

银行培训领军企业，内生外延增长强劲

新业务层出不穷+服务要求提高=培训市场空间稳步提升

在当前银行业竞争压力增大，传统业务盈利能力降低的背景下，银行为提高业绩水平，要做很多转变和创新，而新增的业务对培训的需求就大大提升；服务方面，过去是坐等客户上门，而现在对人员营销能力的要求大大提升，同时由于银行的企业性质和历史积淀，机构相对臃肿，人员竞争意识还有待提高，也给了第三方服务机构和培训机构机会；由于新的网上交易方式的大大普及，银行对柜员的需求下降，原有的大量柜员有转岗到其他岗位特别是营销岗位的需求，从而产生了大量的培训需求，培训市场空间稳步提升。

行业目前集中度低，未来提高是趋势，优质企业将脱颖而出

银行培训行业属于人力密集型行业，在规模化扩张的时候会遇到人才瓶颈的限制；同时全国性机构在异地扩张时，有一定的成本劣势；另外，不同银行由于过往合作有自己更加信任的品牌。基于以上的原因，银行培训行业目前的集中度还相对较低。然而，培训咨询服务业已进入品牌竞争时代，在行业逐步走向成熟的时候，新进机构打造一个有竞争力的品牌需要较多的时间和资金投入。行业集中度提高是必然趋势，在此过程中，优质企业将脱颖而出。

起航股份产品：覆盖全面，紧跟市场，布局全国

培训产品：覆盖银行各个层级的需求：公司培训领域的产品全面覆盖了银行各个层级的需求，从相对基层的新员工、柜员、客户经理、理财经理、大堂经理、会计主管到基层后备干部的储备再到中高层的银行中层、高管、支行行长，公司都有经验丰富的解决方案。**咨询产品：**公司目前咨询产品有三大产品条线：战略流程、组织管理和人才发展。**科技产品：**自主研发在线培训系统，提高培训效率。

起航股份核心竞争力：

深耕多年铸就良好口碑，积累丰富客户资源：2007年至今，起航累计为提供了超过300万人天的线下咨询培训服务；模拟银行平台累计超过50万人次的平台实战演练学习，超过200场模拟银行业务考试；客户覆盖全国30个省、市、自治区，超过3000家总行和分支行机构，得到客户的广泛认可和好评。**研发能力强，线上线下结合，培训方式标准化才能规模化：**公司设有一支强大的研发团队，致力于为银行提供专业、先进、综合、针对性强的服务。目前的银行培训咨询服务方式仍以传统的面对面教授为主，但随着互联网技术的发展，公司将线下培训与线上服务相结合，有效提升了受众对相关技能和知识点的掌握度，从而提高用户黏性。公司的培训产品具有标准化理念，可规模化复制扩张。

起航股份（833380）

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2018年1月2日



管理运营高效，核心团队稳定：

公司推出的事业合伙人制度很大程度大激发了员工的积极性，同时增强了公司的向心力。公司核心团队稳定，有与公司行业特点相匹配的激励制度，强化了骨干员工收入及业绩正关联，同时也为公司培养了大量的后备人才。公司亦于 2015 年推出股权激励计划，有超过 60 名员工获得公司的股权或期权。

起航股份未来发展战略：

公司未来坚持以金融教育为核心，在**培训和金融服务两个方向共同发力**。培训是公司的传统业务，具有深厚的客户基础和丰富的行业经验，在传统培训业务的基础上，公司未来将一方面顺应时代趋势，重点在**在线教育领域进一步发力**；同时以江南金融培训中心的成功经验为基础，**进一步重点发展企业大学这个崭新的业务模式**。**金融服务**是公司顺应银行业的发展趋势，在近几年开始着力发展的方向，小微金融服务是当前重点发展的方向。公司提供的小微金融服务有业务外包和技术输出两个方向。**技术输出毛利高，可复制性强，将为公司带来更为突出的业绩增长点**。未来，公司业务将进一步向大金融领域延伸，同时研究向银行的高端个人客户和企业客户提供咨询服务，为金融拟从业人员提供培训服务的可能性。

投资建议和盈利预测

银行业传统业务利润不断被挤压，金融创新层出不穷的背景下，银行机构对培训的需求更加旺盛。培训咨询服务业已进入品牌竞争时代，行业壁垒日益提高，公司作为行业中的佼佼者，市场份额有望继续提升。公司未来传统培训业务将保持稳定增长，并不断在新业务（小微贷）、新模式（在线教育、企业大学）等方面开疆辟土，形成新的业绩增长点。看好公司未来发展。预计 2017、2018 年实现营业收入 1.8 亿元和 2.5 亿元，实现归母净利润 1500 万元和 2800 万元。



目 录

一、公司概况：银行咨询教育培训领域龙头企业.....	5
二、行业空间不断增长，集中度有待提升	6
2.1 新业务层出不穷 + 服务要求提高 = 培训市场空间稳步提升	6
2.1.1 金融业蓬勃发展，增速高于 GDP 整体增速.....	6
2.1.2 传统业务盈利能力降低倒逼银行改革，新业务加速推出.....	7
(1) 银行理财产品快速发展，农村金融机构理财产品余额增速惊人.....	7
(2) 小微贷市场空间大，但风险识别困难，更需专业化培训	7
2.1.3 管理培训行业市场空间稳步提升.....	10
2.2 行业目前集中度低，未来提高是趋势，优质企业将脱颖而出.....	10
2.2.1 人力密集型+异地扩张相对困难，导致目前行业集中度低	10
2.2.2 行业进入品牌竞争时代，集中度提高是趋势.....	11
三、起航股份产品：覆盖全面，紧跟市场，布局全国.....	11
3.1 培训产品：覆盖银行各个层级的需求	12
3.2 咨询产品：聚焦战略流程、组织管理和人才发展.....	13
3.3 科技产品：自主研发在线培训系统，提高培训效率.....	14
3.4 思达优悦：强强联合，优势互补	14
四、起航股份核心竞争力	15
4.1 深耕多年铸就良好口碑，积累丰富客户资源.....	15
4.2 研发能力强，线上线下结合，培训方式标准化才能规模化.....	15
4.3 管理运营高效，核心团队稳定	15
五、起航股份未来发展战略	16
5.1 深耕传统培训业务，大力发展在线业务和企业大学.....	16
5.1.1 顺应时代趋势，大力发展在线业务.....	16
5.1.2 创新模式企业大学成为新的增长点.....	17
(1) 江南金融培训中心—贴近中小银行需求的创新之路.....	17
(2) 复制成功经验，是公司未来大力发展的模式和利润增长点	18
5.2 小微金融服务：业务外包增长迅速，重点发展技术输出.....	18
5.2.1 国际先进的微贷技术+本土特色的全流程管理风控体系	18
5.2.2 业务外包和技术输出双管齐下，未来重点发展毛利更高的技术输出	19
六、投资建议和盈利预测	20
风险提示	20
图 1：公司股权结构图	5
图 2：公司 2016 年收入构成	5
图 3：公司营业收入变化情况	5
图 4：公司发展历程	6
图 5：金融业 GDP 及其同比增速 单位：亿元.....	7



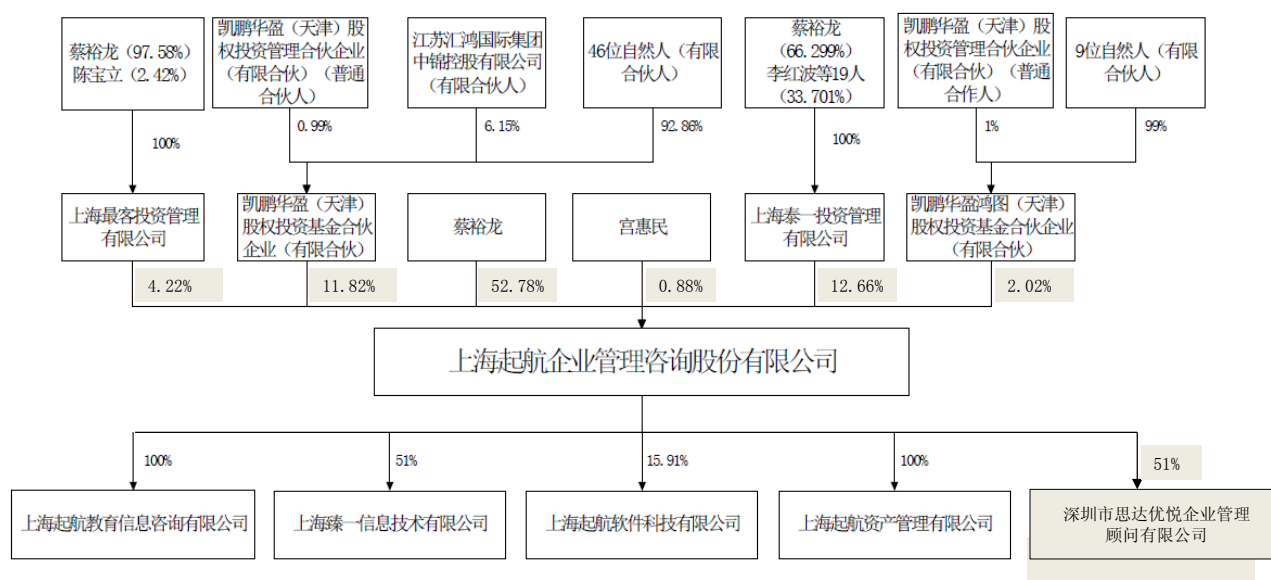
图 6: 金融业 GDP 增长速度高于整体 GDP 增速.....	7
图 7: 银行业金融机构法人机构数	10
图 8: 农村商业银行法人机构数	错误!未定义书签。
图 9: 银行业金融机构从业人数变化 单位: 万人.....	错误!未定义书签。
图 10: 农村商业银行从业人数变化 单位: 万人.....	错误!未定义书签。
图 11: 管理培训行业市场规模预测 单位: 亿元.....	10
图 12: 银行理财产品资金余额变化	7
图 13: 农村金融机构理财产品资金余额变化.....	7
图 14: 银行业金融机构小微企业贷款余额及其增速 单位: 亿元.....	8
图 15: 农村商业银行小微企业贷款余额及其增速 单位: 亿元.....	8
图 16: 起航股份全国布局的营销网络及客户分布.....	12
表 1: 四类贷款技术	9
表 2: 3 种中小微企业信贷的业务模式	9
表 3: 行业不同类型培训机构运营模式和代表公司.....	11
表 4: 公司培训产品覆盖全面	12
表 5: 公司小微贷成功案例	错误!未定义书签。
表 6: 江南金融培训中心课程设置	17

一、公司概况：银行咨询教育培训领域龙头企业

起航股份于 2007 年 1 月正式成立，总部位于上海，主要为金融机构提供咨询服务，线下和线上的培训服务，小微金融与消费金融解决方案。起航股份与全国 2187 家银行机构有着深入合作，业务覆盖全国 30 个省 1200 余市县，培训人次超过 350 万人天。在银行教育培训领域市场占有率第一。起航股份于 2015 年 8 月 25 日挂牌新三板，同年 12 月份，起航股份和深圳市思达优悦企业管理顾问有限公司合并，实现强强联合优势互补。

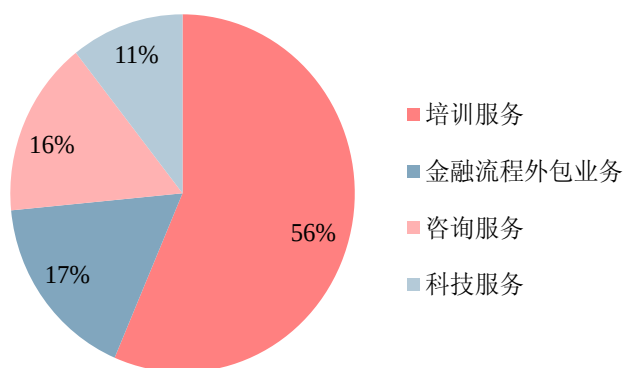
公司 2016 年实现营业收入 1.46 亿元，实现归属于母公司的净利润 389 万元。公司主营业务收入分四个板块：培训服务、科技服务、金融流程外包业务和咨询服务。公司的创始人董事长兼总经理蔡裕龙先生是目前起航股份的第一大股东，直接+间接持股比例 56.90%。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 2：公司 1h2017 收入构成



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 3：公司营业收入变化情况

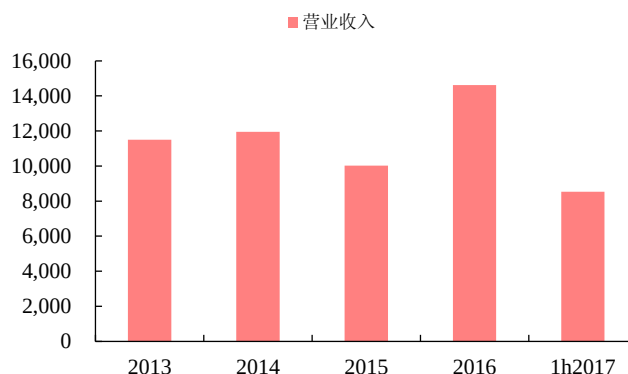


图 4：公司发展历程



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

二、行业空间不断增长，集中度有待提升

2.1 新业务层出不穷 + 服务要求提高 = 培训市场空间稳步提升

在当前银行业竞争压力增大，传统业务盈利能力降低的背景下，银行为提高业绩水平，要做很多转变和创新，而新增的业务对培训的需求就大大提升；服务方面，过去是坐等客户上门，而现在对人员营销能力的要求大大提升，同时由于银行的企业性质和历史积淀，机构相对臃肿，人员竞争意识还有待提高，也给了第三方服务机构和培训机构机会；由于新的网上交易方式的大大普及，银行对柜员的需求下降，原有的大量柜员有转岗到其他岗位特别是营销岗位的需求，从而产生了大量的培训需求。

2.1.1 金融业蓬勃发展，增速高于 GDP 整体增速

金融业作为第三产业中的重中之重，金融业的蓬勃发展推动了其他产业经济的进步。中国金融业在市场化改革和对外开放中不断发展，总量大幅增长。金融业增长速度高于 GDP 平均增速，金融业 GDP 在国民经济的占比中越来越高。



图 5：金融业 GDP 及其同比增速 单位：亿元

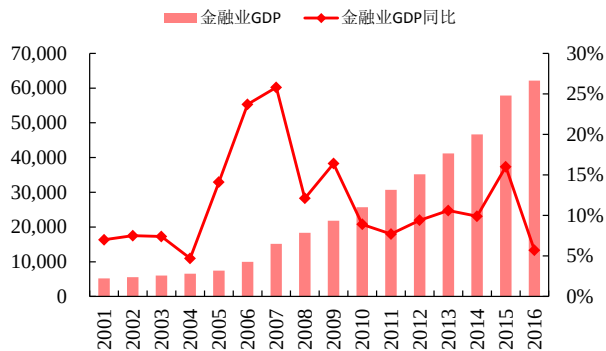
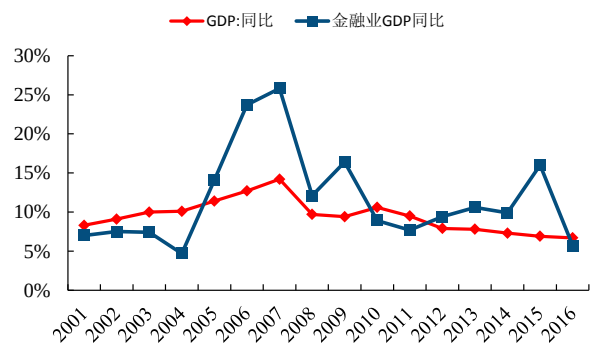


图 6：金融业 GDP 增长速度高于整体 GDP 增速



资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

2.1.2 传统业务盈利能力降低倒逼银行改革，新业务加速推出

（1）银行理财产品快速发展，农村金融机构理财产品余额增速惊人

在金融脱媒和利率市场化推进的进程中，银行体系的存款将存在储蓄搬家的可能。而发行理财产品是确保存款能够留在银行体系中一种主要的途径。随着利率市场化的不断推进，近年来我国资金来源端需求发生了深刻的变化。居民不再满足于较低的银行存款利率，转而依据自身风险偏好产生了个性化的投资诉求。为迎合资金来源端的需求和中国金融业发展的客观趋势，银行等金融机构广泛开展相比于传统存贷款业务要求更少资本消耗的银行理财业务。

在过去的几年中，理财规模经历了迅猛的发展：银行理财产品余额从 2010 年末的 2.80 万亿元，增长到了 2016 年末的 29.05 万亿元，六年复合增长率在 45% 以上。而过去两年，农村金融机构理财产品资金余额的平均增速更是高达 85%。从 2015 年初的 0.48 万亿，提高到 2016 年末的 1.64 万亿。

图 7：银行理财产品资金余额变化 单位：万亿

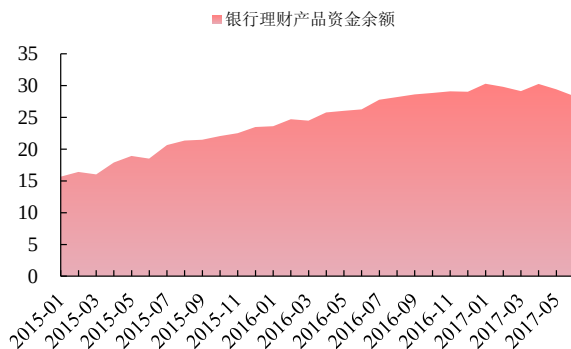
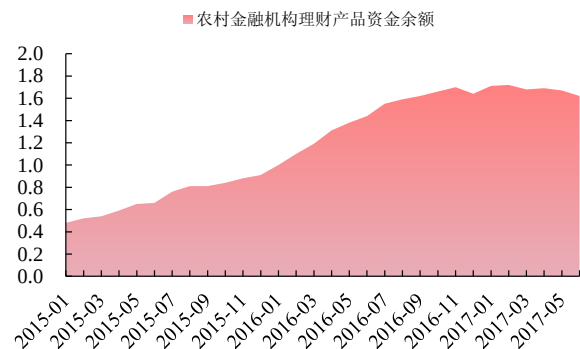


图 8：农村金融机构理财产品资金余额变化 单位：万亿



资料来源：wind，中信建投证券研发部

（2）小微贷市场空间大，但风险识别困难，更需专业化培训

① 传统业务利润不断被挤压，小微贷成各银行争夺的新战场

目前，商业银行的传统业务利润不断被挤压，浮动利率的实施、存款保险制度的推出等金融创新手段不断挑战传统的利润源泉。同时，城市商业银行大规模兴起，同行之间的竞争日益激烈，阿里小贷等互联网金融的



发展势头也蒸蒸日上，要想在激烈的逐杀中强者生存，积极创新、开发新市场、挖掘新的利润点已经成为各商业银行迫在眉睫的任务。小微信贷由于与消费紧密相连，受经济周期波动的影响相对较小，具有良好的稳定性和盈利性，已经成为各银行争夺的新战场。发展小微信贷业务可以优化商业银行的收入结构，增加客户储备，拓宽发展渠道。发展小微信贷业务可以优化商业银行的收入结构，增加客户储备，拓宽发展渠道。

② 农村金融机构小微贷余额增速更快

银行业金融机构小微企业贷款余额从 2015 年一季度的 21.4 万亿增长至 2017 年一季度的 27.8 万亿，年均复合增长率 13.94%，同期农村商业银行小微企业贷款余额从 3.30 万亿增长至 5.36 万亿，年均复合增长率 27.37%。农村商业银行小微企业贷款余额增速高于整个银行业金融机构的增速。

图 9：银行业金融机构小微企业贷款余额及其增速 单位：亿元

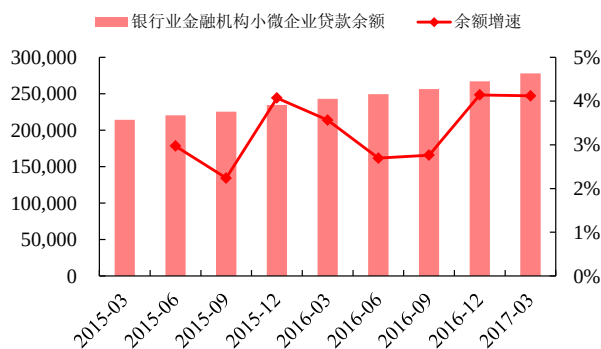
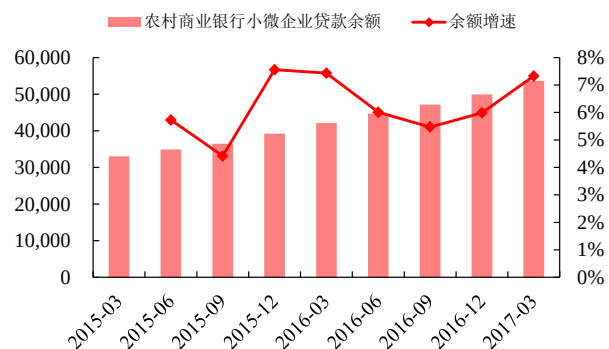


图 10：农村商业银行小微企业贷款余额及其增速 单位：亿元



资料来源：银监会，wind，中信建投证券研发部

③ 小微贷由于信息不对称等原因，更需要专业培训

中小微企业信贷业务的难点在于企业信息不透明，银企间信息不对称，以及由此导致的道德风险、逆向选择问题。交易成本、代理成本过高使银行对中小企业发放贷款可能无利可图。此外，监管机构对银行不良率的控制也对银行开展风险较高的中小微企业信贷业务形成了一些阻碍。

a. 信息不对称，导致商业银行放贷过程中存在虚假授信风险。商业银行和小微企业间的信息不对称问题，主要是指由于小微企业经营不规范、信息披露不透明导致商业银行无法充分了解小微企业的真实经营情况，难以及时对贷款资金使用情况必要的监控。由于信息不对称带来的种种问题，出于对自身风险控制的考虑，商业银行难免产生对小微企业惜贷的行为，导致部分小微企业无法取得业务发展所需要的资金。

b. 单笔贷款额度低导致贷款成本高，降低了银行的经济效益。小微企业规模小、数量多、分布广、信息分散，无形中提高了商业银行的信息采集成本。此外，企业的资金申请额度通常与企业经营规模相匹配，规模较小的企业由于抵押物不充足，缺少担保措施，一旦发生不可抗力，便难以及时还款，增加商业银行的坏账风险。

c. “小微贷”业务品种单一、创新不足，难以充分匹配小微企业需求。近年来，各商业银行均加大了对“小微贷”业务的投入，但在具体的服务过程中同质化竞争严重，缺少对不同行业资金需求的细分，没能根据小微企业差异化的经营情况设计更有针对性的金融服务产品，存在服务空白区，导致部分小微企业难以获得与实际需要相契合的小微贷产品，错过发展良机。

然而，“小微贷”是中小银行战略转型的必争之地。在竞争激烈、利率市场化趋势、银行改革、互联网金融冲击的背景下，微型企业市场必将成为银行争夺的战场。同时，小贷微贷技术是用现代银行的经营理念 and 机制体制在小微企业金融领域撕开一道口子，形成“鲶鱼效应”，强力引领和加快推进中小银行的改革和战略转型。

表 1：四类贷款技术

类型	内容和特点	适用情况
财务报表型贷款 financial statements lending	贷款决策基于贷款申请者提供的财务报表所反映的财务信息。	信息透明度高、财务制度健全的大企业及经营年限较长的中型企业。
抵押担保型贷款 Asset based lending	贷款的决策基于贷款申请者提供的抵押品的数量和质量。交易成本高、手续繁琐。	拥有质量、数量达到银行放贷要求的抵、质押物的各类企业，通常是大中型企业。
信用评分技术 Credit scoring	贷款决策基于运用现代数理统计模型和信息技对客户信用记录进行计量分析。具有成本低、效率高等特点，但对信息系统和数据积累的要求较高，其应用范围受到限制。	拥有高质量、数量数据，专业化人才、信息系统、信息技术等软硬件条件的银行。针对信息透明度低，缺乏抵、质押物的中小企业。
关系型贷款 relationship lending	贷款决策基于通过长期和多种渠道（存贷款、结算、咨询业务、利益相关者、所在社区）的接触所积累的关于贷款申请者的相关信息而做出。	与银行保持长期、密切而且相对封闭的交易关系的企业。 适合于中小企业。

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 2：3 种中小微企业信贷的业务模式

	贷款技术	特点	开展银行	代表银行	成本优势	风险控制
模式 1	信用评分技术	标准化、自动化审批流程、风险分散，溢价高	具有数据、信息技术优势的大银行。	富国银行 民生银行	网络效应、规模效应。	细分客户，优质贷款，行业、经营年限、地区分散风险，贷后动态管理，高溢价弥补违约损失。
模式 2	抵、质押，担保关系型贷款	以点带面，“打包”中小企业。风险较为集中	位于经济发达地区的中小银行。	平安银行	利用关联企业间的信息优势减少交易成本。	财务信息，抵、质押物，企业互保，贷后管理。适当的风险溢价。
模式 3	关系型贷款	深入了解客户，建立银企关系，互助小组。风险分散。	位于经济欠发达地区的中小银行、村镇银行等。	格莱珉银行	低劳动力成本。	筛选诚信水平高客户，分期小额还款，贷后培训，小组成员互相监督，责任共担。

数据来源：中信建投证券研究发展部

小额贷款业务风险可控。小额贷款额度低、笔数多、风险分散，受宏观经波动影响很小，银行可以不断地吸取经验教训，加强人员的培训管理，充分发挥三道防线的作用，小额贷款的风险总体上可以控制。同时，银行可以积极探索如何根据市场的发展状况、客户的资金需求，以及员工的业务能力推出与之相应的新型贷款产品，以适应不同人群、不同用途的需要。

基层员工可以通过培训迅速掌握小微技术，可行性较强。小额贷款业务属于劳动力密集型产业，客户群体分散，适合网络庞大、网点众多的银行办理。与其他贷款产品相比，小额贷款业务技术不太复杂，基层员工经

过系统的业务培训完全可以熟练掌握。而且小额贷款业务可以为银行信贷员提供一个锻炼的平台，为将来开展其他信贷业务积累经验。

2.1.3 管理培训行业市场空间稳步提升

随着银行传统利润空间被压缩，各种新业务的不断涌现，同时对于服务的要求也越来越高，这使得银行也管理培训的市场空间不断稳步提升。根据中国银行协会发布的《中国银行业社会责任报告》显示，2013 年到 2015 年，银行业金融机构组织培训分别为 1654 万人次，2084 万人次和 2584 万人次，保持了快速的增长态势。同时，管理培训行业市场规模在过去几年也呈现高速增长的态势，而到 2018 年，预计整个市场空间有望达到 3000 亿元以上。

图 11：银行业金融机构法人机构数

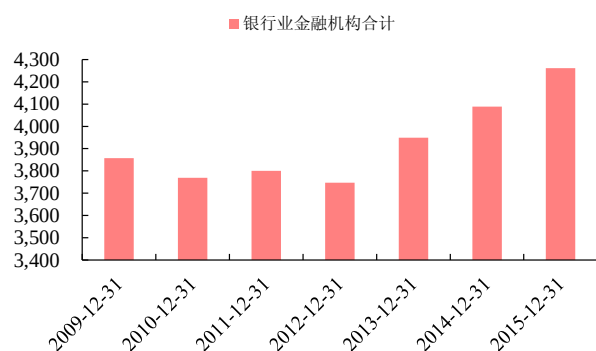
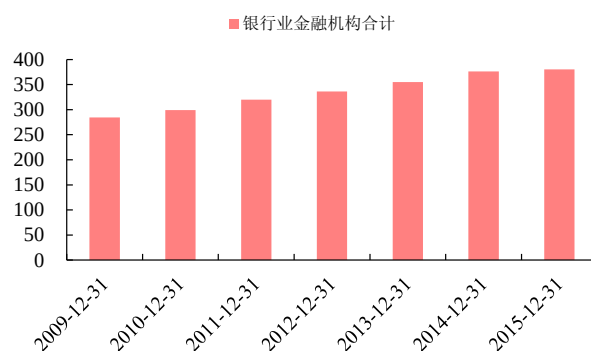
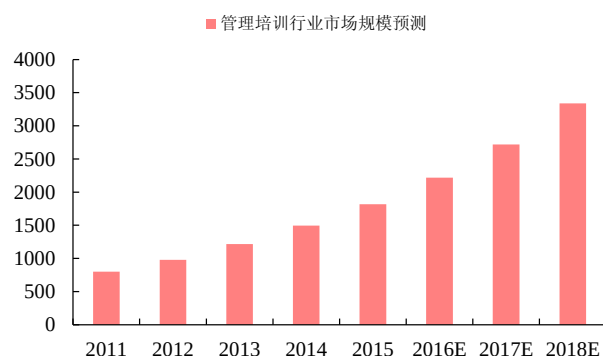


图 12：银行业金融机构从业人数变化 单位：万人



资料来源：银监会，wind，中信建投证券研发部

图 13：管理培训行业市场规模预测 单位：亿元



资料来源：尚普咨询，中信建投证券研发部

2.2 行业目前集中度低，未来提高是趋势，优质企业将脱颖而出

2.2.1 人力密集型+异地扩张相对困难，导致目前行业集中度低

银行培训行业属于人力密集型行业，在规模化扩张的时候会遇到人才瓶颈的限制；同时全国性机构在异地扩张时，与当地较小规模的培训机构竞争，在简单培训服务上存在一定的价格劣势，该类培训机构专注于本地区，且业务种类简单，运营成本较低，研发投入较少，从而能以较低的价格参与竞争；另外，不同银行由于过

往合作有自己更加信任的品牌。基于以上的原因，银行培训行业目前的集中度还相对较低。

目前能够提供银行类培训咨询服务的机构众多，除专业的银行培训咨询机构外，综合类培训咨询机构和财经院校下属机构也推出了相关服务。虽然银行网点的扩张和银行业服务质量的提升带来了更多的专业培训需求，但公司所处行业内银行业培训咨询机构数量也逐年增加，竞争越发激烈。我国从事银行业培训咨询业务的机构主要由三类构成，包括专业银行培训咨询机构、综合培训咨询机构和院校下属培训机构。

表 3：行业不同类型培训机构运营模式和代表公司

类型	模式	代表公司
专业银行培训咨询机构	专注于为银行业提供培训咨询服务，机构人员对银行业务流程十分熟悉，可以更加精准的定位，在产品设计和资源配备上更有针对性	起航股份、北京当代金融培训有限公司、深圳思达企业管理顾问有限公司
综合培训机构	同时为各行业的客户提供培训服务，一般是以管理营销类培训为主	深圳市问鼎资讯有限公司、凯洛格（北京）管理咨询公司
院校下属培训机构	知名院校开办的下属培训机构，充分利用其学术研究和师资资源，为包含银行客户在内的各类企业提供管理、财务及营销等方面的培训，课程内容偏重于理论和原理的讲解	北京大学、清华大学、上海财经大学

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

2.2.2 行业进入品牌竞争时代，集中度提高是趋势

培训咨询服务业已进入品牌竞争时代，从中国培训咨询机构发展情况来看，能够持续发展的培训咨询机构是那些真正树立品牌、真正做到诚信、真正为广大客户服务的机构，培训咨询机构品牌化已经成为生存与发展的一个重要战略。在行业逐步走向成熟的时候，新进机构打造一个有竞争力的品牌需要较多的时间和资金投入。同时，同一时间为上千人提供培训，需要公司有较强的规模化运作的组织能力及配套资源。

培训咨询行业是人才密集型行业，特别在银行业培训咨询方面，由于银行业务的复杂性和多元性，银行业培训咨询机构更加需要一批具有完整知识结构、丰富银行业实践经验以及良好培训技能的高管团队及专业的执行团队来满足银行管理者的培训咨询需求。该行业具有较高的人力资源壁垒。

客户对培训的要求越来越细致和系统，未来培训咨询服务会越来越专业精细，旨在为不同阶层不同需求的人群提供差异化培训咨询服务，为同一层次的人提供分阶段成长的阶梯式学习。因此培训和咨询服务的适用性、创新性是培训机构制胜的关键要素，而这些都要求培训咨询机构具有较强的研发能力作为支撑。在未来越来越强劲的市场竞争中，较强的研发能力是培训咨询机构的核心竞争力之一。

随着智能手机的普及和银行客户对培训管理期望提升，客户需要移动在线平台对学员的学习过程，课程质量评价，学员的学习成绩进行管理，起航有专业的学习管理平台，大大提升了客户培训管理的效率。

三、起航股份产品：覆盖全面，紧跟市场，布局全国

公司主要提供针对银行业的培训、咨询及科技服务，其中，培训服务主要包括为银行高管、中层管理干部、内训师、网点基层员工（客户经理、支行行长、大堂经理、会计主管等）、新入职员工等各岗位员工，以及风险管理、信贷管理、审计稽核等业务条线员工提供线上线下混合式学习服务；咨询服务主要包括银行战略规划、

业务流程优化、岗位资格认证、银行商学院建设、营业网点营销导入、网点服务能力提升、社区银行、智能银行等落地业务咨询服务；科技服务主要包括在线学习，移动学习，模拟银行、培训管理等。公司服务主要为银行培养梯队人才，提升银行服务能力与服务质量，推动银行业务发展。公司营销网络和客户分布遍及全国。

图 14：起航股份全国布局的营销网络及客户分布



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

3.1 培训产品：覆盖银行各个层级的需求

公司在培训领域深耕多年，获得良好的口碑，积累了大量的客户资源。目前培训产品也是公司收入占比最高的业务。公司 2016 年培训服务实现收入 1.03 亿元，占整个收入比例为 70%。较 2015 年增长 55.68%，培训业务大幅增长一方面是公司原有培训业务的内生增长，一方面是基于起航股份与思达优悦合并后优势效果的显现，两家公司实现了真正意义上的强强联合。报告期内，思达优悦纳入合并报表范围的收入为 2920.87 万元，净利润 794.78 万元。

公司培训领域的产品全面覆盖了银行各个层级的需求，从相对基层的新员工、柜员、客户经理、理财经理、大堂经理、会计主管到基层后备干部的储备再到中高层的银行中层、高管、支行行长，公司都有经验丰富的解决方案。

表 4：公司培训产品覆盖全面

产品	项目概述	典型案例
新员工综合培训产品介绍	新员工是银行实现持续、稳健发展的人才保证。职业能力的培养和职业化精神的塑造、银行专业知识的夯实和企业文化的灌输是帮助新员工个人快速成长，适应岗位要求的重要内容，也是新员工培训的主要内容。	青海省联社、陕西省联社、湖南省联社等
iWin 智赢全局--客户经理专题培养产品	随着利率市场化完成，银行同业间、银行同其他金融机构之间的竞争更加激烈。作为链接银行与客户的桥梁，客户经理是深入了解客户需求，为客户提供全方位金融服务的第一线人员，也是银行风险防范的第一道闸门。基于以上背景，起航设计了三大专题类课程：1、网点沙龙活动营销策划专题；2、企业尽调实战全解析专题；3、贷后管理与不良清收专题，解决银行客户经理队伍的实际问题。	

iWin·财智纵横 理财经理	居民的资金管理渠道更加广泛，操作更加灵活，收益更加丰厚的理财产品日益受到人们重视。试图通过高利差获取高额利润的时代已经一去不返；提升服务能力，提升中间业务收入是银行盈利转型的必然出路。欧美发达国家，理财业务是银行的核心业务之一。国内股份制商业银行大力发展理财业务取得了丰厚成果，他山之石让农商行拥有更好的机会。公司开发了基础、专题和进阶类课程。对风险控制、保险、基金、贵金属、出国金融以及全球资产配置等进行全面梳理。	
大堂经理培训	大堂经理是银行网点的第一张名片，公司产品分基础版、营销版、管理版和精品版等，从不同层面提高大堂经理的综合能力。从形象塑造、服务技巧、处理投诉、效率管理等方面设置精品课程。	
银行高管培训项目	近年利率市场化改革持续深化，息差业务面临挑战；第三方支付崛起，加速银行技术脱媒；日益严格的资本管制，业务转型压力增大，互联网对金融行业带来的迅猛冲击等等，这些千变万化的金融形势对银行的经营产生了深刻的影响，直接对银行高管的能力要求提出了更高的要求。公司设计了系统的银行高管能力提升综合解决方案。包括集中面授、考察交流和银行家俱乐部。	广东、青海、陕西、黑龙江和辽宁省农村信用社联合社
支行行长综合能力提升培训项目	公司结合目前商业银行基层支行及支行行长普遍面临的问题与困惑，推出了支行行长综合能力提升培训产品。在前期调研的基础上，以解决问题、提升能力为导向，通过5天3晚有针对性的培训与辅导，帮助支行行长全面提升金融理念、知识和技能。	江苏、安徽、辽宁和黑龙江农村信用社联合社
后备干部培训	通过专项培训，提高团队协作精神、掌握业务技能、增强履职能力。课程设置包括信贷业务中法律风险防范、沟通技巧、电话营销技巧、客户关系管理、网点精细化管理、不良资产催收与处置等。	
票据业务培训	票据业务作为经济新常态下的重点业务，发展非常迅速。无论从客户需求还是银行自身优化资产结构和增加赢利点角度看，票据业务都是当下的工作重点之一；另一方面，把控票据风险，避免银行损失也是业务发展的重要环节。公司从票据产品设计和票据风险防控两方面设计精品课程。	
审计专题	当前银行不仅面临内部风险，还有来自外部的各种风险，如信用风险、市场风险、流动性风险、法律风险等。如何加强对各种风险管理的识别、计量、监测和控制，是对当前银行审计工作提出的新要求。公司设计产品致力于审计人才的系统性培养。	
内训师人才培养产品	近年来，很多银行/金融机构把目光从外部培训机构的引入转向内部培训师的培养上，通过内训师人才梯队建设，打造与沉淀适合自身发展的标准化课程体系。公司课程设置包括：跟踪辅导+平台支持；分级规划+进阶培养；人才选拔+专业知识培训。	

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

3.2 咨询产品：聚焦战略流程、组织管理和人才发展

公司目前咨询产品有三大产品条线：战略流程、组织管理和人才发展。

核心产品之一：战略规划和流程优化

基于战略目标实现的流程优化，就是从银行发展战略目标出发，从满足客户需求出发，对公司的经营管理现状和管理的突出问题进行全面的分析评估和系统梳理，建立符合银行业务特点的、高效的、以业务为导向的流程体系，促进银行降低成本、缩减时间、提高质量、加强风控、方便客户，提升综合竞争力。



核心产品之二：员工职业生涯发展管理

通过岗位分析，明确组织岗位、职责和编制，建立规范化的岗位管理体系；通过建立职业发展通道，打通员工职业发展路径，明确晋升标准，防止“管理独木桥”现象发生；通过建立认知资格标准，为银行人才培养体系提供标准；通过建立课程和教材体系，为专业人才晋升提供明确路径和标准，让员工主动学习，为员工职业发展指明学习路径。

核心产品之三：培训体系与企业大学

为实现业务战略转型和建设现代化商业银行的战略目标，银行员工能力提升是当务之急。建立内训体系，乃至企业大学，建立相匹配的培训和考核体系。

内部战略需求：打造品牌形象、重点开拓银行业务的战略转型需要；持续快速发展，国际化、战略性眼光的领导者。外部市场环境：竞争对手发展：大行完备的培训体系造就专业人才队伍，市场竞争加剧：通过打造一流员工队伍应对市场竞争。传统培训短板：针对性、系统性不够，培训与业务脱节，知识转化率不足；传统培训体系难以支撑内外部环境对能力提升提出的需求。

3.3 科技产品：自主研发在线培训系统，提高培训效率

核心产品在线培训系统：针对银行存在组织难管难控，机构分散岗位众多，针对性差吸引力低，产品更新快传输效率低，培训模式单一难以全覆盖等问题，公司从综合柜员、大堂经理、客户经理三个岗位入手，利用创新的理念和方法，基于互联网的交互形式，研发设计了起航模拟银行学习平台。

核心产品之一：银行产品宣传动画视频推广解决方案

银行业务产品种类繁多，导致产品推广时，信息容易碎片化，对潜在客户缺乏直观工具，信息灌输枯燥无味，公司的宣传视频可以做成情景动画等多种形式，为每个产品设定一个轻松、简易具有创意的主题。激发客户了解该产品的兴趣。投放渠道线上和线下相结合，也可采用精准投放的多互动新媒体投放模式。

3.4 思达优悦：强强联合，优势互补

深圳市思达优悦企业管理顾问有限公司成立于 1993 年，总部位于深圳，目前在深圳、长沙、武汉、合肥、南宁、济南、成都、贵阳、南昌、西安、沈阳等地有十一家分公司及办事处。公司一直致力于银行业的服务培训工作，坚持“以教学为本、以服务取胜”的宗旨，本着正己化人的态度，致力为各银行提供全方位、个性化、有实效的培训和咨询服务。

“思达”致力于为银行改革发展及文化传承提供智力支持及技术支持。2015 年“思达优悦”品牌全面战略升级，业务内容涵盖“市场调研、银行服务规范化建立及培训，网点营销软转培训，标杆网点打造，银行内训师体系全系供应”等多元化服务，我们不仅与全国数家国有银行、股份制商业银行、地方商业银行及农信系统的客户形成长期合作伙伴关系，更是通过不懈的努力及坚持享誉全国。未来，我们还将通过两项慈善计划“灯塔工程”和“优悦基金”来为推动国内金融企业的发展及创新提供有力支持。

思达优悦产品分为两个系列，服务标准化培训项目和外拓营销项目。银行服务标准化培训项目帮助银行自

上而下，从高层到一线构建起一套保障体系，来助力学员掌握现代银行业服务标准，以优质服务挖掘客户、留住客户，进而发展出差异化、有针对性的创新服务营销模式，塑造企业文化。

外拓营销项目旨在建立一种持续有效的外拓营销循环提升模式，前期通过咨询式辅导，协助总行建立外拓营销管理和监督体系；中期通过教练式辅导，对总行和支行进行外拓营销活动组织和人员培训，并逐步完善外拓营销过程的管理体系；后期通过远程辅导、现场回访等方式对全年外拓营销策划、组织、执行提供支持。

起航股份与思达优悦两家公司强强联合效果逐步体现，不管在培训业务与科技业务等长期经营版块，还是新兴开拓的金融业务流程外包版块，公司资源得到了较合理有效地调配，公司人力物力财力都得到较充分的利用，单位项目成本得到有效控制。同时配合公司内部精简优化业务流程，实现人员岗位的进一步调整优化。

四、起航股份核心竞争力

4.1 深耕多年铸就良好口碑，积累丰富客户资源

公司是专业为全国各类银行提供咨询、科技、培训等综合解决方案的公司，致力于为中国银行业搭建资源整合、信息共享、经验交流的平台。公司拥有深厚的银行客户资源基础，2007 年至今，起航累计为中国的银行业金融机构提供了超过 300 万人天的线下咨询培训服务；起航为银行业研发的 e-learning 云平台已经为全国多家银行建立网络商学院；起航自主研发的模拟银行平台累计超过 50 万人次的平台实战演练学习，超过 200 场模拟银行业务考试；客户覆盖全国 30 个省、市、自治区，超过 3000 家总行和分支行机构。精细、成熟、实用、高效的起航特色，得到客户的广泛认可和好评。

4.2 研发能力强，线上线下结合，培训方式标准化才能规模化

公司设有一支强大的研发团队，集合产品、科技、咨询研发，致力于为银行提供专业、先进、综合、针对性强的服务。公司自主研发的《银行业务仿真教学系统》获得国家实用新型专利，《新型银行新员工入职培训系统》发明专利申请已进入实质审查阶段。中国工商银行总行和起航公司研发的《柜员业务操作实战演练（模拟游戏版）》教学系统在人民银行举办的第四届金融教育培训多媒体评比中荣获特等奖。公司研发编著的《综合柜员基本技能入门手册》、《综合柜员柜台业务入门手册》、《法律基本原理与制度》、《赢心服务致胜网点》等银行专业教材出版发行获得客户的广泛好评。

具有标准化理念，可规模化复制目前的银行培训咨询服务方式仍以传统的面对面教授为主，但随着互联网技术的发展，公司将线下培训与线上服务相结合，有效提升了受众对相关技能和知识点的掌握度，从而提高用户黏性，为银行培训机构实现可持续发展提供有力保障。

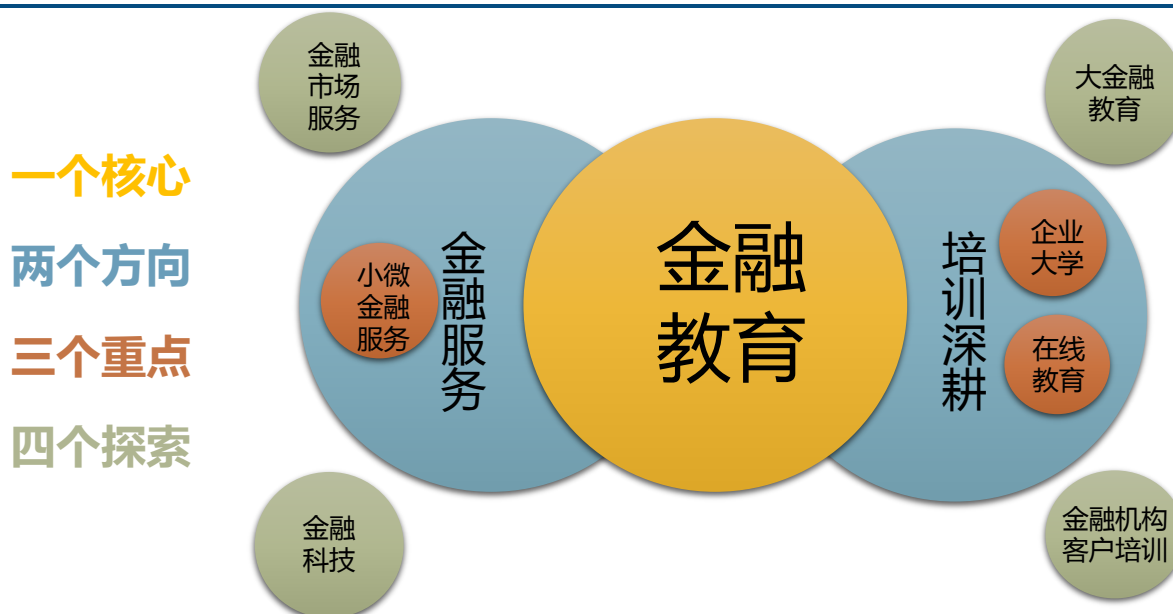
4.3 管理运营高效，核心团队稳定

作为一家成长型企业，企业文化对于经营效率至关重要。起航股份自成立伊始，就确立了其驱动行业进步，为员工搭建事业平台，为社会做贡献的使命。公司推出的事业合伙人制度很大程度大激发了员工的积极性，同时增强了公司的向心力。公司核心团队稳定，有与公司行业特点相匹配的激励制度，强化了骨干员工收入及业绩正关联，同时也为公司培养了大量的后备人才。公司亦于 2015 年推出股权激励计划，有超过 60 名员工获得公司的股权或期权。

五、起航股份未来发展战略

公司未来坚持以金融教育为核心，在**培训**和**金融服务**两个方向共同发力。培训是公司的传统业务，具有深厚的客户基础和丰富的行业经验，在传统培训业务的基础上，公司未来将一方面顺应时代趋势，重点在**在线教育领域进一步发力**；同时以江南金融培训中心的成功经验为基础，进一步重点发展**企业大学**这个崭新的业务模式。金融服务是公司顺应银行业的发展趋势，在近几年开始着力发展的方向，小微金融服务是当前重点发展的方向。公司提供的小微金融服务有业务外包和技术输出两个方向。技术输出毛利高，可复制性强，将为公司带来更为突出的业绩增长点。未来，公司业务将进一步向大金融领域延伸，同时研究向银行的高端个人客户和企业客户提供咨询服务，为金融拟从业人员提供培训服务的可能性。

图 15：公司战略规划



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

5.1 深耕传统培训业务，大力发展在线业务和企业大学

公司传统培训业务依赖多年深耕铸就的良好口碑以及积累的丰富客户资源，以及与思达优悦强强联合之后的协同效应，将保持稳健发展的态势。

5.1.1 顺应时代趋势，大力发展在线业务

公司自主研发设计的起航模拟银行学习平台可以帮助学员进行从柜员的日常业务，大堂经理应对突发事件的工作技巧到客户经理对流动资金贷款、房地产开发贷款、小额农户贷款等案例的实战演习。公司产品设置有相应的考试系统、视频教学、在线文库和学习数据等。解决培训管理者用户数据繁多，机构复杂，组织困难，培训效果无法量化等培训难题，提升培训效率和质量。

目前线上培训的运营是上海臻一信息技术有限公司，目前已经为超过 600 家独立银行法人机构的 33 万银行从业人员提供服务。2016 年实现销售收入 1996.55 万元，净利润 570.18 万元。

在线业务随着智能手机的普及、客户对在线培训方式接受程度的提高以及银行客户对培训管理期望的提升，公司的在线业务顺应时代潮流，未来将进一步快速发展。

5.1.2 创新模式企业大学成为新的增长点

(1) 江南金融培训中心—贴近中小银行需求的创新之路

江南金融培训中心由江南农村商业银行与上海起航共同合作成立，整合江南农村商业银行丰富的专业积累和起航股份多年的培训经验，跨界融合，为我国中小银行培训事业走出一条贴近实际需求的创新发展之路。江南金融培训中心是全国首家面向中小银行的开放式、共享型培训平台，主要为全国城商行和农商行提供领导力发展、管理技能与专业技能提升等全覆盖、多元化的课程体系。

表 5：江南金融培训中心课程设置

课程体系	面向对象	课程内容	主要特色
游学考察项目	农商行中高层管理人员与业务骨干	现场参考察，业务研讨会，业务课程培训	通过多种形式的参考察与培训，进行业务经验交流与探讨
领导力提升项目	银行等金融机构中、高层管理人员、高潜人才	A、国际金融高级管理研修班：与世界名校联合开展海外金融培训考察活动，学习国外银行先进理念 B、农商行领军人才研行营：基于领导者培养要素 ACS 模型的领导力提升系列课程	系统了解国外银行的运作情况和成功经验，提升全球视野，建立金融人脉 提供领导力自我认知与发展的方法、富有挑战和启发的体验式培训课程、同行沟通交流的平台
专业条线能力提升项目	专业条线人员	专业类课程	符合农商行实际，基于实战，最佳实践的萃取与传授
全员轮训	银行各岗位人员	贴合岗位实际需求的课程	创新培训技术，领先培训理念，将“传统型员工培训”转化为“系统化人才培养”

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

至 2016 年 11 月，游学考察项目—问道江南已成功举办 29 期，以精准性、专业性、体验性、实战性的特色吸引了共 13 个省、95 家机构 872 位农村金融机构学员参加，包括 191 位行领导，学习主题涵盖互联网金融、网点转型、信贷审批与风险管理、资金业务、不良贷款处置与消化、企业文化、人力资源等新常态下农村中小金融机构期待了解及改善的内容。课程结合了交流、考察、内训师授课及外部专家授课学员满意度高，后续可应用性强，并有很强的意愿推荐同事参加问道江南课程。

领导力提升项目—寻道江南的目标群体是银行的中高层管理人员，国际金融高级管理研修班以培训考察的形式，通过与德国自由大学、美国加州州立大学、英国剑桥大学等世界名校联合开展海外金融培训活动，学习国外银行先进的管理理念。农商行领军人才以 CCL（创新领导力中心）的领导者培养模型为理论依据，为农商行中层管理人员提升理论水平和领导力。

专业条线能力提升项目—学道江南覆盖电子银行与互联网金融、金融同业与金融市场、全面风险管理与流程银行、合规管理与审计监督、全成本核算与运营管理、人才发展与绩效考核等 6 大银行核心条线。为农商行专业条线人才培养提供便捷途径。

（2）复制成功经验，是公司未来大力发展的模式和利润增长点

在经济新常态下，农商行不论从法人数量还是从业人员数量方面都出现了爆发式增长，农商行面对的经营环境更加复杂，机遇也更多。**快速扩张、复杂环境和巨大机遇使得农商行对人才的需求巨大**，而起航股份与业务开展成功的农商行合作成立企业大学，可以最大程度的融合双方经验，利用双方的客户资源，优质高效的为农商行培养需要的中高层管理人才和专业条线人才。未来将是起航股份大力发展的模式和利润增长点。

公司目前已经与 5 家银行开展合作，包括江南农商行、镇江农商行、昆山农商行、瑞丰农商行、赣州银行。2016 年已经设立的两家企业大学共计实现销售收入 1043.75 万元。

图 16：公司银行企业大学建设思路



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

5.2 小微金融服务：业务外包增长迅速，重点发展技术输出

5.2.1 国际先进的微贷技术+本土特色的全流程管理风控体系

小微贷服务已经成为各银行争夺的新战场，为了应对银行面临的个贷业务增长乏力，违约率高，诉讼率高；互联网金融不断冲击传统银行，抢占个人市场；利差持续收窄，信贷成本持续走高，客户体验差；客户经理营销管控不到位，客户维护与贷后监控难落实等问题，公司推出小微贷业务培训。

公司推出的“智微云+”在系统化集成严密的风控技术、海量第三方征信相关数据和国际领先的微贷技术的基础上，采用“信贷工厂”管理模式，融合多家银行和金融机构微贷业务运营中的先进实战经验，形成具有本土特色的，涵盖市场营销、客户识别、调查技术、科学审批、风险控制的全流程管理业务体系，包括客户关系管理、微贷业务开展、企业运营优化及经营决策支持等核心模块，**是未来公司将加速发展的业务领域。该平台的四大优势如下：**

微贷技术：微贷技术核心是紧紧抓住微小企业客户群体的生存特点经济特征和融资需求，破除抵押物崇拜，关注和深入他们商业运作形成的财务现金流，综合评价和持续监测客户的偿还能力、偿还意愿和持续经营能力，回归“信贷”本源。

信贷工厂：信贷工厂 管理模式核心是信贷业务批量化生产、流水线作业、规范化的质量控制、连续性生产，从而实现价值最大化。其显著特点为：a. 产品标准化；b. 作业流程化；c. 产业集群批量化。



大数据风控：在海量外部数据的基础上，应用大数据风控技术（如神经网络、支持向量机等算法），建立全面信用评分模型，包括逾期预测模型、贷款额度模型及风险定价模型等。同时加入经验模型互为验证，更好地做出信贷决策，有效降低小微信贷风险。

本土化实践：融合多家银行和金融机构微贷业务运营中的成功实践经验，经过深入研究，总结提炼，形成独具本土特色的，涵盖产品研发、营销管理、考核激励、客户识别、调查技术、科学审批、风险控制的微贷管理体系。

图 17：小微金融服务模式



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

5.2.2 业务外包和技术输出双管齐下，未来重点发展毛利更高的技术输出

目前市场上的小微贷服务主要以培训和咨询为主，而公司把培训和咨询以技术方式落地，以平台模式进行输出，可以更好的保证流程的规范性，从而更好的控制风险，从获客、贷款流程、贷款管理以及大数据分析等方面给予银行帮助。

公司小微贷业务分为业务外包和技术输出两种模式，业务外包收入增长快，而技术输出的毛利水平更高。公司未来将根据自身的技术和人力资源特点，重点发展毛利水平更高的技术输出业务。技术输出模式可以最大限度的发挥公司建立的小微贷业务平台的优势。

主要从事小微贷业务的子公司上海八客金融 2017 年上半年收入 873 万，利润 183 万，上半年收入超过去年全年，利润增速明显。

表 6：行业小微贷成功案例

机构	案例
常熟农商行	公司的专家作为主要参与者实施的常熟农商银行小微金融总部，目前员工 1000 余人，贷款余额 84.85 亿元，有余额户数 5.89 万户，月末逾期率仅为 0.64%。
民丰农商行	江苏省微带效益最好的银行之一，公司的专家一手创办江苏民丰农商银行小微信贷专营中心。在 2011-2016.7 期间，员工达 91 人，贷款余额超过 25 亿元，有余额户数超过 1.3 万户，不良率仅为 0.9%。
镇江农商行-普惠金融中心	公司的专家于 2015 年初筹建江苏镇江农商银行组建小微信贷工厂，至 2016 年 10 月团队规模 43 人，发放贷款 6 亿元，户数 2761 户，贷款余额 4 亿元，不良率为 0.09%。



福州农商行榕商微贷中心 公司的微贷团队于 2015 年 5 月进驻福州农商银行筹建福州农商银行榕商微贷中心，至 2016 年 10 月末发放贷款 3.6 亿元，有余额户数 2972 户，不良率为 0。（公司成功案例）

资料来源：公开资料，中信建投证券研发部

六、投资建议和盈利预测

银行业传统业务利润不断被挤压，金融创新层出不穷的背景下，银行机构对培训的需求更加旺盛。培训咨询服务业已进入品牌竞争时代，行业壁垒日益提高，公司作为行业中的佼佼者，市场份额有望继续提升。公司未来传统培训业务将保持稳定增长，并不断在新业务（小微贷）、新模式（在线教育、企业大学）等方面开疆辟土，形成新的业绩增长点。看好公司未来发展。2017、2018 年实现营业收入 1.8 亿元和 2.5 亿元，实现归母净利润 1500 万元和 2800 万元。

风险提示

- 1、企业大学等新业务拓展不达预期，传统业务出现下滑。
- 2、银行业整体发展出现停滞，使得培训需求降低。



分析师介绍

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。2016 年加入新三板团队。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622