



金融行业

天图投资 (833979)

## 深耕消费品行业的私募股权投资机构

投资评级 买入

### 公司信息 (2016年04月18日)

成立日期	2010-01-11
挂牌日期	2015-11-16
转让方式	协议转让
总股本 (百万)	519.77
流通股本 (百万)	169.07
总市值 (亿元)	104.63
流通市值 (亿元)	34.03
12个月最高/低价	5.00/33.00

### 九州新三板研究团队

王朗其

证书编号: S1350515070001

Email: wanglq@jzsec.com

熊波

证书编号: S1350115080055

Email: xiongbo@jzsec.com

林红垒

证书编号: S1350515120002

Email: linhonglei@jzsec.com

汪晓波

证书编号: S1350115120021

Email: wangxb@jzsec.com

徐曼

证书编号: S1350115090051

Email: xuman@jzsec.com

夏利

证书编号: S1350115110031

Email: xiali@jzsec.com

朱艺泓

证书编号: S1350116030011

Email: zhuyihong@jzsec.com

### 专注于消费品行业的私募股权投资机构

公司是国内领先的专注于消费品投资的私募股权投资机构,管理资产超过50亿元人民币。迄今为止,公司已投资了凤凰医院、周黑鸭、甘其食包子、95081家政、慈铭体检、贝乐英语、德州扒鸡、八马茶业、饭扫光下饭菜、小西牛老酸奶、花印等知名消费品企业,多数是所在细分行业的领导品牌。

### 业绩逐步进入释放期

公司2015年收入达到6.52亿元,同比增长237%,归属于股东的净利润为4.54亿元,同比增长485%。资产总计达到58.24亿元,同比增长91.53%,负债合计9.68亿元,同比减少60.91%。天图兴瑞和天图兴盛分别于2016年和2017年进入清算期,随着项目的退出,公司业绩将得到释放,两只基金预计IRR超过22%。

### 公司受益于私募股权市场的发展

2015年中国私募股权投资市场新募集基金2,249支,是2014年募集基金数量的5倍,其中披露募资金额的1,582支基金共募集到位5,649.54亿元人民币,无论是新募集基金数还是募集金额都刷新了历史记录。投资方面,2015年中国私募股权投资市场共发生投资案例2,845笔,涉及投资金额3,859.74亿元人民币,投资规模继续保持高速增长。

### 盈利预测与估值

根据从事类似业务的可比三板公司估值比较,公司目前估值较低,考虑到公司15年年报的良好表现以及未来成长性,首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示

私募投资基金监管政策变化的风险;业务拓展不及预期的风险;项目退出困难的风险。

### 项目财务数据及盈利指标

项目	2013A	2014A	2015A
营业收入 (百万元)	301.25	193.37	652.33
同比增幅 (%)	N/A	-35.81%	237.34%
净利润 (百万元)	155.24	77.74	454.82
同比增幅 (%)	N/A	-49.92%	485.03%
净利率 (%)	51.53%	40.20%	77.78%
每股收益	31.05	15.55	0.88
ROE (加权平均)	32.67%	15.78%	36.80%

资料来源: Wind, 九州研究



## 目 录

一、 专注于消费品行业的私募股权投资机构 .....	4
1、 累计投资 32.8 亿元，在管项目预计综合 IRR15.76%.....	6
2、 2015 年收入和利润大幅增长 .....	8
3、 业绩开始逐步释放.....	11
二、 公司核心竞争优势在于团队和经验 .....	11
1、 专业化的团队和投资策略 .....	11
2、 在业内拥有较高知名度 .....	14
三、 消费领域投资大有潜力 .....	15
四、 PE 投资机构迎来黄金发展期.....	16
五、 盈利预测与估值.....	19
六、 风险提示.....	19



## 图目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司定增融资前的股权结构.....	5
图 3 公司投资众多消费领域的领先品牌.....	7
图 4 公司业务收入构成（万元）.....	9
图 5 净利润大幅增长.....	9
图 6 公司三大投资理念.....	12
图 7 公司项目投资具体流程.....	13
图 8 2015 年三大产业对 GDP 增长贡献率（%）.....	15
图 9 三大需求对 GDP 增长贡献率（%）.....	15
图 10 1990-2013 年我国城镇居民消费支出结构.....	15
图 11 2006-2015 年中国私募股权投资基金募资情况.....	17
图 12 2006-2015 年中国私募股权投资基金投资情况.....	17
图 13 2014 年中国私募投资退出方式分布（按案例数，笔）.....	17
图 14 2015 年中国私募投资退出方式分布（按案例数，笔）.....	17
图 15 2015 年中国私募投资行业分布（按案例数，起）.....	18
图 16 2015 年中国私募投资行业分布（按投资金额，亿元）.....	18

## 表格目录

表格 1 公司前十大股东情况.....	5
表格 2 公司管理基金概况（截至 2015 年 10 月）.....	6
表格 3 公司项目投资情况（截至 2015 年 10 月）.....	6
表格 4 公司已退出项目收益情况（截至 2015 年 10 月）.....	6
表格 5 公司在管项目情况.....	7
表格 6 公司在管项目分行业 IRR.....	8
表格 7 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产分项目情况.....	9
表格 8 公司子公司情况.....	10
表格 9 2015 年公司长期股权投资情况.....	10
表格 10 2016-2017 年进入清算期的基金情况.....	11
表格 11 天图投资核心成员简介.....	11
表格 12 公司投资消费品公司的标准.....	13
表格 13 公司以及公司所投项目获得奖项/荣誉.....	14
表格 14 消费类公司在 S&P500 指数中表现居前.....	16
表格 15 中国私募股权投资机构排名（本土）.....	18
表格 16 新三板私募股权投资公司基本情况（亿元）.....	19
表格 17 可比公司估值比较.....	19

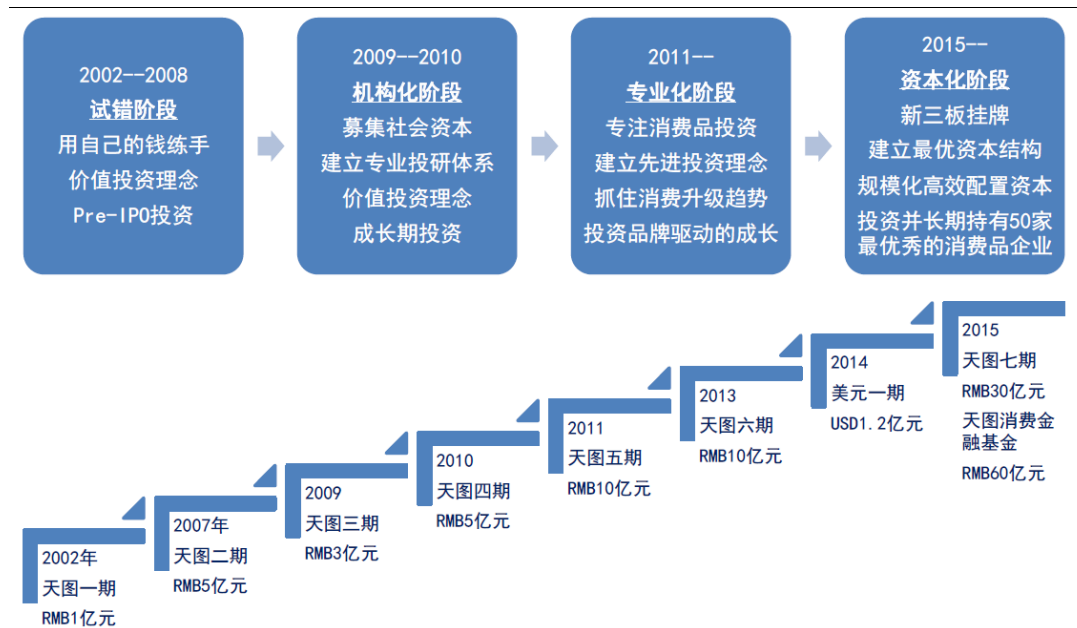


## 一、专注于消费品行业的私募股权投资机构

深圳市天图投资管理股份有限公司创始于 2002 年，是以私募股权投资基金管理为主营业务，系国内领先的专注于消费品投资的私募股权投资机构，于 2015 年 11 月登陆新三板。公司的发展经历了四个阶段，第一个阶段是 2002-2008 年是不不断历练和试手的阶段；第二个阶段是 2009-2010 年，公司建立起专业的投研体系；第三个阶段是 2011-2015 年，公司开始将消费品投资作为公司主要的投资方向；第四个阶段是 2015 年公司登陆新三板，开始资本化阶段。

2015 年，公司完成第七期人民币消费基金的募集，资金规模达到 30 亿元，获得了人保资本、深圳前海母基金、碧桂园集团以及亦庄国投等主流投资机构的认购出资。公司与西藏领飒创业投资合伙企业（有限合伙）签署《战略合作框架协议》，公司出资 20 亿元发起设立 60 亿元大消费金融投资基金，用于投资国内领先的消费金融类企业股权。

图 1 公司发展历程

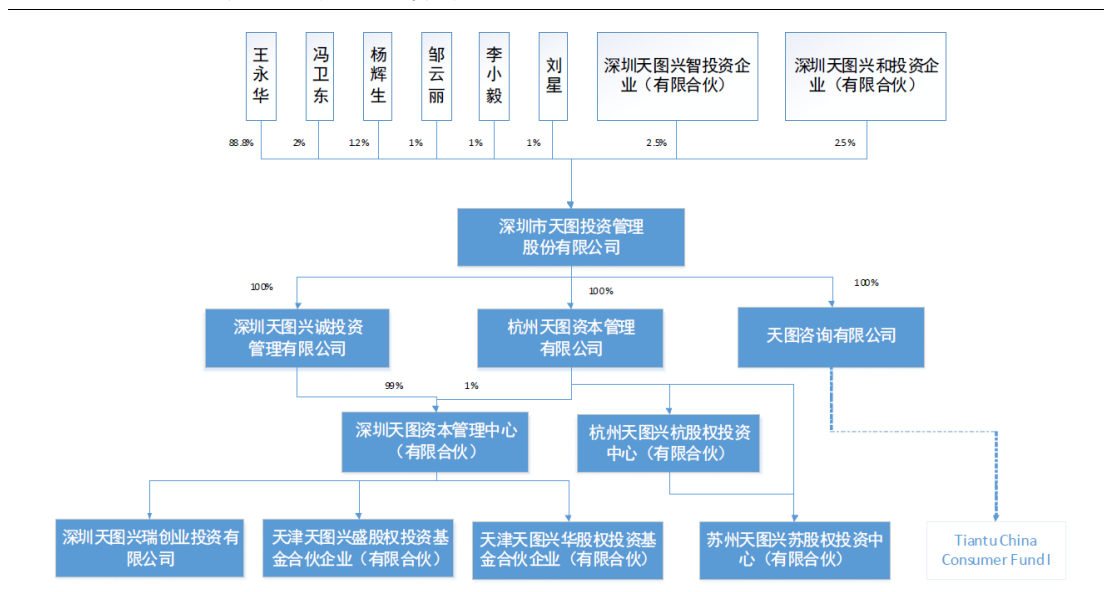


资料来源：企业公开资料，九州研究

公司在 2015 年完成了两轮的定增融资，第一轮是新三板挂牌前，公司向 31 名机构以及 69 名自然人发行股份共计 117,387,036 股，价格为 22.8571 元/股，融资总额为 26.83 亿元；第二轮是新三板挂牌后，公司向深圳市帕拉丁九号资产管理合伙企业发行 51,977,311 股，价格为 22.8571 元/股，募集资金 11.88 亿元，以及向湖南华剑发行 408,763 股，湖南华剑以其持有的本公司所管理的天图兴华出资份额进行认购。



图 2 公司定增融资前的股权结构



资料来源：公开转让说明书，九州研究

表格 1 公司前十大股东情况

前十大股东 (第二轮融资后)	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
王永华	310,800,000	59.8000	个人股
深圳市帕拉丁九号资本管理合伙企业(有限合伙)	51,977,311	10.0000	三板流通 A 股
深圳市业海通投资发展有限公司	16,800,712	3.2300	三板流通 A 股
苏州大得宏强投资中心(有限合伙)	9,580,786	1.8400	三板流通 A 股
深圳天图兴智投资企业(有限合伙)	8,750,000	1.6800	境内法人股
深圳天图兴和投资企业(有限合伙)	8,750,000	1.6800	境内法人股
国创元禾创业投资基金(有限合伙)	8,507,085	1.6400	三板流通 A 股
冯卫东	7,000,000	1.3500	个人股
浙江中国小商品城集团股份有限公司	5,004,397	0.9600	三板流通 A 股
杨辉生	4,731,392	0.9100	个人股, 三板流通 A 股
合计	431901683	83.09	
前十大股东 (第一轮融资后)	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
王永华	310800000	66.5	个人股
深圳市业海通投资发展有限公司	16800712	3.59	三板流通 A 股
苏州大得宏强投资中心(有限合伙)	9580786	2.05	三板流通 A 股
深圳天图兴智投资企业(有限合伙)	8750000	1.87	境内法人股
深圳天图兴和投资企业(有限合伙)	8750000	1.87	境内法人股
国创元禾创业投资基金(有限合伙)	8507085	1.82	三板流通 A 股
冯卫东	7000000	1.5	个人股
浙江中国小商品城集团股份有限公司	5004397	1.07	三板流通 A 股
杨辉生	4731392	1.01	个人股, 三板流通 A 股
刘星	4386292	0.94	个人股, 三板流通 A 股
合计	384310664	82.22	

资料来源：Wind，九州研究



## 1、累计投资 32.8 亿元，在管项目预计综合 IRR15.76%

公司目前在深圳、北京、上海、香港四地设有办公室。根据公司转让说明书表述，公司管理着五支人民币基金——天图兴瑞、天图兴盛、天图兴华、天图兴苏和天图兴北，并为一支美元基金(Tiantu China Consumer Fund I, L.P.)提供基金管理服务，管理资产超过 50 亿元人民币。

表格 2 公司管理基金概况

基金名称	组织形式	成立时间	认缴规模	实缴规模	投资情况	投资方向
天图兴瑞	有限责任公司	2009 年	3 亿	3 亿	完成投资	消费品为主
天图兴盛	有限合伙企业	2010 年	5.05 亿	5.05 亿	完成投资	消费品为主
天图兴华	有限合伙企业	2011 年	10 亿	10 亿	完成投资	消费品为主
天图兴苏	有限合伙企业	2013 年	10.62 亿	10.62 亿	完成投资	专注消费品
天图兴北	有限合伙企业	2015 年	第一轮已募集 11.5 亿	2.55 亿	已投资 2.2 亿	专注消费品
Tiantu China Consumer Fund I	有限合伙企业	2014 年	1.13 亿	1.13 亿	已投资 7,706.09 万美元	专注消费品

资料来源：公开转让说明书，九州研究

截至 2015 年 10 月，公司在管基金累计投资项目 66 个，累计投资金额 32.80 亿元，其中 8 个项目已实现退出，在管项目 58 个。

表格 3 公司项目投资情况（截至 2015 年 10 月）

行业	累计投资项目			已退出项目			在管项目			
	数量	投资金额	占比	数量	投资金额	占比	数量	投资金额	占比	
消费品	20	10.1	30.79%	1	0.43	13.23%	19	9.67	32.72%	
行业	品牌消费品类	17	7.88	24.02%	2	1.58	48.62%	15	6.3	21.32%
	消费服务类	13	9.85	30.03%	0	0	0.00%	13	9.85	33.33%
其他行业	16	4.97	15.15%	5	1.24	38.15%	11	3.73	12.62%	
合计	66	32.80	100.00%	8	3.25	100.00%	58	29.55	100.00%	

资料来源：公开转让说明书，九州研究

表格 4 公司已退出项目收益情况（截至 2015 年 10 月）

编号	项目名称	投资金额(万元)	退出金额(万元)	IRR	退出方式
1	深圳市安捷信联科技有限公司	3,800.00	3,990.00	5%	股权转让
2	北京百年栗园生态农业有限公司	4,300.00	4,557.42	13.02%	股权转让
3	北京凤凰联合医院管理股份有限公司	12,000.00	11,790.06	-0.51%	股权转让
4	纳晶科技股份有限公司	3,742.07	20,591.47	29.53%	新三板退出
5	深圳市数视通科技股份有限公司	1,944.00	2,430.00	7.72%	股权转让
6	郑州新益华医学科技有限公司	1,163.00	1,334.35	14.73%	股权转让
7	易生科技(北京)有限公司	4,575.00	12,496.40	12.94%	并购退出
8	北京明瑞生物医药科技有限公司	970.00	1,513.80	11.77%	并购退出

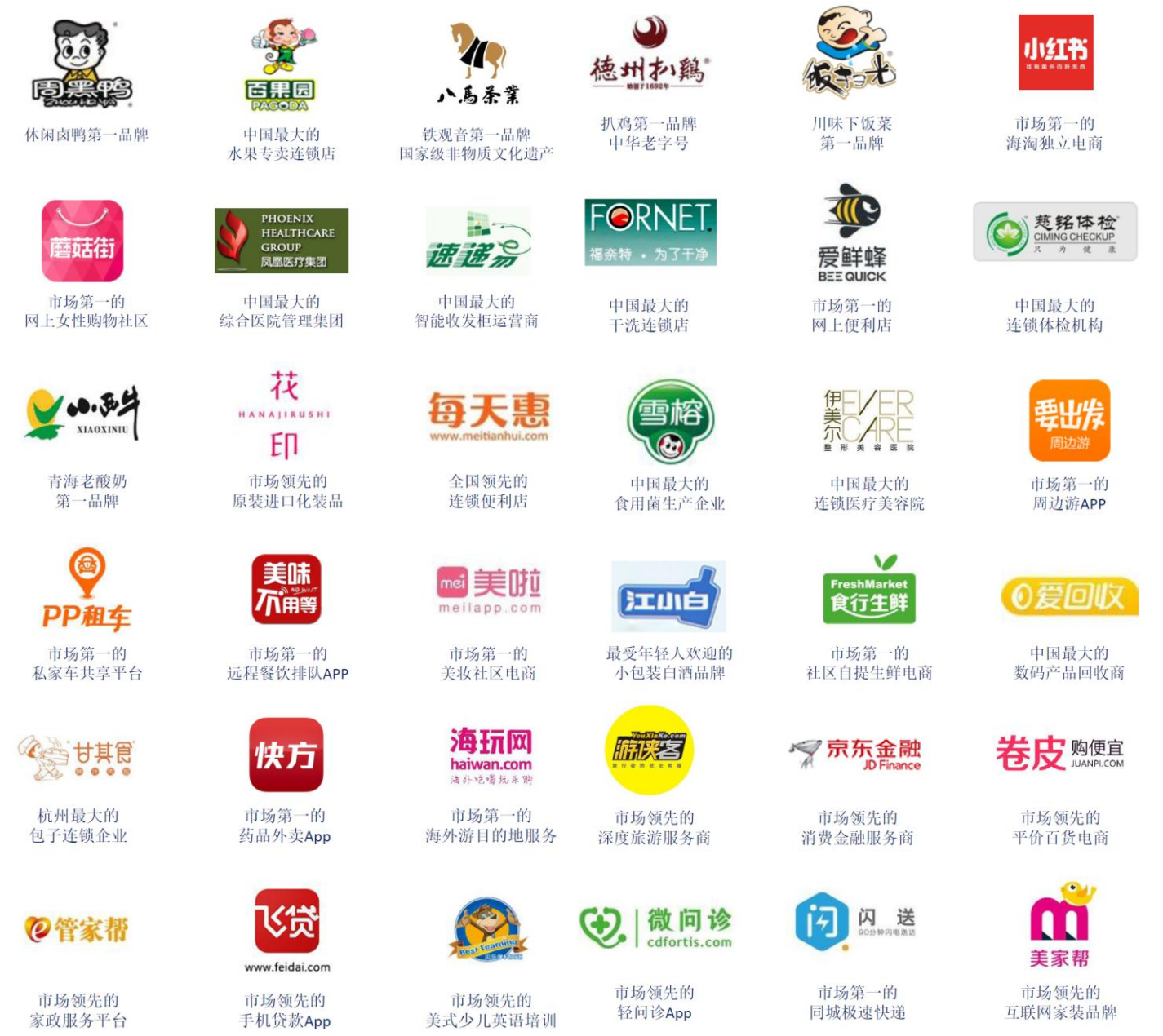
资料来源：公开转让说明书，九州研究

公司已投资了凤凰医院、周黑鸭、甘其食包子、95081 家政、慈铭体检、贝乐英语、德州扒鸡、八马茶业、饭扫光下饭菜、小西牛老酸奶、花印等 50 余家知名消费品企业，多数是所在细分行业的领导品牌。





图 3 公司投资众多消费领域的领先品牌



资料来源：公司公开资料，九州研究

表格 5 公司在管项目情况

行业类型	项目	行业类型	项目
品牌消费品类	湖北周黑鸭食品有限公司	创新渠道类	深圳市百果园实业发展有限公司
	深圳彼爱钻石有限公司		江苏随易信息科技有限公司
	上海雪榕生物科技股份有限公司		江苏众瀛联合数据科技有限公司
	福建康之味食品工业有限公司		北京金软瑞彩科技有限公司
	湖南耕客资源管理有限公司		北京雅酷时空信息交换技术有限公司
	雪龙黑牛股份有限公司		深圳市每天惠电子商务有限公司
	曼卡龙珠宝股份有限公司		Cool Trip Technology Limited
	上海凯臣服饰有限公司		Unitone International Inc.
北京汤城小厨餐饮管理有限公司	Paitao Holdings Inc.		



	山东德州扒鸡股份有限公司		Haiwan Holdings Co.,Ltd
	深圳市八马茶业连锁有限公司		AiHuiShou International Co. Ltd
	杭州甘其食餐饮管理有限公司		Xingjin International Holding Limited
	北京美丽兄弟科技有限公司		广州向日葵信息科技有限公司
	广州酷漫居动漫科技有限公司	<b>先进制造</b>	武汉利德测控技术股份有限公司
	青海小西牛生物乳业股份有限公司		深圳市易拓迈克科技有限公司
	四川高福记食品有限公司		山东天诺光电材料有限公司
	深圳乐行天下科技有限公司		川铁电气(天津)集团有限公司
	北京龙和隆盛化妆品有限公司		昆山美博通讯科技有限公司
	重庆江小白酒业有限公司		北京英力生科新材料技术有限公司
消费服务类	北京福奈特洗衣服务有限公司	<b>清洁技术</b>	北京中能环科技发展有限公司
	北京易盟天地信息技术有限公司		深圳市绿微康生物工程有限公司
	北京倍乐优学教育咨询有限公司		深圳市梦网科技发展有限公司
	中国徽金融控股集团有限公司	<b>TMT</b>	中金数据系统有限公司
	北京英睿得科技服务有限公司	<b>其他</b>	上海航运运价交易有限公司
	上海普景信息科技有限公司		
	杭州途游电子商务有限公司		
	四川骏逸富顿科技有限公司		
	慈铭健康体检管理集团股份有限公司		
	伊美尔(北京)控股集团有限公司		
	北京中微通信息技术有限公司		
	立德高科(北京)数码科技有限责任公司		
	西安博创软件有限公司		
	中广天择传媒股份有限公司		
	BingEx Limited		

资料来源：公开转让说明书，九州研究

表格 6 公司在管项目分行业 IRR

序号	行业	投资数量	投资金额(亿元)	剩余组合估值(亿元)	IRR
消费行业	品牌消费品	19	9.67	14.76	19.56%
	消费服务	15	6.3	9.66	19.80%
	创新渠道	13	9.85	10.03	3.23%
	其他行业	11	11	3.73	4.74
	合计	58	29.55	39.21	15.76%

资料来源：公开转让说明书，九州研究

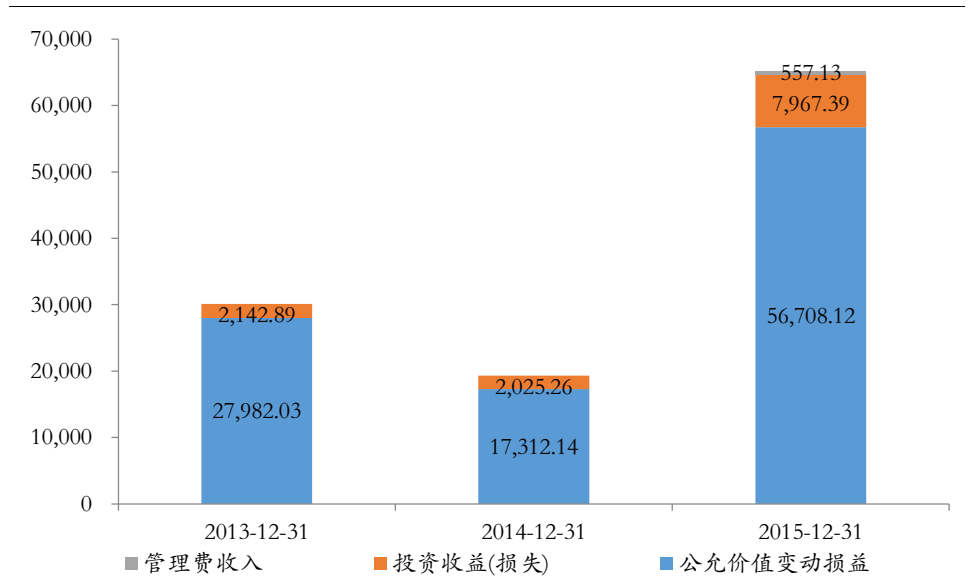
## 2、2015 年收入和利润大幅增长

公司 2015 年收入达到 6.52 亿元，同比增长 237%，归属于股东的净利润为 4.54 亿元，同比增长 485%。资产总计达到 58.24 亿元，同比增长 91.53%，负债合计 9.68 亿元，同比减少 60.91%。



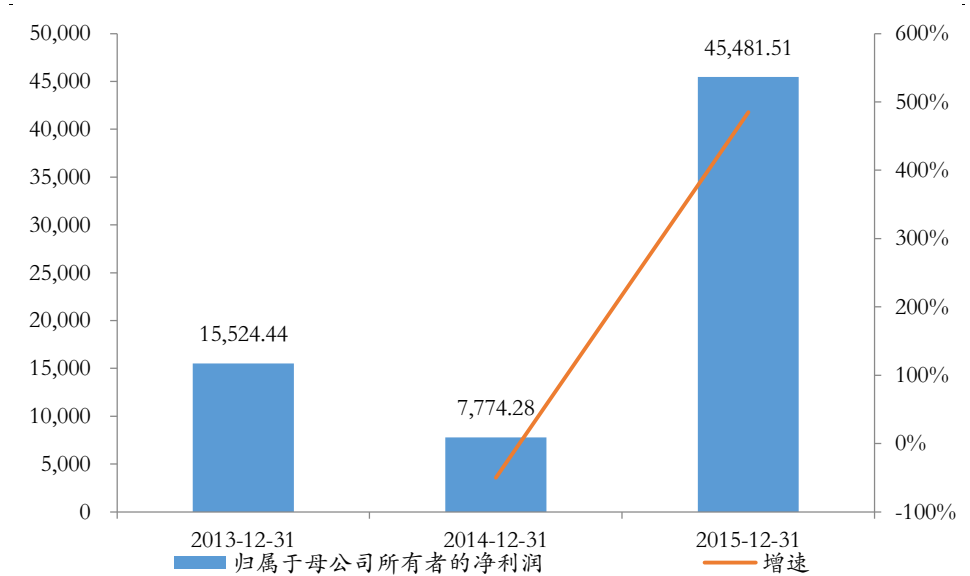


图 4 公司业务收入构成 (万元)



资料来源: 公司年报, 九州研究 (注: 管理费收入为受托管理美元基金的管理费收入。)

图 5 净利润大幅增长



资料来源: 公司年报, 九州研究

表格 7 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产分项目情况

分项目	2015 年底	2014 年底
项目 1	688,789,600.00	405,012,600.00
深圳市百果园实业发展有限公司	350,000,000.00	-
Mogu Holdings Limited	259,744,000.00	-
上海普景信息科技有限公司	211,333,300.00	-
荣信电力电子股份有限公司	206,976,400.00	-
北京中金云网科技有限公司	206,279,500.00	-
中广天择传媒股份有限公司	174,335,500.00	111,839,100.00
北京金软瑞彩科技有限公司	129,520,000.00	70,506,500.00
山东德州扒鸡股份有限公司	123,954,400.00	89,861,400.00
雅酷时空科技开发(北京)有限公司	121,855,000.00	28,405,000.00



北京倍乐优学教育咨询股份公司	104,680,800.00	104,680,800.00
慈铭健康体检管理集团股份有限公司	-	156,434,100.00
深圳市梦网科技股份有限公司	-	137,463,100.00
伊美尔(北京)控股集团有限公司	-	125,845,300.00
其他	1,524,364,800.00	1,266,415,100.00
<b>合计</b>	<b>4,101,833,300.00</b>	<b>2,496,463,000.00</b>

资料来源：公司年报，九州研究

2015年，公司将与其主营业务密切相关的资产纳入的股份公司主体，以发挥业务协同优势和优化业务结构。公司收购了控股股东王永华通过天图创业控制的杭州天图和苏州天图，并且收购了控股股东王永华直接和间接持有的天图兴瑞、天图兴盛和天图兴华的股权或者合伙份额。由于股份公司下属的基金合伙企业的有限合伙人变成股份公司的股东，所以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债大幅减少，公司收入和利润也大幅增长。

表格 8 公司子公司情况

子公司/结构化主体名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
杭州天图资本管理有限公司	广东省深圳市	浙江省杭州市	投资管理	90	10	同一控制下企业合并
苏州天图资本管理有限公司	广东省深圳市	江苏省苏州市	投资管理	-	100	同一控制下企业合并
深圳天图资本管理中心(有限合伙)	广东省深圳市	广东省深圳市	投资管理	-	100	同一控制下企业合并
深圳市天图兴瑞创业投资有限公司	广东省深圳市	广东省深圳市	股权投资	100	-	同一控制下企业合并
天津天图兴盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)	广东省深圳市	天津市	股权投资	99.9	0.1	同一控制下企业合并
天津天图兴华股权投资合伙企业(有限合伙)	广东省深圳市	天津市	股权投资	99	1	同一控制下企业合并
杭州天图兴杭股权投资中心(有限合伙)	广东省深圳市	浙江省杭州市	股权投资	80.43	19.6	同一控制下企业合并
苏州天图兴苏股权投资中心(有限合伙)	广东省深圳市	江苏省苏州市	股权投资	48.59	51.4	同一控制下企业合并
天图咨询有限公司	香港	香港	投资管理	100	-	非同一控制下企业合并
Tiantu Capital Management Company (Cayman)	开曼群岛	开曼群岛	投资管理	-	100	非同一控制下企业合并
深圳天图兴诚投资管理有限公司	广东省深圳市	广东省深圳市	投资管理	100	-	投资设立
Tiantu Investments Limited	英属维尔京群岛	英属维尔京群岛	股权投资	-	91.7	投资设立
北京天图兴北投资中心(有限合伙)	北京市	北京市	股权投资	18	4	投资设立
深圳天图兴卓投资企业(有限合伙)	广东省深圳市	广东省深圳市	股权投资	-	91.7	投资设立

资料来源：公开年报，九州研究

表格 9 2015 年公司长期股权投资情况

对子公司的投资	年初余额	本年追加投资	本年减少投资	年末余额
天津天图兴华股权投资合伙企业(有限合伙)	-	929,121,613.88	-	929,121,613.88
天津天图兴盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)	417,822.00	805,922,367.97	417,822.00	805,922,367.97
苏州天图兴苏股权投资中心(有限合伙)	-	501,673,962.22	-	501,673,962.22
杭州天图兴杭股权投资中心(有限合伙)	-	399,541,125.14	-	399,541,125.14
深圳市天图兴瑞创业投资有限公司	-	251,933,701.48	-	251,933,701.48
杭州天图资本管理有限公司	-	112,000,429.56	-	112,000,429.56
天图咨询有限公司	-	31,538,333.99	-	31,538,333.99
北京天图兴北投资中心(有限合伙)	-	25,000,000.00	-	25,000,000.00
深圳天图兴诚投资管理有限公司	-	10,000,000.00	-	10,000,000.00
<b>合计</b>	<b>417,822.00</b>	<b>3,066,731,534.24</b>	<b>417,822.00</b>	<b>3,066,731,534.24</b>

资料来源：公开年报，九州研究



### 3、业绩开始逐步释放

根据天图兴瑞公司章程和天图兴盛合伙协议约定,基金存续年限均为7年。天图兴瑞和天图兴盛分别于2016年和2017年进入清算期,目前上述两只基金尚在正常运作中,基金合伙协议中均有明确的清算条款,届时将按照清算条款进行清算。随着项目的退出,公司业绩将得到释放。

根据2015年5月31日的评估报告,按照2015年5月31日的估值水平,天图兴瑞IRR已达到22.07%,天图兴盛IRR已达到22.54%。预计未来项目实际退出时,基金IRR水平会有进一步提高。

表格 10 2016-2017 年进入清算期的基金情况

基金名称	初始投资时间	累计投资额	已退出项目原始投资额	剩余组合估值	已退出项目 IRR	综合 IRR
天图兴瑞	2009.09	3.09	1.33	4.73	13.31%	22.07%
天图兴盛	2010.01	4.56	1.12	9.13	1.61%	22.54%

资料来源:公开转让说明书,九州研究

## 二、公司核心竞争优势在于团队和经验

公司拥有专业的投资团队、成熟的投资理念和完善的人才培养体系。经过几年高速发展和深耕消费行业的努力,公司在业内已得到高度认可,其投资企业也多为细分行业龙头。公司未来有望通过其消费行业中的联系网络和可整合资源为被投企业提供投融资、并购等全方位资本运作服务,进一步拓展业务范围。

### 1、专业化的团队和投资策略

公司核心成员平均具有10年以上专业经验,拥有投资、投行、咨询、实业、财务、法律等方面的丰富经验和人脉,并在公司统一的投资理念和方法指导下,经过长期磨合,逐步形成了高效而高度稳定的投资管理团队。

此外,天图建立了完整的从实习生到合伙人的自主人才培养体系,业务团队主要由天图自己培养,在专业性和稳定性方面都具有优势。

表格 11 天图投资核心成员简介

王永华	冯卫东
董事长、投委会主席	CEO、首席投资官
<b>工作经历</b> 南方基金管理公司副总经理、首席投资官 南方证券公司投资银行部总经理	<b>工作经历</b> 远卓管理咨询公司高级顾问 北京网贝信息技术公司董事、常务副总裁 川化味之素公司技术部主任 川化股份有限公司助理生化工程师
<b>教育背景</b> 美国哥伦比亚大学 MPA 中国人民银行研究生部经济学硕士	<b>教育背景</b> 清华大学经济管理学院 MBA 四川大学微生物学学士
<b>职业亮点</b> 中国资深的基金管理人 负责过多家企业上市发行及再融资 负责过超100亿元基金的管理	<b>职业亮点</b> 擅长品牌战略、商业模式和交易结构设计



<p><b>杨辉生</b> 首席融资官</p> <p><b>工作经历</b> 中国人民银行总行世界银行经济官员 中国北方证券公司副总经理 中关村兴业（北京）投资管理公司首席经济学家</p> <p><b>教育背景</b> 中国社会科学院经济学博士 中国人民银行研究生部经济学硕士</p> <p><b>职业亮点</b> 负责过金融行业的监管 熟悉金融市场运作 负责过多家上市公司股票承销工作</p>	<p><b>邹云丽</b> COO、首席财务官</p> <p><b>工作经历</b> 中科智担保集团财务总监兼个人事业部财务总监 深圳劲嘉彩印集团股份有限公司总会计师 上海罗顿集团财务总监深圳天健信德会计师事务所（现与德勤合并）经理</p> <p><b>教育背景</b> 香港中文大学专业会计硕士 中南财经大学经济学学士（审计学专业）</p> <p><b>职业亮点</b> 中国注册会计师、注册税务师 对财务模型、纳税筹划、资本运作有独到理解</p>
---	---

资料来源：公司公开资料，九州研究

公司在多年的投资经历中逐步确立了“专注消费品投资”的战略，并形成了对投资标的分析判断与投资决策的独特标准。公司的三大投资理念分别为“品牌驱动”、“拐点投资”和“深度投资”。

图 6 公司三大投资理念



资料来源：公开转让说明书，九州研究

“品牌驱动”即是公司偏好投资定位于大众消费市场、业务经营重点突出、成长性良好的品牌驱动型消费品企业；“拐点投资”的意思是通过准确地捕捉或促成消费品企业步入收入或利润高速增长期的拐点时投资，避免过长的潜伏期或过高的投资价格；“深度投资”是指公司在管基金投资占被投资企业的股权比例通常在 10%至 30%之间，成为被投资企业的重要股东并拥有董事席位，有利于公司为被投资企业提供更多增值服务，并能够通过自身的专业能力与行业资源帮助被投资企业快速成长。同时为避免投资组合过于分散或过于集中，公司单个项目投资金额占单个基金规模的比例通常保持在 5%至 15%之间，最多不超过 20%。



表格 12 公司投资消费品公司的标准

	偏好的特征	回避的特征
行业	大品类或高速增长	小品类、需要较多的顾客教育
	品牌驱动型	技术驱动型
	充分市场化	政策干预过多
	聚焦终端品牌，简化运营	全产业链经营，运营复杂化
	业务聚焦，给顾客专家品牌形象	多元化、产品线宽泛，不易建立专家品牌
企业	大众消费	奢侈消费
	单一品牌成长期	试错期或多品牌成长期
	无资源和供应依赖	有特殊资源和供应依赖
团队	成熟的学习型团队，理解品牌	未经磨合，固步自封，不懂品牌
	股权相对集中，股权激励合理	股权过于分散，股权激励不合理
	实际控制人是经营核心	无实际控制人或实际控制人不参与经营

资料来源：公开转让说明书，九州研究

公司目前已经形成了成熟的业务流程体系，实现项目投资和投后管理精细化。公司业务流程主要分为私募募资、项目投资、投资管理和投资退出四步。

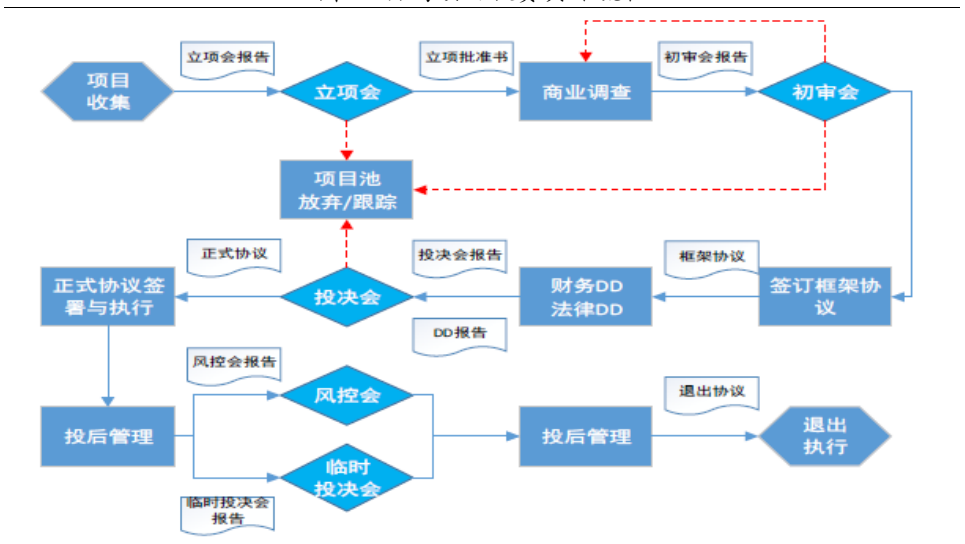
公司主要通过下属企业天图资本管理中心开展基金募集工作。募集以非公开方式进行，募资对象主要为机构投资者与高净值个人。融资完成后公司与出资人共同发起设立基金，公司下属企业担任基金管理人，并约定具体的管理费及收益分成收取比例。

公司首先通过广泛、高效的渠道获取丰富的项目投资信息，挖掘具有价值的投资标的，再通过完整的投资业务流程，对投资标的的市场前景、业务技术、公司治理和未来规划等情况进行综合判断，并通过投资委员会作出投资决策。在管基金与投资标的企业签订投资协议，基金投资于企业并获得企业股权。

公司建立了由风险控制委员会、投后管理部及投资部三层组织构成的投后管理体系，委派项目经理担任被投资企业的董事或其他职务，对被投资企业进行适当性管理。同时，公司通过高效的投后管理体系为被投资企业提供公司管理、公司战略、并购整合等咨询增值服务，最大限度的提升企业的价值。

公司主要通过 IPO、新三板、并购、回购、股权转让等方式退出。

图 7 公司项目投资具体流程



资料来源：公开转让说明书，九州研究





## 2、在业内拥有较高知名度

公司是业内率先聚焦消费品领域投资的私募股权投资机构，现为中国投资协会常务理事单位及该协会创业投资专业委员会副会长单位、深圳创投公会副会长单位。公司的业绩表现在同行业受到认可，屡获得各类奖项。

表格 13 公司以及公司所投项目获得奖项/荣誉

获奖时间	颁奖机构	评选项目	所获荣誉
2012 年	《21 世纪经济报道》	《2012 年度 PE/VC 竞争力排行榜》	“2012 中国十大创投机构评选”第八名
2012、2013、2014 年	清科集团	-	“中国创业投资机构 50 强（本土）”与“中国快消品领域投资机构 10 强”榜单
2013 年	深圳市投资商会	-	“常务理事单位”
2013 年	-	第六届恩比特（NBT 新智库）经济论坛暨 2012（第六届）中国创业投资价值榜评选	“2012 中国最佳消费领域投资机构”、“2012 中国最佳 PE 投资机构”
2013 年	《21 世纪经济报道》、21 世纪创新投资	“2013 年中国创新资本年会暨第四届 PE/VC 竞争力榜单发布及颁奖典礼”	“2013 年度最佳消费类创业投资机构”
2013 年	投中集团	-	“2013 年度中国最具创新力私募股权投资机构 TOP10”
2014 年	投中集团	-	2014 年度“中国最佳创业投资机构 TOP30”、“中国最佳产业投资机构 TOP5-消费服务产业”
2014 年、2015 年	中国私募基金高峰论坛	-	“2013 年最值得 LP 信赖本土 PE 管理机构”、“2014 年度中国优秀本土 PE 管理机构”
获奖时间	被投资企业	颁奖机构	所获荣誉
2012 年	浙江曼卡龙珠宝股份有限公司	清科	“2012 年中国最具投资价值企业 50 强”
2012 年	湖北周黑鸭食品有限公司	-	“2012 CVAwards 年度最具潜力企业 100”消费品行业的第 1 名
2013 年	北京倍乐优学教育咨询有限公司、北京美丽兄弟科技有限公司	创业邦	“2013 年度创业邦 100 榜单”
2014 年	四川高福记食品有限公司	-	入选“投中 2014 年度中国创业投资机构暨私募股权投资机构创新榜”

资料来源：公开转让说明书，九州研究

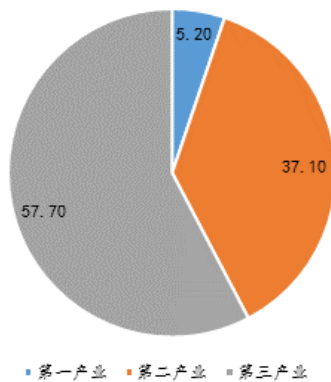


### 三、消费领域投资大有潜力

公司深挖消费品行业投资机会，将受到消费升级和私募环境改善的双重利好。2015年我国第三产业对GDP贡献率超过55%，最终消费对GDP的贡献率上升到66.4%，消费成为拉动经济的重要力量。

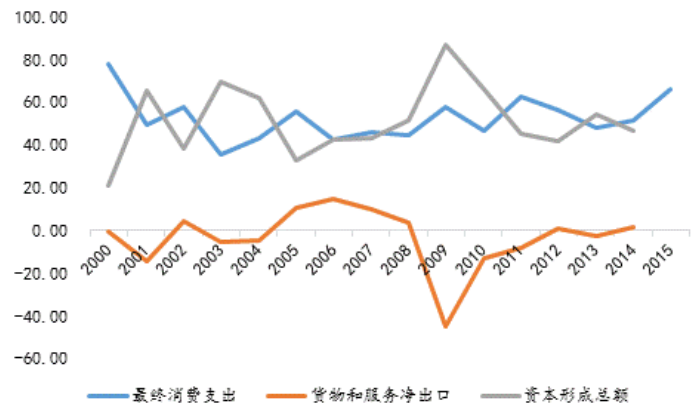
公司专注于消费行业投资，随着我国经济的增长和人民生活水平的提高，消费升级伴随而来的是巨大的投资市场。2015年我国第三产业对GDP贡献率超过55%，全年社会消费品零售总额达到30.09万亿元，最终消费对GDP的贡献率已经上升到66.4%，成为拉动经济的重要力量。

图 8 2015 年三大产业对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源：国家统计局，九州研究

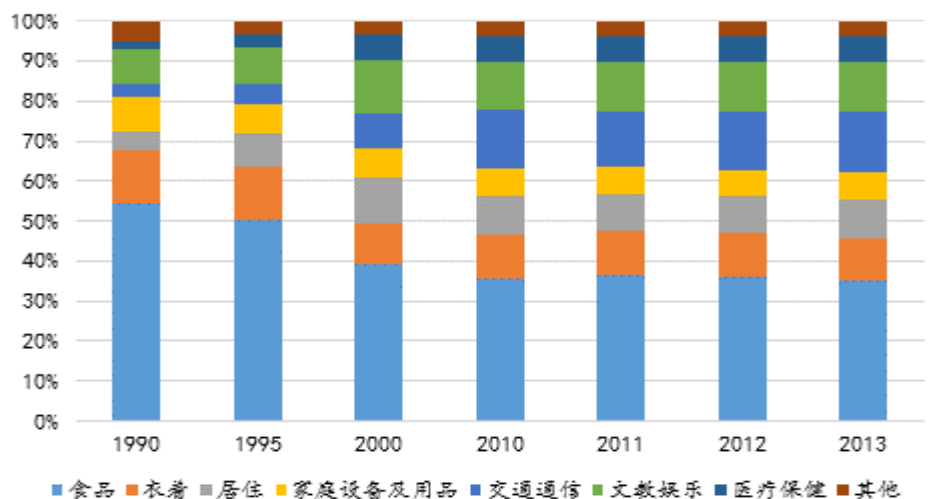
图 9 三大需求对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源：国家统计局，九州研究

80、90 后已经成为消费主力人群，与前一代主力消费人群相比，80、90 后更注重品牌、品质、服务和个性化，与天图的核心投资理念吻合。传统的衣着食品平均单价上升、消费总额升高，但是其在总体消费结构中的占比下降，而文教娱乐、医疗保健和交通通信等享受型、健康化消费品的支出上升。

图 10 1990-2013 年我国城镇居民消费支出结构



资料来源：中国统计年鉴，九州研究



从成熟西方资本市场的经验来看，优良的消费类上市公司表现一直较为强劲和稳定。S&P500 指数于 1957 年创立，创立时的成份股到 2003 年底仍幸存的且涨幅前 20 名的股票几乎全是大消费类公司。

表格 14 消费类公司在 S&P500 指数中表现居前

排名	股票名称	行业	期间回报倍数	年化收益率
1	菲利普·莫里斯	消费品	4626	19.75%
2	雅培实验室	医药、消费品	1281	16.51%
3	百时美施贵宝	医药、消费品	1209	16.36%
4	小脚趾圈公司	食品	1091	16.11%
5	辉瑞公司	医药	1054	16.03%
6	可口可乐	饮料	1051	16.02%
7	默克公司	医药	1003	15.9%
8	百事可乐	饮料	866	15.54%
9	高露洁棕榄	消费品	761	15.22%
10	克瑞公司	工业品、照明	737	15.14%
11	亨氏公司	食品	636	14.78%
12	箭牌公司	食品	604	14.65%
13	富俊公司	生活用品	580	14.55%
14	克罗格公司	零售	546	14.41%
15	先灵葆雅	医药	537	14.36%
16	宝洁公司	消费品	513	14.26%
17	好时食品公司	食品	507	14.22%
18	惠氏公司	食品、医药	461	13.99%
19	荷兰皇家石油	石油、加油站	399	13.64%
20	通用磨坊	食品	388	13.58%

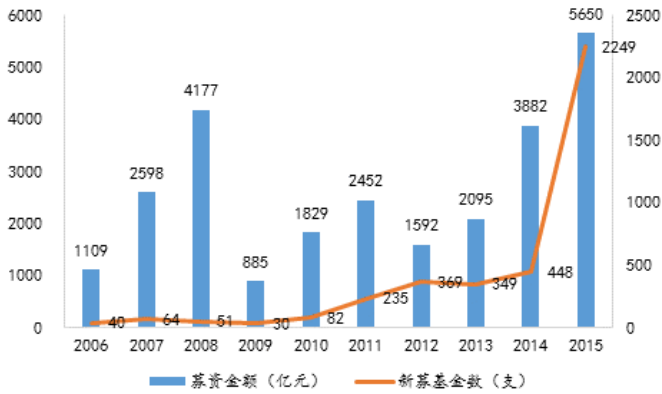
资料来源：互联网公开资料，九州研究

#### 四、PE 投资机构迎来黄金发展期

清科研究中心发布的 2015 年中国私募股权投资年度报告显示，2015 年中国私募股权投资市场新募集基金 2,249 支，是 2014 年募集基金数量的 5 倍，其中披露募资金额的 1,582 支基金共募集到位 5,649.54 亿元人民币，无论是新募集基金数还是募集金额都刷新了历史记录。投资方面，2015 年中国私募股权投资市场共发生投资案例 2,845 笔，涉及投资金额 3,859.74 亿元人民币，投资规模继续保持高速增长。

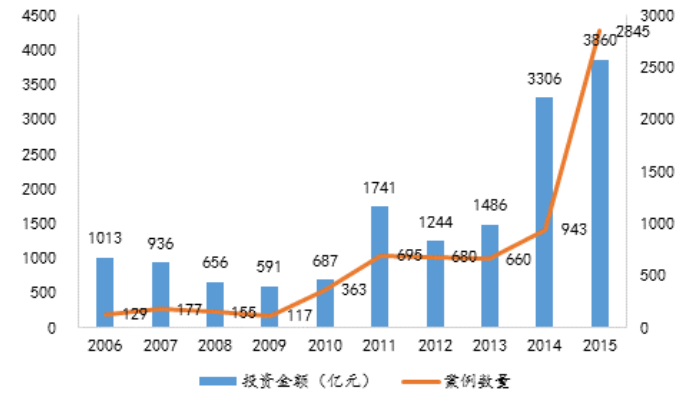


图 11 2006-2015 年中国私募股权投资基金募资情况



资料来源：私募通，九州研究

图 12 2006-2015 年中国私募股权投资基金投资情况

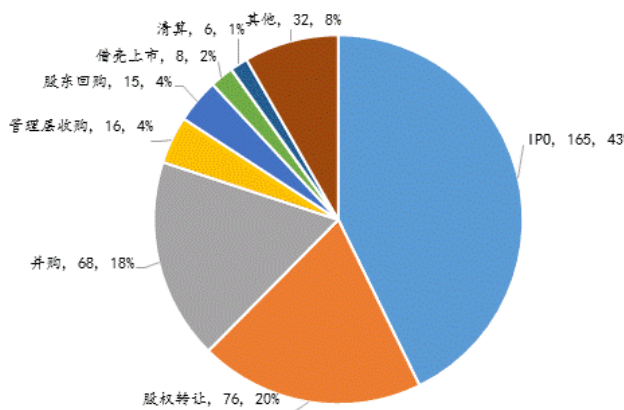


资料来源：私募通，九州研究

私募股权投资机构退出方面，2015 年共实现 1,878 笔退出，相比 2014 年 386 笔有大幅提升。虽然年中境内 IPO 暂停一定程度上堵塞了 PE 机构的退出渠道，但得益于新三板市场的迅速发展，2015 年 PE 机构所投企业挂牌新三板的案例数量已达 954 笔，占比超过 50%，并购退出 276 笔，IPO 退出案例 267 笔，退出方式逐渐多元化。

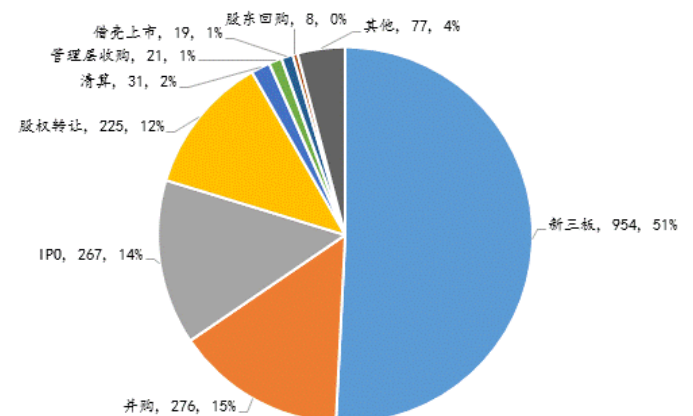
以目前新三板的挂牌速度，预计 2016 年新三板企业可达 1 万家，伴随着分层等利好政策，新三板未来发展速度仍然值得期待，被投企业挂牌新三板作为私募退出渠道具有可持续性。

图 13 2014 年中国私募投资退出方式分布(按案例数,笔)



资料来源：私募通，九州研究

图 14 2015 年中国私募投资退出方式分布(按案例数,笔)

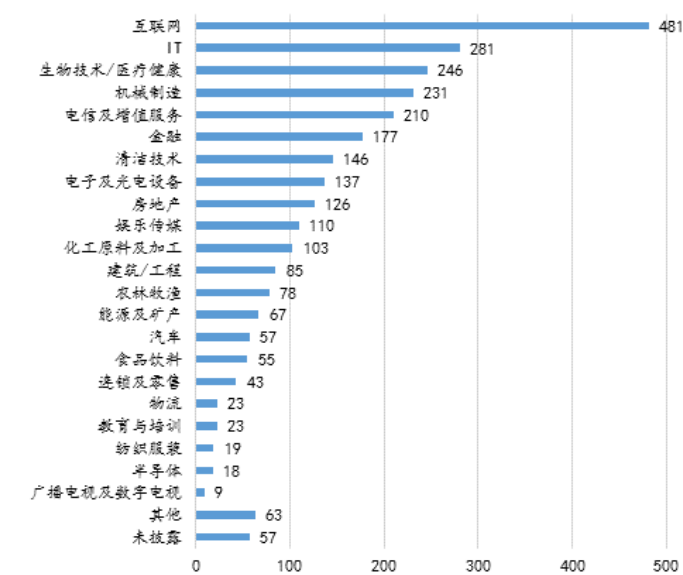


资料来源：私募通，九州研究

从私募股权投资案例的行业分布来看，互联网依旧是 PE 机构最主要的投资标的行业，2015 年共计发生 481 起案例，紧随其后的还有 IT、生物技术/医疗健康、机械制造和电信及增值业务等行业。从投资金额来看，金融行业的投资成本依然较高，177 起投资案例共涉及 556.11 亿元人民币。

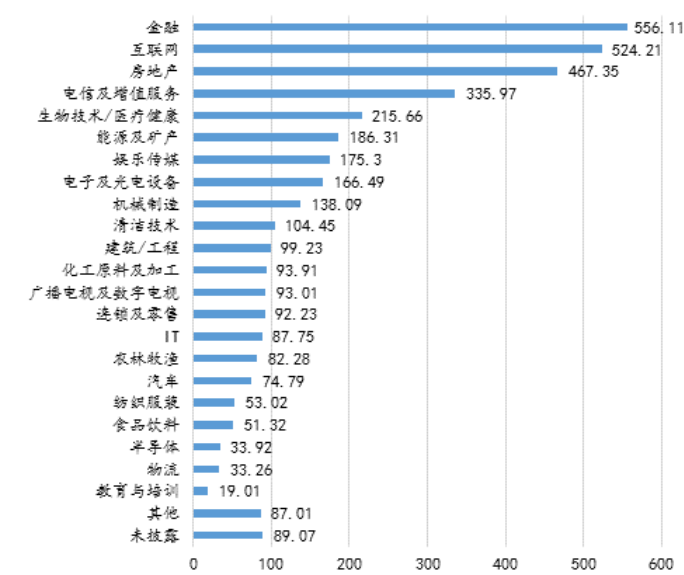


图 15 2015 年中国私募投资行业分布（按案例数，起）



资料来源：私募通，九州研究

图 16 2015 年中国私募投资行业分布（按投资金额，亿元）



资料来源：私募通，九州研究

我国私募行业在近几年迅猛发展，无论是机构数量还是基金规模都有快速增长。截至 2016 年 2 月底，基金业协会已登记私募基金管理人 25,979 家。已备案私募基金 26,387 只，认缴规模 5.50 万亿元，实缴规模 4.42 万亿元。私募基金从业人员 39.18 万人。

表格 15 中国私募股权投资机构排名（本土）

排名	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
1	昆吾九鼎	复星资本	鼎晖投资	昆吾九鼎
2	中信产业	弘毅投资	腾讯产业	中信产业
3	复星资本	昆吾九鼎	上海云峰	复星资本
4	金石投资	建银国际	复星资本	鼎晖投资
5	弘毅投资	中金佳成	中信产业	中金佳成
6	建银国际	渤海海胜	昆吾九鼎	海通开元
7	广发信德	海通开元	国开金融	弘毅投资
8	龙柏宏易	中信产业	中投公司	金浦产业
9	国开金融	君盛投资	阿里资本	腾讯产业
10	上海力鼎	广发信德	弘毅投资	阿里资本

资料来源：清科，九州研究





## 五、盈利预测与估值

根据新三板可比公司披露的已增发或拟增发的价格，计算出私募股权投资类可比公司平均市值为 145 亿元，区间在 [22, 443]；2015 年市盈率为 164 倍，区间在 [19, 551]；2015 年市净率为 11 倍，区间在 [2, 27]。

公司将继续深耕消费品股权私募投资并且利用圈内资源提供衍生服务、产生协同效应。根据从事类似业务的可比三板公司估值比较，公司目前估值较低，考虑到公司 15 年年报的良好表现以及未来成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表格 16 新三板私募股权投资公司基本情况 (亿元)

公司名称	基金规模		在管项目		退出项目		
	认缴规模	实缴规模	数量	投资金额	数量	退出金额	退出 IRR
中科招商	307.0	274.0	201	166.8	32	30.6	27.2
硅谷天堂	120.6	111.9	111	60.6	73	70.1	31.1
同创伟业	113.0	81.0	153	39.8	29	18.0	36.0
联创永宣	41.2	27.0	86	20.6	5	1.1	30.8
天星资本	117.6	20.3	163	18.5	N/A	N/A	N/A
博信资产	30.4	25.9	28	17.6	9	10.6	31.6
信中利	36.7	14.74	77	17.5	5	2.1	26.5
浙商创投	51.0	29.0	72	14.0	14	19.4	43.7
架桥资本	12.7	8.7	40	4.0	5	1.4	37.2
明石创新	68.0	5.4	17	3.9	5	2.8	N/A
<b>天图投资</b>	<b>47.6</b>	<b>38.6</b>	<b>58</b>	<b>29.6</b>	<b>8</b>	<b>5.9</b>	<b>N/A</b>

资料来源：互联网公开资料，九州研究

表格 17 可比公司估值比较

公司简称	股票代码	最新增发价 (元)	市值 (亿元)	PE (2015)	PB (2015)	2015年收入 (亿元)	2015年净利润 (亿元)
中科招商	832168.00	18.00	324.85	28.88	2.22	24.30	11.25
硅谷天堂	833044.00	30.00	443.21	58.38	6.44	16.40	7.59
同创伟业	832793.00	16.63	70.00	83.33	11.08	2.20	0.84
浙商创投	834089.00	11.60	87.35	109.19	7.73	1.53	0.80
信中利	833858.00	16.00	103.20	19.18	3.58	8.03	5.38
架桥资本	833689.00	49.00	22.05	551.25	27.53	0.21	0.04
平均		24.65	145.16	164.27	11.27	5.67	2.93
<b>天图投资</b>	<b>833979.00</b>	<b>22.86</b>	<b>118.81</b>	<b>26.11</b>	<b>2.47</b>	<b>6.52</b>	<b>4.55</b>

数据来源：Wind，九州研究

## 六、风险提示

- 1、私募投资基金监管政策变化的风险；
- 2、业务拓展不及预期的风险；
- 3、项目退出困难的风险。



附表：财务报表及分析（单位：百万元）

利润表				现金流量表			
	2013A	2014A	2015A		2013A	2014A	2015A
营业收入	301.25	193.37	652.33	经营性现金净流量	-29.70	-198.21	-642.74
减：营业成本	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-42.41	29.89	-1162.10
营业税金及附加	0.61	1.21	2.54	筹资性现金净流量	91.27	396.07	1788.63
营业费用	0.00	0.00	0.00	<b>现金流量净额</b>	<b>19.16</b>	<b>227.74</b>	<b>-16.10</b>
管理费用	62.14	50.64	55.28	财务分析			
财务费用	0.00	0.00	-0.64		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>
资产减值损失	24.60	18.11	4.54	<b>收益率</b>			
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	毛利率	-	-	-
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	20.63%	26.19%	8.38%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	71.01%	63.90%	90.48%
<b>营业利润</b>	<b>213.90</b>	<b>123.41</b>	<b>590.60</b>	EBITDA/销售收入	71.30%	64.39%	90.58%
加：其他非经营损益	0.00	0.15	0.30	销售净利率	51.53%	40.20%	77.78%
<b>利润总额</b>	<b>213.90</b>	<b>123.56</b>	<b>590.90</b>	<b>资产获利率</b>			
减：所得税	58.66	45.82	83.50	ROE（加权平均）	32.67%	15.78%	36.80%
<b>净利润</b>	<b>155.24</b>	<b>77.74</b>	<b>507.40</b>	ROA	9.34%	4.22%	10.44%
减：少数股东损益	0.00	0.00	52.59	ROIC	-	20.42%	169.48%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>155.24</b>	<b>77.74</b>	<b>454.82</b>	<b>增长率</b>			
资产负债表				销售收入增长率	-	-35.81%	237.34%
	2013A	2014A	2015A	EBIT 增长率	-	-42.24%	377.68%
货币资金	83.24	264.31	218.23	EBITDA 增长率	-	-42.03%	374.54%
应收和预付款项	209.62	161.80	421.42	净利润增长率	-	-49.92%	552.67%
存货	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	-	27.77%	93.09%
其他流动资产	0.00	0.00	910.00	股东权益增长率	-	21.74%	751.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>			
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	资产负债率	79.77%	80.73%	14.09%
固定资产和在建工程	1.70	1.27	1.10	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	8.79%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.06	流动比率	3.68	3.88	3.88
其他非流动资产	1996.68	2500.10	4101.93	速动比率	3.68	3.88	3.88
<b>资产总计</b>	<b>2291.24</b>	<b>2927.48</b>	<b>5652.74</b>	<b>资产管理效率</b>			
短期借款	0.00	0.00	70.00	总资产周转率	0.13	0.07	0.12
应付和预收款项	79.68	109.69	371.86	固定资产周转率	177.56	152.56	594.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	-	-	-
其他负债	1748.04	2253.52	354.36	存货周转率	-	-	-
<b>负债合计</b>	<b>1827.72</b>	<b>2363.21</b>	<b>796.22</b>	业绩和估值指标			
股本	5.00	5.00	519.77		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>
资本公积	290.05	313.06	3578.45	EBITDA	214.79	124.51	590.85
留存收益	168.46	246.21	704.46	PE	67.40	134.59	23.01
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>463.52</b>	<b>564.27</b>	<b>4802.68</b>	PEG	1.00	0.94	0.42
少数股东权益	0.00	0.00	53.83	PB	22.57	18.54	2.18
<b>股东权益合计</b>	<b>463.52</b>	<b>564.27</b>	<b>4856.52</b>	EV/EBITDA	0.08	-1.32	17.56
负债和股东权益合计	2291.24	2927.48	5652.74	股息率	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，九州研究



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

九州证券研究中心秉承九鼎投资国内顶尖的PE投研基因，坚守价值投资理念，从整体上聚焦新三板，对三板股票覆盖面广，是国内三板研究力量最多的券商之一，目前三板团队成员包括：

**熊波** 西南财经大学金融学硕士，9年金融监管和证券从业经验，现任战略和研究中心负责人。

**王朗其** 美国阿拉巴马大学商学院硕士，5年证券从业经验，2010-2014年在方正证券研究所任社会服务业分析师。新三板研究领域：文化传媒及社会服务业。

**林红垒** 工学学士，经济学硕士，7年证券从业经验，先后供职于广发证券研发中心、民生证券研究院、渤海海胜股权基金管理公司。新三板研究领域：能源环保。

**汪晓波** 北京大学管理学硕士，信息技术与金融复合专业背景，曾任职于全球100强企业、亚太区知名金融研究机构。新三板研究领域：TMT。

**徐曼** 英属哥伦比亚大学经济学硕士，沈阳药科大学药事管理硕士，拥有全球500强医药企业从业经验。新三板研究领域：医药生物。

**夏利** 工学、金融学双硕士，曾先后任职于央企研究院、央企资产管理公司。新三板研究领域：材料。

**朱艺泓** 约翰·霍普金斯大学国际经济学硕士，中国人民大学国际政治经济学学士。新三板研究领域：消费。



## 投资评级体系

类别	评级	说明
股票评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;
行业评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;

## 法律声明

本报告由九州证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载内容，均基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性和完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测，仅供客户作参考之用，不构成对所述证券买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所刊载信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司或关联机构将来可能会寻求持有本报告中所提及的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。

根据法律法规要求，我公司各部门及分支机构之间已建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券并进行证券交易。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 联系方式

#### 机构销售：

李哲 座机 010-5767-2102 手机 13810325959

#### 研究中心：

孙霖 座机 010-5665-8738 手机 18701299522