

读行学堂 (870537)
学生校外研学服务提供商, 行业空间广阔
基本数据

2017年4月27日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	1500
流通股本(万股)	
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.30
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	1867.51	2782.07	4506.61	6309.25	7886.57
净利润(万元)	97.96	310.39	594.42	814.15	1089.74
毛利率(%)	16.91	30.32	33.26	33.26	33.26
净利率(%)	5.25	11.16	13.19	12.90	13.82
ROE(%)	-	160.39	42.16	34.50	32.91
EPS(元)	1.96	6.21	0.40	0.54	0.73

苏州原创读行学堂文化旅游发展股份有限公司是一家学生校外研学服务提供商。公司主要提供针对学生的旅游产品,以政策为导向,并结合自身的渠道优势,重点开发学生校外研学旅行产品的市场。公司的主要业务板块包括:学生社会实践活动服务、培训服务以及一般旅游服务。

消费升级,催生游(研)学市场巨大潜力。我国K12教育阶段的学龄人口规模巨大。国家逐步推进研学旅行试点范围,加速需求释放。2016年12月19日,教育部、旅游局、财政部、发改委等11家部门发布《关于推进中小学生研学旅行的意见》(以下简称《意见》)。研学旅行涉及教育、旅行和安全,实际运行需要多部门协作,本次联合发文明确各部门和社会企业责任和分工,是各方共建研学旅行机制的开始,将会实质性促进游学行业的全面健康发展。

良好的行业发展前景为公司提供了广阔的市场空间,公司业绩实现了高速增长。公司计划通过全面提升软硬件增强竞争力,未来拟大规模进军国际游学市场。

盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别814.15万元和1089.74万元,每股收益分别为0.54元和0.73元。按2017年30倍PE估算,其市值参考水平为2.44亿元。

风险提示

市场竞争风险,现金收付款风险,行业规范风险,人才流失风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 学生校外研学服务提供商	2
■ 实际控制人、管理团队及员工概况	3
■ 消费升级，催生游（研）学市场巨大潜力	4
■ 公司具有完善的课程体系和健全的研学团队	6
■ 研学旅行活动逐渐得到认可，经营业绩良好	6
■ 全面提升软硬件，拟大规模进军国际游学市场	8
■ 盈利预测及估值	8

图表目录

图表 1 学生社会实践活动服务	2
图表 2 培训服务	2
图表 3 公司股权结构	3
图表 4 公司员工学历结构	4
图表 5 游学市场规模（亿元）	5
图表 6 公司 2014 年以来各业务板块营业收入（万元）	7
图表 7 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润	7
图表 8 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率	8
图表 9 公司盈利预测	8

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现公司实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

财务方面：

1、现金收付款风险

由于公司所处行业特性，客户及供应商分散化较为严重，公司的部分客户及供应商，习惯已现金结算。近3年公司现金采购金额分别为136.40万元、200.46万元、304.83万元，占采购总额的比重分别为8.79%、10.34%、10.14%。随着公司业务规模的逐渐扩大，现金收付款比例随之增长。但如果公司的内部控制制度执行不到位或发生道德风险，则可能导致公司产生损失。

公司业务及行业方面：

1、行业规范风险

游学行业起步时间较晚，行业内部还没有产生普遍认可的行业标准。旅行社要注重与学校间的交流，推出适合各年龄段、各类主题的研学旅游产品。随着旅游行业的竞争加剧，可能会出现一定程度的非正常竞争现象，并可能导致国家调整产业政策、加强市场监管，以及控制、限制一些业务的开展。随着行业门槛的建立，游学行业的洗牌也在所难免，所以公司面临着一定的行业监管变动的风险。

2、人才流失风险

公司所从事的校外教育服务对人才的依赖性较高。目前行业内优秀人才的争夺较为激烈，如果未来公司业务流程中的核心人员出现流失，则公司将可能面临着人力资源风险。

■ 学生校外研学服务提供商

苏州原创知行学堂文化旅游发展股份有限公司成立于 2003 年 1 月，2017 年 1 月挂牌新三板，公司其主营业务为：学生社会实践活动服务（春秋游、社会实践活动、夏/冬令营、研学旅行等）、一般旅游服务（成人旅游）和培训服务（体验教育活动和户外拓展活动等）。公司主要提供针对学生的旅游产品，以政策为导向，并结合自身的渠道优势，重点开发学生校外研学旅行产品的市场。

公司的主要业务板块包括：学生社会实践活动服务、培训服务以及一般旅游服务。

图表 1 学生社会实践活动服务

产品/服务	内容	产品/服务的特点	主流产品
春秋游活动	产品的对象为苏州大市中小小学生及幼儿园儿童，公司每年公司都会根据学生需求制定不同的活动路线。	让学生在课堂之外拓宽学习视野，增强沟通交流能力，培养学生的综合素养、提高学生的社会实践能力。	张家港江南农耕文化园社会实践活动
夏、冬令营活动			白马涧景区；消防演练社会实践活动
亲子游活动			常熟沙家浜风景区、芦荡火种实景剧表演社会实践活动
研学旅行	主要以中小小学生为对象，以集体旅游为组织形式，以主题课程和游览活动为载体，以青少年爱国主义和革命传统教育、国情教育为具体内容的研学活动。公司现有 6 个产品系列，包含 20 个不同方向的活动主题。	让学生在研学过程中增进对自然和社会的认知，培养其社会责任感和实践能力，开拓视野、自理自立、互勉互助、激发学生学习的动力。	南京钟山二日研学 上海交通大学、上海科技馆、上海长风海洋世界二日研学 鲁迅故里、兰亭、柯岩鲁镇二日研学

资料来源：公开转让说明书

图表 2 培训服务

产品/服务	内容	产品/服务的特点	主流产品
培训服务	为团队建设而设计的户外体验式活动，通过精心设计的活动达到“磨练意志、陶冶情操、完善人格、熔炼团队”的培训目的。	针对小团体的团队建设、协作能力、沟通能力进行开发提升，增强个人心理素质，激发团队精神。	户外拓展体验 书法审美培训 国学讲堂

资料来源：公开转让说明书

公司主要提供针对学生的社会实践和旅游相结合的综合性服务，辅以电商传媒、网络（例如微信和微博平台等）的推广、同行业旅行社的业务对接等方式进行运作，为客户提供校外教育活动基地、研学旅游产品。公司既有直接对接客户的直销模式，同时也有对接同行地接社的间接销售模式。

■ 实际控制人、管理团队及员工概况

● 正在开展股权激励

汤建东直接持有公司 26.36% 的股份，并通过读行乐间接持有公司总股本的 0.08%，通过树树银间接持有公司总股本的 6.63%，合计持有公司 33.07% 的股份；汤文豪直接持有公司 30.08% 的股份，并通过读行乐间接持有公司总股本的 7.48%，合计持有公司 37.56% 的股份。汤建东与汤文豪系父子关系，两人合计持有公司 70.63% 的股份。为公司控股股东和实际控制人。

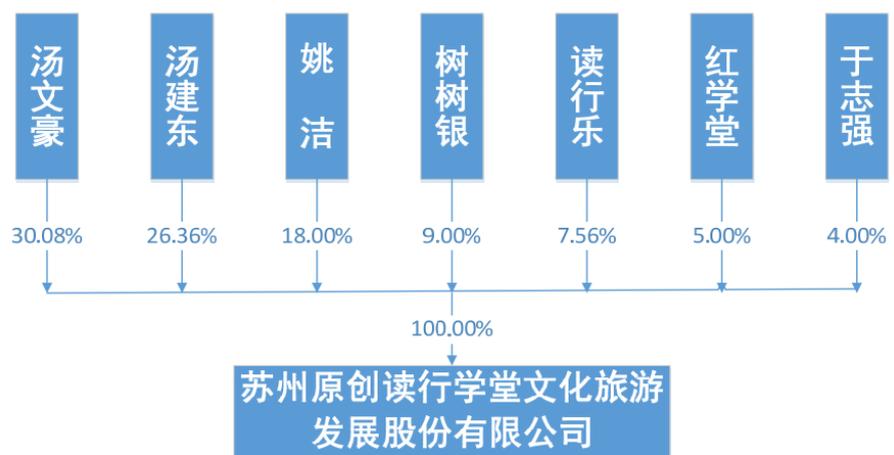
汤建东先生，1968 年 5 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历；1999 年至 2002 年，任苏州七巧文教用品商行经理；2003 年 2 月至 2006 年 6 月，任苏州原创国内旅行社有限公司执行董事；2006 年 6 月至 2016 年 7 月 19 日，任苏州原创国内旅行社有限公司执行董事兼经理；2013 年 3 月至 2015 年 5 月担任苏州读行学堂文化发展有限公司（原苏州拓奇文化传播有限公司）监事；2015 年 5 月至今担任苏州读行学堂文化发展有限公司执行董事兼经理。2016 年 7 月 20 日至今，任公司董事长、总经理。

汤文豪先生，1993 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历；2015 年 7 月至今，任职于中国农业银行苏州分行。2016 年 7 月 20 日，被选举为公司董事，任期三年。

公司近期牌，股权结构较为简单。姚洁为公司董事、于志强为公司董事、副总经理。公司目前正在开展对象为高管和核心员工的股权激励。

股权激励计划的激励股权来源为由汤建东和汤文豪所设立的持股平台所持有的公司股份。持股平台用于第一期员工股权激励所持有的公司股份数量不超过 68.3 万股，即不超过公司 4.56% 的股份。

图表 3 公司股权结构

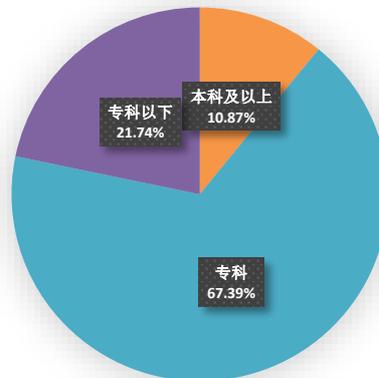


资料来源：公开转让说明书

● 员工整体素质较高

截止 2016 年年底，公司共有员工 46 人，包括政管理人员、生产人员、销售人员、技术人员等。78.26% 具有大学专科及以上学历。

图表 4 公司员工学历结构



资料来源：2016 年报

■ 消费升级，催生游（研）学市场巨大潜力

● 游学市场具有巨大市场潜力

游学是指离开自己熟悉的环境，到另一个全新的环境里进行学习和游玩，强调在体验中学习，是一种跨文化体验式教育。游学市场主要对象是青少年，根据目的地可分为国内游学和国外游学；根据内容和销售渠道可分为面向 C 端的主题夏（冬）令营、营地教育、名校游和面向 B 端学校的研学旅行。

目前，市场规模和发展趋势可以总结为以下几点：

1、休闲型消费兴起，教育和旅游市场的火爆已证实了消费升级的巨大潜力。而游学需求也日益旺盛，以赴美游学为例，10-15 年人次 CAGR（年复合增长率）166%。15 年市场规模 111 亿，境外游学占比 95%，按照中性预测，预计 2020 年总规模达到 956 亿，5 年 CAGR（年复合增长率）54%。目前行业处于转型升级阶段，政府利好政策频出，各类公司也加大对渠道商资源整合力度和课程研发投入。（数据来源：申万宏源研究所）

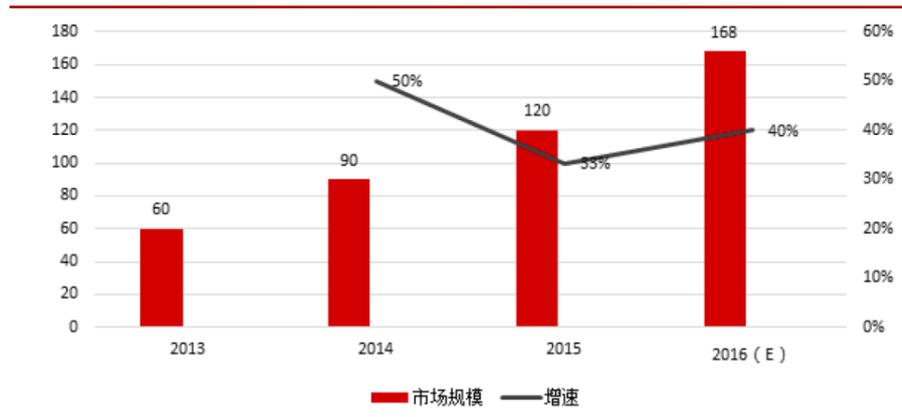
2、国家统计局《2014 年中国统计年鉴》数据显示，2014 年我国处于 K12 教育阶段的学龄人口已经超过 1.8 亿。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010~2020）》中提出的阶段战略目标，到 2020 年，我国 K12 教育的实际在校人数将达到 2.12 亿人。这对 K12 辅导培训行业而言，意味着巨大的潜在客户基数。市场空间巨大。国家逐步推进研学旅行试点范围，加速需求释放。

3、目前游学目的地以境外为主，未来一旦政府在全国铺开研学旅行，国内营地教育市场将会成为主流，发展空间大。专业游学机构相比旅行社、培训机构等在资源配置上集中于游学业务，凭借在体验教育课程体系开发、师资力量培训超前投入研发，极有可能在国内营地教育市场方面实现弯道超车。

目前很多旅游行业的产品其实都可以划到游学产品这一大类，它广泛包含

了国际游学、异地学习、课外社会实践、户外活动、营地教育、亲子体验、研学/修学旅行等细分领域，主要是面对全体适龄学生，以及企业员工和高管群体提供有针对性的产品，属于教育和旅游的交叉范畴。根据国务院有关文件游学活动大致可归为两类，在学期内进行的游学活动为研学旅行，在学期外进行的游学活动为夏冬令营。国家对于游学产业也加大了支持力度，2013年分两批在安徽、江苏、陕西、上海、河北、江西、重庆、新疆等8个省（区、市）启动研学旅行试点工作，据不完全统计，至2014年底试点地区约574所学校、60多万名学生参加。（资料来源，中银国际研究所）

图表 5 游学市场规模（亿元）



资料来源：公开转让说明书

● 政策利好频出，游学正逐渐向研学转变

国家从2012年就开始提倡青少年研学旅行。研学旅行作为游学旅行的一个重要分支，在2013年逐渐形成气候，很多学校开始把研学旅行当成是重要的校本课程，给学生选修。顾名思义，研学旅行，就是在旅行的过程中以研究性学习为主，通常有特定的主题、特定的设计，与学生课堂上正在学的知识点相结合，在实践中进一步拓展和延伸课本知识。研学旅行既培养了学生的生活技能、集体观念、创新精神和实践能力，又带动了国内旅游增长。

在2013年2月2日，国务院办公厅在全国印发了《国民旅游休闲纲要（2013—2020年）》，纲要中提出“逐步推行中小学生研学旅行”的设想，“地方政府可以探索安排中小学放春假或秋假”，“鼓励学校组织学生进行寓教于游的课外实践活动，健全学校旅游责任保险制度”等。教育部基础教育一司在2014年3月4日印发的《关于进一步做好中小学生研学旅行试点工作的通知》中指出：“研学旅行在小学、初中、高中三个教育阶段各实施一次，原则上小学阶段2天1夜，在小学四到六年级实施；初中阶段3天2夜，在初一或二年级实施；高中阶段4天3夜，在高中一或二年级实施。”

2016年12月19日，教育部、旅游局、财政部、发改委等11家部门发布《关于推进中小学生研学旅行的意见》（以下简称《意见》），多部门协调共建规范的研学旅行工作机制。研学旅行涉及教育、旅行和安全，实际运行需要多部门协作，本次联合发文明确各部门和社会企业责任和分工，是各方共建研学旅行机制的开始，将会实质性促进游学行业的全面健康发展。

《意见》明确学校可委托企业或机构开展研学旅行，促进公立校 2B 市场

需求释放，利好有资质、有品牌的游学机构、营地教育企业、开展游学业务的旅行社。学校开展研学旅行可采取自行开展或委托开展的形式，委托形式下要求学校选择有资质、信誉好的企业或机构，并确定旅游部门负责审核企业机构的准入条件和服务标准，这意味着今后游学行业将会逐步设立标准和门槛。

这一措施的出台同时利好行业和规范化企业：第一，利好规范性好、资质齐全、有品牌的公司加速发展，有望助力提升行业集中度；第二，消除公立校政策疑虑，释放 2B 市场的巨大潜在需求，尤其利好国内游学和营地教育；第三，通过学校 2B 市场的渗透可培育 2C 市场，加速游学产品走向 C 端，扩大整体市场规模。

■ 公司具有完善的课程体系和健全的研学团队

● 完善的课程体系

公司校外教育活动涵盖学生春秋游、社会实践活动、夏（冬）令营、研学活动、体验教育活动、户外拓展活动、亲子活动等。

企业先后聘请专家教授参与、专业机构合作研发，先后设计出“共筑中国梦”——原创未来之星名校名园系列，“跟着课本游中国”研学旅行系列，中少童行全国研学系列和素质拓展系列产品课程，可以迎合客户单位的需求，在活动中让学生真正对应主题，体验参与，游中学，研中学。

● 成熟健全的研学团队

公司拥有从文化创意、策划设计、公关营销、研学导师、拓展体验师到车队后期的强大校外教育活动和校外培训团队。具有成熟完善的研学（游学）旅行服务规范体系，此体系包括研学（游学）旅行的服务项目、服务提供方、服务岗位、服务人员、营地管理和营地设施、资源配置、应急与环保和安全规范等。为了保障学生的安全，活动之前公司会制定完善的安全控制预案，并针对活动的每个环节做好安全预防工作。活动之中，为学生配备经过专业训练的老师和辅导员，给予学生全方位的保护。

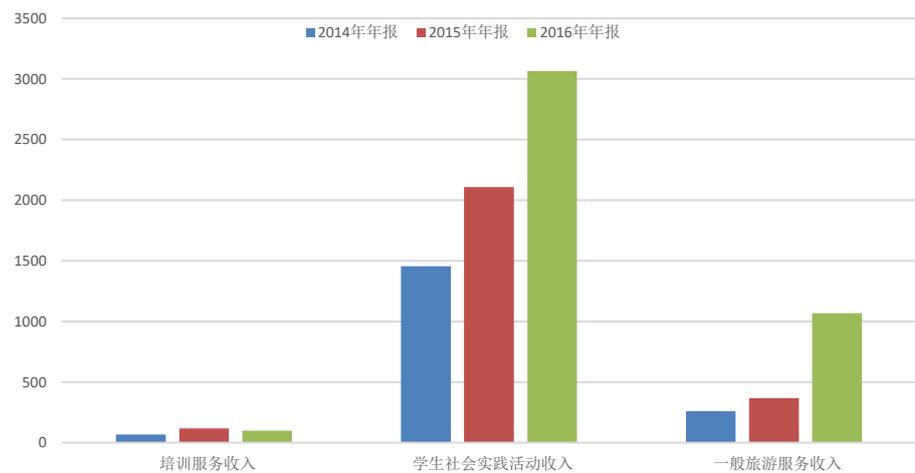
● 品牌拥有一定影响力

通过多年的积累，公司品牌已具有一定影响力。公司年组团量位列苏州市、江苏省前列。公司曾先后收到苏州市人民政府的表彰，“苏州市先进旅行社”、“江苏省诚信旅行社”、“苏州市未成年人社会实践基地”、和“热心关心支持教育事业单位”等荣誉称号。

■ 研学旅行活动逐渐得到认可，经营业绩良好

良好的行业发展前景为公司提供了广阔的市场空间。公司学生社会实践活动收入取得了高速增长。2016 年该业务领域实现营业收入 3063.62 万元，同比增长 45%。

图表 6 公司 2014 年以来各业务板块营业收入（万元）

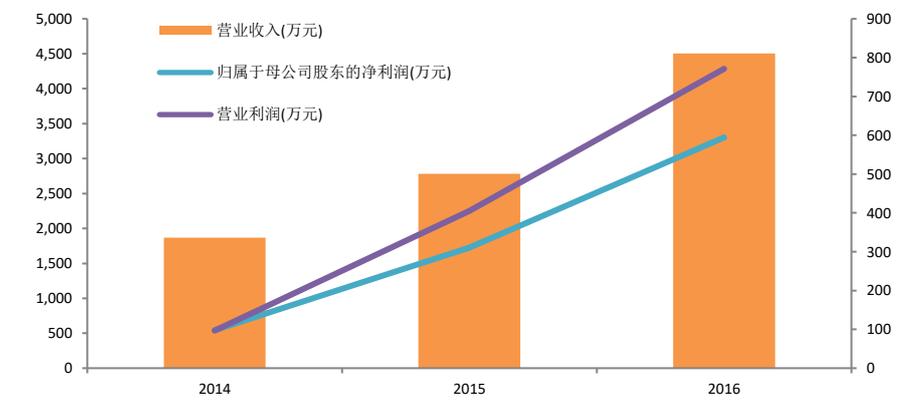


资料来源：Chocie

公司 2016 年实现营业收入为 4506.61 万元，同比增长了 61.99%。实现营业利润为 771.27 万元，同比增加 90.46%，实现净利润 594.42 万元，同比增长 91.51%。

主要是因为公司在 2016 年开展了多种形式的研学旅行活动使学生社会实践活动收入迅速上升，此外公司在 2016 年经苏州园博园旅游发展有限公司授权为苏州“园博会”活动出售门票、提供导游等旅游服务，该项业务收入较大，也提升了经营业绩。

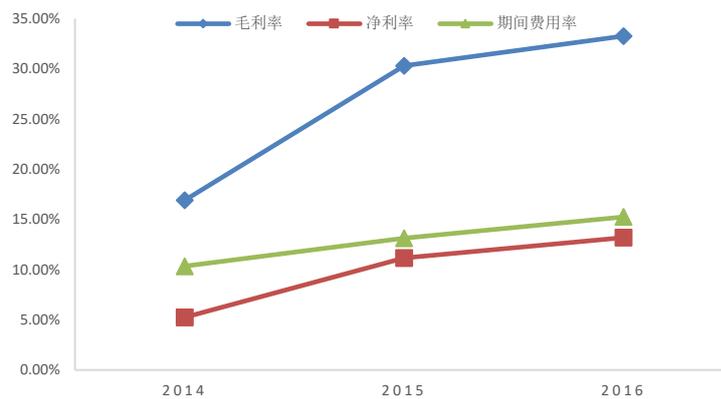
图表 7 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润



资料来源：Chocie

公司毛利率较高的学生社会实践活动业务有较大幅度增长，因此公司总体毛利率有所提高，在期间费用率变化不大的情况下，公司的净利润率也有所提高。

图表 8 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率



资料来源: Chocie

■ 全面提升软硬件，拟大规模进军国际游学市场

随着国务院、教育部文件首次明确将“研学旅行”纳入中小学生学习日常教育范畴，公司拟在硬件和软件两方面进行同步提升：在硬件建设上，一方面，公司旨在山东济南、莱芜、浙江湖州、嘉兴，江苏南通、盐城等十个地级市发展十家“读行学堂”连锁经营机构；另一方面，在六个省份布局六个青少年素质拓展营地（未成年人社会实践活动基地）。

在软件方面，公司着重完善导师与辅导员团队的建设。一是继续培养修学导师；二是聘请更多各学科专家（包括心理学、体验教育学、国学）等专家作为校外导师；三是发展更多的书画及民间艺术家作为校外辅导员。

公司计划 2017 年取得出境游许可证，未来将大规模进军国际游学市场。

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别 814.15 万元和 1089.74 万元，每股收益分别为 0.54 元和 0.73 元。按 2017 年 30 倍 PE 估算，其市值参考水平为 2.44 亿元。

图表 9 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (万元)	1867.51	2782.07	4506.61	6309.25	7886.57
净利润 (万元)	97.96	310.39	594.42	814.15	1089.74
毛利率 (%)	16.91	30.32	33.26	33.26	33.26
净利率 (%)	5.25	11.16	13.19	12.90	13.82
ROE (%)	-	160.39	42.16	34.50	32.91
EPS(元)	1.96	6.21	0.40	0.54	0.73

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

