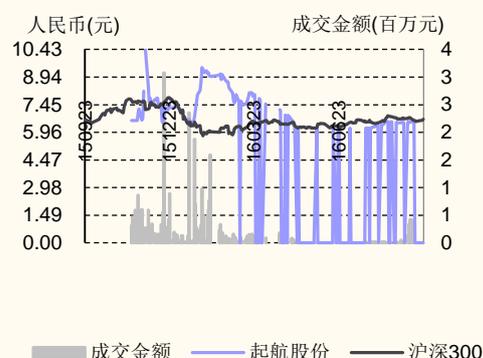


市场价格 (人民币): 6.53 元  
 目标价格 (人民币): 9.00-11.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 22.02  
 总市值(百万元) 343.09  
 年内股价最高最低(元) 10.45/6.13  
 沪深 300 指数 3291.12



## 金融人才服务与金融业务流程外包齐头并进

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股销售收入(元) | N/A    | -0.086 | 0.208  | 0.407  | 0.802  |
| 每股净资产(元)    | 74.36  | 1.92   | 2.15   | 2.61   | 3.51   |
| 每股经营性现金流(元) | -8.87  | -0.18  | 0.19   | 0.16   | 0.53   |
| 市销率(倍)      | N/A    | -85.91 | 31.40  | 16.06  | 8.14   |
| 行业优化市销率(倍)  | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 净利润增长率(%)   | 3.25%  | N/A    | N/A    | 95.56% | 97.29% |
| 净资产收益率(%)   | 14.84% | -4.47% | 10.91% | 17.58% | 25.76% |
| 总股本(百万股)    | N/A    | 52.54  | 59.26  | 59.26  | 59.26  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

#### ■ 中国金融业蓬勃发展, 人才需求旺盛, 公司潜心战略布局, 定位“大金融”综合型人才服务机构。

全国共有各类金融机构法人 35000 余家, 其中新兴的私募基金、互联网金融等新兴金融机构爆发增长, 私募基金数量突破 1 万家。

随着金融在中国的作用越来越重要, 金融机构数量持续高速增长, 导致金融人才需求量高速扩张, 这为公司的“大金融”领域培训、招聘、外包业务提供坚实的行业基础。

未来公司将充分利用自身在金融领域资源和经验的积累, 将业务领域扩展到涵盖银行、证券、保险、基金、信托等“大金融”领域。

#### ■ 公司是银行咨询教育培训领域龙头企业, 主营业务银行业教育培训领域国内市占率遥遥领先。

公司主要提供针对银行业的培训、咨询及科技服务, 主要为银行培养梯队人才, 提升银行服务能力与服务质量, 推动银行业务发展。

截止 2015 年, 公司银行培训业务覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区, 覆盖全国 1200 余市县, 累计为超过 1500 家银行的总行和分行机构提供培训、咨询、科技和外包服务, 客户几乎涵盖国内所有大型商业银行和地方性银行。累计服务客户超过 350 万人次。在国内银行业培训领域处于领导者地位。

#### ■ 公司积极布局银行小微金融外包业务, 开拓新兴市场。

公司以银行培训服务作为入口, 凭借渠道优势与内容资源优势并外包银行的部分业务。目前公司成立“八客金融”, 主要与银行共建小微信贷中心, 并进行外包营销、贷款调查、运营和贷后管理的工作, 此外还提供培训、咨询、平台等服务, 形成新的利润增长点。

### 盈利预测、估值、投资建议:

- 公司 2015 年亏损, 2016 年上半年实现营收 6618.62 万元, 归属于挂牌公司股东的净利润 148.28 万元, 我们预测公司 2016-2018 年的收入分别为 1.55 亿元、2.17 亿元和 3.02 亿元, 分别同比增长 54.4%, 40.5% 和 38.9%, 净利润分别为 1100 万元、2300 万元、4600 万元; EPS 分别为 0.208 元, 0.407 元和 0.802 元, 对应 PE 为 31.40, 16.06 和 8.14。

张景鹏 联系人  
 (8621)60935876  
 zhangjingpeng@gjqz.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegwen@gjqz.com.cn

- 根据新三板相关业务及 A 股对应公司估值, 鉴于公司在银行业教育培训领域的地位, 以及未来拓展的金融业务外包潜力巨大, 我们认为公司未来有上升空间, 建议买入评级, 目标价约 9-11 元。

#### 风险

- 金融人才服务中银行咨询教育培训业务拓展不及预期
- 金融业务流程外包仍在处于模式探索阶段, 未来收入模式及推进速度不及预期。

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 银行咨询教育培训领域龙头企业.....                | 5  |
| 1.1 起航股份基本概况.....                     | 5  |
| 1.2 主营业务银行业教育培训领域龙头.....              | 6  |
| 1.3 中国企业管理培训市场增长快速，竞争激烈.....          | 8  |
| 2. 潜心战略布局，定位“金融综合服务”.....             | 9  |
| 2.1 公司积极转型“大金融”综合人才服务提供商.....         | 9  |
| 2.2 中国金融业蓬勃发展，人才需求旺盛.....             | 10 |
| 2.3 对标美国金融人才公司 Robert Half 罗伯特哈夫..... | 11 |
| 2.4 公司具备明显的行业竞争优势.....                | 12 |
| 3. 积极布局小微金融业务外包业务，开拓新兴市场.....         | 13 |
| 3.1 美国银行贷款外包业务发展迅猛.....               | 13 |
| 3.2 小微金融业务外包业务逐步被中国银行业接受.....         | 13 |
| 3.3 公司积极布局新兴银行贷款外包业务.....             | 14 |
| 4. 盈利预测、估值、投资建议及风险.....               | 15 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：公司股权结构.....                  | 5  |
| 图表 2：公司股东的持股情况.....               | 5  |
| 图表 3：公司融资状况.....                  | 6  |
| 图表 4：公司主要控股公司.....                | 6  |
| 图表 5：公司四大业务毛利率.....               | 7  |
| 图表 6：公司营业收入和净利润（万元）.....          | 7  |
| 图表 7：公司收入结构（万元）.....              | 7  |
| 图表 8：公司主要商业模式.....                | 7  |
| 图表 9：公司服务客户人次（万）.....             | 8  |
| 图表 10：公司部分合作客户.....               | 8  |
| 图表 11：管理培训行业市场规模预测（单位：亿元）.....    | 9  |
| 图表 12：银行从业人员变动情况（单位：万人）.....      | 9  |
| 图表 13：行业竞争格局.....                 | 9  |
| 图表 14：历年金融业 GDP（1978-2014 年）..... | 10 |
| 图表 15：私募基金管理人数量持续高速增长.....        | 11 |
| 图表 16：罗伯特哈夫收入变化情况.....            | 11 |
| 图表 17：罗伯特哈夫净利润变化情况.....           | 11 |
| 图表 18：起航股份与思达优悦 2015 年营业收入情况..... | 12 |
| 图表 19：银行贷款外包模式.....               | 13 |
| 图表 20：起航股份微贷业务模式.....             | 14 |
| 图表 21：起航股份与普通小贷公司的模式的区别.....      | 14 |

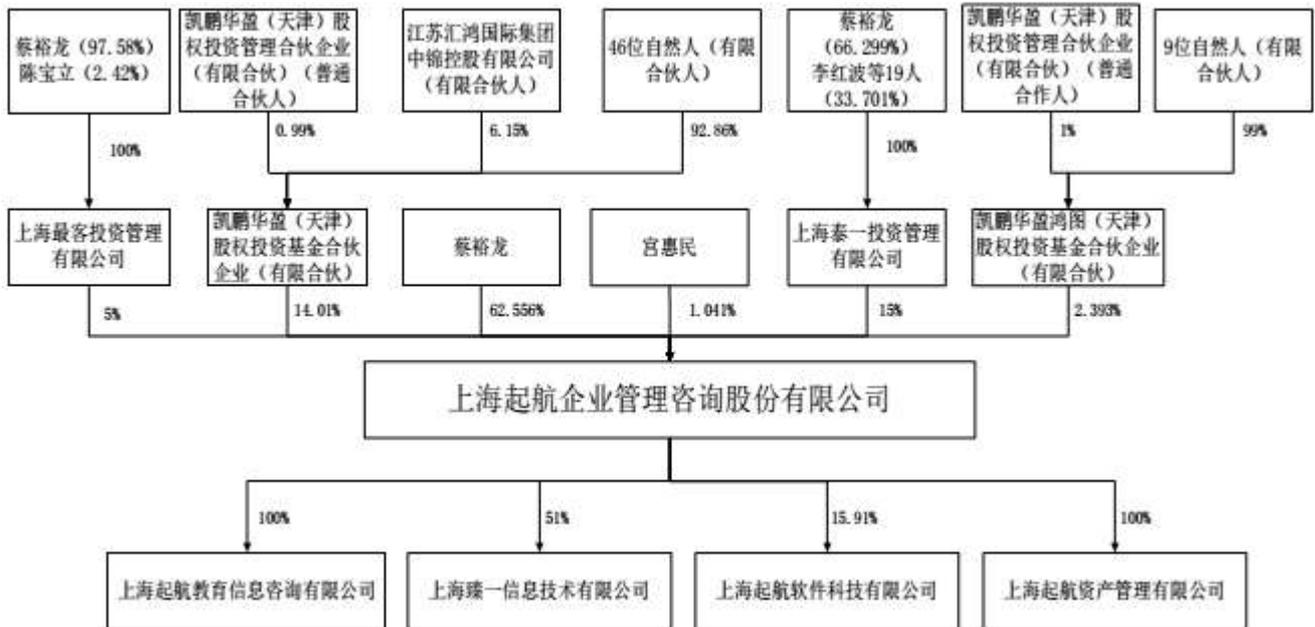
图表 22: 八客金服业务体系..... 15

## 1. 银行咨询教育培训领域龙头企业

### 1.1 起航股份基本概况

起航股份于 2007 年 1 月正式成立，总部位于上海，全国下设十四个分支机构。现有培训、咨询、在线学习三项核心业务，与全国 1281 家银行机构有着深入合作，业务覆盖全国 30 个省 1200 余市县，培训人次超过 350 万。公司为上海市高新技术企业，在银行培训和银行科技服务方面，拥有自主知识产权和专利。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

\*注：表格中持股比例均为挂牌时持股比例。

目前起航股份总股本为 5926 万股，蔡裕龙先生直接持有公司 3,127.80 万股，通过泰一投资、最客投资间接持有公司 741.19 万股，合计持有 3,868.99 万股，占比 77.380%，为公司控股股东、实际控制人。

图表 2：公司股东的持股情况

| 序号 | 股东姓名                       | 持有股数<br>(万股) | 持股比例 (%) | 股东性质 | 是否存在质押或其他争议事项 |
|----|----------------------------|--------------|----------|------|---------------|
| 1  | 蔡裕龙                        | 3,127.80     | 62.556   | 自然人  | 否             |
| 2  | 上海泰一投资管理有限公司               | 750          | 15.000   | 企业法人 | 否             |
| 3  | 凯鹏华盈(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)   | 700.5        | 14.010   | 合伙企业 | 否             |
| 4  | 上海最客投资管理有限公司               | 250          | 5.000    | 企业法人 | 否             |
| 5  | 凯鹏华盈鸿图(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙) | 119.65       | 2.393    | 合伙企业 | 否             |
| 6  | 宫惠民                        | 52.05        | 1.041    | 自然人  | 否             |
|    | 合计                         | 5,000.00     | 100.00   | -    | -             |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 公司融资状况

图表 3：公司融资状况

| 日期      | 融资方式       | 股票数量<br>(百万股) | 股票单<br>价 | 融资规模<br>(百万元) | 募资用途                       |
|---------|------------|---------------|----------|---------------|----------------------------|
| 2015.8  | 定向增发<br>股票 | 2.54          | 6.18     | 15.70         | 补充公司流<br>动资金               |
| 2015.12 | 定向增发<br>股票 | 6.72          | 5        | 33.58         | 无 现 金 认<br>购， 不 涉 及<br>募 资 |

来源：公司公告，国金证券研究所

## ■ 六家控股公司参与金融服务布局

图表 4：公司主要控股公司

|                        | 成立时<br>间    | 注册资<br>本    | 持股比<br>例                        | 主营业务   |
|------------------------|-------------|-------------|---------------------------------|--|
| 起航教育<br>信息咨询           | 2009.7      | 500 万<br>元  | 100%                            | 教育信息咨询、企业管理咨询、商务咨询等  |
| 臻一信息                   | 2013.1      | 500 万<br>元  | 51%                             | 信息技术、计算机软硬件技术、网络技术科技领域内的技术开发   |
| 八客                     | 2013.1<br>2 | 1666 万<br>元 | 60%                             | 金融信息咨询服务，接受金融机构委托从事金融业务流程外包，接受金融机构委托从事金融信息技术外包，接受金融机构委托从事金融知识流程外包，以服务外包方式从事项目管理服务，人力资源管理，信息科技、计算机、金融软件科技领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术转让，实业投资，投资管理，资产管理，电子商务，投资咨询，商务咨询企业管理咨询，法律咨询，财务咨询。                 |
| 上海领时<br>人力资源<br>服务有限公司 | 2015.8      | 200 万<br>元  | 100%                            | 为国内企业提供劳务派遣，以服务外包方式从事项目管理服务、人力资源服务，商务信息咨询，投资信息咨询，企业管理咨询，电子商务，投资管理，计算机、网络科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询和技术服务，会务服务，展览展示服务，市场营销策划，公关活动策划，接受金融机构委托从事金融信息技术外包、金融业务流程外包、金融知识流程外包、金融软件科技领域内的技术服务、技术开发、技术咨询，技术转让 |
| 江南金融<br>咨询             | 2015.1<br>1 | 100 万<br>元  | 起航股份：<br>80%，起航<br>教育信息：<br>20% | 金融管理咨询、企业管理咨询、商务信息咨询、接受金融机构委托从事金融外包服务；投资管理；非学历职业技能培训。  |
| 润众普惠<br>金融培训<br>中心     | 2016.3      | 100 万<br>元  | 60%                             | 从事非学历非职业技能培训；接受金融机构委托从事金融外包服务（含金融信息技术、业务流程、知识流程外包服务）、金融软件技术服务；金融管理咨询、企业管理咨询、商务信息咨询。  |
| 思达优悦                   | 2010.4      | 200 万<br>元  | 51%                             | 致力为各银行提供全方位、个性化、有实效的培训和咨询服务  |

来源：公司公告，国金证券研究所

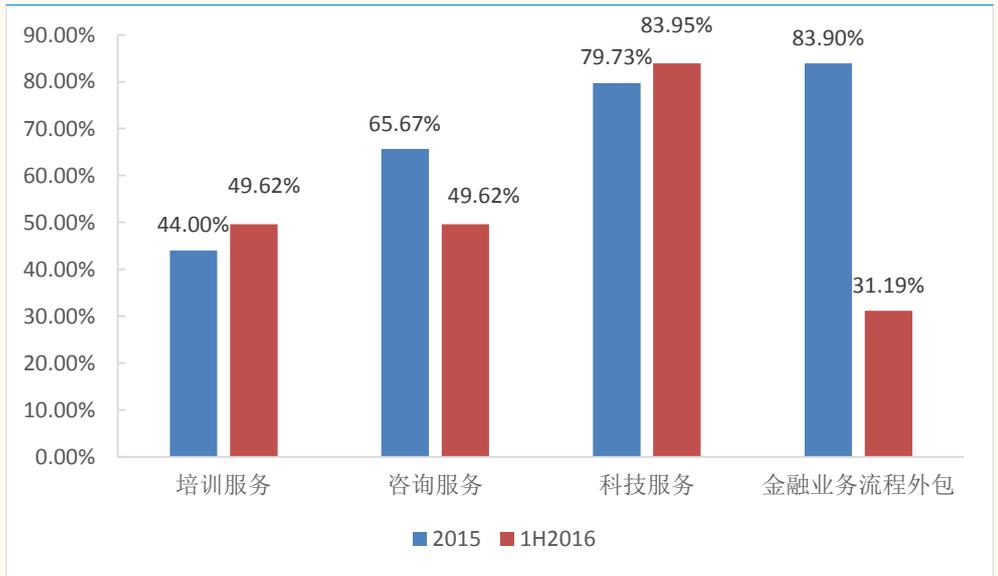
## 1.2 主营业务银行业教育培训领域龙头

### ■ 针对银行业的培训、咨询、科技及金融业务流程外包服务是公司四大业务

公司是专业为全国金融行业提供培训、咨询、在线与移动学习综合人才培养解决方案的公司，致力于为金融行业提供一体化人才培养与人才管理服务。

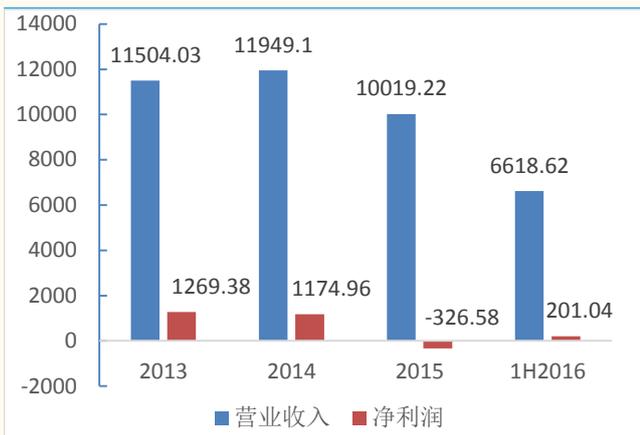
公司主要提供针对银行业的培训、咨询、科技及金融业务流程外包服务，公司服务主要为银行培养梯队人才，提升银行服务能力与服务质量，推动银行业务发展。

图表 5：公司四大业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司营业收入和净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司收入结构（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

培训服务主要包括为银行高管、中层管理干部、内训师、网点基层员工（客户经理、支行行长、大堂经理、会计主管等）、新入职员工等各岗位员工，以及风险管理、信贷管理、审计稽核等业务条线员工提供线上线下混合式学习服务。

咨询服务主要包括银行战略规划、业务流程优化、岗位资格认证、银行商学院建设、营业网点营销导入、网点服务能力提升、社区银行、智能银行等落地业务咨询服务。

科技服务主要包括在线学习，移动学习，模拟银行、培训管理、人才管理的云端人才培养与人才管理平台。

#### ■ 四大业务的商业模式清晰

公司自成立开始就专注于针对银行业的培训、咨询及科技服务，公司的管理人员与核心技术人员都具有较为丰富的行业从业经验或管理经验。形成一系列针对银行人才发展，业务发展的产品与服务。

图表 8：公司主要商业模式

| 商业模式 | 商业模式                             |
|------|----------------------------------|
| 培训服务 | 通过销售人员获取客户的培训需求，公司针对客户需求制定相应的培训方 |

|            |   |
|------------|---|
|            | 案，与客户洽谈并最终签订合同，服务过程按照合同的约定分为分期进行的培训服务和一次性执行的培训服务。   |
| 咨询服务       | 通过销售人员向客户介绍公司研发的咨询服务内容，了解客户的咨询服务需求，公司针对客户需求制定相应的方案，与客户洽谈并最终签订合同。咨询服务的客户一般会在项目执行过程中支付部分款项，并在项目结束后支付余款。                             |
| 科技服务       | 主要指为客户提供在线学习、在线模拟银行教学平台、课件开发等服务，该项服务是公司通过销售人员向客户推介公司研发的科技服务产品，获取客户的需求，与客户进行商业洽谈并签订合同。   |
| 金融业务流程外包服务 | 公司通过自己的销售队伍向客户推广产品和服务，如客户有合作意向，则双方签订相应的业务合同，合同签订后，公司的实施团队根据合同的约定招聘符合要求的员工，为员工提供系统的培训后根据客户对外包工作的要求开展相应的服务，公司按月度或季度确认收入并向客户收取相关的款项。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 银行业教育培训领域国内市占率位居前列

截止 2015 年，公司银行培训业务覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区，覆盖全国 1200 余市县，累计为超过 1500 家银行提供培训、咨询、科技和金融业务流程外包服务，累计服务客户超过 350 万人次。在国内银行业培训领域当之无愧处于领导者地位。

公司服务过的银行包括中国工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、平安银行、兴业银行、中信银行、光大银行、南京银行等几乎涵盖国内所有大型商业银行和地方性银行。

图表 9：公司服务客户人次（万）



来源：公司公开路演资料，国金证券研究所

图表 10：公司部分合作客户



来源：公司公开路演资料，国金证券研究所

### 1.3 中国企业管理培训市场增长快速，竞争激烈

#### ■ 中国企业管理培训市场复合增长率超过 20%

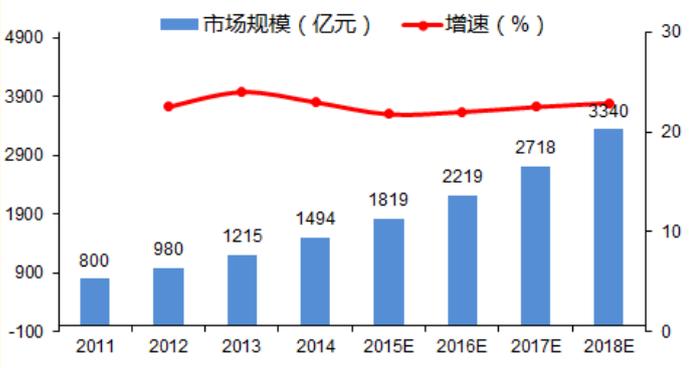
中国的企业管理培训行业已经有近 20 年的历史。21 世纪以前中国管理培训产业处于发展初级阶段，市场规模不足百亿元，企业规模都很小。近年来，在中国经济持续稳定增长、企业规模不断扩大以及企业对培训日益重视等有利因素的带动下，中国的企业管理培训行业呈现出了高速增长的态势。

需求面上看，广大企业培训意识提高，培训消费能力增强；而从供给的角度看，管理培训服务产业化也已经开始加速。在需求和供给的双方面推动下，最近几年，企业管理培训业发展迅速，商业模式创新和技术创新不断涌现，管理培训市场规模不断扩大，管理培训行业已经发展成为庞大的智力产业。

研究结果表明，管理培训行业是整个教育培训行业增速最快的细分市场之一，2011-2013 年，中国企业管理培训市场复合增长率超过 20%，2013 年中国企业管理培训市场规模已经达到 1,215 亿元。考虑到未来中国经济的持续增长以及企业对管理培训的巨大需求，未来五年，中国企业管理培训市场还将保持着

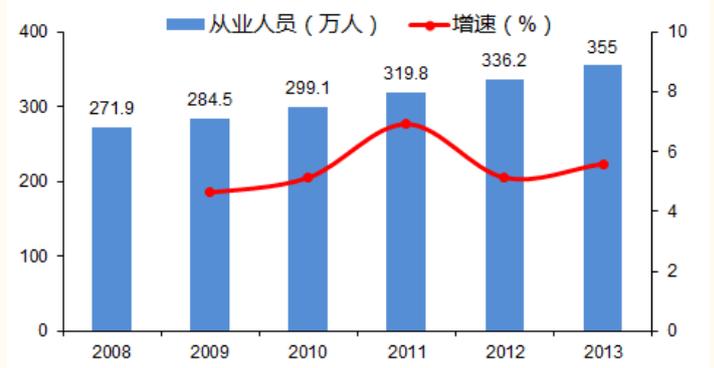
20%以上的增长速度。

图表 11: 管理培训行业市场规模预测 (单位: 亿元)



来源: 尚普咨询, 国金证券研究所

图表 12: 银行从业人员变动情况 (单位: 万人)



来源: 中国银行监督管理委员会, 国金证券研究所

### ■ 银行从业人员数量保持稳定增长

当前我国银行业已经进入快速发展期, 银行网点持续迅速增长。根据中国银行监督管理委员会发布的年报显示, 截至 2013 年底, 全国银行金融机构共有法人机构 3,949 家, 从业人员 355 万人, 较 2012 年增长 5.59%, 到 2015 年, 从业人员达到 380 万。

同时, 随着银监会对民营资本进入银行业的放开, 未来将出现更多新设银行机构。在银行业不断快速发展的当前形势下, 对银行业培训的需求也将不断增长。根据《2015 年度中国银行业社会责任报告》中披露, 截至 2015 年底, 银行业金融机构从业人员 380 万人, 组织开展员工培训项目逾 36.37 万个, 培训项目覆盖 2,584 万人次, 同比增加近 500 万人次。

### ■ 企业管理培训市场行业竞争激烈

目前能够提供银行类培训咨询服务的机构众多, 除专业的银行培训咨询机构外, 综合类培训咨询机构和财经院校下属机构也推出了相关服务。虽然银行网点的扩张和银行业服务质量的提升带来了更多的专业培训需求, 但公司所处行业内银行类培训咨询机构数量也逐年增加, 竞争越发激烈。

图表 13: 行业竞争格局

|            | 服务内容   | 国内主要公司                     |
|------------|--|----------------------------|
| 专业银行培训咨询机构 | 专注于为银行业提供培训咨询服务, 机构人员对银行业务流程十分熟悉, 可以更加精准的定位, 在产品设计和资源配备上更有针对性                  | 起航股份、北京当代金融培训              |
| 综合培训机构     | 同时为各行业的客户提供培训服务, 一般是以管理营销类培训为主   | 深圳市问鼎资讯有限公司、凯洛格(北京)管理咨询公司等 |
| 院校下属培训机构   | 知名院校开办的下属培训机构, 充分利用其学术研究和师资资源, 为包含银行客户在内的各类企业提供管理、财务及营销等方面的培训, 课程内容偏重于理论和原理的讲解 | 北京大学、清华大学、上海财经大学等          |

来源: 国金证券研究所

## 2. 潜心战略布局, 定位“金融综合服务”

### 2.1 公司积极转型“大金融”综合人才服务提供商

公司在经历了 2008-2011 年银行培训业务快速增长期之后, 2012-2014 年是公司的战略转型期。

从研发和科技角度来看，公司积极通过 ISO9001-2008 认证，获得多项专利与知识产权，荣获「高新技术企业」称号。在渠道上强化布局，业务覆盖全国 30 个省。公司潜心战略布局，转型为包括培训、咨询、科技、在线教育，人才管理系统在内的银行业人才管理服务专业机构。

从 2015 年开始，公司进入战略扩张期。进行股份制改造，搭建内部创业平台，实施股权激励。积极进行行业整合并购，并将业务由金融人才服务向金融综合服务延伸。

## 2.2 中国金融业蓬勃发展，人才需求旺盛

改革开放以来，尤其是 20 世纪 90 年代中期以来，中国金融业在市场化改革和对外开放中不断发展，金融总量大幅增长。

金融业持续发展，金融业增长速度高于 GDP 平均增速，金融业 GDP 在国民经济的占比中越来越高。

图表 14: 历年金融业 GDP (1978-2014 年)



来源：公司路演资料，国金证券研究所

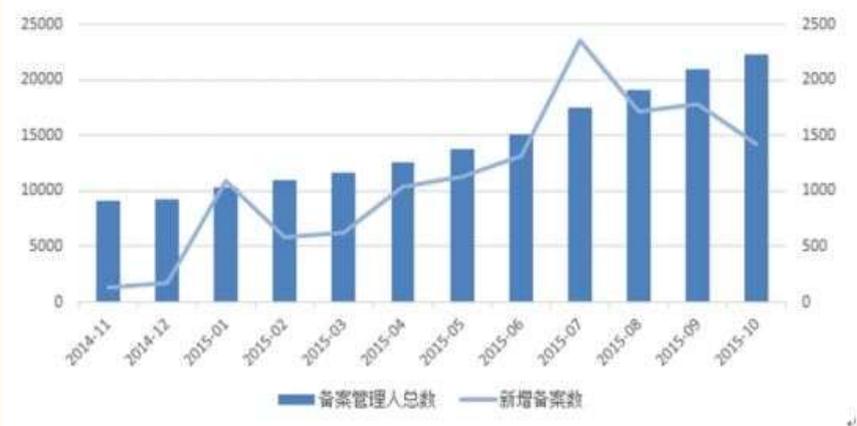
目前，中国已形成了银行、证券、保险等功能比较齐全、分工合作、多层次的、政策性金融和商业性金融协调发展的金融机构体系。

截至 2014 年末，全国共有各类金融机构法人 35000 余家，主要包括 4 家国有商业银行、3 家政策性银行、11 家股份制商业银行、112 家城市商业银行、723 家城市信用社、4 家资产管理公司、3 家农村商业银行、33965 家农村信用社、199 家外资银行营业机构、59 家信托投资公司、133 家证券公司和 69 家保险公司等。

新兴的私募基金等新兴金融机构爆发增长，截止 2014 年底，中国私募基金数量突破 1 万家，私募行业资产规模已达约 2.5 万亿元。

图表 15: 私募基金管理人数量持续高速增长

月度私募基金管理人总量及增量(近1年)



来源: 公开资料, 国金证券研究所

随着金融在中国的作用越来越重要, 金融机构数量持续高速增长, 导致金融人才需求量高速扩张, 这为公司的“大金融”领域培训、招聘、外包业务提供坚实的行业基础。

### 2.3 对标美国金融人才公司 Robert Half 罗伯特哈夫

成立于 1948 年的罗伯特哈夫(纽约证券交易所股票代码: RHI)开创了专业化的招聘服务, 目前是会计、财务和科技领域招聘正式员工、固定期限员工和项目人员的全球领导者。罗伯特哈夫在世界各地设有超过 340 个的办事机构。

2012 年 3 月, 罗伯特哈夫国际公司获评《财富 Fortune》®杂志的“全球最受赞赏公司”榜。2014 年, 罗伯特哈夫国际再次入选《财富》杂志全球最受尊敬公司榜。

罗伯特哈夫为企业提供个性化的服务, 为它们提供最优秀的人才来满足招聘需求。经验丰富的求职者也乐意与罗伯特哈夫合作, 因为可为他们提供卓越的工作机会, 在职业发展的每个阶段为他们提供指导。

罗伯特哈夫在全球首创了金融人才综合服务模式, 通过向企业提供专业的人才招聘、培训和外包业务, 成为全球会计、财务和科技界著名的人才智库。

近年来, 罗伯特哈夫收入保持稳定的增速, 净利润每年均大幅增长。

图表 16: 罗伯特哈夫收入变化情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 17: 罗伯特哈夫净利润变化情况



来源: WIND, 国金证券研究所

2009 年初公司股价为 10.25 美金左右, 目前公司股价已经达到 36.81 美元, 增幅达到 259.12%, 对应市值达到 48.34 亿美元。

## 2.4 公司具备明显的行业竞争优势

### (1) 品牌及渠道优势

公司是专业为全国各类银行提供咨询、科技、培训等综合解决方案的公司，致力于为中国银行业搭建资源整合、信息共享、经验交流的平台。

公司拥有深厚的银行客户资源基础，2007 年至今，起航累计为中国的银行业金融机构提供了超过 300 万人天的线下咨询培训服务；起航为银行业研发的 e-learning 云平台已经为全国多家银行建立网络商学院，累计学员超过 50 万人；起航自主研发的模拟银行平台累计超过 50 万人次的平台实战演练学习，超过 200 场模拟银行业务考试；客户覆盖全国 30 个省、市、自治区，超过 1500 家总行和分支行机构。精细、成熟、实用、高效的起航特色，得到客户的广泛认可和好评。

### (2) 研发优势

公司设有一支强大的研发团队，集合产品、科技、咨询研发，致力于为银行提供专业、先进、综合、针对性强的服务。

公司自主研发的《银行业务仿真教学系统》获得国家实用新型专利，《新型银行新员工入职培训系统》发明专利申请已进入实质审查阶段。中国工商银行总行和起航公司研发的《柜员业务操作实战演练（模拟游戏版）》教学系统在人民银行举办的第四届金融教育培训多媒体评比中荣获特等奖。公司研发编著的《综合柜员基本技能入门手册》、《综合柜员柜台业务入门手册》、《法律基本原理与制度》、《赢心服务 致胜网点》等银行专业教材出版发行获得客户的广泛好评。

### (3) 服务模式的优势

#### 具有标准化理念，可规模化复制

目前的银行培训咨询服务方式仍以传统的面对面教授为主，但随着互联网技术的发展，公司布署了业内领先的培训管理平台，将线下培训与线上服务相结合，有效提升了受众对相关技能和知识点的掌握度，从而提高用户黏性，为银行培训机构实现可持续发展提供有力保障。

## 2.5 并购思达优悦，巩固行业龙头地位

2016 年 1 月 4 日，起航股份发布股东会通过向深圳市思达优悦企业管理顾问有限公司的股东发行人民币普通股的方式取得思达优悦 51% 的股权的决议，此次发行完成后，起航股份将实现对思达优悦的控股。

深圳市思达优悦企业管理顾问有限公司成立于 1993 年，总部位于深圳，目前在深圳、长沙、武汉、合肥、南宁、济南、成都、贵阳、南昌、西安、沈阳等地有十一家分公司及办事处。公司一直致力于银行行业的服务培训工作，坚持“以教学为本、以服务取胜”的宗旨，本着正己化人的态度，致力为各银行提供全方位、个性化、有实效的培训和咨询服务。

起航股份的此次并购是银行咨询、培训领域的强强联合，从公开资料中看出，思达优悦 2015 年 1-9 月实现销售收入近 3000 万元，利润超过 522 万元。本次并购有助于起航股份扩展和完善公司业务布局，提升公司的盈利能力，提高市场占有率和品牌影响力，促进公司稳定快速的发展，进一步提高公司整体实力。我们相信，依托起航股份平台，本次收购将带来丰富的想象空间。

**图表 18：起航股份与思达优悦 2015 年营业收入情况**

|      | 营业收入（万元）          |
|------|-------------------|
| 起航股份 | 10019.22 (1-12 月) |
| 思达优悦 | 3000 (1-9 月)      |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.积极布局小微金融业务外包业务，开拓新兴市场

公司不断深化金融综合服务的战略布局，在保持主营业务增长的情况下，金融业务流程外包业务持续发展，根据公司 2016 年半年报披露，实现销售收入约 258.62 万元，较去年全年的 135.06 万元增长 91%。”公司同时在不断拓展合作银行，呈现良好的发展势头。

#### 3.1 美国银行贷款外包业务发展迅猛

由于监管机构管理日趋严格，审查成本上升等原因，越来越多的美国银行为为了在新形势下保持竞争优势，开始了新的经营模式。将旗下的抵押贷款服务和止赎处理等业务外包给印度大型技术和咨询公司成为了美国银行发展的新趋势。

抵押贷款业务和止赎处理业务是两种较费人力资源的业务。虽然抵押贷款业务本身会对银行带来一定的盈利，但是相较于银行投入的成本尤其是劳动力成本，那点微薄的利润显得那么的微不足道，因此银行自然会愿意将这些业务外包。

开展贷款外包业务的美国银行大幅降低成本，同时使承接业务的印度公司赚的盆满钵满。塔塔咨询服务公司 2013 年就引进了 3.16 亿美元的业务，较 2009 年翻了一番。而过去两年内，该公司贷款业务的收益提高了 40%。

由于大量来自美国的贷款外包业务的需要，印度公司方面对这一业务有着坚决的信心。2014 年 Quattro 全球服务公司扩大公司业务人员人数至近 2000 人。塔塔咨询服务公司也增加了 2000 名员工，总人数达到了 7000 人。

银行业务外包的根本出发点是为了提高管理的效率，培育和巩固银行的核心竞争力。服务行为的合同化、契约化与银行的内部管理相比则更具效果和法律效应，从而获得更高的管理效率。

根据专家针对 100 家主要美国银行、经纪行及保险公司的调查，近些年，有 1 / 5 的业务量通过海外外包服务完成，至少可以降低 1500 亿美元的成本。

#### 3.2 小微金融业务外包业务逐步被中国银行业接受

随着资本市场融资渠道的多元化，中国金融结构已经发生了重大的变化，但高度依赖银行的金融信贷模式促使信贷市场的风险过度集中，也加重了银行业的成本，自 2013 年底，基于银行的贷款外包模式，成为金融业创新的一个亮点。

所谓贷款外包，即为银行提供贷款调查，评级，评审，担保管理，贷后管理整个流程的服务。通过外包银行可以降低经营成本，分散风险。

图表 19：银行贷款外包模式

| 模式         | 银行合作方  | 特点   | 案例                           |
|------------|--------|--|------------------------------|
| 组合授信服务模式   | 小贷公司   | 主要是发展单户授信 500 万元以下的贷款业务。这些银行对于各地区中小企业发展情况不熟悉，因此往往形成组合授信服务模式，并开发出专门的金融创新产品。通过这种不同机构的组合贷款，使得中小企业的融资成本大幅降低。 | 华夏银行与小贷公司合作，推出了“小企业接力贷”      |
| 电商平台“团购”模式 | 外贸电商平台 | 主要是外贸电商平台先从银行“团购”贷款、再零售给中小外贸企业。由于从银行“批发”贷款，获取的资金成本低廉，外贸电商平台可以 10%-18% 的年利率把贷款再零售给中小外贸企业，从中赚取差价。          | 中国银行与一达通合作，推出“信贷工厂产品+电商金融超市” |
| 典当放款无缝对接模式 | 典当公司   | 客户可以先到典当行做一个典当的短期融资，在这个阶段可以推荐到合作银行，去申请其长期低成本的贷款。等到银行将贷款批下来的时候，就可以“过桥”还了典当的资金并转成银行的贷款。                    | 交通银行与华夏典当行合作推出“银典直通车”        |
| 第三方        | 第三方    | 第三方外包机构同银行合作，主要经营业务为信息   | 起航股份与各                       |

|        |      |  |        |
|--------|------|--|--------|
| 直接外包模式 | 外包公司 | 收集，客户申请等一些核心业务，中小企业外包机构不但可以从中获取中间业务收入，同时，银行也多了助手来帮助完成一些核心资料的收集与审阅。 | 地农商行合作 |
|--------|------|--|--------|

来源：百度，国金证券研究所

贷款业务外包虽然可以为银行带来一定的收益，但也有一定的风险，因此各大银行都比较谨慎，目前还处于试验与推广阶段。

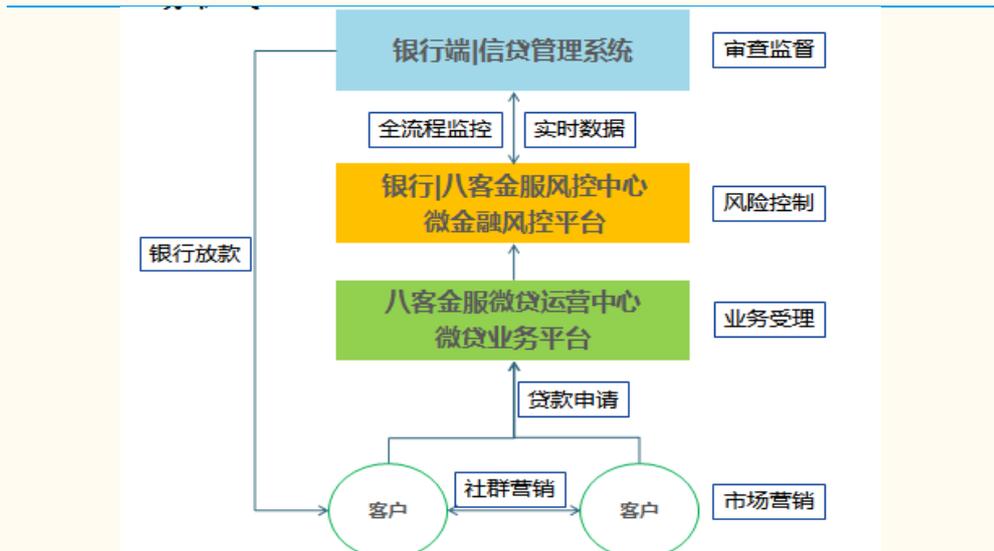
将部分业务外包，会使银行失去对一些产品或业务的控制。外包机构能否按时、保质完成合同义务，存在一定的不确定性。其次，外包必然导致银行业务管理和操作上的改变，这也可能增加银行的操作风险。另外，外包需要将保密性数据、或者客户的信息、账簿交由第三人接触，而外包机构及其雇员都有可能违反保密协议，泄漏保密信息，从而引发操作、法律和信誉方面的风险。

### 3.3 公司积极布局新兴银行贷款外包业务

与银行共建微小信贷中心（外包部分业务）；公司风控与银行的风控同时进行，确保了风险最低化

拼接渠道优势起航股份的微贷业务模式和盈利模式如下图所示，所谓贷款外包，即为银行提供贷款调查，评级，评审，贷后管理整个流程的服务。通过外包银行可以降低经营成本。

图表 20：起航股份微贷业务模式



来源：公司公开路演资料，国金证券研究所

起航与银行并非竞争关系，而是合作与外包的关系

图表 21：起航股份与普通小贷公司的模式的区别

| 公司     | 模式                | 与银行间关系 | 特点   |
|--------|-------------------|--------|--|
| 起航股份   | 与银行共建微小信贷中心外包部分业务 | 合作关系   | 第三方外包机构同银行合作，主要经营业务为信息收集，客户申请等一些业务，中小企业外包机构不但可以从中获取中间业务收入，同时，银行也多了助手来帮助完成一些核心资料的收集与审阅。                   |
| 普通小贷公司 | 组合授信服务模式          | 竞争关系   | 主要是发展单户授信 500 万元以下的贷款业务。这些银行对于各地区中小企业发展情况不熟悉，因此往往形成组合授信服务模式，并开发出专门的金融创新产品。通过这种不同机构的组合贷款，使得中小企业的融资成本大幅降低。 |

来源：公司公告，互联网，国金证券研究所

凭借渠道优势与内容资源优势，公司开始逐步向银行提供小微金融业务的综合服务，包括以人才外包为基础的业务外包，也包括培训、咨询、平台等服务。目前，公司成立“八客金融”，主要向银行小微贷款提供培训、咨询、平台等服务。

图表 22：八客金服业务体系

|                     | 服务内容   |
|---------------------|--|
| A: 入口 (微贷人才培养)      | 1. 润众同心-普惠论坛、交流考察<br>2. 润众初心-金种子培养                             |
| B: 绑定 (微贷技术输出)      | 润众匠心:<br>1. 人才 2. 产品 3. 技术<br>4. 品牌 5. 理念 6. 机制                |
| C: 核心 (SAAS 平台微贷云+) | 贷款管理:<br>1. 营销获客 2. 贷后管理<br>3. 风控系统 4. 产品管理<br>5. 账户系统 6. 数据分析 |
| D: 造血 (微贷中心联合运营)    | 1. 准事业部 2. 市场营销<br>3. 贷款管理 4. 风险管理<br>5. 运营管理                  |

来源：公司公开路演资料，国金证券研究所

## 4 盈利预测、估值、投资建议及风险

### ■ 盈利预测、估值、投资建议

公司 2015 年亏损，2016 年上半年实现营收 6618.62 万元，归属于挂牌公司股东的净利润 148.28 万元，我们预测公司 2016-2018 年的收入分别为 1.55 亿元、2.17 亿元和 3.02 亿元，分别同比增长 54.4%、40.5%和 38.9%，净利润分别为 1100 万元、2300 万元、4600 万元；EPS 分别为 0.208 元，0.407 元和 0.802 元，对应 PE 为 31.40、16.06 和 8.14。

根据新三板相关业务及 A 股对应公司估值，鉴于公司在银行业教育培训领域的地位，以及未来拓展的金融业务外包潜力巨大，我们认为公司未来有上升空间，建议买入评级，目标价约 9-11 元。

### ■ 风险

金融人才服务中银行咨询教育培训业务拓展不及预期

金融业务流程外包仍在处于模式探索阶段，未来收入模式及推进速度不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |            |            |            |            |            |            | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |            |            |            |            |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |                 | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>115</b> | <b>119</b> | <b>100</b> | <b>155</b> | <b>217</b> | <b>302</b> | 货币资金            | 16         | 62         | 53         | 52         | 53         | 73         |
| 增长率                   |            | 3.9%       | -16.2%     | 54.4%      | 40.5%      | 38.9%      | 应收款项            | 12         | 36         | 39         | 41         | 57         | 79         |
| 主营业务成本                | -60        | -59        | -46        | -73        | -106       | -150       | 存货              | 2          | 0          | 2          | 1          | 2          | 3          |
| %销售收入                 | 52.2%      | 49.5%      | 46.0%      | 47.4%      | 48.6%      | 49.6%      | 其他流动资产          | 76         | 2          | 9          | 10         | 14         | 19         |
| 毛利                    | 55         | 60         | 54         | 81         | 112        | 152        | 流动资产            | 106        | 100        | 103        | 104        | 126        | 175        |
| %销售收入                 | 47.8%      | 50.5%      | 54.0%      | 52.6%      | 51.5%      | 50.4%      | %总资产            | 94.2%      | 93.9%      | 86.7%      | 79.0%      | 78.3%      | 80.5%      |
| 营业税金及附加               | -4         | -3         | -3         | -4         | -6         | -9         | 长期投资            | 2          | 1          | 11         | 12         | 11         | 11         |
| %销售收入                 | 3.8%       | 2.8%       | 2.9%       | 2.9%       | 2.9%       | 2.9%       | 固定资产            | 2          | 3          | 2          | 3          | 2          | 1          |
| 营业费用                  | -14        | -20        | -20        | -23        | -25        | -27        | %总资产            | 2.1%       | 2.8%       | 1.8%       | 1.9%       | 1.0%       | 0.3%       |
| %销售收入                 | 12.5%      | 16.4%      | 20.3%      | 14.8%      | 11.3%      | 9.0%       | 无形资产            | 2          | 2          | 3          | 11         | 21         | 29         |
| 管理费用                  | -24        | -30        | -33        | -44        | -56        | -63        | 非流动资产           | 6          | 6          | 16         | 28         | 35         | 42         |
| %销售收入                 | 20.9%      | 24.8%      | 32.7%      | 28.4%      | 26.0%      | 20.9%      | %总资产            | 5.8%       | 6.1%       | 13.3%      | 21.0%      | 21.7%      | 19.5%      |
| 息税前利润 (EBIT)          | 12         | 8          | -2         | 10         | 24         | 53         | <b>资产总计</b>     | <b>112</b> | <b>106</b> | <b>118</b> | <b>132</b> | <b>161</b> | <b>217</b> |
| %销售收入                 | 10.6%      | 6.6%       | n.a        | 6.5%       | 11.3%      | 17.6%      | 短期借款            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 财务费用                  | 0          | 0          | 0          | 1          | 1          | 1          | 应付款项            | 10         | 10         | 11         | 13         | 18         | 25         |
| %销售收入                 | 0.0%       | 0.0%       | -0.5%      | -0.7%      | -0.5%      | -0.4%      | 其他流动负债          | 3          | 4          | 2          | 3          | 5          | 6          |
| 资产减值损失                | -1         | -1         | -4         | 0          | 0          | 0          | 流动负债            | 12         | 14         | 13         | 16         | 23         | 32         |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 1          |
| 投资收益                  | 2          | 6          | 0          | 0          | 0          | 0          | 其他长期负债          | 0          | 1          | 1          | 0          | 0          | 0          |
| %税前利润                 | 15.1%      | 44.7%      | -6.1%      | 1.5%       | 0.7%       | 0.4%       | <b>负债</b>       | <b>12</b>  | <b>15</b>  | <b>14</b>  | <b>16</b>  | <b>23</b>  | <b>33</b>  |
| 营业利润                  | 14         | 13         | -5         | 11         | 26         | 54         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>95</b>  | <b>88</b>  | <b>101</b> | <b>113</b> | <b>137</b> | <b>185</b> |
| 营业利润率                 | 12.2%      | 10.8%      | n.a        | 7.3%       | 11.9%      | 18.0%      | 少数股东权益          | 2          | 2          | 4          | 2          | 1          | 0          |
| 营业外收支                 | 2          | 1          | 2          | 2          | 2          | 2          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>110</b> | <b>106</b> | <b>118</b> | <b>132</b> | <b>161</b> | <b>217</b> |
| 税前利润                  | 16         | 14         | -3         | 13         | 28         | 57         | <b>比率分析</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 利润率                   | 13.8%      | 12.0%      | n.a        | 8.7%       | 12.8%      | 18.7%      |                 | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
| 所得税                   | -3         | -3         | 0          | -2         | -5         | -10        | <b>每股指标</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 所得税率                  | 19.8%      | 18.3%      | n.a        | 18.3%      | 18.3%      | 18.3%      | 每股收益            | N/A        | N/A        | -0.086     | 0.208      | 0.407      | 0.802      |
| 净利润                   | 13         | 12         | -3         | 11         | 23         | 46         | 每股净资产           | 80.164     | 74.356     | 1.916      | 2.151      | 2.609      | 3.514      |
| 少数股东损益                | 0          | -1         | 1          | -1         | -1         | -1         | 每股经营现金净流        | 13.896     | -8.868     | -0.177     | 0.192      | 0.163      | 0.526      |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>13</b>  | <b>13</b>  | <b>-4</b>  | <b>12</b>  | <b>24</b>  | <b>48</b>  | 每股股利            | 0.000      | 0.000      | 0.000      | 0.000      | 0.000      | 0.000      |
| 净利率                   | 11.0%      | 11.0%      | n.a        | 8.0%       | 11.1%      | 15.7%      | <b>回报率</b>      |            |            |            |            |            |            |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |            |            |            |            | 净资产收益率          | 13.34%     | 14.84%     | -4.47%     | 10.91%     | 17.58%     | 25.76%     |
|                       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      | 总资产收益率          | 11.59%     | 12.33%     | -3.80%     | 9.35%      | 14.96%     | 21.91%     |
| 净利润                   | 13         | 12         | -3         | 11         | 23         | 46         | 投入资本收益率         | 10.07%     | 7.03%      | -1.85%     | 7.13%      | 14.49%     | 23.37%     |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>增长率</b>      |            |            |            |            |            |            |
| 非现金支出                 | 2          | 3          | 6          | 2          | 2          | 3          | 主营业务收入增长率       | N/A        | 3.86%      | -16.15%    | 54.35%     | 40.53%     | 38.93%     |
| 非经营收益                 | -2         | -7         | 0          | -4         | -2         | -2         | EBIT 增长率        | N/A        | -34.93%    | -124.21%   | -623.95%   | 143.28%    | 116.47%    |
| 营运资金变动                | 4          | -19        | -12        | 1          | -14        | -19        | 净利润增长率          | N/A        | 3.25%      | N/A        | N/A        | 95.56%     | 97.29%     |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>16</b>  | <b>-11</b> | <b>-9</b>  | <b>10</b>  | <b>9</b>   | <b>28</b>  | 总资产增长率          | N/A        | -3.01%     | 11.43%     | 11.31%     | 22.21%     | 34.73%     |
| 资本开支                  | -2         | -2         | -2         | -11        | -8         | -9         | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |            |            |            |
| 投资                    | -10        | 74         | -14        | -1         | 0          | 0          | 应收账款周转天数        | 15.5       | 61.4       | 109.6      | 61.6       | 61.6       | 61.6       |
| 其他                    | 3          | 5          | 0          | 0          | 0          | 0          | 存货周转天数          | 5.6        | 6.5        | 7.0        | 7.0        | 7.0        | 7.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-10</b> | <b>77</b>  | <b>-16</b> | <b>-12</b> | <b>-7</b>  | <b>-8</b>  | 应付账款周转天数        | 13.8       | 15.3       | 3.0        | 3.0        | 3.0        | 3.0        |
| 股权募资                  | 2          | 0          | 16         | 0          | 0          | 0          | 固定资产周转天数        | 7.4        | 9.0        | 7.6        | 3.6        | 1.2        | -0.5       |
| 债权募资                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 1          | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 其他                    | 0          | -20        | 0          | 0          | 0          | 0          | 净负债/股东权益        | -16.04%    | -68.36%    | -50.90%    | -44.78%    | -38.30%    | -39.16%    |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>2</b>   | <b>-20</b> | <b>15</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>1</b>   | EBIT 利息保障倍数     | -1,624.6   | -1,869.0   | 3.9        | -9.3       | -22.6      | -41.8      |
| <b>现金净流量</b>          | <b>9</b>   | <b>46</b>  | <b>-10</b> | <b>-1</b>  | <b>1</b>   | <b>20</b>  | 资产负债率           | 11.38%     | 14.57%     | 11.84%     | 12.48%     | 14.28%     | 15.10%     |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD