

创业黑马 (300688)

证券研究报告

2017 年 08 月 11 日

创业生态日趋完善，线上+线下打造综合性创业服务提供商

国内领先创业服务提供商，业绩稳增，股权集中

公司主营业务为创业服务，具体为通过线上线下相结合的商业模式，向创业创新企业及相关群体提供包含创业辅导培训、以创业赛事活动为代表的公关服务、会员服务、创业资讯等在内的综合服务。近四年经营业绩稳增，业务规模扩张，2013、2014、2015、2016 年公司分别实现营收 0.48 亿、1.08 亿、1.67 亿、1.84 亿；分别实现归母净利-170.22 万、715.81 万、532.92 万、4053.80 万。公司控股股东、实际控制人为牛文文。牛文文持有公司 41.87% 的股份，拥有公司 53.83% 的表决权。

宏观环境助力行业发展，管培公关潜力巨大

近年来，国家大力推动“双创”，并给予了大量的优惠政策，国内出现创业活动热潮，各类创业公司不断涌现，创业服务需求巨大。同时随着“互联网+”、“DT 时代”、“工业 4.0”、“AI”等概念不断涌现，催生了国内创业热情，刺激了创业服务的发展。由于产业结构的调整，国内企业逐渐意识到进行管理培训对自身转型升级的重要作用，在培训领域投入的不断增加。随着“一带一路”的提出，越来越多的国内企业进行国际化布局带动公关行业的发展。

扩展业务范围，线上线下联动发展

公司拟在现有业务体系基础之上，设立众创空间，承载创业服务平台、黑马全球路演中心、黑马之家和黑马孵化器等功能，以其为载体结合专业化服务和社交化机制集聚创业人群、围绕创业者核心需求，搭建全过程和全方位的综合服务体系。同时在线上媒体平台基础上，根据互联网发展趋势和用户需求特征，升级 i 黑马网站、开发移动社群服务产品、进行公司管理信息系统升级，增强公司线上服务效率和市场开发能力。

首次覆盖，给予“增持”评级

公司主要业务包括创业服务、企业培训与创业公关服务。凭借多元化的销售模式及优先发展积累的经验建立了大规模创业社群，拥有高粘性的客户群，开发高壁垒的创业课程体系，市场地位领先。未来公司将以众创空间为载体扩大线下覆盖客户群，升级线上信息系统，联动完善综合服务体系。我们预计公司 17-19 年营收分别为 2.22 / 2.67 / 3.21 亿元；净利润分别为 3668/4443/5645 万元，对应 17-19 年 EPS 分别为 0.54 元、0.65 元、0.83 元，给予“增持”评级。

风险提示：募投项目不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	166.76	184.21	221.61	267.42	321.39
增长率(%)	53.84	10.46	20.30	20.67	20.18
EBITDA(百万元)	14.16	45.07	56.36	70.36	86.16
净利润(百万元)	5.33	40.54	36.68	44.43	56.45
增长率(%)	(25.55)	660.68	(9.52)	21.14	27.04
EPS(元/股)	0.08	0.60	0.54	0.65	0.83
市盈率(P/E)	197.52	25.97	28.70	23.69	18.65
市净率(P/B)	7.82	5.97	4.58	3.84	3.18
市销率(P/S)	6.31	5.71	4.75	3.94	3.28
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.79	11.73	9.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	15.48 元
目标价格	27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	68.00
流通 A 股股本(百万股)	17.00
A 股总市值(百万元)	1,052.64
流通 A 股市值(百万元)	263.16
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	25.37
一年内最高/最低(元)	15.48/12.90

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 创业黑马：国内领先的综合性创业服务提供商	4
1.1. 主营业务	4
1.1.1. 创业辅导培训业务：创业培训先行者，品牌+规模优势凸显	5
1.1.2. 公关服务：线上线下闭环运营，公关服务体系日趋完善	8
1.1.3. 会员服务：标准化会员服务，尽享会员特权资源	11
1.1.4. 销售模式多元化	11
1.1.5. 公司竞争优势显著	12
1.2. 股权结构	12
1.3. 公司财务情况	13
2. 行业分析	14
2.1. 行业发展：服务内容逐步成熟，创业生态不断完善	14
2.2. 行业现状：企业管培发展迅速，创业公关潜力无限	15
2.2.1. 创业培训市场：产业结构转型，企业培训迎来风口	15
2.2.1. 公关培训市场：行业进入黄金发展期，新兴领域空间广阔	16
2.3. 行业格局：市场规模不断增长，行业细分态势明显	17
3. 募投项目分析	19
3.1. 扩展黑马众创空间业务体系，扩展业务范围	20
3.2. 升级线上信息系统，与线下系统联动发展	21
4. 盈利预测	23

图表目录

图 1：创业黑马业务体系分布	4
图 2：年度开课次数及其增速	7
图 3：年度培训人数及其增速	7
图 4：黑马大赛	9
图 5：黑马创业社群	9
图 6：黑马运动会	10
图 7：定制活动	10
图 8：2014-2016 年度渠道销售费用情况	11
图 9：创业黑马股权结构	12
图 10：公司近 3 年营收情况	13
图 11：公司近 3 年归母净利情况	13
图 12：公司创业辅导业务收入增势迅猛（单位：万元）	13
图 13：公司业务细分营收占比	13
图 14：公司费用率趋于稳定	14
图 15：细分产品毛利率分布	14

图 16: 发展历程	15
图 17: 2014 国内企业培训收入情况	15
图 18: 国内企业数量 (单位: 万户)	16
图 19: 中国企业管理培训市场规模	16
图 20: 中国公关市场规模	17
图 21: 市场主体数量	17
图 22: 孵化器数量	18
图 23: 众创空间数量	18
图 24: 众创空间数量	19
图 25: 项目主要建设内容	20
图 26: 项目投资概算	21
图 27: 项目主要建设内容	22
图 28: 项目投资概算	22
表 1: 公司提供三大服务详情	4
表 2: 创业辅导服务内容及定价	5
表 3: 创业辅导业务各类课程收入情况	7
表 4: 创业辅导培训服务价格变动	7
表 5: 导师类型及人数	8
表 6: 导师课酬分成原因/特点	8
表 7: 线下各类活动情况	9
表 8: 线上媒体平台具体信息	10
表 9: 公关客户分布及收入情况	11
表 10: 创业服务类型	19
表 11: 主要竞争企业	19

1. 创业黑马：国内领先的综合性创业服务提供商

创业黑马成立于 2011 年，是一家聚焦于帮助创新创业企业成长的综合性创业服务提供商。公司主营业务为创业服务，具体为通过线上线下相结合的商业模式，向创业创新企业及相关群体提供包含创业辅导培训、以创业赛事活动为代表的公关服务、会员服务、创业资讯等在内的综合服务。未来，公司将基于庞大的创业社群基础，不断开发新的自营服务产品，同时接入第三方服务产品，全方位提升服务创业企业的能力，致力于成长为国内领先的综合性创业服务平台。

图 1：创业黑马业务体系分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司起源于向创业者提供创业资讯，包括创业领域最新信息、创业企业深度内容报道等。伴随业务演进，公司针对创业者学习的需求，开拓创业辅导培训业务，并逐步成为公司的主要盈利来源；接着，在培训中逐渐衍生出公关服务，创业企业有向用户展示自身与获取行业资源的迫切需求，公司则为其打造展示和交流平台，创办“黑马”品牌系列线下活动并与线上媒体互动。此后，公司升级深度服务，建立“黑马会”会员服务形式，为创业企业提供日常沟通交流活动平台，促进企业之间的沟通互动。

1.1. 主营业务

公司主营业务具体可以分为创业辅导培训、公关服务及会员服务三大类。其中创业辅导培训业务针对创业企业的学习和交流需求，推出系列项目和课程，涵盖黑马成长营、千里马计划、EDP、国际游学项目等；公关服务利用 1）线下模式向创业企业提供融资对接、创造合作机会、促成交易等服务的同时，也给予品牌推广等公关服务。具体涉及黑马大赛、黑马运动会等自有品牌活动；2）线上模式则通过公司自有的创业资讯平台（i 黑马网、新浪微博等）提供免费资讯，协助线下活动进行线上的宣传；会员服务致力于打造会员组织“黑马会”来促进会员之间学习与互动，助力企业加速创新、融资与成长，会员具体可通过线上微信群与线下创业沙龙等方式实现沟通交流。

表 1：公司提供三大服务详情

服务类型	具体产品/服务	服务对象	收费方式
创业辅导培训	针对创业企业的学习和交流需求，逐步推出了一系列创业辅导培训项目或课程，包括黑马成长营、黑马连营、黑马导师营、天使营、千里马计划、EDP、国际游学项目等。	创业创新企业	向创业、创新企业等收取培训费
公关服务	线下活动 公司通过举办线下活动，在向创业企业提供融资对接、经验交流、寻找资源、创造合作机会、促成交易等服务的同时，向客户提供品牌推广等公关服务。线下活动包括黑马大赛、黑马运动会、黑马创业社群大会、黑马创交会等自有品牌活动以及其他各类针对创业公司、品牌企业、政府园	创业创新公司 知名品牌企业 高新园区及 政府部门	以赞助费、冠名权等形式向公关客户收取公关服务费。

		区特定需求的定制活动。		
	线上传播	创业资讯服务在为创业群体提供免费资讯的同时，协助公司线下活动进行线上传播，从而实现品牌推广等公关服务。 公司拥有自己的创业资讯平台，包括 i 黑马网、“i 黑马”新浪微博、“i 黑马”微信公众号、“创业家传媒”新浪微博、“创业家”微信公众号及相关头条号等。同时合作运营了“黑马学吧”APP。		
会员服务	打造了“黑马会”这一会员组织，“黑马会”通过微信群、黑马会微信服务号等线上工具紧密链接与服务会员，并通过私董会、企业参访、创业沙龙等线下方式促进会员之间的学习与互动，帮助会员企业实现加速创新、加速融资、加速成长。		创业群体	会员费

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.1. 创业辅导培训业务：创业培训先行者，品牌+规模优势凸显

多样化辅导方式，助力创业企业快速成长。创业创新企业迫切希望学习创业成长的理论知识和实战经验，并接触成功企业家思想和资源，而成功企业家也很乐于向青年一代创业者分享经验、教训。公司邀请知名企业家、知名投资人、行业专家等担任导师，选拔具有创新精神的高成长企业创始人作为学员，通过多样化辅导方式，帮助创业企业加速成长。具体服务内容如下表。

表 2：创业辅导服务内容及定价

项目类型	项目简介	服务对象	收费方式	2016 年学费标准
黑马成长营	是公司开设最早、最具市场影响力的培训项目；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。	学习期为一年，一年内按 6 个模块进行授课；每期开 6 至 7 次课，每次集中授课 2-3 天；每年招收两期学员，每期学员 100-120 人。	A、企业创始人或联合创始人；B、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；C、认同黑马成长营的文化和价值观，能够保证上课时间；D、遵纪守法，符合商业道德规范，无不良行为记录。	19.8 万元（2016 年中期调价）
黑马连营	2015 年底启动的创新型学习项目；以社群明星创业者为导师，解构创业企业成长方法论；学习期为半年。	学习期为半年，半年内按 3 个模块进行授课，每个模块集中授课 3 天；每年招收 3-4 期学员，每期学员 80-120 人，每期挂牌导师 5-6 人。	A、企业创始人或联合创始人；B、在商业模式、营销、团队等方面存在较强的学习需求；C、认同黑马文化，能够保证上课时间；D、遵纪守法，无不良行为记录。	7.8 万元

黑马导师营	2015 年底启动的创新型学习项目；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；实行小班制，每名导师在半年学习期内辅导 10-15 名学员；实行滚动招生，每年服务学员 200-300 人。	学习期为半年，半年内按 3 个模块进行授课，每次集中授课 2 天；每年开设 10-15 期，每期学员 10-15 人。	A、企业创始人或联合创始人；B、符合导师设立的特定入营标准，并通过导师的筛选与面试 C、认同黑马文化，能够保证上课时间；D、遵纪守法，无不良行为记录。	10-15 万元
天使营	打造了“黑马会”这一会员组织，“黑马会”通过微信群、黑马会微信服务号等线上工具紧密链接与服务会员，并通过私董会、企业参访、创业沙龙等线下方式促进会员之间的学习与互动，帮助会员企业实现加速创新、加速融资、加速成长。	学习期为一年，一年内按 4 个模块进行授课，每个模块集中授课 2 天；每年开设 2 期，每期学员 40-100 人。	A、拥有投资意向的成功企业家、创业家、企业高管（被学院导师、合作机构推荐的其他优秀人员）；B、认同黑马文化，能够保证上课时间；C、遵纪守法，无不良行为记录。	5.98、7.98 万元
千里马计划	2016 年底启动的创新型企业加速项目；以具有成为行业领袖潜质的杰出创业者为培训对象，通过邀请知名企业家、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；实行小班制，每年计划招收两期，每期服务学员 15-20 人。	学习期为一年，一年内按 6 个模块进行授课，每个模块集中授课 2 天；每年计划招收两期，每期学员 15-20 人。	A、具有成为行业领袖潜质的杰出创业者；B、认同黑马文化，能够保证上课时间；C、遵纪守法，无不良行为记录	48 万元
EDP 班	发行人传统课程，是包括创新型领导企业培训项目，以及针对热点主题开发的主题培训项目，学习期通常在 2-3 天。已开设黑马腾讯特训营、重度垂直-黑马 O2O 特训班、黑马华营等班级。	学习期通常为 2-3 天；每年根据市场情况开设 5-15 期，一般每期学员 25-90 人。	A、企业创始人或联合创始人；B、能够保证上课时间；C、遵纪守法，无不良行为记录。	0.98-4.5 万元
国际游学	发行人传统课程，帮助创业者更加有效地借助海外先进经验和优势资源加速创业项目成长，包括海外名校创业课程、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。	学习期通常为 7-15 天；每年根据市场情况开设 3-10 期，一般每期学员 10-50 人。	A、企业创始人或联合创始人；B、具备参与国际游学的意愿、能力、条件；C、遵纪守法，无不良行为记录。	6.98-10 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

以创业创新企业为受众。该业务以创新创业企业为客户，由企业支付培训费用，参与培训的学员为企业的创始人或高级管理人员。报告期内，公司累计为 2000 余家企业提供了各类培训服务。具体包括已在 A 股上市的上海荣泰健康科技股份有限公司、已在海外上市的北京大生知行科技有限公司等。各类课程收入具体情况如下表：

表 3：创业辅导业务各类课程收入情况

年度	培训课程名称	年度开课次数	培训人次	收入（万元）	收入占培训业务比例
2016	黑马成长营	12	1677	4,155.24	41.35%
	EDP	9	192	286.77	2.85%
	黑马华营	10	290	646.24	6.43%
	国际游学	7	97	1,001.68	9.97%
	黑马导师营/黑马连营	29	1102	2,866.19	28.52%
	天使营	10	560	880.96	8.77%
	千里马	2	32	213.04	2.12%
	合计	79	3950	10,050.12	100.00%
2015	黑马成长营	15	1670	2,889.04	34.06%
	EDP	12	428	1,049.22	12.37%
	黑马华营	35	552	2,078.73	24.51%
	国际游学	10	219	2,080.86	24.53%
	黑马导师营/黑马连营	2	175	384.6	4.53%
	合计	74	3044	8,482.45	100.00%
2014	黑马成长营	20	1330	2,044.00	40.16%
	EDP	10	285	852.42	16.75%
	黑马华营	25	497	1,622.42	31.88%
	国际游学	3	101	570.4	11.21%
	合计	58	2213	5,089.24	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：创业辅导培训服务价格变动

名称	课程单价（万元）		
	2014 年度	2015 年度	2016 年度
黑马成长营	10、12.8、16.8	12.80	19.80
黑马成长	-	7.80	7.80
导师营	-	5.00	10.00-15.00
国际游学	5.48-8.8	6.28-12.8	6.98-10
天使营	-	-	5.98、7.98
千里马	-	-	48
EDP	2.38-3.88	1.58-3.88	0.98-4.5
黑马华营	0.68-6.88	1.44-6.88	0.98-3.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：年度开课次数及其增速

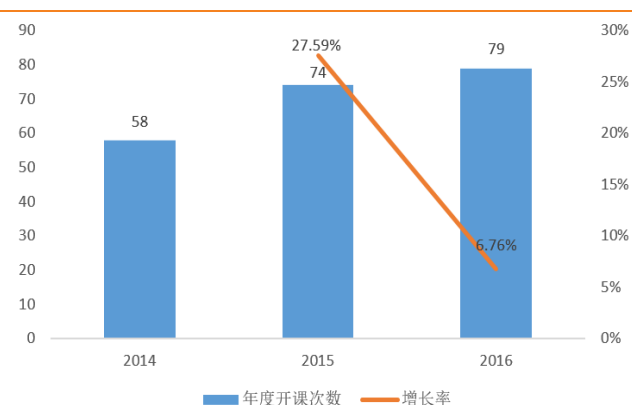
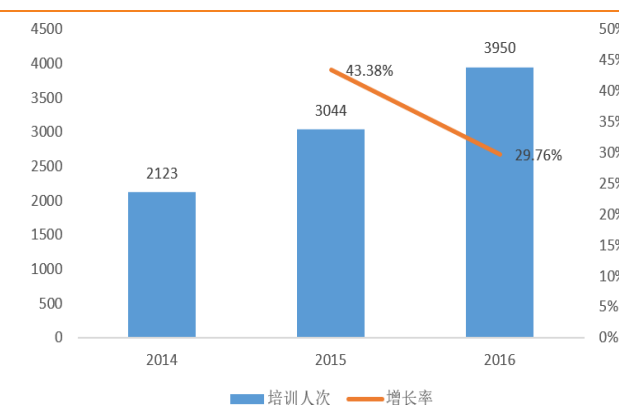


图 3：年度培训人数及其增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：16 年因 EDP、国际游学项目期数减少、黑马华营 16 下半年停办致年度开课次数增速下降

资深导师丰富，业内知名度较高。创业辅导导师来源主要包括外部企业管理人员、专业投资人、专家学者等三类，随着创业辅导培训业务规模的增长，一批成功的创业者也成为导师，导师群体持续扩大。同时，公司与导师合作关系良好，重复授课导师的占比高达 39.25%，有效支撑公司创业辅导培训业务的稳步增长。

表 5：导师类型及人数

导师类型	2016	2015	2014	导师举例
企业管理人员	76	73	102	刘强东 俞敏洪
专业投资人	35	19	19	徐小平 李开复
专家学者	37	38	23	张维迎 吴军

资料来源：公司公告，天风证券研究所

课程体系中，导师课酬分为三种情况：分成制（即按课程收费跟导师分成）、按课次付酬、不收取报酬。根据不同的课程设置，公司向课程导师支付授课薪酬的标准不同。其中黑马成长营、EDP、千里马班等课程仅向少数导师（主要系专家学者）支付课酬；黑马连营、黑马华营等课程按一定比例向导师支付课酬。导师一般以半天作为一个授课单位，一位导师授课半天为一个人次，发行人按照相应薪酬标准支付课酬。具体情况如下：

表 6：导师课酬分成原因/特点

课程类型	分成原因/特点
仅向少数导师支付课酬	<p>黑马成长营</p> <p>EDP</p> <p>千里马计划</p> <p>天使营</p> <p>国际游学</p>
正常向导师支付课酬	<p>黑马导师营</p> <p>黑马华营</p> <p>黑马连营</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.2. 公关服务：线上线下闭环运营，公关服务体系日趋完善

公关服务业务以线下活动及线上传播相结合。其中，线下以各类活动为主，公关客户通过购买冠名权，享受专项推广服务等方式支付赞助费；线上以 i 黑马网、“i 黑马”微信公众号、“i 黑马”新浪微博、“创业家”微信公众号、“创业家传媒”新浪微博等发行人自有资讯平台对客户进行宣传推广。

线下活动：主要分为“自有品牌活动”，以及“定制活动”两类。其中“自有品牌活动”均由公司作为主要发起方，包括黑马大赛、黑马创业社群大会、黑马运动会、黑马创交会等，旨在向创业者提供融资对接、学习培训、经验交流等服务的同时，向客户提供品牌推广等

公关服务；“定制活动”根据各地高新园区、各级政府机构，以及知名品牌企业、高成长性创业企业的特定需求而策划、实施的各类创业活动。具体如下：

表 7：线下各类活动情况

活动名称		每年举行次数	举行时间	影响范围	传播覆盖	活动规模	2014-2016 累计收入情况
自主品牌活动	黑马大赛	2014 年 44 场； 2015 年 28 场； 2016 年 3 场	每年 3-12 月	年度大赛为全国 性， 其他为区域性或 行业 性。	50 余家媒体报 道，覆盖人群超 过 1000 万	年底总决赛为 500-900 人次， 区域或行业选 拔赛 100 人左 右，区域或行 业 决 赛 200-300 人	1,437.8 万元、 753.21 万元、 130.19 万元。
	黑马创业 社群大赛	每年 1 次	4 季度	全国性	50 余家媒体报 道，覆盖人群超 过 1000 万，超 过 50 万人在线 观看直播	累 计 2000-3000 人 次	500.30 万元、 568.87 万元、 763.26 万元。
	黑马运动会	每年 1 次	1 季度	全国性	30 余家媒体报 道，覆盖人群超 过 500 万，超过 30 万人在线观 看直播	累 计 2000-3000 人 次	170.21 万元、 138.68 万元、 144.90 万元。
	黑马创交会	2016 年 2 场 (北京、深圳)	3、4 季 度	全国性	30 余家媒体报 道，覆盖人群超 过 500 万，超过 20 万人在线观 看直播	累 计 2000-3000 人 次	2016 年实现收 入 990.28 万 元。
定制活动		根据客户需求， 2016 年 举办 105 场活动	-	区域性	100 余家媒体报 道，覆盖人群超 过 1000 万	-	2795.69 万元、 5633.63 万元、 4708.11 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

定制活动是公司依据创业企业需求而策划组织的各类创业活动，包括创业赛事、创业沙龙、创新产品发布等形式。通过定制活动，高新园区及各级政府机构为其本地创业者提供融资对接、宣传推广、学习交流等服务；知名品牌企业则达到宣传企业自身、收获优质目标用户，以及服务创业者用户的目的。14-16 年累计实现收入 2,795.70 万元、5,633.63 万元、4,708.11 万元，总体呈现增长趋势。

图 4：黑马大赛

图 5：黑马创业社群



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：黑马运动会



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：定制活动



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

线上资讯平台：通过自身拥有的相关媒体平台提供创业资讯服务，包括提供创业公司/创始人报道、创业案例分析、创业方法论等资讯，从而覆盖广泛的创业投资人群，作为用户流量入口。公司逐渐成为创业创新领域领先的资讯平台，主要线上媒体平台具体信息如下：

表 8：线上媒体平台具体信息

序号	媒体平台	简介
1	i 黑马网站 (www.iheima.com)	每日发布十余篇原创文章，主要为投融资报道、创业方法论、创业案例。
2	“i 黑马”微信公众号	每日发送两次，主要内容为最受关注的创投话题和精彩观点。
3	“i 黑马”新浪微博	每日更新，主要报道黑马大赛、黑马运动会等社群活动。
4	“创业家”微信公众号	每日发送一次，主要内容为原创深度报道。
5	“创业家传媒”新浪微博	每日更新 30 条以上，主要报道创业、投资、科技领域的热门新闻、话题等。
6	“黑马学吧”APP	每日更新，发布创始人、投资人等创业人群资讯。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公关类客户主要包括高新园区及相关政府机构、知名品牌客户、创业创新企业三大类。其中，政府部分及高新园区类客户主要赞助各类赛事或采购定制活动方式，展示地方形象，吸引创业企业入驻，并吸引投资者对当地企业进行投资，为招商引资活动进行推广宣传；知名品牌客户主要是赞助或通过定制活动方式，将创业企业及创业者作为潜在客户群体，进行公关品牌展示和宣传推广；创业创新企业除赞助活动外，还深度参与发行人举办的运动会、创交会、黑马伙伴计划，城市合伙人等公关活动，达到提升品牌知名度和获取客户等目的。针对公关客户，通过收取活动赞助、冠名权、品牌传播费等方式获取公关收入。

公关客户数量及收入如下表

表 9：公关客户分布及收入情况

客户类型	2016 年客户分布情况			2015 年客户分布情况			2014 年客户分布情况		
	客户数量	实现营业收入金额（万元）	占当年公关收入比例	客户数量	实现营业收入金额（万元）	占当年公关收入比例	客户数量	实现营业收入金额（万元）	占当年公关收入比例
政府部门、高新园区客户	41	2514.48	35.87%	51	3356.43	47.00%	24	1418.21	27.66%
知名品牌企业（含通过 4A 级等广告代理公司投放公关的品牌企业）	32	1697.07	24.21%	32	1743.78	24.42%	30	231.58	51.32%
创业创新企业	171	2797.90	39.92%	84	2041.35	28.58%	40	1077.67	21.02%
合计	244	7009.45	100.00%	167	7141.56	100.00%	94	5127.47	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公关业特点：1）园区及政府类客户家数和收入金额总体增长，政府部门和高新园区主要是定制服务；2）知名品牌企业虽然家数保持稳定，但公关收入金额有所下降，3）创业创新企业客户家数和收入均有较大提升。

1.1.3. 会员服务：标准化会员服务，尽享会员特权资源

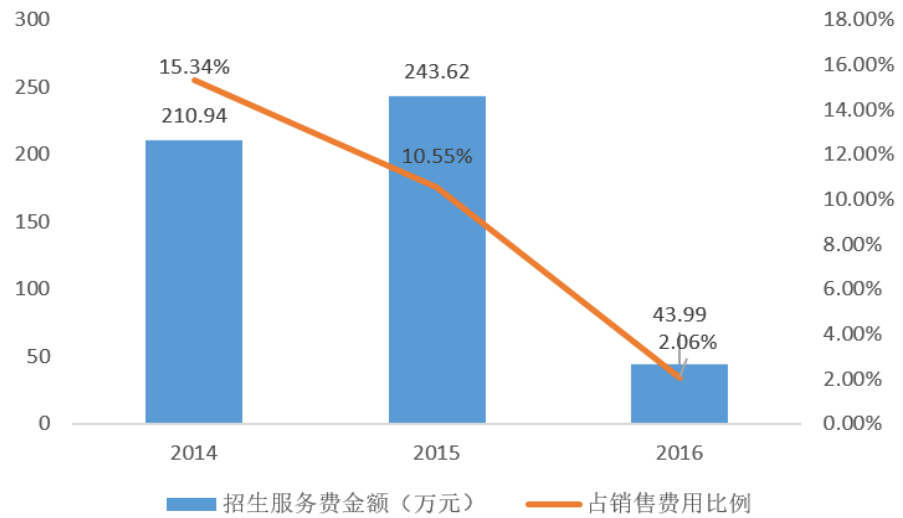
率先整合行业内优质资源，围绕付费用户打造创业者社群——“黑马会”。行业分会致力于打通行业内的资源，围绕行业发展相关主题开展活动，为会员提供同行业、跨地区的企业成长服务；地方分会以会员集中地为标准划分，致力于向全国传播创业创新理念，对接商业资源，促进会员间产生合作。截至 2016 年底，“黑马会”已成立 27 地方分会和 18 个行业分会，成为国内覆盖面积较广、影响力较大的创业者社群。

服务方式多样，专属身份尊享会员权益。“黑马会”通过微信群、黑马会微信服务号等线上工具紧密链接与服务会员，以及项目路演、私董会、创业沙龙等线下方式促进会员之间的学习与互动。同时，入会企业均可**尊享权益** 1) 专属“黑马会员”身份；2) 参加地方分会的聚合学习活动；3) 观看发行人举办的针对会员企业的线上课程；4) 获得创业黑马线下活动的优先参与权。此外，公司计划于 2016 年上线“黑马学吧”APP，为“黑马会”会员提供可在线观看的优秀创业者分享的创业经验、创业方法论等内容。基于此规划，公司有望于 2017 年 1 月与北京六间房科技有限公司（以下简称“六间房”）达成合作，并通过“黑马学吧”APP 提供创业资讯在线学习等服务。

1.1.4. 销售模式多元化

公司采用多元化的销售模式。其中创业辅导培训采用直接销售与渠道销售相结合的销售方式，一方面，公司成立专门的学员招募团队，通过媒体平台推广、参加行业论坛、峰会等方式宣传培训课程；另一方面，与招生机构签署合作协议，负责学员招募工作。该类模式主要集中于黑马华营的招生中，但 2016 年下半年公司停办此业务，该类销售方式将不再持续运作。因此 2016 年公司渠道销售费用的减少主要系黑马华营停办所致；**公关业务采取直接销售方式**，拥有经验丰富的公关业务销售团队；**会员服务的销售主要体现在“黑马会”会员拓展方面**，目前公司“黑马会”会员主要来源于黑马社群中成员的自愿推荐及发行人的拓展。

图 8：2014-2016 年度渠道销售费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

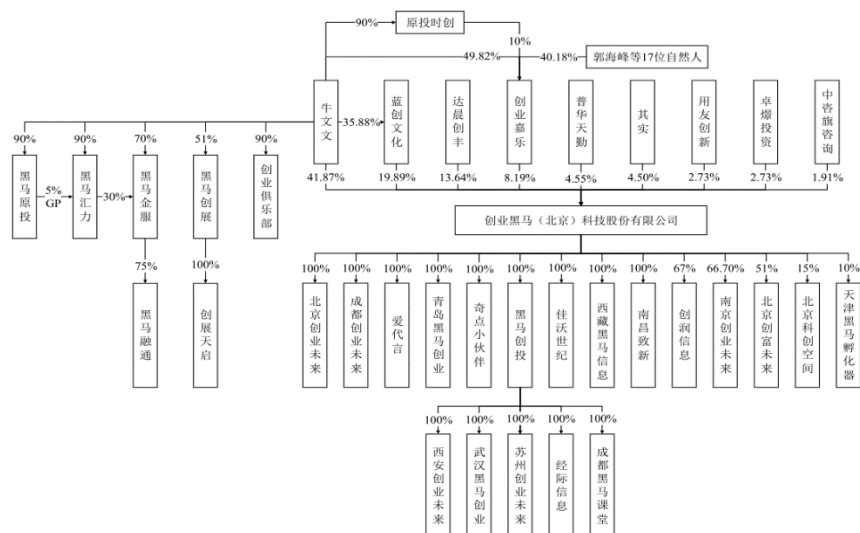
1.1.5. 公司竞争优势显著

公司市场地位领先，拥有六大竞争优势。1) 公司建立了大规模创业者社群，在服务的过程中强化与用户的互动，沉淀社交关系，用户粘性高，同时帮助公司保持着对用户需求的敏感性与灵活性；2) 公司的专业度得到创业者及媒体、政府机构、投资机构等相关方的高度认可，成为了创业服务领域的标杆，具备完善的服务体系和建立高影响力的品牌形象；3) 同时公司的服务体系呈现“一站式”特征，基于创业辅导培训、公关服务、线下活动等提供从学习、推广、团队组织到融资支持的全面且深入的服务；4) 创业培训方面，公司的创业课程开发体系存在其他竞争者难以超越的壁垒，公司基于在创业者社群广泛和深入地接触创业者，搜集典型案例和强大的案例开发能力两方优势，开发创业案例库及以此为基础的创业课程；5) 创业导师建设体系处于行业领先水平，公司的创业案例开发能力可以把优秀的创业者转化为创业导师，保证了公司能够持续将对创业者具有价值的创业导师输入至创业教育体系中。6) 技术层面，公司开创性地研发了涵盖数据层、逻辑层及应用层的完善创业服务技术体系，数据层研发了数据中心以检索创业信息和分析用户画像，逻辑层实现业务流程的信息化、移动化，为决策提供数据支持，应用层实现了跨平台的互动和线上到线下的无缝链接。在行业内处于技术领先的水平。

1.2. 股权结构

公司控制权集中。公司控股股东、实际控制人为牛文文。牛文文直接持有公司 41.87% 的股份。并通过蓝创文化间接持有公司 7.14% 的表决权，通过创业嘉乐间接持有公司 4.82% 的表决权，直接和间接的方式拥有公司 53.83% 的表决权。

图 9：创业黑马股权结构



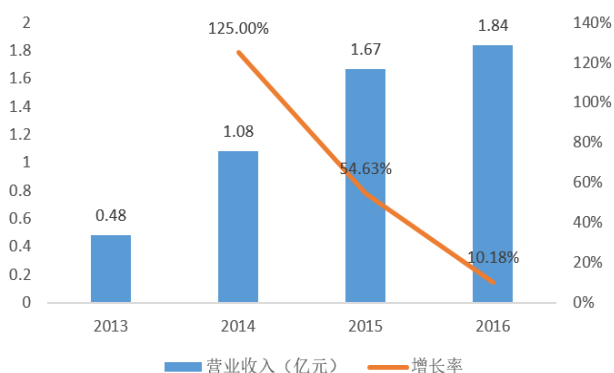
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 公司财务情况

公司经营业绩稳增，业务规模扩张。2013、2014、2015、2016 年公司分别实现营收 0.48 亿、1.08 亿、1.67 亿、1.84 亿；分别实现归母净利-170.22 万、715.81 万、532.92 万、4053.80 万；营收近几年呈增长趋势，但增速在逐年下降。13-14 年公司营收大幅增长主要系 14 年政府提出“双创”优惠政策，培训课程迅速增加，新增课程致 14 年高基点。同时，16 年黑马华营下半年停办及 EDP 和国际游学开课次数减少，培训人数下降致使营收增速下滑。

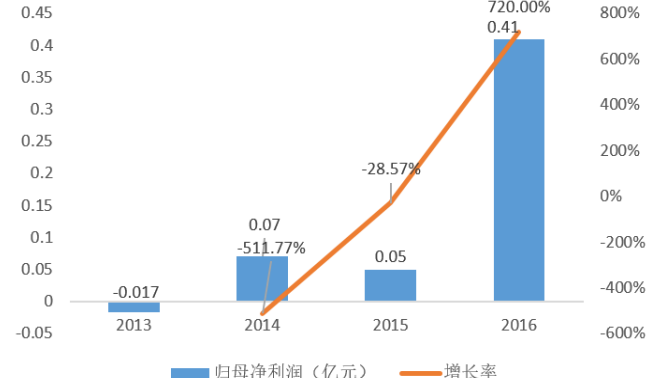
分业务来看，辅导培训业务增势迅猛，但 15/16 年增速逐步回缓，主要系 16 年黑马华营下半年停办及 EDP 和国际游学开课次数减少所致。公关服务业绩基本稳定，2015 年业绩增长 39.28%，主要系品牌影响力与服务质量提升助力公司市场竞争力显著增强；2016 年公司对产品与客户结构优化升级，客户群体转型为有成长性的企业群体，企业数量与收入占比均保持稳定。会员服务收入逐年增长，主要系“黑马会”会员群体壮大，年费利润可观。

图 10：公司近 3 年营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

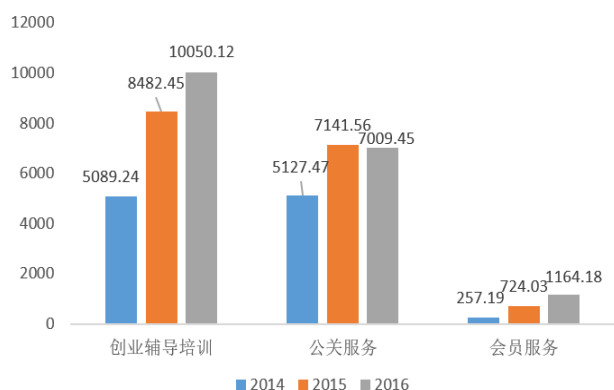
图 11：公司近 3 年归母净利情况



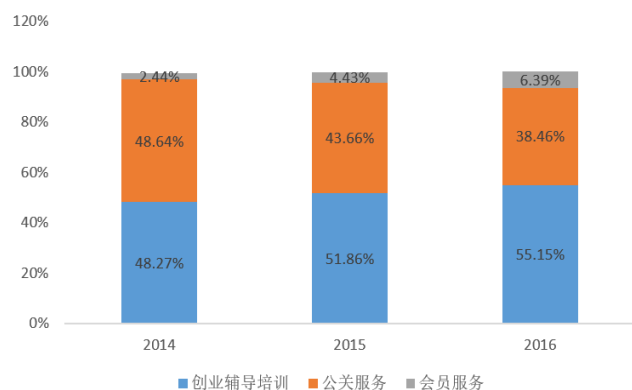
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司创业辅导业务收入增势迅猛（单位：万元）

图 13：公司业务细分营收占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

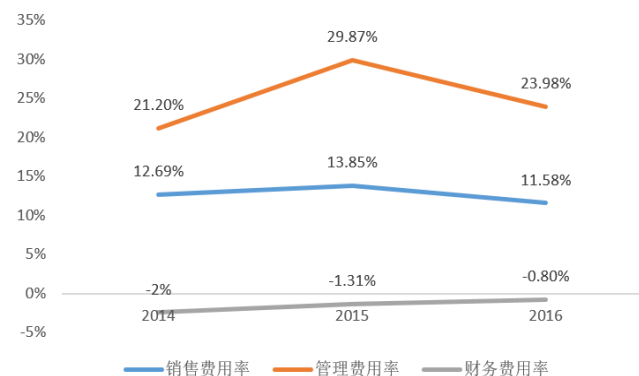


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

毛利率稳步提升, 费用率趋于稳定。公司过去三年毛利率实现稳步增长, 一方面主要系公司逐步调整业务结构, 加大毛利率较高细分产品系列市场开拓, 收入结构不断优化, 使整体毛利增幅领先营收增幅; 另一方面公司成本和费用控制能力较强。**分业务来看,**公司创业辅导培训毛利率水平 2016 年激增 12.72%, 主要系加大毛利率水平较高的黑马营系列课程开设;

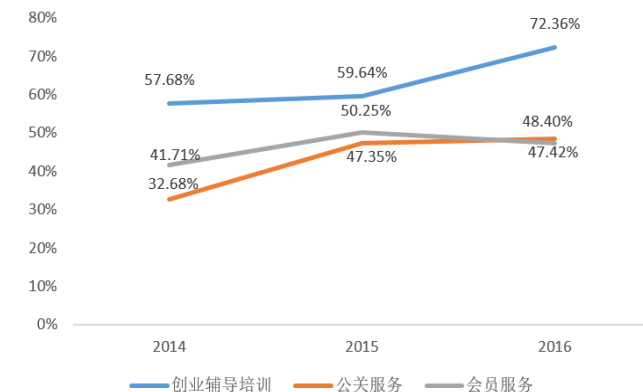
公关服务整体毛利近年稳增, **细分业务项目来看,**定制类项目毛利水平整体略高于自有品牌项目, 主要系 1) 政策环境向好及发行人自身竞争力增强; 2) 效率提升及业务结构变化致使人工、场地、物料制作、交通差旅等成本增速慢于收入, 而自有品牌多数项目首推所需规模较大, 成本压力稍显; 会员服务 2015 年毛利率上升 8.54 个百分点, 主要受会员人数猛增带来强规模效应的影响。

图 14: 公司费用率趋于稳定



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 15: 细分产品毛利率分布



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 行业分析

2.1. 行业发展: 服务内容逐步成熟, 创业生态不断完善

发展态势良好, 进入快速发展期。市场上涌现出以创新工场、常青藤创业园、亚杰商会、创业邦、联想之星、3W 咖啡、36 氪、创投圈等为代表的一批商业运作模式新颖、组织力量强大、专业水平较高的创业服务支持机构, 服务范围涉及项目发现、团队构建、企业孵化、后续支持等环节。创业服务是紧密围绕技术创新、企业成长而形成的服务集群, 通过整合与创业相关的资源, 为创业人员和初创企业提供所需服务, 培育高成长性的初创企业并从企业的发展中获益。

行业发展大致分为四个阶段:上世纪 80 年代, 国家科技部实施火炬计划, 创业服务成为国家重点支持行业。早期主要依靠政府主导的孵化器, 为创业者解决办公场所及配套办公

设施、工商注册等基础问题；随着市场经济的发展和创业生态的完善，**新型孵化器出现并开始提供多元化创业服务**，包括创业辅导培训、投融资对接和宣传推广等；在移动互联网爆发时期，**创业服务产业链逐步完善**，此类服务机构以创业服务平台为纽带，聚合金融、产业、技术和专业服务 etc 创新要素。近年来，国家提出“大众创业、万众创新”，促进了行业发展，一些兼具**市场化、专业化、集成化和网络化**的新型创服平台出现。

图 16：发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

宏观环境助力行业发展，发展态势良好。近年来，国家大力推动“双创”，并给予了大量的优惠政策，国内出现创业活动热潮，各类创业公司不断涌现，创业服务需求巨大。同时随着“互联网+”、“DT 时代”、“工业 4.0”、“AI”等概念不断涌现，催生了国内创业热情，刺激了创业服务的发展。创投市场活跃度不断提升，创投市场“早期化”特征越来越显著，也为创业服务的发展带来机遇。

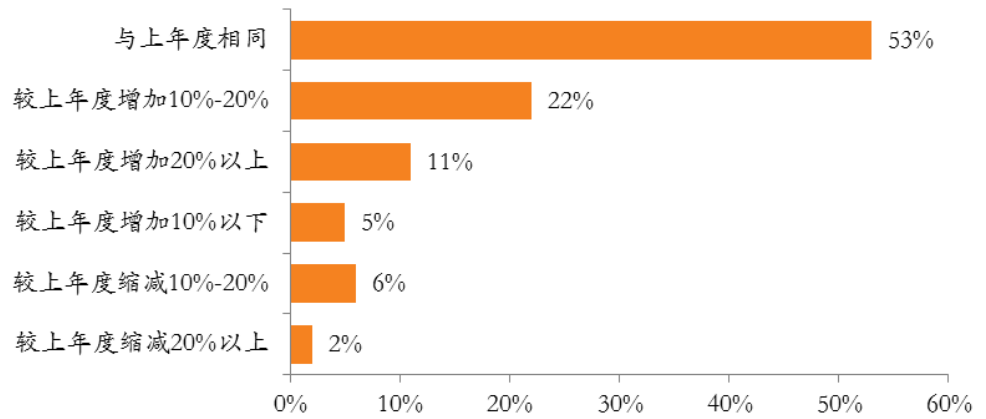
发展趋势主要有四个方向：孵化器模式由传统向新型转变，创业孵化器由传统的政府主导模式向新型模式转变，更加贴近市场，灵活解决创新者的多种相关需求；**服务重点由硬件向软件转变**，创业服务由提供场地租赁、办理注册等基础性工作发展为提供创业媒体资讯、创业辅导培训、投融资对接、路演支持等在内的多元化综合服务；**由区域集中向全国扩展**，因新型创业服务内容更加成熟，可复制性强，利于向全国范围内发展；**服务机构平台化**，借助不断发展的互联网技术，服务机构能够管理更为扁平化和开放资源的平台。

2.2. 行业现状：企业管培发展迅速，创业公关潜力无限

2.2.1. 创业培训市场：产业结构转型，企业培训迎来风口

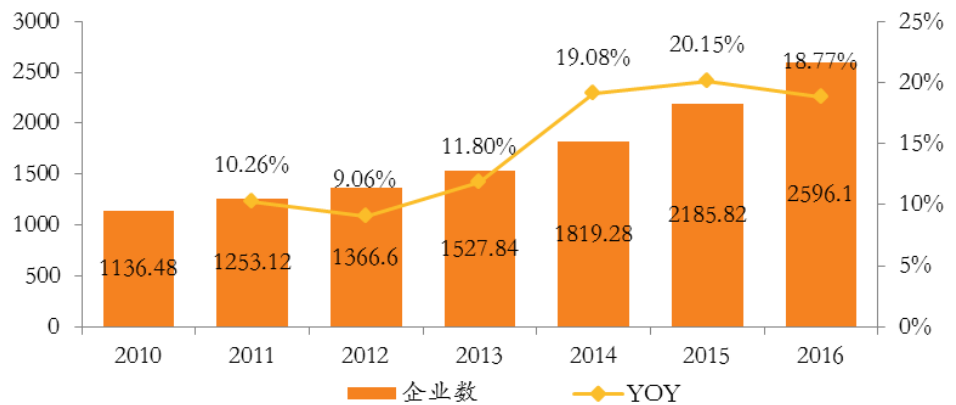
企业管理培训行业发展迅速。面对产业结构调整的挑战，国内企业逐渐意识到进行管理培训对自身转型升级的重要作用，在培训领域投入的不断增加。据培易顾问调研显示，2014 年 86%的企业培训投入保持稳定或增加。另一方面，国家大力推进“双创”发展战略，未来我国将涌现出更多初创企业，为管理培训行业的发展提供充足客户源，刺激管理培训行业规模的迅速扩张。根据国家工商行政管理总局统计，截至 2016，国内企业总数已经达到 2596 万户，自 2011 年以来复合增长率超过 13%。

图 17：2014 国内企业培训收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

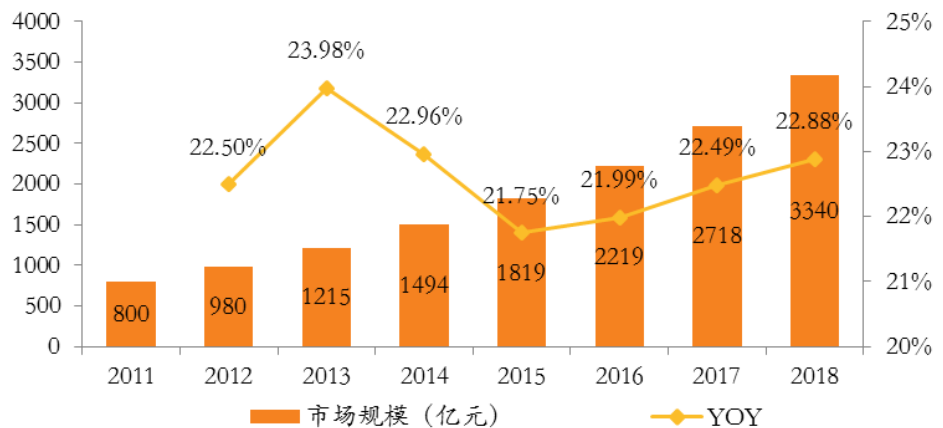
图 18：国内企业数量（单位：万户）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

市场规模持续扩大。根据尚普咨询的统计，中国企业管理培训的市场规模 2015 年已达 1800 亿元，近五年复合增速超过 20%。从企业管理培训市场的垂直结构来看，根据赛迪顾问统计，占中国企业数量 99.80%的中小企业的需求占整个企业管理培训市场总量的 96.10%，需求占据市场的绝对主体。

图 19：中国企业管理培训市场规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

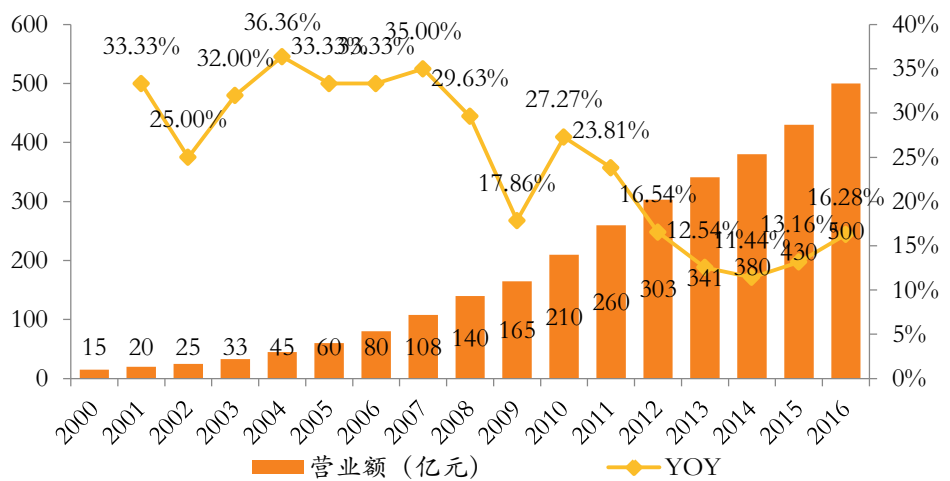
2.2.1. 公关培训市场：行业进入黄金发展期，新兴领域空间广阔

行业起步较晚，发展速度较快。公关是社会组织（包括企业、政府、非政府机构等）用传

播手段使自己或他人与公众之间形成双向交流，使双方达到相互了解和相互适应的管理活动，是一种塑造组织形象的传播方式。公关活动起源于美国 18 世纪政治宣传，于 20 世纪初形成一种新的产业，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。公关行业在我国仅有 20 多年的发展历程，发展速度非常快，一方面众多大型企业、政府机关、非政府机构等均设立了专门的公关部门，另一方面专业化的公关服务企业大量涌现并逐渐成为公关领域内的主导者。

宏观环境孕育公关需求，行业保持增长态势。随着我国经济转型，居民消费升级，公关行业将进入黄金发展期。同时，“一带一路”战略的实施，越来越多的中国企业开始悄无声息地进行国际化布局，为本土公关公司带来新机遇。行业整体保持增长，数量和规模都在增加。据中国国际公关协会的调查数据显示，2015 年中国整个公关市场营业额约 430 亿元，年增长率 13.2% 左右。

图 20：中国公关市场规模



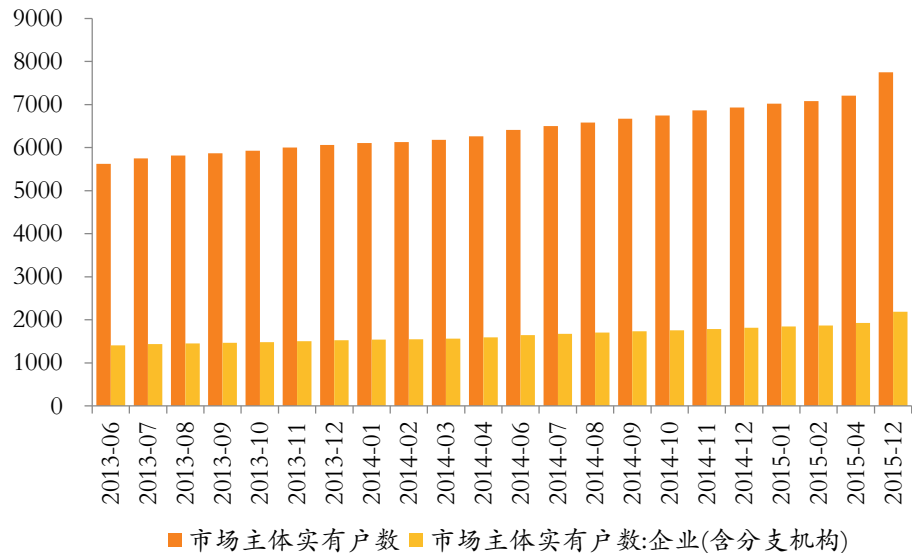
资料来源：公司公告，天风证券研究所

创业公关有别于传统公关，具有鲜明的特征。创业企业都面临着公关和传播能力弱的问题，传统公关公司很难及时、高效切入创业市场。创业公关为此类公司提供完整的公关解决方案，帮助创业公司业务成长。该细分领域属于新兴领域，目前市场上还未形成极有规模和影响力的企业，本公司由于切入时间较早、推动力度较大，是行业内的标杆服务商。

2.3. 行业格局：市场规模不断增长，行业细分态势明显

国家大力支持，创业热潮带动市场容量增加。双创政策的提出，带动初创企业、创业者的数量快速增长。据国家工商总局统计数据显示，截止到 2015 年 12 月底，全国累计市场主体 7746.87 万户，比上年同期增加 814.65 万户，增长率 11.75%，累计企业数 2185.82 万户，比上年同期增加 366.54 万户，增长率 20.15%。

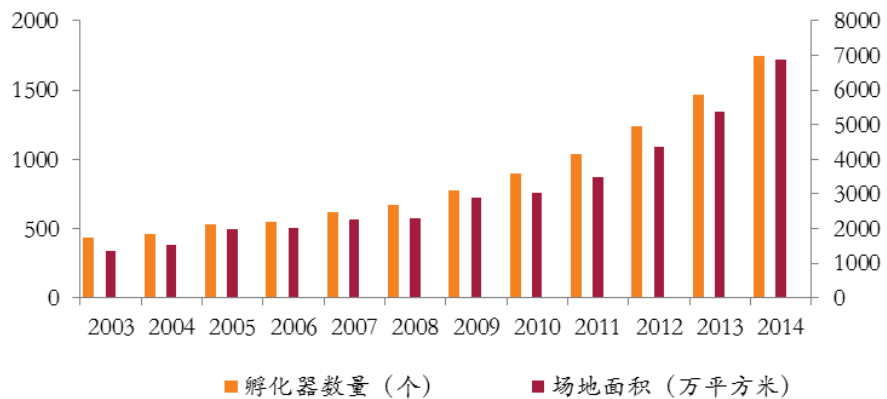
图 21：市场主体数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

孵化器规模呈持续增长态势。自 1987 年第一家孵化器成立开始，该类服务机构已经发展了将近 30 多年，形成一定市场规模。据科技部火炬高技术产业开发中心编著的《中国火炬统计年鉴(2016)》中统计数据:截止到 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。

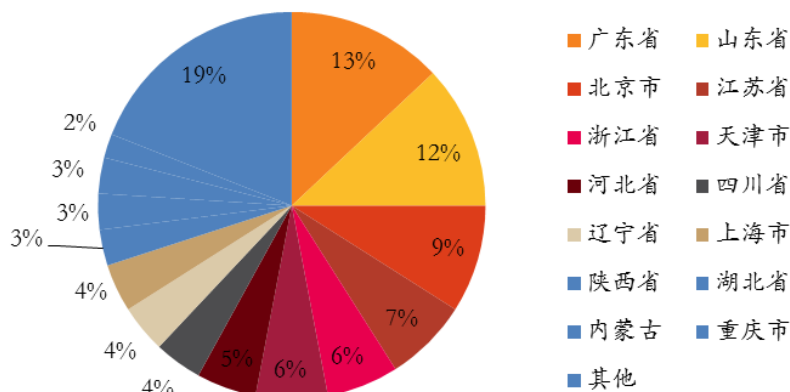
图 22: 孵化器数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

众创空间发展迅速。作为未来创业服务领域内的主流业态，众创空间的发展速度迅猛。截至 2016 年 12 月，科技部共公布了三批国家级众创空间名单，三批名单共 1337 家，其中广东、山东、北京数量排名前三，分别是 178 家，162 家，125 家，占全国比重约 35%。

图 23: 众创空间数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

细分领域众多，行业差异化明显。近年来，各类新型创业服务机构数量的迅速增加，各类创业服务机构依托自身资源优势，形成不同的服务特色。针对不同类型、不同领域、不同背景、不同特征的创业群体，提供针对性的服务。**创业服务主要有六种类型如下表：**

表 10：创业服务类型

服务类型	服务简介
辅导培训型	充分利用丰富的人脉资源，邀请创业导师为客户提供辅导培训
共享办公型	为初创企业提供基础办公空间、共享办公设备、提供财务咨询和注册办理
融资服务型	利用自身健全的融资体系和渠道，为初创企业解决资金问题
专业服务型	依托先进的技术资源、庞大的产业资源和雄厚的资金支持，为初创企业提供社交网络、产业链资源支持
媒体平台型	提供包括宣传、信息、投资在内资讯服务的媒体平台型机构
创客孵化型	提供互联网开源硬件平台、开放实验室、加工车间、产品设计辅导、供应链管理服务等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在创业服务行业内的主要竞争企业有 36 氪、创新工场、联想之星和混沌研习社。

表 11：主要竞争企业

公司简称	公司概况
36 氪	成立于 2010 年，是中国领先的互联网创业公司服务提供商，其主营业务包括创业媒体服务、互联网融资平台、互联网创业项目孵化等。
创新工场	2009 年 9 月由李开复博士创办，是一家致力于早期投资，并提供全方位创业培育的投资机构；其投资方向包括：移动互联网、电子商务、云计算等领域。
联想之星	成立于 2008 年，旨在通过协助创业公司解决资金、人才、培训等问题，推动其商业化进程；提供的主要服务为：创业培训、天使投资，以及开放平台。
混沌研习社	成立于 2014 年 3 月，致力于面向创业者提供各类教育咨询服务，隶属于混沌时代（北京）教育科技有限公司。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 1700 万股，募集资金扣除发行费用后将全部用于黑马众创空间项目和线上业务系统和管理信息系统项目中。

图 24：众创空间数量

单位：万元

项目名称	项目投资总额	规划投资进度		备案情况
		T~T+12	T+12~T+24	
黑马众创空间项目	17,542.04	9,784.32	7,757.72	京海淀发改（备）[2016]65号
线上业务系统和管理信息系统项目	4,629.20	2,148.80	2,480.40	京海淀发改（备）[2016]66号
合计	22,171.24	11,933.12	10,238.12	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

黑马众创空间项目旨在通过物理空间、办公设备和演播设备、运营管理人员，形成以北京总部为运营中心，辐射全国主要城市、覆盖全国主要区域的业务布局。线上业务和管理信息系统项目通过开发移动端社群产品和改版 i 黑马网站提升。

3.1. 扩展黑马众创空间业务体系，扩展业务范围

公司将在现有业务体系基础之上，在已成立黑马分会的 12 个城市设立众创空间，以众创空间作为物理平台、资源中心、区域性枢纽，以专业化服务和社交化机制集聚创业人群、围绕创业者核心需求，搭建全过程和全方位的综合服务体系。建成之后，众创空间将承载创业服务平台、黑马全球路演中心、黑马之家和黑马孵化器等功能：1）黑马孵化器：为创业团队提供工作空间、资源空间等基础服务，工商办理、财税法律等专业服务，利用自有媒体平台和赛事活动举办提供公关服务，进行产业引导和创业扶持等政策引导，以及整合资源并搭建全方位的创业平台。2）黑马全球路演中心：以先进技术建立演播大厅，开展在线辅导培训，同时承载创业大赛的举办以及项目推广等功能。

图 25：项目主要建设内容



资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目总投资 1 亿 7542.04 万元，包含场地投入、设备购置、员工薪酬、市场推广、铺底流动资金等，具体如下：

图 26：项目投资概算

单位：万元

序号	项目	T~T+12	T+12 ~T+24	合计
1	场地投入	4,098.75	4,192.38	8,291.13
1.1	租金投入	2,098.75	3,312.38	5,411.13
1.2	装修费用	2,000.00	880.00	2,880.00
2	设备购置	3,779.64	1,865.67	5,645.32
2.1	办公设备	716.25	337.65	1,053.90
2.2	电子设备	70.85	31.75	102.60
2.3	路演设备	2,992.54	1,496.27	4,488.82
3	员工薪酬	395.93	979.67	1,375.60
4	市场推广	850.00	400.00	1,250.00
5	铺底流动资金	660.00	320.00	980.00
6	合计	9,784.32	7,757.72	17,542.04

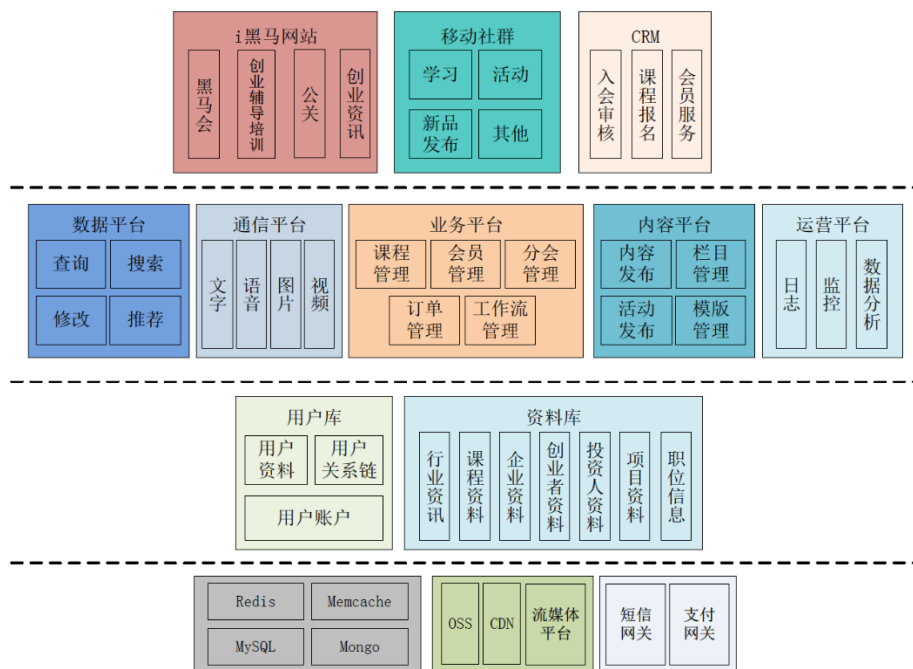
资料来源：公司公告，天风证券研究所

众创空间将成为公司深耕区域市场的着力点，提高公司核心竞争力，主要体现在以下四个方面：1）实现服务渠道下沉，扩大公司业务覆盖范围。众创空间网络覆盖国内三四线城市，高效对接当地业务和市场资源，扩展潜在用户人群。2）向全国推广服务于创业者成长历程的业务体系。具备创业辅导培训、创业孵化、创业交流、群组学习等功能，提供“一站式”服务，建成“创业者寻找服务——获得优质服务——创业者取得成功——反哺创业服务机构——培育新的创业者”良性循环。3）适应行业发展和竞争需求。强化区域布局，近距离接触更广泛的创业人群，扩大用户和业务规模，提高市场竞争力。4）奠定公司长远发展的基础。通过本地化运营拓展市场，提升本地化服务水平，增强客户群体对公司的认同感、提升企业形象和品牌竞争力。

3.2. 升级线上信息系统，与线下系统联动发展

公司拟在现有线上媒体平台基础上，根据互联网发展趋势和用户需求特征，升级 i 黑马网站、开发移动社群服务产品、进行公司管理信息系统升级。项目主要建设产品有移动端社群产品、i 黑马网站转型、客户关系管理系统（CRM）和办公自动化系统（OA）。各产品的主要功能如下：1）移动端社群产品建立创业者群组，开展去中心化的群组学习，精准匹配创业者与投资人，帮助创业者包装品牌并推广。2）i 黑马网站转型为全业务平台，集中展示公司目前所有线上线下业务，提供创业资源的展示与快速查询，实现核心业务的线上支撑，以及匹配个人需求实现差异性服务。3）客户关系管理系统建立用户池、完善用户信息、为付费用户建立档案和跟踪服务机制。4）OA 系统实现及时沟通与协同办公，和行政事务的自动处理。

图 27：项目主要建设内容



资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目共需资金 4629.20 万元，包括开发投入、采购投入等。具体如下：

图 28：项目投资概算

单位：万元

序号	主要投资方面	具体项目	T~T+12	T+12~T+24	合计
1	设备购置	MacAir、iMac、MacPro、Andriod 测试设备、iOS 测试设备	52.80	6.00	58.80
2	IT 服务采购投入	接入服务器、逻辑服务器、数据存储服务、缓存服务、图片服务等	286.00	358.40	644.40
3	开发投入	线上业务系统和管理信息系统开发投入	1,330.00	1,476.00	2,806.00
4	运营推广	用户运营、内容运营、产品推广	370.00	500.00	870.00
5	日常管理费用	-	110.00	140.00	250.00
合计		-	2,148.80	2,480.40	4,629.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目的完成将大幅完善公司的服务架构，提高综合运营能力。体现在以下三个方面：1）线上服务升级，运营模式更具持续性。升级后的平台在保留和完善现有功能的基础上进一步汇集满足创业者成长核心需求的多维度资源，实现精准对接；并实现了线下交付业务的部分流程线上化，平台导流功能增强。2）增强公司的市场开发能力。借助移动互联网提供服务，形成高粘性用户社区；同时，移动互联网的高效传播使得公司更快速、更广泛地抵达目标人群，增加公司用户群规模。3）有助于信息共享与深入分析，提升服务能力。

线上业务平台将汇总大量动态和静态数据，公司对大数据的分析和挖掘，实时掌握市场需求、客户特征、发展趋势，向多样化的客户群体提供更精准的服务。

4. 盈利预测

首次覆盖，给予“增持”评级。公司主要业务包括创业服务、企业培训与创业公关服务。凭借多元化的销售模式以及在行业中优先发展积累的经验建立了大规模创业社群，拥有高粘性的客户群体，开发了高壁垒的创业课程体系，市场地位领先。未来公司将以众创空间为载体扩大线下覆盖客户群，升级线上信息系统，联动完善综合服务体系。我们预计公司17-19 年营收分别为 2.22 / 2.67 / 3.21 亿元；净利润分别为 3668/4443/5645 万元，对应17-19 年 EPS 分别为 0.54 元、0.65 元、0.83 元，给予“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	192.35	227.02	228.86	247.25	246.27
应收账款	19.61	17.15	41.24	8.88	51.36
预付账款	1.26	0.75	1.81	1.19	2.30
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.18	3.28	1.33	1.61	2.09
流动资产合计	213.41	248.21	273.25	258.93	302.02
长期股权投资	4.50	4.14	4.14	4.14	4.14
固定资产	2.33	2.64	25.32	68.09	109.90
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.16	0.93	0.53	0.12	0.00
其他	3.88	5.21	1.57	1.09	1.43
非流动资产合计	10.87	12.92	67.56	143.04	187.23
资产总计	224.28	261.13	340.81	401.96	489.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8.42	7.29	16.64	10.33	20.22
其他	74.18	70.61	81.17	93.73	105.36
流动负债合计	82.60	77.89	97.82	104.06	125.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.46	3.78	1.75	2.33	2.62
非流动负债合计	1.46	3.78	1.75	2.33	2.62
负债合计	84.06	81.67	99.56	106.39	128.19
少数股东权益	5.64	3.24	11.34	21.24	30.27
股本	51.00	51.00	68.00	68.00	68.00
资本公积	79.29	80.41	80.41	80.41	80.41
留存收益	83.58	125.23	161.90	206.34	262.78
其他	(79.29)	(80.41)	(80.41)	(80.41)	(80.41)
股东权益合计	140.21	179.46	241.25	295.57	361.06
负债和股东权益总	224.28	261.13	340.81	401.96	489.25

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.80	42.61	36.68	44.43	56.45
折旧摊销	2.14	3.45	1.72	4.04	6.15
财务费用	0.00	0.00	(1.77)	(1.85)	(1.91)
投资损失	0.00	0.08	0.03	0.03	0.03
营运资金变动	42.56	(1.26)	(1.67)	40.02	(22.61)
其它	3.00	(2.18)	8.53	10.06	9.24
经营活动现金流	55.50	42.70	43.53	96.74	47.34
资本支出	4.71	(0.28)	62.03	79.42	49.71
长期投资	4.50	(0.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(15.92)	(2.27)	(122.06)	(159.45)	(99.74)
投资活动现金流	(6.72)	(2.91)	(60.03)	(80.03)	(50.03)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	86.98	2.60	18.77	1.85	1.91
其他	(16.30)	(7.73)	(0.43)	(0.17)	(0.21)
筹资活动现金流	70.68	(5.13)	18.34	1.68	1.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	119.47	34.66	1.84	18.39	(0.98)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	166.76	184.21	221.61	267.42	321.39
营业成本	77.21	71.99	77.56	93.60	112.49
营业税金及附加	2.99	2.06	3.53	4.02	4.52
营业费用	23.10	21.34	27.70	33.43	40.17
管理费用	49.82	44.17	57.62	69.53	83.56
财务费用	(0.94)	(1.49)	(1.77)	(1.85)	(1.91)
资产减值损失	0.17	0.81	0.53	0.50	0.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.08)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
其他	0.00	0.16	0.05	0.05	0.05
营业利润	14.42	45.24	56.40	68.16	81.92
营业外收入	2.32	14.05	6.47	7.61	9.38
营业外支出	0.17	0.03	0.08	0.09	0.07
利润总额	16.56	59.26	62.79	75.68	91.23
所得税	8.77	16.65	17.58	21.19	25.55
净利润	7.80	42.61	45.21	54.49	65.69
少数股东损益	2.47	2.07	8.53	10.06	9.24
归属于母公司净利润	5.33	40.54	36.68	44.43	56.45
每股收益（元）	0.08	0.60	0.54	0.65	0.83

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	53.84%	10.46%	20.30%	20.67%	20.18%
营业利润	51.18%	213.81%	24.68%	20.85%	20.19%
归属于母公司净利润	-25.55%	660.68%	-9.52%	21.14%	27.04%
获利能力					
毛利率	53.70%	60.92%	65.00%	65.00%	65.00%
净利率	3.20%	22.01%	16.55%	16.61%	17.56%
ROE	3.96%	23.00%	15.95%	16.20%	17.06%
ROIC	-22.12%	-56.16%	-74.56%	441.29%	121.96%
偿债能力					
资产负债率	37.48%	31.27%	29.21%	26.47%	26.20%
净负债率	-11.33%	-60.34%	-60.25%	-43.74%	-39.01%
流动比率	2.58	3.19	2.79	2.49	2.41
速动比率	2.58	3.19	2.79	2.49	2.41
营运能力					
应收账款周转率	7.52	10.02	7.59	10.67	10.67
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	1.02	0.76	0.74	0.72	0.72
每股指标（元）					
每股收益	0.08	0.60	0.54	0.65	0.83
每股经营现金流	0.82	0.63	0.64	1.42	0.70
每股净资产	1.98	2.59	3.38	4.03	4.86
估值比率					
市盈率	197.52	25.97	28.70	23.69	18.65
市净率	7.82	5.97	4.58	3.84	3.18
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.79	11.73	9.69
EV/EBIT	0.00	0.00	15.26	12.45	10.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com