

**港股研究
公司報告**

2023 年 11 月 7 日

首次覆蓋
投資評級：買入
目標價：1.72 港元
股權投資綜合平台，SaaS 新經濟業務助力提升價值

- **內地股權投資行業規模反覆擴大：**根據清科創業資料顯示，中國股權投資市場募資總規模由 2017 年的 17,889 億元人民幣，增加至 2022 年的 21,583 億元人民幣，複合年增長率 4.8%。中國股權投資市場過往正處於反覆增長階段中，在內地經濟穩步成長，以及金融市場發展迅速情況下，市場對股權投資需求持續上升。
- **清科創業具有 SaaS 高估值業務，提升整體企業價值：**清科創業旗下提供數據服務的私募通軟體為 SaaS 服務基礎形式向客戶提供綜合數據服務。以月費/年費等形式收取費用，且擁有高毛利率特質，成新經濟業務性質，因此可提升集團整體估值。
- **COVID-19 過後，集團線下活動數量回升，帶動業務回暖：**受 COVID-19 影響，拖低集團近年利潤表現。然而集團線下活動量已回升，將帶動集團業務回暖，我們預期集團 2023 年全年收入按年增 30.5% 至人民幣 2.88 億元，股東應佔利潤按年增 32.0% 至人民幣 2.59 千萬元，集團將重拾增長。
- **估值評級：**基於自由現金流估值模型的目標價為 1.72 港元，運用加權平均資本成本 16.8% 計算，採用終端增長率 3.0%，相等於 2023/2024 年預測市盈率 18.4/16.2 倍，給予 **買入** 評級。

財務指標

單位：人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業總收入（千元）	207,893	220,632	287,919	361,127	440,632
變動（%）	16.5%	6.1%	30.5%	25.4%	22.0%
歸母淨利潤（千元）	11,467	19,632	25,912	30,081	35,142
變動（%）	-63.5%	71.2%	32.0%	16.1%	16.8%
每股盈利（元）	0.04	0.07	0.09	0.10	0.11
市盈率	78.5	36.8	18.4	16.2	14.1
市賬率	1.93	1.44	0.75	0.69	0.67
毛利率	47.7	44.0	39.0	36.2	34.9

來源：集團、中州國際證券研究部

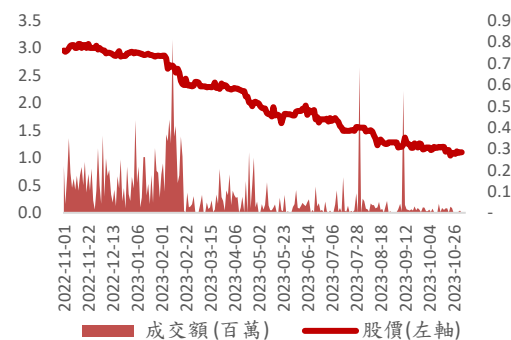
最新主要資料

（截至 2023 年 11 月 6 日）

股價（港元）	1.10
已發行股份總數（百萬股）	306.244
市值（億港元）	3.37
3 個月平均成交額（萬港元）	2.86
52 周股價波幅（港元）	1.00 - 3.14

股價表現（%）

	1 個月	3 個月	12 個月
絕對值	(4.3)	(29.0)	(63.8)
相對恒生指數	(7.1)	(21.0)	(72.1)

股價及成交額走勢圖


資料來源：WIND

中州國際證券研究部
黃偉健, CFA
 中央編號：BIC832
 +852 2500 1352
 ken.wong@ccnew.com.hk

行業概況

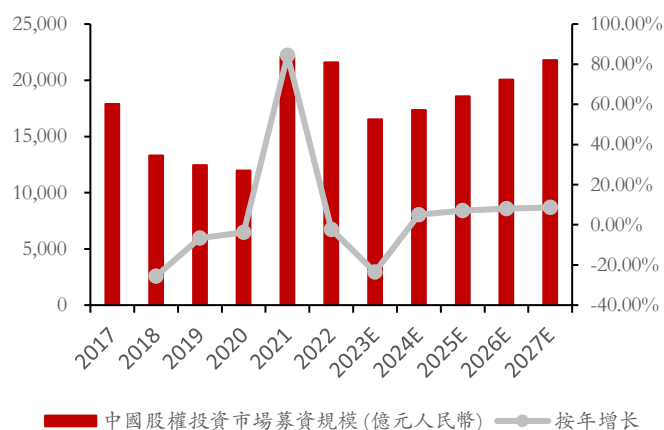
內地股權投資行業市場規模反覆擴大

根據清科創業資料顯示，中國股權投資市場募資總規模由 2017 年的 17,889 億元人民幣，增加至 2022 年的 21,583 億元人民幣，複合年增長率 4.8%，股權投資市場新募基金則由 2017 年的 3,574 只，增加至 2022 年的 7,061 只，複合年增長率 18.6%。中國股權投資市場過往正處於反覆增長階段中，在內地經濟穩步成長，以及金融市場發展迅速情況下，市場對股權投資需求持續上升。

中國股權投資市場可分為三個細分市場，包括中國早期投資市場、中國創業投資市場、及中國私募股權投資市場。根據清科創業資料顯示，中國早期投資市場募資總規模由 2017 年的 199 億元人民幣，增加至 2022 年的 252 億元人民幣，複合年增長率 8.5%，中國創業投資市場募資總規模由 2017 年的 3,477 億元人民幣，增加至 2022 年的 5,236 億元人民幣，複合年增長率 14.7%，另外中國私募股權投資市場募資總規模由 2017 年的 14,213 億元人民幣，增加至 2022 年的 16,095 億元人民幣，複合年增長率 12.3%。三個細分市場中，私募股權規模最大，三個細分市場於過往數年亦正處於增長階段。

根據清科創業資料顯示，2023 年上半年中國股權投資市場呈現下滑趨勢，主要受到大額基金及外幣基金募資放緩所影響。另外上半年整體投資市場仍較低迷，在未有較大變化情況下，我們認為 2023 年下半年與上半年表現相若，因此我們預期 2023 年全年中國股權投資市場募資總規模將錄得下跌 23.5%，至 16,529 億元人民幣。然而放緩情況可望於 2024 年改善，市場需求將受惠經濟回復而增加，整體市場規模將於 2024 年回復低單位數增長，並於 2027 年可達至 21,804 億元人民幣，複合年增長率 1.6%。

圖表 1：中國股權投資市場募資規模（億元人民幣）

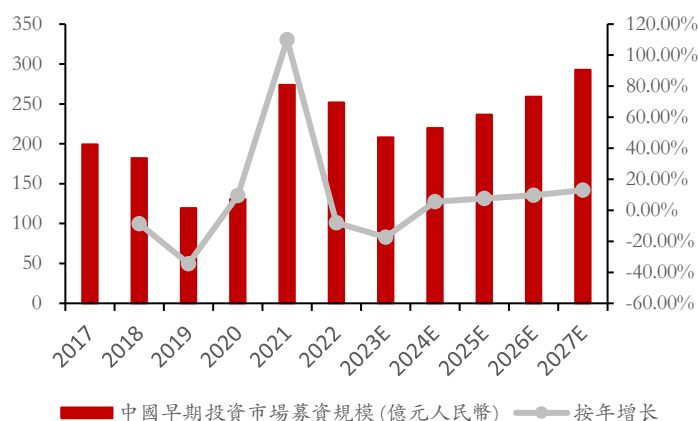


圖表 2：中國新私募基金數量

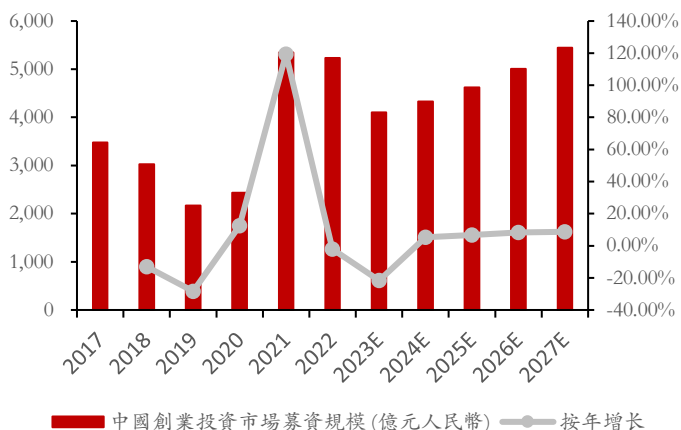


來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 3：中國早期投資市場募資規模（億元人民幣）



圖表 4：中國創業投資市場募資規模（億元人民幣）



來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 5：中國早期投資市場募資規模（億元人民幣）



來源：集團、中州國際證券研究部

中國 SaaS 市場規模持續擴大

中國 SaaS (Software as a service) 行業早於 2004 年時期開始有概念，大約於 2010 年左右正式起步，其後隨著互聯網、5G 等及雲應用的發展，SaaS 概念開始廣泛應用，於不同行業亦漸漸出現以 SaaS 作為服務及產品平台，把企業產品及服務結合線上線下平台，給使用者提供服務。

SaaS 即以雲端為基礎所提供的軟件服務，使用者可透過互聯網連接到雲端的應用軟件使用其服務，提供一個方便及快捷的方法使用服務。SaaS 服務類型中，主要包括 ERP、CRM、銷售和營銷管理、數據分析、人力資本管理和財務管理。而目前中國 SaaS 市場仍然較為分散，不同行業及應用有各自推出的 SaaS 平台。

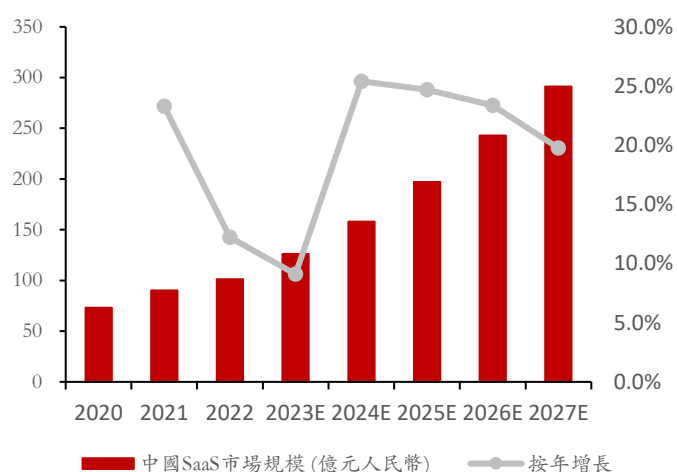
SaaS 的業務模式主要為前期吸引大量用戶使用，其後到某一時段便採取收費，形式多以年費、或月費等收取，以進行變現。這個模式的優勢在於後期有較為強大而穩定的現金流，惟前期開發需要較長時間，以及在吸引使用者量時需要較長時間，期中成本佔比則會較高。因此業務初期多處於虧損狀態，但其後變現後一段時間，其毛利潤及利潤則相對較為可觀。

由於軟件所提供的服務主要以電腦及互聯網為基礎，其研發成本主要是編碼，因此在成本上相對其他需要大型機器的行業較低，屬於輕資產行業，整體毛利率亦相對較高，因此處於這行業的公司估值普遍亦相對其他行業較高。這也吸引不同企業佈局 SaaS 產業服務，為企業提高價值。

SaaS 建基於雲平台服務發展，在通訊科技、5G 等技術發展不斷成熟及進步下，未來 SaaS 行業發展能見度高，企業運用 SaaS 形式作線上線下業務融合，是其中之一大商業模式趨勢。

根據灼識諮詢資料顯示，中國 SaaS 市場規模由 2020 年的 73 億元人民幣，增加至 2022 年的 101 億元人民幣，複合年增長率 17.6%，預期到 2027 年，其規模將達到 291 億元人民幣，年複合增長率 23.6%。中國 SaaS 市場規模不斷擴大，在數位科技不斷發展環境下，市場對軟體服務需求將維持強勁增長。

圖表 6：中國 SaaS 市場規模（億元人民幣）



來源：灼識諮詢、中州國際證券研究部

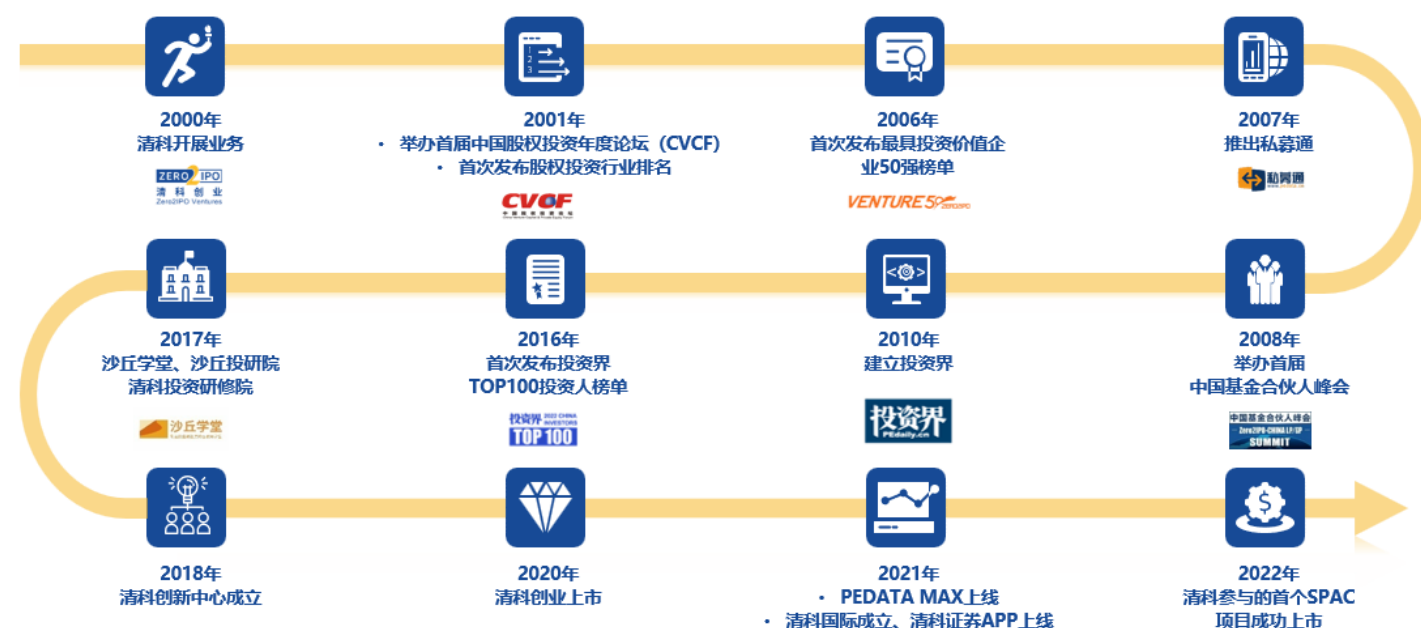
公司簡介

清科創業是股權投資行業的綜合服務平台，主要向股權投資行業的參與者提供數據、營銷、投行證券及培訓服務。集團主要通過線上線下渠道提供相關服務。

清科創業於2000年開始展開業務，至今有近23年營運歷史，並於2020年12月30日成功於香港聯交所主板上市。

下表為集團的發展歷程：

圖表7：集團的發展歷程



來源：集團

目前內地提供股權投資行業資訊參與者不多，由於股權投資資訊較為分散及難於取得，特別是私募股權及創業投資行業資訊，因此，獲得資訊的成本較高，使行業進入障礙較高，需要有較高技術、行業經驗、網路等技能才能進入發展。而清科創業則具有行業經驗及技術，所以能於行業中取得成果。

集團主要業務分為四部份，即 1) 數據服務；2) 營銷服務；3) 投行證券服務；及 4) 培訓服務。

數據服務

集團主要透過私募通 (PEDATA) 及研究報告服務，向客戶提供行業數據獲取途徑及實現知情決策。

集團的私募通於 2007 年推出，為專注於私募股權的 SaaS 系統，其後亦升級至私募通 MAX (PEDATA MAX) 版，整合中國股權投資行業多維數據，為投資人、創業者、成長型企業及政府機構提供數據服務。集團目前服務的政府機構包括國家發改委、國家科技部、證監會等，以及超過 40 個省市地區的金融辦、發改委、科技局等。

集團私募通可給用戶訂閱使用，並定期收取費用，因此業務模式為訂閱經濟模式，定期的訂閱使用者可帶來較為穩定的現金流。普通用戶收費約為每年 6 千元人民幣。另外集團亦提供一個整套服務給客戶使用，而由於不同服務套餐服務程度不一，收費由 3 萬到 20 多萬不等，以會員費形式收取。

集團私募通註冊用戶量由 2020 年的 24.8 萬戶，增加至 2022 年的 32.2 萬戶，複合年增長率 13.8%，增速亦正有所上升。基於中國內地對私募股權投資需求不斷持續上升，再加上市場上提供私募股權數據的參與者不多，我們認為集團將受惠市場需求上升而將繼續獲得更多投資者使用其私募通，因此我們預期其註冊用戶於 2023 年可達到 38.5 萬戶，按年增 19.8%，到 2027 年用戶量可達到 80.5 萬戶，複合年增長率 20.1%，集團用戶量將維持擴張。

另外集團亦提供編制定制研究報告及常規報告服務，報告內容覆蓋各行各業。對於定制研究報告，集團主要為投資機構、政府、上市公司、家族基金、大型企業、園區等提供專項定制報告服務，同時亦長期向國家發改委、國家科技部、中央網信辦、證監會、中央財經委員會、財政部、中國證券投資基金業協會、北京市金融局等提供數據及研究報告。對於常規報告，集團自 2000 年起定期發佈中國創業投資及私募股權投資行業報告。2022 年，集團定制報告業務收入較 2021 年增長了約 20%。

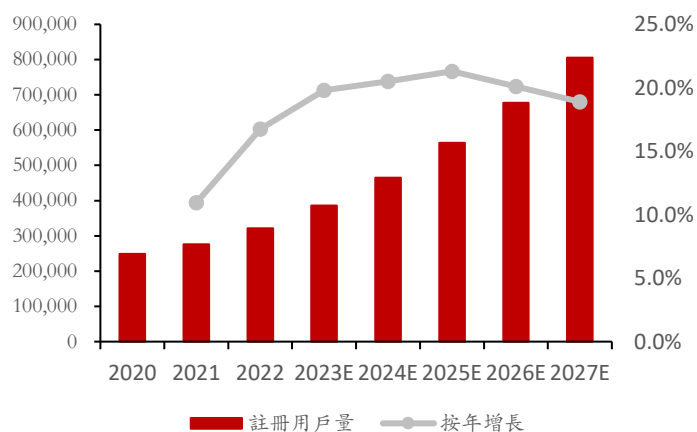
集團數據服務收入由 2019 年的 5.3 千萬元人民幣，增加至 2022 年的 6.2 千萬元人民幣，複合年增長率 5.4%，毛利率由 2019 年的 51.7%，提升至 2022 年的 55.7%。由於客戶黏度高，使用者數量及定期報告服務能見度較高，加上市場需求將維持穩步增長，我們預期集團未來數據服務 SaaS 收入相對有穩健增長，預計到 2023 年入按年增 14.9%，至 7.2 千萬元人民幣，到 2027 年將增至 1.3 億元人民幣，複合年增長率 16.3%。

圖表 8：集團私募通圖述



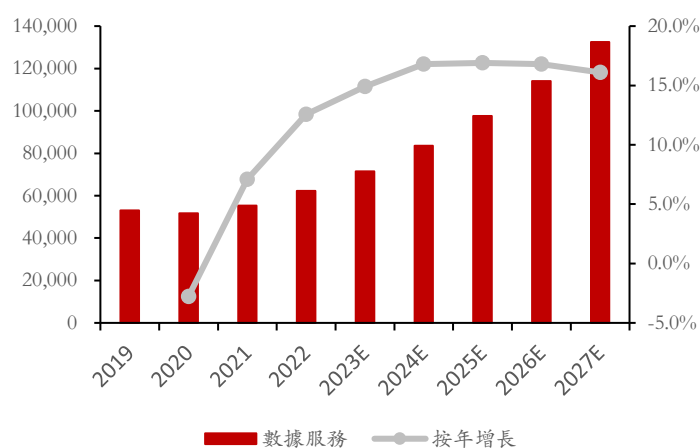
來源：集團

圖表 9：集團私募通註冊用戶量



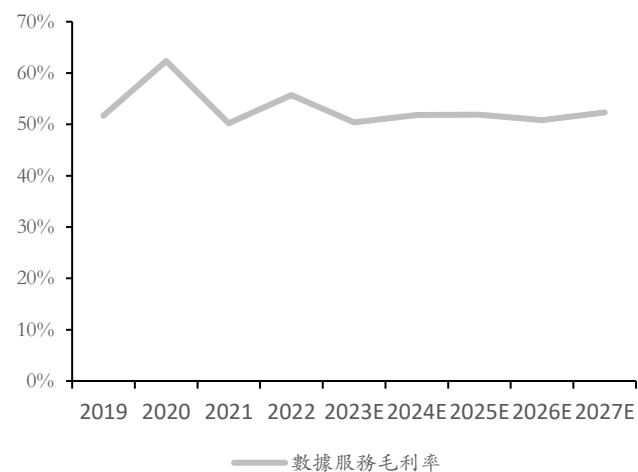
來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 10：集團數據服務收入



來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 11：集團數據服務毛利率



營銷服務

集團營銷服務主要提供信息資訊、行業交流、品牌宣傳、投融資對接等服務，形成線上線下解決方案。集團通過線上平台“投資界”提供線上資訊，並且結合線下活動以提供線上線下全管道營銷服務。

集團的“投資界”平台主要專注於中國股權投資行業的高品質內容，指在通過各類形式內容推動股權投資行業發展。截於 2022 年 12 月 31 日，集團的線上資訊平台的累計使用者超過 300 萬，包括於移動應用程式、網站、及第三方平台（包括微信、微博、頭條、網易、搜狐、百度、騰訊及雪球等）。

“投資界”平台運用大數據、人工智能等技術，提供個性化的內容推薦，更能配合每個用戶自身需求。在持續提升使用者量情況下，集團於線上平台上主要以廣告形式進行變現。

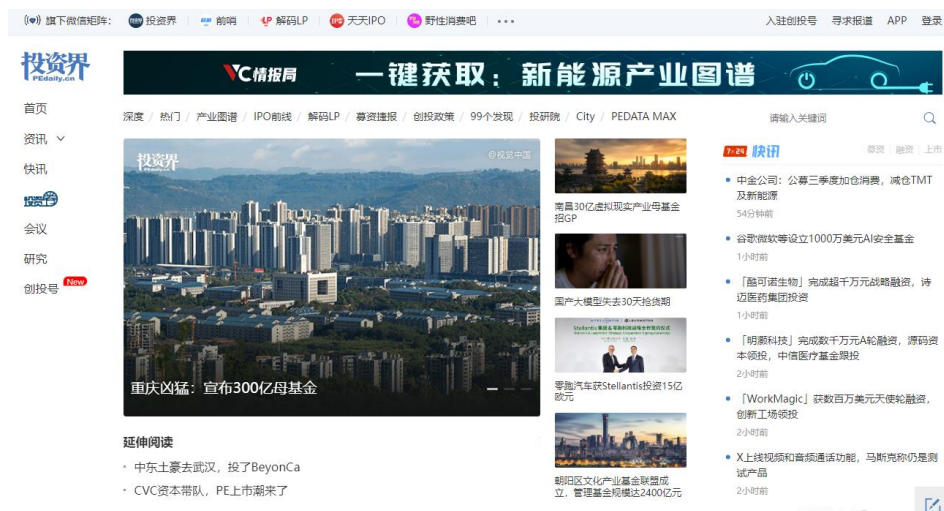
另外線下方面，集團提供品牌活動服務，包括年度安排、活動策劃、活動推廣、活動執行等，集團亦提供定制活動給客戶選擇。通過線下活動，集團亦能提升市場知名度及曝光率，以吸納更多用戶，並提升廣告數量及增加變現能力。

目前此部份為集團收入佔比最高的一個業務，2022 年占總收入 33.7%，另外營銷業務毛利率亦較高，2022 年達到 64.3%。

集團營銷服務收入由 2019 年的 6.78 千萬元人民幣，增加至 2022 年的 7.43 千萬元人民幣，複合年增長率 3.1%，增速由 2021 年開始放緩，並有下跌現象，主要受到 COVID-19 所影響，導致線下活動受影響。然而由於經濟漸復蘇，線下活動漸復常，集團營銷服務將重拾增長，我們預期集團營銷服務於 2023 年將增至 1.08 億元人民幣，按年增 45.8%，到 2027 年則增至 2.93 億元人民幣，複合年增長率 31.6%。

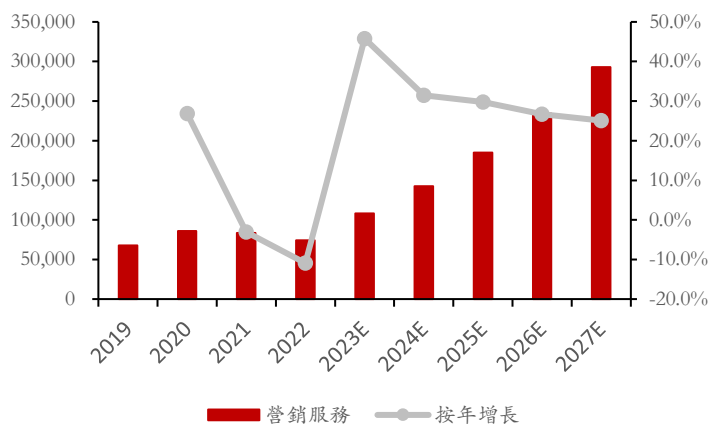
集團“投資界”網頁及手機APP：

圖表 12：集團“投資界”網頁及手機APP

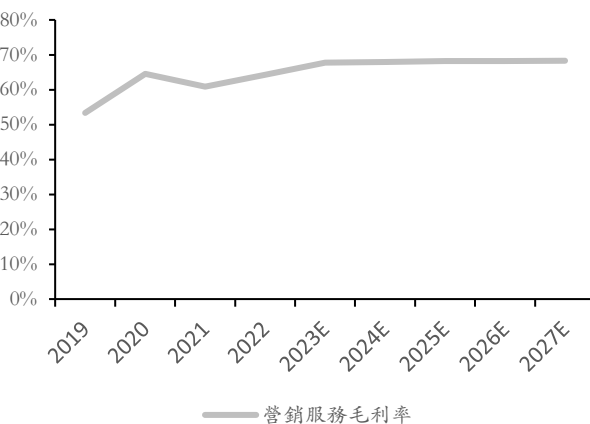


資料來源：集團

圖表 13：集團營銷服務收入



圖表 14：集團營銷服務毛利率



來源：集團、中州國際證券研究部

投行證券服務

清科創業的投行證券服務專注於具有高成長性的創新企業，是提供諮詢及 IPO 上市保薦人服務、股權融資類財務顧問等一站式金融服務的精品投行。目前集團主要通過旗下清科資本、清科國際、及清科證券提供相關服務。

集團旗下清科資本，創立於 2000 年，是中國專業的新型精品投資銀行服務公司，專注服務於具有高成長性的新經濟領域頭部創新企業，主要提供專業、高效、量身定制的融資方案，並說明投資人尋找投資目標等，重點服務於互聯網、大消費及教育、醫療健康、先進製造、人工智慧及企業服務等領域。於過往 20 多年時間，清科資本成功完成數百個私募融資、併購、上市、PIPE 等專案交易，涉及企業發展各階段。

另外清科國際則主要專注於海外投行業務（內地以外），擁有香港證監會的 1、2、4、6、9 號牌照，致力提供海外（內地以外）資本市場服務，開展跨境及境外（內地以外）的投資銀行、證券交易、資產管理、結構性融資等業務。

集團亦提供清科證券 APP，所提供的服務包括市場財經資訊，港股、美股、期貨交易服務、即時行情、線上交易、港股 IPO 等。

集團投行證券服務收入由 2019 年的 2.41 千萬元人民幣，增加至 2022 年的 5.20 千萬元人民幣，複合年增長率 29.2%。由於集團於香港進行的投行項目有所增加，包括集團已成為 SPAC 公司 TechStar(7855.HK) 的發起人之一，並成功於 2022 年 12 月 23 日在香港上市，此項目未來收益將可帶動整個服務收入上升，加上未來其他潛在新項目，我們預期集團投行證券服務收入於 2023 年將增至 5.39 千萬元人民幣，按年增 3.8%，到 2027 年則將增加至 9.3 千萬元人民幣，複合年增長率 12.4%。

圖表 15：集團清科證券 APP：



來源：集團

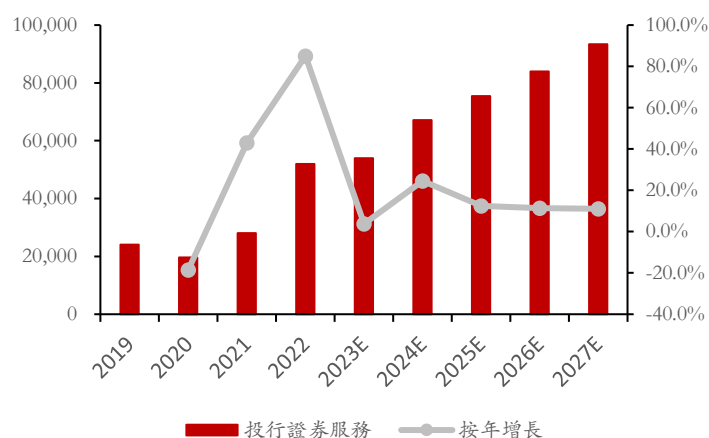
服務案例：

圖表 16：集團服務案例：

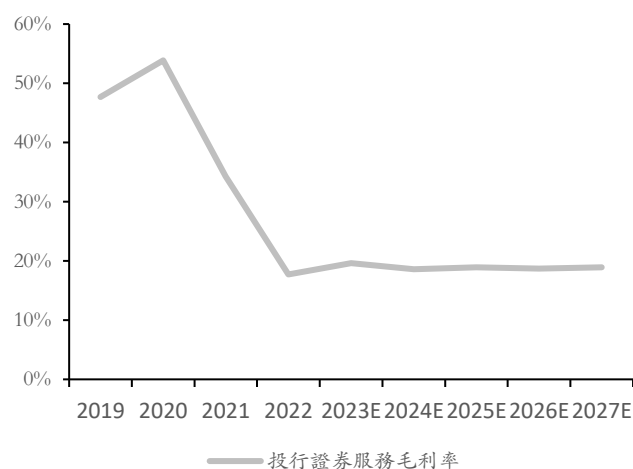


來源：集團

圖表 17：集團投行證券服務收入



圖表 18：集團投行證券服務毛利率



來源：集團、中州國際證券研究部

培訓服務

集團亦從事培訓服務，專注於創投行業人才培養。集團主要通過旗下沙丘學堂、清科沙丘投研院、清科投資研修院和清科創業研究院提供培訓服務。

集團引入行業優質資源，廣邀股權投資相關領域投資人、行業領袖及資深專家組成導師團隊，建立成熟的培訓體系及投資圈層，以協助各投資者。

沙丘學堂於2017年11月推出，是專注於為職業投資人、創業者提供創投/私募入行線上學習、創業攻略等的綜合互聯網學堂。課程內容覆蓋從行業新人到成熟投資人的全部成長過程。

下列為集團提供的其中之一個主要課程：

圖表 19：集團提供的其中之一個主要課程：

第一板块：投资课程	
通过学习4阶18模块内容，掌握投资技能技巧、逻辑心法	
成长之路	了解宏观经济趋势、掌握VC/PE行业基本概况
基础认知	了解私募投资业务基础，学习投资公司架构搭建及运营实务
实战技巧	从项目拓展到项目判断，从估值实战到尽职调查，从协议签订到投后退出，熟悉募投管退每一步
投资心法	知名机构投资心法解析，热门赛道投资方法及整体布局

來源：集團

第二板块：创业课程	
通过5大模块内容，从创业基础到团队管理，从融资操作到商业模式全盘掌握	
基础能力	新手CEO必学，创业思维、公司注册、章程拟订、股权搭建、财税技能等
人才管理	从基层员工到团队合伙人，利用管理工具，建立团队管理的基本框架，学习团队管理的方式方法
融资操作	从BP撰写到投资人沟通，从协议签署到顺利交割，避免融资过程中的各种误区，用正确的姿态既快又稳地拿到融资
模式策略	从优秀的商业模式中吸取经验和养分，打造最适合自己的模式策略
名师心法	跟着优秀创业大师的脚步，走出独一无二的创业道路

來源：集團

第三板块：理财课程

高净值人群的高阶资产配置计划，深入掌握金钱的商业规律

基金计划	了解金钱的商业规律，通过资产配置缓解财富焦虑
房产投资	将眼光布局海外市场，了解全球房产配置策略
海外资产	学习在全球资产配置的大趋势下，如何合理地进行海外资产配置
投资保险	用最理性的态度、最正确的方法学习掌握人生财务的基石

最新完整版课表，请到沙丘学堂APP -“课程体系”模块查看

來源：集團

目前所舉行的課程已去到第 13 期，一般為期一年半，累計學生人數已達六百人，目前每期參與人數約數十人。

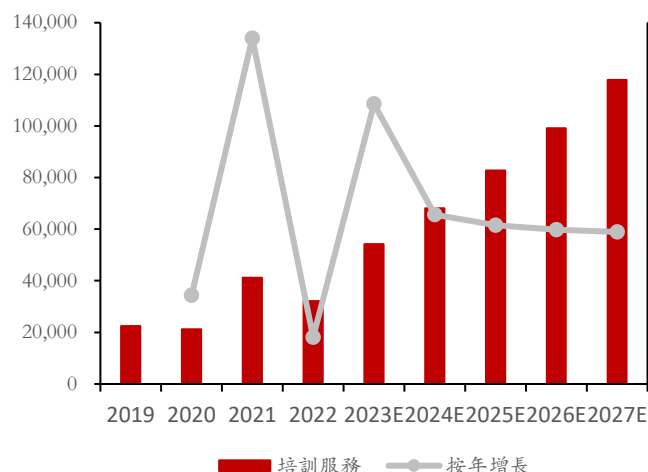
清科沙丘投研院則聚焦於企業家、上市公司股東/高管、高淨值個人、基金合夥人、家族財富繼承人、明星和業界知名人士的投資教育品牌。致力於培訓擁有全球視野、能捕捉市場機會、具有實戰經驗的投資家。

清科投資研修院則主要為中國產業金融和股權投資行業的精英人才提供專業、前沿、務實的培訓交流平台。內容包括募資、投資、投後、風控、退出、管理、法律、稅收、行業、園區招商等，分為線上線下兩大體系。線上體系提供 24 小時，365 天隨時學習，幫助投資者瞭解私募股權投資。線下體系則圍繞熱點話題展開常規培訓及根據客戶要求提供定制培訓。

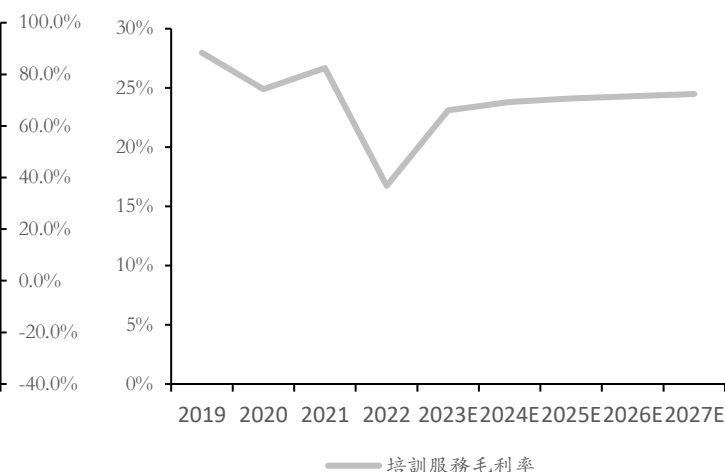
清科創業研究院則專注於創投領域專業實戰派創業服務，主要為政府、園區、企業提供定制培訓及其他創投服務。其導師背景為四大會計師事務所、上市公司、一線金融投資機構、知名律所等，打造四大體系、30 餘個模組、千多個課程，為創業者提供從初生到上市的全階段培訓，並推出實戰派創業商學院品牌 - 清科創業 CEO 班。

集團培訓服務收入由 2019 年的 2.25 千萬元人民幣，增加至 2022 年的 3.22 千萬元人民幣，複合年增長率 12.7%。由於 COVID-19 過後線下課程將回復常態，加上市場需求可望提升，我們預期集團培訓服務於 2023 年將增至 5.42 千萬元人民幣，按年增 68.5%，到 2027 年則將增至 1.18 億元人民幣，複合年增長率 29.6%。

圖表 20：集團培訓服務收入



圖表 21：集團培訓服務毛利率



來源：集團、中州國際證券研究部

業務發展

集團業務戰略在於以投資平台及服務平台為業務核心並作雙輪驅動，以帶動業務未來增長。集團未來有六大發展方向，包括擴大地理覆蓋、各類產品版本升級、品牌論壇升級延展、加強數據資源稟賦變現、產品服務標準化、及加大銷售團隊建設。

數據變現

集團透過私募通提供資訊數據及研究服務，將推動各類形式的數據產品版本、內容升級等，以更切合用戶需求，並實現稟賦變現。

論壇延展

集團將延展更多線下論壇以覆蓋更多地域及題材，可吸引更多用戶及提升知名度。

擴大覆蓋

集團過往主要集中在華北、華南、華東地區，未來將加強華南、華東建設，並深入華中和西部區域，特別加強大灣區業務打造，加強深圳香港落地。

加強銷售

集團將加大公司銷售團隊建設，主動增加客戶類型的多元化及企業客戶的覆蓋率。

標準化

集團將通過產品及方案標準化，以降低成本，並提升用戶體驗，加強競爭優勢。

產品升級

集團自創立以來一直關注創新及發展，集團將繼續堅持各類產品升級，以豐富各項服務，並提升效率及擴展價值鏈。

同業對比

清科創業同業主要包括 A 股力合科創（002243.SZ）、A 股創業黑馬（300688.SZ）、港股滙量科技（1860.HK）及美股 36 氪（KRKR.O）。

集團的市盈率及市銷率估值指標顯示處於同業中等位置。

圖表 22：同業情況：

名稱	代號	上市地方	上市日期	市值 (億港元)	市盈率	市銷率	市賬率	股價	2022年	2022年
									收入 (百萬元人民幣)	收入增長 (%)
力合科創	002243.SZ	A股	2008-05-28	103.3	22.75	3.62	1.38	7.83	2,543	(12.0)
創業黑馬	300688.SZ	A股	2017-08-10	55.1	-60.56	14.57	8.89	30.22	345	2.0
滙量科技	1860.HK	港股	2018-12-12	51.4	43.94	0.73	2.80	3.18	6,229	18.4
清科創業	1945.HK	港股	2020-12-30	3.4	14.78	1.36	0.55	1.10	221	6.1
36氪	KRKR.O	美股	2019-11-08	2.2	8.91	0.61	0.58	0.72	322	1.8
平均				43.1	5.97	4.18	2.84		1,932	3.3

來源：Wind

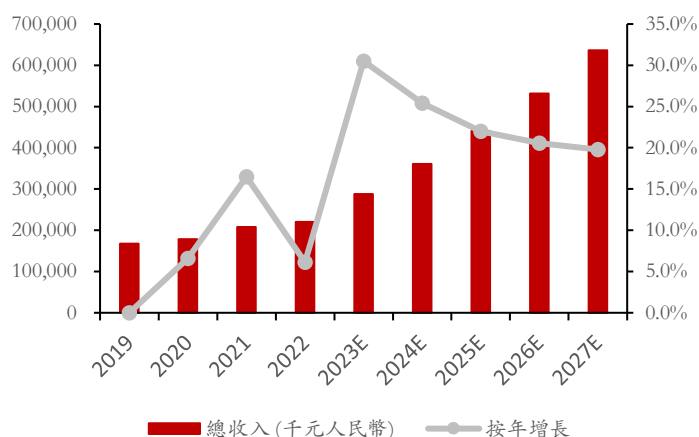
數據截於 2023 年 11 月 6 日

財務分析

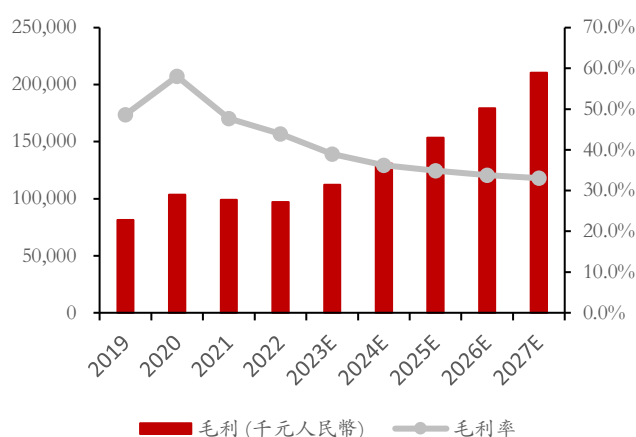
集團收入由2019年的1.67億元人民幣，增加至2022年的2.21億元人民幣，實現複合年增長率5.4%，各業務貢獻表現不一，集團股東應佔利潤則由2019年的3.45千萬元人民幣，減少至2022年的2.04千萬元人民幣，複合年增長率-16.2%，主要受到COVID-19所影響，使集團業務受阻。

我們預期集團收入將於2023年有較高反彈，主要是集團業務包括培訓服務等於COVID-19後復蘇速度較快，收入可達至2.88億元人民幣，按年增30.5%，並受惠於經濟持續復蘇，帶動集團收入於2027年可達6.36億元人民幣，達到複合年增長率23.6%。我們亦預期集團股東應佔利潤於2023年將達至2.59千萬元人民幣，按年增32.0%，於2027年將達到5.25千萬元人民幣，複合年增長率20.9%。

圖表 23：營業收入預測

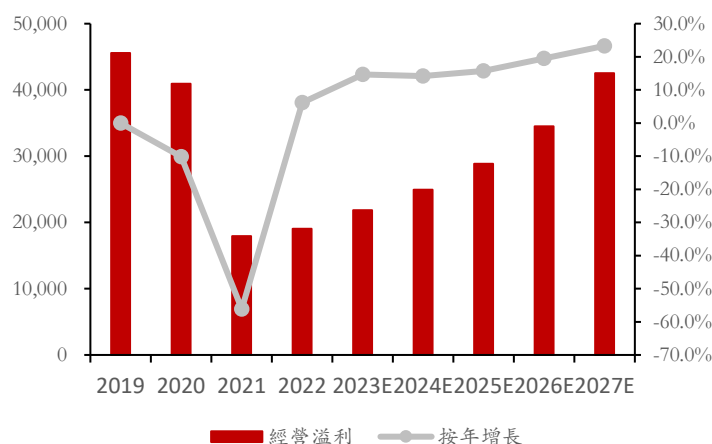


圖表 24：集團毛利及毛利率預測



來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 25：經營溢利預測



圖表 26：公司擁有人應佔利潤預測

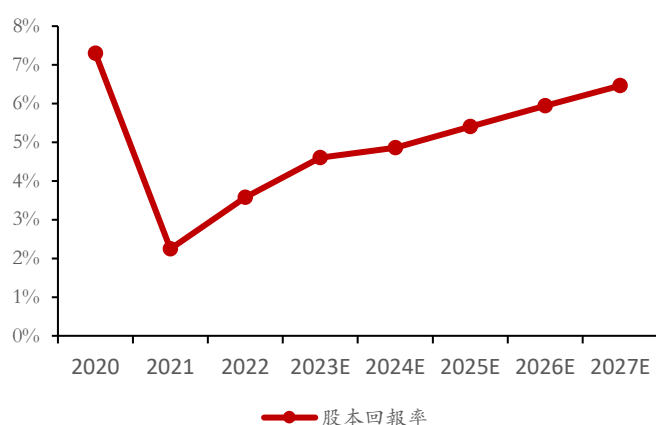


來源：集團、中州國際證券研究部

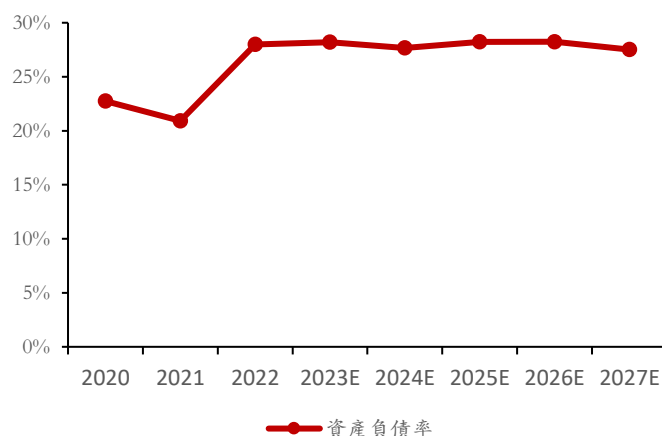
集團股東回報率 (ROE) 由 2020 年的 7.3%，下跌至 2021 年的 2.2%，並回升至 2022 年的 3.6%，主要受到 COVID-19 對業務有所影響。基於我們預期集團業將漸復蘇，淨利率有所提升，並將可帶動股東回報率上升至 2023 年的 4.6%，並持續提升至 2027 年的 6.5%。

集團資產負債率由 2022 年的 22.7%，下跌至 2021 年的 20.9%，再上升至 2022 年的 28.0%。我們預期集團資產負債率於 2023 年略為上升至 28.2%，並將略為回落至 2027 年的 27.5%。表現將維持平穩。

圖表 27：集團股東回報率 ROE



圖表 28：資產負債率



來源：集團、中州國際證券研究部

盈利預測、估值及投資建議

中國股權投資行業正處於反覆增長階段中，市場需求呈現反覆向上趨勢，集團所提供的產品服務於內地具有較高競爭優勢，同業競爭相對較少，另外集團業務正由 COVID-19 中復甦，線上線下活動數量回升，因此可望帶動集團業務重拾常態增長。集團新經濟 SaaS 業務擁有輕資產高毛利率特質，亦可助提高集團整體估值，我們對集團未來表現看法正面。

我們預期集團 2023 年全年收入按年增 30.5%至人民幣 2.88 億元，股東應佔利潤按年增 32.0%至人民幣 2.69 千萬元，每股基本盈利按年增 22.2%至 0.09 元人民幣。我們預期集團 2027 年收入增至人民幣 6.36 億元，五年複合年增長率 23.6%，股東應佔利潤將增至人民幣 5.25 千萬元，五年複合年增長率 20.9%，集團將重拾增長。

由於集團過往現金流表現穩健，本次估值採用折現現金流方式。基於折現現金流估值模型的目標價為 1.72 港元，運用加權平均資本成本 16.8%，終端增長率採用 3.0%，給予買入評級。

敏感性分析

我們以不同的加權平均資本成本（WACC）及不同的終端增長率對股價作敏感性分析：

圖表 29：股價敏感性分析（縱軸：終端增長率，橫軸：加權平均成本 WACC）

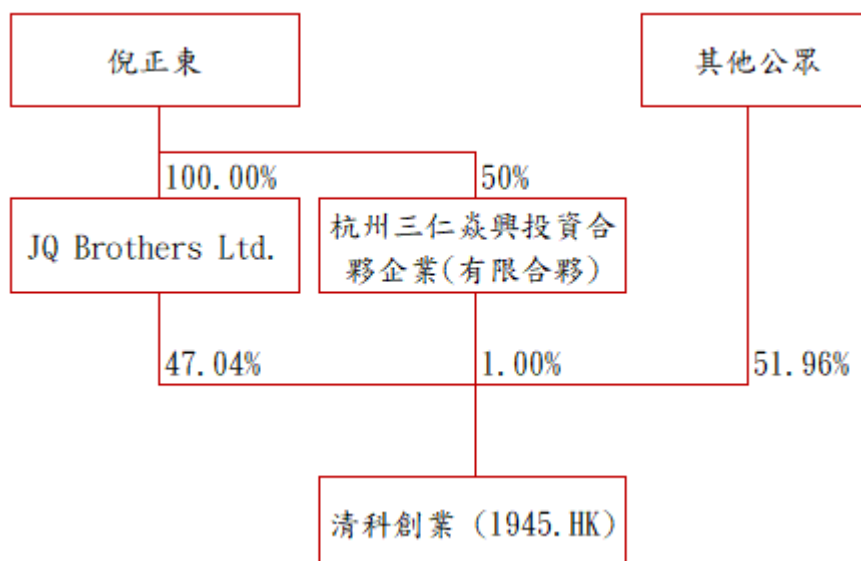
	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	16.8%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%
2.0%	1.86	1.79	1.74	1.68	1.65	1.63	1.58	1.54	1.50
2.5%	1.90	1.84	1.77	1.72	1.69	1.66	1.61	1.57	1.52
3.0%	1.95	1.88	1.82	1.75	1.72	1.70	1.64	1.60	1.55
3.5%	2.01	1.93	1.86	1.79	1.76	1.73	1.68	1.63	1.58
4.0%	2.07	1.98	1.91	1.84	1.80	1.78	1.72	1.66	1.61

主要風險

- 集團用戶量增長較預期慢
- 內地股權投資行業發展較預期弱
- 政策風險
- 行業競爭增加

股權結構

圖表 30：股權結構



圖表 31：主要股東

股東	持股比例	實際控制人
JQ Brothers Ltd.	47.04%	倪正東（集團董事長、執行董事、首席執行官）
杭州三仁焱興投資合夥企業（有限合夥）	1.00%	倪正東（集團董事長、執行董事、首席執行官）

來源：港交所

倪正東先生

倪正東先生，為首席執行官、執行董事兼董事長。主要負責集團業務、策略及公司發展的整體管理。倪先生於 2001 年創立集團業務，並於 2019 年 8 月獲委任為集團執行董事。倪先生自 2005 年清科集團成立以來先後擔任其執行董事及董事長，分別自 2017 年 11 月及 2013 年 9 月起擔任北京清科創業信息諮詢有限公司董事長及總經理，並於 2013 年 9 月至 2017 年 11 月擔任北京清科創業信息諮詢有限公司執行董事，分別自 2019 年 8 月及 2020 年 6 月起擔任北京清科新創創業諮詢有限公司及北京清科互創管理諮詢服務有限公司的董事及總經理。倪先生於股權投資服務行業擁有逾 20 年經驗。

倪先生自 2022 年 4 月起擔任 TechStar Acquisition Corporation (7855.HK) 董事，並自 2022 年 6 月起擔任其董事長、執行董事兼聯席首席執行官。彼自 2022 年 6 月起擔任快狗打車控股有限公司 (2246.HK) 獨立非執行董事。彼亦曾於 2017 年 9 月至 2022 年 5 月擔任拓維信息系統股份有限公司 (002261.SZ) 獨立董事，並自 2022 年 5 月起擔任其董事。

此外，倪先生曾於 2021 年 1 月至 2021 年 12 月擔任金蝶國際軟件集團有限公司（268.HK）獨立非執行董事、于 2015 年 3 月至 2019 年 1 月擔任 iKang Healthcare Group, Inc. (KANG.US) 獨立董事，以及於 2011 年 6 月至 2017 年 6 月擔任北京三夫戶外用品股份有限公司（002780.SZ）董事。

倪先生於 1996 年 7 月獲得湖南大學工程力學學士學位，於 2000 年 1 月獲得清華大學工程力學碩士學位。於 2007 年 1 月，倪先生畢業于清華大學工商管理博士項目。

董事及管理層

符星華女士

符星華女士，為執行董事兼高級副總裁。主要負責集團數據服務的整體管理。符女士於 2009 年 8 月加入集團並於 2020 年 5 月獲委任為執行董事。符女士分別自 2017 年 11 月及 2019 年 12 月起擔任北京清科創業信息諮詢有限公司及北京清科新創創業諮詢有限公司的董事。符女士自 2009 年 8 月起於清科集團擔任多個職位，包括負責母基金業務的董事總經理以及負責數據服務的董事總經理，現職為合夥人。

符女士於 2004 年 7 月獲得北京航空航天大學通信工程學士學位，並於 2018 年獲得清華大學高級管理人員工商管理碩士學位。

張妍妍女士

張妍妍女士，為執行董事兼高級副總裁。主要負責集團營銷服務和培訓服務的整體管理。張女士於 2006 年 3 月加入集團並於 2020 年 5 月獲委任為執行董事。分別自 2017 年 11 月及 2019 年 12 月擔任北京清科創業信息諮詢有限公司、北京清科新創創業諮詢有限公司董事。彼自 2018 年 6 月至 2021 年 10 月擔任西安清科艾西企業管理諮詢有限公司董事，並自 2020 年 4 月至 2022 年 3 月擔任寧波清科寧豐企業管理諮詢有限責任公司董事，及自 2019 年 8 月至 2022 年 7 月擔任南京清科艾寧企業管理諮詢有限責任公司董事。張女士自 2006 年 3 月起於清科集團擔任多個職位，包括運營經理、副總裁、營銷服務部董事總經理，彼現職為合夥人。

張女士於 2004 年 6 月獲得華中科技大學英語文學及工商管理學士學位，並於 2019 年 11 月獲得中歐國際工商學院工商管理碩士學位。

附錄 1：預測集團利潤表

利潤表 人民幣：千元 財務年度截至 12 月底						
日期	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業收入	178,465	207,893	220,632	287,919	361,127	440,632
銷售成本	(74,890)	(108,772)	(123,644)	(175,698)	(230,340)	(287,004)
毛利	103,575	99,121	96,988	112,221	130,787	153,628
銷售及行銷費用	(16504)	(17966)	(15964)	(19316)	(25787)	(32131)
一般及行政開支	(39493)	(56008)	(41565)	(46428)	(53532)	(61615)
研發費用	(8,873)	(17,181)	(20,284)	(22,556)	(25,601)	(29,313)
金融及合約資產減值損失淨額	(1,043)	(4,212)	(7,852)	(10,239)	(12,727)	(14,649)
其他收入	2,123	8,459	9,368	10,005	10,865	11,941
其他(虧損)/收益淨額	1,136	5,733	(1,641)	(1,843)	927	996
經營溢利	40,921	17,946	19,050	21,844	24,932	28,858
財務收入	118	703	5479	12936	15497	18349
財務費用	(1369)	(1090)	(1006)	(1228)	(1472)	(1698)
財務收作/(成本)淨額	(1251)	(387)	4473	11708	14026	16651
除所得稅前利潤	39,126	18,054	23,696	33,784	39,219	45,818
所得稅開支	(7,678)	(6,587)	(4,064)	(7,872)	(9,138)	(10,675)
淨利潤(千元)	31,448	11,467	19,632	25,912	30,081	35,142
公司擁有人應占溢利	31,448	11,467	20,353	26,864	31,186	36,433
非控股權益	0	0	(721)	(952)	(1,105)	(1,291)

附錄 2：預測集團資產負債表

資產負債表 人民幣：千元 財務年度截至 12 月底						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物業、廠房及設備	24,900	23,221	54,085	62,198	71,527	82,257
無形資產	143	3,441	3,352	4,190	5,028	6,034
按權益法核算的投資	456	2,150	2,323	2,277	2,231	2,186
遞延所得稅資產	8,329	6,490	10,072	10,878	11,748	12,688
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產	0	0	30,973	32,831	34,801	36,889
其他應收款項	2,921	4,789	6,398	7,230	8,170	9,232
非流動資產總額	36,749	40,091	107,203	119,603	133,505	149,285
其他應收款項	955	2,627	2,991	3,705	4,590	5,686
應收賬款	17,417	40,926	54,964	60,537	66,676	73,436
合約資產	9,058	0	12,441	14,307	15,881	17,628
預付款項及其他流動資產	5,736	11,737	15,769	17,346	19,080	20,989
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產	84,882	122,563	115,127	126,640	139,304	153,234
代表客戶持有之現金	0	0	7,454	8,945	9,839	10,823
短期銀行存款	0	0	304,078	322,323	341,662	362,162
現金及現金等價物	403,059	427,861	142,281	110,741	125,669	112,745
流動資產總額						

資產總額	557,856	645,805	762,308	784,147	856,207	905,988
遞延收入	11,196	10,839	10,451	11,705	13,110	14,683
租賃負債	8,272	2,349	32,175	32,819	33,475	34,144
遞延所得稅負債	17	51	1	4	17	18
非流動負債總額	19,485	13,239	42,627	44,528	46,601	48,845
應付帳款	3,912	1,353	6,369	7,579	9,019	10,733
其他應付款	31,954	22,955	24,150	14,696	11,499	8,997
應付所得稅	13,623	7,607	11,710	13,818	16,305	19,240
合約負債	45,119	73,797	102,196	113,438	125,916	139,766
租賃負債	10,024	11,715	14,360	14,791	15,235	15,692
客戶經紀存款	0	0	7,454	7,529	7,604	7,680
其他流動負債	2,707	4,428	4,580	4,649	4,718	4,789
流動負債總額	107,339	121,855	170,819	176,499	190,295	206,897
負債總額	126,824	135,094	213,446	221,027	236,897	255,742
公司擁有人應占權益	431,032	510,711	549,133	563,635	620,289	652,105
非控股權益	0	0	(271)	(515)	(978)	(1,859)

來源：集團、中洲國際證券研究部

投資評級體系和免責聲明

行業投資評級

強於大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤漲幅 10% 以上；

同步大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤漲幅-10% 至 10% 之間；

弱於大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤跌幅 10% 以上。

公司投資評級

買入：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅 15% 以上；

增持：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅 5% 至 15%；

中性：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅-5% 至 5%；

減持：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅-5% 至 15%；

賣出：未來 6-12 個月內公司股價潛在跌幅-15% 以上。

並無要約/建議/受信關係

本報告所載數據及資料只供參考用途，並不構成任何證券、金融產品或工具要約、招攬、建議、意見或任何保證。相關的數據及資料亦未有考慮任何特定個人的投資目標、財務狀況及具體需要。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

分析員聲明

本報告準確表述了分析員及其發行人對所提及的證券之個人觀點及意見。

分析員所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與本報告所表述的具體建議或觀點相聯繫；分析員獨立於任何業務部門並不直接受監管及彙報予投資銀行業務等業務部門。本報告所述任何上市公司或其他協力廠商都沒有或沒有承諾向他們提供與本報告有關的任何補償或其他利益。本報告的分析員並無擔任本報告所述上市公司之高級職員。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》的相關定義）沒有擔任本報告所述的高級職員；亦無擁有有關證券的任何權益；並沒有在發表本報告 30 日前處置或買賣該等證券；不會在發表本報告後 3 個工作日內處置或買賣本報告中所提及的該等股票。

風險披露

投資涉及風險，金融產品價格有可能會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失，往績數字並非未來表現的指標。結構性產品可能並無抵押品，如發行人無力償債或違約投資者可能無法收回全部或部分應收款項，產品價格可以急升或急跌，投資者有機會蒙受投資全部損失。投資前應考慮投資產品是否切合本身的投資需要。若有需要應諮詢其他獨立專業人士之意見，方可作出有關投資決定。

權益披露

中州國際證券有限公司（“中州國際”或“本公司”），為香港證監會第一類及第四類受規管活動之持牌機構。中州國際及其關聯公司為一家綜合性、從事投資銀行、經紀人業務的金融集團，在過去 12 個月內與報告中提到的公司可能存在投資銀行業務／財務顧問的關係。因此，本公司在於編制本報告時，會盡可能避免利益衝突及影響對相關公司的評價的事件。唯投資者應注意本報告可能存在的可能影響客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。

中州國際及其關聯公司可能持有本報告所述上市公司的任何類別的普通股證券 1% 或以上的財務權益。

衝突披露

中州國際、其關聯公司和/或其關聯公司的管理人員、董事及員工可能持有本報告所提及的任何證券或任何相關的投資。並可能不時增持或減持此類證券或投資。中州國際和其關聯公司可能是本報告中所提及的任何公司證券或投資的造市商，或者曾經承銷這些公司的證券，或者為這此公司提供或尋求提供任何投資銀行或承銷服務。

互聯網通訊並不完全穩妥或保密，相關通訊可能會被截斷、干擾或在傳送時失敗以及亦可會被誤解或出現錯誤。

所載資料並無核查

內容純粹為提供資料而編寫，並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。

所述資料及數據均來自本公司認為可靠的公開來源所得。然而，我們並無核查有關資料，而有關資料可能並不完整或準確。本公司所提供的資料所載的意見、估計及其他資訊可在未經事先通知的情況下更改或撤回。

本公司及其關聯公司、其董事或雇員（「相關方」）並不就本報告所載之聲明、資料及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。

商標及版權

本報告所載的商標、標識及服務商標乃資料的所有內容的版權均屬於本公司擁有，任何人士及機構在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。

地址：香港中環康樂廣場 8 號交易廣場二期 1505-1508 室

電話：+852 2500 1375