



全面转型升级，发布科创专属大模型

——创业黑马首次覆盖报告

买入 (首次)

行业： 社会服务
日期： 2023年06月02日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com

SAC 编号: S0870522020001

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136

E-mail: pengyi@shzq.com

SAC 编号: S0870521100001

联系人： 翟宁馨

Tel: 021-53686140

E-mail: zhainingxin@shzq.com

SAC 编号: S0870121110007

■ 投资摘要

公司深耕行业数十年，独特产业优势助力优质中小企业发展。公司系全国首家科创服务领域 A 股上市企业，是集创业者成长所需的企业融资、宣传推广、战略咨询等服务为一体的中国领先综合性创业服务平台，专业从事企业加速服务、知识产权服务、产业加速服务、城市拓展服务、财税服务、专精特新综合服务、营销服务、投融资咨询服务等组成的企业服务产品体系，伴随企业全生命周期发展。公司服务省级专精特新企业超 1000 家，市级专精特新企业超 2000 家，新三板企业超百家。2022 年实现营业收入 3.47 亿元，同比增长 2.1%，创历史最好水平。

公司基于核心产品和服务，全面面向产业链转型升级，打造了其独特的竞争优势，主要体现在“科技赋能传统核心商业化产品”和“SaaS 平台升级线上服务”两方面，并发布科创专属大模型：

1、公司拥有完整的中小企业加速成长方法论与服务矩阵，解决客户从初创期、成长期到成熟期各阶段的痛点问题，打造一站式服务体系，高效聚合优质稀缺资源，陪伴中小企业全生命周期。公司具备丰富的企服经验与成熟的运营体系，链接汇聚各类优质稀缺资源，以科技赋能商业化模式，以 AI 助力业绩增长。

2、公司持续升级线上服务，推进 SaaS 平台建设和“黑马天启”科创大模型，业务企服化、企服 SaaS 化、产学研一体化已取得一定成效。随着公司 SaaS 产品日益成熟和“黑马天启”科创大模型的赋能，公司的企业加速服务质量能够得到更大提升，推进产业智能升级，巩固行业领先地位，取得较好的投资收益。

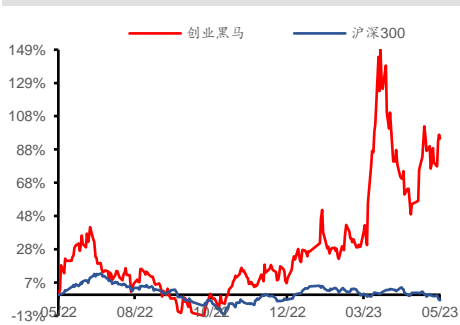
● “黑马天启”科创大模型：公司发布黑马天启科创大模型，打造面向产业的 AIGC 的推广和服务平台。公司 1) 利用自有专利、版权、商标、政策等知识积累和海量产业数据，为大模型开发提供充足的数据和场景支持；2) 依托自身的科创云 SaaS 开发平台、Microsoft + Stanford 开源技术以及 360 智脑的支持，为黑马天启的开发提供了坚实的技术保障；3) 启动专为 AIGC 产业创业者开办的训练营“黑马 AIGC 产业营”，聚焦基础概念、商业应用、模式创新、前景趋势、产业融合、数据安全等六大前沿主题，助创业者接入产业未来。黑马天启科创大模型为企业科技项目申报材料智能撰写和数据填报服务，平均生成文件数目超过 24 个类别，单个文件的平均撰写时长少于 10 秒，平均生成字数高达 2000 字+。黑马天启科创大模型聚焦在行业知识与行业能力建设，通过技术创新，助力科创服务机构提高行业效率与服务水平。

● 达摩院 MaaS：公司旗下数智云科携手阿里巴巴达摩院，打造专属 MaaS 赋能加速全流程，共同促进区块链技术的创新应用和数字人发展。达摩院基于魔搭社区为公司提供：1) 开源的 MaaS 共享平台，为 AI 开发者提供灵活、易用、低成本的一站式 MaaS 开源社区；2) MaaS 培训课程，促进“AI 普惠”与“AI 创新”共同发展；3) 限时免费算力，降低 AI 开发者初始化模型使用门槛。根据双方签署的战略合作协议，首批开源模型超 300 个，中文模型占比超 1/3，包括阿里通义大模型、澜舟科技孟子模型、智谱 AI

基本数据

最新收盘价 (元)	29.60
12mth A 股价格区间 (元)	13.26-37.80
总股本 (百万股)	167.38
无限售 A 股/总股本	81.02%
流通市值 (亿元)	40.14

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

多语言预训练模型、中文版 GPT-3、中文版 CLIP 等探索 AI 前沿的中文大模型。达摩院为数智云科所服务的中小企业提供从模型、培训到算力全流程的专业赋能，围绕元宇宙及互联网 3.0 的技术平台搭建进一步深化布局，提升与公司产业加速等业务的协同效应和可持续发展力，提升数智云科运营服务能力。

- **黑马科创云：黑马科创云以“AI 大数据”+“SaaS 云服务”模式助力数字化产业升级，以科技优势赋能企业加速。**“黑马科创云”是国内首个面向专精特新小企业的知识产权服务 SaaS 平台，通过“SaaS 云服务”+“科创落地服务”双轮驱动模式，为企业提供集合知识产权运用、管理于一体的高质量企业解决方案。“黑马科创云”在企业知识产权智能管理方面拥有知产智能管家、企业智能风险监控、企业智能风险检测、知产档案馆等服务体系，支持超 4000 个服务产品云上下单、支付、交付，全流程可视化，拥有 1.2 亿+全国工商信息数据、3000 万+商标数据、6000 万+专利数据、全国版权数据的智能数据查询服务，以及覆盖全国 32 个省、直辖市、自治区科技项目政策，通过“知识产权基础业务”+“SaaS 云平台”+“AI 大数据”，致力于为企业提供一站式科技创新服务，成为线上线下融合的全方位科创服务云平台。

■ 投资建议

公司坚持量质并举，不断巩固行业领先地位，同时公司全面升级核心商业化产品，打造独具特色的科技赋能企业加速孵化模式，兼具独特风格及创新能力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.22 亿元、0.39 亿元、0.71 亿元，对应估值分别为 224 倍、124 倍、69 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

国内经济环境变动风险、市场竞争风险、管理风险、人才培养与流失风险、企服平台 SaaS 化建设研发风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	347	488	632	890
年增长率	2.1%	40.5%	29.5%	41.0%
归母净利润	-84	22	39	71
年增长率	-831.1%	126.2%	80.2%	80.8%
每股收益（元）	-0.50	0.13	0.24	0.43
市盈率（X）	—	223.99	124.27	68.72
市净率（X）	8.62	8.30	7.78	6.99

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 05 月 25 日收盘价）

目录

1 公司简介：深耕行业十余载，专注中小企业加速	5
1.1 坚持孵化创新，多元优势铸就领先创业服务平台.....	5
1.2 股权结构集中，股权激励助力业绩增长.....	5
1.3 产品矩阵多元，以业务企服化、服务 SaaS 化为战略方针.....	7
1.4 财务分析：持续优化与拓展，布局未来具备业绩弹性....	10
2 公司优势：创新企业加速孵化服务模式，AI 助力业绩增长	14
2.1 驱动因素 1：扎根产业多年，独特且完善的一站式培训体系.....	14
2.2 驱动因素 2：科技赋能商业化模式，打造 AI 体系新生态.....	18
2.3 驱动因素 3：各级政府荣誉资质认证，品牌知名度与行业影响力位居行业前列.....	22
3 盈利预测	24
4 风险提示：	26

图

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司实际控制人股权关系.....	6
图 3：黑马认知加速示意图.....	8
图 4：创业黑马知产全生命周期服务.....	8
图 5：黑马财税品牌力量.....	9
图 6：黑马财税客户.....	9
图 7：黑马财税服务优势.....	9
图 8：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）.....	11
图 9：公司 2022 年分产品营收情况（单位：亿元，%）	11
图 10：近年公司分业务营收情况（单位：亿元）.....	12
图 11：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）.....	12
图 12：近年公司毛利率（单位：%）.....	13
图 13：近年公司费用率情况（单位：%）.....	13
图 14：公司近三年研发投入金额及占营业收入的比例.....	14
图 15：黑马营 26 期重磅开启.....	15
图 16：黑马营有产业新力量的学者和专家.....	15
图 17：黑马营有产业新力量的创始人.....	15
图 18：黑马实验室加速企业代表.....	16
图 19：黑马实验室加速流程.....	16
图 20：黑马实验室往期导师（部分）.....	16
图 21：黑马学院毕业合影.....	17
图 22：黑马管理营学习方式.....	17
图 23：黑马管理营学员企业代表（部分）.....	17
图 24：黑马管理营模块.....	17
图 25：黑马全球游学课程介绍（部分）.....	18

图 26: 黑马全球游学导师代表 (部分)	18
图 27: 黑马全球游学游学参访机构&企业	18
图 28: 黑马全球游学核心价值	18
图 29: 董事长牛文文在“2023•黑马 AIGC 峰会”	19
图 30: 黑马天启 CEO 杨昕分享天启科创大模型	19
图 31: 科创服务行业挑战	19
图 32: 科创大模型应用案例	19
图 33: 公司全面创建天启科创大模型	20
图 34: 科创大模型科技项目咨询流程	20
图 35: 魔搭社区界面	20
图 36: 黑马科创云 SaaS 正式发布	22
图 37: 黑马科技云大致介绍图	22
图 38: 黑马北交所 IPO 加速器采用了全新加速模式	23
图 39: 黑马北交所 IPO 第一期开营授课	23
图 40: 数字人相关概念	24
图 41: 2023 年数字人产业发展趋势报告	24

表

表 1: 公司高管介绍	6
表 2: 公司股票激励计划	7

1 公司简介：深耕行业十余载，专注中小企业加速

1.1 坚持孵化创新，多元优势铸就领先创业服务平台

公司自 2008 年成立以来，专业从事中小企业加速服务平台。公司以“报道、汇聚、发现黑马企业，帮助黑马企业融资成长，孵化发展创新型企业创始人”为使命，提供创业者成长所需的企业融资、宣传推广、战略咨询等服务，致力于成为中国领先的综合性创业服务平台。2017 年 8 月 10 日，公司在创业板上市，成为科创服务领域首家 A 股上市企业。截至 2022 年 6 月，公司服务国家级专精特新“小巨人”206 家，省级专精特新企业超 1000 家，市级专精特新企业超 2000 家，新三板企业超百家，国内外上市企业 19 家。

图 1：公司发展历程

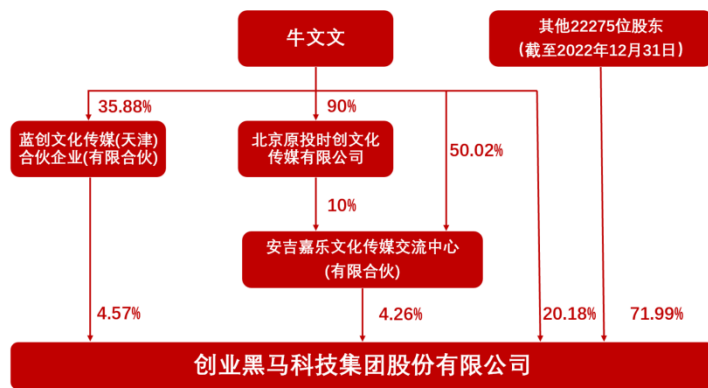


资料来源：公司官网，中证网，新浪财经，智通财经，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，股权激励助力业绩增长

公司实际控制人、董事长、第一大股东为牛文文先生。创业黑马实际控制人为董事长牛文文先生，截至 2023Q1，牛文文直接持有公司 20.18% 的股份，同时通过蓝创文化、嘉乐文化间接持有公司 4.57%、4.26% 股份，合计持股比例达到 29.01%。公司前十大股东合计持股 43.22%，股权结构较为集中。

图 2：公司实际控制人股权关系



资料来源：Wind，上海证券研究所

董事会聘任牛文文为总经理，持续强化公司管理能效。为完善提升组织能力，吸纳优秀管理人才，公司 2023 年 4 月 18 日召开董事会审议通过高级管理人员变动的议案，主要内容为黄环先生辞去公司总经理职务，辞职后仍为公司董事，同时聘任牛文文先生为公司总经理。管理层团队经验丰富、结构稳定。

表 1：公司高管介绍

姓名	职务	任职日期	个人简历
牛文文	总经理	2023/4/18	中国国籍，无境外永久居留权。1966 年生，1988 年 7 月毕业于中国人民大学，获经济学学士学位；1991 年 7 月毕业于中共中央党校获政治经济学硕士学位；2003 年 9 月至 2005 年 7 月就读于长江商学院，获 EMBA 学位。1991 年 9 月至 1992 年 12 月，任中共中央党校办公厅职员；1992 年 12 月至 1999 年 3 月，任经济日报社记者，编辑；1999 年 3 月至 2008 年 8 月，任中国企业家杂志社总编辑，2008 年 8 月至 2018 年 1 月，担任北京创业未来董事长；2011 年 11 月创办创业创媒，后改制为创业黑马，任董事长，总经理。现任创业黑马董事长。
刘义伟	副总经理	2015/9/23	中国国籍，无境外永久居留权，1978 年生，2005 年 6 月毕业于石家庄铁道学院，获金融学学士学位。2000 年至 2010 年任职于北京新领军文化传媒有限公司，担任运营总经理职务；2011 年加入创业黑马，曾担任副总经理，董事会秘书；现任创业黑马董事，副总经理。
徐文峰	副总经理 董事会秘书	2021/3/30	男，1976 年生，中国国籍，中共党员，清华大学工商管理硕士，2019 年 4 月获得深圳证券交易所上市公司董事会秘书资格证书。曾任华东计算技术研究所所长，北京讯飞信息技术有限公司(合伙创业)副总经理，平安证券有限责任公司投资银行事业部高级业务总监，济南山山股权投资管理有限公司总经理，嘉数(湖北)创业投资基金管理股份有限公司投资总监。2019 年 1 月至 2021 年 2 月，历任北京北信源软件股份有限公司副总经理兼董事会秘书。2021 年 2 月加入创业黑马。
左超	财务总监	2021/3/30	男，1982 年生，中国注册会计师；中级会计师；中国人民大学经济学学士，曾任天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)高级经理，华闻传媒投资集团股份有限公司财务副总监，宝盛集团财务总监。2020 年 1 月加入创业黑马。

资料来源：Wind，上海证券研究所

实施员工股票激励计划，助力公司业绩增长。公司 2021 年 5 月 26 日召开董事会审议通过向激励对象授予限制性股票的议案，计划向 29 名激励对象定向发行公司股份 874 万股，约占公司总股本的 8%。2022 年 9 月 23 日，公司召开董事会审议通过第一个归属期归属条件成就的议案，向 26 名符合条件的激励对象授予股票 356.6 万股，占总股本的 2.18%，上市流通为 2022 年 11 月 2 日。公司持续推进股票激励计划，在实现公司与员工利益绑定的同时，

促进业绩的快速增长，彰显公司未来发展信心。

表 2：公司股票激励计划

授予日期	激励对象	股票总数	占公司总股本	授予价格	归属安排	占授予权益总量的比例	业绩考核目标
2021 年 5 月 26 日	核心业务 (技术) 29 人	限制性股票 874 万股	8.00%	17.85 元/股	第一个归属期	30%	2021 年营业收入不低于 3 亿元或净利润不低于 2000 万元
					第二个归属期	30%	2022 年营业收入不低于 5 亿元或净利润不低于 3000 万元
					第三个归属期	40%	2023 年营业收入不低于 8 亿元或净利润不低于 5000 万元

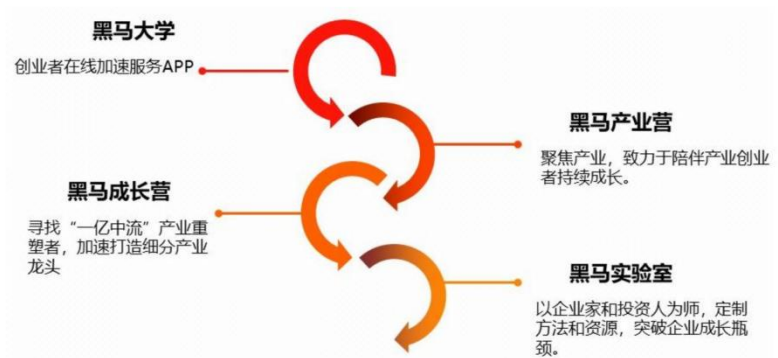
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 产品矩阵多元，以业务企服化、服务 SaaS 化为战略方针

公司以业务企服化、服务 SaaS 化为战略方针，以企业数字化转型为背景，内外需求环境多力齐发。公司企业服务以黑马加速体系为核心，围绕中小企业成长所需的“认知、资源、资本”的发展要素，持续加大新业务培育力度，形成了由企业加速服务、知识产权服务、产业加速服务、城市拓展服务、财税服务、专精特新综合服务、营销服务、投融资咨询服务等组成的企业服务产品体系，伴随企业全生命周期发展。

企业加速服务：企业加速服务是针对企业创始人的战略管理咨询服务。企业加速服务核心产品包含“黑马成长营”、“黑马实验室”、“黑马管理营”、“重做工坊”、“黑马全球游学”等，让客户认清企业未来、确定进化路径、获得模式创新升级，助力中小企业及创业者在组织管理、商业模式、产品营销、资本策略等方面迅速成长。截至 2022 年末，公司企业加速服务客户 3323 个，期末合同订单 5820 万元。公司凭借自身多年服务经验、案例累积及产业研究分析，形成独有的企业加速方法论以解决企业成长核心问题，助力公司的企业加速服务稳步增长。

图 3：黑马认知加速示意图



资料来源：公司公告，上海证券研究所

知识产权服务：为顺应企业数字化发展浪潮，公司设立提供全生命周期的知识产权服务。该业务通过 AI 大数据在线查询企业工商、商标、专利、版权、政策数据，提供 IP 智能监控、IP 智能托管、IP 管家、IP 产业监控、智能风险检测等功能服务，具体包括 SaaS 模式服务和线下服务两种模式，以 SaaS 产品科创云为入口，结合基本覆盖全国区域的垂直到地服务网络，为企业提供在线产品与线下服务相结合的企业知识产权运用、管理于一体的高质量企业解决方案。

图 4：创业黑马知产全生命周期服务



资料来源：公司官网，上海证券研究所

产业加速服务：为顺应国家政策指引，做大做强战略性新兴产业，带动地方产业，公司积极投身战略性新兴产业服务。1) 公司重点打造融合公司各项企服业务为一体的产业加速器产品，以地方政府为渠道，获取下沉城市优质中小企业客户资源；2) 以服务中小企业能力为依托，吸引更多城市与龙头企业合作，实现地方政府、产业龙头企业、中小企业“三赢”，形成政府端与企业

端双向收费、双向促进的业务闭环。截至 2022 年 12 月，公司拥有超 70 个“产业加速器集群”，涵盖科创、元宇宙、氢能、企服 SaaS 等众多高发展前景产业领域。产业加速器是融合公司各项企服产品于一体的综合性产品，为细分产业高质量发展提供多元化加速服务，其中怀柔黑马科创产业加速计划、朝阳黑马数字人加速器是公司重点产业加速器。

财税服务：为构建“合规税务服务生态”，提升“财税健康”认知，让企业健康合规发展，创业黑马构建财税服务。财税服务是公司企业服务业务之一，主要通过平台汇聚的各地财税专家资源向企业提供税务合规、财税风险管控、企业财税疑难问题咨询等服务。黑马财税已服务企业 3000 余家，包含我爱我家、科锐国际、爱玛等上市企业；丰田中国、百世中国等跨国公司；胖虎奢侈品、王饱饱、众能联合等创新创业企业。

图 5：黑马财税品牌力量



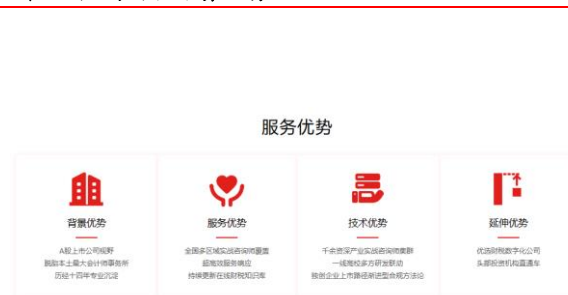
资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 6：黑马财税客户



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 7：黑马财税服务优势



资料来源：公司官网，上海证券研究所

城市拓展服务：公司通过与各地政府签约来汇聚各地政府的产业政策及政府订单等资源。依托百城计划，与山东、江苏、福建、四川、重庆、上海等超 30 个城市紧密合作。城市服务网络

覆盖全国主要经济区域，围绕“高成长企业”、“独角兽企业”的城市拓展需求，逐步覆盖并渗透二、三线城市及地区中小企业用户的覆盖及渗透。

专精特新综合服务：公司顺应国家经济发展专项政策，结合北京证券交易所定位，提出发展专精特新中小企业。对申报北交所上市及具有申报潜力的中小企业，以政府招商与项目评审、高新与专精特新认定、投资机构优选项目等为切入点，推出的专项企服产品。

营销服务：公司凭借自身所处的垂直领域与线下活动资源优势，为中小企业提供营销服务。

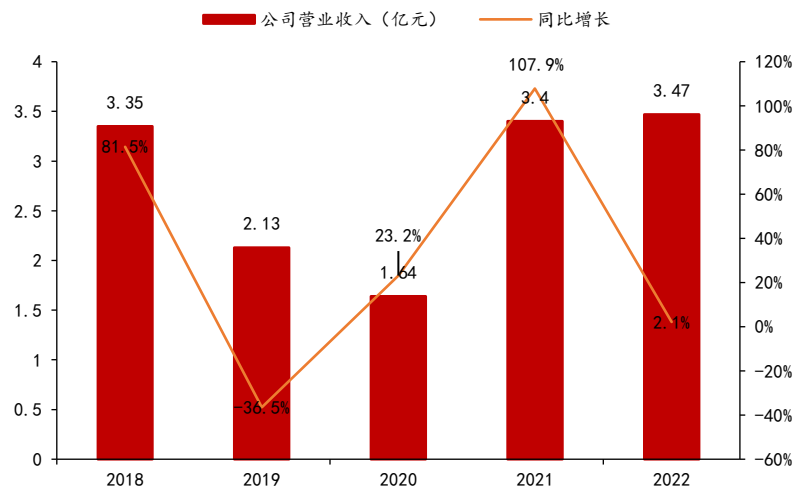
投融资咨询：公司通过自建与合作，携手专业投资机构，为中小企业提供广泛、针对性强的投融资咨询服务。

1.4 财务分析：持续优化与拓展，布局未来具备业绩弹性

公司持续推进业务优化与拓展，投资生产贡献尚未显现。企业服务中增长较快的知识产权业务、财税业务处于投入期，利润增量尚未显现；叠加公司多元化企服 SaaS 平台处于建设期，伴随技术研发、团队扩张等因素影响，营业成本较高，导致公司企服业务整体亏损。

公司营收规模恢复稳定水平。公司 2018-2022 年营收分别为 3.35 亿元、2.13 亿元、1.64 亿元、3.4 亿元、3.47 亿元，分别同比+81.5%、-36.5%、-23.2%、+107.9%、+2.1%。2023Q1 营收 4836 万元，同比下降 51.34%，主要系企业服务业务收入减少所致。除 2019 年受业务调整导致收缩了三方媒体广告业务带来的营收规模下降、2020 年受疫情导致的培训业务停滞带来的营收和归母净利润下降外，公司近年营收保持超 3 亿的规模，近两年规模已逐渐回稳。

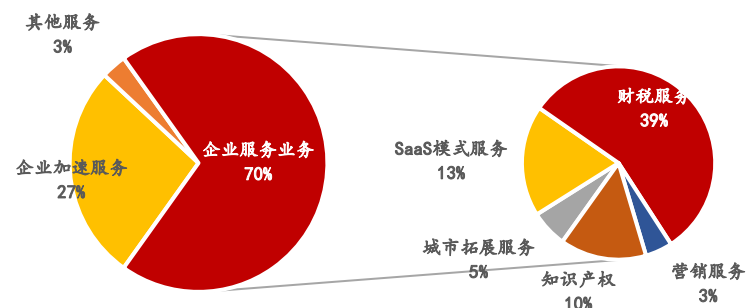
图 8：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

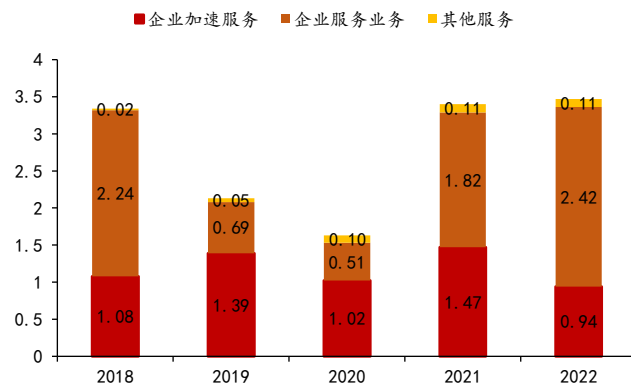
分业务来看，企业服务为公司主要收入来源。公司 2022 年企业加速服务、企业服务、其他服务营收分别为 0.94 亿元、2.42 亿元、0.11 亿元，分别同比-35.98%、+33.39%、-2.79%，其中企业服务方面，城市拓展服务、SaaS 模式服务、财税服务、营销服务、知识产权服务营收分别达 0.15 亿元、0.45 亿元、1.36 亿元、0.11 亿元、0.35 亿元，分别同比-72.21%、+190.77%、+74.90%、-12.53%、+55.79%。公司企业加速服务营收较上年同比减少 35.98%，主要系客户数同比减少 61.64%至 3323 个，其中期末合同订单同比减少 935.74 万元至 5820.44 万元；公司报告期内企业服务客户数新增 6793 个，同比增长 16.26%，新增订单金额 17558 万元，同比增长 20.34%。

图 9：公司 2022 年分产品营收情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

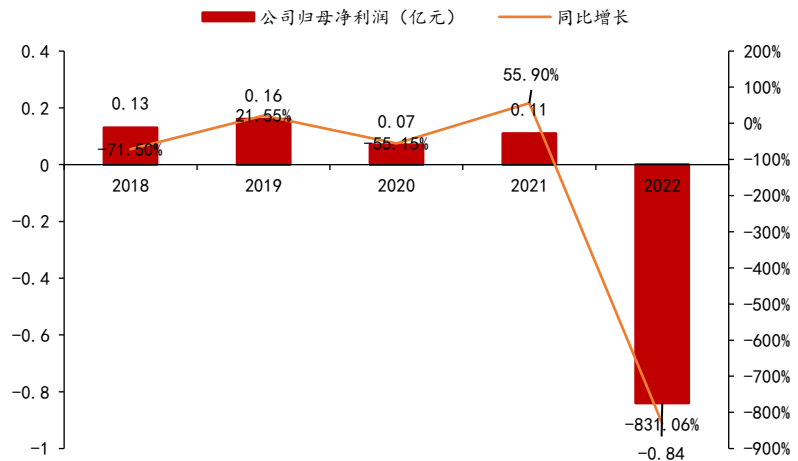
图 10：近年公司分业务营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司归母净利润波动较大，主要系新业务拓展导致营业成本较高、亏损较大。公司 2018-2022 年归母净利润分别为 1344 万元、1634 万元、733 万元、1143 万元、-8353 万元，分别同比-71.5%、+21.6%、-55.2%、-55.9%、-831.1%。2023Q1 归母净利润-1082 万元，同比增长 44.47%。公司 2022 年归母波动主要系企服业务建设期的团队扩张、业务拓展等因素影响，营业成本较高，亏损较大。

图 11：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）

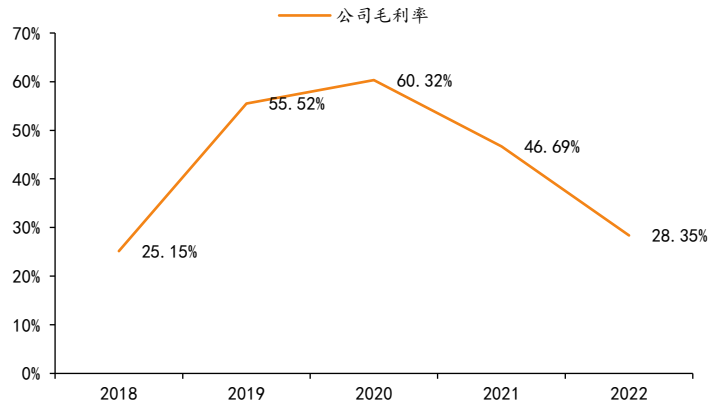


资料来源：Wind，上海证券研究所

盈利能力方面，受原有高毛利业务交付较少影响，低毛利的新拓展板块收入占比提高影响，公司 2018-2022 年公司毛利率分别为 25.15%、55.52%、60.32%、46.69%、28.35%，毛利率下降主要系原有较稳定毛利的企业加速服务、城市拓展业务交付受到疫情影响交付量减少，高成本的新拓展业务板块知识产权服务、

财税服务收入占比提高。我们认为凭借中小企业 SaaS 化服务需求和公司的企服知识产权 SaaS 产品已日渐成熟，未来将进一步丰富行业覆盖，降低业务开拓风险，毛利率有望提升。

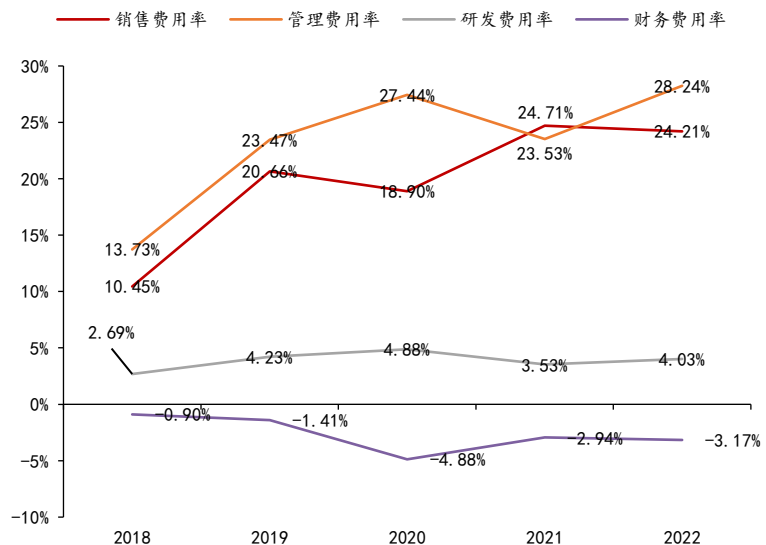
图 12: 近年公司毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

费用方面，公司 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 24.21%、28.24%、4.03%、-3.17%，2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 33.33%、29.17%、10.42%、-8.33%。公司管理费用率增加主要系公司股权激励计划实施导致的管理费用增加；研发费用率略增长主要系公司对科创知识产权平台、财税业务系统、黑马加速云平台、管理中台等的开发升级。

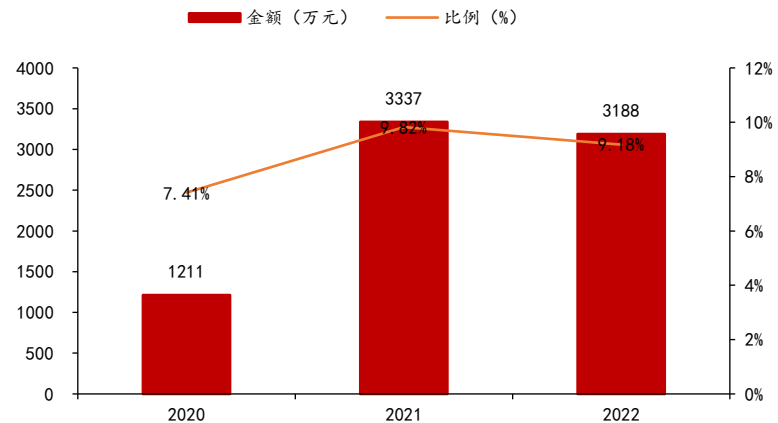
图 13: 近年公司费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司持续加大研发投入力度，研发项目颇有成效。公司主要已完成研发项目有 CRM 移动审批系统、黑马财务报表平台、黑马财务对接平台等，开发中的项目包括黑马加速云 APP、科创云二期等。公司 2022 年末共有研发人员 99 人，同比增长 4.21%，研发人员占全公司总人数的 16.39%，较去年同比提高 4.97pct；公司 2022 年研发投入 3188 万元，研发投入占营业收入的 9.18%

图 14：公司近三年研发投入金额及占营业收入的比例



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 公司优势：创新企业加速孵化服务模式，AI 助力业绩增长

创新企业加速孵化服务模式，打造标准化产业加速服务平台。公司通过在公司平台整合标准化的培训、辅导、咨询、融资及资源的流程体系，打造模块化、标准化培训课程，加强创业的实务培训、解决实际问题，打造多元化、综合性的企业服务；同时借助中小企业、创新创业、互联网发展等政策，充分发挥自身媒体优势，打造媒体-服务-生态体系，形成不同业务之间的互补互助。依托国家高新技术支持背景，公司荣获各级政府荣誉资质认证，品牌知名度与行业影响力位居行业前列。

2.1 驱动因素 1：扎根产业多年，独特且完善的一站式培训体系

打造一站式服务体系，高效聚合优质稀缺资源，陪伴中小企业全生命周期。公司拥有完整的中小企业加速成长方法论与服务矩阵，解决客户从初创期、成长期到成熟期各阶段的痛点问题，陪伴中小企业全生命周期加速成长。目前公司已经具备丰富的企

服经验与成熟的运营体系，链接汇聚各类优质稀缺资源，促使资源效用最大化，助力产业加速发展。

黑马成长营：简称“黑马营”，是公司旗下高端综合性创业服务平台，是国内首家服务于成长型企业创始人群体的专业机构。为加强创业理论，让创业者获取更多实战知识，2010年，牛文文先生带队成立黑马成长营“实战商学院”，并确立“找出来”、“推出去”、“配得上”、“能成长”、“能成交”的十五字宗旨，是企业加速器成立的第一步。

2022年11月黑马营迎来第25期成员，黑马营26期也已重磅开启，入营费用22.8万元/人，采用主题授课、专题训练、标杆访学、成长复盘的培训方式，为终端客户、消费者提供更好的产品与服务。目前黑马营累计2100余名创业者入营，扶持24家上市企业。黑马营致力于为未来商业领袖的创业“黑马”提供学习、融资、推广、合作、咨询等服务，全力扶助黑马企业快速成长和成功。

图 15：黑马营 26 期重磅开启



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 16：黑马营有产业新力量的学者和专家

服务十亿、百亿级企业的学者和专家

张维迎 著名经济学家
郑毓煌 清华大学博导
田涛 华为顾问
陈威如 平台战略作者
彭剑锋 华夏基石董事长
刘润 润米咨询董事长
邓康明 福道诚壹管理咨询公司董事长/原阿里巴巴执行董事
吴声 互联网创新加速器场景实验室创始人
郑煜乐 光源资本创始人
王赛 科特勒咨询集团(中国区)合伙人

资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 17：黑马营有产业新力量的创始人

十亿、百亿级企业的创始人

周鸿祎 360公司创始人、董事长
江南春 分众传媒董事局主席
汪建国 五星控股董事长
王文京 用友董事长兼总裁
卢伟冰 小米集团总裁
陈俊 艾佳生活董事长、一德集团董事长
夏华 依文集团董事长
束从轩 老乡鸡创始人
陈小华 到家集团CEO
吴太兵 万兴科技创始人

资料来源：公司官网，上海证券研究所

黑马实验室：为产业创业者匹配业绩增长所需的成长方法论和成长资源，融合诊断、方法论、咨询、投资、金融等服务助力企业的业务加速，公司推出黑马实验室，是公司首创的“产业加速云平台”，与所有能够提供独特产业智慧与产业资源的企业家、投资人、专家、服务机构共建产业加速器。

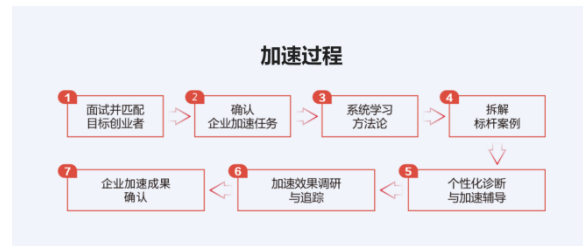
目前黑马实验室覆盖硬科技、产业互联网、企业服务、大消费、大健康、大文娱等多个产业，已成功开办 60 余个，累计加速企业 1778 个，成就了锅圈食汇、众能联合多“独角兽”项目，强化创业者用户的投资能力和投后服务能力，让创业者在黑马实验室的社区化加速器里得到良好锻炼。黑马实验室作为公司的传统核心产品，打造产业加速器集群，为创业黑马集团的产业升级业务奠定基础，助力城市产业升级服务质量提升。

图 18：黑马实验室加速企业代表



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 19：黑马实验室加速流程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 20：黑马实验室往期导师（部分）



资料来源：公司官网，上海证券研究所

黑马管理营：为使高管与创始人同频，加速企业发展，黑马管理营应运而生。黑马管理营创立于 2017 年，基于对三万余名黑马创业者的贴身研究和近五千位创始人的面对面教学经验，黑马管理营采用“主题授课+实战演练”的教学模式，培养学员战略、组织、增长 3 大模块能力，引导学员在实际工作中践行与落地，系统提升创始人和核心高管的能力。目前黑马管理营已服务近 300 家企业，今日头条、新东方、滴滴、万达集团、网易等企业都曾选

请务必阅读尾页重要声明

送高管至黑马管理营学习。黑马管理营寻求全新的管理与服务模式，用激励而不用管控，回归个人价值，为消费者提供更好的服务体验，由用户来定义企业产品的价值。机制创新与敏捷的组织形式，将使高管和中小企业同频，促进公司长期发展。

图 21: 黑马学院毕业合影



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 22: 黑马管理营学习方式



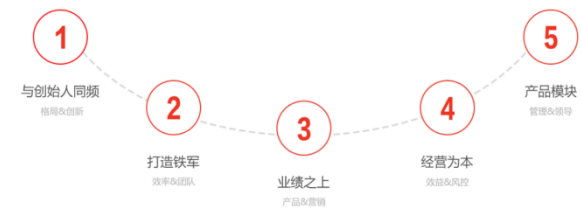
资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 23: 黑马管理营学员企业代表 (部分)



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 24: 黑马管理营模块



资料来源：公司官网，上海证券研究所

黑马全球游学：为助力创业者和投资者开拓国际视野、引进先进技术、挖掘高端人才、达成商务合作、实现转型升级。黑马全球游学自 2013 年创立以来，由牛文文、徐小平、何伯权等黑马导师带队，先后携 800 余位创业者、投资人共赴美国、以色列、德国、南极、北极、韩国、日本、印度等国家和地区，考察新消费、新技术、新工业等领域，并开设主题授课、商务考察、人文体验、闭门分享、项目路演、围炉夜话等特色课程环节。公司深度培养创业者的国际视野、组织学习前沿技术、积极促进创业者的国际商务合作，助力公司产业链延伸，提升公司国际知名度与声誉，增加市场占有率，不断拓展企业规模，从而形成国内外资源、机构与企业的良性循环。

图 25: 黑马全球游学课程介绍 (部分)



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 26: 黑马全球游学导师代表 (部分)



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 27: 黑马全球游学游学参访机构&企业



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 28: 黑马全球游学核心价值



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

2.2 驱动因素 2: 科技赋能商业化模式, 打造 AI 体系新生态

服务在线化、产品 SaaS 化、产学研一体化的数字新场景, 发布科创专属大模型, 提升交付效率。随着企业数字化转型和对 SaaS 的接受度提升, 公司结合在线产品与落地服务, 打通大数据与业务生态资源的链接, 推出在线企服 SaaS 服务产品和“黑马天启”科创大模型, 强化线上线下一体化服务能力, 提升运营效率。

发布科创大模型“黑马天启”, 推出面向产业的 AIGC 平台。为促进产业发展, 让行业内公司尽快了解、掌握、应用 AIGC 和大模型, 公司 2023 年 5 月 27 日发布黑马天启科创大模型, 打造面向产业的 AIGC 的推广和服务平台。公司一方面利用自有专利、版权、商标、政策等知识积累和海量产业数据, 为大模型开发提供充足的数据和场景支持; 另一方面依托自身的科创云 SaaS 开发平台、Microsoft + Stanford 开源技术以及 360 智脑的支持, 为黑马天启的开发提供了坚实的技术保障。

除推出黑马天启科创大模型外，公司联合多家业内企业共同发起“黑马 AIGC 产业服务联盟”，联动算力、算法、数据、场景应用等上下游产业，协同政府机构、AI 研究机构、高等院校、大企业和社会组织等多方力量，赋能中小企业，共同打造面向中小企业和地方的 AIGC 服务和推广平台。公司同时启动的训练营“黑马 AIGC 产业营”，整合黑马多年积累的产业资源和专业服务能力，聚焦基础概念、商业应用、模式创新、前景趋势、产业融合、数据安全等六大前沿主题，助创业者接入产业未来。公司将利用 AI 工具，打通多年来累积的产业资源与专业服务能力，加速业务发展，迎接 AI 大模型时代。

图 29: 董事长牛文文在“2023·黑马 AIGC 峰会”



资料来源: i 黑马公众号, 上海证券研究所

图 30: 黑马天启 CEO 杨昕分享天启科创大模型



资料来源: i 黑马公众号, 上海证券研究所

公司所处科创服务业规模广大，天启科创大模型深入客户需求，解决行业痛点。公司自 2022 年 8 月起使用大模型解决行业核心问题，2023 年 1 月上线内测版本，以每月一次的频率完成多次迭代，2023 年 5 月正式发布天启科创大模型。黑马天启科创大模型为企业提供科技项目申报材料智能撰写和数据填报服务，平均生成文件数目超过 24 个类别，单个文件的平均撰写时长少于 10 秒，平均生成字数超 2000 字。截至 5 月 26 日，黑马天启已完成超 200 家企业客户交付、超 2200 个项目方案撰写，单一项目累计节约时长可达 90%。

图 31: 科创服务行业挑战



资料来源: i 黑马公众号, 上海证券研究所

图 32: 科创大模型应用案例



资料来源: i 黑马公众号, 上海证券研究所

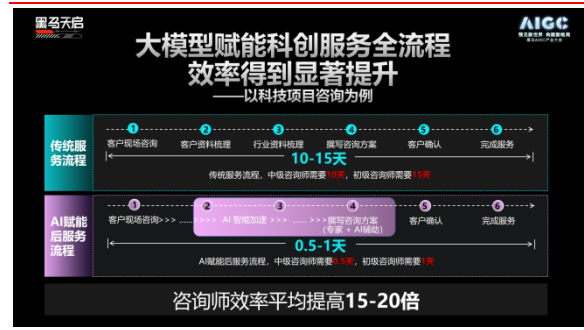
黑马在通过自身大量的专利、商标、版权、工商信息等核心数据，不断实现模型训练和自然语言技术的突破。公司科创大模型以科创云 SaaS 为基础，融合科创服务行业的知识与数据，叠加 Microsoft 开源技术、Stanford、350 智脑技术加持，形成行业独具特色的“天启科创大模型”。大模型根据行业特色来区别和升级模型结构，在基线模型的基础之上进行知识封装、逻辑推理、多轮对话等功能，并通过任务模型完成项目和产品的端到端任务，将应用场景植入业务领域。黑马天启科创大模型聚焦在行业知识与行业能力建设，通过技术创新，切实帮助科创服务机构提高行业效率与服务水平。

图 33：公司全面创建天启科创大模型



资料来源：i 黑马公众号，上海证券研究所

图 34：科创大模型科技项目咨询流程



资料来源：i 黑马公众号，上海证券研究所

达摩院 MaaS：携手阿里巴巴达摩院，专属 MaaS 赋能加速全流程。公司旗下数智云科拟与阿里巴巴达摩院合作，共同促进区块链技术的创新应用和数字人发展。达摩院将基于魔搭社区为公司提供：1) 开源的 MaaS 共享平台，为 AI 开发者提供灵活、易用、低成本的一站式 MaaS 开源社区；2) MaaS 培训课程，促进“AI 普惠”与“AI 创新”共同发展；3) 限时免费算力，降低 AI 开发者初始化模型使用门槛。根据双方签署的战略合作协议，首批开源模型超 300 个，中文模型占比超 1/3，包括阿里通义大模型、澜舟科技孟子模型、智谱 AI 多语言预训练模型、中文版 GPT-3、中文版 CLIP 等探索 AI 前沿的中文大模型。达摩院为数智云科所服务的中小企业提供从模型、培训到算力全流程的专业赋能，围绕元宇宙及互联网 3.0 的技术平台搭建进一步深化布局，提升与公司产业加速等业务的协同效应和可持续发展力，提升数智云科运营服务能力。

图 35：魔搭社区界面



资料来源：魔搭社区官网，上海证券研究所

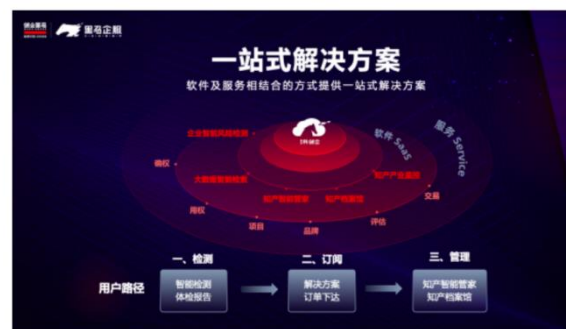
黑马科创云：“AI 大数据”+“SaaS 云服务”模式。黑马科创云助力数字化产业升级，科技优势赋能企业加速。2021 年公司发布国内首个面向专精特新小企业知识产权服务 SaaS 平台“黑马科创云”，通过“SaaS 云服务”+“科创落地服务”双轮驱动模式，为企业提供集合知识产权运用、管理于一体的高质量企业解决方案。“黑马科创云”在企业知识产权智能管理方面**拥有**知产智能管家、企业智能风险监控、企业智能风险检测、知产档案馆等服务体系，**支持超 4000 个**服务产品云上下单、支付、交付，全流程可视化，拥有 1.2 亿+全国工商信息数据、3000 万+商标数据、6000 万+专利数据、全国版权数据的智能数据查询服务，以及覆盖全国 32 个省、直辖市、自治区科技项目政策，**通过“知识产权基础业务”+“SaaS 云平台”+“AI 大数据”，**致力于为企业提供一站式科技创新服务，成为线上线下融合的全方位科创服务云平台。我们认为该平台全方位助力企业管理、开发和运用专利、商标等无形资产的技术成熟，有望吸引更多中小企业入驻，推动全国专精特新企业数字化、智能化产业升级。

图 36：黑马科创云 SaaS 正式发布



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 37：黑马科技云大致介绍图



资料来源：公司官网，上海证券研究所

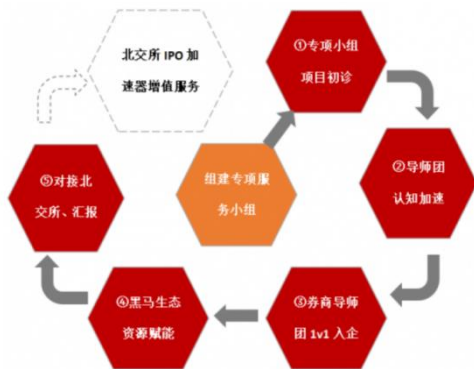
2.3 驱动因素 3：各级政府荣誉资质认证，品牌知名度与行业影响力位居行业前列

公司为国家高新技术企业，拥有较高的品牌知名度与口碑，综合实力和行业影响力稳居行业前列。公司拥有：1)《高新技术企业证书》，是工信部认定的“国家中小企业公共服务示范平台”，也是科技部认定的首批众创空间；2)北京市科委、中关村管委会认定的北京市科技企业孵化器资质和北京市人才工作局认定的创业黑马留学人员创业园资质，是首批北京市众创空间、首批北京市中小企业公共服务示范平台、首批服务“专精特新”的中小企业公共服务平台、首批中关村创新型孵化器。

请务必阅读尾页重要声明

上市黑马：IPO加速器聚集资源，持续发力培育新生企业。为更好地培育新生企业力量，公司持续打造 IPO 加速器，助力全面注册制下中小企业上市融资。2022 年 5 月推出面向专精特新企业的全国首个“北交所 IPO 加速器”，一期成功助力 18 家专精特新企业加速上市，聚集加速机构、投资机构、券商、监管机构等丰富导师资源，从认知、合规、资本三个维度赋能中小企业，**通过 IPO 加速器、投融资咨询等服务与产品，加速优质专精特新企业、学员企业上市进程，积极开拓市场与创造价值。**

图 38：黑马北交所 IPO 加速器采用了全新加速模式



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 39：黑马北交所 IPO 第一期开营授课



资料来源：公司官网，上海证券研究所

数字人：前瞻性探索元宇宙，数智云科深耕数字人产业。身为国内重要的创业服务机构和产业加速器平台，公司选定“数字人”作为元宇宙的人格化场景入口，细分商业化应用前景领域。2022 年 7 月，在北京市朝阳区政府指导下，公司与中关村朝阳区管委会、朝科创曾共同发布聚焦数字人垂直产业的“朝阳黑马数字人加速器”，并获得了“北京市数字人基地”的称号。2022 年 12 月，成立数智云科，形成数字人技术创新与场景应用的领先优势，打造国内一流的数字人加速器基地，引领元宇宙及互联网 3.0 的整体发展。公司以元宇宙数字人为切点，赋能数字人产业链上下游企业，不断拓展到应用场景、XR 设备等数字经济相关软硬件与商业化落地领域。

依托创业黑马“服务平台+载体空间+服务体系+产业基金”的一体服务体系，1) 数智云科围绕数字人产业开展投资咨询、教育咨询、企业管理咨询业务，举办会展、企业策划、出租商业空间等活动；2) 建设中国首个数字人知识产权可信存证平台，明晰权责，规范经营。公司开展相关业务有利于创业黑马业务升级、创业公司加速成长，数字人产业深远发展。

图 40：数字人相关概念



资料来源：聚焦朝阳园公众号，上海证券研究所

图 41：2023 年数字人产业发展趋势报告



资料来源：聚焦朝阳园公众号，上海证券研究所

3 盈利预测

公司主要服务于国内中小创企业，已实现从企业加速服务到企业服务的延伸。通过多年的创业创新服务经验，打造出多元化的企业服务平台。公司 SaaS 产品日益成熟，公司的企业加速服务质量能够得到更大提升，推进产业智能升级，巩固行业领先地位，取得较好的投资收益。

企业服务方面，公司企业服务主要包括城市拓展服务、SaaS 模式服务、财税服务、营销服务、知识产权服务等。随着 SaaS 模式服务逐渐成熟，公司通过“黑马科创云”平台，形成“知识产权基础业务”+“SaaS 云平台”+“AI 大数据”一站式科技创新服务，成为线上线下融合的全方位科创服务云平台，有助于提高服务企业数量，助力公司实现订单“量”的提升和企业深度服务“质”的并举。因此我们认为企业服务将迎来收入端的增长。我们预计 2023-2025 年公司企业服务业务收入分别为 3.72 亿元、5.03 亿元、7.49 亿元。

培训辅导服务方面，公司培训服务受疫情影响较大。随着疫情影响减少，培训业务停滞课程逐渐恢复，培训需求有望释放。我们认为公司培训服务业务业绩将稳步提升。我们预计 2023-2025 年公司企业服务业务收入分别为 1.04 亿元、1.15 亿元、1.27 亿元。

公司深耕行业数十年，作为专业服务中小创企业的综合平台，基于核心产品和服务，全面面向产业链转型升级，打造了其独特的竞争优势，**助力优质中小企业发展**。公司一方面聚焦于自主产业链，拥有贯穿中小企业发展生命周期产品，有利于推进企业服务多元化的同时获得更多优质客户。另一方面持续升级线上服务，**随着公司 SaaS 产品日益成熟，公司的企业加速服务质量能够得到更大提升，推进产业智能升级，巩固行业领先地位，取得较好的投资收益**，公司有望实现营收进一步提升和利润反弹。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 0.22 亿元、0.39 亿元、0.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.13 元、0.24 元、0.43 元，当前股价对应估值 224 倍、124 倍、69 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）

企业服务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2.42	3.72	5.03	7.49
YOY	33.39%	53.53%	35.46%	48.75%
营业成本	2.05	2.78	3.26	4.10
毛利	0.37	0.94	1.77	3.38
毛利率	15.20%	25.20%	35.20%	45.20%
培训辅导服务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	0.94	1.04	1.15	1.27
YOY	35.98%	10.50%	10.50%	10.50%
营业成本	0.40	0.41	0.42	0.43
毛利	0.54	0.63	0.73	0.84
毛利率	57.40%	60.43%	63.43%	66.43%
其他业务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	0.11	0.12	0.13	0.15
YOY	-2.79%	10.50%	10.50%	10.50%
营业成本	0.03	0.04	0.04	0.04
毛利	0.07	0.09	0.09	0.10
毛利率	69.97%	69.97%	69.97%	69.97%
总计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3.47	4.88	6.32	8.90
YOY	2.10%	40.51%	29.52%	40.99%
营业成本	2.49	2.68	3.47	4.89
毛利	0.98	2.20	2.85	4.02
毛利率	28.35%	45.12%	45.12%	45.12%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4 风险提示：

国内经济环境变动风险：作为专业服务中小创企业的综合平台，自身发展与我国经济环境密不可分。我国经济处于结构性转型的关键时期，宏观经济形势对企业服务行业发展影响重大，直接影响企业服务行业的市场需求。

市场竞争风险：国内企业服务行业处于快速增长阶段，企业服务市场需求的快速增长，行业中已涌现出大批企服企业，公司所处行业的参与者众多，同质化竞争日趋激烈。

管理风险：公司业务规模与人员规模等比增长，存在业务团队管理能力无法适应业务规模扩大的风险。公司的管理制度与组织建设未能及时调整优化，将对公司业务发展造成不利影响。

人才培养与流失风险：公司所处的大类行业为现代服务业，属于人才密集型的智力服务行业。该行业对从业人员能力有较高要求，专业人才稀缺，人员流动性较高，对公司长期稳定发展存在潜在不利影响。

企服平台 SaaS 化建设研发风险：根据公司战略建设方向，公司已初步构建多元化的企服平台，其在线化服务建设，仍将是公司战略建设的持续关注重点。公司持续加大研发投入力度，业务企服化、企服 SaaS 化建设颇有成效，在 SaaS 化建设方面仍处于早期阶段，依旧存在来自市场、产品及服务等方面的挑战，将影响企服 SaaS 产品的开发拓展。若未来 SaaS 化建设未能达预期，将对公司经营业绩造成一定不利影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	443	276	334	385
应收票据及应收账款	22	49	43	87
存货	0	0	0	0
其他流动资产	85	56	56	56
流动资产合计	550	381	433	528
长期股权投资	82	82	82	82
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3
在建工程	0	0	0	0
无形资产	21	21	21	21
其他非流动资产	144	144	144	144
非流动资产合计	251	251	251	251
资产总计	801	631	684	778
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	33	0	0	0
合同负债	118	0	0	0
其他流动负债	68	20	20	20
流动负债合计	218	20	20	20
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	235	36	36	36
股本	167	167	167	167
资本公积	390	390	390	390
留存收益	12	33	73	144
归属母公司股东权益	569	591	630	702
少数股东权益	-3	4	17	40
股东权益合计	566	595	647	742
负债和股东权益合计	801	631	684	778

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	5	-168	58	50
净利润	-110	29	52	95
折旧摊销	35	0	0	0
营运资金变动	52	-196	6	-44
其他	28	0	0	-1
投资活动现金流量	-69	0	0	1
资本支出	-26	0	0	1
投资变动	-43	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流量	63	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	90	0	0	0
其他	-27	0	0	0
现金净流量	-2	-167	59	51

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	347	488	632	890
营业成本	249	268	347	489
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	84	79	96	126
管理费用	98	108	134	180
研发费用	14	15	13	9
财务费用	-11	0	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	-10	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-110	29	53	95
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	-111	29	53	95
所得税	-1	0	0	1
净利润	-110	29	52	95
少数股东损益	-27	7	13	23
归属母公司股东净利润	-84	22	39	71

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	28.3%	45.1%	45.1%	45.1%
净利率	-24.1%	4.5%	6.3%	8.0%
净资产收益率	-14.7%	3.7%	6.3%	10.2%
资产回报率	-10.4%	3.5%	5.8%	9.2%
投资回报率	-15.8%	4.6%	7.7%	12.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	2.1%	40.5%	29.5%	41.0%
EBIT 增长率	-389.8%	130.5%	80.7%	81.1%
归母净利润增长率	831.1%	126.2%	80.2%	80.8%
每股指标 (元)				
每股收益	-0.50	0.13	0.24	0.43
每股净资产	3.40	3.53	3.77	4.19
每股经营现金流	0.03	-1.00	0.35	0.30
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.43	0.77	0.92	1.14
应收账款周转率	15.87	9.93	14.74	10.26
存货周转率	—	—	—	—
偿债能力指标				
资产负债率	29.3%	5.8%	5.3%	4.7%
流动比率	2.52	19.07	21.69	26.43
速动比率	2.16	16.29	18.91	23.65
估值指标				
P/E	—	223.99	124.27	68.72
P/B	8.62	8.30	7.78	6.99
EV/EBITDA	-39.82	161.19	88.06	48.09

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。