

创业黑马 (300688.SZ): 打造中国中小企业服务生态圈, 战略升级有望推动公司业绩快速增长

创业黑马 (300688.SZ)
推荐

核心观点:

合理估值区间 32.02-43.26 元

分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

特别鸣谢

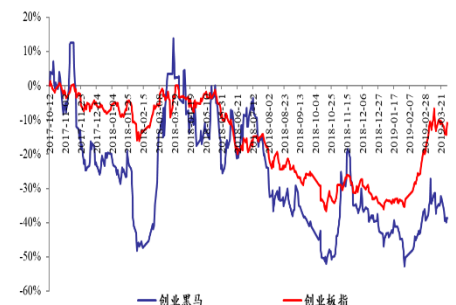
实习生王锴正、王汉林为本报告编写提供的帮助

市场数据

2019-07-16

A股收盘价(元)	26.25
A股一年内最高价(元)	45.56
A股一年内最低价(元)	23.16
创业板指数	1545.27
市盈率	131
总股本(万股)	9520
实际流通A股(万股)	3653.87
流通A股市值(亿元)	9.59

相对创业板指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

● 构建科创及中小企业服务生态圈, 打造中国领先的产业加速云平台

公司抓住历史发展契机, 凭借“双创”、“科创板”“职业教育改革”“中小企业服务”等政策推进, 在科创及中小企业服务与培训领域, 构建了多方共创、共享、共赢的针对中小企业成长加速服务生态圈, 并随着业务发展持续放大。2018年公司已实现自创业培训升级至产业加速, 将线下企业辅导服务升级转化至线上, 全面推进平台战略, 打造中国领先的产业加速云平台。

● 聚焦中小企业服务, 广泛布局龙头地位愈发显著

公司已建立起基于i黑马网、黑马学院、以及黑马大赛等知名创业圈ip在内的聚焦垂中小企业服务生态, 累计深度培育服务了数万家高成长创新企业, 其中部分学员企业已申报科创板。公司专业能力卓然于业内, 在中小企业综合发展服务领域龙头地位显著。

● 实验室定位产业加速服务产品更具针对性, 用户粘性逐步增强

通过服务产品升级, 实验室定位产业加速服务产品, 更具针对性, 让老师带着资源和经验帮助创业者解决具体问题, 加强学员粘性。

● 业务下沉扩展服务区域, 促进实体产业转型升级

在云端平台将导师资源和知识全部线上化, 把创业加速孵化的能力向国内更广阔的区域输送, 进而帮助更多的创业者实现加速成长。

● 投资建议

随着公司产品升级和用户规模的持续提升, 公司业绩有望实现快速增长, 预计公司19/20年归母净利分别为4313万元/4823万元, 同比增长251.82%/11.83%, 对应PE分别为61.76x/55.23x, 给予推荐评级。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	334.98	334.44	359.09	377.04
收入增长率%	81.52%	-0.16%	7.37%	5.00%
净利润(百万元)	3.14	45.13	50.23	53.34
归母净利润(百万元)	12.26	43.13	48.23	51.34
归母净利润增速%	-68.47%	251.82%	11.83%	6.44%
摊薄EPS(元)	0.129	0.453	0.507	0.539
PE	217.30	61.76	55.23	51.89
PB	6.96	6.37	5.82	5.34

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

国家政策大力扶持，产业政策持续优化；

公司战略升级，课程体系持续优化；

实验室定位产业加速服务产品提升用户粘性；

业务下沉，服务区域扩展；

我们与市场不同的观点：

我们认为，公司抓住历史发展契机，凭借“双创”“科创板”“职业教育改革”“中小企业服务”政策推进，在创业者服务与培训领域，构建了多方共创、共享、共赢的中小企业服务生态圈，并随着业务发展持续放大。

估值与投资建议：

我们预计 2019-2021 年公司整体业务有望分别实现-0.16%/7.37%/5.00%增长，对应营收规模分别为 3.34 亿元/3.59 亿元/3.77 亿元，毛利率水平分别为 38.95%/39.41%/39.41%。由于公司是创业板首家创业企业服务及培训业务上市公司，业务具有独特性，可比公司较少，因此我们采用绝对估值法对公司进行估值。考虑敏感性分析的永续增长率和 WACC 的变动，公司股票合理价值 32.02-43.26 元。

预计公司 19/20 年归母净利分别为 4313 万元/4823 万元，同比增长 251.82%/11.83%，对应 PE 分别为 61.76x/55.23x，给予推荐评级。

股价表现的催化剂：

公司服务规模的提升以及产品进一步优化，相关业务实现稳定较快发展，在成本增速放缓的同时利润得到进一步释放，净利润有望持续提升。

公司历经十余年积累强大的用户基础，逐渐打造出超过十万人的社群基数。随着课程体系的逐渐完善升级，用户粘性逐步增强。未来随着公司服务规模的提升以及产品进一步优化，相关业务实现稳定较快发展，在成本增速放缓的同时利润得到进一步释放，净利润有望持续提升。

主要风险因素：

市场竞争风险、管理风险及人员流动等风险

目录

一、公司概况：国内创业服务领域领导者	3
1.1 聚焦中小企业服务，广泛布局龙头地位愈发显著.....	3
1.2 主营业务增长稳健，盈利能力快速提升.....	3
1.3 业务结构改善提升整体经营效率.....	5
二、政策红利持续释放，助力创服领域高速发展	7
2.1 国家政策大力扶持，创业环境持续优化.....	7
2.2 客户培训服务开展迅速，产品议价能力展现优势.....	16
2.3 同业竞争产品重叠率低，市占率保持优良水平.....	17
2.4 线上线下联动深耕区域市场，闭环运营模式提供优质服务.....	18
三、未来发展：从线下到线上，从创业培训到产业加速，打造产业加速云平台	19
3.1 实验室定位产业加速服务产品更具针对性，用户粘性逐步增强.....	19
3.2 业务下沉扩展服务区域，促进实体产业转型升级.....	20
3.3 产业链延长开展深度服务，致力打造未来“独角兽”孵化工场.....	21
3.4 产品加速云平台化初步落地，打开导师和创业者两端增长空间.....	21
3.5 中后台高效协同合作，提升内部信息流转效率.....	22
3.6 旗下多品牌开花，影响力逐步提升.....	22
四、公司估值：合理估值区间 32.02-43.26 元	25
五、投资建议	26
六、风险提示	26
七、附录	27

一、公司概况：国内创业服务领域领导者

1.1 聚焦中小企业服务，广泛布局龙头地位愈发显著

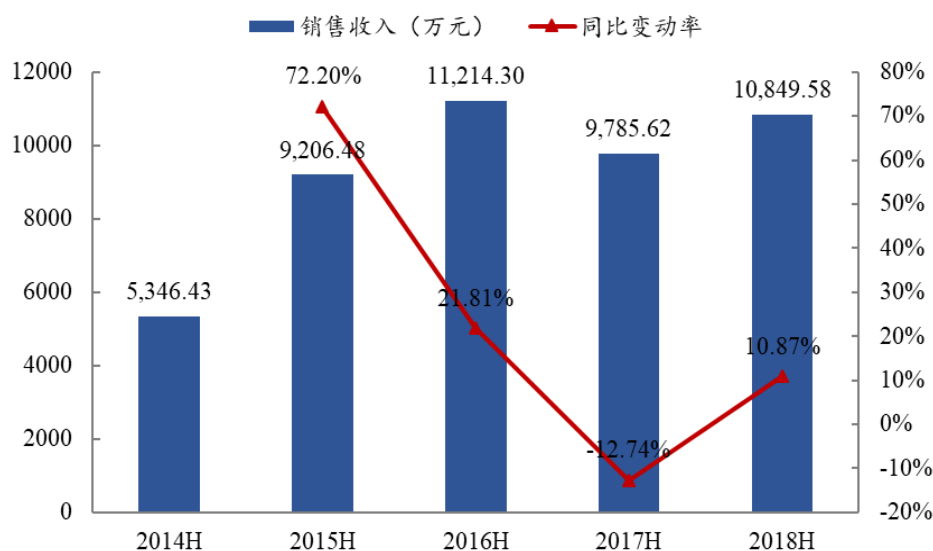
创业黑马以创业资讯、辅导和大赛积累的社群为起步点，逐步发展成为集营销服务、培训辅导和社交一体化的首家针对科创及中小企业产业加速升级服务行业上市公司。目前，公司已建立起基于 i 黑马网、黑马学院以及黑马大赛等知名 IP，联合企业家、投资人、专家、服务机构共建产业创业加速器，为科创及中小企业匹配其所需要的成长方法论和成长资源，融合媒体推广、培训辅导、咨询诊断、投资等服务手段和资源，构建助力科创及中小企业成长加速的服务生态。创业黑马累计深度培育服务了数万家高成长创新企业，其中 10 家学员企业已登陆资本市场，申报科创板学员企业 1 家，公司专业能力卓然于业内，在企业成长加速服务领域龙头地位显著。

1.2 主营业务增长稳健，盈利能力快速提升

1. 培训辅导服务提供丰富经验，高毛利体现强大盈利能力

公司邀请知名企业、投资人、行业专家担任导师，向迫切希望学习创业相关理论知识与实战经验、接触成功企业家思想资源的创业创新企业创始人提供包括黑马成长营、创业实验室、千里马计划、国际游学以及高管营在内的多元辅导服务，能够满足创业企业多层级的学习及合作需求。2018 年，培训辅导服务贡献了公司 32.39% 的营收，毛利率可以达到 63.52%

图 1：创业黑马培训辅导服务 2014-2018 财年变动情况

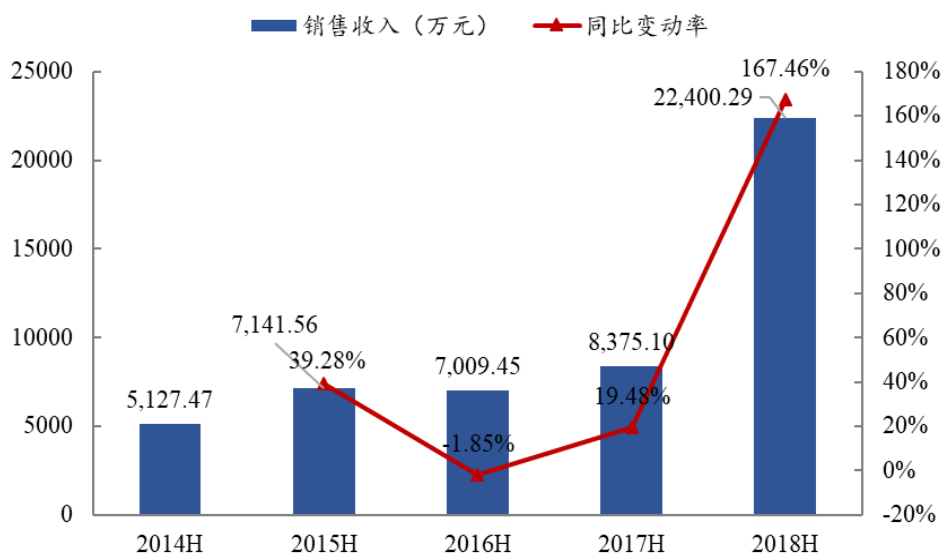


数据来源：Wind，银河证券研究院

2. 线上线下双线发展，提供优质营销服务

创业黑马为创业相关群体提供包括品牌传播，产品推广、创意营销、广告投放等在内的营销服务。公司依托已有自有资讯平台 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”新浪微博以及“创业家”APP，结合线下活动吸引营销客户购买冠名权、享受专项推广服务以实现收入。该业务贡献了 2018 公司 66.87% 的营收。

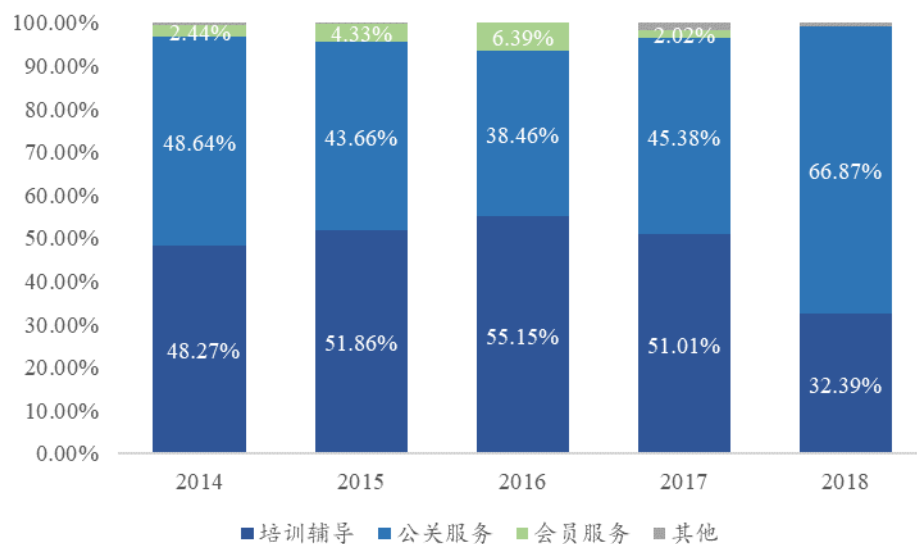
图 2：创业黑马营销服务服务 2014-2018 财年变动情况



数据来源：Wind，银河证券研究院

除上述两项业务外，公司的会员业务由于重心逐渐从线下付费转移至线上免费以引流，营收贡献逐年减小，至 2017 年，公司会员收入共计 372.27 万元，较上年度同比下降 68.02%。2018 年，会员服务与培训辅导合并记作培训辅导服务，该项业务收入共计 10,849.58 万元。

图 3：创业黑马主营业务构成



数据来源：Wind，银河证券研究院

目前而言，创业黑马的课程主要分为分为线下和线上两类。线上课程多为案例分享，标价平均在 380 元/年，涉及内容包括企业战略、企业成长、失败教训、市场营销、团队管理等。较适合小型创业者或者对创业有兴趣的人群，覆盖面较广，可以视作公司客户流量的引流工程。

线下课程包括黑马成长营、高管营、千里马计划等，主要分为以下几大板块：

表 1: 创业黑马主要产品及价格

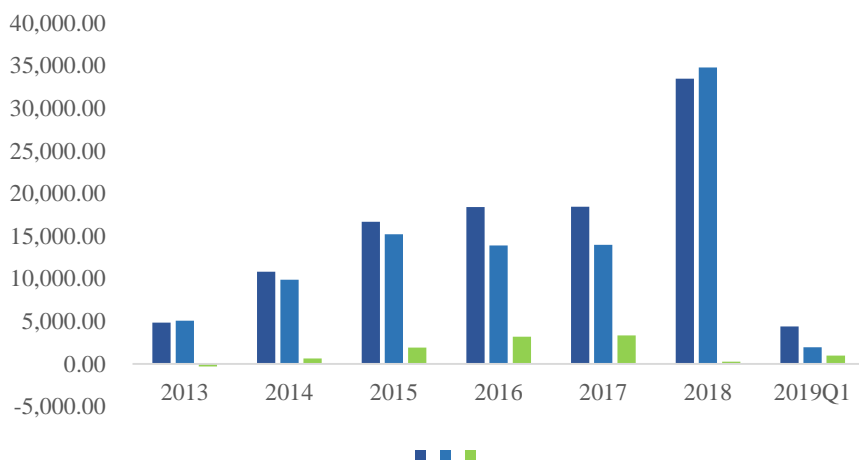
课程名称	目标客户	课程定位	定价	规模
黑马成长营	天使 B 轮、有新产品、商业模式和技术的创始人	综合性长期创业培训课程，聘请各行业知名人士为导师，教学时长一年	19.8 万	100 人/期
创业实验室	创业瓶颈期创业者	帮助创业者解决创业难题、验证商业创意、打造商业 IP。直接聘请导师与学员面对面沟通，进行资本、经验的交流	3 万起	-
黑马产业加速基地	城市级创业园客户	助力城市产业升级以及非一线城市创业者的发展，促进城市优质企业的发展。	-	已在 13 个城市落地，计划落地城市 7 座
黑马高管营	快速成长阶段的企业高管、VP、核心管理层、合伙人	帮助迅速发展阶段的企业的高管解决与创始人的理念冲突以及在企业管理、经营方面的系列问题	4.88 万	80 人/期
黑马国际游学	希望开拓国际视野，汲取优秀公司经验的创始人或高管	通过旅行及参观开拓国际视野、引进先进技术、挖掘高端人才，与团队成员或接待企业达成商务合作，实现企业的转型升级	4-12 万	定制

数据来源：公司招股书，银河证券研究院

1.3 业务结构改善提升整体经营效率

公司在上市前的 14 年至 16 年，始终保持相对比较稳定的业绩增长，复合增长率达到 30.36%。其中 16 年增速下降系 2016 年 3 月转让持有的黑马创展 51% 股权给实际控制人牛文文导致管理费收入相应减少所致。上市后，公司营收增速相对放缓，而营业利润以及扣非归母净利润于 2017 年分别同比增长 39.84% 和 16.37%，主要反映出公司在业务线上不断优化的结果：停办低利润率业务如“黑马华营”，开发新产品“高管营”、“百城计划”等，这也同时导致营收增速显著放缓，公司进入了新业务增长点培育期与旧有落后业务淘汰期的中间地带。而根据 2018 年年报显示，公司新业务仍处于培育期，投入尚未带来利润增长效应，18 年净利润同比下滑 91.01%。

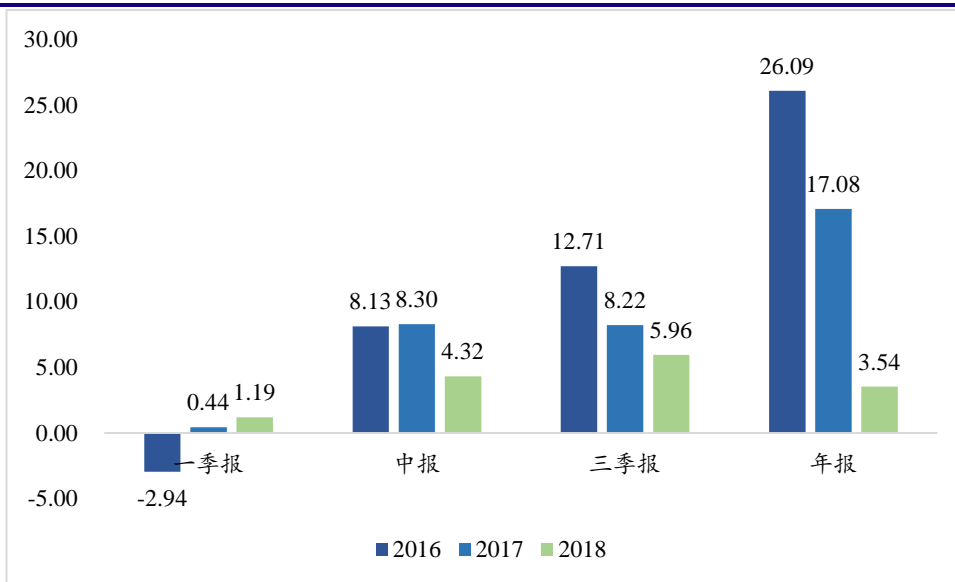
图 4：创业黑马 2014-18 财年业绩



数据来源：Wind，银河证券研究院

从净资产收益率角度考察，由下图可以更明显地感受到公司近年来坚决去除低回报率业务带来的提高公司整体经营效率的成果。年报数据显示，16-17 年间，公司平均净资产回报率从 17.08 上升至 26.09，同比增长了 53%。这在公司营收与净利变化幅度有限背景下更显示出公司管理层精简低能资产，提高资产运作效率的能力，难能可贵。

图 5：2016-18 年度创业黑马净资产收益率表现



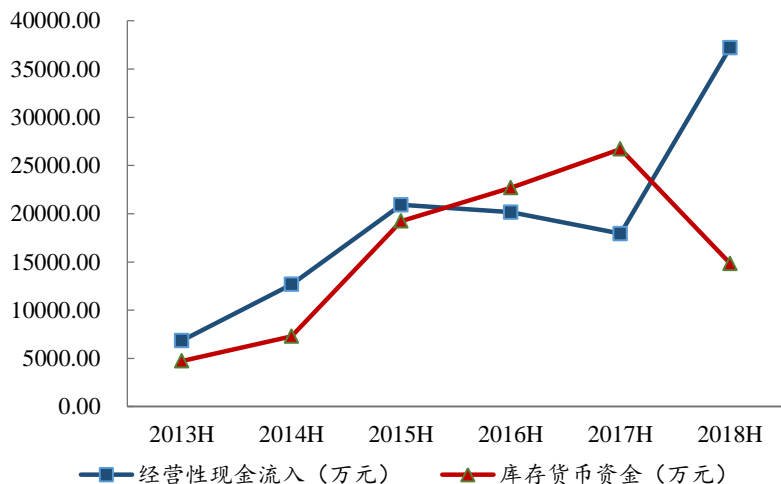
数据来源：Wind，银河证券研究院

创业黑马作为一家轻资产运营的创业服务与产业加速平台，实质聚焦于为中小企业提供发展赋能服务，享受行业统一的轻资产运作模式和低应收账款带来的健康现金流。从上市前的 2013 年至 2018 年，创业黑马的现金流始终非常健康，库存现金并没有随着公司向二三线城市发展而大幅波动，一直比较充裕，公司的商业模式的优越性可见一斑。

同时，在负债端，公司资产负债率持续走低，而预收账款在流动负债中的占比却不断提升，

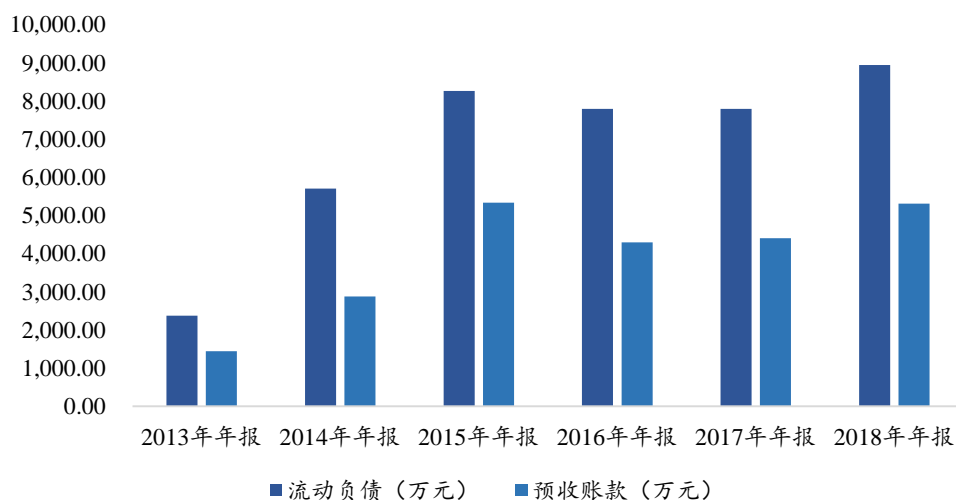
彰显了公司在业务开展的质量稳步提升、产品受众不断扩大中收获的益处。

图 6：创业黑马现金流情况



数据来源：Wind，银河证券研究院

图 7：创业黑马负债及预收账款状况图



数据来源：Wind，银河证券研究院

二、政策红利持续释放，助力创服领域高速发展

2.1 国家政策大力扶持，创业环境持续优化

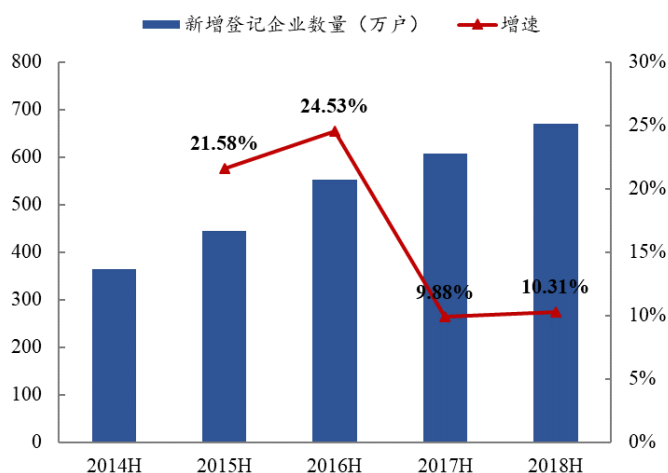
自 2014 年李克强总理首次公开发出“大众创业、万众创新”的号召后，各级政府部门密集出台多份政策文件，以支持创业浪潮。完善金融财税政策，减轻企业融资负担，完善人才流动激励机制，着力加强创新创业平台建设等具体方案的落地也正促进国内创业环境升级。根据颁布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等科创板配套规则、《国家职业教育改革实施方案》、《关于促进中小企业健康发展的指导意见》及国家制定推出的相关引导国家产业

发展方向、引导推动产业结构升级、协调产业结构、促进经济可持续发展的有关政策，明确以科技创新驱动技术经济发展趋势中企业发展方向和成长空间，为企业级成长加速服务开启广阔前景。2018年5月，科技部、全国工商联印发《关于推动民营企业创新发展的指导意见》，指出需要发挥科技创新和制度创新对民营企业创新发展的支撑引领作用，通过政策引领、机制创新、项目实施、平台建设、人才培养、科技金融、军民融合、国际合作等加强民营企业科技创新能力，充分支持民营企业创新发展。而2018年《中华人民共和国中小企业促进法》的正式实施、继续完善的增值税制度及实体经济降成本等普惠性政策的修订实施更将持续激发全社会创新创业活力。

作为创业服务领域首家A股上市公司，创业黑马积极响应国家政策指引与号召，把握政策趋势，顺势前行抓住新的发展机遇，聚焦科创服务，匹配优质导师资源，将成熟的产业加速体系带到更多的产业城市，服务地方企业加速成长。

受到相关政策影响，近年来大众创业热情也明显提升。根据国家工商总局统计，2018年全国新增登记企业数量达670万家，同比增长10.31%，2014-18年间，每年新增企业数量CAGR达16.39%，处于高速发展时期。

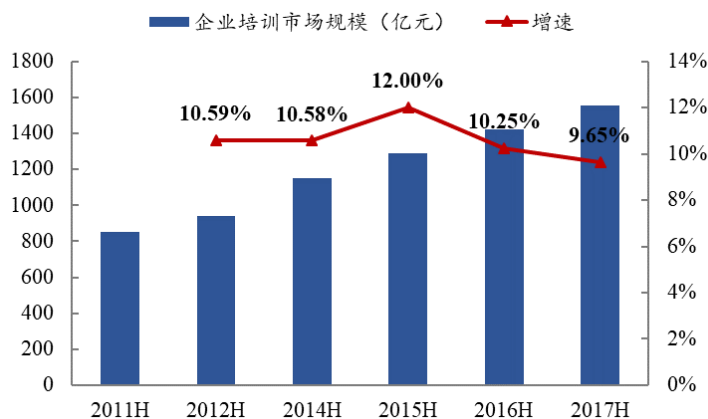
图8：中国每年新增登记企业数量



数据来源：国家工商总局，中国银河证券研究院整理

据智研咨询数据显示，2017年国内企业培训市场规模已达到1557亿元，2011-17年间，国内企业培训市场CAGR达到10.61%，整体行业正从“早期”跃入快速发展阶段，未来发展潜力可期。

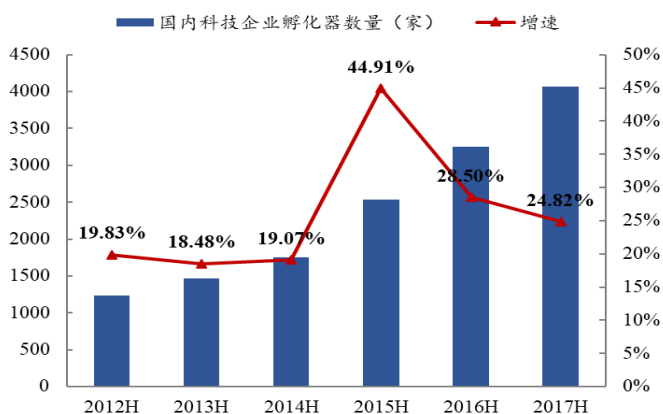
图9：2011-2017年中国企业培训市场规模



数据来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

2017年国内科技企业孵化器数量增长至4063家，同比增长率达到24.82%，2012-17年间，国内科技企业孵化器数量CAGR达到26.81%，增长势头强劲，协助营造了社会上浓厚的创新创业氛围。

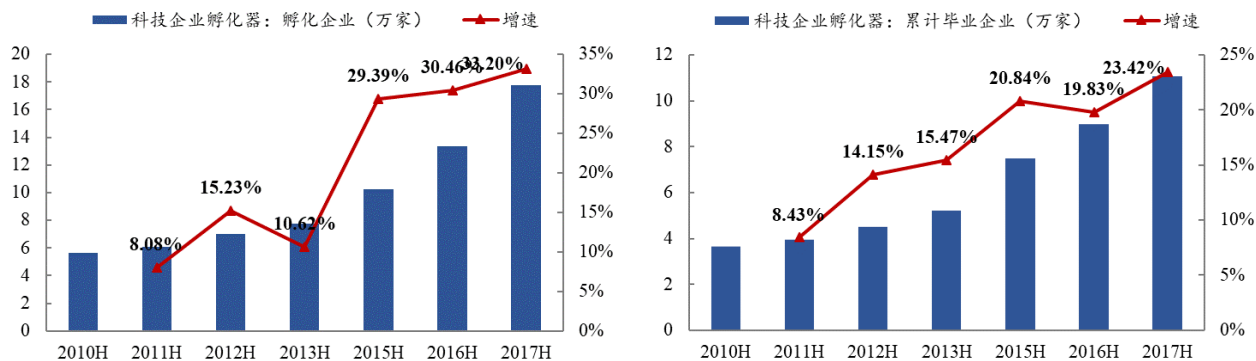
图 10：2012-2017 年国内科技企业孵化器数量



数据来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2017年国内科技企业孵化器孵化企业共达17.75万家，累计毕业企业达到11.07万家，孵化企业数量CAGR达到20.38%，累计毕业企业数量CAGR达到19.64%，扶持科技创新收效明显。

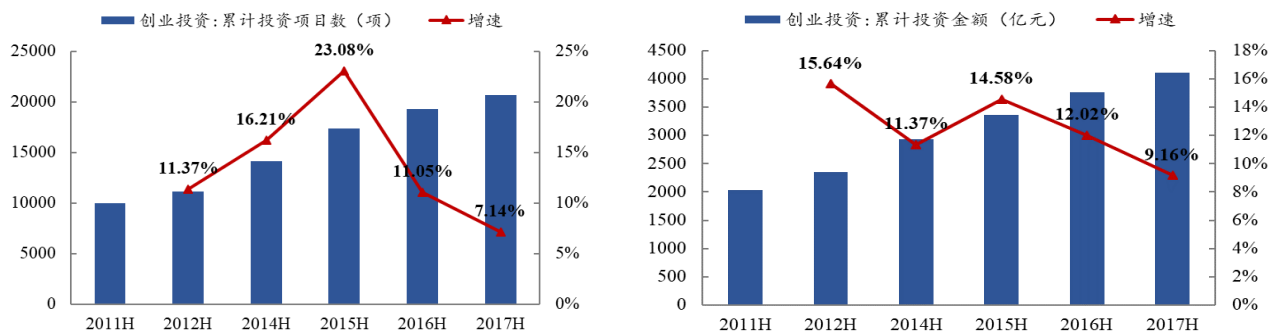
图 11：2010-2017 年国内科技企业孵化器孵化企业情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2017年我国股权投资基金的投资金额与投资项目较2016年有所回落，但整体仍高于历史平均水平。从单次投资交易的平均投资金额来看，2017年约为0.25亿元/笔，较2016年同比上涨18.98%。2012-17年间，我国股权投资基金的投资金额与投资项目CAGR分别达到11.78%、13.22%，呈现较好态势。

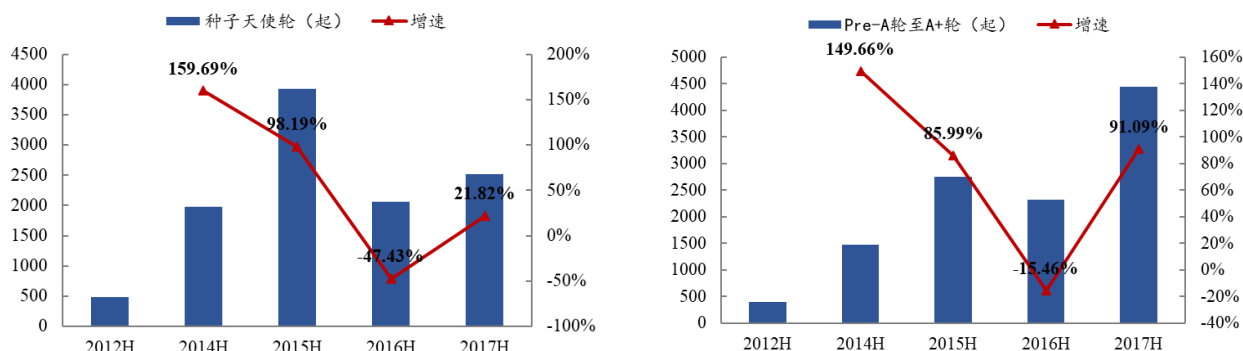
图12：2011-2017年国内创业投资累计项目数与投资金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

根据艾瑞咨询以及VC SaaS数据统计结果显示，2012年-2017年间，种子天使轮融资事件CAGR达38.79%，Pre-A轮至A+轮的投融资事件CAGR达62.08%。其中2017年国内共发生种子天使轮融资事件共计2518起，较2016年增幅达到21.82%，Pre-A轮至A+轮的投融资事件共计4441起，较上年同期增幅达到91.09%，显示出2017年国内投融资市场保持复苏迹象，投融资事件数量同比增长势头较好，成长期企业备受市场瞩目。

图 13：2012-2017 年国内创业投资数量



资料来源：艾瑞咨询，VC SaaS 数据，中国银河证券研究院整理

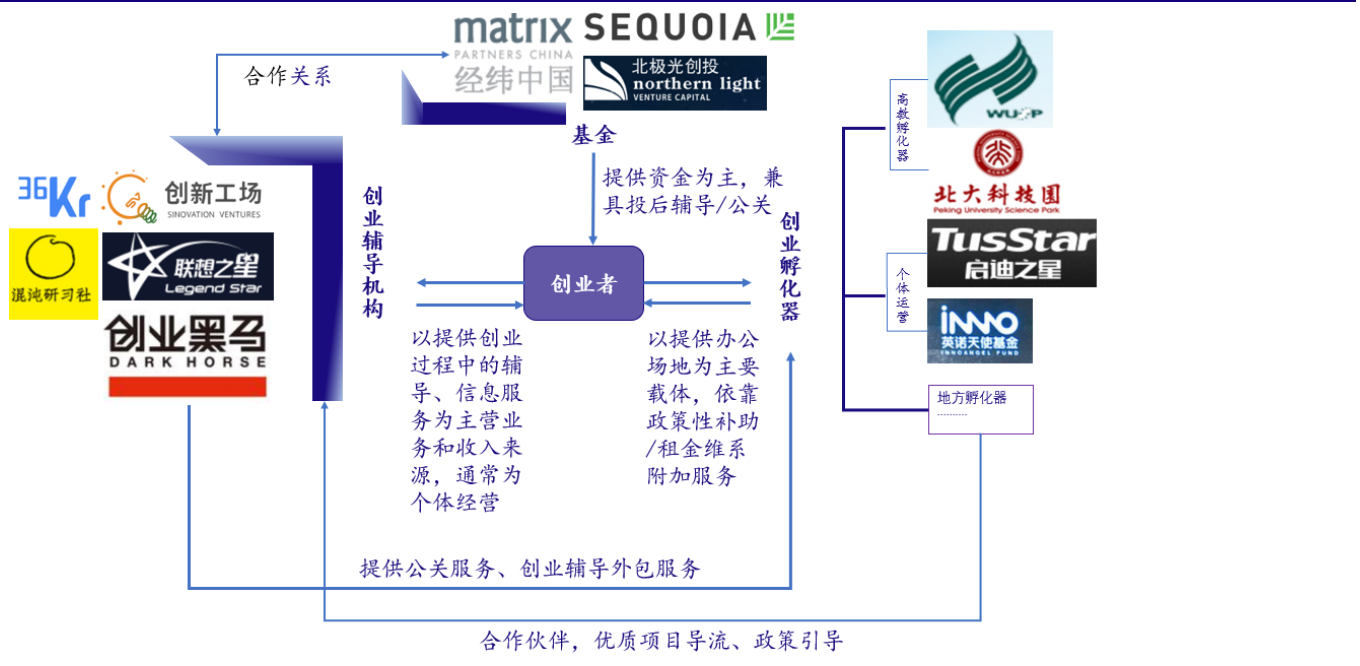
2.1.1 创业服务产业链日益完整，行业发展势头蒸蒸日上

创业服务是以技术创新、企业成长为核心的服务群，其通过聚集与创业相关的知识、人才、资金、信息等资源，提供创业人员和初创企业发展所需的法律、投融资、财务会计、技术、企业管理、政策与信息咨询、行业交流与培训、人才招聘、办公场所等服务，孵化高潜力企业并从中获益。当今经济市场中，创业服务可为创业者提供事业发展的外部支持，减少其创业风险，降低创业成本。对于推动产业结构升级、解决就业、促进创业有着积极推动作用。

近年来，得益于国家政策的支持，创新创业迎来高潮，创业服务机构由此乘上东风，进入快速发展阶段。市场上涌现出包括 36 氪、创新工场等在内的多家模式新、高水平、力量强的创业服务机构。各个机构从不同的角度提供多样化服务，促进了创业服务市场的蓬勃发展，也带来了一定的竞争压力。

整体而言，带有创业服务的机构分为基金、创业孵化器、创业培训辅导机构三类，其中，根据辅导服务与投资时间顺序，可以分为基金的投后服务和孵化器、创业培训辅导机构的投前、投后综合辅导；而根据提供服务的轴心来分，可以分为以创业辅导为主营业务的培训辅导机构与将创业辅导作为附加服务的基金和孵化器两类。综合而言，创业辅导机构是行业内在培训辅导领域最具专精力和竞争力的机构，而创业黑马独特的“媒体+辅导”的业务模式决定了其在创业辅导领域独特的地位与竞争力。

图 14：创业辅导行业概览

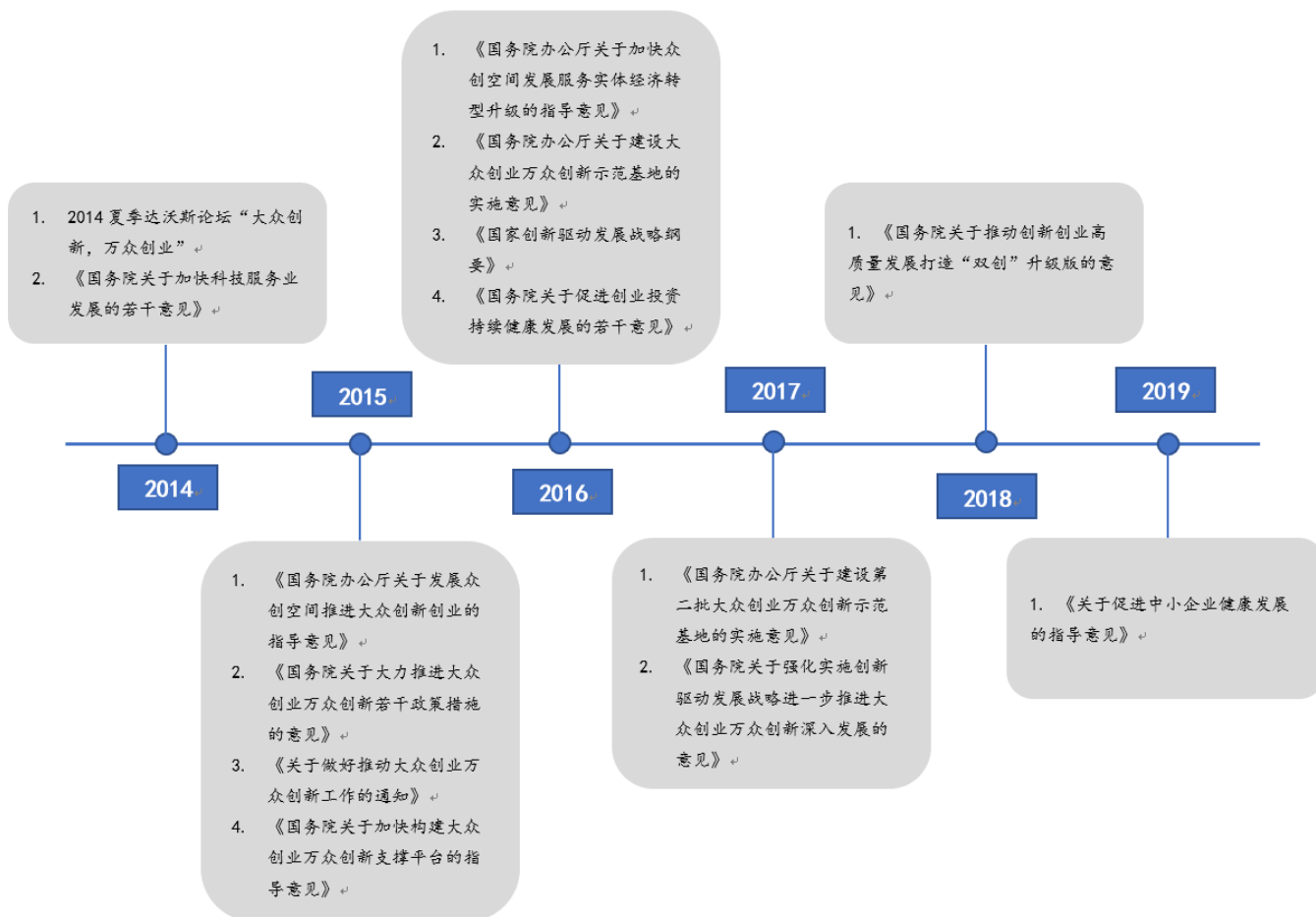


数据来源：公司官网，银河证券研究院

2.1.2 政策红利促进中小企业快速发展

2019年4月，中共中央办公厅国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出，中小企业是国民经济和社会发展的生力军，是扩大就业、改善民生、促进创业创新的重要力量，在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中发挥着重要作用。《指导意见》要求推动专业化众创空间提升服务能力，实现对创新创业的精准支持，推进发展“互联网+中小企业”，鼓励大型企业及专业服务机构建设面向中小企业的云制造平台和云服务平台。新旧动能转换、供给侧改革、创新驱动发展战略等重大政策推进，进一步推动国民经济产业结构升级、协调、优化，极大促进了广大中小企业发展，形成广阔成长空间，为企业级成长加速服务开启广阔前景。作为创业服务领域首家A股上市公司，公司积极响应国家政策指引与号召，把握政策趋势，顺势前行抓住新的发展机遇，聚焦科创服务，匹配优质资源，将成熟的产业加速体系带到更多的产业城市，服务更多中小企业加速成长。

图 15：2014 年至今创新创业相关政策

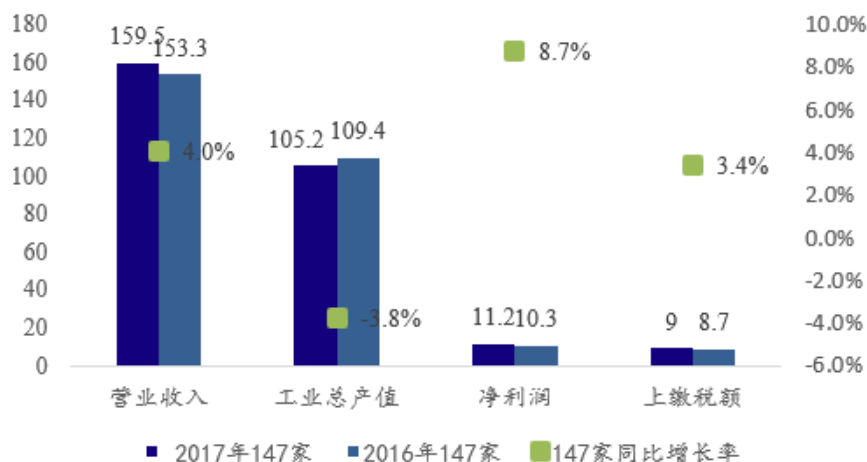


数据来源：国务院，中国银河证券研究院整理

2.1.3 创业培训需求旺盛，增长潜力巨大

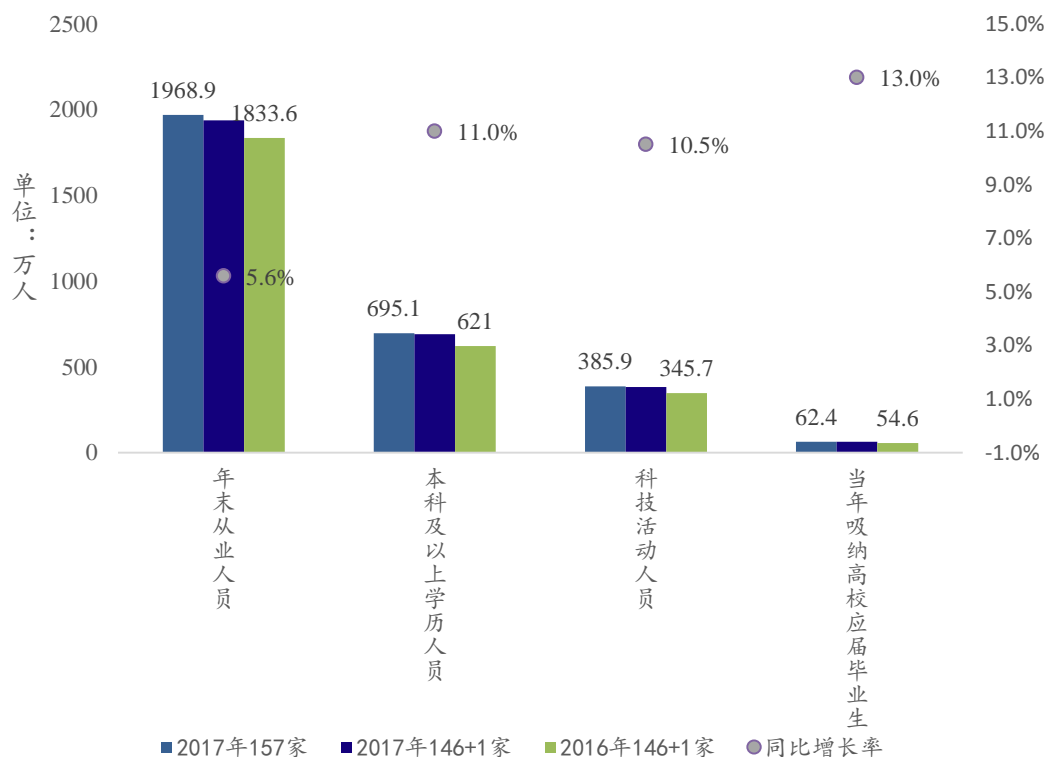
从整体大环境来看，由于政策利好的不断释放，我国创业市场发展稳健，数据显示，2016 年到 2017 年 147 家国家高新区营业收入同比增长 4.0%，净利润同比增长 8.7%。行业收入的增长一方面带动了从业人员的不断涌入，其受教育程度的层次之丰富、社会经验阅历的分布之广阔，为创业服务、创业培训行业提供了巨大的可扩展空间，行业增长潜力巨大。

图 16: 2016-2017 年 147 家高新区经营情况



数据来源: 国家高新区创新能力评价报告 2018, 银河证券研究院

图 17: 2016-2017 年国家高新区从业人员情况比较

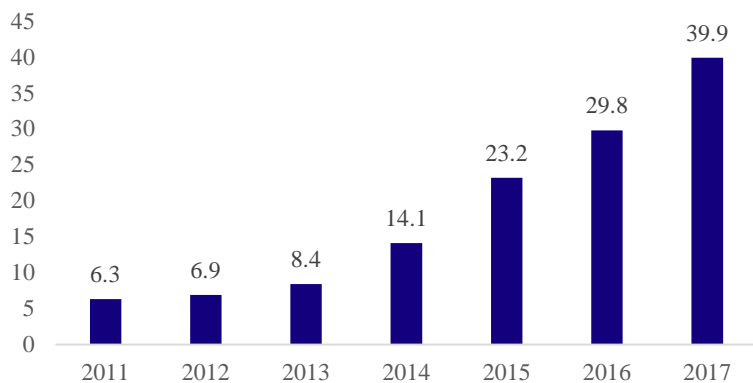


数据来源: 国家高新区创新能力评价报告 2018, 银河证券研究院

同时,政策的不断推进还带动了大量新兴企业的创办,为整体创业服务行业提供了更为光明的发展前景。据国家科技局数据显示,政策导向下,“双创”类企业数量大幅上升,高新区注册企业数量大幅激增,同时高新园区内在孵企业数量逐年上涨,在 2017 年达到 61743 家,

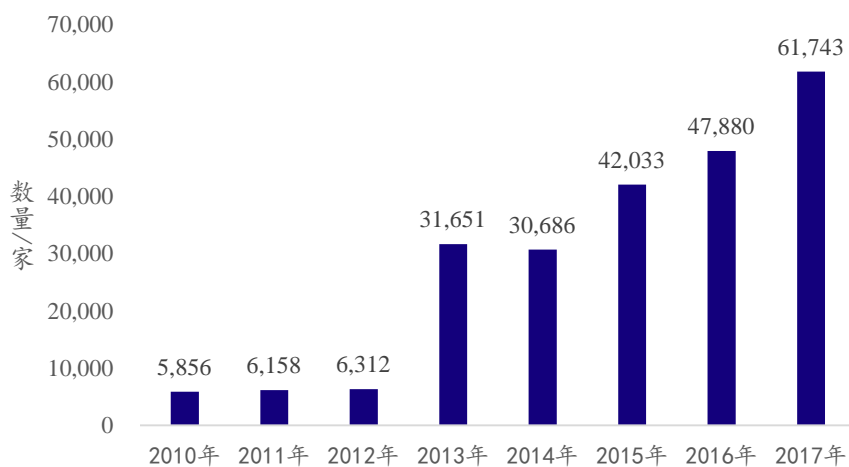
同比 2016 年增长 29.0%，在大幅增加的高新创新创业企业数量背后包含了巨大的企业管理咨询需求，而培训辅导和营销服务正是这些新注册企业所急需的，由此可见，整体行业的基本面不断向好，对深入布局其中的公司而言充满机会。

图 18：2011-2017 年国家高新区当年新增注册企业变化情况(万家)



数据来源：国家高新区创新能力评价报告 2018，银河证券研究院

图 19：2010 年-2017 年高新区内在孵化企业数



数据来源：国家高新区创新能力评价报告 2018，银河证券研究院

2.1.4 科创板带来发展良机，学员合作更加紧密

科创板的设立将成为中国资本市场改革、注册制先行的试验田，这为中国资本市场改革提供了重要的政策窗口期。相较于现有的股权融资市场，科创板充分借鉴境外成熟市场制度，在盈利条件、注册时间、同股不同权等科技成长龙头在 A 股上市障碍进行定点调整。在我国传统以信贷为核心的融资体系下，过去我国新经济企业在发展早期往往不得不更多依靠海外私募股权资金的支持，造成我国资本市场高科技龙头标的稀缺的局面，未来科创板的推出有望吸纳更多境内优秀创企（甚至境外创企）上市，将有效补充我国成长型科技创新企业融资短板、助力中国经济转型深化。

同时，科创板也为公司提供了更多的发展良机。为公司的学员们提供了更好的上升空间以

及更多的融资渠道,而公司在扶持创业企业方面的专业性也让学员们能更加符合科创板的上市标准。

通过 11 年的发展,创业黑马已成为国内培育和聚集独角兽企业最多的平台,覆盖并且服务企业全生命周期。截至目前,黑马深度赋能企业已达到 12000 家以上,黑马平台服务导师已超过 600 位,黑马企业实现融资超 4800 笔,融资总额达 2680 亿元。学员中,已有 10 家上市公司以及 35 家黑马生态独角兽企业。目前,创业黑马的学员中有两家标志性科创板企业,分别是安翰科技以及旷视科技。

安翰科技作为世界上第一家研制成功“主动精确控制消化道胶囊内镜机器人系统”并实现商业化的公司,其产品市场占有率具有明显优势,据科创板资料显示,科创板于 3 月 22 日受理其上市申请,目前处于“已问询”状态;旷视科技亦是中国领军的人工智能产品公司,该公司以深度学习和物联传感技术为核心,致力于为企业级用户提供全球领先的人工智能产品和行业解决方案,目前该公司已完成 D 轮融资,总融资额约为 7.5 亿美元,据公司介绍,本轮融资所获资金将主要用于进一步加强旷视在深度学习领域的技术优势,并加速人工智能解决方案的商业化落地。

借助科创板大力发展以及黑马平台的扶持帮助,未来预计将有更多优质企业登陆科创板,而这些优质企业在成功上市之后,既能为创业黑马提供更多学员成功上市的实绩,还会为创业黑马带来更多的合作机会。

2.2 客户培训服务开展迅速,产品议价能力展现优势

公司主要客户包括创业创新企业、品牌厂商、园区等政府类机构和创业创新企业以及创业群体。公司推进深化各业务板块建设与优化,截至 2019 年一季度,与公司合作的导师超过 600 位,本年度累计培训学员超过 5,000 名,拥有超过万名成员的高活跃度社群;通过在地化建设已服务覆盖近 30 个城市,本年内城市学院落地新增九城,并实现 8 家城市学院联动开课,同时新增 3 座城市学院的签约,初步构建了区域服务网络。

公司课程除下表显示的线下课程,创业黑马的 i 黑马官网还推出了马脑、热点等在线资讯、创业经验分享服务,附带了订阅收费业务,由于订阅价格较低(380 元/年),可以将 i 黑马为载体的线上平台视作付费客户的导流平台,覆盖面更广,为线下服务奠定流量的基础。

表 2: 创业黑马主要产品销售情况

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%
	短期辅导培训项目 (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%
	短期辅导培训项目 (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%
	短期辅导培训项目	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	2,213	5,089.24	100.00%

数据来源：创业黑马招股书，银河证券研究院

2.3 同业竞争产品重叠率低，市占率保持优良水平

目前市场上针对创业服务的规模企业中四家代表性的规模企业为 36 氪、混沌研习社、联想之星和创业工厂。通过下表可以看出，4 家行业竞争品牌的培训辅导类课程与创业黑马的产品定位重叠程度并不高，仅混沌研习社的商学院有收费形式的课程，且为线上形式，难以满足创业黑马目标客户群体建立行业联系、与创业领军人物面对面交流的诉求。而 36 氪等其他三家创业服务企业的培训辅导课程主要聚焦于定时、定点、为自身品牌服务等方面，主推免费、公益形式的课程，针对的是创业过程中企业在硬件、融资等环节上的痛点，与创业黑马的主营方向并无直接冲突。因此，目前上规模的同业竞争者与创业黑马的同质竞争并不严重，赛道占有率或将持续保持优良水平。

表 3：同业竞争者目前概况

竞品名	产品线名:	定位	目前概况
36氪	创业者训练营	讲座类课程	基于嘉兴秀洲高新区，目前举办了共一届三期训练营，每期平均100余人
	鲸准	创业金融信息服务	官方称有300000+创业者与30000+一级市场投资用户，提供研报定制、融资匹配等服务
	氪空间	创业办公辅助	提供办公场地租赁、办公软件等硬件服务
混沌研习社	研习社、创新院、商学院	线上课程	课程模块包括管理、营销、运营、产品、哲学、商业、创业、战略、财务和组织 (混沌研习社一年学费为1198元，拼团价为1098元/年，商学院一年学费为1998元，拼团价为1798元/年)
	思维模型训练营	线下训练营	2018年，混沌大学举办了一场逾4000人规模的思维模型训练营，选出十强嘉宾参加思维训练大赛
联想之星	创业CEO特训班	线下训练营	2008年创办，培训(含食宿)全免费，准入门槛较高，
	创业戈壁行	打造产业链联盟	目前有4家上市企业，新三板挂牌40多家，至少50余家企业估值超过1亿美元，企业总估值超过1500亿人民币，带动的融资规模超过200亿人民币，解决就业岗位超过10万个
	星友创业基金		
	星董会		
创新工场	创新工场公开课	线上课程	免费，覆盖创业过程中部分相对基础的知识，以扩大平台影响力为导向

数据来源：公司官网，银河证券研究院

2.4 线上线下联动深耕区域市场，闭环运营模式提供优质服务

创业黑马经营闭环模式的独特之处是用线上会员、资讯订阅服务运营服务招徕客户，进而开发出其中的潜在付费客户，最后以高频次、客户需求导向的线下、线上训练营，游学，社交营销服务的形式实现盈利。

纵观目前的创业培训赛道竞品标的，大多聚焦于单一的线上辅导，线下活动的特点为低频、低转化率，或是仅仅聚焦于社交、培训中的部分方面。创业黑马所拥有的全面、完整的线下变现体系凭借高频次、高质量、广分布的特点，在同业竞争中成功占据了优势地位。综合其利用互联网以及传统媒体结合线下培训的独特生态闭环，其主要竞品主要由以下两者组成：

1. 管理咨询公司

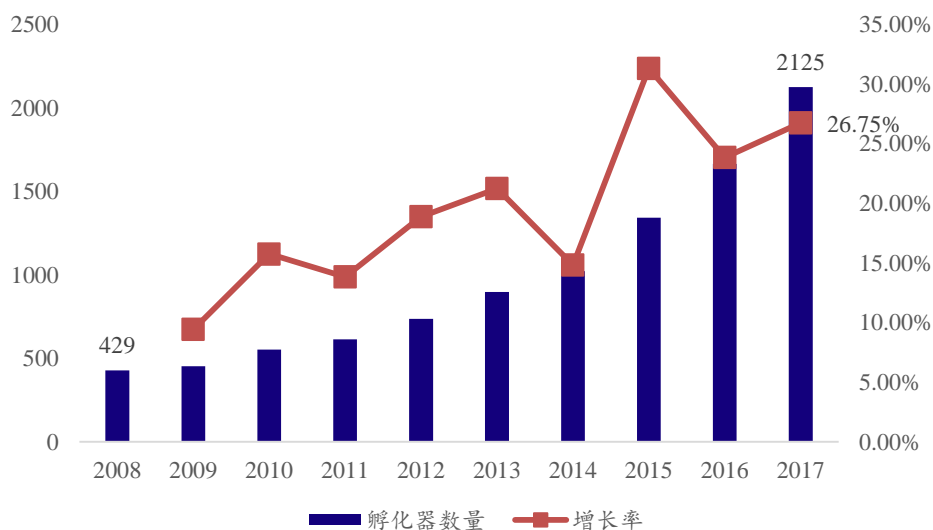
目前，公司主营业务中的培训辅导业务和营销业务潜在的替代品为咨询公司的相应业务。然而，管理咨询行业动辄百万的咨询费用于创业黑马的目标客户群体：创业企业而言是不小的负担，因此，在创业黑马持续坚持二三线相对城市不断开拓发展、一线城市积极深度布局的战

略前景下，主营业务受管理咨询等企业服务业替代的可能性较小。

2. 创投基金/孵化器

创投基金和各类孵化器拥有相应配套的投后辅导业务，在一定程度上与公司的主营业务相重合。前者的受众规模取决于公司自身规模以及经营策略。如果产业景气得以持续，孵化器和创投基金规模不断扩大，可能会对公司业务带来不利影响。但由于截至目前，尚无拥有如创业黑马“媒体+培训”体系的竞争者出现，该领域的竞争者对公司主营业务产生巨大影响的可能性较小。

图 20：国家高新区孵化器数量及增长变化



数据来源：国家高新区创新能力评价报告 2018，银河证券研究院

三、未来发展：从线下到线上，从创业培训到产业加速， 打造产业加速云平台

3.1 实验室定位产业加速服务产品更具针对性，用户粘性逐步增强

多年来，国家和各级政府先后出台了一系列惠及中小企业尤其是小微企业发展的优惠政策措施，对促进中小企业健康发展发挥了重要作用。作为最早创办开展创业培训服务的公司，公司抓住历史发展契机，遵照国务院引发的《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，大力扶持创业群体（中小企业、科技企业、“双创”企业）以帮助它们健康发展。同时，凭借“双创”政策推进，在创业者服务与培训领域，构建了多方共创、共享、共赢的创业服务生态圈，并随着业务发展持续放大，让多方创业群体在生态圈中平稳度过初创期，且高速增长。

近年，公司通过实验室加强产业加速方面的服务产品输出，更具针对性，让老师带着资源、经验，帮助创业者解决具体的问题，形成诊断问题—形成方案—反馈优化的具体流程，集中解决项目发展的瓶颈，获得了学员的广泛好评，并且加强了学员的粘性。与同行业公司相比较，公司能够更好地解决客户群体欲建立行业联系、与创业领军人物面对面交流的诉求。同时，因为公司客户开课次数下滑较小，对价格接受能力较强，也为公司创造了较高的盈利能力。

3.2 业务下沉扩展服务区域，促进实体产业转型升级

公司秉承“推进中国商业新力量成长，发现培养下一代中国商业领袖”的愿景，以打造闭环式综合性创业服务平台为出发点，服务于创业者发展过程中所需的推广、学习、融资需求。同时在国家创新发展战略的指引下，重点布局产业升级服务，走出北上广、走出互联网、创投圈，将一线城市的优质创新资源传递到广大二三四线城市，以期促进实体产业转型升级，同时与各地政府及创新产业上市公司共同孵化、培育更多创新型企业，以便其加速成为“独角兽”企业。

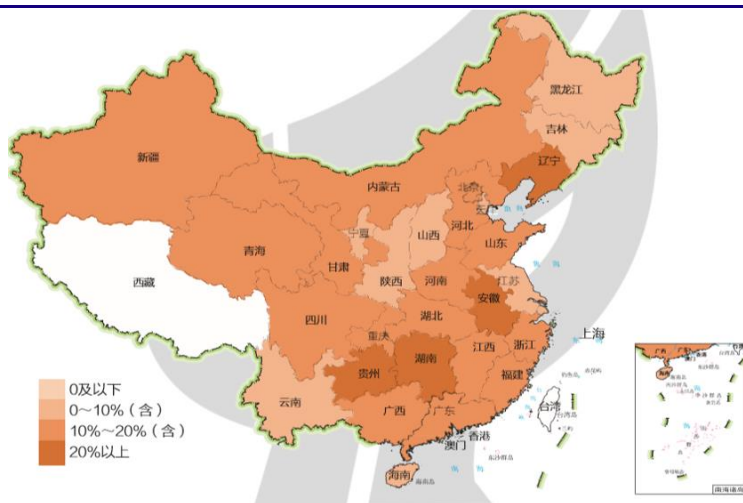
具体而言，公司正通过调整毛利较低的业务线，培育如“高管营”、“黑马百城计划”，不断扩大业务受众群体，开拓新的城市版图，力图实现用户数和营收的双击增长。

表 4：创业黑马主要发展产品方向

产品线	目标群体	概况
黑马百城计划	二三线转型经济体	通过建立“黑马全球路演中心”、“合作”黑马大赛“的方式为目标客户提供培训辅导培训、创新加速服务和活动赛事服务，目前总共开课 4 次，报名学员人数达 1200 余人，经过筛选后的参课学员人数超过 400 人
高管营	高成长企业高管	主要目的是帮助创始人培养事业合伙人，截止 2017 年 12 月底，“高管营”辅导培训产品开办 3 期，累计培训学员超过 150 人，其中 30%以上学员来自于复购的老学员企业，形成了良好的口碑效应
创业家 APP	国内企业主	引入上海连尚网络科技有限公司作为合作伙伴，通过“内容+服务”的方式更加高效地覆盖用户群体，实现用户数的指数级扩张
黑马实验室	创业者	实验室是针对创新项目的成长加速器，属于轻咨询，采用的是小班私教的形式，导师专项辅导，更具针对性，让老师带着资源、经验，帮助创业者解决具体的问题，诊断问题-形成方案-反馈优化，集中解决项目发展的瓶颈。目前划分大类：产业实验室、创业实验室。迄今为止，360 董事长周鸿祎、分众传媒董事长江南春、特劳特伙伴公司全球总裁邓德隆、创业黑马董事长牛文文等 30 余位导师走上黑马实验室的讲台，681 位创业者加入到我们的产业共创中来。其中，51 位学员成功融资，融资总金额逾 20 亿人民币，获得导师直接投资的项目达 29 个。

数据来源：公司官网，银河证券研究院

图 21：2017 国家高新区创新能力加权增长率的省（市、区）分布情况



数据来源：国家高新区创新能力评价报告 2018，银河证券研究院

3.3 产业链延长开展深度服务，致力打造未来“独角兽”孵化工场

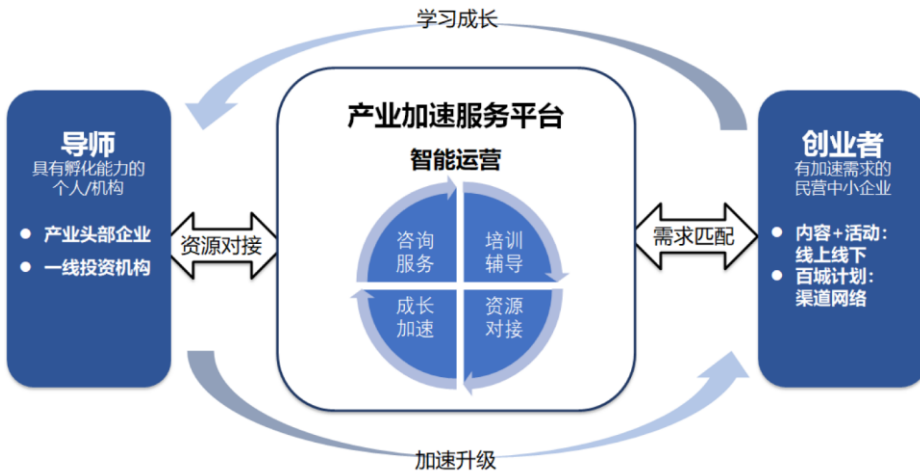
公司主营业务为创业服务，公司未来将在原有培训辅导培训服务和营销服务的基础上，延伸开展创业投资孵化服务。在已有的学院企业池中筛选前景可期的项目，与企业家或投资人导师进行联合投资孵化，努力打造未来“独角兽”的孵化工场，为此，公司陆续推出了“千里马计划”，严把入门关卡，致力于打造高质量的创投标的池。

3.4 产品加速云平台化初步落地，打开导师和创业者两端增长空间

2018 年公司已实现自创业培训升级至产业加速，将线下企业辅导服务升级转化至线上，全面推进平台战略，打造中国领先的产业加速云平台。通过构建云平台，实现资源与创业者两端汇聚，一边让具有孵化加速能力的个人和机构入驻，一边对接有加速需求的海量创业者入驻。在云端平台将导师资源和知识全部线上化，把创业加速孵化的能力向国内更广阔的区域输送，进而帮助更多的创业者实现加速成长。公司在不断满足创业群体多样化需求的过程中，构建了“共创、共享、共赢”的创业服务生态，借助多点触达、多元服务的综合平台，为创业企业提供综合性的创业服务。与创业者、企业家、投资人、政府园区等参与方形成了一种“共生共享、相互帮扶”的关系，从而创造生态价值，使生态得以可持续成长，并进一步保证公司业务可持续发展。随着用户数量的扩大、服务能力的提升和平台参与方的增加，公司将进一步打造创业服务平台 2.0 体系。公司将通过开放服务体系给优质的第三方服务商，最大限度地聚合外部服务资源，有效运用平台所掌握的丰富的创业资源，为创业者提供所需的全方位、综合性服务，构建起初步完善的创新创业服务支持生态圈。

公司将打造创业服务领域的智能化服务中台，平台服务及运营具体见下图：

图 22：创业黑马产业加速服务平台结构图



数据来源：创业黑马 2018 年报，银河证券研究院

产业加速云平台战略的实施，将打开导师和创业者两端增长空间。于导师端，通过平台能力帮助导师梳理经验及方法，不断放大导师的资源与行业影响力；于学员端，公司通过媒体的内容+活动，不断吸引线上线下有加速需求的创业者自主入驻，通过平台为其在创业过程中关注问题适配导师进行解答疑惑并提供解决方案。同时，“百城计划”的区域落地，使得平台可持续接入来自二三四线城市的创业者，为更多的中小企业主解决产业加速问题。

该平台开发已进入初期阶段，导入上传公司历史积累的庞大创业服务数据，运用人工智能、大数据等技术方式优化筛选，实现导师与创业者需求的智能匹配。同时配置并运营智能化服务中台，将体系化、分层级的资源输送到更多产业城市及创业者。

5 月 24 日，公司披露非公开发行 A 股股票预案，拟定向增发募资不超 6 亿元，其中 5.5 亿元用于产业加速服务云平台项目，0.5 亿元用于创业黑马信息化平台项目。通过此次非公开发行募投项目实施，公司构建并运营线上平台，提供标准化产品，从而扩大服务规模，拓展覆盖跨区域的中小企业客群，增加中小企业服务粘性，提升公司市场份额，增强持续竞争能力。

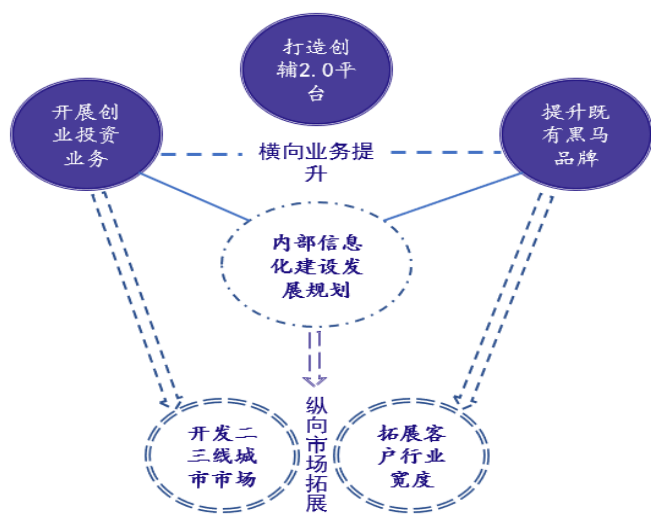
3.5 中后台高效协同合作，提升内部信息流转效率

公司已经建立了包含财务信息系统、CRM 系统和办公信息系统在内的内部信息化系统，该系统中，公司中后台高效协同合作，保证内部信息的高速性、高效性、精确性。在此基础上，公司计划建设覆盖业务全部流程的一体化信息系统，包含办公自动化、财务管理、知识管理、人力资源管理、决策分析系统等，进一步加强内控调度，加快内部信息的流转速度。

3.6 旗下多品牌开花，影响力逐步提升

公司旗下多个产品/服务平台，如黑马大赛、黑马运动会、黑马创业社群大会、等，在创业市场上具备较高的识别度以及较为广泛的品牌认知。未来公司将继续遵循品牌为先的原则，进一步提高公司品牌影响力，强化品牌领先地位，提高用户黏性。

图 23：公司横纵向战略发展概述图



数据来源：创业黑马2018年报，银河证券研究院

四、公司估值：合理估值区间 32.02-43.26 元

我们认为，公司未来业绩增长主要基于以下两项基本假设：

培训辅导服务推动业绩增长，未来利润释放空间大。“百城计划”的稳步推进使得公司业务范围持续稳定扩大，由于目前一些项目仍以建设投入为主，存在一定交付和确认周期，同时，业务扩张带来的人员费用及相关成本的增加对公司利润造成了一定的影响。从公司 2019 年一季报可看出，公司利润增速已经超过成本增速，说明产品升级和业务拓展初具成效。预计公司产品成熟后，成本将趋于稳定，同时基于公司公户规模的持续提升以及强大的用户粘性，在产品议价能力强的加成下，公司培训辅导服务有望实现高速增长。

产业加速服务升级提高用户粘性，推动公司实现业务转型。实验室服务产品的推出，更具针对性，能够更好地解决客户群体欲建立行业联系、与创业领军人物面对面交流的诉求。由于这部分客户价格接受能力较强，也为公司创造了较高的盈利能力。

基于以上分析，我们预计 2019-2021 年公司整体业务有望分别实现-0.16%/7.37%/5.00%增长，对应营收规模分别为 3.34 亿元/3.59 亿元/3.77 亿元，毛利率水平分别为 38.95%/39.41%/39.41%。由于公司是创业板首家创业企业服务及培训业务上市公司，业务具有独特性，可比公司较少，因此我们采用绝对估值法对公司进行估值。

我们采用三阶段自有现金流折现模型对公司进行估值：

1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加

2) 股权成本 = $R_f + \beta (R_m - R_f)$

3) $WACC = \text{债权成本} * (1 - \text{税率}) * D / (D + E) + \text{股权成本} * E / (D + E)$

4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2019-2021 年；第二阶段过渡期为 2022-2029 年；第三阶段为永续期。

5) 自由现金流折现公式： $PV = FCF_1 / (1 + K) + FCF_2 / (1 + K)^2 + FCF_3 / (1 + K)^3 + \dots + (TCG) / (K - g) * (1 + K)^{(n-1)}$

表 5：自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	20.00%
永续增长率	1.00%
无风险收益率	3.26% (10 年期国债)
市场要求收益率	12.56% (10 年 A 股全市场平均 ROE)
债权成本	4.00%
β 值	0.88

数据来源：中国银河证券研究院

我们按照上述假设，用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值，并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。考虑敏感性分析的永续增长率和 WACC 的变动，公司股票合理价值 32.02-43.26 元。

表 6: 敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%	1.61%
6.61%	71.68	72.26	72.91	73.65	74.48	75.43	76.50	77.73	79.14	80.76	82.65
7.27%	62.73	63.17	63.67	64.23	64.86	65.57	66.38	67.30	68.35	69.56	70.96
7.99%	54.82	55.16	55.54	55.96	56.44	56.98	57.59	58.28	59.06	59.96	60.99
8.79%	47.85	48.10	48.39	48.71	49.07	49.48	49.93	50.45	51.03	51.70	52.46
9.67%	41.70	41.89	42.11	42.35	42.62	42.92	43.26	43.65	44.08	44.57	45.13
10.64%	36.28	36.42	36.59	36.77	36.97	37.19	37.45	37.73	38.05	38.42	38.83
11.70%	31.51	31.62	31.74	31.87	32.02	32.19	32.38	32.59	32.83	33.09	33.39
12.87%	27.32	27.40	27.49	27.59	27.70	27.82	27.96	28.12	28.29	28.48	28.70
14.16%	23.65	23.71	23.77	23.85	23.93	24.02	24.12	24.23	24.36	24.50	24.66
15.58%	20.44	20.48	20.53	20.58	20.64	20.71	20.78	20.86	20.95	21.05	21.17
17.14%	17.64	17.67	17.70	17.74	17.78	17.83	17.88	17.94	18.01	18.08	18.16

数据来源: 中国银河证券研究院

五、投资建议

我们认为, 公司抓住历史发展契机, 凭借“双创”政策推进, 在创业者服务与培训领域, 构建了多方共创、共享、共赢的创业服务生态圈, 并随着业务发展持续放大。2018 年公司已实现自创业培训升级至产业加速, 将线下企业辅导服务升级转化至线上, 全面推进平台战略, 打造中国领先的产业加速云平台。通过构建云平台, 实现资源与创业者两端汇聚, 一边让具有孵化加速能力的个人和机构入驻, 一边对接有加速需求的海量创业者入驻。在云端平台将导师资源和知识全部线上化, 把创业加速孵化的能力向国内更广阔的区域输送, 进而帮助更多的创业者实现加速成长。

公司利用自身媒体用户积累强大的用户基础, 历经十余年积累, 逐渐打造出超过十万人的社群基数。同时, 公司产品议价能力优势明显, 同业竞争产品重叠率低, 市占率保持优良水平; 实验室产品服务更具针对性, 用户粘性逐步增强。未来随着公司服务规模的提升以及产品进一步优化, 相关业务实现稳定较快发展, 在成本增速放缓的同时利润得到进一步释放, 净利润有望持续提升。

随着公司产品升级和用户规模的持续提升, 公司业绩有望实现快速增长, 预计公司 19/20 年归母净利润分别为 4313 万元/4823 万元, 同比增长 251.82%/11.83%, 对应 PE 分别为 61.76x/55.23x, 给予推荐评级。

六、风险提示

市场竞争风险、管理风险及人员流动等风险

七、附录

插图目录

图 1: 创业黑马培训辅导服务 2014-2018 财年变动情况	3
图 2: 创业黑马营销服务服务 2014-2018 财年变动情况	4
图 3: 创业黑马主营业务构成	4
图 4: 创业黑马 2014-18 财年业绩	6
图 5: 2016-18 年度创业黑马净资产收益率表现	6
图 6: 创业黑马现金流情况	7
图 7: 创业黑马负债及预收账款状况图	7
图 8: 中国每年新增登记企业数量	8
图 9: 2011-2017 年中国企业培训市场规模	9
图 10: 2012-2017 年国内科技企业孵化器数量	9
图 11: 2010-2017 年国内科技企业孵化器孵化企业情况	10
图 12: 2011-2017 年国内创业投资累计项目数与投资金额	10
图 13: 2012-2017 年国内创业投资数量	11
图 14: 创业辅导行业概览	12
图 15: 创业方向国家政策时间轴	13
图 16: 2016-2017 年 147 家高新区经营情况	14
图 17: 2016-2017 年国家高新区从业人员情况比较	14
图 18: 2011-2017 年国家高新区当年新增注册企业变化情况(万家)	15
图 19: 2010 年-2017 年高新区内在孵化企业数	15
图 20: 国家高新区孵化器数量及增长变化	19
图 21: 2017 年国家高新区创新能力加权增长率的省(市、区)分布情况	21
图 22: 创业黑马产业加速服务平台结构图	22
图 23: 公司横纵向战略发展概述图	23

表格目录

表 1: 创业黑马主要产品及价格	5
表 2: 创业黑马主要产品销售情况	17
表 3: 同业竞争者目前概况	18
表 4: 创业黑马主要发展产品方向	20
表 5: 自由现金流折现模型假设	25
表 6: 敏感性分析	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨晓彤，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn