

创业黑马 (300688.SZ) 教育行业

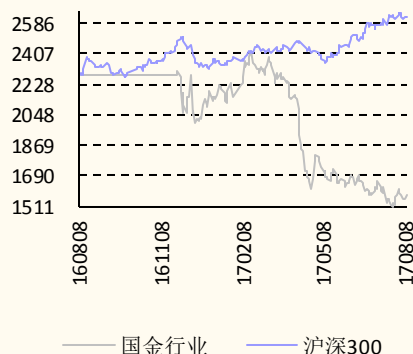
新股研究报告

目标价格(人民币): 30.80-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	10.75
发行 A 股数量(百万股)	17.00
总股本(百万股)	68.00
国金教育指数	1571.33
沪深 300 指数	3732.21



- 1.《教育行业周报第十期: 并购或趋严, “并购期到模式兑现期” 进程或...》, 2017.4.17
- 2.《教育行业周报第六期: 教育焦虑持续升温、关注学校类资产证券化》, 2017.3.20
- 3.《教育行业周报第五期: 回顾两会教育议题, 关注教育信息化、传统文...》, 2017.3.13
- 4.《国金教育 2017 年投资策略: 吹尽狂沙始到金, 从并购期到模式兑...》, 2016.12.13
- 5.《教育行业资产证券化潮或已到来, 关注点由量转质》, 2016.12.2

创业黑马: 创业服务第一股, 创业导师自身上市凸显集群效应&品牌壁垒

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.104	0.795	0.769	1.004	1.338
每股净资产(元)	2.64	3.46	5.64	6.64	7.98
每股经营性现金流(元)	1.06	0.80	1.06	1.46	1.95
市盈率(倍)	102.88	13.52	13.98	10.71	8.04
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-25.55%	660.68%	29.03%	30.48%	33.31%
净资产收益率(%)	3.96%	23.00%	13.65%	15.11%	16.77%
总股本(百万股)	51.00	51.00	68.00	68.00	68.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

创业黑马新股上市情况

创业黑马将在创业板 IPO 上市, 股票代码 300688, 发行价格 10.75 元/股, 发行股份 1700 万股, 募集资金 1.83 亿元, 发行后公司总股本将为 6800 万股。扣除发行费用后, 预计募集资金净额为 1.52 亿元, 其中 1.2 亿元用于建设黑马众创空间项目, 0.32 亿元用于建设线上业务系统项目。

投资逻辑

- **创业黑马: 创业服务第一股, 乘“双创”大势腾飞可期。**创业黑马是全国首批专注创业者服务&企业发展的专业机构之一, 经过多年积累发展, 已成为创业发展领域内的行业龙头。2016 年公司实现营收 1.84 亿元, 同比增长 10.5%; 实现归母净利润 4054 万元, 同比增长 660.7%。上市后, 公司或将有效利用资本和上市带来的品牌效应迅速扩张, 借助双创大势, 腾飞可期。
- **上市本身带来的集群效应, 有望有效提升公司品牌力, 募投项目或打造中国创业地标。**上市是每一个创业者的梦想, 而作为中国创业辅导第一品牌的创业黑马, 其本身的上市, 具有极强的示范效应和集群效应, 我们认为, 上市后, 创业黑马所带来的集群效应将会有效体现在业绩增长上, 同时其募投项目打造的黑马众创中心有望借助创业黑马的迅速发展, 成为中国创业地标, 卡位优势突出。
- **我国近年来大众创业的热情见长, 创业服务行业已站上浪潮。**根据国家工商总局的数据显示, 我国自主创业的人数和创业企业的个数均呈增长态势。2016 年, 我国平均每天新登记企业达 1.51 万户; 全年新设市场主体 1651.32 万户, 同比增长 11.6%。逐年增长的新登记企业个数和日均新登记注册企业个数也反映出当前大众创业热情见长, 创业服务行业或已站上浪潮。
- **创业服务&公关&会员服务三类业务齐头并进, 构建黑马创业服务平台。**公司作为创业服务领域内的龙头企业, 有效满足创业者在不同阶段的创业需求, 并逐渐体现出平台效应, 实现创业领域内的资源对接, 形成完整的创业平台生态服务链。公司的主营业务包括三类: 创业辅导培训服务、公关服务、会员服务。其中①**创业培训业务**, 是创业黑马品牌立足之源, 占累积营收约 50%, 未来随着公司上市, 创业培训业务的影响力或进一步增强, 为公

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

司进行全国性创业服务业务拓展奠定坚实基础。②**公关服务业务**，进行资源整合，有效满足不同阶段企业所面临的公关服务需求，目前占累积营收约43%，③**会员服务**，利用线上线下互联，迅速实现大规模流量引入，会员服务营收占比不断提升，未来有望持续构筑企业 IP 壁垒，进一步提升会员服务的业务占比。同时会员服务也具有地域的广泛性，有效切入不同地域，为公司全国性业务发展提供有力支撑，会员服务占累积营收比约4%，且处于逐渐上升过程中。公司通过创业服务起家，逐渐构筑的平台效应已逐渐凸显，未来或依托平台，持续进行资源对接，最大化发掘创业企业价值和潜能。在这个过程中，创业黑马也不排除会开拓如金融服务、中介服务等多种新业务。

估值及投资建议

- 公司作为创业服务第一股，有望借助资本和上市带来的品牌效应加速扩张，进一步巩固卡位优势，凸显创业服务平台效应和品牌效应。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.77 元,1.00 元,1.34 元，其所属商业服务板块平均 PE 约为 31 倍，考虑到其创业服务第一股的卡位优势，给予其 40 倍的 PE，给予 6-12 个月目标价格区间 30.8 元-40 元。
- 风险提示：募投项目的开展具有不确定性。

内容目录

1. 创业黑马：创业服务第一股成功上市	5
1.1 国内首批关注创业者成长的服务机构	5
1.2 公司实际控制人多年企业发展研究经验，创业发展资源丰富	6
2. 政策大力支持创业，“双创”服务领域长期看好	7
2.1 大众创业热情高，政策大力支持双创	7
2.2 行业尚处发展初期，规模增长潜力巨大	9
3. 创业服务&公关&会员服务三类业务齐头并进，创业黑马构建创服平台	11
3.1 创业服务&公关服务&会员服务，着力打造多维创业平台	11
3.2 创业辅导培训业务：创业黑马品牌立足之源	13
3.3 公司衍生公关业务：资源整合满足企业发展各阶段需求	16
3.4 会员服务：打造创业者社群“黑马会”	19
3.5 资源对接效果较好，公司学员收获匪浅	19
4. 募集资金进行项目升级，健全线下线上运营网络	20
4.1 募投项目：黑马众创空间——实体创业交流中心，有望成为全国创业地标	20
4.2 募投项目：线上业务管理系统：全面加强管理效率，为企业发展壮大打下坚实基础	21
5. 公司未来发展展望	22
6. 投资建议	22

图表目录

图表 1：创业黑马发展历史	5
图表 2：公司营业收入（2014-2016）	5
图表 3：公司归母净利润（2014-2016）	5
图表 4：调整后公司归母净利润（2014-2016）	6
图表 5：扣非后公司归母净利润（2014-2016）	6
图表 6：公司股权结构图	7
图表 7：我国新登记企业情况	8
图表 8：国家鼓励创新创业政策汇集	8
图表 9：我国创业服务机构的发展阶段	10
图表 10：创业服务机构分类	10
图表 11：我国公关公司年度营业额变化（2001-2016）	11
图表 12：公司业务包括创业服务、公关服务和会员服务	12
图表 13：公司企业服务体系涵盖初创-IPO 企业全生命周期	12
图表 14：公司主要业务营收及增长率（2013-2016）	13
图表 15：公司主营业务毛利率（2013-2017Q1）	13

图表 16: 公司分类业务营收占比 (2013-2017Q1)	13
图表 17: 公司分类业务累计营收占比 (2013-2017Q1)	13
图表 18: 公司创业辅导培训业务分类.....	14
图表 19: 公司的主要导师代表.....	15
图表 20: 创业辅导培训分类业务营收占比 (2016 年)	16
图表 21: 创业辅导培训分类业务毛利率 (2016 年)	16
图表 22: 公关服务类型.....	16
图表 23: 公关业务线下业务分类及收入情况.....	17
图表 24: 公司线下活动图展示.....	17
图表 25: 公关业务分类营收占比 (2016 年)	18
图表 26: 公关业务客户分类营收占比 (2014-2016 年)	19
图表 27: 公关业务客户分类营业收入 (2014-2016 年)	19
图表 28: 公司产生的平台交易 (2014-2016 年)	20
图表 29: 募投项目情况.....	20
图表 30: 黑马众创空间项目实施目标.....	21
图表 31: 线上业务系统和管理信息系统项目.....	22

1. 创业黑马：创业服务第一股成功上市

- 创业黑马将在创业板 IPO 上市，股票代码 300688，发行价格 10.75 元/股，发行股份 1700 万股，募集资金 1.83 亿元，发行后公司总股本将为 6800 万股。扣除发行费用后，预计募集资金净额为 1.52 亿元，其中 1.2 亿元用于建设黑马众创空间项目，0.32 亿元用于建设线上业务系统项目。

1.1 国内首批关注创业者成长的服务机构

- **国内首批创业服务机构。**创业黑马成立于 2011 年 11 月 16 日，是为创新创业企业提供综合性服务的创业服务提供商。公司主要面向创业群体，通过线上与线下相结合的方式，为创业群体提供创业辅导培训、以创业赛事为代表的公关服务、会员服务、创业资讯服务等。创业黑马是国内首批关注创业者成长的服务机构之一，经过多年积累，已经成为创业服务领域内较为领先的企业。

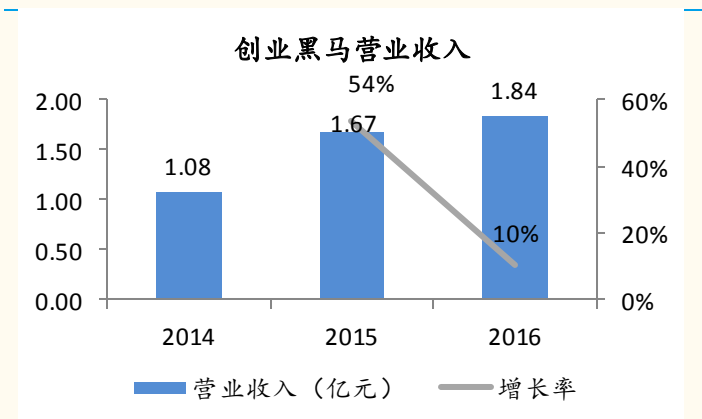
图表 1：创业黑马发展历史

2008 年	北京创业未来传媒技术有限公司设立
2011 年	设立北京创业创媒传媒技术有限公司并收购创业未来，后创业创媒改制为创业黑马
2012 年	创业黑马被认定为首批中关村创新型孵化器
2015 年	创业黑马被认定为科技部首批众创空间、北京市首批众创空间、中关村优秀创业服务机构

来源：公司官网，国金证券研究所

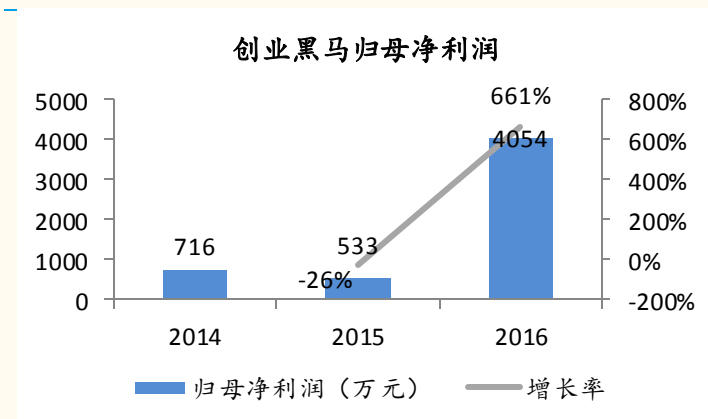
- 公司的主营业务包括①创业辅导培训、②企业公关服务和③企业会员服务。2016 年公司实现营收 1.84 亿元，同比增长 10.5%；实现归母净利润 4054 万元，同比增长 660.7%。公司 2017 年 1-3 月实现营业收入 2436 万元，与 2016 年同期水平基本持平；实现归母净利润 77.59 万元，较 2016 年同期水平扭亏为盈，增长显著。

图表 2：公司营业收入（2014-2016）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润（2014-2016）

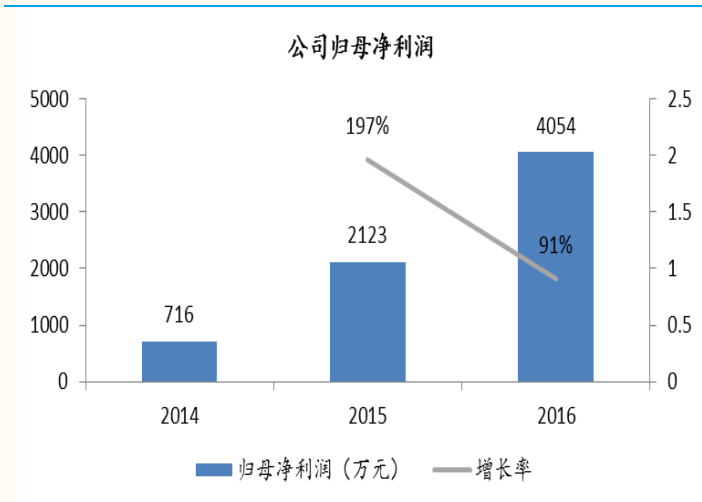


来源：招股说明书，国金证券研究所

- **2016 年，公司的营收增长约 10.5%，净利润显著增长超过 600%至 4054 万元。**公司 2016 年净利润大幅提升主要原因系公司 2016 年的营业总成本较 2015 年下降了约 1345 万元，①**业务结构优化毛利率提升**：营业成本下降了约 522 万元，占总下降成本的 39%，主要是公司 2016 年业务结构优化，毛利率有所提升（由 2015 年的 60%提升至 2016 年的 72%），2015 年的国际游学业务较多，相关外部咨询服务费较高；②**2015 年股份支付一次性费用较高**：管理费用较 2015 年下降 564 万元，主要是因为 2015 年公司的股份支付费用较高为 1498 万元，股份支付形成的费用为一次性费用，

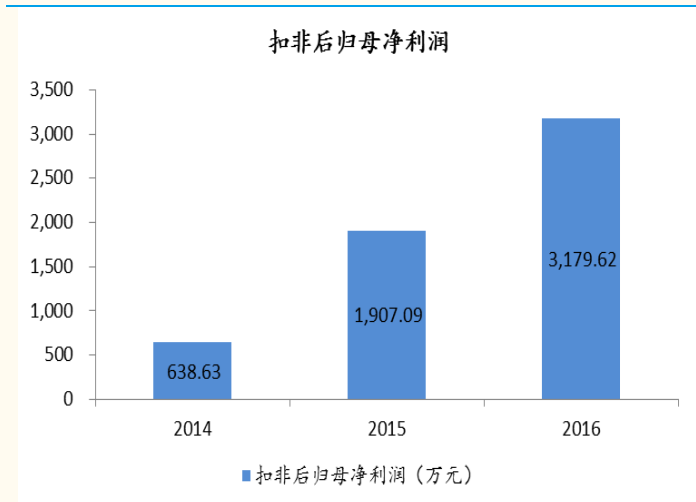
2016 年同期不存在这部分费用支出，公司自 2012 年起对核心员工实施股权激励，在以前的年度报表里未确认股份支付费用，遂在 2014、2015 年度报表中进行追溯调整。如果不考虑股份支付的影响，公司的 2015 年的营业利润率为 17.63%，则对应的归母净利润应为 2131 万元。若不考虑股份支付费用影响，公司自 2014-2016 年，年复合增长率达 42%，归母净利润增长显著。

图表 4：调整后公司归母净利润（2014-2016）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：扣非后归母净利润（2014-2016）

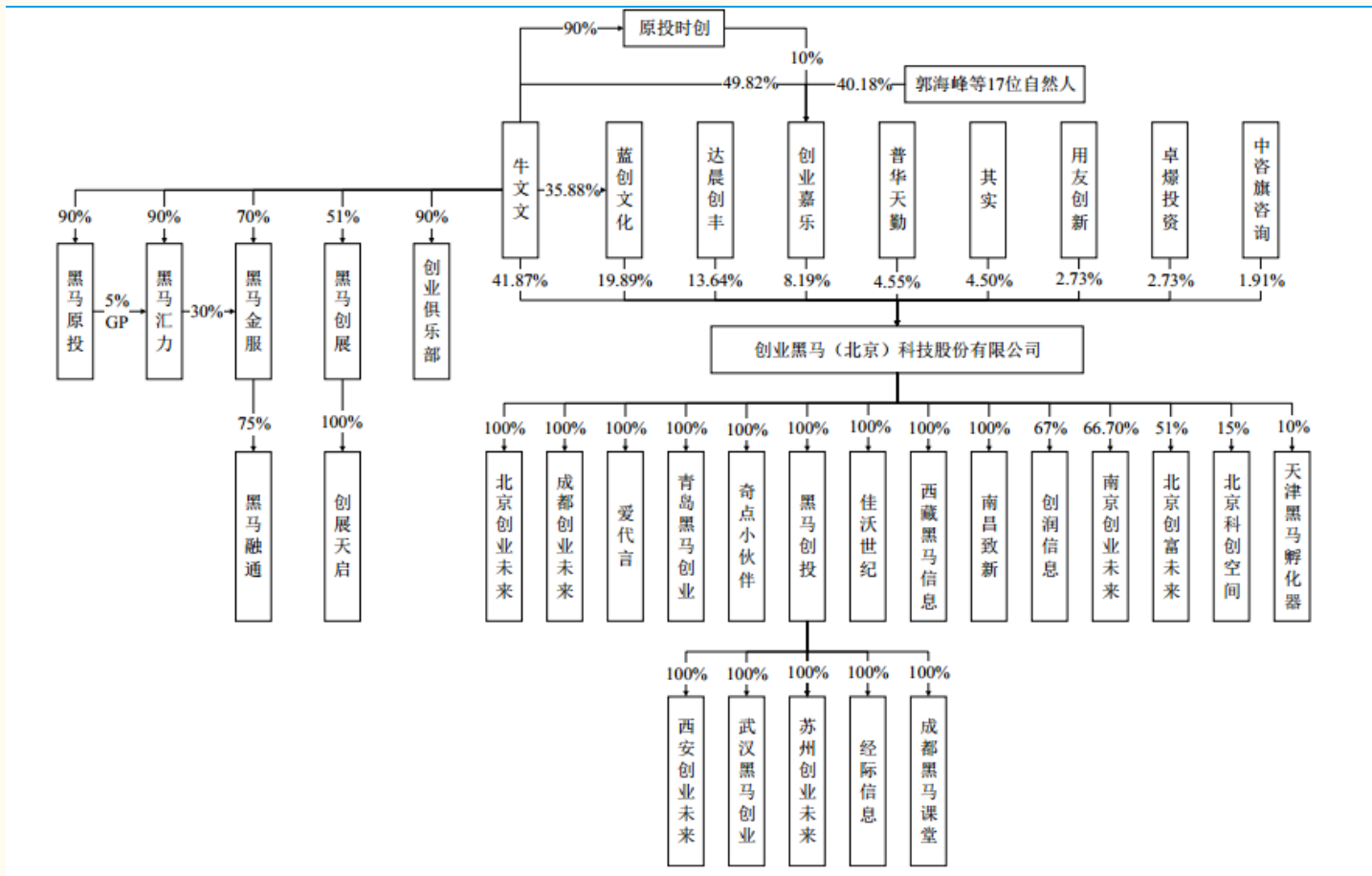


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 公司实际控制人多年企业发展研究经验，创业发展资源丰富

- 公司的控股股东和实际控制人均为牛文文先生。本次发行前，公司总股本为 5100 万股，牛文文直接持有公司 41.87% 的股份，间接持有公司 12% 的股份，合计持有公司约 53.8% 股份。公司本次拟公开发行新股 1700 万股，发行后公司总股本为 6800 万股，发行后牛文文合计持有公司约 40.3% 的股份，仍为公司实际控制人。牛文文先生曾任中共中央党校办公室职员；经济日报社记者、编辑；中国企业家杂志社总编辑。牛文文先生在 2008 年离开《中国企业家》杂志，并创办了《创业家》，聚焦最具有活力的创始人人群。在《中国企业家》供职的十年里，牛文文带领《中国企业家》杂志跃升成为中国最具影响力的商业杂志，关注企业界的趋势和群体问题，并与大量的成功企业家访谈对接，积累了大量的企业发展资源，为后续设立创业黑马打下了坚实的基础。

图表 6：公司股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

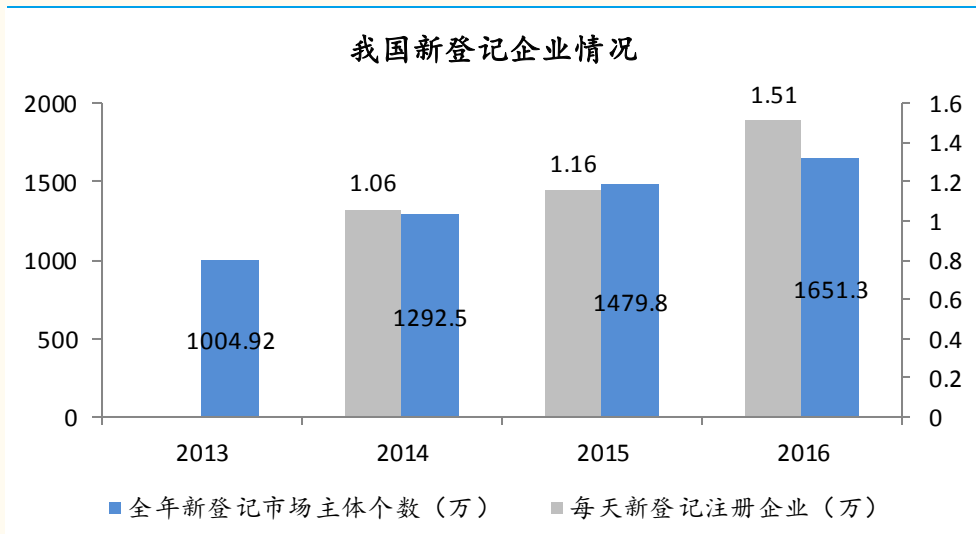
- 公司的股权结构较为简单，核心人员持股绑定，共同推动公司发展。公司的部分高级管理人员和员工通过北京创业嘉乐文化传媒交流中心（有限合伙）间接持有公司 8.19% 的股份（发行前）。牛文文直接持有的公司股份和由其实际控制的创业嘉乐所持有的公司股份，自股票上市之日起 36 个月内处于锁定期，且自锁定期满两年内减持时，每年减持的股份不超过上一年末本人所持股份的 20%。其中牛文文直接或间接持有的公司股份、刘义伟、王佳佳、潘博所间接持有的公司股份，自锁定期满后且其担任公司董监高的期间，每年减持的股份不超过所持股份总数的 25%。

2. 政策大力支持创业，“双创”服务领域长期看好

2.1 大众创业热情高，政策大力支持双创

- 我国近年来大众创业的热情持续提升，根据《2016 中国创新创业报告》，截至 2015 年年底，中国有科技企业孵化器 2530 家、全国上报众创空间名单 2345 家，两项合计 4875 家，成为全球孵化器数量最多的国家。双创对于就业增加的贡献率约为 20%，创业的主力军为大学生创业者、科研创业者。根据国家工商总局的数据显示，我国自主创业的人数和创业企业的个数均呈增长态势。2016 年，我国平均每天新登记企业达 1.51 万户，全年新设市场主体 1651.32 万户，同比增长 11.6%。小微企业的活跃度不断提升，初次创业的小微企业占新设小微企业的 85.8%。逐年增长的新登记企业个数和日均新登记注册企业个数反映出当前社会对创业的支持和肯定的态度，也侧面反映了当前新设企业的比例上升，或能为公司的市场拓展带来机遇。

图表 7：我国新登记企业情况



来源：国家工商总局，国金证券研究所

- 创业热情的持续高涨也得益于国家对于自主创新、创业的支持与肯定。近年来，国家多次出台相关政策支持鼓励构建众创空间，降低创业门槛，支持创新创业公共服务，创造创新创业的文化氛围。这一方面为创业人员和创业企业提供了政策支持，另一方面为创业服务机构提供了发展机遇。2015年，国家先后出台了《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》、《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》、《国务院关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》三部指导意见，明确“大众创业，万众创新”的重要意义，鼓励各类众创空间发展，推动我国的创业创新服务事业。

图表 8：国家鼓励创新创业政策汇集

文件	发布机构	发布时间	内容
《关于深入贯彻落实科学发展观、积极促进经济发展方式加快转变的若干意见》	国家工商行政管理总局	2010	积极支持高校毕业生、农民工、就业困难群体以创业带动就业，进一步完善自主创业、自谋职业优惠政策措施。
《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》	国务院	2015	加快构建众创空间、降低创业门槛、鼓励科技人员和大学生创业、支持创新创业公共服务、加强财政资金引导、完善创业投融资机制、丰富创新创业活动、营造创新创业文化氛围
《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	国务院	2015	充分认识推进大众创业、万众创新的重要意义；创新体制机制，实现创业便利化；优化财税政策，强化创业扶持；搞活金融市场，实现便捷融资；扩大创业投资，支持创业起步成长；发展创业服务，构建创业生态；建设创业创新平台，增强支撑作用；激发创业活力，发展创新型企业；拓展城乡创业渠道，实现创业带动就业；加强统筹协调，完善协同机制。

《国务院关于加强构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	国务院	2015	大力发展专业空间众创：鼓励各类科技园、孵化器、创业基地、农民工返乡创业园等加快与互联网融合创新，打造线上线下相结合的大众创业万众创新载体。鼓励各类线上虚拟众创空间发展，为创业创新者提供跨行业、跨学科、跨地域的线上交流和资源链接服务。鼓励创客空间、创业咖啡、创新工场等新型众创空间发展，推动基于“互联网+”的创业创新活动加速发展。
《关于做好推动大众创业万众创新工作的通知》	工信部	2015	加快创业基地建设；完善中小企业服务体系；加强投融资服务；强化创业创新培训；实施“互联网+小微企业”行动计划；开展丰富多彩的“双创”活动；加大“双创”宣传力度。
《国务院办公厅关于加快众创空间发展服务实体经济转型升级的指导意见》	国务院	2016	在重点产业领域发展众创空间；鼓励龙头骨干企业围绕主营业务方向建设众创空间；建设一批国家级创新平台和双创基地；加强众创空间的国际合作。
《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》	国务院	2016	加快培育形成各具特色、充满活力的创业投资机构体系；积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动；大力培育和发展合格投资者；建立股权债权等联动机制；完善创业投资税收政策；建立创业投资与政府项目对接机制；研究鼓励长期投资的政策措施；发挥政府资金的引导作用。
《国务院办公厅关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》	国务院	2016	在更大范围、更高层次、更深程度上推进大众创业万众创新，加快发展新经济、培育发展新动能、打造发展新引擎，建设一批双创示范基地、扶持一批双创支撑平台、突破一批阻碍双创发展的政策障碍、形成一批可复制可推广的双创模式和典型经验，重点围绕创业创新重点领域开展试点示范。

来源：中华人民共和国人民政府，国金证券研究所

2.2 行业尚处发展初期，规模增长潜力巨大

- 我国的创业服务机构主要经历了三个发展阶段：政府主导的孵化器、创业服务平台、新型创业服务平台。政府主导的孵化器强调以政府为主导，为创业者提供办公场所，解决基础问题。一般创业服务支持机构涵盖了创业早期需要的创业理论指导、创业知识培训等服务。新兴创业服务支持机构则在此前的服务机构基础上从市场化的角度，为创业者提供全方面的创业服务，包括融资便利、资源对接等各方面服务。

图表 9：我国创业服务机构的发展阶段



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 根据《中国火炬统计年鉴（2015）》的数据，截止 2015 年底，我国共有科技企业孵化器 2,533 个、占地面积 6,877.8 万平方米、在孵企业 78,965 个、在孵企业员工 141.7 万人、在孵企业总收入 3,696.4 亿元。截至 2016 年 12 月，我国科技部共公布了三批、合计 1337 家国家级众创空间名单。从提供服务的类型上分类，我国的创业服务机构大致可以分为六类。有针对单项业务的重点辅导（例融资便利、人脉资源、资讯平台等）；也有提供全方面综合性的服务平台。

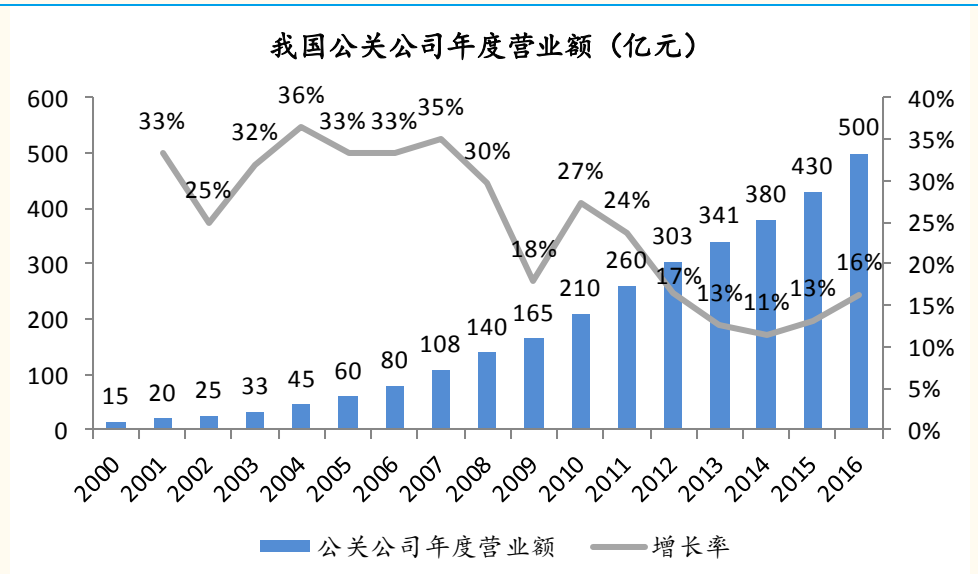
图表 10：创业服务机构分类



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我国企业公关行业现持续稳定增长之势，企业公关公司的数量和营业规模逐年增加。根据中国国际公关协会的调查数据显示，2015 年中国公关市场年营业额约 430 亿元，同比增长约 13.2%。公司主要通过举办创业赛事或交流分享会的形式开展公关业务。根据 The Holmes Report 报告，2015 年国际公共关系行业总体规模达到 142 亿美元，年增长率超过 7%，预计 2020 年将达到 200 亿美元。公关行业既能帮助企业树立品牌服务，亦能帮助企业拓展商业资源，已成为许多企业业务拓展的必要手段之一。

图表 11：我国公关公司年度营业额变化（2001-2016）



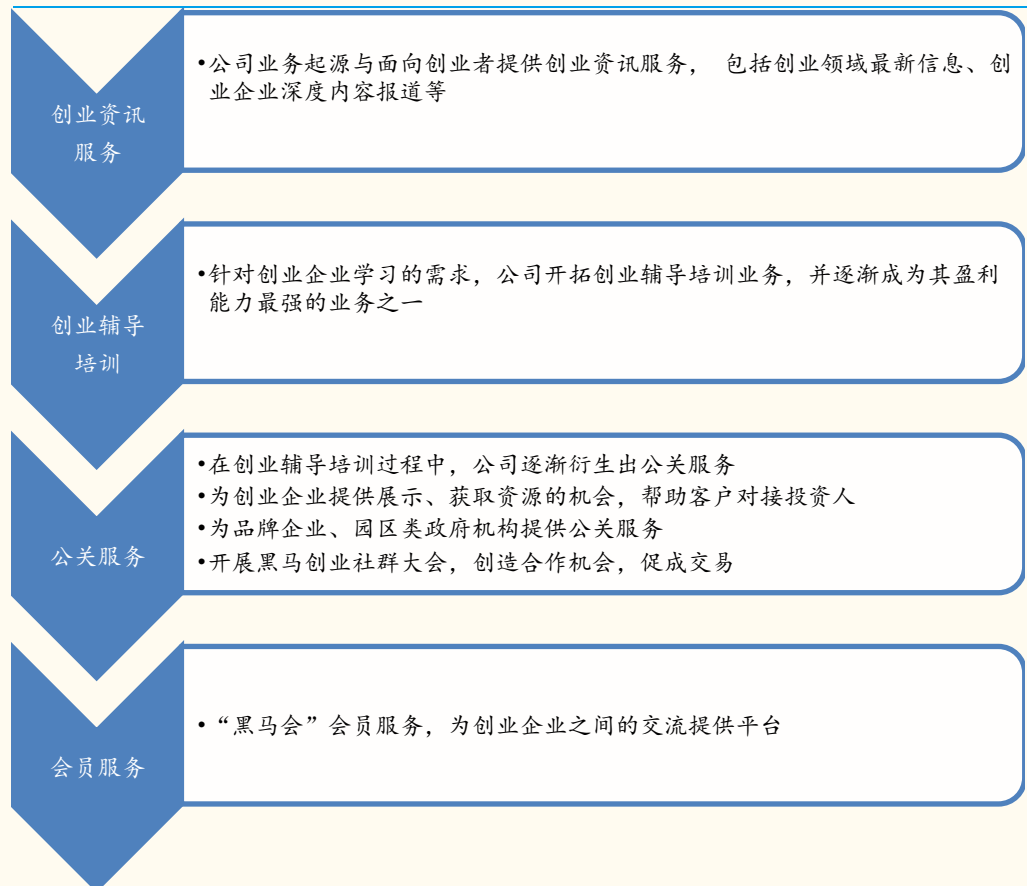
来源：招股说明书，《中国公共关系业 2016 年度调查报告》，国金证券研究所

3. 创业服务&公关&会员服务三类业务齐头并进，构建黑马创业服务平台

3.1 创业服务&公关服务&会员服务，着力打造多维创业服务平台

- **提供创业资讯服务起家，创业黑马持续探索盈利模式。**公司初期是专门为创业企业提供创业资讯服务，包括创业领域的最新信息、创业企业的深度分析等，帮助创业企业对创业领域有一个感性认识，了解创业行业的基本概念。随着互联网和新媒体的发展，公司在原有业务的基础上探索新的盈利模式，即为创业企业提供专业化的创业辅导，通过对创业企业的多方面、多维度的培训，帮助创业企业顺利健康的成长。在提供创业辅导的过程中，公司也发现了新的商机，帮助创业企业进行品牌营销和公关服务，对接投资人或下游企业，助力创业企业业务拓展。较多的成功案例也让公司收获了新的客户类型：品牌企业和园区类政府机构。品牌企业希望通过公司开展的活动宣传自有品牌，园区类政府机构拟通过开展创业大赛等活动培育区内的创业企业，吸引更多的优质创业项目落地当地，实现招商引资。公司的公关业务逐渐发展并成为公司的主营业务之一。同时，公司为创业企业会员搭建提供了交流平台，通过“黑马会”会员服务形式，促进创业企业之间的沟通与交流。

图表 12：公司业务包括创业服务、公关服务和会员服务



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司的主营业务包括三类：创业辅导培训服务、公关服务、会员服务。三类业务从不同的维度为创业者提供服务，涵盖企业全生命周期所需服务类型，打造一条龙的创业平台。公司抓住了创业者在不同阶段的创业需求和心理，有针对性的利用现有的资源解决创业者的痛点。邀请已经成功的创业者，践行“反哺”信念，帮助新创业者解决问题，形成完整的创业平台生态服务链。

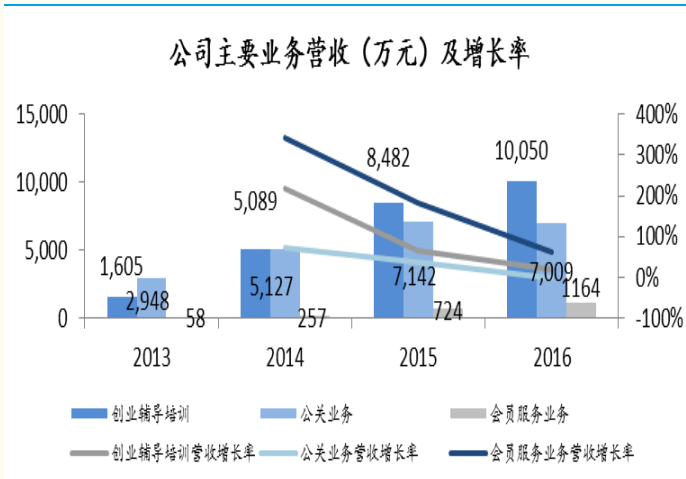
图表 13：公司企业服务体系涵盖初创-IPO 企业全生命周期



来源：招股说明书，国金证券研究所

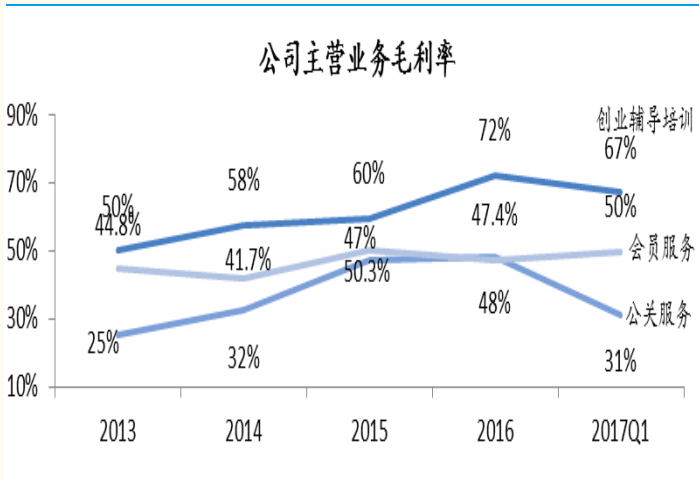
- 公司三类业务在 2013-2017Q1 期间营收、毛利率均稳步上升。三类业务中，目前，创业辅导培训业务占公司营收的比例最高，占比呈逐年递增趋势，2015-2017Q1 占比均超过 50%；公关业务目前作为公司的第二大支柱业务，增速有所下缓，2013-2017Q1 贡献营收占总营收的 43%。从毛利率角度，公司三类业务的毛利率水平均符合教育行业较高毛利率的特点。其中，创业辅导培训业务的毛利率水平最高，基本保持在 60%以上，2016 年达到了 72%的水平。公关服务业务和会员服务业务的毛利率水平基本稳定在 40%至 50%区间。

图表 14：公司主要业务营收及增长率 (2013-2016)



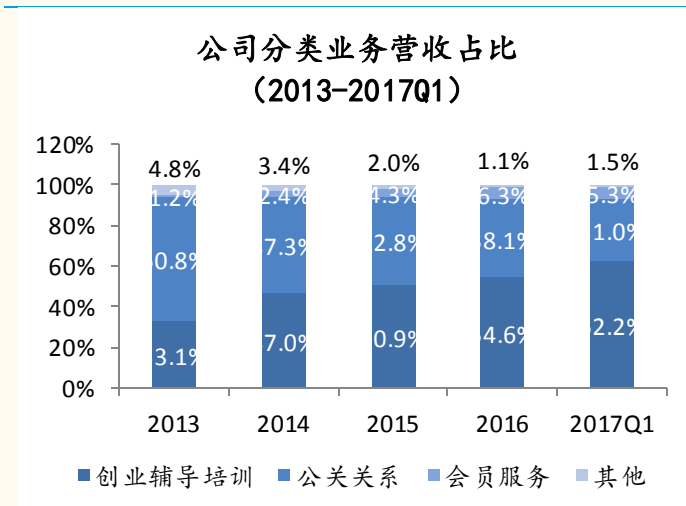
来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 15：公司主营业务毛利率 (2013-2017Q1)



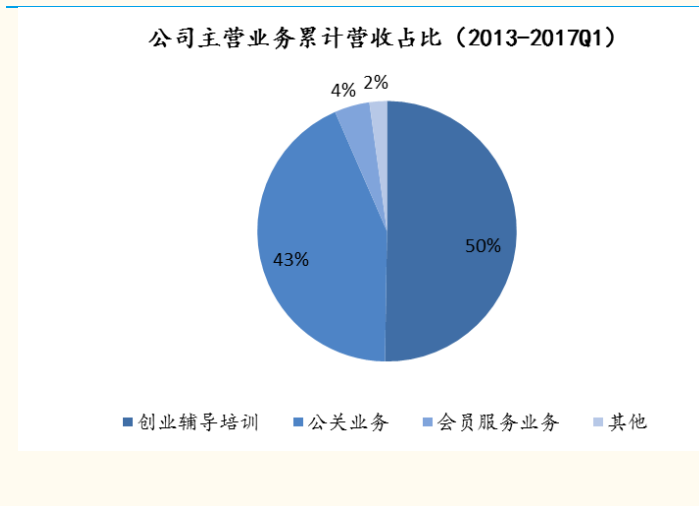
来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 16：公司分类业务营收占比 (2013-2017Q1)



来源：wind，国金证券研究所

图表 17：公司分类业务累计营收占比 (2013-2017Q1)



来源：wind，国金证券研究所

3.2 创业辅导培训业务：创业黑马品牌立足之源

- 创业辅导培训业务，为创业者引领方向，是公司近年来业务运营的关键。创新创业企业迫切的希望能够学习到创业的相关理论知识和实践经验。并希望接触到成功的企业家，学习成功的经验、接触行业的顶尖人才，积累创业人脉和资源。对于新的创业者来说，花费大量的精力在寻找方法和机会，是非常浪费时间的事情，甚至可能会走入误区，事倍功半。创业黑马抓住创业者对于创业方法、创业经验、行业资源的极度渴求的心态，为创业者整合相关的资源，实现共赢。

图表 18：公司创业辅导培训业务分类

项目类型	项目地位	项目简介	课程 数量	授课时 间/每	每年期数	招生人数 /期	导师个 数/期	招生对象说明	2016年学 费
黑马成长营	最早开设、最具市场影响力	由 创始人成长、产品、模式、融资实务、组织与团队、社群与营销 等六大课程模块组成。	一年	6个	2—3天	2期	100—120人	①企业创始人或联合创始人； ②企业发展阶段处于天使轮至B轮之间；或未融资但拥有创新的技术、产品和商业模式。	19.8万元
黑马连营	2015年底启动，创新型项目	社群 明星创业者 为导师，解构创业企业成长方法论	半年	3个	3天	3—4期	80—120人	①企业创始人或联合创始人； ②在商业模式、营销、团队等方面存在较强的学习需求。	7.8万元
黑马导师营	2015年底启动，创新型项目	以 知名企业家和投资人 等为导师，深度解构一个特定的行业或主题	半年	3个	2天	10—15期	10—15人	①企业创始人或联合创始人； ②符合导师设立的特定入营标准，并通过导师的筛选与面试。	10—15万元
天使营	2016年一季度启动，创新型项目	培训分 必修模块和选修模块 ，其中必修模块分为投资基础模块、行业理论模块、商业模式模块以及投资实战四个模块，选修模块包括硅谷或以色列等地投资考察游学。	一年	4个	2天	2期	40—100人	拥有投资意向的成功企业家、创业者、企业高管（被学院导师、合作机构推荐的其他优秀人员）	5.98、7.98万元
千里马计划	2016年底启动，创新型项目	邀请 知名企业家、投资人、专家参与培养计划 ，帮助学员对接高端资源、突破成长瓶颈	一年	6个	2天	2期	15—20人	具有成为行业领袖潜质的杰出创业者	48 万元
EDP班	传统课程，创新型项目	针对热点主题开发的主题培训项目，已开设 黑马腾讯特训营、重度垂直-黑马 020特训班、黑马华营 等班级。	一年	根据情况开设	2—3天	5—15期	25—90人	企业创始人或联合创始人	0.98—4.5 万元
国际游学	传统课程	海外名校创业课程、创新企业参访、中外创业项目联合路演等特色模块，一般学习时间在7—15天。已开设 硅谷游学、以色列游学、德国游学、南北极游学 。	一年	根据情况开设	7—15天	3—10期	10—15人	企业创始人或联合创始人	6.98—10 万元

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司的创业辅导培训业务从产品角度可以分为七类：黑马成长营、黑马连营、黑马导师营、天使营、千里马计划、EDP、国际游学项目；从形式方面可以分为三类：创业理论培训、导师资源对接、国外考察留学。七个产品的课程周期均在一年以内，平均每期课程累计时间不超过20天。根据产品的特性和实操性，每类产品每年的开设期数不同，黑马导师营的开设频率较高，每年约开设10—15期课程。黑马成长营和黑马连营的招生人数最多，每年招生人数约240人左右。不同的课程类型，费用也不相同，费用最高的是千里马计划，2016年学费约为48万元/人，费用最低的是EDP班，费用为9800元至4.5万元不等。
- 公司的导师资源丰富，吸引大量创业者参与。公司的在许多创业辅导培训课程中邀请了知名的企业家、成功的创业家进行经验分享，在创投圈引起了巨大的反响，也吸引了大量的创业者参与其中。公司曾邀请李开复、周宏伟、徐小平、江南春等人参与直播分享，甚至参与公司的培训业务，担任导师招收徒弟。作为新的创业者，有机会汲取到来自一线的经验是非常宝贵的财富。

图表 19：公司的主要导师代表

企业家
代表

京东商城创始人刘强东、新东方创始人俞敏洪、光线传媒创始人王长田、58 同城创始人姚劲波、万通集团创始人冯仑、360 公司创始人周鸿祎、暴风科技创始人冯鑫、搜狗创始人王小川等

投资人
代表

真格基金创始人徐小平、创新工场创始人李开复、北极光创投创始合伙人邓锋、天图资本管理合伙人冯卫东、纪源资本管理合伙人童士豪、梅花天使创投创始人吴世春、金沙江创投总经理朱啸虎、峰瑞资本创始合伙人李丰、火山石资本创始合伙人章苏阳等

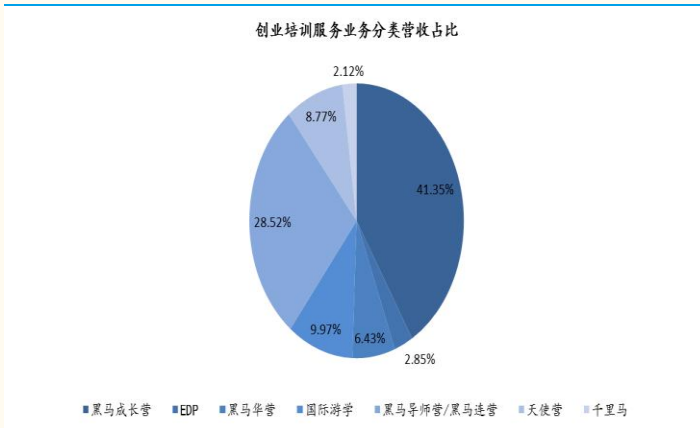
专家学者
代表

著名经济学家张维迎、斯坦福大学教授谢德荪、大数据顶级科学家吴军、中国人民大学公共管理学院教授吴春波、华为国际咨询委员会资深顾问田涛、特劳特中国区合伙人邓德隆、福道诚壹管理咨询公司首席顾问张霞等

来源：招股说明书，国金证券研究所

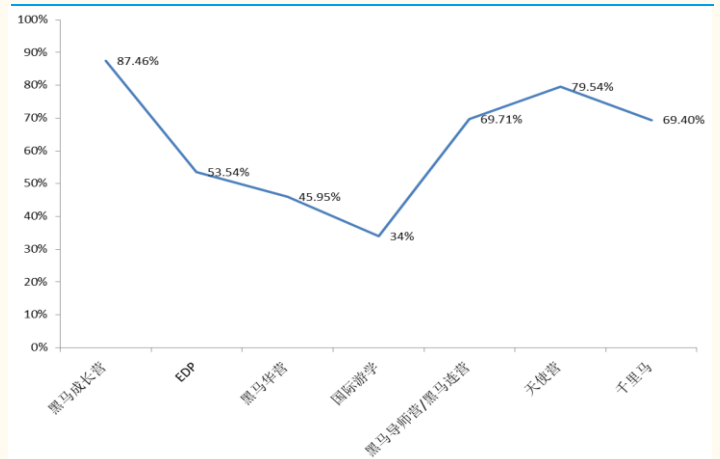
- 公司的 2016 年创业辅导培训业务中，黑马成长营的营收占该业务的比例最高，达 41.35%。其次是黑马导师营+黑马连营，合计占比达 28.52%。截至 2016 年 8 月底，公司的黑马社群共诞生 65 家新三板挂牌企业，其中有 47 家来自黑马成长营。黑马成长营、黑马导师营、黑马连营的主要服务是为学院提供理论课程、邀请导师为学员讲解企业经营方法论或进行行业观点分享。这三类业务的特点是招生人数多或每年开设期数多，费用水平适当，容易为学员所接受，对创业辅导培训业务的营收贡献率最高。
- 创业培训业务毛利率高，盈利能力强劲。总体来说，创业辅导培训业务的综合毛利率在三类业务中最高，公司 2016 年创业辅导培训业务的综合毛利率达 72.4%。黑马成长营作为创业辅导培训业务中的传统项目也是最具影响力的项目，毛利率处于最高水平，2016 年达到了 87.46%。一方面是因为该项目没有配置导师，无需额外支付导师费用；另一方面，是该项目无需组织国外优游学活动，成本较低。公司 2016 年黑马成长营的收入增长非常显著，达到了 43.8%，带动了公司创业辅导培训业务整体的毛利率水平的大幅增长，由 59.6%上涨至 72.4%。国际游学业务是创业辅导培训业务中毛利率水平最低的业务，因需要向境外的游学中介服务机构支付一定的咨询费用。
- 创业培训业务是创业黑马品牌立足之源，具有体系化的课程，专业化的管理，同时具有强大的品牌口碑效应，未来随着公司上市，创业培训业务的影响力或进一步增强，为公司进行全国性创业服务业务拓展奠定坚实基础。

图表 20：创业辅导培训分类业务营收占比（2016 年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 21：创业辅导培训分类业务毛利率（2016 年）

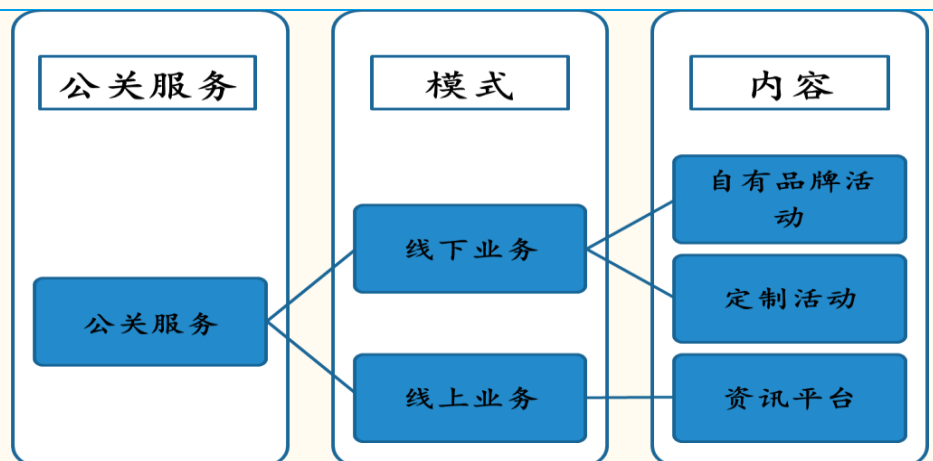


来源：招股说明书，国金证券研究所

3.3 公司衍生公关业务：资源整合满足企业发展各阶段需求

- 公司在创业辅导培训业务的发展过程中，衍生出公关服务业务作为公司的第二大支柱业务。公司通过向客户收取活动的赞助费，冠名权，线上品牌推广费等公关收入实现盈利。公司的公关业务从形式上可以分为线上业务和线下业务。
- 公关服务线上业务是指公司利用自主开发的媒体平台提供创业资讯，获取流量入口。线上业务一般提供免费的创业资讯，同时配合线下业务进活动或品牌的宣传。公司 2016 年 3 月与六间房科技合作运营“黑马学吧”APP，截至 2016 年底，注册用户超过 3 万人，已逐渐成为创新创业领域的领先创投资讯平台。公司自主运营的自媒体公众号包括“i 黑马”、“创业家”等每日更新频率较高，捕捉行业热点，吸引了众多创业者和企业家。公司的 i 黑马共分为三个板块：创业辅导报名、创业大赛报名、商务合作通道，涵盖了公司的三部分主营业务，拓展了公司的客户来源，为公司线下活动的高速发展奠定了基础。创业者可直接通过 i 黑马微信平台，查看相关辅导及赛事的信息，并可填写基本资料，在线报名参与辅导或创业大赛。
- 公关服务的线下业务按活动类型分为自有品牌活动和定制活动。自有品牌互动是公司举办的“黑马系”各类活动，包括创业大赛、运动会、创业交流会等，定制活动是在自有品牌活动基础上衍生的，根据品牌企业或政府高新的需求，举办的各类创业活动。公司的黑马大赛曾邀请过俞敏洪，王长田，江南春，刘强东等知名的成功企业家作为公司的历届导师，对全国创投圈影响力直线上升。

图表 22：公关服务类型



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 23：公关业务线下业务分类及收入情况

公关业务	分类	成立时间	内容	收入（万元）		
				2014	2015	2016
自有品牌活动	黑马大赛	2011 年 6 月	创业企业选拔、对接投资的创业赛事	1,437.89	753.21	130.19
	创业社群大会		创业者、投资人、知名企业家交流交易会	500.39	568.87	763.26
	黑马运动会	2014 年 3 月	创业思想交流和趣味体育竞技	170.21	138.68	144.9
	黑马创交会	2016 年	展会与交易相结合，与上下游资源方接洽，或形成变成交易	-	-	990.28
	城市合伙人	2016 年	帮助新锐互联网创业公司进行品牌推广（线上线下活动结合）	-	-	251.01
定制活动	定制活动		根据各品牌和各地政府高新园区需求策划创业大赛： ①帮助园区和政府为本地创业者提供融资对接等； ②帮助品牌企业吸收优质客户	2,795.70	5,633.63	4,708.11

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 24：公司线下活动图展示



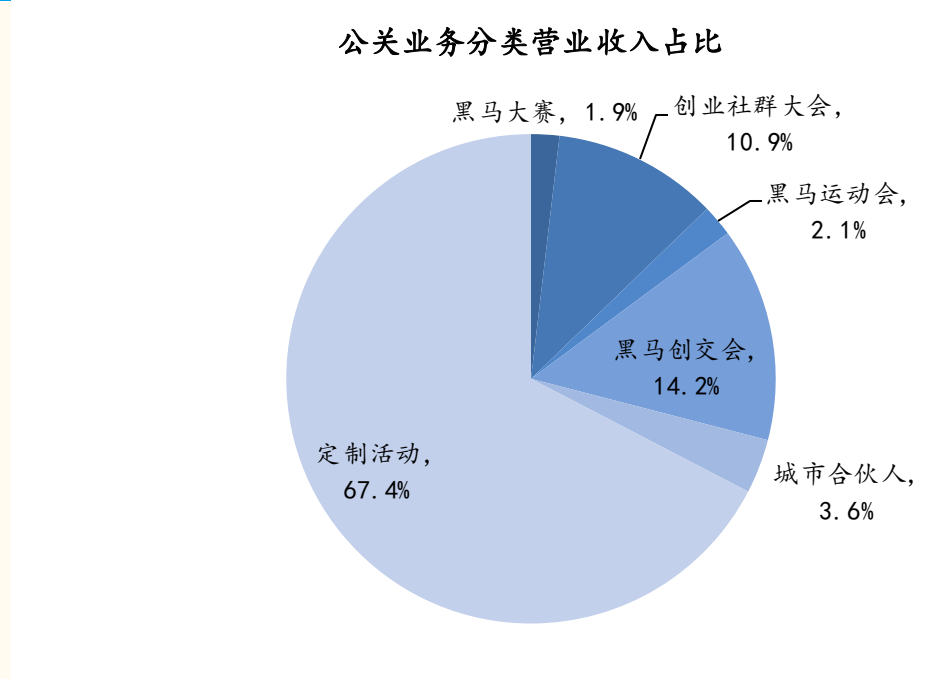
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **创业大赛涵盖热点行业，邀请知名嘉宾导师坐镇赛事。**公司在 2017 年举办了覆盖不同行业的创业大赛：2017 年黑马大赛、出海行业赛、教育行业赛、B2B 行业赛及新零售行业赛等，同时邀请了各个行业中的知名企业家或公司高管，以教育行业赛为例，邀请好未来的创始人张邦鑫先生担任嘉宾导师。部分行业的赛事联合第三方共同举办，以环保行业赛为例，公司

与宜兴环保科技工业园联合举办，共同发现相关领域的优质项目。公司很好的结合了自有品牌活动和定制活动的业务特点，通过多种形式拓展商业模式，实现公司业务的快速增长。

- 2016 年公关服务业务中，定制活动的营业收入占比超过 60%，是公关服务业务中的主要业务之一。公司在 2016 年新设立的黑马创交会项目也取得了较好的成效，贡献约 14% 的销售额。我们认为，能够取得较大收益的公关业务项目具有一个特点：除创业者外，有外部资源接入，例如投资人、成功企业家，上下游资源方等，能够满足创业者对外拓展业务的需求，也能够达到品牌企业或政府高新园区全面覆盖目标人群的目的。作为提供此类公关服务的公司，仅单纯的提供传统的创业大赛聚集创业人群，并不能够拓展客户群体，增强客户粘性。随着各创业服务机构的蜂拥而起，组织举办创业大赛屡见不鲜。我们认为，只有拥有目标人群的资源并能够有效的利用相关的资源，满足各方需求的公关服务项目才能够制造口碑效应，产生持续盈利。创业黑马的资源一方面来自于实际控制人牛文文先生此前从业经历中积累的企业家人脉，另一方面得益于其在商业领域多年的耕耘，和部分知名企业家建立合作，实现共赢。在创业辅导培训业务中，公司的导师资源丰富，不乏知名企业的 CEO 或高级管理人员，这也为公司开展公关服务奠定了基础。

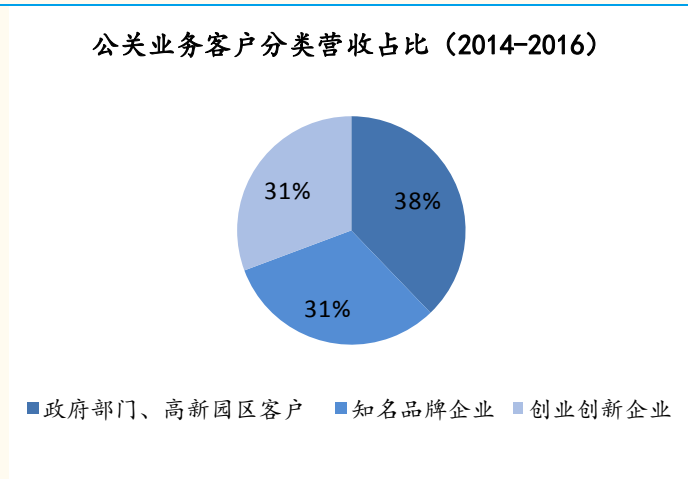
图表 25：公关业务分类营收占比（2016 年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

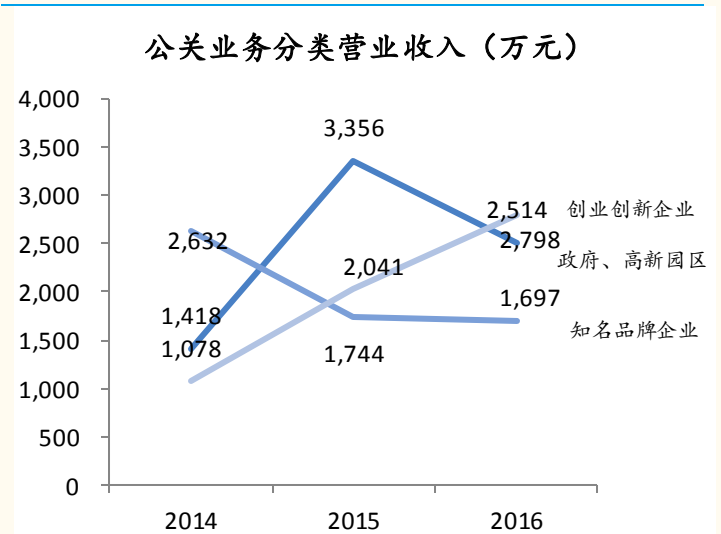
- 公司的公关业务客户主要有三类群体：①高新园区和相关政府机构；②知名品牌客户；③创新创业企业。三类群体在 2014 年至 2016 年期间累计贡献的营业收入占比最大的是高新园区和相关政府机构，三年累计收入占比为 38%；知名品牌客户和创新创业企业三年的累计收入占比均为 31%。总体来说三类客户的三年产生的收入合计差别不大。从三类群体三年的收入发展变化角度，创新创业企业产生的收入在三年内稳步上升，至 2016 年占全部公关业务收入的比例最高，达到 39.9%。

图表 26：公关业务客户分类营收占比（2014-2016 年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：公关业务客户分类营业收入（2014-2016 年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司衍生公关服务，进行资源整合，有效满足是不同阶段企业所面临的公关服务需求。未来借助创业黑马上市平台，有望进一步发展公关服务业务，拓宽公关服务的发展面，同时加强公司纵深领域专业能力。

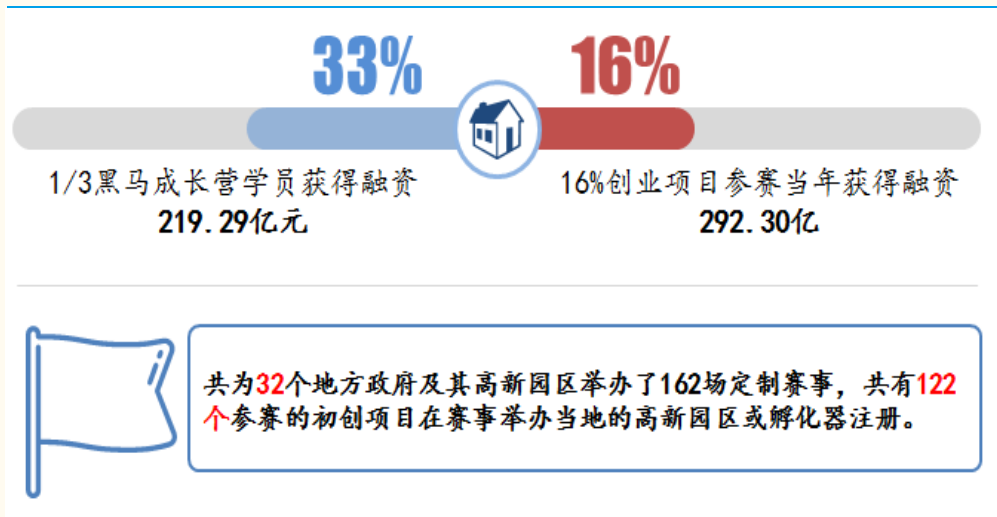
3.4 会员服务：打造创业者社群“黑马会”，线上线下互联，实现大规模流量引入和业务切入

- “黑马会”会员服务成为公司切入不同地域，打造全国性服务平台的强力武器。公司打造创业者社群“黑马会”，通过微信群、微信公众号等方式线上联系会员，并提供项目路演、私董会、企业参访创业沙龙等线下方式促进会员的交流互动。公司充分利用已开发的服务业务，为黑马会会员提供增值服务。例如，公司将对会员开放线上课程、在黑马学吧 APP 上分享企业家的创业经验及创业方法论等内容。会员也可享受线下活动的优先参与权。截至 2016 年底，公司已在全国建立了 18 个行业分会、27 个地方分会。公司通过向会员收取会员费的方式获取收益，为会员开展的各项活动的费用由公司承担。公司的会员服务的营收占比相对较低，但自 2014 年起稳步上升，至 2016 年会员服务的营收占比已达 6.32%。
- 创业黑马会员服务，利用线上线下互联，迅速实现大规模流量引入，会员服务营收占比不断提升，未来有望持续构筑企业 IP 壁垒，进一步提升会员服务的业务占比。同时会员服务也具有地域的广泛性，借助线上线下互联，有效切入不同地域，为公司全国性业务发展提供有力支撑。

3.5 资源对接效果显著，平台效应逐渐显现

- 在 2014-2016 年期间，有大量的创业者通过公司的搭建的资源平台发生了交易与对接。公司 1/3 的黑马成长营学员在上课和结业后获得了融资，总融资额达 219.29 亿元，其中 1/3 的融资是来自于导师或导师所在的机构。16.34% 的创业项目在其参加黑马大赛当年获得投资，总金额达 292.30 亿元，其中，1/3 的创业项目在大赛现场即获得投资人发出的邀请函并最终达成交易；公司还为 32 个地方政府及其高新园区举办了 162 场定制赛事，共有 122 个参赛的初创项目在赛事举办当地的高新园区或孵化器注册。

图表 28：公司产生的平台交易（2014-2016 年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司的业务已经逐渐得到了市场验证，收入实现稳步增长且资源对接效果良好，真真正正的为创业者提供了融资、平台、资源、实践经验等各方面的创业服务。公司的三项业务有机结合，互享传到共同创造良好的创业生态环境；同时，通过搭建大企业和小创业家沟通的桥梁，吸引和凝聚社会中的各种力量加入到创业服务领域，积极发挥创投机构、政府园区的协同效应，捕捉创投机构、政府园区的真实需求，做真正有价值的创业服务，努力实现多方共赢。
- 公司通过创业服务起家，逐渐构筑的平台效应已逐渐凸显，未来或依托平台，持续进行资源对接，最大化发掘创业企业价值和潜能。在这个过程中，创业黑马也不排除开拓如金融服务、中介服务等多种新业务。

4. 募集资金进行项目升级，健全线下线上运营网络

- 公司本次拟发行新股 1700 万股，每股发行价格 10.75 元，发行后总股本 6800 万股。预计募集资金总额 18,275 万元，扣除发行费用后，预计募集资金净额为 15,173 万元。募投项目分为①黑马众创空间项目；②线上业务系统和管理信息系统项目。

图表 29：募投项目情况

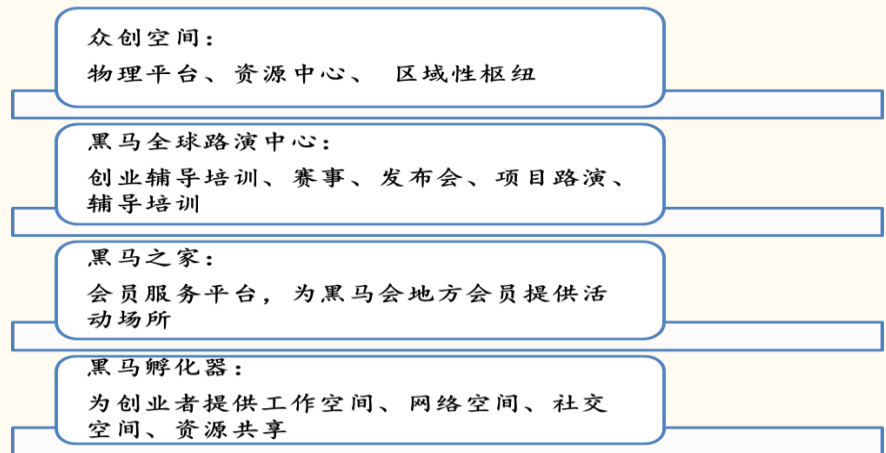
项目名称	项目投资额	募投资金投资额	计划投资进度		内容
			第一年	第二年	
黑马众创空间项目	17,542.04	12,005.11	9,784.32	7,757.72	①租赁和布置物理空间 ②购置办公设备和演播设备 ③配置运营管理人员，建成众创空间
线上业务系统和管理信息系统项目	4,629.20	3,168.05	2,148.80	2,480.40	①移动端社群产品 ②i 黑马网站转型 ③客户关系管理系统（CRM） ④办公自动化系统（OA）
合计	22,171.24	15,173.16	11,933.12	10,238.12	

来源：招股说明书，国金证券研究所

4.1 募投项目：黑马众创空间——实体创业交流中心，有望成为全国创业地标

- **黑马众创空间项目旨在提供四项服务：**①众创空间（新型创业服务平台）——物理平台、资源中心、区域性枢纽；②黑马全球路演中心：创业辅导培训、赛事、发布会、项目路演、辅导培训；③黑马之家：会员服务平台，为黑马会地方会员提供活动场所；④黑马孵化器：为创业者提供工作空间、网络空间、社交空间、资源共享。通过建设区域枢纽，实现各地区创业者的联动，聚集创业人群，提供一站式服务平台。

图表 30：黑马众创空间项目实施目标



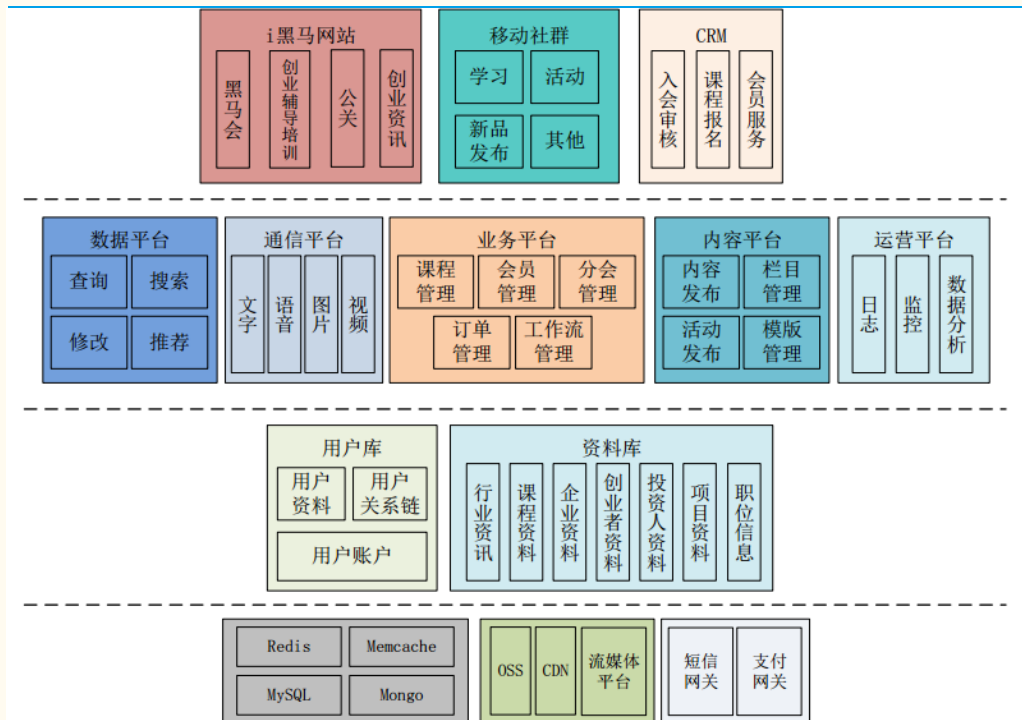
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **黑马众创空间有望成为全国创业地标：**黑马众创空间建立，背靠创业黑马品牌效应，线上线下互联，建立实体创业交流中心，聚集八方创业资源，未来有望服务&交流&孵化更多创业，成为全国性的创业地标。

4.2 募投项目：线上业务管理系统：全面加强管理效率，为企业发展壮大打下坚实基础

- **线上业务系统和管理信息系统项目计划通过四个步骤提升公司的线上业务升级，优化线上线下业务的统一管理。**①首先在移动端为创业者提供入口，同时建设网上资源平台，打造社群服务。②在移动端接入第三方服务，将公司的 i 黑马平台由创业资讯平台转变为以客户为导向的创业服务平台。包括开设导师匹配、培训辅导、线上支付等功能为创业者提供服务。③设立客户关系管理系统，完善客户管理流程，提高客户体验，提高潜在客户向付费客户的转化率。④设立办公自动化系统，提高公司内部的管理规范性和运营效率。
- **线上业务管理系统为企业发展壮大打下坚实基础。**教育企业核心竞争力很大程度体现在管理能力上，而企业内部信息管理系统（IT 系统）是现代企业管理能力最重要的组成部分之一，建立更完善的企业 IT 系统全面加强企业管理效率，防止舞弊，助力企业进一步借助资本实现扩张，为创业黑马未来进一步发展壮大打下坚实基础。

图表 31：线上业务系统和管理信息系统项目



来源：招股说明书，国金证券研究所

5.公司未来发展展望：创业服务第一股，“导师”自身上市或带来极示范效应和集群效应

- **上市本身带来的集群效应，有望有效提升公司品牌力，募投项目或打造中国创业地标。**上市是每一个创业者的梦想，而作为中国创业辅导第一品牌的创业黑马，其本身的上市，具有极强的示范效应和集群效应，我们认为，上市后，创业黑马锁带来的集群效应将会有效体现在业绩增长上，同时其募投项目打造的黑马众创中心有望借助创业黑马的迅速发展，成为中国创业地标，卡位优势突出。
- **流量积累，管理储备，业绩增长可期：**公司作为创业服务领域的领先企业，目前已建立了 18 个行业分化、27 个地方分会，积累了大量的用户群体。通过开展黑马众创空间项目，能够帮助公司吸引和聚集更多的创业人才，有机整合创业资源，为创业者提供有秩序、资源丰富的创业平台，尽可能满足创业者的多维需求。公司未来会加强优势项目的开展力度，充分利用创业辅导培训业务的高收入、高毛利率的特点实现公司的业绩增长。
- **口碑效应进一步形成：**公司是集创业辅导培训和公关业务为一体的创业服务机构，双支柱业务互相促进，帮助公司做更多的资源整合。公司的公关业务已形成一定的口碑效应，公关客户数量连年递增，未来仍有持续发展的态势。公关品牌的品牌效应一方面助力公司的业绩增长，有利于未来公关业务的拓展；另一方面吸引更多的创业者选择公司的服务、参与公司组织的各类活动，在公司建立的创业生态系统中，找到自己所需的资源，实现创业目标。

6.投资建议

- **创业黑马：创业服务第一股，乘“双创”大势腾飞可期。**创业黑马是全国首批专注创业者服务&企业发展的专业机构之一，经过多年积累发展，已成为创业发展领域内的行业龙头。2016 年公司实现营收 1.84 亿元，同比增长 10.5%；实现归母净利润 4054 万元，同比增长 660.7%。公司 2017 年 1-3 月实现营业收入 2436 万元，与 2016 年同期水平基本持平；实现归母净利润 77.59 万元，较 2016 年同期水平扭亏为盈，增长显著。上市后，

公司或将有效利用资本和上市带来的品牌效应迅速扩张，借助双创大势，腾飞可期。

- **上市本身带来的集群效应，有望有效提升公司品牌力，募投项目或打造中国创业地标。**上市是每一个创业者的梦想，而作为中国创业辅导第一品牌的创业黑马，其本身的上市，具有极强的示范效应和集群效应，我们认为，上市后，创业黑马锁带来的集群效应将会有效体现在业绩增长上，同时其募投项目打造的黑马众创中心有望借助创业黑马的迅速发展，成为中国创业地标，卡位优势突出。
- **公司实际控制人牛文文先生行业地位突出，具有丰富企业发展资源。**牛文文在《中国企业家》供职十年，带领《中国企业家》杂志跃升成为中国最具影响力的商业杂志，长期关注企业界的趋势和群体问题，并与大量的成功企业家访谈对接，积累了大量的人脉资源，为后续设立和运营创业黑马打下了坚实的基础。公司开展的公关活动有外部资源接入，例如投资人、成功企业家，上下游资源方等，能够满足创业者对外拓展业务的需求，也能够达到品牌企业或政府高新园区全面覆盖目标人群的目的，促成实际投融资、交易，形成口碑效应。
- **我国近年来大众创业的热情见长，创业服务行业已站上浪潮。**根据国家工商总局的数据显示，我国自主创业的人数和创业企业的个数均呈增长态势。2016 年，我国平均每天新登记企业达 1.51 万户；全年新设市场主体 1651.32 万户，同比增长 11.6%。逐年增长的新登记企业个数和日均新登记注册企业个数也反映出当前大众创业热情见长，创业服务行业或已站上浪潮。
- **创业服务&公关&会员服务三类业务齐头并进，构建黑马创业服务平台。**公司作为创业服务领域内的龙头企业，有效满足创业者在不同阶段的创业需求，并逐渐体现出平台效应，实现创业领域内的资源对接，形成完整的创业平台生态服务链。公司的主营业务包括三类：创业辅导培训服务、公关服务、会员服务。其中①**创业培训业务**，是创业黑马品牌立足之源，占累积营收约 50%，未来随着公司上市，创业培训业务的影响力或进一步增强，为公司进行全国性创业服务业务拓展奠定坚实基础。②**公关服务业务**，进行资源整合，有效满足是不同阶段企业所面临的公关服务需求，目前占累积营收约 43%，③**会员服务**，利用线上线下互联，迅速实现大规模流量引入，会员服务营收占比不断提升，未来有望持续构筑企业 IP 壁垒，进一步提升会员服务的业务占比。同时会员服务也具有地域的广泛性，有效切入不同地域，为公司全国性业务发展提供有力支撑，会员服务占累积营收比约 4%，且处于逐渐上升过程中。公司通过创业服务起家，逐渐构筑的平台效应已逐渐凸显，未来或依托平台，持续进行资源对接，最大化发掘创业企业价值和潜能。在这个过程中，创业黑马也不排除会开拓如金融服务、中介服务等多种新业务。
- **公司作为创业服务第一股，有望借助资本和上市带来的品牌效应加速扩张，进一步巩固卡位优势，凸显创业服务平台效应和品牌效应。**我们预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.77 元,1.00 元,1.34 元，其所属商业服务板块平均 PE 约为 31 倍，考虑到其创业服务第一股的卡位优势，给予其 40 倍的 PE，给予目标价格区间 30.8 元-40 元。

风险提示：募投项目的开展具有不确定性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	108	167	184	219	262	321
增长率		53.8%	10.5%	19.1%	19.3%	22.5%
主营业务成本	-60	-77	-72	-83	-94	-109
%销售收入	55.7%	46.3%	39.1%	37.9%	35.8%	34.0%
毛利	48	90	112	136	168	212
%销售收入	44.3%	53.7%	60.9%	62.1%	64.2%	66.0%
营业税金及附加	-2	-3	-2	-2	-3	-4
%销售收入	1.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-14	-23	-21	-23	-24	-29
%销售收入	12.7%	13.9%	11.6%	10.5%	9.0%	9.0%
管理费用	-23	-50	-44	-51	-61	-71
%销售收入	21.2%	29.9%	24.0%	23.4%	23.4%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	9	14	45	60	80	109
%销售收入	8.5%	8.2%	24.2%	27.1%	30.7%	33.8%
财务费用	1	1	1	6	9	11
%销售收入	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-2.9%	-3.3%	-3.3%
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	10	14	45	66	89	119
营业利润率	8.8%	8.6%	24.6%	29.9%	34.0%	37.2%
营业外收支	3	2	14	7	5	5
税前利润	13	17	59	73	94	124
利润率	11.6%	9.9%	32.2%	33.1%	35.9%	38.7%
所得税	-4	-9	-17	-18	-23	-31
所得税率	28.5%	52.9%	28.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	9	8	43	55	70	93
少数股东损益	2	2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	7	5	41	52	68	91
净利率	6.6%	3.2%	22.0%	23.8%	26.1%	28.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	9	8	43	55	70	93
少数股东损益	2	2	2	2	2	2
非现金支出	1	1	2	9	21	24
非经营收益	0	0	0	-7	-5	-5
营运资金变动	17	45	-4	16	13	20
经营活动现金净流	27	54	41	72	99	133
资本开支	-1	-1	-3	-65	-36	5
投资	0	-6	0	-1	0	0
其他	-2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-7	-3	-66	-36	5
股权募资	1	71	0	155	0	0
债权募资	0	0	0	-4	0	0
其他	0	0	-5	0	0	0
筹资活动现金净流	1	71	-5	151	0	0
现金净流量	25	118	33	158	64	137

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	73	192	227	385	448	585
应收账款	25	20	17	21	25	29
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	1	4	3	3	3
流动资产	100	213	248	409	476	618
%总资产	96.0%	95.2%	95.1%	84.4%	83.3%	89.6%
长期投资	0	6	4	5	4	4
固定资产	2	2	3	55	68	51
%总资产	1.5%	1.0%	1.0%	11.4%	11.9%	7.4%
无形资产	3	3	4	14	22	15
非流动资产	4	11	13	76	96	72
%总资产	4.0%	4.8%	4.9%	15.6%	16.7%	10.4%
资产总计	104	224	261	484	572	689
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	46	62	50	64	75	91
其他流动负债	11	21	28	32	37	45
流动负债	57	83	78	96	113	137
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	4	0	0	0
负债	57	84	82	96	113	137
普通股股东权益	42	135	176	383	452	542
少数股东权益	5	6	3	5	8	10
负债股东权益合计	104	224	261	484	572	689

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	5.244	0.104	0.795	0.769	1.004	1.338
每股净资产	30.908	2.639	3.455	5.636	6.640	7.978
每股经营现金净流	19.554	1.060	0.796	1.063	1.460	1.952
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.97%	3.96%	23.00%	13.65%	15.11%	16.77%
总资产收益率	6.89%	2.38%	15.52%	10.80%	11.93%	13.20%
投入资本收益率	14.12%	4.58%	17.89%	11.49%	13.12%	14.74%
增长率						
主营业务收入增长率	123.72%	53.84%	10.46%	19.10%	19.33%	22.55%
EBIT增长率	N/A	47.26%	227.31%	33.36%	34.96%	35.13%
净利润增长率	-520.53%	-25.55%	660.68%	29.03%	30.48%	33.31%
总资产增长率	73.75%	115.89%	16.43%	85.52%	18.06%	20.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.0	42.3	32.8	32.0	32.0	30.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	49.9	44.7	31.4	31.0	31.0	30.0
固定资产周转天数	5.1	5.1	5.2	88.9	92.3	56.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-155.46%	-137.19%	-126.50%	-98.93%	-97.59%	-106.01%
EBIT利息保障倍数	-10.5	-14.5	-30.0	-9.4	-9.3	-10.1
资产负债率	54.87%	37.48%	31.27%	19.76%	19.72%	19.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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为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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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