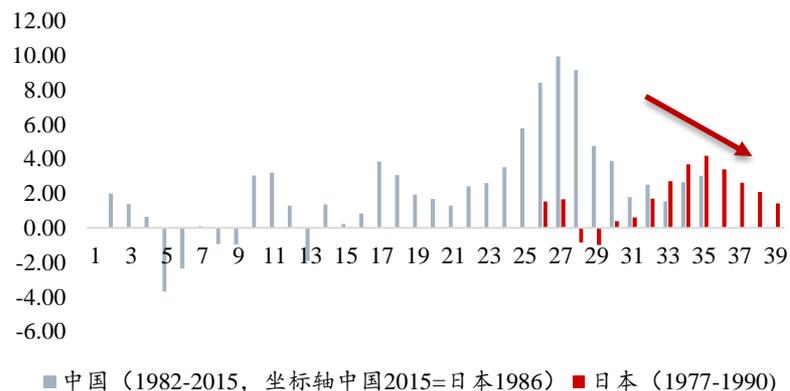
1.3 外贸顺差缩窄，人民币贬值加剧资本外流

- 我国贸易顺差从高位回落，随之带来的是央行资产负债表上外汇储备从高位回落。外币升值，人民币贬值，加上美国经济强劲使得美联储即将完成第二次加息，进一步加剧了资本外流。

央行资产负债表上外汇储备（亿美元）



经常性项目差额/名义GDP (%)



1.3 小结

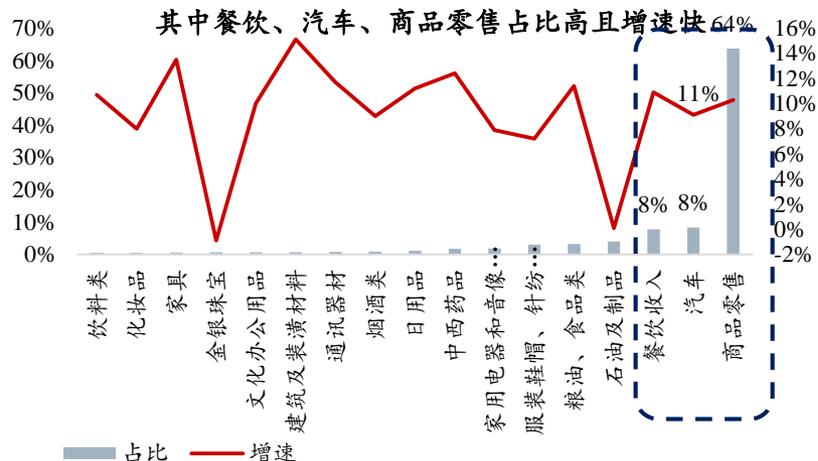
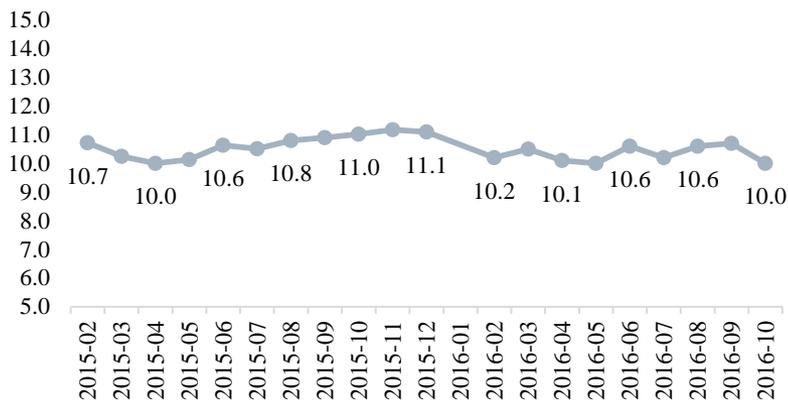
日本在1980年代的经验为我们提供了启发，依靠出口的外向型经济有着局限性，而经济转向国内需求驱动又存在时间的紧迫性。因为一旦经济发展停滞，企业利润下降，居民作为无数企业的员工，就没有不断增长的收入去消费，消费就不能成为经济增长的重要来源，经济就无法完成由出口向内需驱动转变。

2、新兴消费将引导中国消费市场成长

2.1 社会消费增速稳定在10%，成为经济稳增长重要依靠

- 我们从过去20个月增速可以看到，中国社会消费品零售名义当月同比增速稳定在10%以上，高于GDP增速，且非常稳定。
- 稳定主要来自占比达到64%的商品零售维持10%-12%增速。在居民收入提升的同时，表现出对零售商品更加持续的需求，不随GDP增速而巨幅波动。

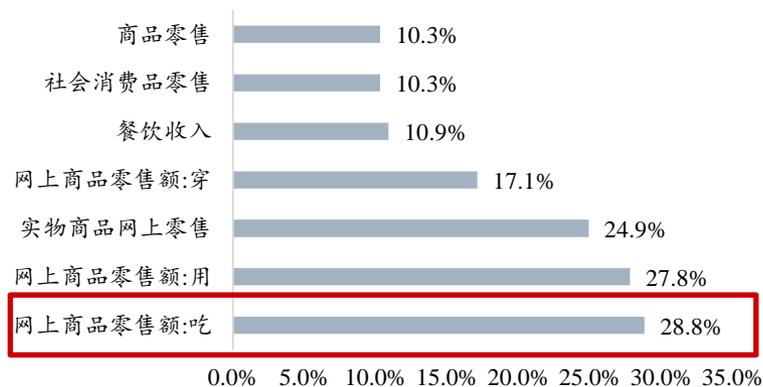
社会消费品零售名义增速稳定在10%（当月同比）



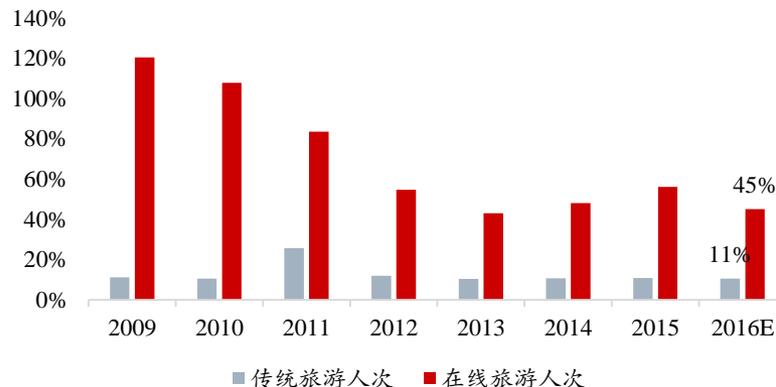
2.1 社会消费增速稳定在10%，成为经济稳增长重要依靠

- 我们进一步拆分商品零售可以看到，网上电商的商品零售展现出高增速，网购的吃、穿、用10月份的同比增速为28.8%、17.1%、27.8%，餐饮收入增速10.9%。无论买得起房子还是买不起房子，收入改善后第一时间是改善自己的吃。
- 从网购吃的高增速我们可以看到，平民消费最好能借助互联网平台推广，因为互联网平台可以跨越时间和地域的障碍，遍及所有的人，让平台上的消费获得最高的增速。互联网和移动互联网创新在全国的广泛运用，支撑了更多的商品零售和居民消费，将支撑居民消费10%以上的内生增速。

占大头的商品零售增速超过10%，网购增速更快

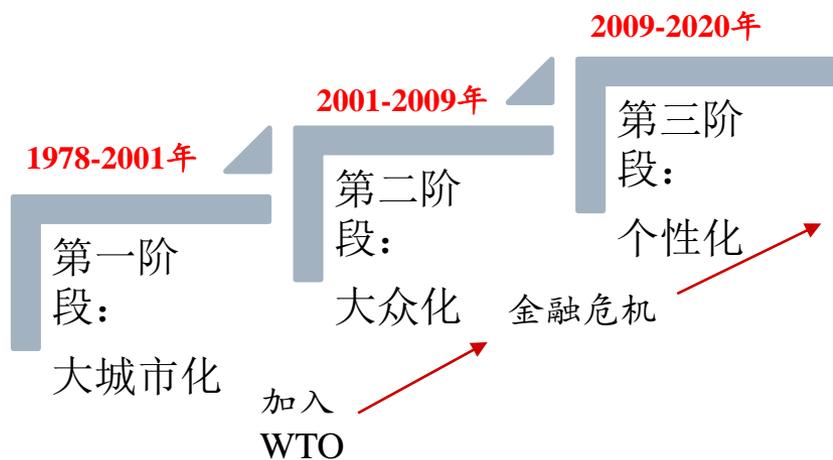


传统旅游和在线旅游人次增速



2.2 新兴消费和个性化消费引领“中国消费”时代

- 大众消费的引领动力不断革新，由过去的大城市化，向大众化，向个性化转变
- 高端消费对奢侈品及个性化消费追求不断加深



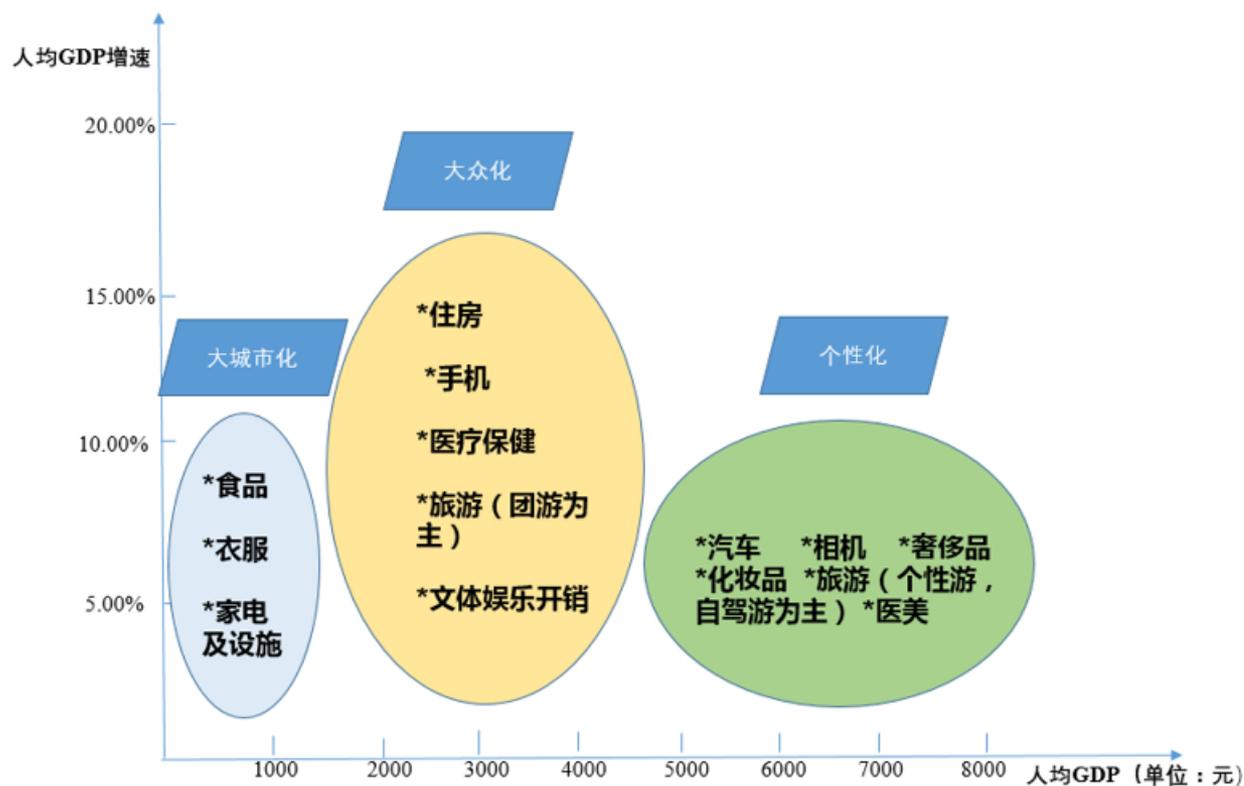
图：1999-2016年服装，服饰及奢侈品指数收盘点位与人均GDP关系图。



资料来源：WIND，兴业证券研究所。

2.2 新兴消费和个性化消费引领“中国消费”时代

图：各消费形态的典型消费产品总览



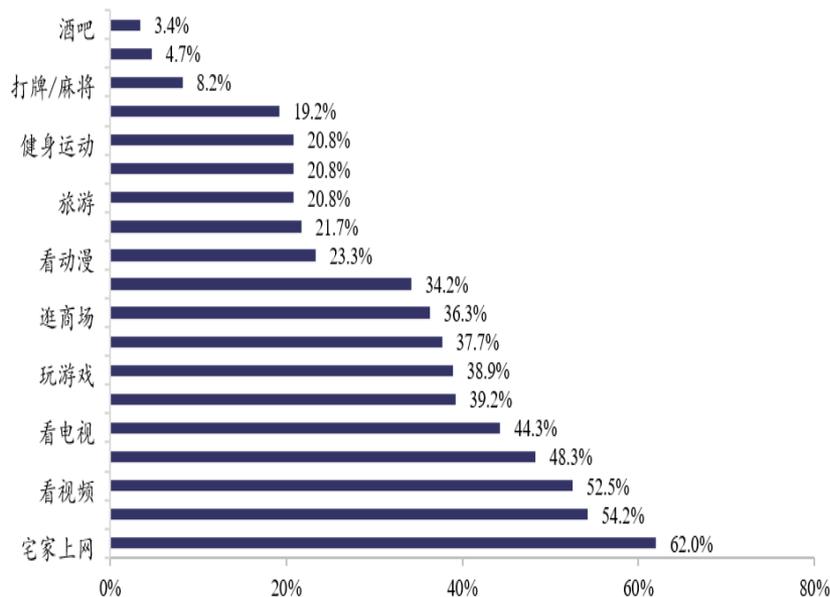
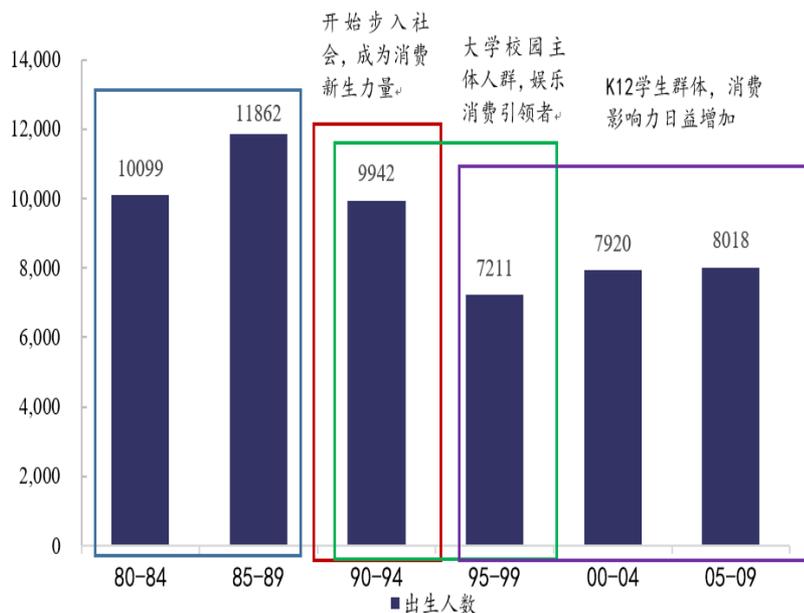
资料来源：兴业证券研究所整理

2.3 人口代际消费差异，80、90后新兴消费引发潮流

- 80后娱乐方式偏向于传统电视媒体、电影院、吃饭逛街、KTV等。而90后、00后在互联网媒体的熏陶下，更偏重于互联网上的娱乐消遣方式，从而也就出现了诸如宅男腐女等独特性的标签。
- 随着90后成长为消费的主流，90后以互联网为主要娱乐休闲方式将深刻地改变着社会的变化。90后优越和安全的成长环境，决定了他们可以放弃一部分储蓄，追求现实的享乐。健身、旅游、体育活动、文娱动漫、电子游戏、电影电视视频等都成为他们主要的消遣方式，逐渐改变着社会的文化娱乐方式大潮流。

图：中国历年出生人口数量及社会属性构成

图：90后以互联网为主要娱乐休闲方式

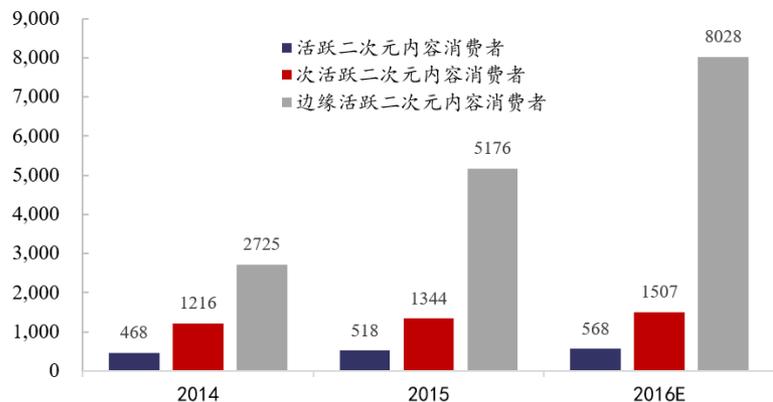


2.4 90后与00后娱乐消费方式的二次元化

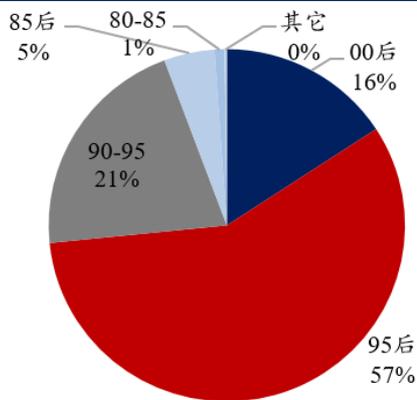
图：二次元文化的主要范畴



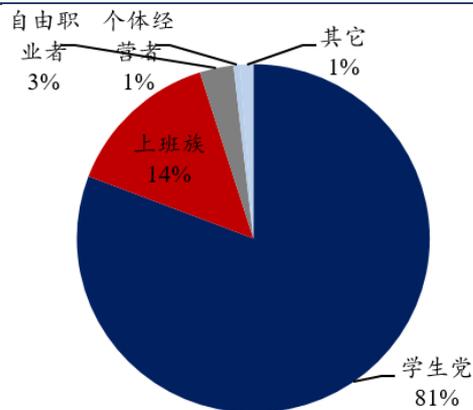
图：二次元内容消费者数量



图：二次元消费群体以90后为主



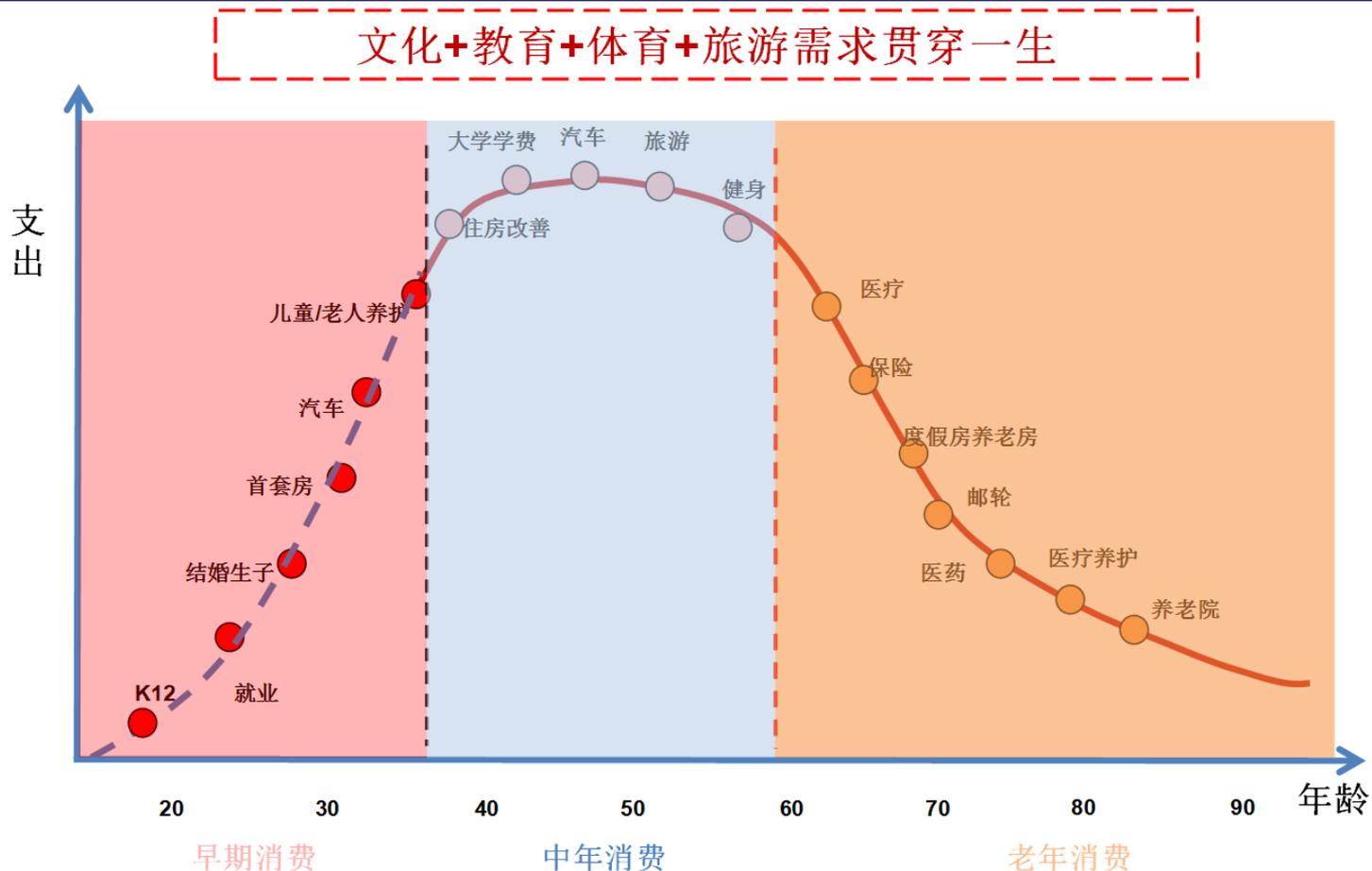
图：学生党为二次元主要群体



数据来源：艾瑞咨询，兴业证券研究所

2.5 投资未来文教体旅需求贯穿一生

图、人生周期投资机会挖掘。



资料来源：哈瑞，丹特《人口峭壁》，兴业证券研究所整理。

子行业提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

消费升级+科技创新

- 消费升级引发三大变革：1) 中高端消费需求提升；2) 服务升级；3) 细分。
- ✓ 中高端消费需求提升：随着消费者知识更加完善，对性价比要求会更高，相反过去那些所谓的高价，或者奢侈品，或者是低价，或者低质（方便面等）会越来越被消费者抛弃，他们更多关注中高端市场，这是中国未来消费升级最大的增长驱动力。旅游产业我们可以看到中高端酒店、定制化旅游、海岛、邮轮及出境游持续爆发。
- ✓ 服务升级：当消费者有更高的购买力时，会有更多的诉求，服务需求可能会在旅游、教育、娱乐爆发；我们认为当消费者物质需求满足之后，会有更多非物质的需求，这是未来更大的增长点。
- ✓ 细分：消费者行为的多样化，购物能力的提升，所以他的需求会更加细分。体育旅游、亲子游、养老游、游学游等细分领域。
- 科技创新驱动新兴消费模式：Uber、Airbnb、滴滴；VR旅游；主题乐园；未来酒店；太空旅游/低空飞行；潜水旅游、邮轮游……

经济转型+政策驱动

- 我国旅游业已进入大发展时期，中国旅游业对GDP的综合贡献达到了10%，是拉动消费、投资、进出口三驾马车的重要引擎，是推动中国供给侧改革的新增长点。
- 旅游业定位为现代服务业的重要组成部分；2016年政府工作报告中指出落实带薪休假制度，加强旅游交通、景区景点、自驾车营地等设施建设，规范旅游市场秩序，迎接正在兴起的大众旅游时代。
- **旅游投资增长迅猛**。在东部地区转方式、调结构，中西部地区培育经济增长点背景下，旅游业都被视作战略性先导产业。旅游投资未来三年间直接投资近3万亿元，将带动15万亿元的综合投资。2016上半年全国旅游业完成投资4,211.5亿元，同比增长30.5%，持续高增长，并呈现4大特征：1) 旅游大项目投资增速较快；2) 民间资本持续活跃；3) 西部投资快速升温，东部地区投资集聚；4) 旅游产品转型升级态势明显；5) 乡村旅游投资成为亮点。
- **大型旅游综合体项目成为我国新亮点**。旅游综合体是近几年旅游产业发展中出现的一个新业态，是以一定的旅游资源和土地资源为基础，将旅游功能、文化功能、体育功能、商务功能、社区功能等进行有机结合的旅游产业聚集区。投资额在100亿元以上的大型旅游综合体项目131个，投资额在200亿以上的大型旅游综合体项目45个。

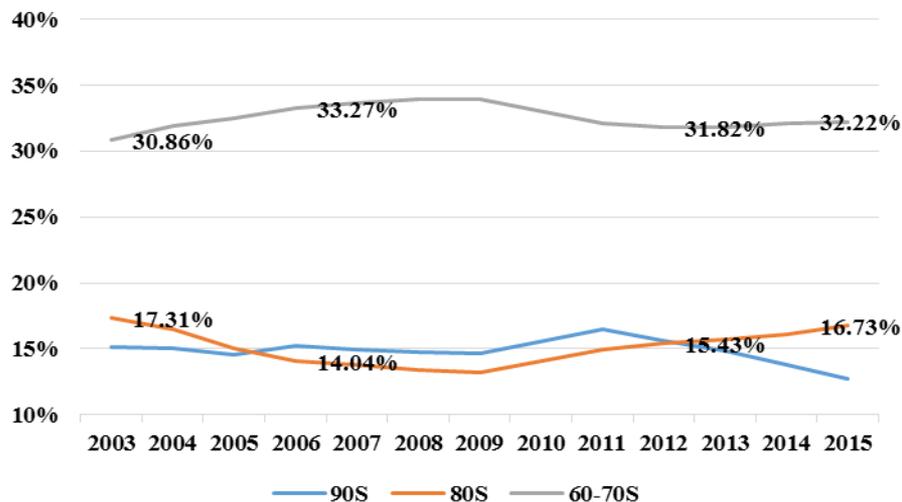
代际旅游趋势日趋明显，各层级均有巨大市场

60-70S: 养生养老游、邮轮游、出境组团游、家庭定制游

80S: 亲子游、主题乐园游、周边游、海岛游、度假村

90S: 自由行、户外、OTA、游学、周边游、消费金融

图：各年龄层人口占比



来源：WIND、国家统计局

年龄层	特征	出游方式	消费产品
60-70S	分别为现实一代和中坚一代，中立、保守，有钱有闲一族占比最高。	跟团游	养生养老游、邮轮游、出境组团游、家庭定制游
80S	对中国“未来经济”最为乐观，最善于利用互联网进行社交和营销，正成为爸妈一族。	自驾游、自由行为主	亲子游、主题乐园游、周边游、海岛游、度假村
90S	对未来中国发展最为乐观的群体，热衷“娱乐”，最爱在网上消磨“闲暇”，个性突出。	自由行、在线旅游	自由行、户外、OTA、游学、周边游、消费金融

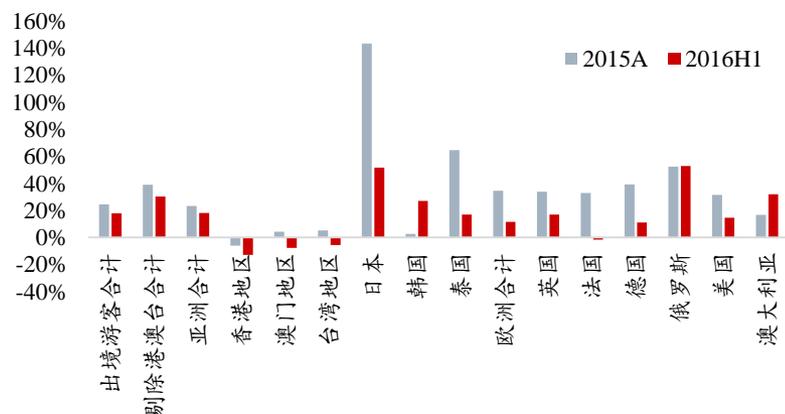
旅游产业变迁

- **淡季出游率提升：**旺季客流量大，体验度差，交通改善和私家车保有量快速增加使得淡季出游率大幅提升。
- **周边游市场快速增长：**周边游以其出游半径小、单次行程时间短、决策时间快成为都市短假期休闲出游的主要选择。中青旅旗下乌镇、古北水镇，宋城杭州千古情，长隆乐园等提供优质周边游景区持续高增长。
- **更加注重旅游体验：**消费升级带动游客对旅游产品品质的要求提升，定制旅游兴起；OTA纷纷拓展线下门店和海外地接。
- **IP输出：**宋城、观印象、华强文化、海昌海洋公园等通过成功的品牌塑造，走上品牌输出之路。
- **旅游综合体兴起：**集合旅游功能、文化功能、体育功能、商务功能、社区功能等进行有机结合的旅游产业聚集区。华侨城、万达乐园、唐山湾环渤海旅游度假娱乐综合体、华谊兄弟电影世界旅游综合体等

出境游现状：2016年出境游增速较之前大幅下滑

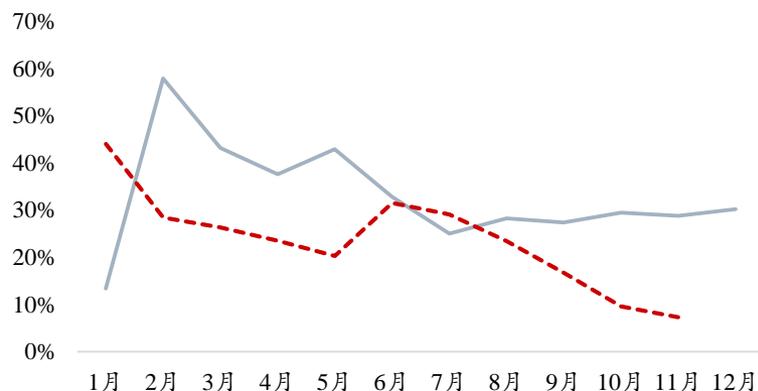
- 今年出国游增速大幅下滑。去年出国游增速为40%，2016年出国游增速预计在20%-25%，增速下降近一半。
- 欧洲游增速大幅下滑，日本游吸引力下降。欧洲游增速由去年的35%下降到今年上半年的12%，预计今年全年增速在10%-15%；日本游增速由去年的143%下降到今年上半年的52%。
- 韩国游增速上升，但是现在短期受地缘政治影响。
- 澳大利亚和俄罗斯表现优异，来自欧洲游分流。

全国旅行社组织出境游，分目的地同比增速



数据来源：国家旅游局，兴业证券研究所

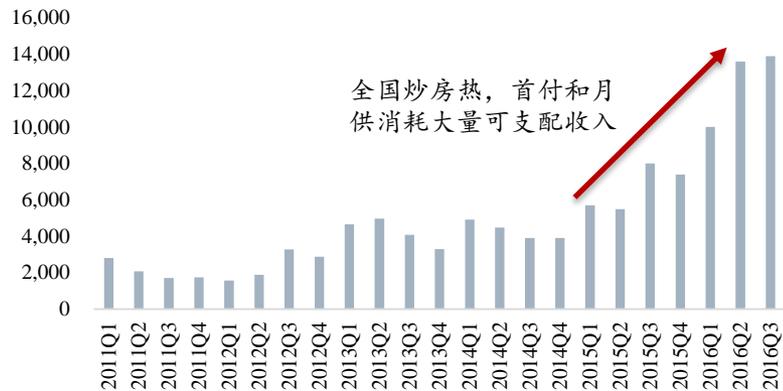
中航信的国际总旅客量总比增速



数据来源：国家旅游局，中航信，兴业证券研究所

原因：全国房地产热挤压可选消费，同时部分外币兑人民币升值

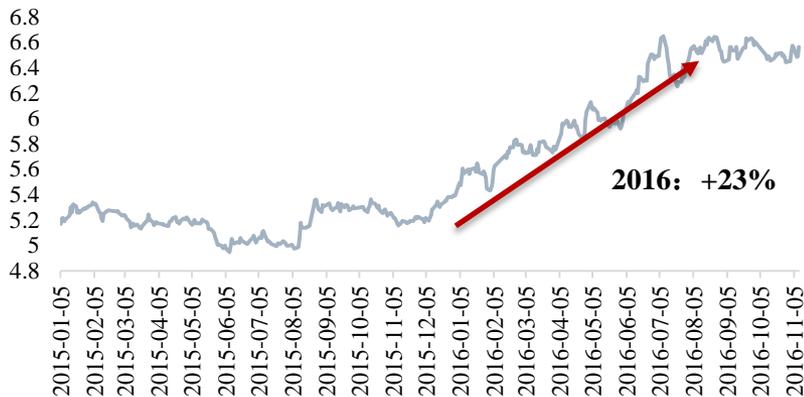
个人购房新增贷款（亿元）



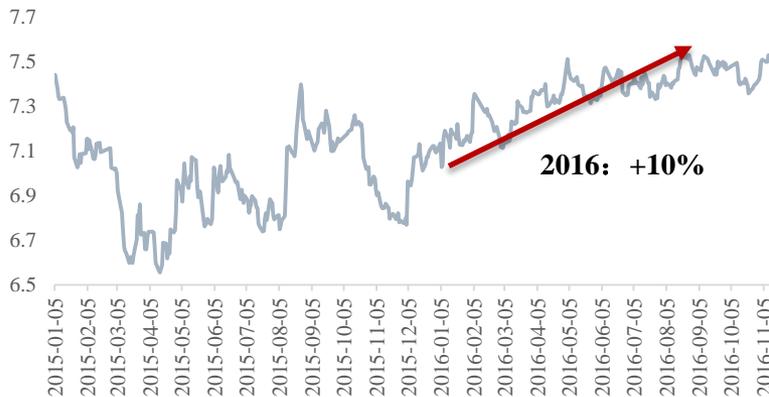
城镇居民可支配收入累计同比下滑



日元兑人民币：大幅上涨



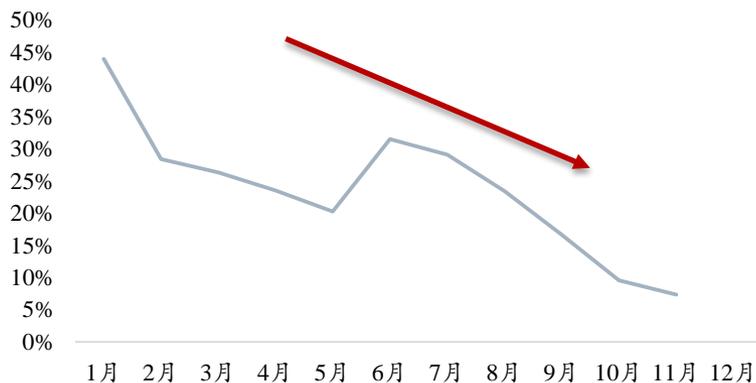
欧元兑人民币，温和上涨



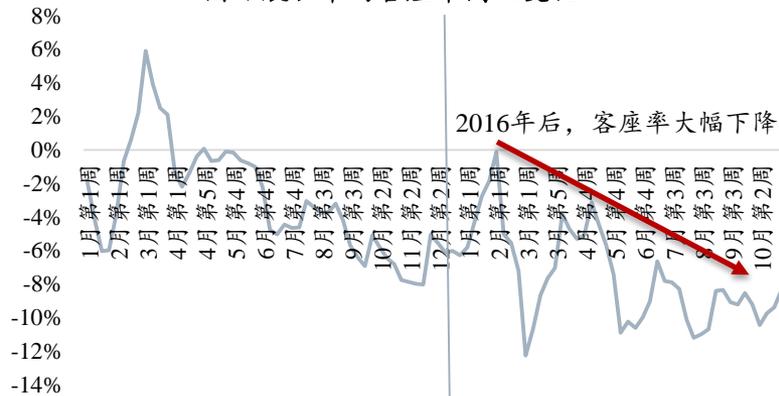
出境游未来：明年上半年出境游仍然维持收缩，下半年有待进一步观察

- 房地产热降温需要一个过程，政府削减旅行社赴韩旅游指标，意大利12月宪法公投引发欧洲更大不确定性
- 目前出境游增速仍在下行，尚未出现企稳或反弹迹象，明年上半年仍然维持收缩预判，下半年有待进一步观察

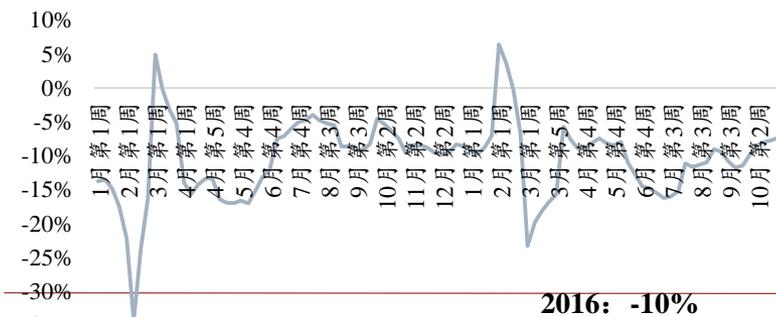
出国游游客增速缩量下降，尚未看到反转迹象



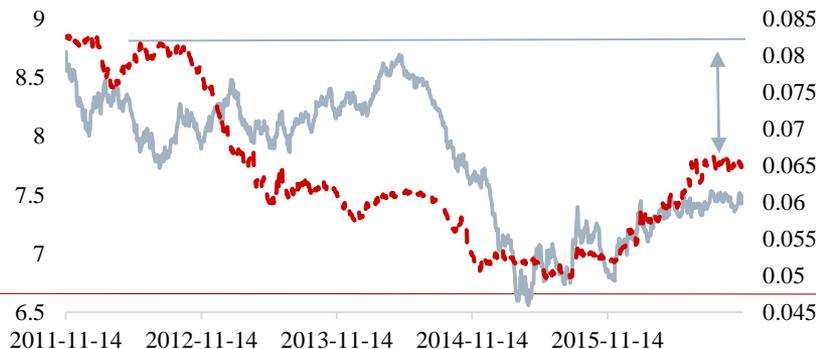
国际航班平均客座率同比变化



今年国际航空票价同比下降，未来刺激需求

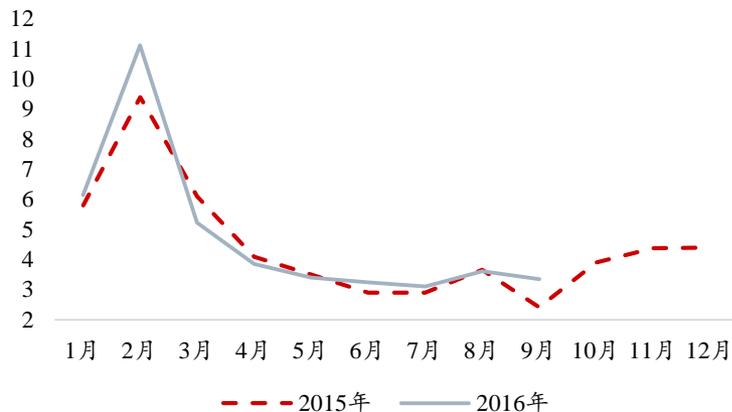


涨上来的欧元和日元尚未到5年历史高点



免税业平稳增长，建设市内免税店是未来发展方向

免税业销售集中在春节前后，增速维持稳定



上海市内中服免税店9月开业



- 今年4月出台海淘关税新政策，跨境电商网站海淘加征关税，但全国免税业销售额尚未发生较大变化。
- 国内免税业仍然存在海量市场，港中旅和中国国旅合并，港中旅董事长在全国政协会议上建议：进一步扩大免税范围、提高免税限额、增加退税优惠、增加免税店数量，将境外的这类消费引回境内免税店，培育新的经济增长点。
- 对标日韩大量市内免税店，国内增设市内免税店是未来发展方向。

- 持护照入境年满16周岁的中国籍旅客，自入境之日起180天内，可购买限额数量的商品。
- 市内免税店品牌达100余种，涵盖日化、居家、食物等多种商品。
- 商店内达500人左右开始限流，保证购物体验。
- 多数商品价格高于日上免税店。

景区：内生外延，产品升级

- 国企控股景区公司：资源禀赋强，内生增速放缓，期待外延式资源整合和内部扩容。
 - ✓ 旗下均拥有5A级优质景区，多为山岳、山水类自然风光景区（例如，黄山、峨眉山、九华山、张家界、长白山等），这类受益于国内旅游业初始阶段以观光游为主导的大发展，成为第一批快速成长的景区。另外以提供优质周边游的乌镇、古北水镇为代表性的景区受益于核心经济圈居民收入水平及出游率提升。
 - ✓ 客流基数已非常庞大，增速放缓（一般10%以下），重游率低，产品较为传统单一。
 - ✓ 内生增长主要依托于客流和内部成本费用方面的改善；外延式并购和内部扩容是未来增长核心点。
- 民企控股景区：资源禀赋一般，但异地拓展速度快，经营更加灵活。
 - ✓ A股市场主要是宋城演艺、西藏旅游、北部湾旅和三特索道。宋城演艺上市以后持续外延式拓展，北部湾旅和三特索道持续签订框架协议实现全国性布局。
 - ✓ 民营景区在公司内部管理和外延式拓展方面较国企景区更具效率；其优秀的管理运营经验能够有效输出或依托控股股东资金资源实力持续获取优质景区资源。

酒店：掘金中高端市场，初现大酒店集团格局雏形

- **星级酒店**：五星级酒店仍然面临较大压力，除15年Q4外，已连续16个季度下滑，但北上五星级酒店仍有小幅增长；四星级酒店逐步企稳回升，三星级酒店受到中高端酒店挤压，出现下滑。
- **经过品牌培育后，中高端酒店迎来转折期**。中端酒店的营收为经济型酒店的1.5倍左右，在成本端压力和经济型酒店增长乏力背景下，四大经济型酒店集团纷纷培育中高端品牌，其中中华住全季、如家和颐、锦江都城等品牌逐步获得市场认可，未来将持续收益于中高端酒店占比的提升和成熟品牌输出。
- **未来有望延续资本+品牌拓展模式，整合存量市场，巨型酒店集团成为市场新格局**。首旅和锦江有望延续资本+品牌的拓展模式，掌握全系列多品牌和会员数量，打造巨型酒店集团，提升国内酒店连锁化率（目前20%左右，欧洲50%，美国70-80%），走上海外成熟的品牌输出管理之路。

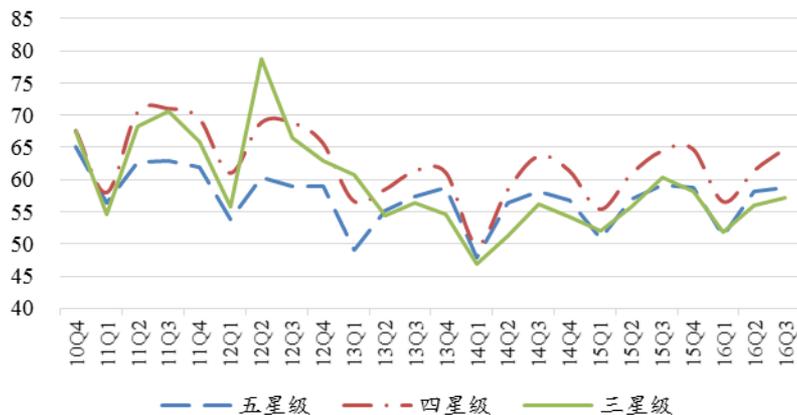
图：四大经济型酒店品牌开业门店情况

开店情况	开店数量	总房间数	直营店	直营店占比	直营店房间	直营店单间酒店客房数	加盟店	加盟店占比	加盟店房间	加盟店单间酒店客房数	中高端	中高端占比
如家	2970	325,165	945	31.82%			2025	68.18%	325,165		134	4.51%
华住	3114	314,811	627	20.13%	77,123	122	2306	74.05%	237,688	102	388	12.46%
铂涛	2839	244,184	477	16.80%	49,259	102	2,362	83.20%	194,925	82	229	8.07%
锦江	1120	132,741	283	25.27%	39,028	137	837	74.73%	93,713	111	37	3.30%

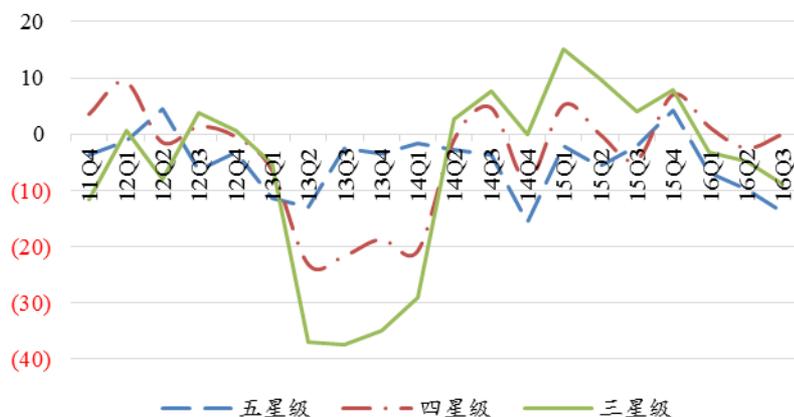
注：如家、华住数据截止2016年半年末，铂涛、锦江直接8月底

酒店：掘金中高端市场，大酒店集团格局雏形初现

图：星级酒店入住率呈现企稳回升态势



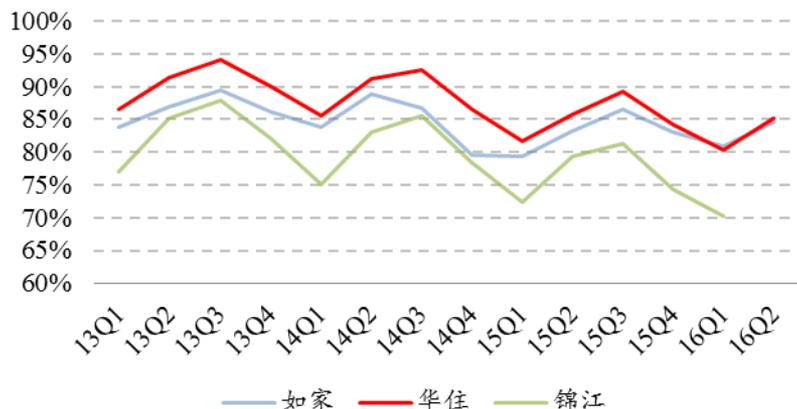
图：星级酒店RevPAR仍处在低位



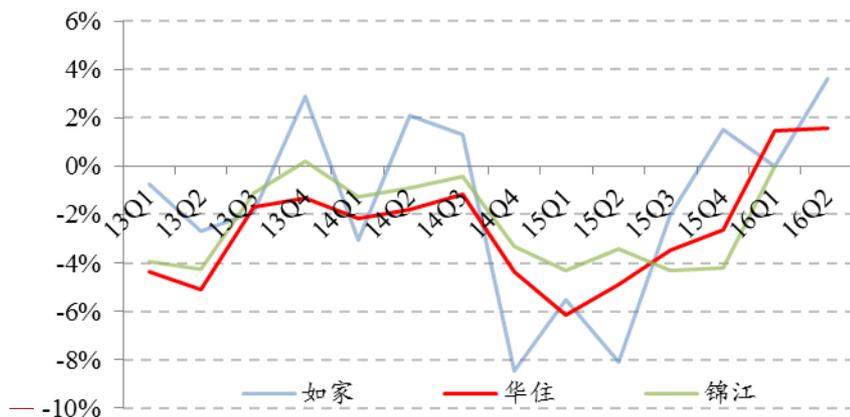
数据来源：中国旅游饭店业协会，兴业证券研究所整理

数据来源：中国旅游饭店业协会，兴业证券研究所整理

图：三家经济型酒店入住率情况



图：三级经济型酒店RevPAR情况

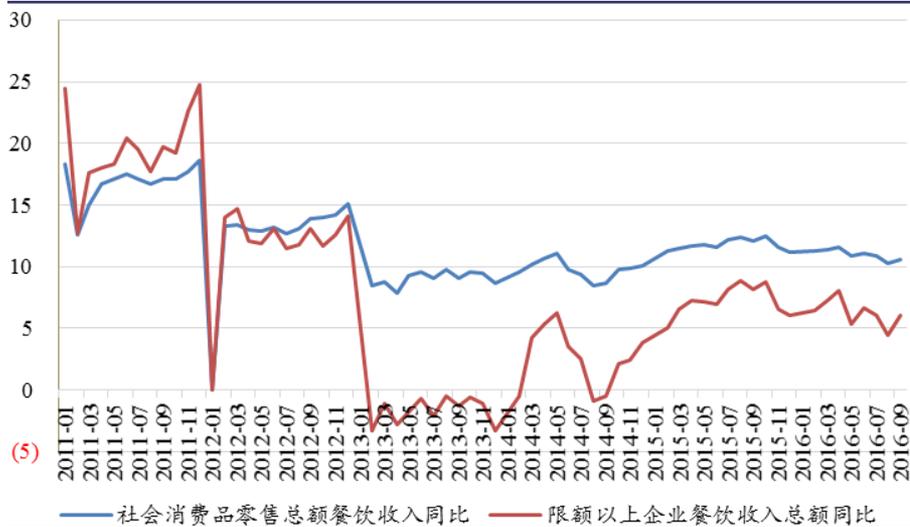


数据来源：公司公告，兴业证券研究所整理

餐饮：正餐稳健，快餐/特色餐饮存亮点

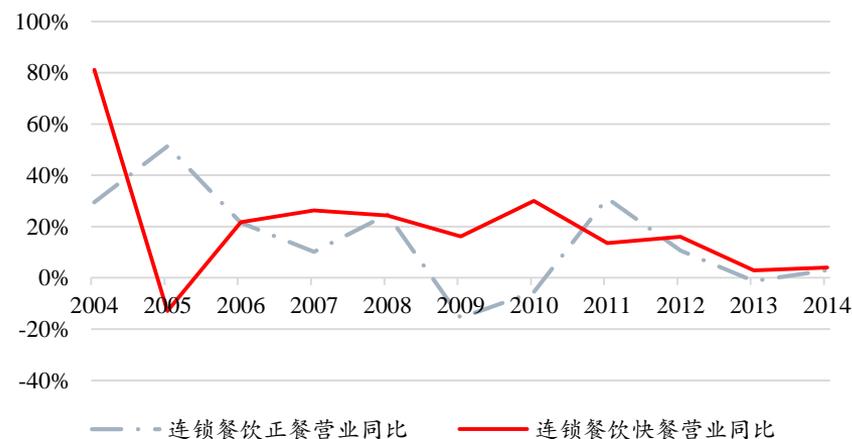
- 总量稳健增长，大众化餐饮是新趋势。2013控三公以来对餐饮市场整体增速由15%下降到10%，限额以上餐饮业增速维持5%左右，正餐业务市场集中度非常低，高端餐饮正转向大众化餐饮。
- 具备特色的连锁快餐增长不错。呷哺呷哺2014年港股上市：定位吧台式就餐形式和传统火锅结合，开创时尚吧台小火锅新业态。海底捞旗下火锅料供应商颐海国际于16年7月在港股上市。海底捞近年来的快速扩张带动其营收快速增长，两年累计增长168%。百胜集团分拆中国区业务上市。休闲餐饮品牌周黑鸭即将港股上市。

图：限额以上餐饮增长乏力



数据来源：WIND，兴业证券研究所整理

图：连锁快餐表现好于正餐



数据来源：WIND，兴业证券研究所整理

相关投资标的

主线投资机会	公司简称	市值 (亿)	具体分析
景区	北部湾旅	112	旅游板块内生外延齐发展, 预计3年复合增速30%, 定增收购大数据应用公司博康智能正式交割完毕, 后续有望凭借技术实力积极布局智慧城市其他领域(智慧医院、金融、旅游), 同时, 公司新项目和合作协议不断, 显示出民营企业的高效率和控股股东资源优势, 未来将双线业务共同拓展, 快速成长。
	桂林旅游	43	公司景区将长期受益于桂林地区交通改善(机场扩建)和国际旅游度假区建设带来增长红利, 此次股权交易方案历经两年正式落地, 公司的控股权和海航的合作正式梳理完毕, 双方形成共赢; 同时, 公司一方面积极盘活存量资产, 一方面与宋城演艺合作漓江千古情带来新的增量, 不排除与其他方合作投资合适项目, 以及在15年报中重点强强抓资本运作, 促外延扩张, 盈利能力将逐步改善。
	黄山旅游	106	短期淡季客流弹性和天气好转带动客流回升, 中长期看随着景区扩容(规划3年内打开东大门, 并配套旅游小镇建设, 西海景区客流有望快速增长)提升接待能力以及交通改善(杭黄高铁18年通车)等带来新的盈利空间; 外部我们看好公司与景域文化的全方位合作不仅抢占周边游最强流量入口, 通过成立产业基金以及与旅游资源型企业合作加快优质旅游资源的布局; 同时持有的华安证券即将上市, 重估价值6-8亿元, 而当前账面价值仅3,158万元, 存在短期催化剂。
	中青旅	167	公司业绩出现翻转迹象, 古北水镇持续高增长, 周边游优质标的。
	云南旅游	63	引进华侨城与省内大型旅游集团构建多平台共同参与省内外旅游资源开发, 在资金、人才以及地区间战略统筹方面得到充分支持。此次实际控制人或将变更为华侨城集团, 国企改革取得重大突破, 公司有望云南省旅游资源整合平台, 未来发展空间巨大; 同时, 此次定增项目涉及旅游演艺、婚庆、旅游地产等方面, 业务格局将进一步得到扩充, 世博新区规划落地, 公司地产+旅游资产有待重估。
	西藏旅游	46	藏区旅游龙头, 重组第三方支付拉卡拉失败, 后续资本运作值得期待。
	大连圣亚	41	海洋迪士尼, 亲子游稀缺标的。
酒店	首旅酒店	59	公司定增已获证监会核准, 支付股权对价以及定增引入新的投资者实现国有企业混合所有制改革, 同时引进如家管理层, 有望引入携程、如家市场化的管理经验和互联网基因, 如家的会员数量已突破6,590万, 有望通过后台整合带动公司其他品牌业务, 同时中高端酒店有望进入快速增长期, 一方面来自原有门店升级改造, 另一方面来自缺乏品牌优势的三四星级单体酒店; 公司北京地区酒店项目未来将受益于冬奥会、京津冀一体化及环球影城等重大项目。
	锦江股份	272	公司持续并购卢浮集团、铂涛酒店以及国内中高端商务品牌维也纳, 成为国内乃至亚洲最大的酒店集团, 打造大型酒店集团意图越发清晰, 超1亿规模的庞大会员将是公司后续可开展增值服务以及后台协同的重要资源, 参考海外大型酒店集团成长之路和成熟市场酒店业格局, 公司已在国内酒店业整合过程中抢占先机, 有望成长为国内酒店业巨头。
	岭南控股	49	公司在当前主业缺乏增长和国企改革背景下, 定增收购控股股东旗下优质旅游资产实现酒店经营和酒店管理、旅行社业务并重的多元化业务结构, 同时, 收购标的广之旅借此机会实现泛旅游生态圈的打造及海外和全国布局。
出境游	凯撒旅游	140	更名三湘印象实现地产+文化双主业格局, 获得估值提升, 地产销售收入大增以及定增募集资金, 现金充沛有助于后续凯撒旅游是国内龙头出境游运营商, 受益于海航在全球资源布局和航旅结合。公司业绩高增长, 2016年前三季度收入增速35%, 归母净利润增速41%, 高于行业增速。公司在邮轮领域发展很快, 邮轮收入占总收入的10%, 是国内龙头的邮轮产品经销商。不考虑增发, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.35元、0.45元、0.55元; 考虑增发, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.23元、0.30元、0.36元, 维持“增持”评级。
	众信旅游	153	众信旅游是国内龙头出境游运营商, 执行“一纵一横”战略, 打造出境游综合运营平台。公司业绩高增长, 2016年前三季度收入增速29%, 归母净利润增速23%。公司在横向布局发展很快, 未来着眼于国际教育、国际学校和海外目的地的战略布局。预计2016-2018年EPS分别为0.27元、0.33元、0.40元, 维持“增持”评级。

相关投资标的

主线投资机会	公司简称	市值 (亿)	具体分析
免税	中国国旅	428	中国国旅和港中旅强强联合合并成为中国旅游集团，未来首都机场免税店招标成为公司最大看点。中国国旅旗下中免集团贡献超过95%归母净利润，中免集团正在受益于国内海淘B2B政策收紧，利好其分布于全国各地的机场和口岸免税店。公司业绩稳增长，增速有提高的趋势，2016年前三季度收入增速4%，归母净利润增速11%，其中第三季度归母净利润增速17%。预计公司2016-2018年EPS分别为1.80元、2.01元、2.23元，维持“增持”评级。
文化演艺	宋城演艺	359	首个海外项目正式落地，线上线下互动娱乐平台，新项目+国际化加快拓展，轻资产模式拓展值得期待。
	三湘印象	131	更名三湘印象实现地产+文化双主业格局，获得估值提升，地产销售收入大增以及定增募集资金，现金充沛有助于后续文化演艺的进一步布局（中报规划计划收购2-3个文化演艺项目），牵手华人文化高规格拓展文化领域，期待公司文化演艺的进一步布局。
其他	三夫户外	64	公司经过近20年的发展，已经成为国内户外用品和赛事运营领导型企业，依托公司丰富的赛事活动和忠实的会员体系，积极拓展营地+培训、零售+体验综合运营中心等项目，实现户外全产业链布局，确立行业领先优势。
	平潭发展	151	稀缺标的，平潭具备自贸区&自由港&海上丝绸之路三重政策利好叠加，平潭国际旅游岛已获国务院原则上同意，涉及赛马、免税等。
	海航创新	85	与原有管理层纠纷已解决，海航旗下旅游综合开发平台。

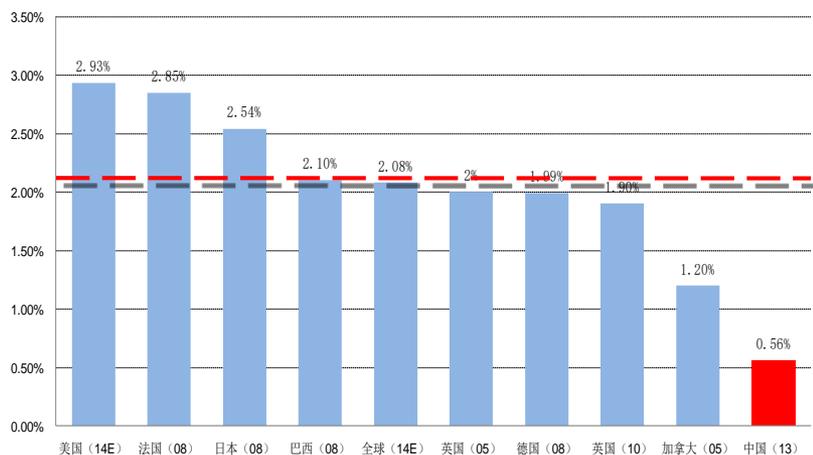
提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

市场需求预测

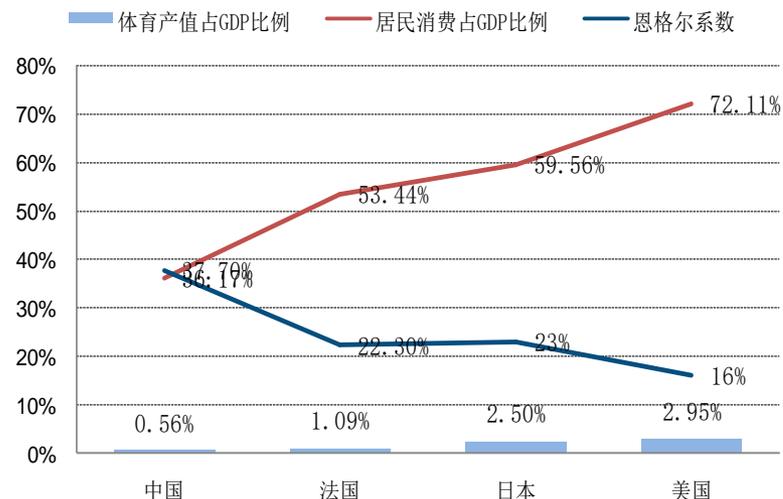
- 全球体育产业规模1.5万亿美元左右，GDP占比2%
- 国内体育产业占比低 市场空间广阔

图：全球体育产业市值占比情况



数据来源：Sports Economics, Sports England, 兴业证券研究所

图：恩格尔系数和居民消费差口越大，体育产值越大



数据来源：欧讯体育招股书, 兴业证券研究所

政策助力中国体育产业

时间	部门	相关政策、措施
2014年9月	国务院常务会议	《部署加快发展体育产业，促进体育消费推动大众健身》
2014年10月	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2014年12月	体育总局	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》
2015年2月	中央深改小组	《全国足球改革总体方案》
2015年5月	国务院、体育总局	中国足球改革领导小组成立
2015年8月	体育总局	足协正式脱离体育总局
2016年1月	财政部	免征部分体育场馆房产税和土地使用税
2016年5月	发改委、体育总局	《全国足球场地设施建设规划（2016—2020年）》
2016年5月	体育总局	《体育发展“十三五”规划》
2016年6月	国务院	《全民健身计划（2016—2020年）》
2016年7月	体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》
2016年10月	国务院	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》

46号文之后，体育产业在政策上迎来了持续推动，政策推动点主要围绕：

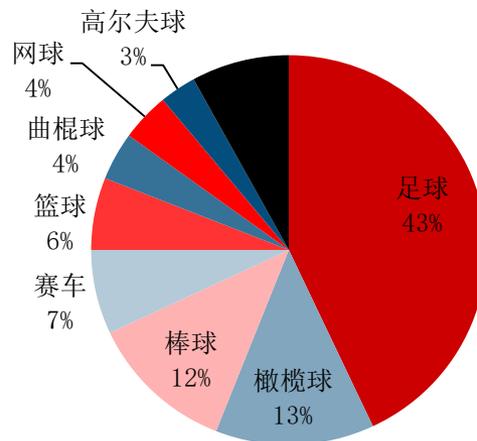
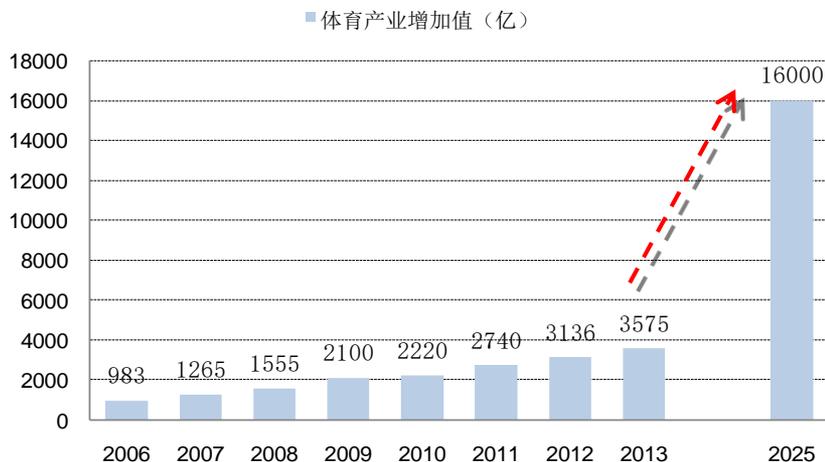
- ◆ 体制机制改革：管办分离、赛事活动审批、篮球等赛事市场化等
- ◆ 足球：国足、青训体系、足球彩票等
- ◆ 体育细分赛事：鼓励发展户外、潜水、越野等垂直细分群众赛事

政策助力 潜力巨大

- 全国体育产业规模到2025年达到5(全国)、7(各省累计)万亿左右, 年均复合增长13.3%/20.32%
- 体育产业以球类市场最大

图：政策助力5万亿产业空间（对应体育产业1.6万亿的增加值）

图：全球体育产业产值分布比重

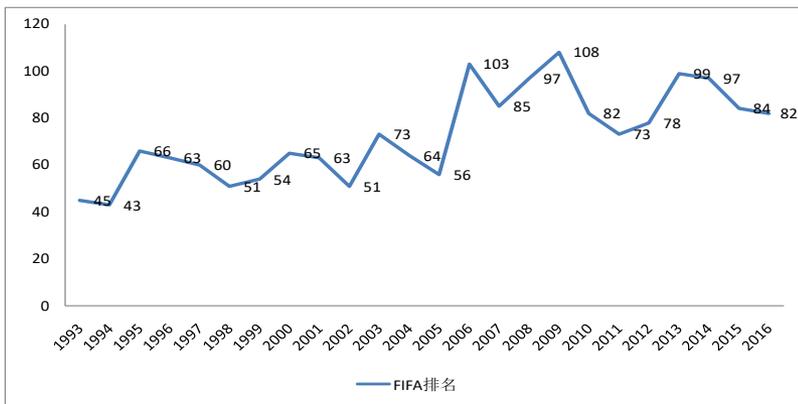


数据来源：国家体育总局, Deloitte, 兴业证券研究所预测

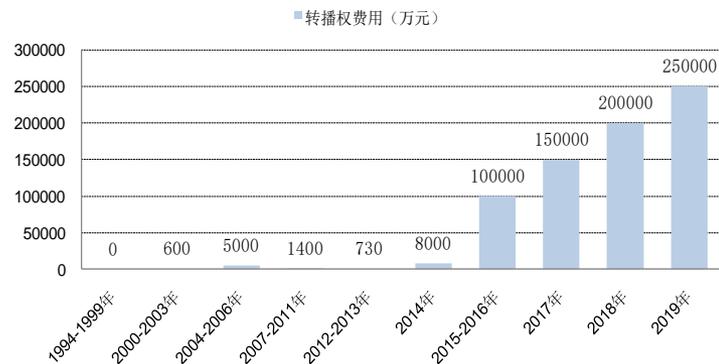
数据来源：A.T. Kearney Analysis, 兴业证券研究所

足球产业改革，任重道远

图：中国男足世界排名裹足不前



图：中超转播权收入递增



图：中超球员青训留洋交流日益增多



数据来源：互联网，兴业证券研究所

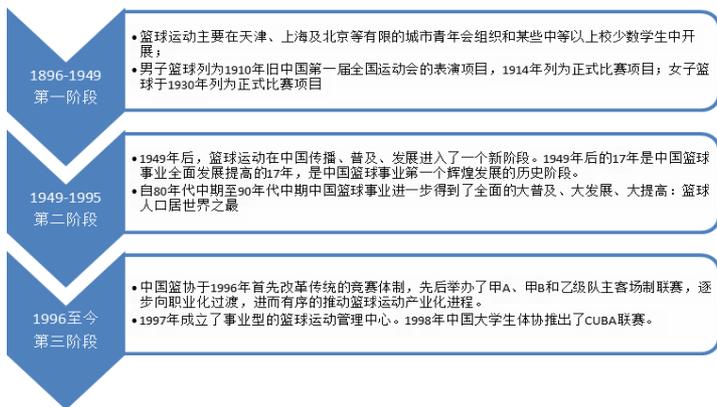
图：中超联赛竞彩，期待而又忐忑



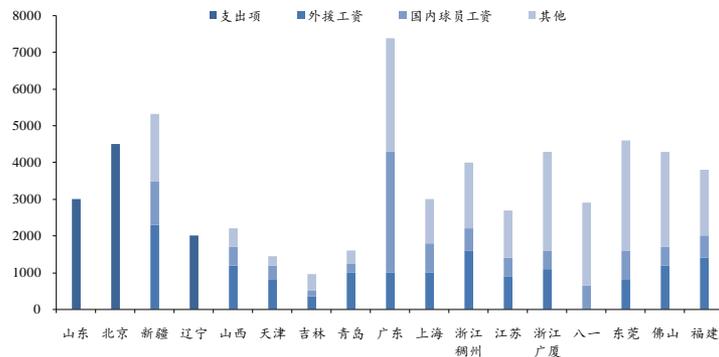
数据来源：财政部，兴业证券研究所

篮球产业改革呼之欲出

图：国内篮球发展史



图：国内CBA球队大部分处于亏损状态

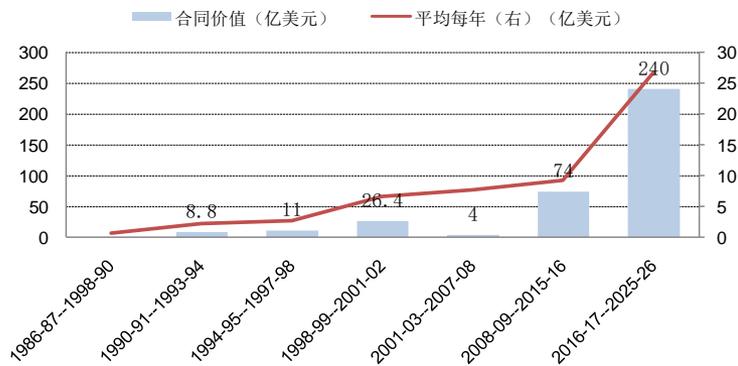


图：姚明的中职联与CBA公司之争何去何从



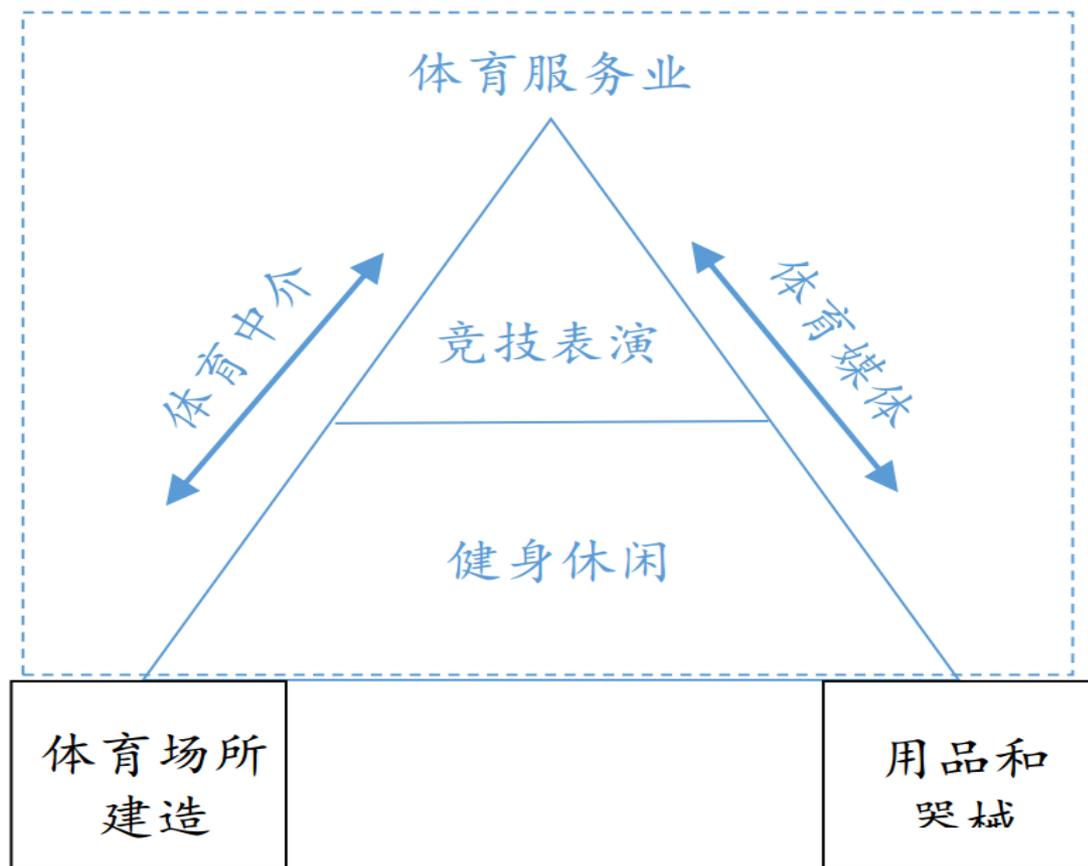
数据来源：互联网，兴业证券研究所

图：NBA转播合同价值不断攀升，期待CBA改革



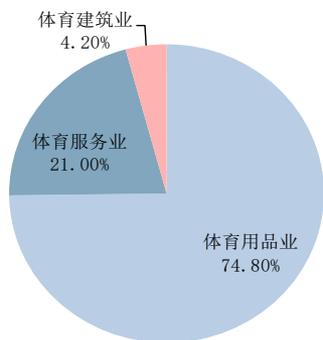
数据来源：Sports Broadcasting，兴业证券研究所

体育产业核心变现渠道

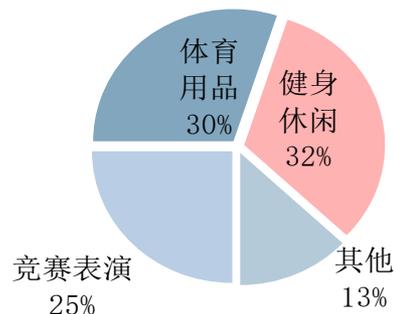


我国体育产业结构与发达国家对比有较大提升空间

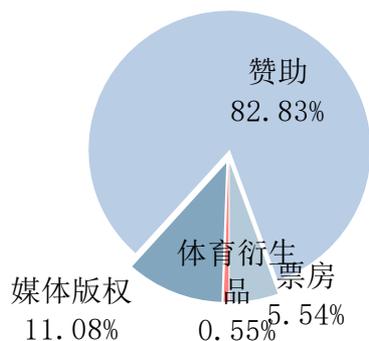
图：我国体育产业结构



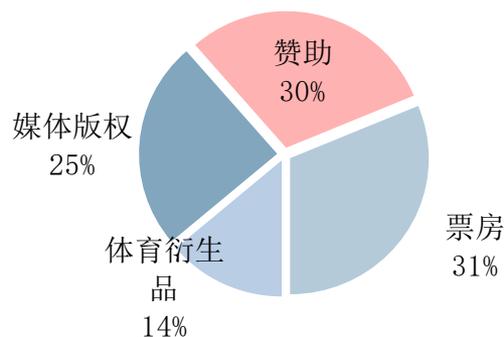
图：美国体育产业结构



图：中国体育服务产业收入构成



图：全球体育服务产业收入构成



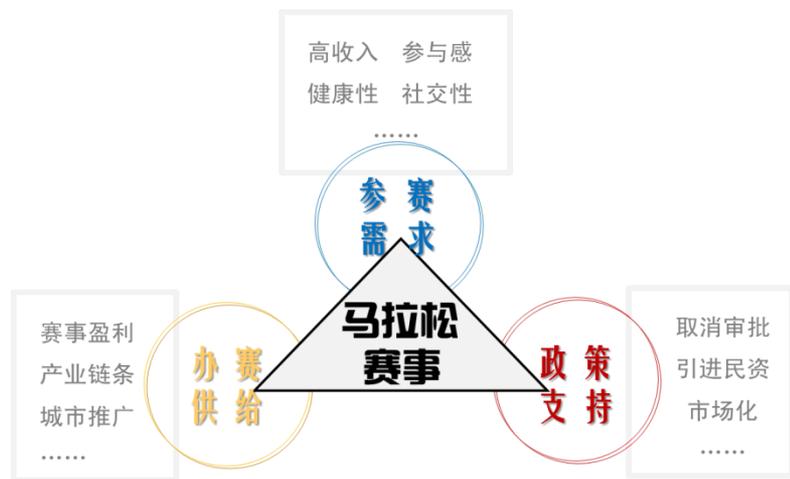
数据来源：A.T. Kearney, 兴业证券研究所

数据来源：Forbes, 兴业证券研究所

群众赛事不断崛起

- 群众性赛事崛起
- 群众参与度提升，各类需求不断被触发

图：马拉松赛事逐步火热



图：大众体育需求不断被开发

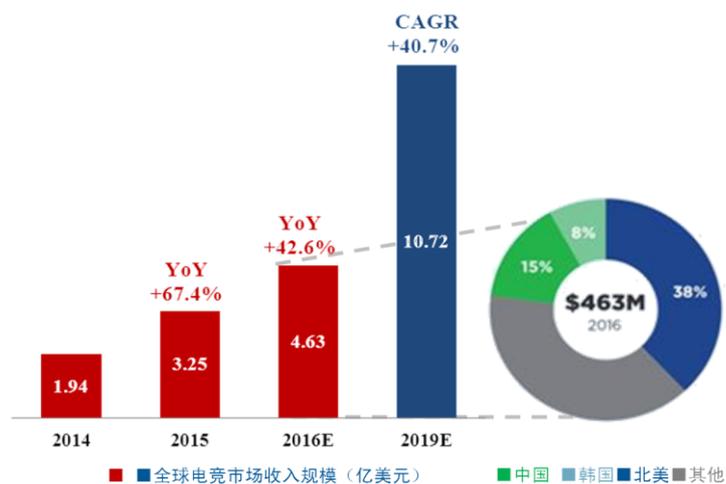


数据来源：兴业证券研究所

电子竞技：行业爆发的前夜

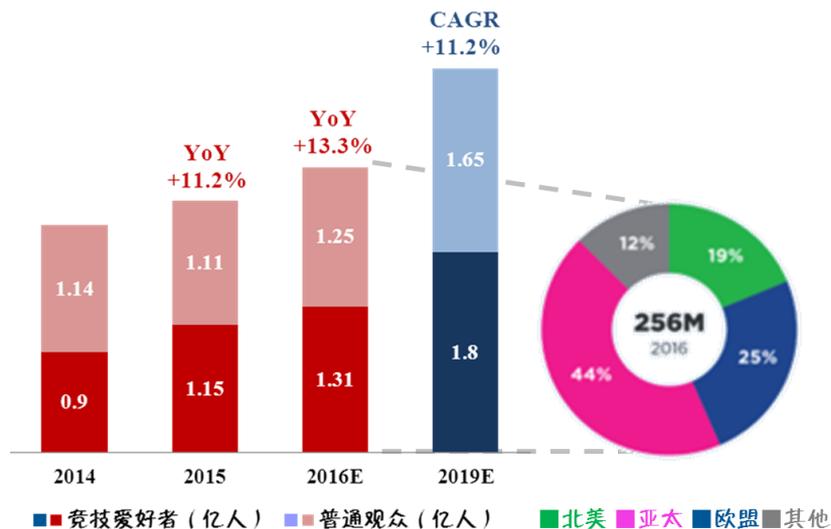
- 行业增速及活跃赛事人群不断激增
- 资本不断涌入

图：全球电竞市场规模（亿美元）增速明显



数据来源：Newzoo，兴业证券研究所

图：全球电竞赛事活跃赛手人数激增



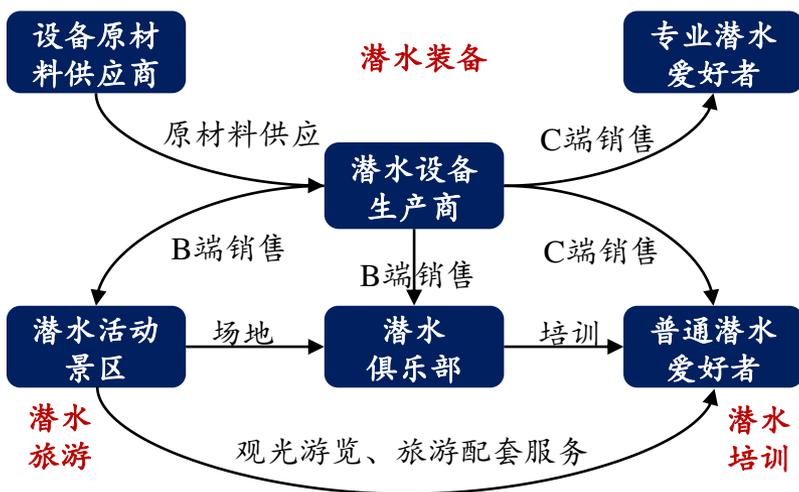
数据来源：Euromonitor，兴业证券研究所

潜水：发掘绚丽蓝色经济

◆ 三大市场发力，掘金海洋世界

潜水行业目前形成了休闲运动潜水为主、专业潜水和军事潜水为辅的格局，主要有三个应用市场：

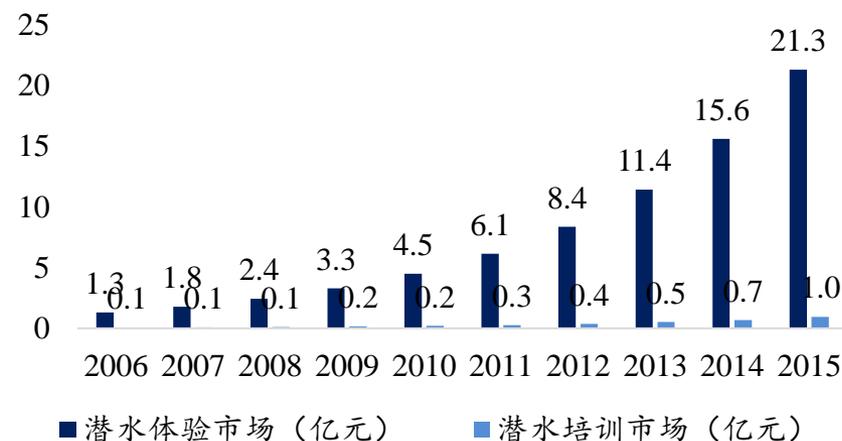
- (1) 潜水装备：包括原材料供应、技术生产和产品销售三个领域；
- (2) 潜水旅游：以潜水点为主体，附带提供各类服务项目；
- (3) 潜水培训：休闲潜水培训和技能潜水培训。



◆ 潜水服务增势迅猛，装备产业成长可期

随着我国休闲娱乐市场的持续多元化发展，潜水运动越来越受到消费者的青睐：

- (1) 体验潜水：规模从2006年起保持约36%增速（2015年达21.3亿）；
- (2) 潜水培训：从2010年开始增速约33%~38%（2015年达0.95亿元）；
- (3) 潜水装备：销售规模在2012年之后增速超过20%（2015年潜水服销售8.19亿元）。

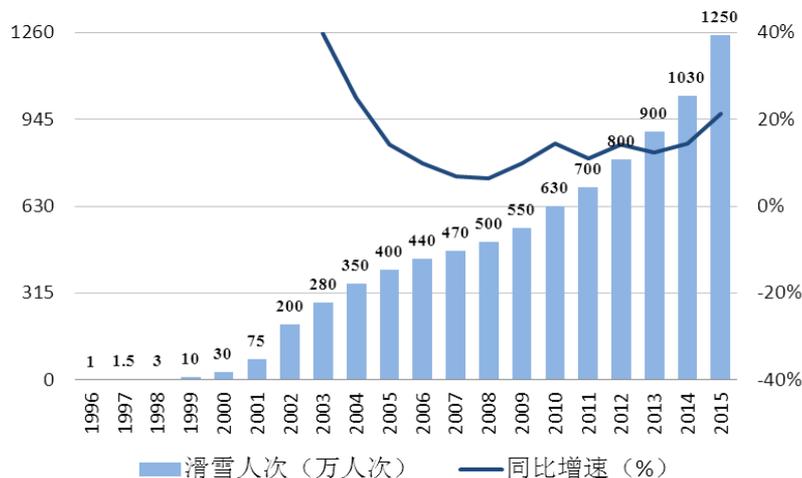


冰雪：演绎体育冰雪奇缘

◆ 以滑雪为代表的冰雪运动正快速普及

滑雪是冰雪产业的重要组成部分。根据2015年《中国滑雪产业白皮书》，我国滑雪场数量和滑雪人次在保持长期上涨趋势的同时，在2015年实现最大增量变化，滑雪场数量达568家，滑雪人次达1250万人次。

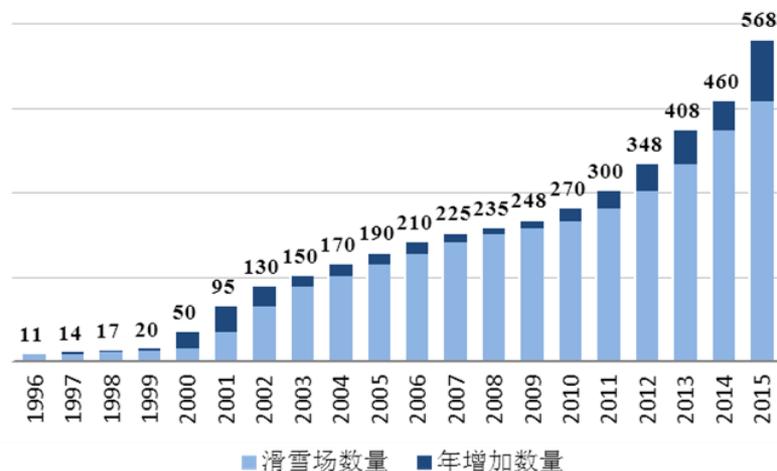
当前中国初级滑雪者占整体滑雪爱好者比例高达80%，而欧洲这一数字仅为5%，因此未来发展空间巨大。



◆ 政策规划冰雪产业10年黄金期

体育总局印发冰雪运动发展规划（2016-2025年），促进冰雪产业发展。根据规划，到2020年，中国冰雪产业总规模将达6000亿元人民币，到2025年中国冰雪产业总规模达10000亿元人民币。

规划指出，国家冰雪产业示范基地2020年达到2个，2025年达到5个；国家冰雪产业示范企业2020年达到10个，2025年达到20个；冰雪产业示范项目2020年达到10个，2025年达到20个。



越野：体验速度与激情魅力

◆ 专业赛事格局成型，IP变现方式多样

中国越野运动的开端源于2003年举办的中国汽车场地越野锦标赛，经过13年的发展，目前已形成了场地越野赛、四驱拉力赛、房车赛、汽车漂移赛、拉力赛等多类型、多赛事的发展格局。

越野赛事作为一个体育赛事IP，可多途径实现其商业价值。包括一级（赛事本身）、二级（产业协同）和三级（垂直细分）三层商业运行模式。

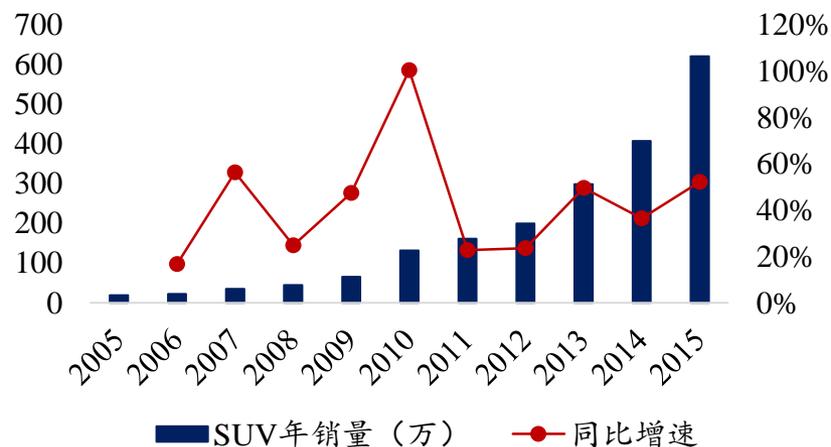
种类	简介
越野拉力赛	汽车拉力赛是在户外的分段、分日的长途汽车比赛，不受场地的限制，以跑完全程累积时间最少和被扣分数最少的汽车和驾驶者为优胜。
越野场地赛	汽车场地越野赛一般都设在2公里内的赛道中，仿效大自然的各种路况设计障碍，通过过障碍来考验车手的驾驶技术及车辆性能。
城市赛	在一个标准篮球场同样大小的场地用钢结构或堆沙土、汽油罐等城市梯级组成800米的赛道。
沙漠赛	在沙漠区域以速度取胜，按规定时间长距离耐力赛通常以1000公里，三天完成为基础计时办法。
集结赛	在不封闭的公共道路上遵照国家交通法规，按照规定的时间和路线行驶，不以竞速为目的的汽车比赛。

◆ 营地建设健全和SUV普及利好民间越野

汽车越野露营产业与经济发展程度息息相关，露营地主要集中在发达国家，我国尚处于起步阶段。

(1) 营地方面：截止2015年底，我国露营地总量为415个，其中建成255个、在建80个、规划80个

(2) 车辆方面：由于SUV的高空间机能和越野能力，已经取代旅行车成了休闲旅游的主要车型，2015年全年销售SUV达到620.6万辆。占乘用车整体的销售比例持续提高（2015年已经达到29%）。

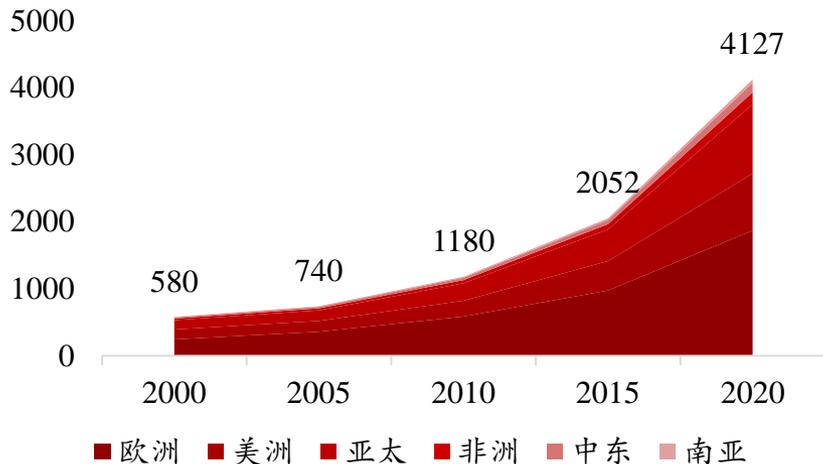


户外：开启探险新模式

◆ 户外运动内涵丰富，在发达国家受热捧

户外运动是在自然地举行的集体项目，具备广泛的群众基础。包括登山、攀岩、露营、漂流等多种形式。产业链的主要组成部分有俱乐部、户外用品零售商、户外信息网站、户外装备制造者。

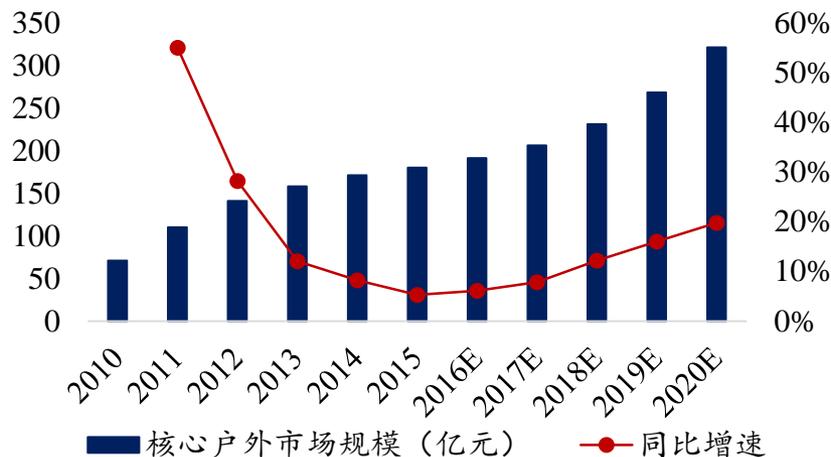
根据世界旅游组织的统计，包含户外运动在内的体育类旅游全球市场规模预计2020年将超过4000亿美元。



◆ 我国户外运动起步较晚，发展空间广阔

据中国户外联盟统计，目前我国每年有1.3亿人参与徒步旅行、休闲户外等泛户外运动，有6000万人参与登山、攀岩等运动，但仍与美国50%的户外运动参与率差距较大，具有广阔的发展空间。

2015年我国户外用品市场规模为454亿元，同比增长12.5%。其中核心户外用品市场（由专业户外品牌组成）规模为180亿元，同比增长5.3%。



体育产业投资方法论

- 细分垂直领域机会不断，把握新兴运动赛事投资机会
- 关注体制机制改革，追踪行业市场化进程
- 标的逐步落地，关注战略性布局龙头



相关个股推荐

表:相关体育产业个股推荐。

主线投资机会	受益标的	市值 (亿)	具体分析
A 股			
	莱茵体育	127	体育产业龙头公司之一，拥有亚洲职业篮球公司，运营斯坦科维奇杯等完整赛事；另外与中国体育报业总社合作，运营运动世界 APP，A 股最大体育并购基金也逐步落地。
	星辉娱乐	155	收购西甲西班牙人球队，成为 A 股第一家拥有海外足球队的公司，体育+游戏布局完善。
	中潜股份	96	潜水标的第一股，拓展潜水旅游+潜水培训+潜水装备。
	顾地科技	108	越野赛事第一股。
	雷曼股份	61	作为中国足协战略合作伙伴和中甲联赛官方赞助商，近年来，雷曼光电已经在体育赛事 LED 产品及服务领域占据了绝对的市场，在利用 LED 撬动足球产业的同时，面向球迷的互联网产品“第 12 人”APP。
	当代明诚	96	收购双刃剑体育专注于体育营销，积极布局“赛事运营+体育版权+体育旅游+体育视频+体育经纪+体育科技+体育大数据”的大体育产业，打造“高附加值的自有 IP+平台运营”的发展模式，并从 B 端商业服务拓展至直接面向 C 端客户的粉丝经济运营。
	华录百纳	186	运营欧洲篮球冠军联赛、切入冬奥会开发以及和中超公司合作，切入足协杯等。
	国旅联合	55	公司在体育文化旅游领域动作频频，承接了十三届冬运会冠名、赞助相关事宜等；借助国旅-中和、华设等体育、文化并购基金在体育+文化领域不断拓展。
	贵人鸟	172	在体育产业领域进行综合性布局，包括大体协、中体协，另外战略投资虎扑体育这一最大 IP 赛事领域也有望享受版权上的溢价。
	中体产业	170	体育产业龙头之一，体育总局旗下平台，存在股权转让预期。
	探路者	101	户外装备龙头，进军冰雪领域。

来源：wind，兴业证券研究所整理。

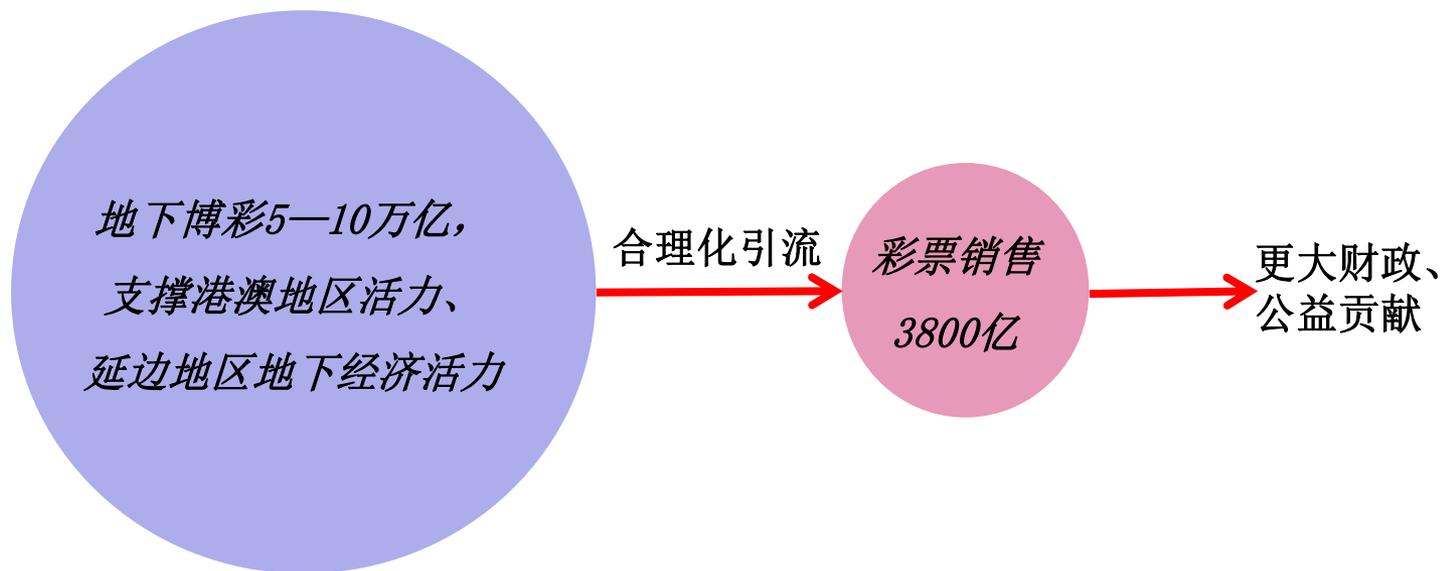
提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

行业无限朝阳

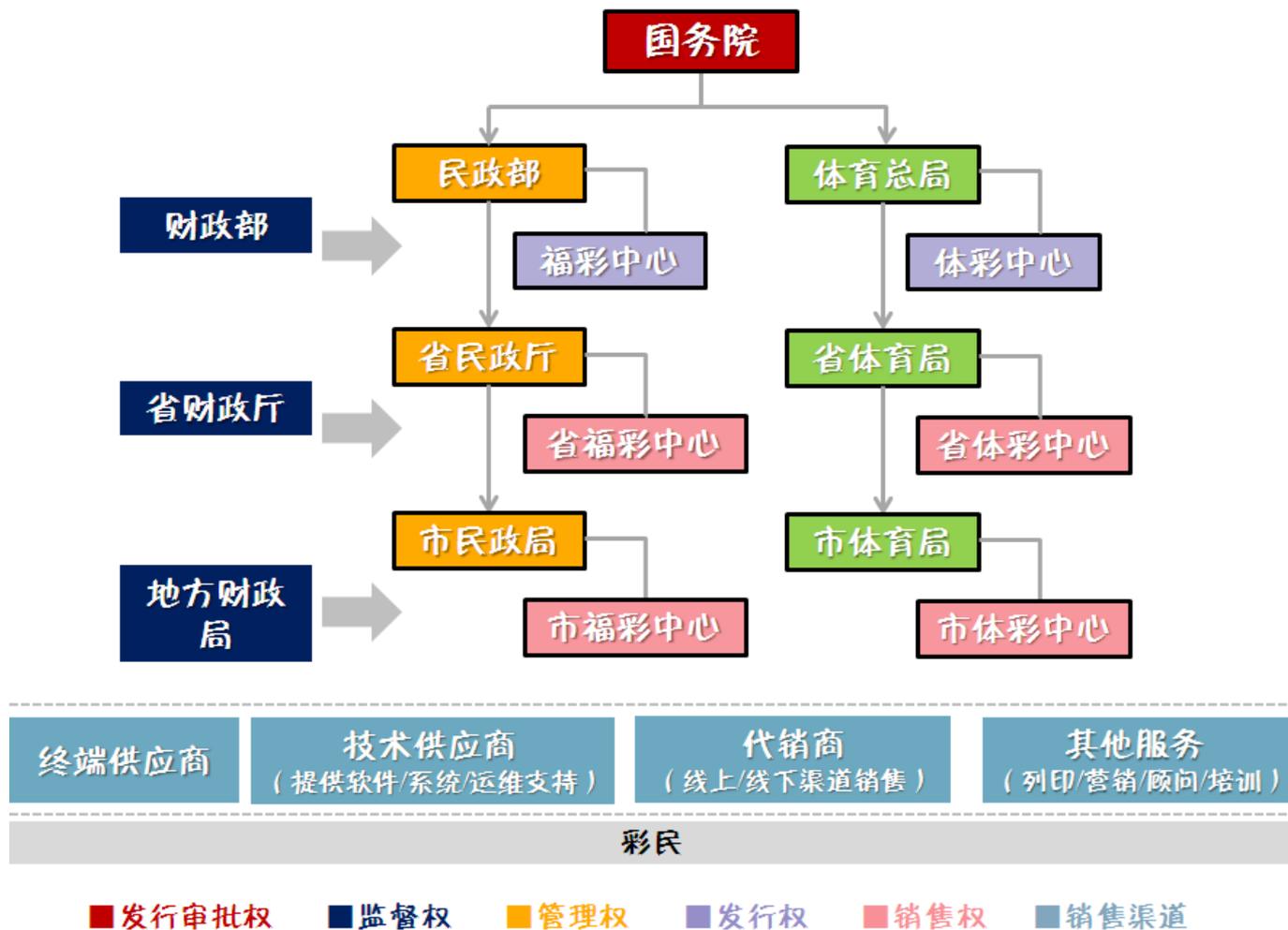
- 国内唯一合法的类博彩类游戏
- 公益、财政均有需要

图、人民需求变化需要合理引流



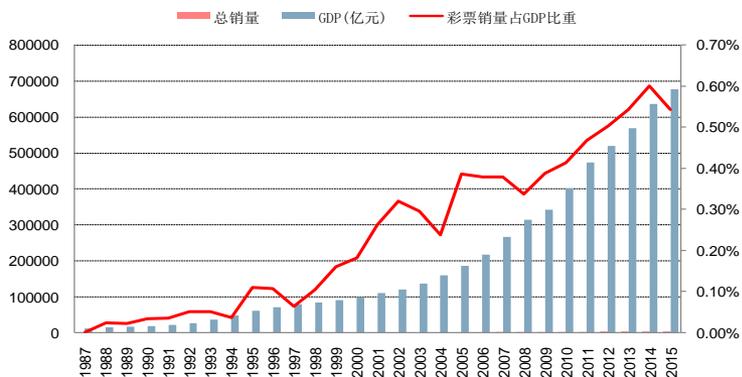
数据来源：财政部，兴业证券研究所

行业概览

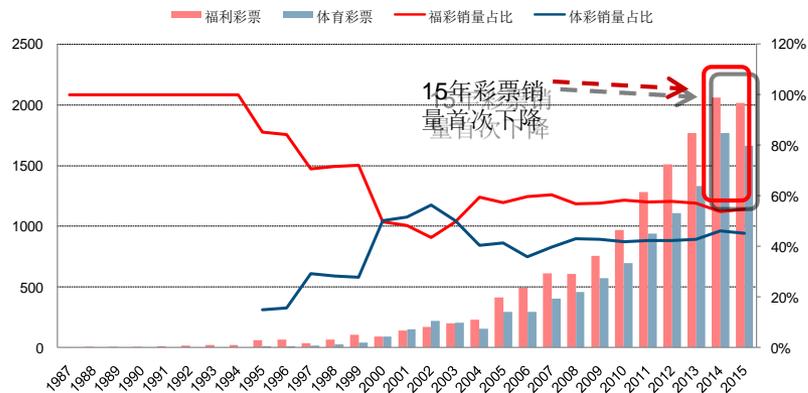


彩票行业成长明确

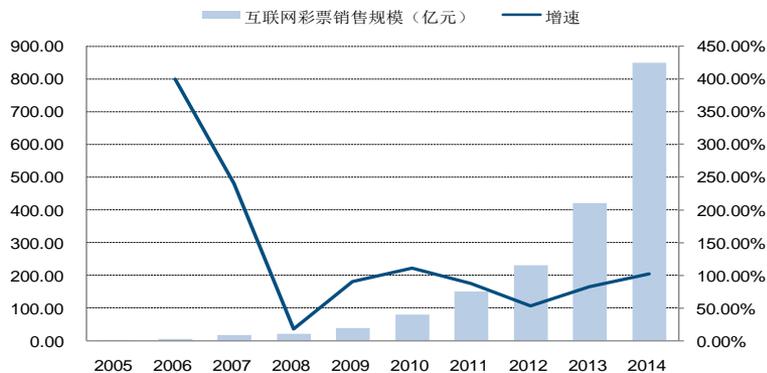
图：彩票行业规模急速增长



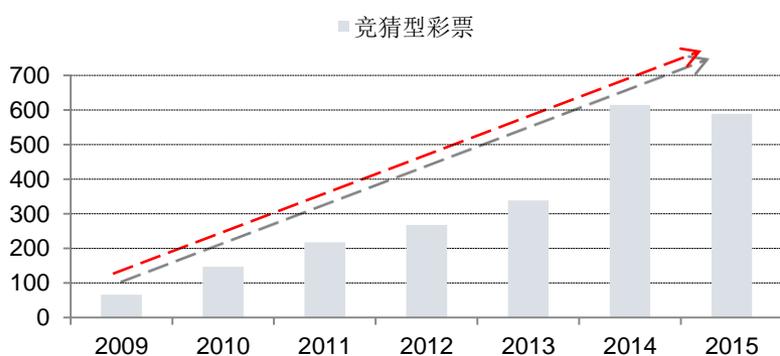
图：福彩体彩销量占比变动 (2015年销量首次下降)



图：互联网彩票呈现爆发性增长



图：竞彩是体育赛事不容忽视的变现渠道



数据来源：财政部，兴业证券研究所

数据来源：财政部，兴业证券研究所

不容忽视的竞彩

- 重大体育赛事期间竞彩销量往往超预期
- 中超竞彩值得期待

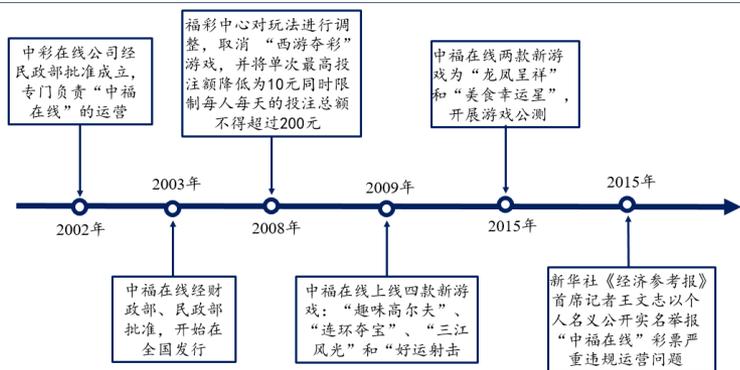
图、二届世界杯期间竞彩月度同比销量增速上升非常明显。



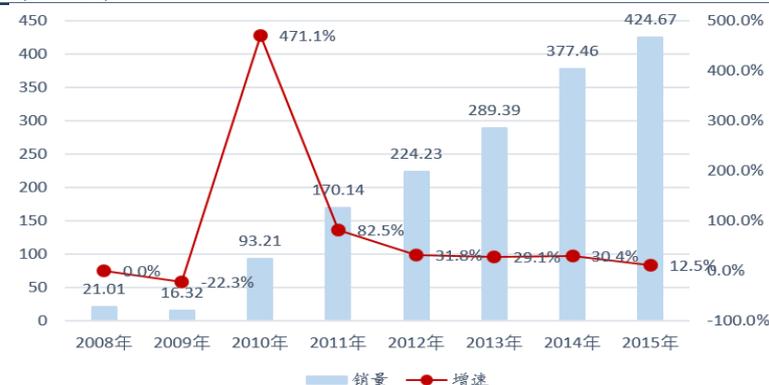
资料来源：财政部，兴业证券研究所。

深度博彩品种-未来发展方向

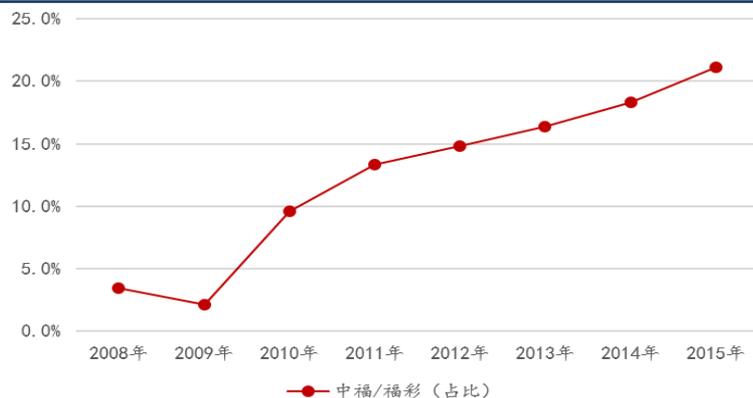
图：中福在线发展历程



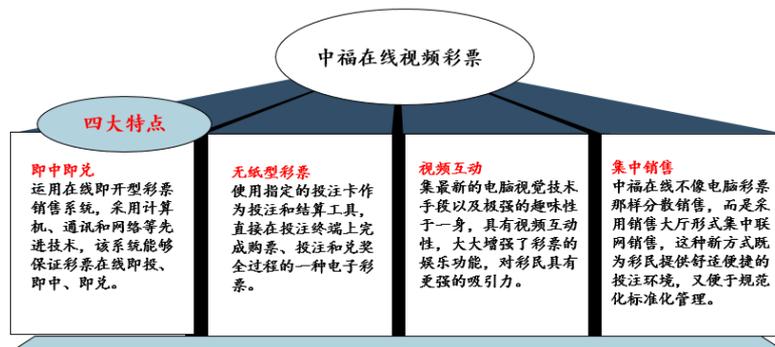
2008年-2015年中福在线视频彩票销量与增速 (亿元)



图：中福在线占福彩整体销量比逐年提升



中福在线特点



数据来源：财政部，兴业证券研究所

数据来源：财政部，兴业证券研究所

彩种创新引领行业未来发展

- 彩种研发市场潜力巨大
- 返奖率会不断提升

图：玩法创新加大，未来彩种创新可期



图：鸿博的创新游戏



数据来源：GAMBLING，兴业证券研究所

数据来源：兴业证券研究所

彩票行业展望

- 体制、内容（彩种）、渠道创新引领行业未来发展
- 静待互联网彩票行业政策明朗
- 围绕个股这块：
 - 从渠道端可以关注人民网、500彩票、亚博科技控股（阿里）
 - 从彩种角度：鸿博股份、天音控股等

提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

中国医美仍将蓬勃发展

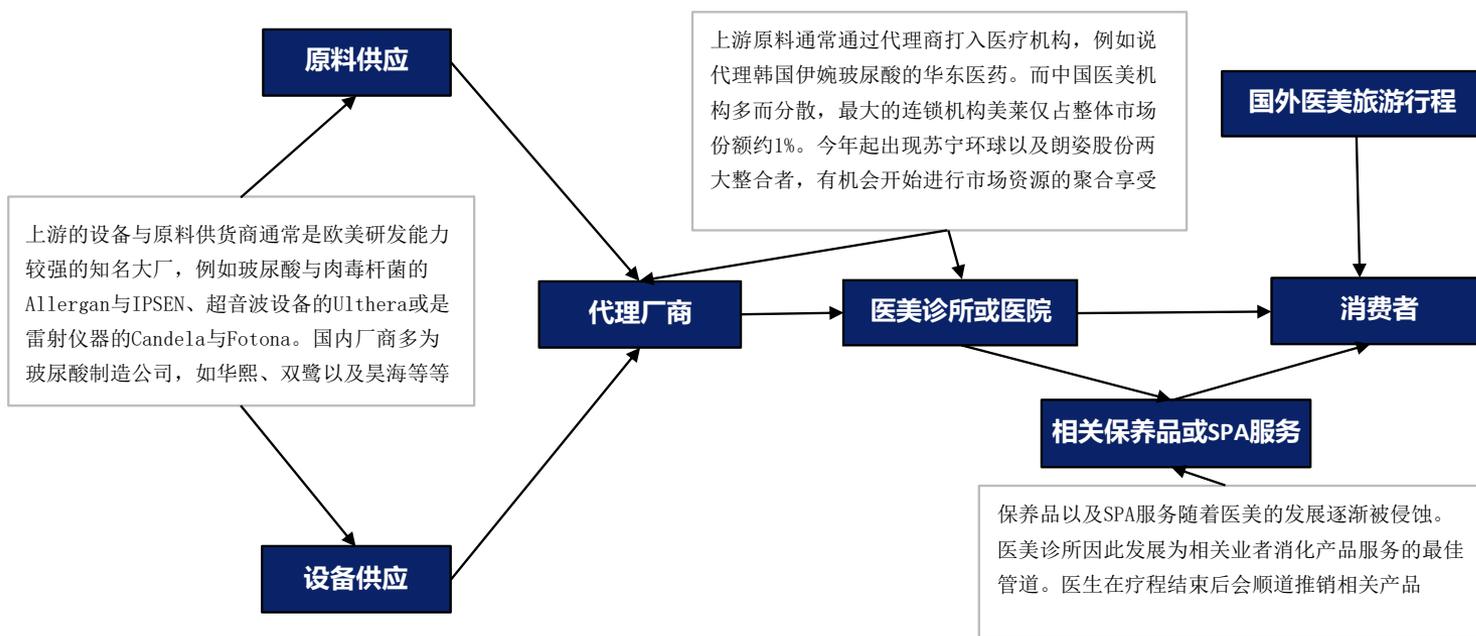
➤ 产业现况

- 中国医美市场**2015年**占全球第三，有机会于**2017年**超越巴西成为世界第二市场。当前中国美业总消费额接近**5000亿人民币**，将于**2020年**达万亿市场，复合增速**14.9%**。我们认为中国潜在市场巨大，包含以下几点
- 根据**ISAPS**的最新数据，中国当前医美疗程/千人仅**1.7次**，低于美国及巴西的**12.6**及**11.6次**，更是远低于韩国的**23.1次**
- 当前中国合规医美仅占整体市场的**10-20%**，未来随著规范持续趋严，当前存量需求即十分惊人
- 近几年随著人均可支配所得增加以及对医美的正确认知逐渐普及，预期中国医美市场仍将维持快速增长，上下游利润仍将持续扩张

中国医美利润分配并不健全

- 成熟的医美体系利润分配通常为-上游原料器械（50%）/中游代理商（20%）/下游医疗机构（30%）
- 中国医美产业链仍未发展健全，一般而言约70%营收被医生以及渠道夺走，扣除原料以及固定摊销后剩馀并不足以让机构坐大，也导致上游投入意愿较低

图：医美产业链概述

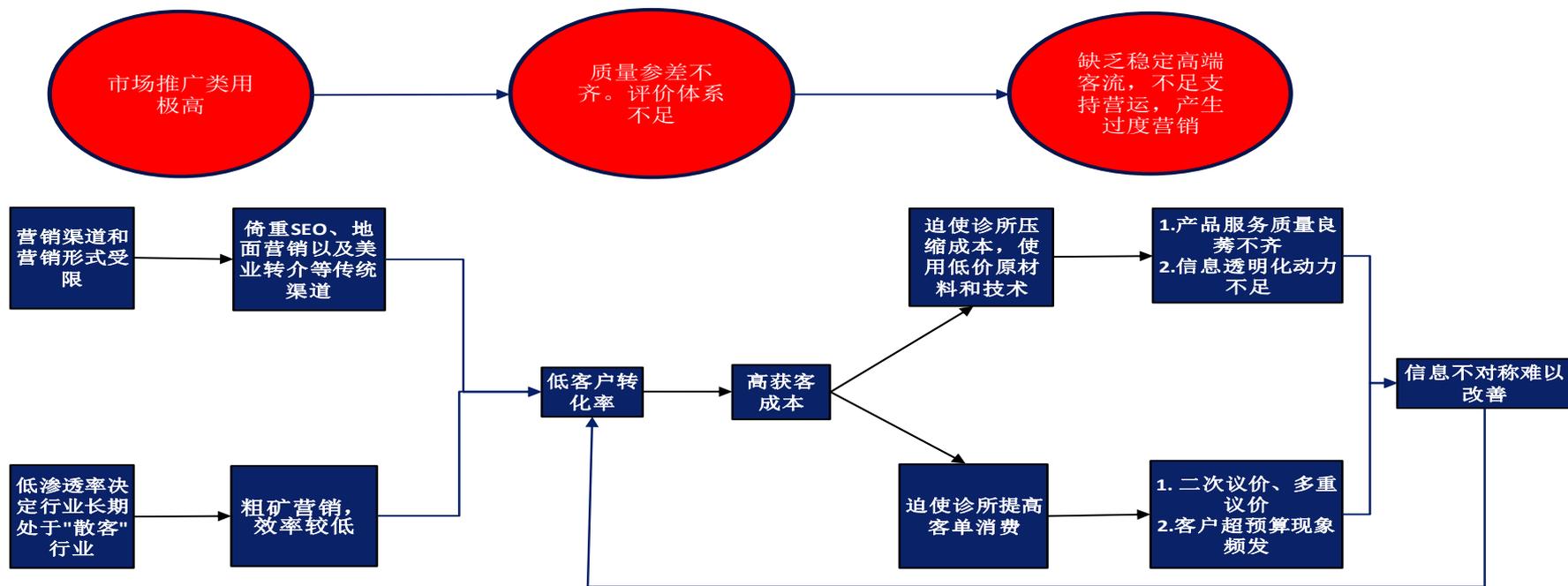


来源：兴业证券研究所

人才、获客、行业分散三大痛点造成当前困境

- 中国整形外科医生数仅2.2/百万人，远低于美国和巴西的20.3及27.5人
- 飞刀医生充斥造成回头客比率低，机构必须消耗大量成本通过线上或线下渠道获客
- 无法聚集医生资源以及高获客成本也导致行业分散，最大的连锁美莱也仅占市场份额约1-2%

图：中国医美渠道的现状和痛点

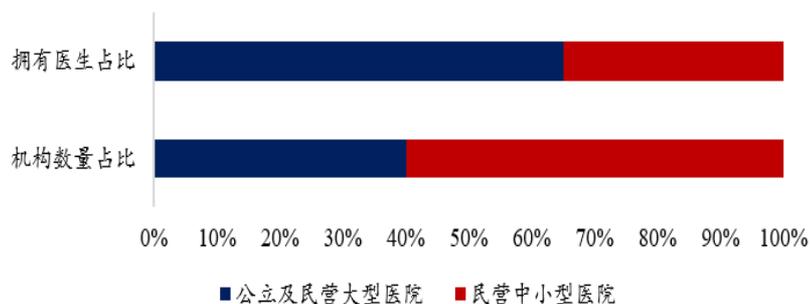


数据来源：Quandl Data，兴业证券研究所

医生资源缺乏的核心关键，莆田系为原因之一

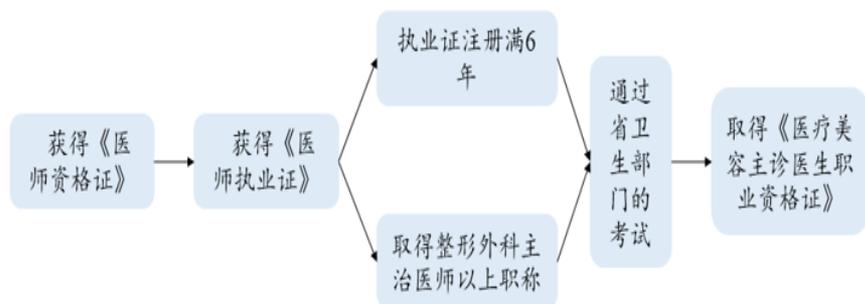
- 造成当前人才困局的原因是1. 仅有美容外科、皮肤科、齿科以及中医科符合医美医师资格、2. 医生培养的长周期（成为主诊医师至少需要10年的时间）、3. 国内医美人才主要集中在公立医院，数量超60%的民营中小型机构仅拥有全国约35%的医生资源、4. 民营机构普遍采取雇佣制，激励和保障措施不到位，医生随时会因为更高的薪水跳槽
- 除此之外，过往民营医美机构8成皆为莆田系，在较为短视的策略之下大量雇用飞刀，未有长期捆绑人才的打算，也造成民营医院数量虽占6成，仅拥有约35%的医生资源

图：大型医院拥有的医生资源占据优势。



资料来源：公开资料，兴业证券研究所。

图：医疗美容主诊医师职业申请资质及流程。



资料来源：兴业证券研究所。

医美发展关键第一步为“挟医生资源快速拓展连锁”

- 产业链需要产生大量健全的下游机构，上游随即受惠需求增加得以发展
- 机构整合者将持续出现，先行者如苏宁环球及朗姿股份有机会吃到最大蛋糕
- 根据爱尔眼科的快速拓展模式，其掌握了器械标准化后进行资本投入，通过合伙人计划捆绑人才，最后以产业基金进行快速并购成为龙头。放眼医美产业，我们认为苏宁环球人才以及管理培训进行医美标准化后，通过何人计划捆绑人才并且以医美基金快速并购的模式与爱尔眼科高度相似，预期成为龙头机会极大

表：苏宁环球有机会复制爱尔眼科的快速拓展模式

对比项目	苏宁环球	爱尔眼科
产业基金	设立“苏宁环球医美产业基金”，规模50亿元，已并购11家线下医美医院和1家线上渠道公司	参与设立四个产业基金，两年来累计并购约60家眼科医院
分级诊疗	创立四级诊疗模式	创立三级诊疗模式
人才储备	设立医美培训学院，与高校合作办学	与高校合作办学，开展内部继续培训
合伙人计划	医生合伙人计划 Med Partner	两个合伙人计划

来源：兴业证券研究所整理

诞生于2016年的两大医美整合者

- 苏宁环球以及朗姿股份于2016年宣布进军医美市场，通过自有资金或融资管道以原有优势产生协同效应
- 同时期出现两大企业进入整合包含几项信息1.中国具有品牌效应的医美集团仍少、2.医生资源仍散布于庞大市场等待整合、3.极欲成为行业标准制订者

表:两大医美整合者比较表

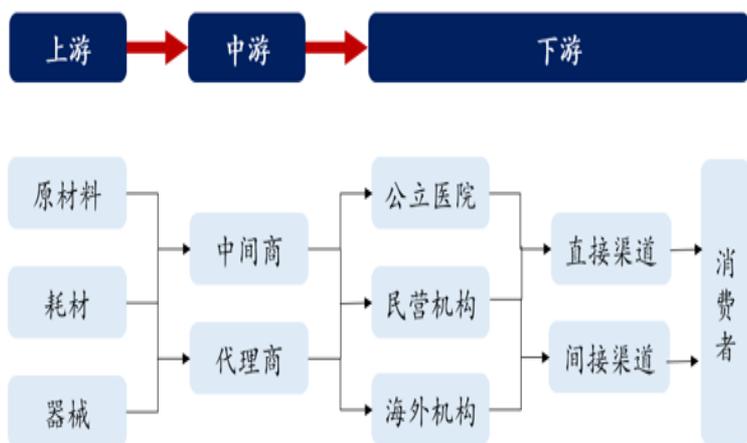
公司名称	苏宁环球	朗姿股份
原始业务	地产业	女装+童装+面膜
技术&品牌合作	韩国ID健康集团	韩国 Dream Medical Group
目前整合概况	出资约14亿，包含并入12家医美机构，入股ID健康集团30%股权、合资6亿医美子公司以及战略投资更美APP	出资约9亿，包含入股30% Dream Medical Group股权、取得米兰柏羽以及晶肤医美两大品牌6家医美机构以及成立全资医美子公司
公司对未来预期	2016-18年分别达到15/30/50家医美连锁，成为市场龙头	2018年达到40家以上医美连锁，成为市场龙头
当前市值	285(亿)	89(亿)
当前股本	30.35(亿)	4(亿)
预估2016-18年EPS	0.34/0.49/0.63	0.32/0.37/0.47
2016-18年PE	27.6/19.1/14.9	68.9/59.6/46.9

来源：兴业证券研究所

未来可关注上下游协同效应

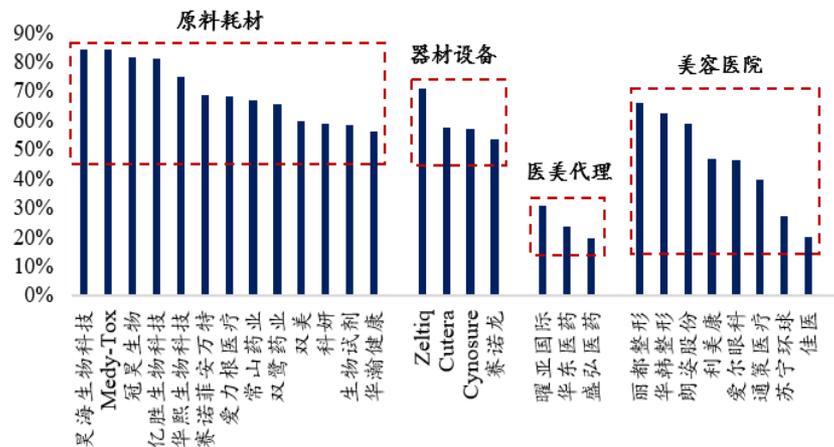
- 国内医美上游产业仍未进入爆发期，然而随着下游市场的逐渐完善，上游将夺回其话语权。以美国为例，当医美产业步入成熟期阶段时，上游代表企业保持5年复合增速55.8%的增长。我们预期国内医美合规化和成熟化进程将加快，市场将出现上下游的整合型企业。
- 预期相关医美下游拓展完备后将会放眼上游，一方面可享受上游较高的净利润，另一方面可减少原料代理成本增加整体利润，有机会成为投资亮点

图：医美产业链



来源：兴业证券研究所

图：医美产业链上游毛利率位居高位。



来源：Wind，兴业证券研究所

注：数据年份为2015年。

其他建议关注医美概念股

产业链	公司	市值（亿人民币）	主要医美业务
上游原料	华熙生物科技 (0963. HK)	44.8	透明质酸产品制造商 (润百颜)， 中国市占率达7成
	双鹭药业 (002038)	207.0	参股子公司北京蒙博润生物科技有限公司生产透明质酸系列产品 (舒颜)
	昊海生物 (6826. HK)	61.5	于2014 年正式打入高速增长的美容整形市场， 昊海为中国第二家本地企业推出交联透明质酸凝胶产品 (海薇)
	爱力根公司 (AGN)	4,889.2	肉毒杆菌 (BOTOX) 以及透明质酸制造商 (JUVEDERM)
上游器械	赛诺龙医疗有限公司 (ELOS)	18.8	以色列著名激光设备制造公司
	奇致激光 (832861)	6.1	中国少数上市的激光设备制造商
下游医美机构	苏宁环球 (000718)	300.0	与ID健康集团合作， 目前并入12间医美机构， 有机会于2017-18年分别达到30/50家成为市场龙头
	朗姿股份 (002612)	87.0	与Dream Medical 合作， 目前并入6家医美机构， 公司目标于2018年达到40家以上
	华韩整形 (430335)	10.8	目前拥有7家医美机构， 以南京友谊医院为首， 主打整形外科， 未来将持续拓展
	利美康 (832533)	3.7	整形美容医院
	恒大健康 (0708. HK)	164.0	与原辰合资成立整形美容医院

提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：传统电商的新突破口
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

传统电商流量红利逐步耗尽，社交电商带来新动能

- 传统电商在近十年的快速发展后，由终端普及带来的用户流量红利正逐步耗尽。以阿里巴巴为代表的电商平台GMV增速从2013年60%以上的增速下降到2016年的24%，阿里巴巴近期也首次在季报中淡化GMV的概念，背后折射的是传统电商流量发展逐渐进入瓶颈期。
- 社交电商成为突破口，兼具多项优势：（1）商品内容化，提升用户有效决策；（2）增加社交行为和购物氛围；（3）客服成本有效降低；（4）提高销售效率和转换率。

图：我国电子商务市场规模增速开始下滑。



来源：艾瑞咨询，兴业证券研究所。

图：阿里巴巴 GMV 增速呈下滑趋势。

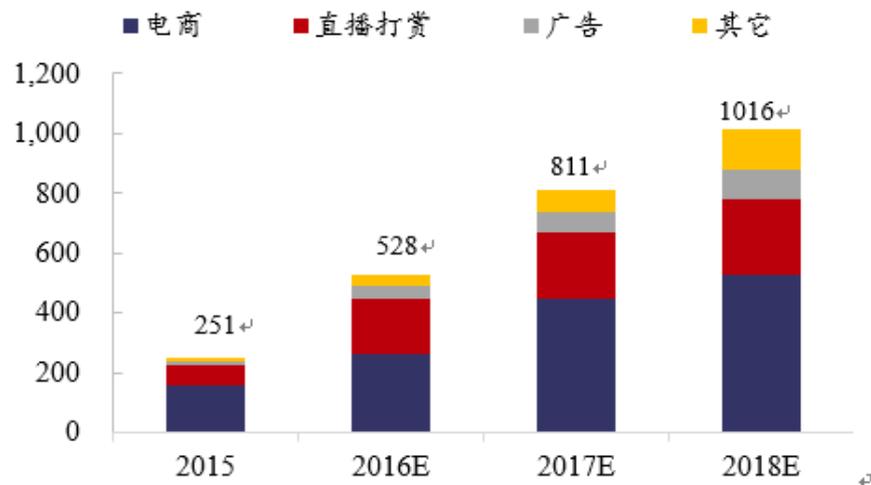


来源：阿里巴巴财报，兴业证券研究所。

社交电商现今规模以及未来趋势

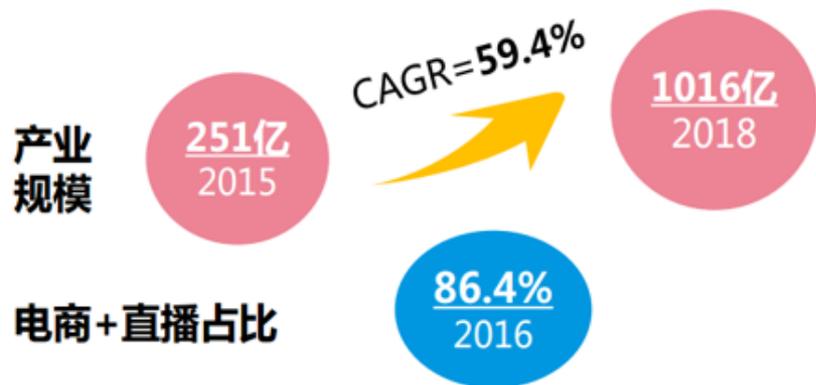
- 2016年整体网红产业规模有望达到528亿，其中以红人为核心的社交电商成为网红经济变现的主要方式，占整体规模的一半以上。社交电商主要分为两种模式：
 - 通过微博、微信等社交平台，以图文形式展示产品信息，并引流粉丝到相应的电商平台
 - 通过直播方式，对产品信息进行立体化介绍，并进行实时的互动交流。

图：中国网红经济产业规模预测（亿元）



来源：易观智库，兴业证券研究所

图：电商和直播打赏是主要变现手段



来源：易观智库，兴业证券研究所

网红为社交电商的关键资源，关注网红孵化器

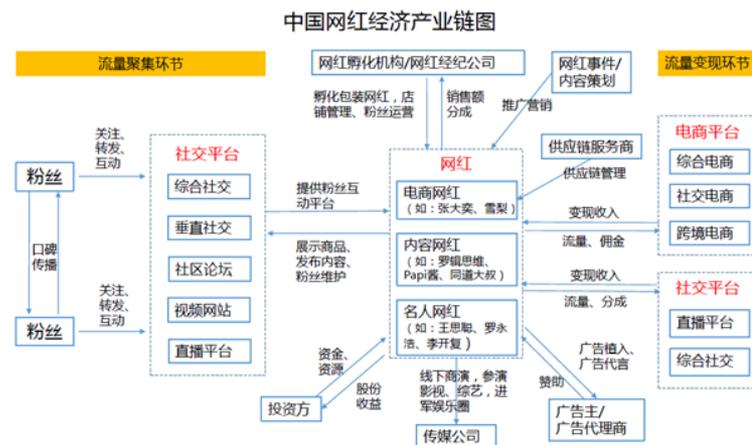
- 社交电商围绕网红形成，主要因为其自带流量，具有与粉丝捆绑的特性，也因此平台融资一部分除了进行频宽的投资，另一方面则进行网红的挖角大战。举例而言，全民TV在短时间内聚集了大批重量级主播入驻（如小智、小漠、Uzi等），快速跻身直播平台前列，而战旗TV在大批流失知名主播后已经在平台间厮杀中落入下风
- 中国网红处于初期阶段，网龄较短，因此优质标的难寻。我们认为具有孵化网红特质的网红孵化器将是关注点

表：网络主播身价排行

排名	主播	直播游戏	直播平台	预估身价(万/年)
1	小智	LOL	全民TV	4000
2	PDD	LOL	熊猫TV	3500
3	Miss	LOL	虎牙直播	3000
3	White	LOL	斗鱼TV	3000
5	Uzi	LOL	全民TV	2500
6	若风	LOL	熊猫TV	2200
7	小漠	LOL	全民TV	2000
7	秋日	炉石传说	全民TV	2000
9	安德罗妮	炉石传说	虎牙直播	1800
10	阿怡大小姐	LOL	斗鱼TV	1700

来源：公开资料，兴业证券研究所

图：产业围绕网红形成

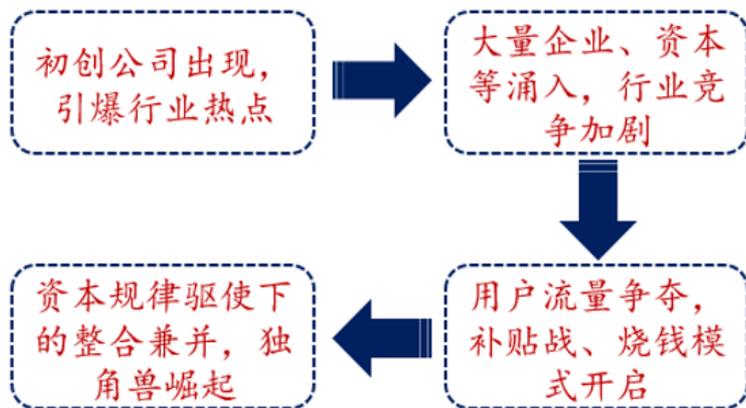


来源：易观智库，兴业证券研究所

社交电商及平台将出现整并

- 互联网行业的发展特点在于“热点爆发快，准入门槛低；前期野蛮生长，后期整合兼并”，我们通过窥探国内众多互联网细分领域的发展，比如团购行业从最高峰的5000余家参与者到最终“新美大”合并后占据80%以上的市场份额，行业经历了分散到集聚的格局转变，独角兽模式成为了最典型的业态。我们认为对于国内当前火爆的网红经济而言，平台以及网红经纪公司最终均会通过厮杀角逐留下少数的独角兽公司，尤其是背靠BAT等资本巨头企业将占据先机。

图：互联网行业的独角兽竞争之路。



来源：兴业证券研究所。

表：BAT布局下的互联网企业兼并过程。

所属行业	整合兼并后的寡头公司	BAT方面的投资方
在线视频	优酷、土豆合并 爱奇艺、PPS合并 腾讯视频	阿里巴巴 百度 腾讯
团购网站	美团、大众合并 百度糯米	阿里巴巴、腾讯 百度
在线音乐	QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐合并 天天动听与虾米音乐合并	腾讯 阿里巴巴
网络文学	起点中文、QQ阅读等十余家合并 纵横、书旗等合并	腾讯 阿里巴巴
在线旅游	携程、去哪儿合并 58同程、赶集网合并	百度 腾讯、百度
网络专车	滴滴、快的合并 滴滴、优步中国合并	阿里巴巴、腾讯 阿里巴巴、腾讯、百度

资料来源：兴业证券研究所整理。

电商转型网红孵化

- 电商占网红产业变现模式的58%，也因此电商最优先成为网红产业整合的先锋，若是能够拥有孵化网红的体质则能够更有效率的导入流量并且降低行销成本。
- **如涵控股(832887)**：今年4月如涵借壳新三板公司克里爱成功上市，公司由淘宝电商率先转型发力网红孵化，在供应链端和网红资源积累方面均具备强有力的竞争基础，逐渐成为网红孵化龙头企业。当前如涵电商已签约网红百余人，包含知名网红张大奕，有望在保持行业地位的同时继续做大做强。
- **南极电商(002127)**：拥有强大的电商综合服务能力，在产品供应链、大数据分析等方面均处于领先势态。同时以“明星港商城”打造网红经济，并与韩国MUMUInc网红孵化器进行战略合作，布局网红经纪公司孵化网红及网红品牌。目前公司利润主要仍倚靠南极人以及南极人十等品牌的授权溢注，网红效应有机会于2017年开始产生协同效应，预估16-18年净利润预测为3、4.8和6.2亿元，EPS为0.21/0.33/0.43，目前PE为56.1/35.7/27.4，增持评级。

传统生产商借力网红拓宽销售渠道

- 传统行业如女装、女鞋等等产业进入了国内外品牌的全面竞争的态势。也因此为了更有效率的对产品进行宣传以及导入消费流，网红的KOL (Key Opinion Leader) 效应也就成为传统企业极欲争取的亮点。
- **星期六(002291)**：从2014年起营收和净利润均呈现负增长，今年前三季再度同比下滑约26%，目前期望通过三大策略重启成长动能：1. 降低线下百货到总销售比重的30%（过往占比过半），将线上销售和品牌集合店提升到30%和40%。2. 利用品牌集合店实现全品类覆盖，分散个别产品风险。3. 通过并入的在线平台（闺蜜网、OnlyLady）推展网红营销（KOL），从网上引导消费者到线下集合店体验，又可以回到线上商城进行购物。我们看待公司将从明年起重启成长动能。EPS为0.05/0.07/0.08，维持增持，
- **华斯股份(002494)**：华斯股份主营裘皮服装的设计、生产、销售，营业收入和归母净利润在2015年和2016H均同比大幅下降。目前已经初步完成了从社交电商平台（微卖）、红人大数据挖掘（优舍科技）、网红电商运营（未来时刻）、产品供应（皮裘主业）的布局，未来在继续做好社交电商发展的同时有望带动主业协同发展，建议关注。

其他网红概念股整理 (1/2)

表：网红投资概念股简要情况梳理。

类型	名称	简介	主要投资方	上市公司投资方股权情况
	映客	映客位于直播领域第一梯队，开创全民直播+明星模式先河，当前映客用户量超 1.3 亿，日活达到 1500 万，估值 70 亿元。	昆仑万维 (300418.SZ)、赛富基金、金沙江创投。	昆仑万维当前持有映客 10.23% 股权。
平台	六间房	六间房是主要的生活秀场类直播平台之一，当前六间房月均页面浏览量达 6.32 亿，注册用户数达 4,367 万，月均访问用户达 3,410 万。	宋城演艺 (300144.SZ)。	宋城演艺以 26 亿元收购六间房 100% 股权。
	龙珠 TV	国内综合游戏直播平台，背靠电竞团队 PLU，与腾讯游戏、游戏风云、NICETV 等有深度战略合作，拥有《英雄联盟》等超过 30 余款游戏顶级赛事的直播权。	腾讯、游久游戏 (600652.SH)。	游久游戏以 2.78 亿元持有龙珠 TV 21% 股权。
	战旗 TV	战旗 TV 以游戏直播为主，涵盖了体育、综艺、娱乐等多种直播内容，当前 APP 安装量破千万次，月活跃人数占 80%。	浙报传媒 (600633.SH)。	直属于浙报传媒。
网红	艾克里里	2015 年出了鬼畜化妆视频，一炮而红，属于自毁自黑型段子手，微博粉丝：852.2 万。	飞博共创 (834617.OC)。	飞博共创出资 30 万 (占 30%) 与艾克里里共同设立参股公司上海借智文化。
	穆雅斓	以“配音”视频 (只是对口型，进行夸张的肢体表演) 在微博上成为网络红人，微博粉丝：343.5 万。	飞博共创 (834617.OC)。	飞博共创出资 30 万 (占 30%) 与穆雅斓共同设立参股公司厦门穆雅斓文化。
	马睿	主持《关爱八卦成长协会》，因对八卦的独到见解，精彩的配音方式令节目在短时间内点击量过亿。	腾信股份 (300392.SZ)。	腾信股份出资 1000 万元，占火钳刘明公司 10% 股份。

其他网红概念股整理 (2/2)

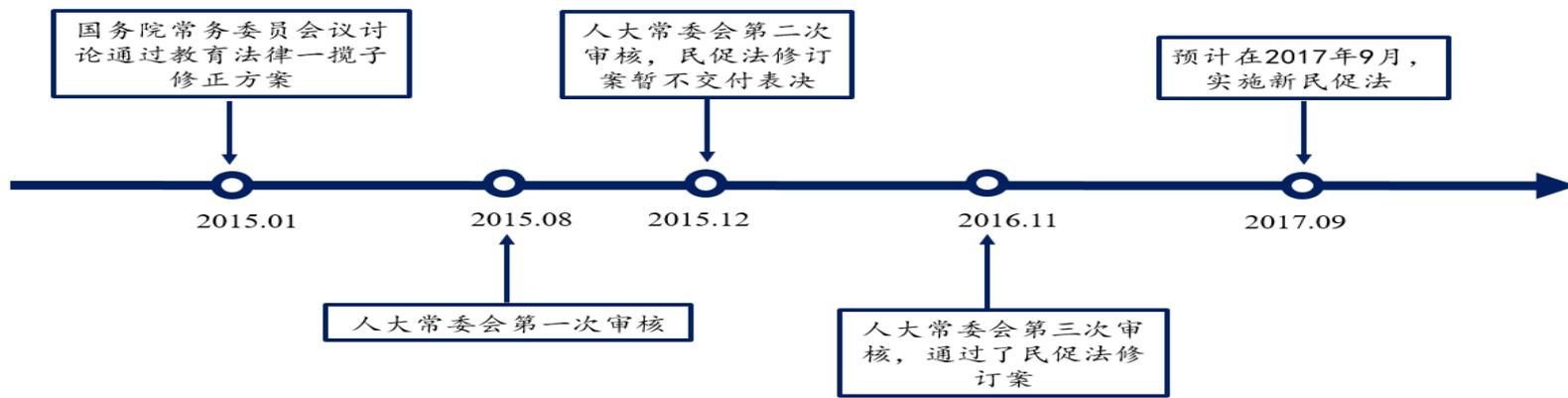
类型	名称	简介	主要投资方	上市公司投资方股权情况
	新片场 (834630.OC)	国内最大的新媒体内容平台之一，致力于聚拢优秀创作人，出品发行影视作品。2015年年底新片场拥有注册用户 30 万人，上传作品近 10 万部，场旗下包括 V 电影和魔力盒两款产品。	九合创投、阿里巴巴、红杉资本、中瑞资本	已于新三板挂牌
	如涵控股 (832887.OC)	网红经纪孵化公司领军企业，已签约网红百余人，开设超 50 家网红淘宝店，旗下有知名网红张大奕、大金、朴瑟、左娇娇等，微博粉丝均在百万级别以上。	赛富亚洲基金、君联资本	已借壳新三板公司
网红经纪公司	杭州缙苏	专注于个人化品牌孵化，帮助时尚网红做好女性消费类商品的线上零售，拥有淘宝店铺总数超 30 家以及自身供应链，合作的服装工厂 100 余家，知名红人品牌包括 VCRUAN、赋娃定制、榴莲家、小兔定制等。2015 年营业收入达到 3 亿，CEO 施杰表示 2016 年缙苏电商的营业额预计将达到 15 亿-20 亿元左右。	光线传媒 (300251.SZ)	光线传媒投资 3000 万，占 6% 股权
	七煌	主营电子竞技方向孵化，包括电子竞技节目的制作和包装、电子竞技明星的培养和宣传、以及电子竞技相关培训的研发和拓展。旗下拥有知名解说和斗鱼等平台当红主播笑笑、西卡、七号、张琪格、郭mini 等。	联创基金、新文化 (300336.SZ)、东方富海	新文化投资 5000 万元，占 10.87% 股权
	中樱桃	拥有完善的培训、包装、和经纪体系的草根网红艺人经纪公司，拥有多名金牌艺人经纪，并伴有专业的才艺培训，签约网红艺人 120 名+。	中植资本、游久游戏 (600652.SH)、中南文化基金	游久游戏投资 5000 万，占 20% 股权
公司转型	南极电商 (002127.SZ)	依托主业电商生态综合服务业务，通过开发“明星港商城”项目，与韩国 MUNMU 网红公司合作，收购时间互联，从实现整个网红产业生态圈的闭环布局。	-	-
	华斯股份 (002494.SZ)	初步完成从社交电商平台（微卖）、红人大数据挖掘（优舍科技）、网红电商运营（未来时刻）、产品供应（皮裘主业）的产业布局。	-	-
	星期六 (002291.SZ)	收购时尚锋迅（OnlyLady）和时欣信息（Kimiss 闺蜜网）打造“时尚 IP 生态圈”，未来有望带动主业复苏。	-	-

提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

民促法三审终获通过，民办教育资产证券化将提速

- 《民促法》整体思路仍然是进一步推动民办教育更为市场化、规范化发展。一审二审时最大的争议集中在营利性与非营利性民办学校的划分标准、优惠措施、剩余财产权归属以及实施前后过渡办法等问题。从此前传出的三审前稿来看，方案对于涉及义务教育阶段的民办学校维持非营利的约束，除此之外，整体方针仍为市场化与规范化。
- 《民促法》的真正落地需要通过包括国务院及教育部及各省地方法规配套的逐层讨论制定、审核及批准。人大规定修正案自**2017年9月1日**起施行。
- 整体推进、分类规范、分步实施，顶层设计加快落地。从政策层面来看，《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》作为纲领，长期指引民办教育分类管理，深改组出台配套政策支持民办教育分类管理；从立法层面来看，《教育法》已正式删除了“任何组织和个人不得以营利为目的举办学校及其他教育机构”的规定，展现了顶层对于修法的明确态度。2016年以来，证监会明确表现出了对教育资产证券化的支持，勤上光电和中泰桥梁等明确投向教育项目的增发项目均已得到发审通过。



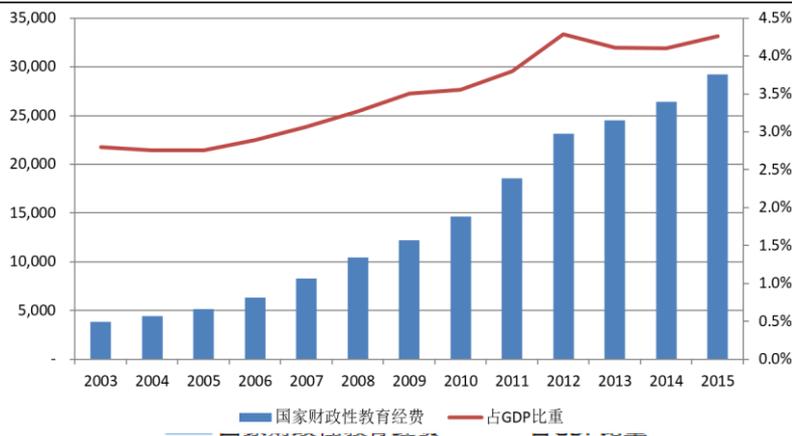
教育行业投资逻辑

- 新法明确了义务教育阶段以外的教育领域开办营利性学校的限定：聚焦非学历培训教育、幼教、高中学校、高等教育
- 尽管民促法修正案三审通过，但是2017年9月1日正式实施前，短期仍以政策催化板块情绪为主
- 中期来看，教育板块的核心投资逻辑仍为教育资产证券化，财务状况良好、具有高效的教育资产投资整合能力的先行者有望持续受益

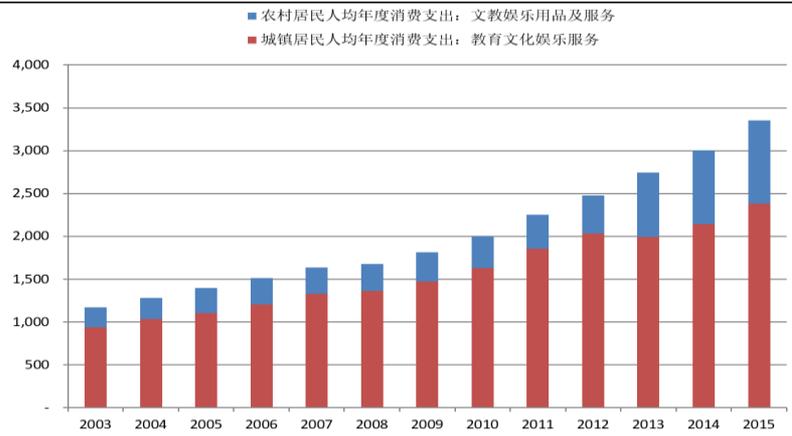
教育行业整体规模仍将稳健增长

- 行业市场空间逾万亿，整体规模仍将稳健增长。2014年我国教育行业整体规模（国家财政+家庭支出）已达3.6万亿，未来五年CAGR预计8.9%，2020年行业整体规模有望突破6万亿元。
- 教育资源分配严重不平衡，社会资本积极参与。行业发展逻辑看，除了受益于人口红利带来的巨大教育需求外，我们国家一直面临着教育资源分配严重不均衡的问题，除了地区之间的教育资源分配不均，地区内部之间的教育资源、学校与学校之间的教育资源以及“寒门”与“朱门”子女教育分配均不是很均衡。当然，问题带来机遇，目前我国的教育产业规模已达到万亿级别，仍有较大的改善空间，社会各方对该领域的投资也在不断增多。

国家财政学教育经费(亿元)占GDP比重不断增长。我国居民对文教娱乐服务消费(元)支出不断增多。



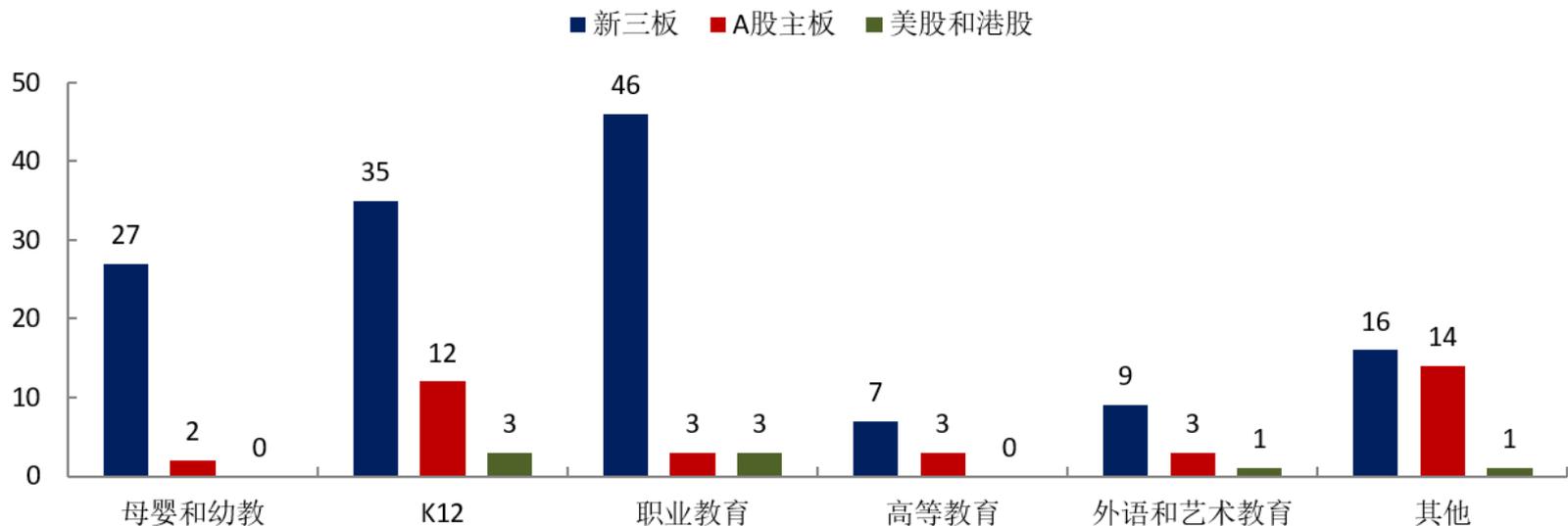
来源：Wind，兴业证券研究所



来源：Wind，兴业证券研究所

主板与新三板市场教育标的分布

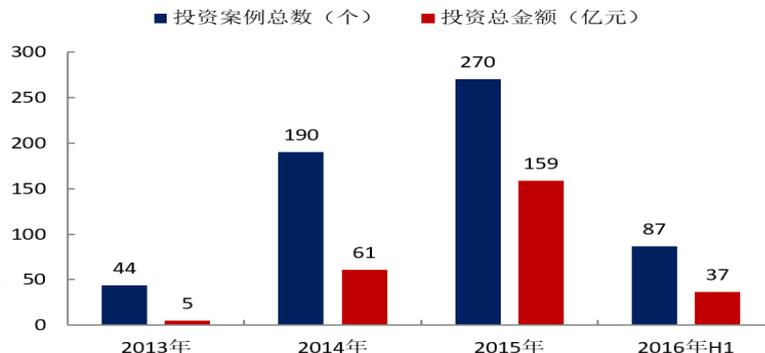
- 主板和新三板形成巨大教育产业集群。从新三板各细分子领域标的数也可看出教育各不同子行业的差距所在，职业培训、K12、婴幼儿教育等相较于高等教育和外语艺术类教育明显更为火爆。



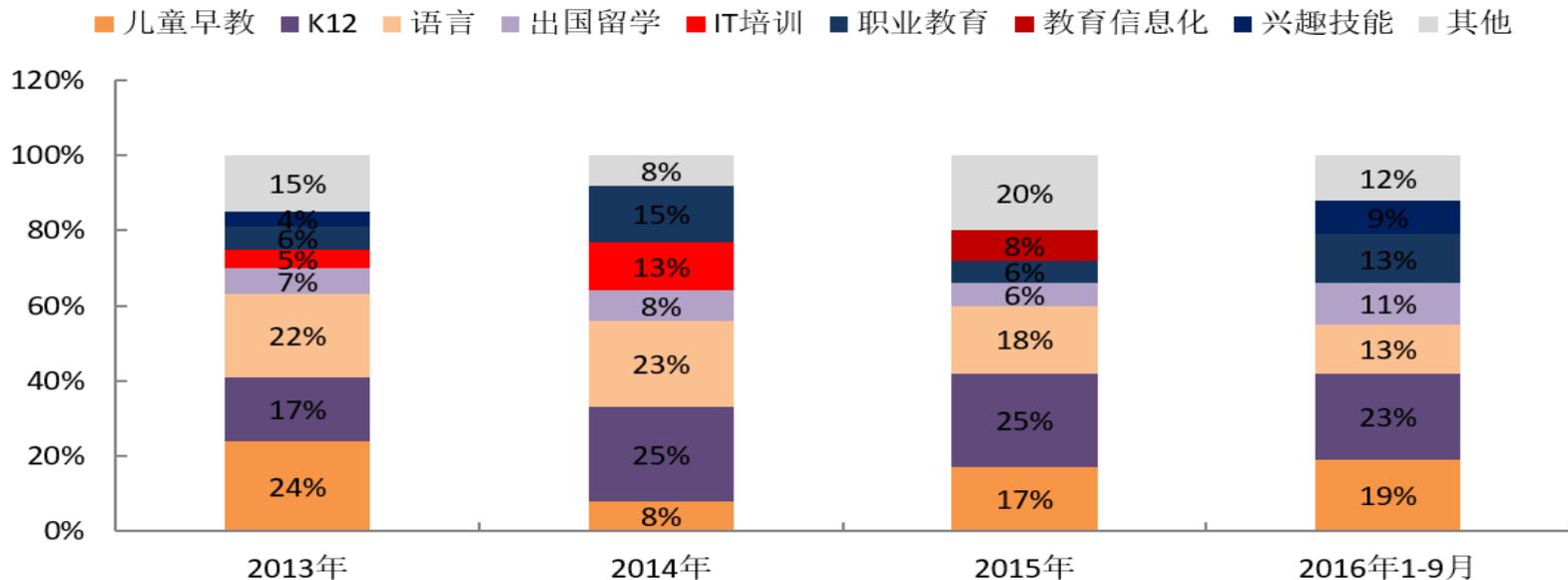
一级市场教育标的子行业分布情况

- 近年来教育行业在一级市场持续火热，虽然**2016年**融资额近乎腰斩，但纵观其它行业的表现来看已实属不错。

- 2013-2016H1**一级市场教育行业投资案例总数（右）



- 2013-2016H1**一级市场教育行业部分细分领域在教育总投资案例中的占比



细分子领域投资机会

- 先前拿政府优惠越少，政策投入越少的教育细分子行业更易资产证券化。排序：1、职业教育；2、幼儿园等新设学校，没有税务和土地历史包袱的细分领域将会发展更快。3、高中进程或较慢；4、高等教育。从推进进程来看，培训服务行业（近100%民营机构+工商局登记为主）、民办幼儿园（民办占比66%）、新设学校（国际学校为主）将最先受益。
- 盈利能力层面：幼儿园和高等学校盈利能力较强，高等学校一直以来税收优惠很多，如果不考虑增值附加，转营利性后增值税和所得税优惠不能落实的话，盈利能力会有所下降。而培训类多年来一直在交税，盈利能力不会收到影响。
- 综合以上两个维度，我们认为培训服务类、民办幼儿园、职业教育以及新设学校如国际教育等子领域将最先受益，当择优选择细分赛道优质龙头。

图、人生周期的教育产业链条。



数据来源：好未来、易观智库、兴业证券研究所整理。

教育行业——幼儿教育

- 消费升级趋势下家庭意愿能力增强、政策扶持引导以及资本融合深度加大，幼教行业迎来快速成长期。2015年幼教行业市场规模6900亿元，2015-2020年CAGR预计可达11%，2020年市场规模约11000亿元。
- 幼教培训市场相对分散、竞争激烈，龙头市场潜力大但尚不成熟。在幼教服务领域，中高端连锁幼儿园最被看好。幼教内容提供商的核心在于内容产品化能力，其中2C端强调产品竞争力，盒子类产品正在成为家庭幼教场景重要入口之一；2B端看重服务有效性，及最终2B2C的能力。因为幼教信息化属高壁垒领域，环宇万维等公司优势明显，新进入者机会不大。
- 积极融合资本将是幼教企业快速成长的关键助力。幼教行业正与资本深度融合，2014年开始进入密集期。A股上市公司并购幼教资产的PE估值普遍均在十几倍，资本的涌入正在成为行业快速发展的主要推动力。

分类	收费标准	特点
超高端幼儿园	7000元/月以上	国际学校为主，大多面向外籍子女
高端幼儿园	3000-7000元/月	主要分布在一二线城市
中端幼儿园	1000-3000元/月	二三四线城市均有布局
公办园等普惠性幼儿园	1000元/月以下	办学条件尚可，合乎规范，教育质量有保障
低端幼儿园	1000元/月以下	农村居多，缺乏严格课程体系和办学标准

教育行业——K12课外培训

- 庞大规模中小学人口背景下叠加二胎政策红利，催生K12课外培训广阔市场空间。2015年K12课外培训市场规模约4800亿元，未来五年CAGR仍有望维持在20%以上，行业市场规模在2020年将达到1.2万亿。

图 K12 教培机构已与资本市场深度融合。



数据来源：兴业证券研究所整理。

教育行业——K12课外培训

- 竞争格局高度分散，处于完全竞争状态。目前全国约20万家中小学培训机构，新东方、好未来和学大教育的收入占比仅约2%。随着互联网的发展，渠道优势逐步淡化，K12行业市场份额有望加速向拥有优秀教研师资和优质教学质量的公司集中，竞争格局有望从完全竞争走向寡头竞争。
- 互联网将加速行业整合集中，但未来主流仍将是面授教学。互联网难以颠覆线下培训机构，但有助于优质的线下机构拓展三四线城市市场，未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因的线下机构。
- **K12培川企业成功的不二法门是“一地成功，异地复制”**。无论是以成功的‘单店模型’在一二三线城市不断复制和开设线下学习中心，还是通过‘线下学习中心+线双师课堂’互联网技术布局三四线城市，优秀的师资团队和良好的教学质量都是K12培川机构的核心竞争力上。

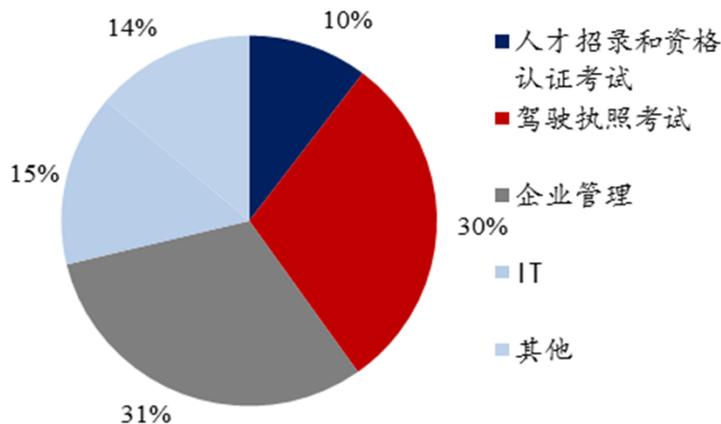
教育行业——职业教育

- 近年来伴随就业市场竞争升温，非学历职业教育步入快速发展的轨道，市场规模迅速扩大。2015年市场规模约为5800亿元。未来五年CAGR有望超过25%，2020年市场规模将突破1.7万亿元。
- （1）2015年人才招录考试和资格认证考培市场均为300亿元，2020年两者市场空间将达到900亿元，2015-2020年CAGR为8%，空间广阔且稳步成长。
- （2）机动车驾照经过多年发展已拥有较高的渗透率，2015年市场规模约1700亿元，以C端市场为主，竞争格局高度分散，服务半径极为有限，实现跨地域发展的驾校屈指可数；飞行培训方面，飞行驾照普及处于起步阶段，受2016年国务院出台低空放开政策及航空基建完善的影响，未来通用航空将迎来发展风口，预计B端市场有望爆发，2016-2018年飞行培训市场规模为32亿元，56亿元和89亿元。

教育行业——职业教育

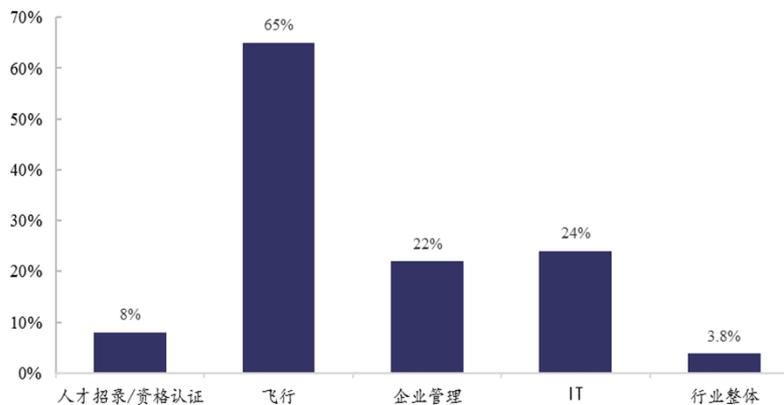
- (3) 企业管理培训2015年市场规模约1800亿元，高等院校商学院、跨国培训公司在华机构、咨询专注型公司及企业管理培训公司四类公司构成市场竞争主体，市场结构高度分散。
- (4) 伴随互联网创新大潮，IT行业整体发展向好，2012-2015三年行业整体收入CAGR为20%。由于IT行业收入较高，对人才吸引力较大，因此培训需求旺盛，2015年IT培训市场规模约870亿元，行业巨头达内科技市占率不足2%，市场结构高度分散。

图、非学历职业教育各细分赛道市场空间（亿元）。



来源：兴业证券研究所。

图、非学历职业教育各细分赛道预计复合增长率。



来源：兴业证券研究所。

教育行业——教育信息化

- 我国教育体制以应试为纲，这决定了**K12**作为风口的必然性。目前我国中小学阶段**1.8**亿名学生和**28**万所学校为教育信息化的海量市场打下了基础。
- 教育进入**DT**时代，大数据将使因材施教和精准提分成为可能。教育信息化时代四大趋势为大数据测评、平台型生态、人工智能与销售模式创新。（1）“数据采集”和“数据分析”之后，配合“提分资源”将有望实现因材施教和精准提分。（2）“开放平台+优质内容”的智慧教育生态圈闭环渐现。教育云平台运营商可以把校内和校外优质的教育资源对接给老师、学生和家長。（3）人工智能目前已在高考口语测评和中英文作文评分领域深度应用。（4）**PPP**和融资租赁的销售模式创新有望助力拥有资本优势的优质公司全国扩张。
- 教育信息化领域的发展与困局。教育信息化目前参与市场竞争的有两类公司传统教育信息化厂商、互联网企业。对于传统教育信息化厂商来说，教育信息化本身是非常好的现金流业务。在**B2B**模式下，各级教委每年都有固定的预算和经费，这给教育信息化厂商带来非常好的现金流。对于互联网企业进军教育信息化领域，互联网人思维是产品导向型的，虽然产品体验很好，但目前这个阶段基本上需要通过免费甚至补贴学校以推广产品。在产品体验和关系营销的博弈中，长期看好资本支持的公司。收费和免费是产品体验和关系营销之间的竞争，短期看好关系型主导的传统教育信息化厂商，长期看好资本支持的互联网企业。

相关投资标的

● 幼儿教育

公司简称	市值 (亿)	具体分析
威创股份	138	公司幼儿园运营管理业务快速发展, 业绩显著超出预期, 2016-2018年公司EPS为0.22/0.43/0.72元, 当前股价对应PE分别为78/39/23倍。看好公司作为幼教市场龙头标的, 打造2B2C、线上(家园互动云平台、幼教App等)+线下(幼儿园、渠道、教玩具)完善的幼教生态。维持“增持”评级。
长方集团	78	公司教育产业布局包括与易德资本共同投资设立规模不超过20亿的并购基金, 主要投资国际教育、早幼教等学前教育产业; 并以自有资金1亿元出资设立全资子公司深圳前海长方教育管理有限公司, 主要从事早幼教机构的投资与建设。
秀强股份	81	公司2016年主业快速增长的同时, 教育领域布局日趋完善。除大概率完成承诺业绩的全人教育外, 公司外延并购步伐从未停止, 先后收购徐州幼师、培基教育, 涉足中高端幼教, 投资领信教育, 布局教育信息化大市场, 参股花火文化传播, 打造自己原创儿童IP动画产品。
和晶科技	82	公司“物联网+幼教”双主业战略, 在幼教领域, 公司不断加码互联网+幼教的布局, 智慧树预计今年可实现盈利, 盈利模式的逐渐清晰外加覆盖院所数量庞大, 公司业绩有望在未来净利爆发式增长。
亿童文教	30	公司作为国内领先的幼教整体方案提供商, 近年来持续不断的调整发展路径, 凭借深厚的行业积淀, 推出“古立古豆”系列产品, 亿童网线以及亿童课件等在线产品; 随着国家“去小学化”发展战略的提出, 公司又积极转向区域活动材料茶品以及家教产品的研发, 其创新型发展路径也在其经营业绩上得到了体现。公司2016-2018年EPS预计为1.22、1.66、2.27元, 给予“增持”评级。

● K12

公司简称	市值 (亿)	具体分析
紫光学大	41	公司原以游乐设备综合服务与物业租赁业务为主业。2015年公司通过定增收购学大教育, 并引入紫光集团成为公司控股股东, 结合教育产业优势资产以及教育稀缺品牌和资源, 实现向教育产业转型, 同时新建国际教育学校投资服务平台和在线教育项目。
勤上光电	104	公司是国内首家发股收购教育培训资产获得过会的民营企业, 拥有充裕现金资源同时具备良好发债条件和产业并购基金, 调动资金充裕可观; 长期来看, 公司携手华夏人寿(在教育领域储备有丰富优质的教育资产), 看好后续双方强化合作, 致力于打造勤上光电为优质教育资产平台。
新南洋	83	公司K12教育、职业教育布局逐步深化, 昂立教育内生增速非常强劲, 其他细分子领域多点开花。公司2016-2018年EPS为0.32元、0.39元、0.45元, 建议买入。
盛通股份	55	公司自2015年起便坚定布局教育产业, 此前曾成立并购基金加速向教育布局转型。公司此次成功并购乐博教育为未来业绩持续增长带来动力, 增发完成后市值67亿。预计公司2016-2018年EPS为0.21/0.42/0.55元, 对应目前股价PE为195.5/97.8/74.7倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

相关投资标的

● 职业教育

公司简称	市值（亿）	具体分析
开元仪器	59	公司拟以人民币12亿元（发股60%）收购恒企教育100%股权，以人民币1.82亿元（发股50%）购买中大英才70%股权。恒企教育承诺2016-2018年扣非净利润分别不低于人民币0.8/1.04/1.35亿元；中大英才承诺2016-2018年扣非净利润分别不低于人民币1500/2000/3000万元。恒企具有营利性民办教育机构资质，职业教育会计领域排名第一，计算机领域排名第五，后续拓展更多门类及行业深化；中大目前是国内最大职业教育增值信息商务平台，期待公司后续打造线上线下职业教育第一平台。公司自成立以来一直以煤质检测仪器设备的研发、生产、销售和服务为主营业务。此次通过并购进入职业教育这一前景无限的行业，看好公司后续线上线下联动及多品类职业教育发展空间，预计公司2016-2018为EPS为0.08/0.11/0.16元（重组后EPS为0.34/0.45/0.61元），建议买入。
洪涛股份	115	公司职业教育业绩低预期，预计跨考教育、学尔森完成全年业绩承诺仍然难度较大。公司职业教育团队正在搭建，可转债募集资金到位后有望持续对职业教育领域进行内生和外延的布局，有望进一步梳理、整合职业教育各类产品。
文化长城	79	公司于Q3实现对联讯教育的并表，其主要业务包括K12教育信息化和职业教育服务两方面：在K12校园业务方面，公司借力运营商渠道和通过自有社会渠道切入校园市场，通过一体化软硬件平台系统提供学生与家长沟通问题等一体化信息交互服务及构建平安校园服务。在职业教育实训室系统集成业务方面，公司针对职业院校对技能实训室建设的实际需求，结合职业技能实际情况，进行实训室综合解决方案的设计、研发、实施和维护。
世纪鼎利	75	公司已建立“产教一体”的创新教学模式，目前已开设6所“鼎利学院”，通过人才云、产业外包、实训基地等有机结合，来满足院校、人才、企业需求对接，形成职业教育O2O的闭环。看好公司切中传统应试教育痛点，具备先发优势，符合国家应用型人才培养需求，未来鼎利学院有望加速扩张，驱动业绩增长。
华媒控股	160	公司通过并购中教未来成功切入职业教育领域。中教凭借十多年来在职业教育领域的深厚积累，乘着政策红利规模性爆发的东风，不断扩大业务范围覆盖全国众多重要城市，同时与这些城市的名牌大学建立长期友好合作关系，进一步增强中教未来的盈利能力，将其打造为公司新的业绩增长点，发展前景可期。目前，中教未来已经落实了3个职业教育项目、2个国际教育项目、2个艺术教育项目；IT教育项目也已获得10余所高校批复，覆盖全国多个省市地区；青海国培和福建泉州教师培训两个在线教育项目中标，现已进入实施阶段。随着公司未来合作院校数量不断增加，招生数量和规模不断提升，预计中教未来业绩将迎来爆发式增长。

相关投资标的

● 教育信息化

公司简称	市值(亿)	具体分析
全通教育	158	公司是国内K12线上教育龙头公司，公司三大核心优势分别是：投资中国在线获取稀缺数据入口，提升教育服务价值，巩固公司行业龙头地位；掌握教育核心数据，扎实优质内容基础，为现有的四大业务群提供协同，提升ARPU值，大幅增厚业绩；加深公司与国内一流院校的合作纽带，未来持续外延发展预期强烈。基于继教网的盈利能力、公司未来的巨大发展空间和业务板块之间的高度协同性，预计公司2016-2018年EPS分别为0.39元、0.63元和0.78元。
拓维信息	146	公司加速构建0-18岁教育垂直领域O2O平台，同时以教育科技、教育内容为根基，构建教育闭环生态圈，教育业务将进一步发力，提升盈利能力。“K12+幼教”O2O教育将成为公司未来盈利核心。基于我国互联网教育产业未来的巨大发展空间，以及长征教育、海云天等公司的业绩承诺，预计公司2016-2018年EPS分别为0.25元、0.37元和0.43元。
立思辰	169	公司大教育集团战略稳步推进。公司目前在K12领域围绕提分与升学积极展开布局，在智慧教育方面，公司联手智慧校园建设龙头康邦科技，形成“区域云平台+智慧校园+学科应用”的产品组合，将智慧教育的整体解决方案打包推广，成效显著；在学科应用方面，敏特昭阳继续推出多款新一代英语与数学学科产品，从多层次多方面为学生提分，并实现学生校内校外教学渠道的打通；同时公司拟出资2550万与海淀区国投、中泰桥梁共同设立智慧教育公司，共同拓展北京市海淀区及全国智慧教育项目，利用海淀区国投极强的区位优势和资本实力，未来或通过共同塑造和共享“海淀教育”区域品牌和资源，引领未来智慧教育发展制高点。预计2016-2018年公司EPS分别为0.28、0.40、0.54元。
科大讯飞(乐知行)	390	公司是智能语音龙头标的，近期公告收购乐知行获批，该举能够提升公司盈利能力，加深教育领域布局：乐知行承诺2016-2018年度扣非净利润不低于4200/4900/5640万元，能够有效提升公司盈利水平。乐知行自成立以来，提供教育信息化综合解决方案，在北京地区具有较高的市占率。对乐知行的收购能够有效的提升公司在北京地区教育产品市场份额，同时公司可以讲核心语音技术，海量教育资源等应用到乐知行数字校园解决方案中，双方协同效应明显。
皖新传媒	301	以K12为核心，多点拓展教育服务。公司携手新东方共同研发出国内第一个VR数字教育内容“美丽的科学”系列，在三星VR平台点击量排名榜稳居前列；与沪江网开展深度合作，“资质+平台、内容+渠道”布局互联网在线教育；作为全国六个试点省份之一推出研学项目，拥有全时段、全学段、全地域的产品线，其研学教育服务基地已接待超过1万人；融合已有传统教育资源打造智能学习全媒体平台，依托大数据测评，以个性化学习方案等增值服务为基础，提供VR数字教育内容、体验式“数字课堂”，丰富教育服务内容，开拓业绩新增长点。
中南传媒	328	教育信息化板块将引领公司业绩未来成长。公司利用天闻数媒、中南讯智、贝壳网形成数字教育生态圈，未来教育信息化将成为发展的主要亮点。
凤凰传媒	290	经过近四年的发展，公司已经成为中国职业教育数字化领域最具实力的领军企业。凤凰创壹公司拥有国内第一、世界领先的虚拟现实技术和职教课程资源。通过进一步完善基础设施，提升服务功能、拓展服务领域，已建成面向全国的智慧型、全方位、一站式教育云平台。这标志着凤凰由单纯的职教软件开发企业向软件加平台的职教软件运营商的转变，开始引领互联网+职业教育的潮流。
天喻信息	66	近几年，以“三通两平台”为目标的国家教育信息化建设步伐逐年加快，公司按照在线教育业务发展策略持续加大教育云业务的市场拓展力度。作为中央电化教育馆国家教育资源公共服务平台建设项目的唯一合作伙伴，公司将在国家教育信息化领域继续保持领先的市场地位。

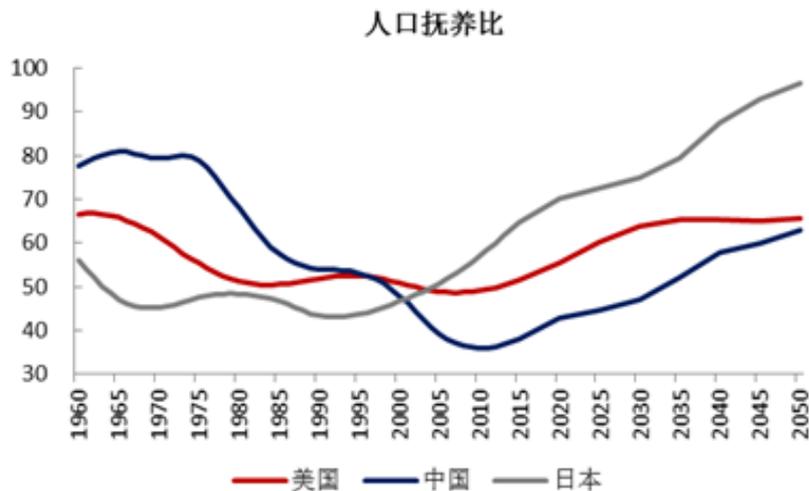
提纲

- 旅游：消费升级+转型是行业长期驱动力
- 体育：行业分化，看好垂直细分赛事
- 彩票：静待政策明朗
- 医美：初试啼声的2016，价值展现的2017
- 网红：分久必合的粉丝经济
- 教育：资产证券化驶入快车道
- 养老：政策助力银发经济崛起

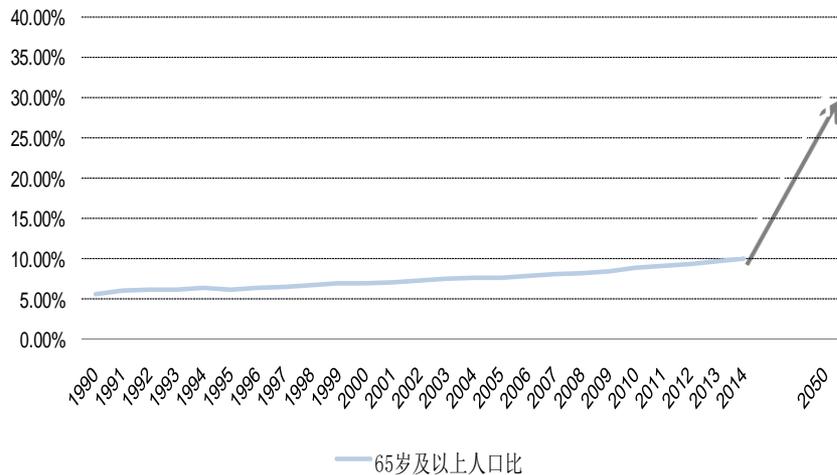
人口老龄化——银发经济崛起

- 人口抚养比上升
- 人口红利即将消失，老龄化加速推进已成为不争的事实。根据全国老龄工作委员会预测中国老年产业的规模到2020和2030年分别将达到5万亿和22万亿。未来10-15年将是养老产业快速发展的黄金时代。

图：人口老龄化，人口抚养比上升



图：老年人口比重呈现加速上升



数据来源：UN，兴业证券研究所

数据来源：wind，兴业证券研究所

行业政策出台愈发密集，持续推动社会资本进入

- 近年来，政策文件发布频率越来越高，政策导向越来越明确，力度也越来越大。从2000年左右鼓励发展，到2015年开始鼓励民营资本进入，定量养老服务设施建设，再到2016年明确全面放开养老服务市场。我们认为，养老产业相关政策的密集出台反映了我国养老产业日益严峻的形势，也更加从侧面说明，养老产业需要在短期内实现快速增长。

2016 年国家层面推动养老行业发展的重要政策一览

出台时间	出台部门	法律法规	政策要点
2016.10.12	25 部委	《关于推进老年宜居环境建设的指导意见》	老年宜居环境的建设应该是“标配”，而不是“高配”。加强老年宜居环境建设要充分考虑老年人身心特点，满足老年人的使用需求，增强老年人幸福感、获得感，提升老年人生活生命质量。
2016.10.11	深改组	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	围绕老年群体多层次、多样化的服务需求，降低准入门槛，引导社会资本进入养老服务业，推动公办养老机构改革，提升居家社区和农村养老服务水平，推进养老服务业制度、标准、设施、人才队伍建设，繁荣养老市场，提升服务质量，让广大老年人享受优质养老服务。
2016.6.16	卫计委	《关于遴选国家级医养结合试点单位的通知》	确定北京市东城区等 50 个市（区）作为第一批国家级医养结合试点单位。

数据来源：兴业证券研究所整理

行业政策出台愈发密集，持续推动社会资本进入

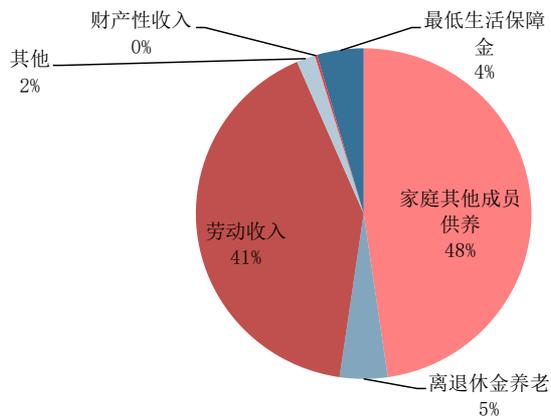
● 近年来国家层面推动养老行业发展的重要政策一览

时间	部门	相关政策
2016. 10. 12	25部委	《关于推进老年宜居环境建设的指导意见》
2016. 10. 11	深改组	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》
2016. 6. 16	卫计委	《关于遴选国家级医养结合试点单位的通知》
2015. 2. 25	民政部等	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》
2014. 11. 24	商务部、民政部	《关于鼓励外国投资者在华设立营利性养老机构从事养老服务的公告》
2014. 9. 12	民政部	《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》
2014. 2. 13	住建部等	《关于加强养老服务设施规划建设工作的通知》
2013. 9. 6	国务院	《关于加快发展养老服务业的若干意见》
2012. 7. 24	民政部	《关于鼓励和引导民间资本进入养老服务领域的实施意见》
2011. 12. 16	国务院	《社会养老服务体系建设规划（2011-2015）》
2011. 9. 17	国务院	《中国老龄事业发展“十二五”规划》
2010. 9. 20	国务院	《关于加快发展家庭服务业的意见》
2010. 5. 7	国务院	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》
2006. 2. 9	国务院	《关于加快发展养老服务业的意见》

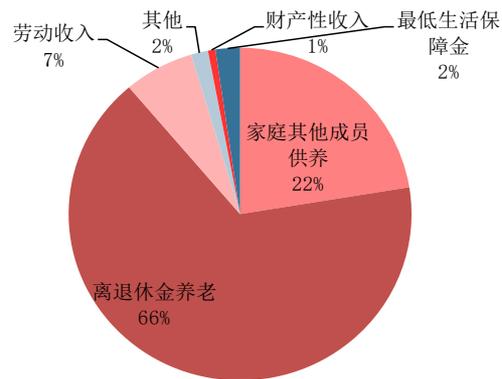
二元结构下保障体系的非均衡发展

- 城乡倒置老龄化在造成许多社会问题的同时，也为投资布局养老产业提供了新机遇。从需求端看，农村空巢老人问题严重，对养老服务的需求应当远甚于城市。然而，农村收入状况决定了其消费能力弱，无法为在当地投资养老服务机构的社会资本带来丰厚回报的事实。所以，真正适合社会资本进入的地区仍应以城市为主。

图：中国老年人收入的主要来源（农村）

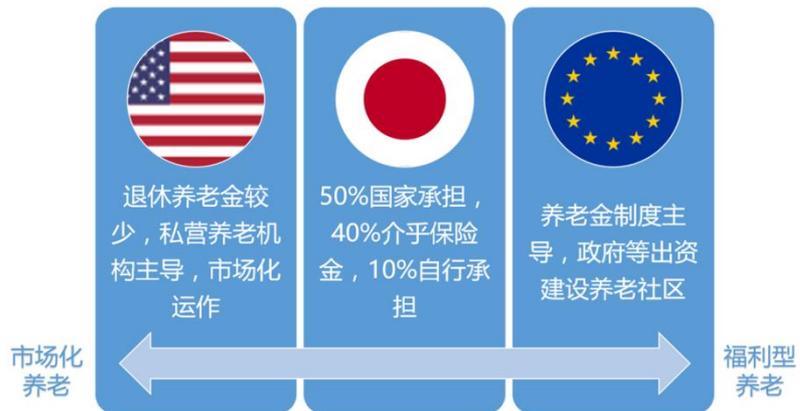


图：中国老年人收入的主要来源（城市）

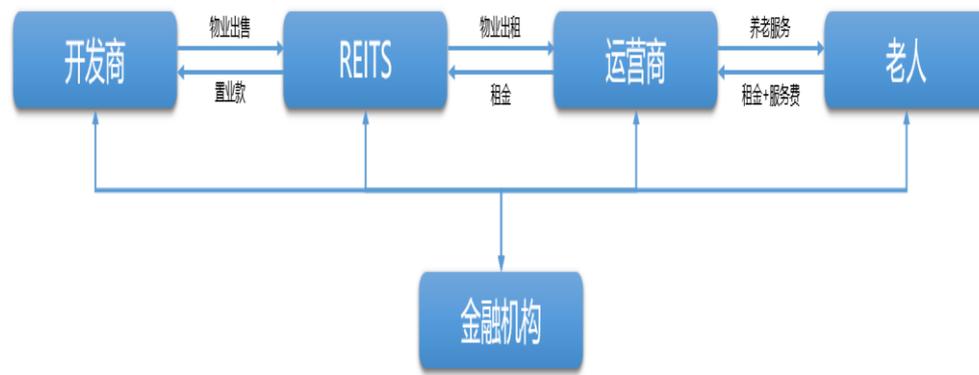


师夷长技——国际养老行业对比分析

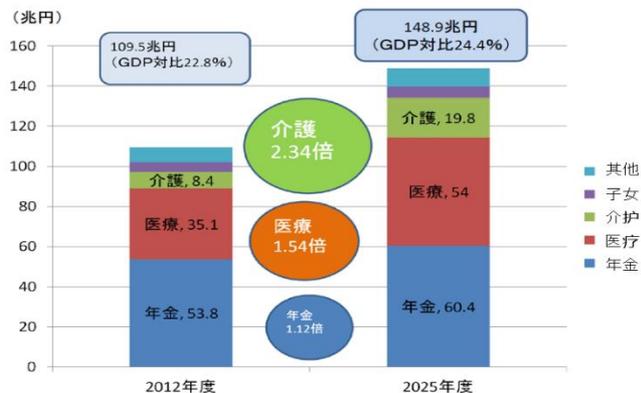
图：各国政府介入养老产业的程度



图：美国发达的REITS体系帮助实现市场化养老



图：日本社会保障费用压力与日俱增



数据来源：兴业证券研究所

图：细节处彰显日本适老设施的发达程度



数据来源：兴业证券研究所

居家养老为主，机构为辅

- 从国际经验来看，居家养老也是最主要的模式。特别是日本，传统观念与国内更为接近，其养老模式更加值得借鉴。为此国家在政策层面，提倡以居家养老为基础、社区支持和机构补充。中国老龄事业“十二五”规划，要求重点发展居家养老服务，上海市最先宣布将构建“9073”的养老新格局：90%的老人由家庭照顾，7%的老人享受社区居家养老服务，3%的老人进入养老院等机构养老。继上海后，北京提出了“9064”格局，其中4%的老年人在机构养老，另外成都和湖北也已规划形成“9073”的养老格局。

养老产业四大板块。

养老用品	养老金融	养老地产	养老服务
<ul style="list-style-type: none">• 医疗器械• 保健品• 药品	<ul style="list-style-type: none">• 长期看护险• 养老保险• 医疗保险	<ul style="list-style-type: none">• 老年公寓• 护理机构	<ul style="list-style-type: none">• 长期看护• 医疗护理• 学习娱乐• 智慧养老

数据来源：兴业证券研究所。

居家养老服务的四大核心内容。

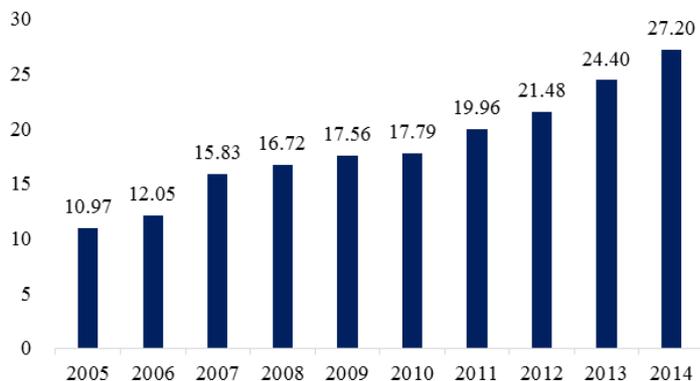


数据来源：兴业证券研究所。

机构养老市场缺口大

- 养老服务业中居家养老将成为主流形态，上门护理服务需求高，互联网“智慧养老”发展有助于提高有限专业人员对庞大老年人群的覆盖。机构养老主要服务于75岁以上失能老人，根据2013年国务院《关于加快发展养老服务业的若干意见》中拟定的目标，到2020年，每千名老人拥有的养老床位要达到35-45张。那么到2020年各类养老床位需求将达到875万-1125万张，这之间有297万-547万张的缺口。而若按照“百名老人5张床位”的国际标准计算，我国养老床位的缺口将更大，到2020年，我国各类养老床位需达到1250万张，缺口达672万张。若按照5000元/床/月的费用来测算，到2020年机构养老的市场规模将达到一年7500亿元人民币，对应的缺口在4000亿元人民币左右。

图：每千名老年人拥有养老床位



数据来源：国家统计局，兴业证券研究所

图：养老服务床位数（万）



数据来源：国家统计局，兴业证券研究所

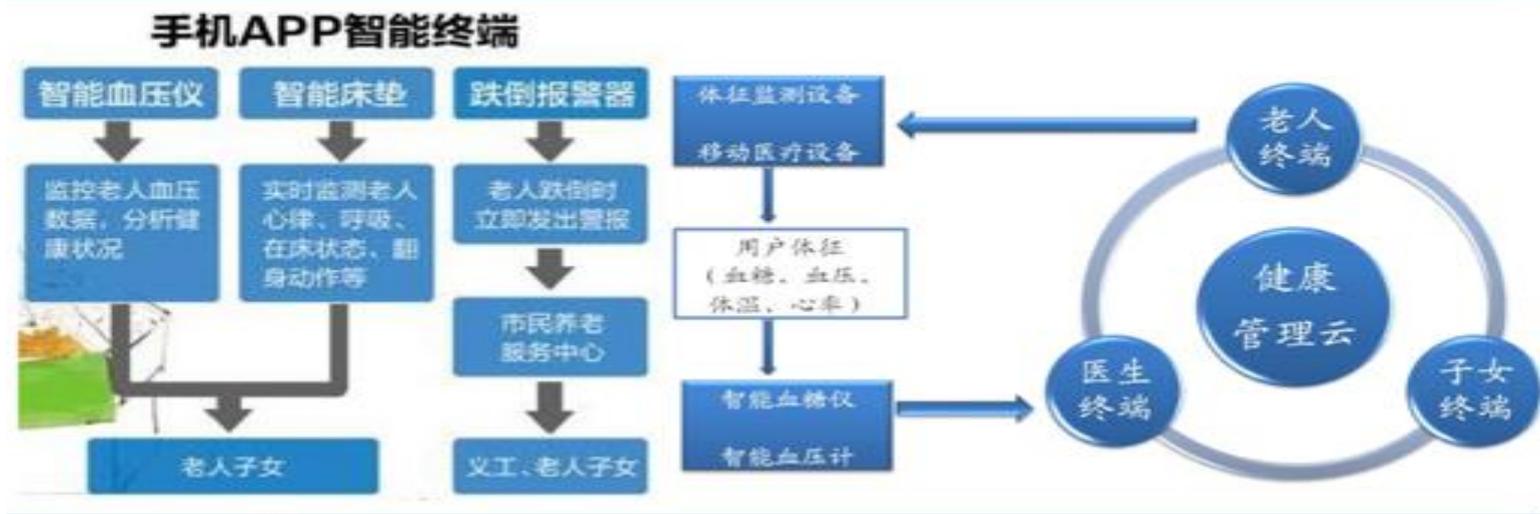
养老产业趋势展望

- 新政密集出台，产业有望加速成长
- “9073”格局，居家养老为主，机构养老为辅
- 居家养老方面，护理人才缺口助推“智能养老”大发展
- 机构养老缺口大，2020年有望达到4000亿元
- 行业盈利模式有限，关注挖掘新商业模式
- 标的逐步落地，关注可复制推广的新型商业模式

居家养老：护理人才缺口助推行业智能化发展

- 随着互联网技术对医疗领域的渗透，我们认为移动医疗将实现对老年人健康更及时有效的监测和管理。居家养老往往需要相应的远程医疗、社区健康、家政服务、运输、供给膳食、照顾起居等服务。所谓“移动医疗”就是基于移动终端系统的医疗健康类App应用，通过使用移动通信技术，例如移动电话、卫星通信，来提供医疗服务和信息。移动医疗的产业链涉及到医疗设备提供商、内容与应用提供商和医疗保健服务提供商三大主体。2015年-2019年，全球移动医疗服务应用将为移动运营商带来115亿美元收入，而医疗设备厂商、内容与应用提供商及医疗保健服务提供商将分别获得66亿美元、26亿美元和24亿美元收入。

图：终端设备与健康云构建实时监测系统



机构养老：不同档次入住率大相径庭

图、我国目前养老机构按档次分类。

中低端	中高端	高端
<ul style="list-style-type: none">• 收费标准较低：多在3000元以下；• 软硬件配套不齐全；• 入住率极高，多数住满；• 公办居多，数量庞大，整体处于小而散的格局。	<ul style="list-style-type: none">• 收费标准偏高：月费4000-8000元；• 软硬件设施更侧重老年人居住的舒适性；• 入住率很高：大部分都在90%以上；• 部分已形成良好的口碑，品牌效应显著，一床难求。	<ul style="list-style-type: none">• 门槛高：除“会员费”外还有高昂的月费，多在8000元以上，部分甚至达20000元；• 软硬件配套“高大上”：多为别墅或联排；• 入住率低：30%左右。

数据来源：兴业证券研究所。

图、适老性改造工程实例。



数据来源：兴业证券研究所。

图、万科中高端养老项目展示。



数据来源：兴业证券研究所。

图、星堡高端养老项目展示。



数据来源：兴业证券研究所。

智能养老为行业带来增量空间

- 随着新技术在全球的快速发展，特别是移动互联网的崛起，智能养老几乎在各个国家同步兴起。我国的智能养老已初见规模。护理人才短缺是我国养老服务业发展面临的关键瓶颈：一方面，随着政府对养老服务业重视程度的不断提高，以及市场前景的不断释放，这个领域会吸引越来越多的人加入；另一方面，技术进步带来的智能养老发展或可利用有限的专业队伍覆盖到更广泛的老年人群。

我国现有智能养老领域创业公司分类



数据来源：comet labs，兴业证券研究所

智能养老为行业带来增量空间

- 参照国际经验，我们认为智能养老还可以从以下几方面来改善养老服务产业现状：
- （1）提升老年人生活质量和尊严硬件设施或产品。作为重度老龄化国家，日本在这方面已非常成熟，而美国在生活辅助性设施、外骨骼等方面也都出现了创业公司，我国还没有成熟公司出现。
- （2）老人安全管理设备。在该领域，防摔保护是重要的方向。WTO数据显示，每年有30%的65岁以上老人发生跌倒，15%发生两次以上，其中30余万人因此而死亡；跌倒死亡是65岁以上及人群因伤害死亡的第一位死因，老人跌倒死亡率是45.72/10万人；老年人因为跌倒，期望寿命会缩短5-10年；在跌倒的老人当中，大约40%-70%有跌倒伤害。
- （3）情感陪护。主要针对有子女外出务工的家庭。

老人安全预防与应对管理设备

情感陪护与心理安慰



来源：comet labs, 兴业证券研究所

来源：comet labs, 兴业证券研究所

相关投资标的

- 养老产业快速发展的时点尚未到来，在目前大中城市楼市火热地价过高的大背景下，政策扶持和宏观背景的改善尤为重要。目前已有多家上市公司尝试介入养老行业的各产业链环节，但多数还在初期探索阶段，在前期提出转型目标和进行初步并购带来的亢奋过后，如何构建合理的盈利模式值得探索，更需要持续跟踪。

公司简称	市值(亿)	具体分析
双箭股份	54	“自营+收购”并举，公司成为A股首家拥有养老服务中心的落地标的。目前桐乡和济颐养院入住率已达70%，在突破90%时可盈利。苏州机构养老项目将于春节前完工，节后开始对外营业，盈亏平衡点约为80%入住率。不仅如此，公司还设立健康产业投资公司，志在布局养老全产业链。6月7日，公司公告将出资设立上海双箭健康产业投资有限公司，以进一步拓展医疗健康事业，整合行业资源。投资公司主要目标是康复医疗项目、医养结合项目以及健康管理等相关领域。公司在布局健康养老养生产业，打造中高端医养结合项目。2014年10月公司与祥茂投资等签订合作协议，拟选址长沙县投资开发春华·健康城项目。2016年7月康年公司与湖北侨亚养老产业股份有限公司拟共同投资建设武汉侨亚博爱康复医院，探索创新医、康、养结合新模式。同时，公司与湖南人健企业集团有限公司签订《项目战略合作框架协议》，计划在长沙市岳麓区打造定位高、中端的谷山养生谷项目。
湖南发展	65	公司于年初收购亲和源58.33%的股权，标志着公司在完成医疗健康领域的布局后正式进军“银发市场”。亲和源作为较早探索养老产业的民营企业，产品线覆盖养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营等方面，具备7年的运营管理经验，品牌效应初显。公司将依托发展成熟的“亲和源模式”在全国各地复制，扩大养老产业规模。此后公司还成立了控股子公司“宜华健康医疗投资有限公司”和“宜华健康养老投资有限公司”，表明了公司向大健康领域转型决心。
宜华健康	150	已具备商业模式的居家养老服务商
南京新百	263	公司主营房地产开发，2013年宣布将健康养老产业作为重大战略发展方向，并投资5亿元成立专门公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理。凤凰股份第一个居家养老地产项目“宜兴凤凰颐然居”位于国家4A级风景区宜兴龙背山森林公园，项目占地18.9万平方米，规划10万平方米用于出售，另外的1.5万平方米将用于康复医疗、5000平方米用于老年活动中心。该项目运作成功后，将向全国复制。
凤凰股份	77	公司在坚持原有的瓷砖业务和负离子健康板业务同时还积极展开大健康领域的并购与合作，与各战略合作伙伴展开合作并推进了大健康产业布局，公司目前在上海有块地规划用作医养结合的养老社区，还未开工。
悦心健康	61	新华锦在养老方面的布局是携手日本长乐集团，于青岛设立高端日式养老项目一新华锦国际颐养中心(长乐居)，其是国内最早介入养老行止的企业之一。公司经营4年后、入住半持续达8成以上。公司今年起迈入轻资产养老投资，与长乐(长生)集团同样以66%:34%合资，主要以输出养老管理以及服务经验为依归，目前在手大型项目有5-6项。除此之外，公司预期2016年将有各种形态的养老管理输出项目50个。短期内这些项目虽难有大幅获益、但透过服务收益先行建立渠道知名度，未来不排除养老相关产品的推广。由于公司处于大健康转型初期，新华锦长生养老运营公司和青岛养老护理国际专科学校尚处于早期创立筹备阶段，短期暂不贡献业绩。预计公司2016-2017年的EPS为0.35元和0.45元，对应PE为40.44倍、30.14倍，维持“增持”评级。
新华锦	67	