

2017 年 08 月 10 日

创业黑马 (300688)

——创业教育与服务第一股

发行上市资料:

发行价格(元)	10.8
发行股数(万股)	1700
发行日期	2017-07-31
发行方式	上网定价
主承销商	招商证券股份有限公司
上市日期	2017-08-10

*首日上市股数 1700 万股

基础数据(发行前):2017 年 06 月 30 日

每股净资产(元)	3.75
总股本/流通 A 股(百万)	68/17
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com

研究支持

汪澄 A0230116100005
wangcheng@swsresearch.com

联系人

周建华
(8621)23297818x010-66500564
zhoujh@swsresearch.com

投资要点:

- 公司是创业服务行业龙头，主营业务覆盖创业资讯、创业辅导培训、公关推广、社群会员等创业服务全产业链。公司当前运营 i 黑马网、“创业家传媒”微博、“创业家”微信公众号等线上平台，以及创业黑马学院、黑马大赛、黑马创业社群大会等线下品牌活动，业务成长迅速，2016 年营收为 1.84 亿元，其中 54% 为创业辅导培训收入；净利润为 4054 万元，2014-16 年营收/净利润复合增长率分别为 30.4%/138%。公司股权较为集中，控股股东及实际控制人为牛文文曾任《中国企业家》总编辑，多年深耕创业服务领域，发行后将间接和直接合计持有上市公司 40.37% 的股份。
- “双创”政策带动创业服务刚需爆发，企业培训和公关市场潜力大。2015 年政府工作报告中提出“大众创新，万众创业”口号，配套政策大量出台，众创中心快速发展，带动新一轮创业热潮。2016 年全国实有企业市场主体达 8705 万，同比增 12.4%；全国新登记企业 553 万，单日新登记企业超 1.5 万个，同比增 25%。初创企业家创业辅导培训、投融资、业务合作等创业服务等刚需快速增长。公司未来有望持续业务拓展，切入规模超 2000 亿管理培训市场和 500 亿的公关市场。
- 社群服务连通创业者、投资人、企业园区，高用户粘性打造竞争壁垒。公司为初创、天使轮、A 轮及 Pre-IPO 等阶段企业提供“媒体资讯—辅导培训—公关增值服务—会员社群服务”等多层次的创业服务，线上通过媒体资讯平台连接创业者，线下通过辅导培训、公关服务等深度服务客户，形成流量与业务闭环。公司三分之一的黑马成长营学员在上课期间和结业后获得融资，总融资金额达 219.29 亿元；16.34% 的创业项目的参加黑马大赛当年获得投资，总金额 292.30 亿元。未来持续发挥网络效应，提升用户粘性，降低新用户获取成本。
- 本次拟发行股票 1,700 万股，募集资金净额为 2.22 亿元，发行完成后总股本将较发行前增加 25%。募集资金用于充实主业，其中黑马众创空间项目投资额为 1.75 亿元，线上业务系统和管理信息系统项目投资额为 4629 万元。
- 业务稀缺性强，创业服务行业仍处于高成长新兴阶段，公司品牌及用户粘性竞争优势突出。我们预计公司 2017-19 年实现营业收入分别为 2.23 亿/2.64 亿/3.10 亿元，实现归母净利润分别为 0.49 亿/0.67 亿/0.80 亿元，对应同比增速为 20.9%/36.7%/19.4%，对应 EPS 分别为 0.72/0.99/1.18 元。参考可比公司估值，公司 2017 年合理估值区间 35-40 倍，对应公司合理价格区间为 25.2 元-28.8 元。
- 风险提示：市场竞争日趋激烈风险，宏观经济周期变化及创业环境变化风险，人才、导师和客户流失风险，品牌形象受损风险。
- 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	184	73	223	264	310
同比增长率(%)	10.46	1.69	21.06	18.39	17.42
净利润(百万元)	41	15	49	67	80
同比增长率(%)	660.60	39.58	20.87	36.73	19.40
每股收益(元/股)	0.79	0.30	0.72	0.99	1.18
毛利率(%)	60.9	60.7	62.2	62.3	62.3
ROE(%)	23.0	8.0	12.0	14.1	14.4
市盈率	14		11	8	7



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 创业黑马，创业服务行业领跑的骏马	5
1.1 聚焦于帮助创新创业企业成长，提供综合性创业服务	5
1.2 股权结构集中，控股股东行业经验丰富	7
2. “双创”政策带动，创业服务蓬勃发展	8
2.1 政策支持创业服务发展	8
2.2 企业管理培训和公关业务潜力巨大	11
3. 主业持续发展壮大，覆盖创业服务全产业链	12
3.1 创业辅导培训业务收入稳定增长，成本下降	13
3.2 自有品牌活动行业影响大，公关服务客户结构调整	15
3.3 会员服务蓄势待发，近三年复合增长率高达 113%	17
4. 社群服务打造高黏度护城河	17
4.1 线上线下深度垂直平台式运营，强化用户粘性	17
4.2 行业影响力大，品牌优势突出	18
4.3 技术体系形成有力支持	19
5. 募投项目分析	19
6. 风险分析	20
6.1 市场竞争日趋激烈风险	20
6.2 宏观经济波动风险	21
6.3 客户流失风险	21
6.4 导师流失风险	21
6.5 品牌与形象受损风险	21
7. 盈利预测及投资建议	21

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司主营业务收入稳定增长.....	5
图 3: 2016 年主营业务占比.....	5
图 4: 公司毛利率呈现上升趋势	6
图 5: 2016 年销售净利率上升至 23.13%	6
图 6: 创业黑马上市前股权结构.....	7
图 7: 全国实有企业数量.....	9
图 8: 近五年全国新登记企业数量	9
图 9: 我国企业管理培训行业市场规模及增长率	11
图 10: 公关服务年度营业额.....	12
图 11: 创业黑马业务体系分布.....	12
图 12: 三大业务最近三年收入情况（单位：百万元）	13
图 13: 创业辅导培训服务和会员服务比重不断增长	13
图 14: 创业辅导培训业务培训人数持续增长.....	14
图 15: 公司创业辅导培训业务导师数目.....	14
图 16: 创业辅导培训业务收入稳定增长、成本下滑	14
图 17: 公司创业辅导培训业务毛利和毛利率均持续上升	14
图 18: 自有品牌活动-黑马创业社群大会	15
图 19: 定制活动	15
图 20: 自由品牌活动部分合作投资机构	16
图 21: 公关服务 2015 和 2016 年收入成本稳定	16
图 22: 创业创新企业客户公关服务收入比重不断增大.....	16
图 23: 公司业务构成资讯-辅导-公关-会员服务闭环.....	17
表 1: 未来三年公司发展规划与实施措施.....	6
表 2: 公司发行前后股本变化	8
表 3: 创业服务业主要产业政策.....	8
表 4: 创业服务机构类型	10

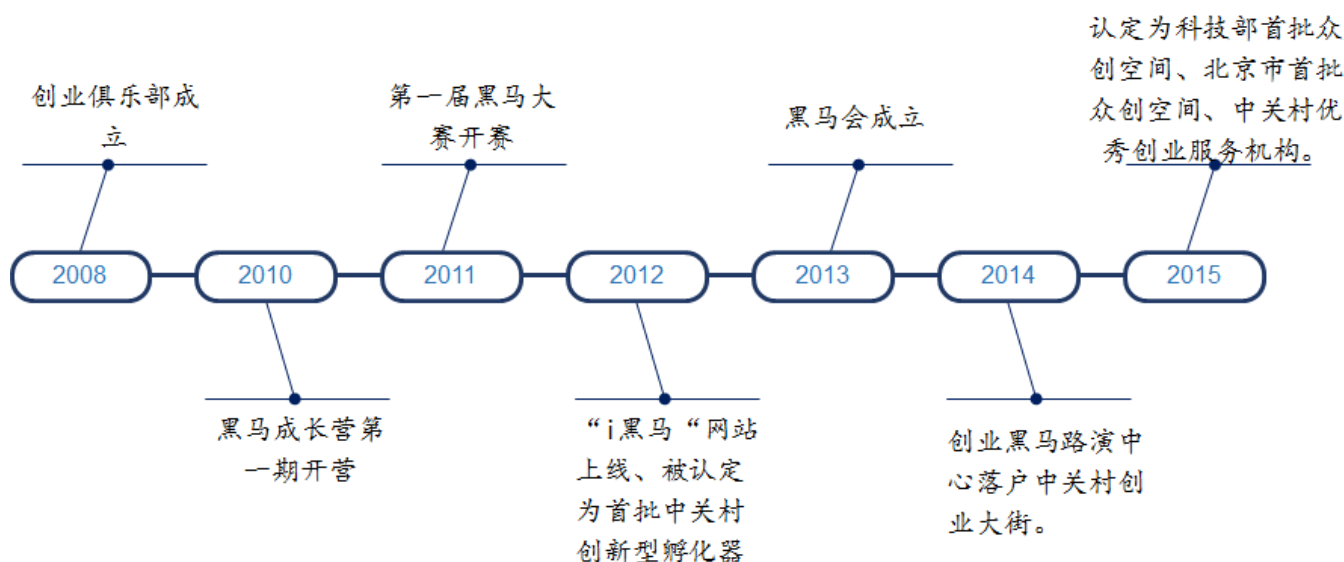
表 5: 创业黑马主营业务情况	12
表 6: 自有品牌活动详情	15
表 7: 多个线上平台全面联结用户	18
表 8: 创业辅导知名导师	18
表 9: 募集资金投资项目情况 (单位: 万元)	19
表 10: 黑马众创空间建设内容	20
表 11: 可比公司估值表	22

1. 创业黑马，创业服务行业领跑的骏马

1.1 聚焦于帮助创新创业企业成长，提供综合性创业服务

创业黑马是业内领先的综合创业服务提供商。公司业务包括创业辅导培训、公关推广、会员服务、创业资讯服务等，旗下i黑马网、创业黑马学院、黑马会、黑马大赛等项目已成为国内知名创业服务品牌。公司业务起源于面向创业者提供创业资讯服务，针对创业企业迫切学习创业成长的理论知识和实战经验的需求，公司于2010年开拓“黑马成长营”创业辅导培训业务，给创业辅导培训客户提供展示自身、获取资源的机会，帮助客户对接投资人，吸引了品牌企业、园区类政府机构的关注，衍生公关服务业务。

图 1：公司发展历程

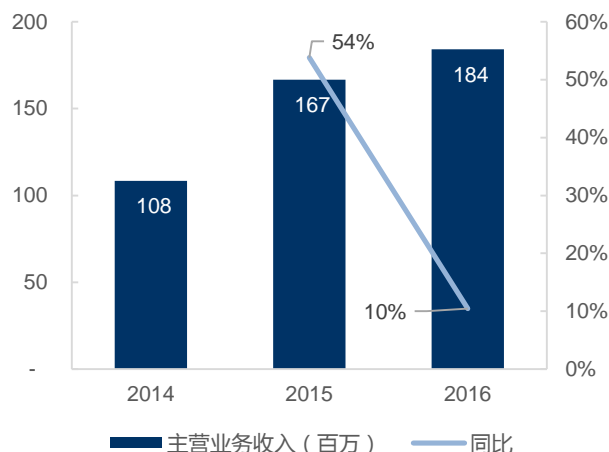


资料来源：招股说明书、申万宏源研究

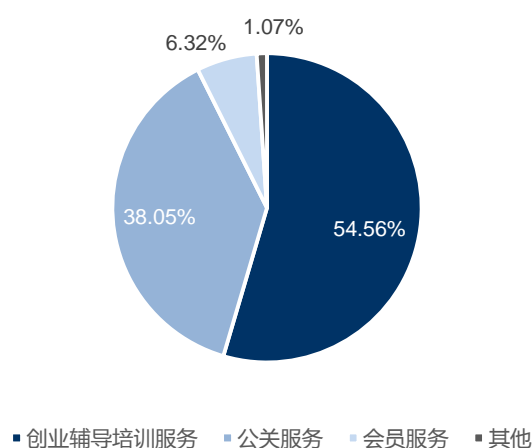
2014-2016 年收入复合增长率 30%，毛利率持续上升。14-16 年公司营业收入分别为 1.08 亿元、1.67 亿元、1.84 亿元，复合增长率为 30.36%。14-16 年公司归属于母公司的净利润分别为 715.81 万元、532.92 万元、4053.80 万元，16 年归母净利润同比增长 660%。2014-16 年公司毛利率分别为 44.31%/53.70%/60.92%，销售净利率分别为 8.27%/4.68%/23.13%。毛利率和净利率快速增长的原因是公司创业辅导培训服务得到大力发展。2016 年创业辅导服务营业收入和毛利率分别为 1.01 亿和 72.72%，均高于其他业务。

图 2：公司主营业务收入稳定增长

图 3：2016 年主营业务占比

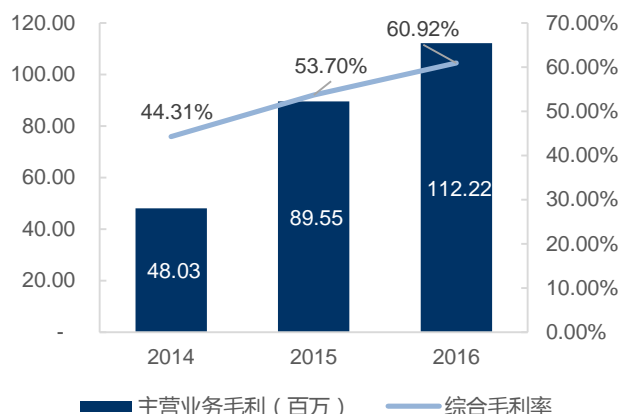


资料来源：招股说明书、申万宏源研究



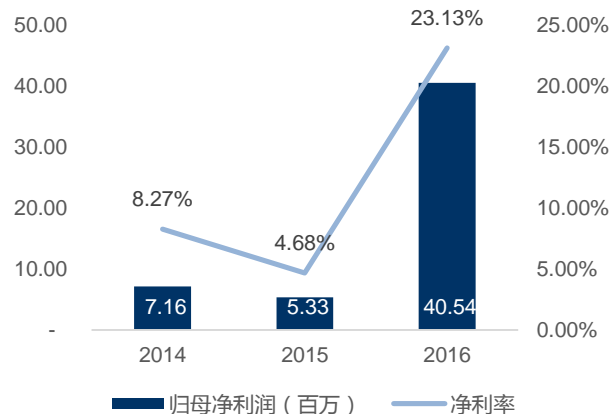
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 4：公司毛利率呈现上升趋势



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 5：2016 年销售净利率上升至 23.13%



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

坚持平台化、在线化、全国化战略，通过战略投资及并购加速布局。公司致力于成为中国领先的综合性创业服务平台，为创业者推广、学习、融资需求提供支持服务。未来发展战略包括：（1）平台化：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，提供更为多样化的服务；（2）在线化：利用合作运营的黑马学吧 app、远程教育系统等产品，开拓知识分享等高成长业务线；（3）全国化：在全国其他重点区域设立创业辅导培训基地；（4）投资及并购：通过战略投资及并购加快在行业性媒体及企业基础服务（如财务、HR、营销等）两个核心领域的布局。

表 1：未来三年公司发展规划与实施措施

三年发展规划	实施措施
“黑马众创空间”扩展建设规划	公司将在现有“黑马众创空间”的基础上，在商业基础设施完善、政策环境良好、人才储备丰富、创新能力较强的城市建设 10 到 20 个“黑马众创空间”，进一步拓展公司业务覆盖范围，达到布局全国主要创新创业集聚城市的目的，从而构建覆盖全国主要城市的线下服务网络。
服务体系移动化发展规划	公司计划以手机客户端为核心开发系列移动产品，并且连通微博、微信等移动开放平台，将公司服务体系延伸、覆盖至移动端。通过移动产品的开发运营，公司将进一步提高用户黏性、提高创业者社群粘性、

降低服务成本、加速规模成长。

内部信息化建设
发展规划

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，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，进一步加强内控制度的实施力度，加快内控信息的反馈速度。

品牌推广和提升
计划

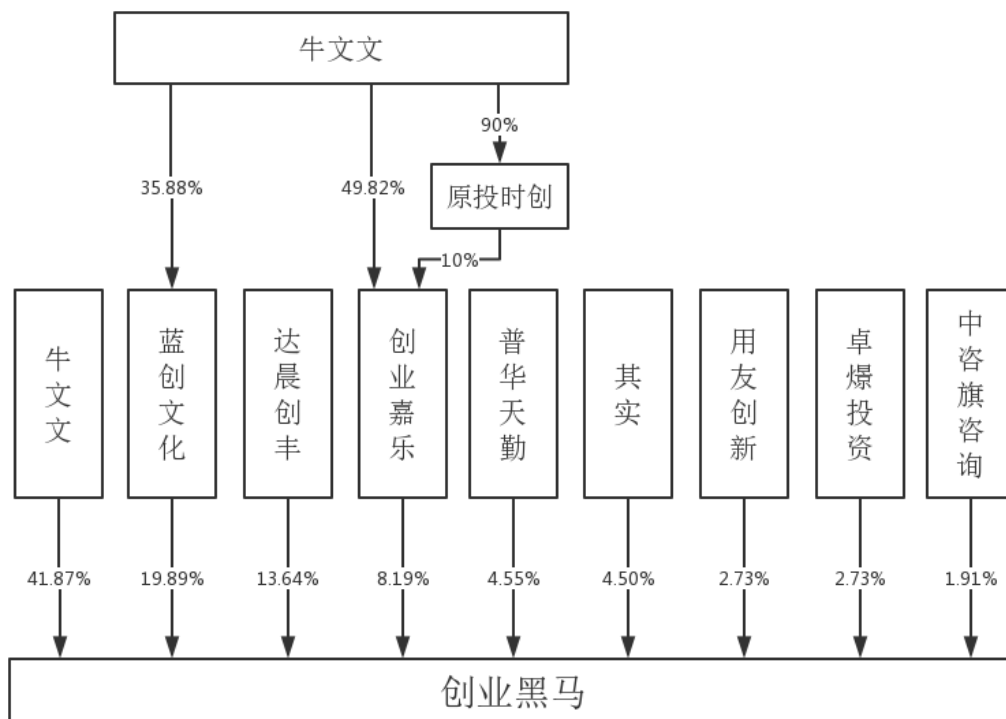
公司将持续举办自有品牌活动和定制活动，不断创新活动模式，增强活动的市场影响力；扩大公司的培训规模，研发更多的培训课程，加深在创新创业人群中的品牌认知度；继续加强黑马会各地方分会和各行业分会的影响力，有效地提升公司品牌影响力的广度和深度。

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

1.2 股权结构集中，控股股东行业经验丰富

创业黑马股权结构集中。根据招股说明书，公司创始人、控股股东牛文文先生直接持有公司股份 21,351,660 股，持股比例 41.87%，此外，牛文文还通过蓝创文化和创业嘉乐两家机构间接持有创业黑马 11.96%的股份，**合计持股比例 53.83%**。本次发行后牛文文将持有公司 40.37%股份。

图 6：创业黑马上市前股权结构



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

表 2：公司发行前后股本变化

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量(万股)	占总股本比例(%)	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	牛文文	2,135	41.87	2,135	31.40
2	蓝创文化传媒(天津)合伙企业(有限合伙)	1,014	19.89	1,014	14.92
3	深圳市达晨创丰股权投资企业(有限合伙)	696	13.64	696	10.23
4	北京创业嘉乐文化传媒交流中心(有限合伙)	417	8.19	417	6.14
5	浙江普华天勤股权投资合伙企业(有限合伙)	232	4.55	232	3.41
6	其实	230	4.50	230	3.38
7	北京用友创新投资中心(有限合伙)	139	2.73	139	2.05
8	深圳市前海中咨旗咨询有限公司	97	1.91	97	1.43
9	苏州卓燊投资中心(有限合伙)	139	2.73	139	2.05
	本次发行股份	-	-	1,700	25.00
	合计	5,100	100.00	6,800	100.00

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

控股股东、实际控制人创业服务行业经验丰富。公司创始人、控股股东、实际控制人牛文文历任经济日报社、《中国企业家》杂志总编辑。2008 年 8 月至今担任北京创业未来董事长、总经理；2011 年 11 月创办上市公司的前身创业创媒，后改制为创业黑马，同时还创设创业俱乐部、黑马创展等创业服务企业。控股股东多年深耕创业服务行业，在品牌、人脉等方面有扎实积累利好上市公司持续经营。

2. “双创”政策带动，创业服务蓬勃发展

2.1 政策支持创业服务发展

“双创”优惠政策持续改善创业环境。创业服务行业起源于上世纪八十年代由国家科技部组织实施的火炬计划，中关村等高科技园区于 80 年代末开始启动。2000 年后，创业服务机构向投融资平台和要素整合服务演进。2015 年政府工作报告中提出“大众创新，万众创业”后，国家积极推出配套的政策和鼓励条款，未来将对于众创空间及创业服务极大地给予土地、财政资金及公共服务等方面的支持，行业进入快速发展期。

表 3：创业服务业主要产业政策

序号	文件名称	发布时间	发布机构	相关内容
1	《关于深入贯彻落实科学发展观、积极促进经济发展方式加快转变的若干意见》	2011.3.22	国家工商 行政管理 总局	积极支持高校毕业生、农民工、就业困难群体以创业带动就业，进一步完善自主创业、自谋职业优惠政策措施。
2	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	2011.3.27	发改委	商务服务业中的“就业和创业指导、网络招聘、培训、人员派遣、高级人才访聘、人员测评、人力资源管理培训、人力资源服务外包等”为鼓励类产业。

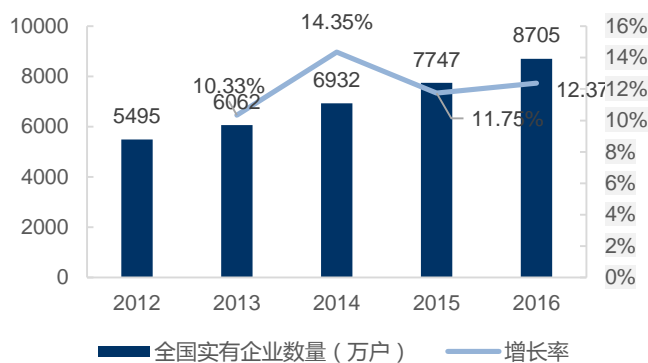
3	《国务院关于加强科技服务业发展的若干意见》	2014.10.9	国务院	构建以专业孵化器和创新型孵化器为重点、综合孵化器为支撑的创业孵化生态体系。加强创业教育，营造创业文化，办好创新创业大赛，充分发挥大学科技园在大学生创业就业和高校科技成果转化中的载体作用。
4	《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》	2015.3.2	国务院	加快构建众创空间、降低创业门槛、鼓励科技人员和大学生创业、支持创新创业公共服务、加强财政资金引导、完善创业投融资机制、丰富创新创业活动、营造创新创业文化氛围。
5	《关于做好推动大众创业万众创新工作的通知》	2015.5.19	工信部	加快创业基地建设；完善中小企业服务体系；加强投融资服务；强化创业创新培训；实施“互联网+小微企业”行动计划；开展丰富多彩的“双创”活动；加大“双创”宣传力度。
6	《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	2015.6.11	国务院	充分认识推进大众创业、万众创新的重要意义；创新体制机制，实现创业便利化；优化财税政策，强化创业扶持；搞活金融市场，实现便捷融资；扩大创业投资，支持创业起步成长；发展创业服务，构建创业生态；建设创业创新平台，增强支撑作用；激发创业活力，发展创新型企业；拓展城乡创业渠道，实现创业带动就业；加强统筹协调，完善协同机制。
7	《国务院关于加强构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	2015.9.23	国务院	大力发展专业空间众创：鼓励各类科技园、孵化器、创业基地、农民工返乡创业园等加快与互联网融合创新；鼓励各类线上虚拟众创空间发展，为创业创新者提供跨行业、跨学科、跨地域的线上交流和资源链接服务。鼓励创客空间、创业咖啡、创新工场等新型众创空间发展，推动基于“互联网+”的创业创新活动加速发展。
8	《国务院办公厅关于加快众创空间发展服务实体经济转型升级的指导意见》	2016.2.14	国务院	在重点产业领域发展众创空间；鼓励龙头骨干企业围绕主营业务方向建设众创空间；建设一批过家家创新平台和双创基地；加强众创空间的国际合作。
9	《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》	2016.9.16	国务院	加快培育形成各具特色、充满活力的创业投资机构体系；积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动；大力培育和发展合格投资者；建立股权债权等联动机制；完善创业投资税收政策；建立创业投资与政府项目对接机制；研究鼓励长期投资的政策措施；发挥政府资金的引导作用。
10	《国家科技企业孵化器“十三五”发展规划》	2017.6.29	科技部	到 2020 年，围绕大众创新创业需求，完善多类型、多层次的创业孵化服务体系

资料来源：国务院官网、申万宏源研究

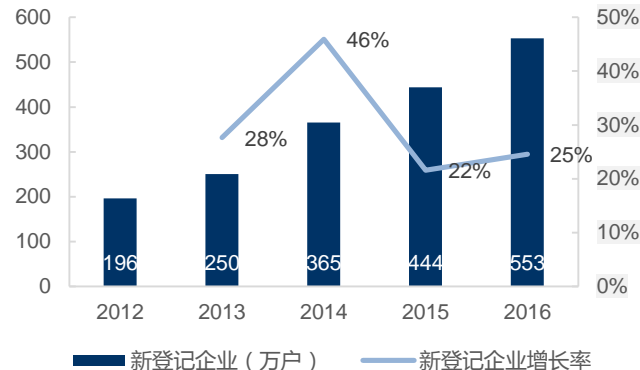
创业企业年增速超 20%，创业服务需求强劲。2016 年全国实有企业市场主体（包括企业、个体户等）达 8705 万，同比增 12.4%；其中全国新登记企业 553 万，单日新登记企业超 1.5 万个，同比增 25%，最近四年复合增速达 30%。初创企业家对于创业辅导培训、投融资、业务合作等服务具有极强的需求，带动创业服务行业发展。

图 7：全国实有企业数量

图 8：近五年全国新登记企业数量



资料来源：国家工商总局官网、申万宏源研究



资料来源：国家工商总局官网、申万宏源研究

创业服务机构专业化、集群化发展。当前创业服务机构可包括辅导培训、共享办公、融资服务、媒体平台等类型，代表公司包括创新工场、常青藤创业园、亚杰商会、创业邦、联想之星、3W 咖啡、36 氪、创投圈等。未来创业服务将向专业化、集群化发展，集办公服务、辅导培训、投融资支持、媒体平台于一体的创业综合生态体系逐步成型。

表 4：创业服务机构类型

序号	类型	含义	代表企业
1	辅导培训型	辅导培训型创业服务机构以提升创业者的综合能力为目标，其充分利用丰富的人脉资源，邀请知名企业家、创投专家、行业专家等作为创业导师为创业企业开展创业辅导培训，最终提高创业者创业成功的概率。	混沌大学、亚杰汇、x-lab
2	共享办公型	共享办公型创业服务机构一般会为初创企业提供基础办公空间、共享办公设备；发展较为完善的此类创业服务机构会为创业者提供财务咨询、注册办理等初创企业商务服务，并提供相应的创业咨询服务。	梦想加、优客工场、SOHO 3Q 等
3	融资服务型	融资服务型创业服务机构具备健全的融资体系和渠道，其针对初创企业急需解决的资金问题，为初创企业提供完善的融资渠道。	创新广场、乐邦乐成、天使汇、飞马旅
4	专业服务型	专业服务型创业服务企业依托先进的技术资源、庞大的产业资源和雄厚的资金支持，为初创企业提供社交网络、专业技术服务平台及产业链资源支持。	创客总部、3W 咖啡、科技寺
5	媒体平台型	媒体平台型创业服务机构以媒体平台为特征，利用宣传优势，为初创企业提供包括宣传、信息、投资在内的各种综合性创业服务，主要仍旧是提供资讯服务为主。	36 氪
6	创客孵化型	创客孵化型创业服务机构具备完善的开源硬件平台和硬件加工车间，致力于为创客提供互联网开源硬件平台、开放实验室、加工车间、产品设计辅导、供应链管理服务和创意思交流碰撞的空间。	创业公社、虫洞之家

资料来源：招股说明书、投中网 (<https://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/report/detail/1006.shtml>)、申万宏源研究

众创空间发展迅速。根据科技部火炬高技术产业开发中心编著的《中国火炬统计年鉴(2016)》中统计数据：截止到 2015 年底，我国共有科技企业孵化器 2533 个、在孵企

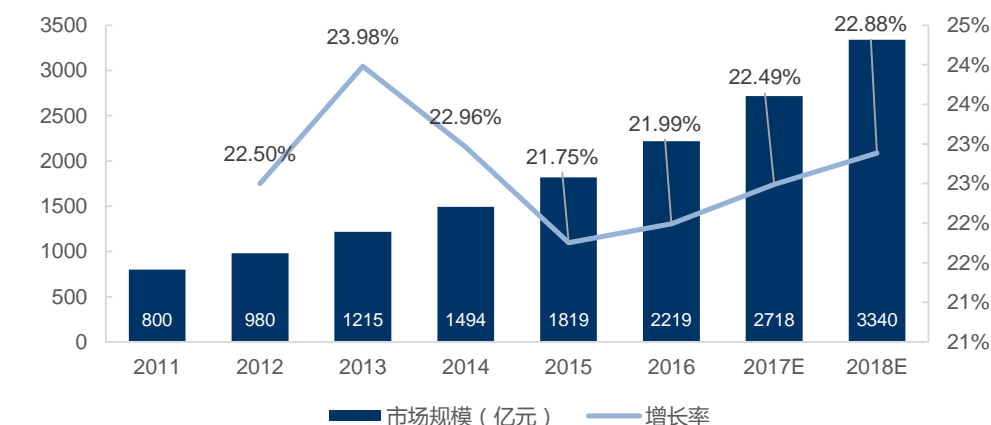
业 78965 个、在孵企业员工 141.7 万人、在孵企业总收入 3696.4 亿元。低成本、便利化、全要素、开放式的众创空间逐步创业服务领域内的主流业态。截至 2016 年 12 月，科技部共公布了三批国家级众创空间名单，三批名单共 1337 家，其中广东、山东、北京数量排名前三，分别是 178 家，162 家，125 家，占全国比重约 35%。公司计划利用募集资金在 12 个已有黑马分会的城市设立众创空间，作为物理平台和区域性枢纽，强化各区域业务覆盖，享受众创空间政策红利。

2.2 企业管理培训和公关业务潜力巨大

未来由创业辅导培训切入管理培训市场。公司创业辅导培训业务聚焦于新业态、新模式，互联网时代传统大型企业的管理者对于该类内容的需求逐步增加。同时，现有创业辅导培训的用户也可能逐步成长为管理培训用户，因此公司未来有望切入管理培训市场，发挥协同效应。

企业管理培训行业市场规模增长迅速，预计 2018 年突破 3300 亿元。根据尚普咨询估计，企业管理培训行业市场规模 2016 年已达 2219 亿元，近三年复合增长率为 21.87%，至 2018 年将突破 3300 亿元。中小企业需求占整个企业管理培训市场总量的 96.1%，未来“双创”产业发展带动中小企业发展，刺激管理培训行业规模的迅速扩张。

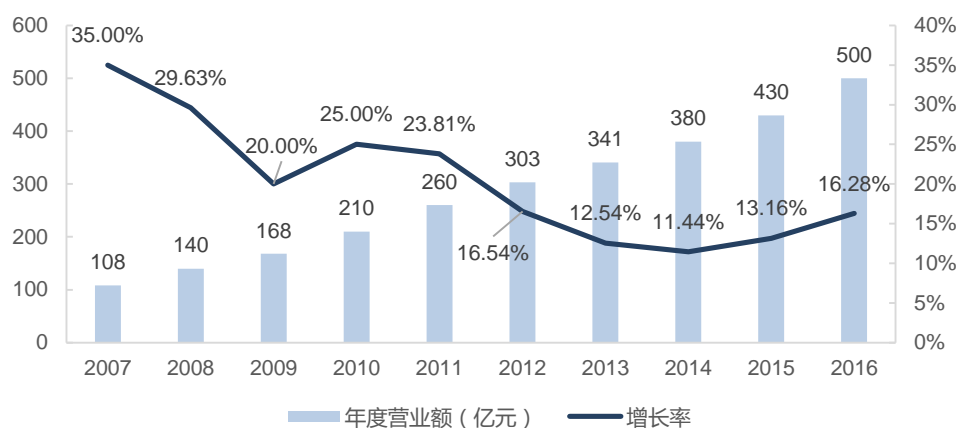
图 9：我国企业管理培训行业市场规模及增长率



资料来源：尚普咨询、申万宏源研究

公关行业市场规模不断增长，“双创”政策催生行业新生力量。根据中国国际公关协会公布的《中国公关关系业 2016 年度调查报告》显示，2016 年中国整个公关市场年营业额达 500 亿元，14-16 年年增长率分别为 11.44%、13.16%、16.28%，呈上升趋势。伴随“一带一路”战略推进和“双创”政策推动，预计公关市场保持稳定而快速增长。

图 10：公关服务年度营业额



资料来源：《中国公共关系业 2016 年度调查报告》、申万宏源研究

3. 主业持续发展壮大，覆盖创业服务全产业链

公司从创业资讯服务起步，业务体系包括创业辅导培训业务，公关服务以及会员服务，覆盖创业服务全产业链。对于种子企业，公司提供创业资讯、线下活动以及会员服务；对于天使轮企业，提供创业辅导培训；对于 A 轮企业，提供公关服务。创业黑马业务涉及初创企业早期融资多个阶段，基本覆盖创业服务行业全产业链。

图 11：创业黑马业务体系分布



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

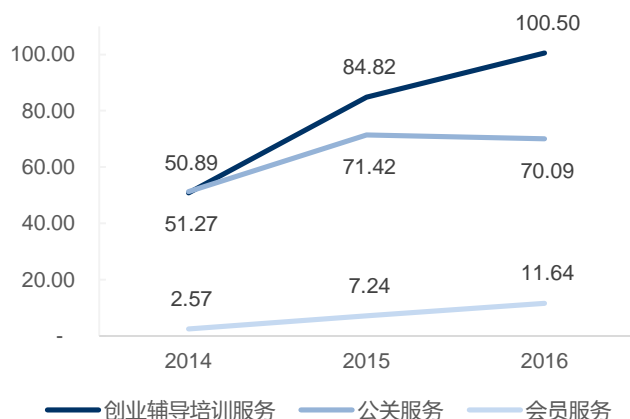
表 5：创业黑马主营业务情况

服务类型	具体产品/服务	服务对象	盈利模式
创业辅导培训	一系列创业辅导培训项目或课程	创业创新企业	向创业、创新企业创始人和高管提供专业辅导课程，收取培训费

线下活动	黑马大赛、黑马运动会、黑马创业社群大会、黑马创交会等自有品牌活动以及其他各类针对创业公司、品牌企业、政府园区特定需求的定制活动。	举办一系列自有品牌及定制化的线下活动并进行线上广泛传播，吸引创业辅导培训客户及其他创业企业的积极参与，协助创业企业进行资源对接及合作；向公关客户收取赞助费、冠名权、品牌推广费等公关收入。
公关服务	在为创业群体提供免费创业资讯服务同时，协助公司线下活动进行线上播，从而实现品牌推广等公关服务。	创业创新公司、知名品牌企业、高新园区及政府部门
会员服务	成立“黑马会”会员组织，通过微信群、黑马会微信服务号等线上工具紧密链接服务会员，并通过私董会、企业参访、创业沙龙等线下方式促进会员之间的学习与互动。	创业群体 为会员提供服务，向会员收取会员费

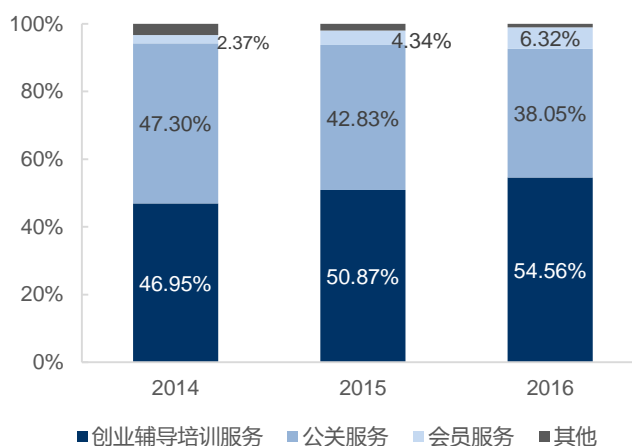
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 12：三大业务最近三年收入情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 13：创业辅导培训服务和会员服务比重不断增长



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

3.1 创业辅导培训业务收入稳定增长，成本下降

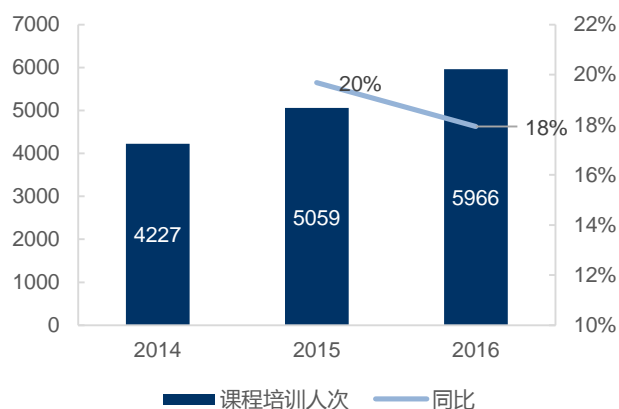
创业辅导培训业务课程多层次满足客户需求。经过多年积累，公司建立了“学习场景下的商务交流合作”辅导体系，并开发了包含数百个创业案例的创业案例库，贴合创业者需求。当前培训项目包括黑马成长营、黑马连营、黑马导师营、天使营、千里马计划、EDP、国际游学项目等，其中黑马成长营、黑马连营、导师营、天使营、千里马计划等主要面对企业创始人和联合创始人，学习期半年至一年，分 3-6 个模块授课，每个模块 2-3 天集中授课，每期学费 6-20 万元不等。EDP、国际游学为传统的企业培训和游学项目，每年举办数期，每期时间分别为 2-3 天（EDP 班）和 7-15 天（游学项目）。

创业辅导培训人数近三年稳定上升，2016 年收入过亿，增速 18.5%。公司客户多数来源于包括移动互联、智能硬件、文化创意、医疗健康、电商消费、软件信息、教育培训等行业的创业创新公司。在 2014-16 年，公司累计为 2000 余家企业提供了各类培训服务，每

www.baogaoba.xyz 獨家收集 每天更新 免費分享

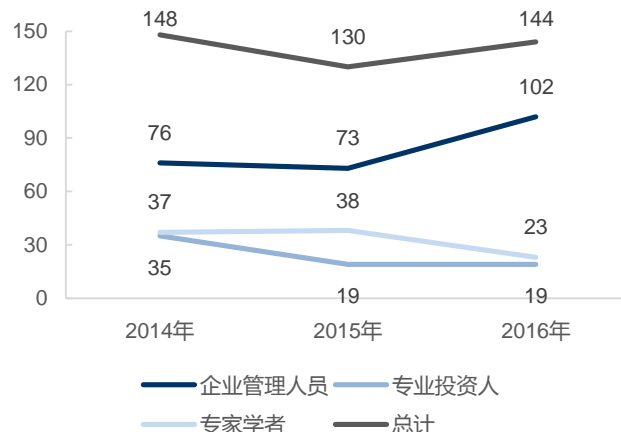
年分别为 4227 人、5059 人、5966 人，复合增长率为 18.08%。2016 年培训辅导收入 1.01 亿元，同比增 18.5%。收入增长的原因包括新兴项目学员增长和成熟项目提价：（1）黑马导师营、黑马连营、天使营等新兴业务学生数达 1696 人，2015 年导师营/黑马连营仅 175 名学员；（2）辅导业务收入占比约 40%的黑马成长营学费年中调价，由 12.8 万元上涨至 19.8 万元。

图 14：创业辅导培训业务培训人数持续增长



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

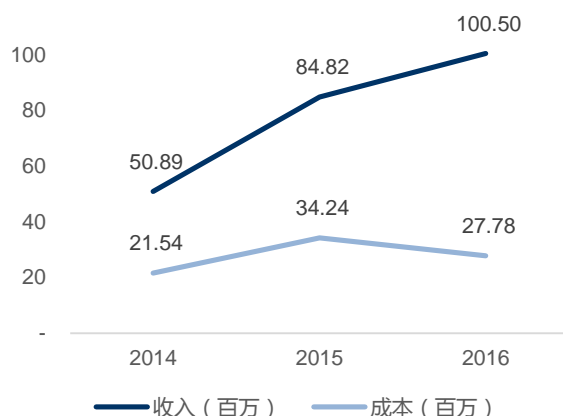
图 15：公司创业辅导培训业务导师数目



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

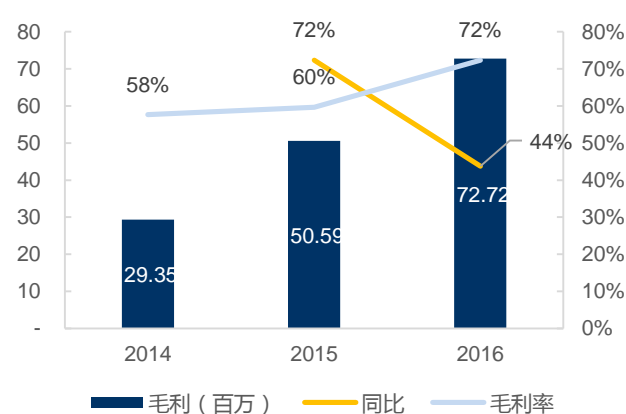
创业辅导培训毛利率快速增长。14-16 年创业辅导培训业务成本分别为 2153.83 万元、3423.64 万元、2778.33 万元，2016 年收入上升的同时成本下降 18.85%，主要原因是公司业务结构调整，自有渠道招生的黑马成长营、黑马连营、导师营等课程收入占比提高，依赖合作招生的黑马华营业务暂停，低毛利的 EDP、国际游学项目规模缩减。2014-16 年创业辅导培训毛利率分别为 57.7%、59.6%、72.4%，持续提升。

图 16：创业辅导培训业务收入稳定增长、成本下滑



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 17：公司创业辅导培训业务毛利和毛利率均持续上升



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

3.2 自有品牌活动行业影响大，公关服务客户结构调整

线上线下整合营销，自有品牌活动与定制活动结合。公关服务业务包括自有品牌活动和定制活动两类。线上以 i 黑马网、“i 黑马”微信公众号等公司自有资讯平台对客户进行宣传推广。通过自身拥有的相关媒体平台提供创业资讯服务，从而覆盖广泛的创业投资人群，作为用户流量入口。线下自有品牌活动包括黑马大赛、黑马创业社群大会、黑马运动会、黑马创交会等。定制活动是公司根据各地高新园区、各级政府机构、知名品牌企业、高成长性创业企业需求而策划组织的各类创业活动，包括创业赛事、创业沙龙、创新产品发布等形式。2016 年举办 105 场活动。此外，公司品牌活动与大量行业优质创投公司合作，例如君联资本，IDG 资本等，能吸引大量的创业企业，进一步扩张行业影响力。

图 18：自有品牌活动-黑马创业社群大会



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 19：定制活动



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 6：自有品牌活动详情

活动名称	简介	每年举行次数	开创时间	活动规模
黑马大赛	公司邀请创业创新企业参加比赛，展示企业品牌、形象，并邀请企业家和投资人作为嘉宾和裁判进行评选	2014 年 44 场； 2015 年 28 场； 2016 年 3 场	2011 年	年底总决赛为 500-900 人次，区域或行业选拔赛 100 人左右，区域或行业决赛 200-300 人
黑马创业社群大会	黑马创业社群大会是以服务黑马社群成员为核心，同时吸引众多创业者、投资人、知名企业家、高新园区、创业媒体进行现场互动的全国知名大型创业者交流交易大会。	每年 1 次	2015 年	累计 2000-3000 人次
黑马运动会	创业者创业思想交流和趣味体育竞技活动	每年 1 次	2014 年	累计 2000-3000 人次
黑马创交会	帮助创业者寻找所需资源，并且促成交易。“黑马创交会”的形式是展会与交易相结合。	2016 年 2 场	2016 年	累计 2000-3000 人次
城市合伙人	帮助新锐互联网创业公司进行品牌推广传播，在全国范围内寻找商业合作伙伴。		2016 年	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

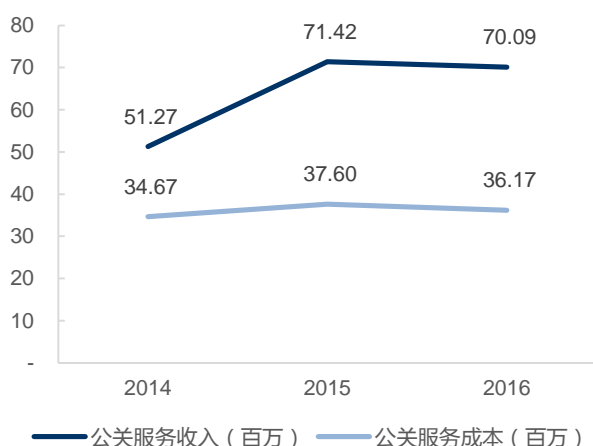
图 20：自由品牌活动部分合作投资机构



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

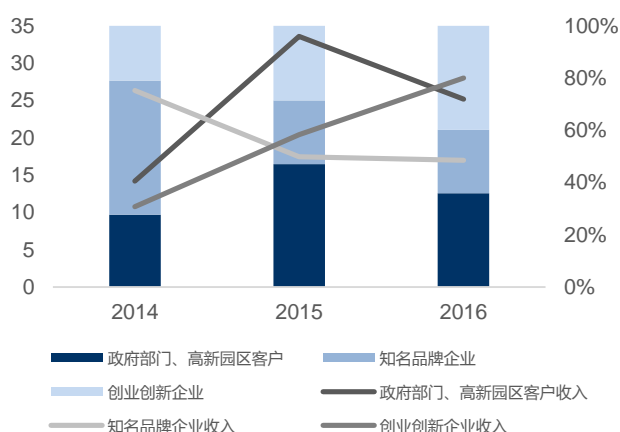
公关服务 2016 年收入成本基本保持稳定，创业企业客户为增长点。公司公关服务 2014-16 年收入分别为 5127 万元、7142 万元、7009 万元，2016 年收入同比下降 1.7%。原因是政府部门、高新园区客户共 41 位，同比减少 10 位。面对政府及高新园区客户减少，公司大力开拓创业创新企业客户，2014-16 年创业企业公开客户数量分别 40 家，84 家，171 家，为公司带来营业收入分别为 1077.67 万元、2041.35 万元、2797.90 万元，复合增长率为 61.13%，成为公关服务未来增长点。

图 21：公关服务 2015 和 2016 年收入成本稳定



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 22：创业创新企业客户公关服务收入比重不断增大



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

3.3 会员服务蓄势待发，近三年复合增长率高达 113%

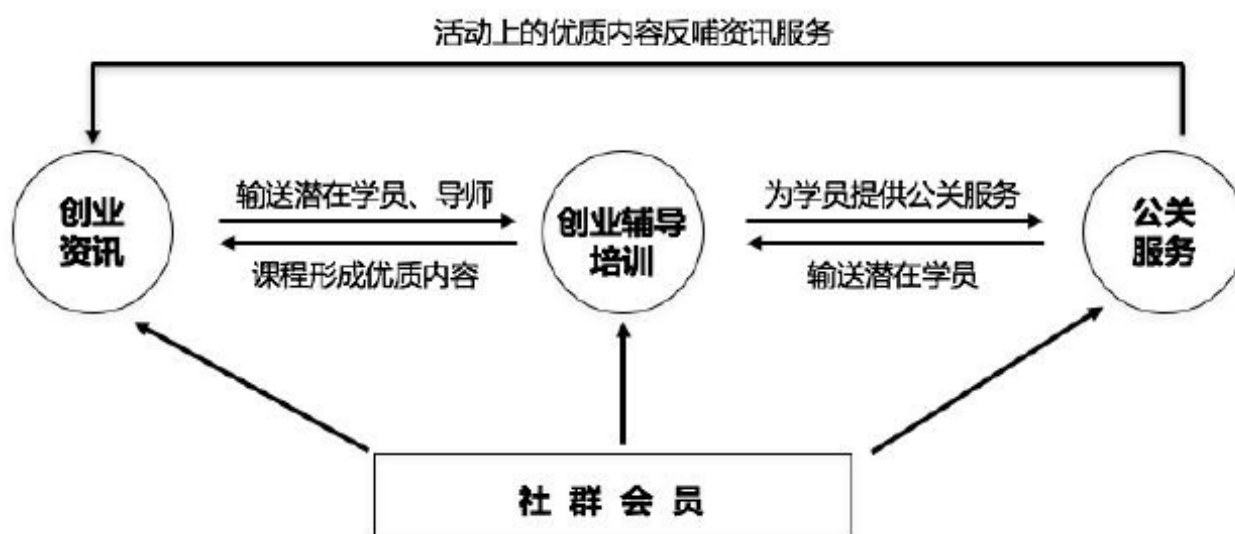
创业者社群“黑马会”促进会员间合作，付费会员收入 CAGR 高达 113%。公司率先整合行业内优质资源，围绕付费用户打造了创业者社群——“黑马会”。“黑马会”由地方分会和行业分会组成，行业分会为会员提供同行业、跨地区的企业成长服务；地方分会以会员所在地为基础对接商业资源，促进会员间商业合作。会员年费为 3000 元/人/年。截至 2016 年底，“黑马会”已成立 27 个地方分会和 18 个行业分会，2014-16 年，公司付费会员人数分别为 893 人、4371 人、2215 人，累计实现收入分别为 257.19 万元、724.03 万元、1,164.18 万元。复合增长率高达 112.75%。

4. 社群服务打造高黏度护城河

4.1 线上线下深度垂直平台式运营，强化用户粘性

公司业务具有平台化特征，线上线下运营闭环，业务协同性强：线上通过 i 黑马网、“创业家传媒”新浪微博、“i 黑马”新浪微博、“创业家”微信公众号、“i 黑马”微信公众号在内的线上媒体资讯平台连接创业者，线下通过辅导培训、公关服务等深度服务客户，形成流量闭环，实现创业黑马品牌、内容与服务的变现。公司媒体资讯—辅导培训—公关增值服务—会员社群服务业务群满足创业公司多层面的专业服务需求，各业务间协同性强，资讯平台、辅导培训、公关服务相互导流，同时辅导培训为资讯服务沉淀优质内容，呈现创业服务完整生态。

图 23：公司业务构成资讯-辅导-公关-会员服务闭环



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

表 7：多个线上平台全面联结用户

序号	媒体平台	简介	用户量
1	“i 黑马”网站	每日发布十余篇原创文章，主要为投融资报道、创业方法论、创业案例。	截至 2016 年底超 570 万订阅/注册用户
2	“i 黑马”微信公众号	每日发送两次，主要内容为最受关注的创投话题和精彩观点。	
3	“i 黑马”新浪微博	每日更新，主要报道黑马大赛、黑马运动会等社群活动。	
4	“创业家”微信公众号	每日发送一次，主要内容为原创深度报道。	
5	“创业家传媒”新浪微博	每日更新 30 条以上，主要报道创业、投资、科技领域的热门新闻话题。	
6	“黑马学吧”APP	每日更新，发布创始人、投资人等创业人群资讯。	

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

业务以创业社群为核心，网络效应突出。公司辅导培训、公关活动、会员社群等业务的核心是让创业者与品牌企业、投资人、政府园区实现对接。根据招股说明书，学习场景下，公司三分之一的黑马成长营学员在上课期间和结业后获得融资，总融资金额达 219.29 亿元；16.34%的创业项目的参加黑马大赛当年获得投资，总金额 292.30 亿元。公司不收取投融资中介费用，但课程和活动的网络效应可以持续吸引各方参与，提升用户粘性，降低新用户获取成本。

4.2 行业影响力大，品牌优势突出

公司是中国创业服务的先行者之一，品牌优势突出。公司实际控制人多年来深耕媒体及商业服务领域，公司自 2011 年成立以来，服务的专业度受到创业者及媒体、政府机构、投资机构等相关方的认可。黑马大赛、黑马创交会、黑马创业社群大会、黑马运动会等，参与人数逐年增多，市场影响力逐年增强。公司先后获得“中关村示范区创新型孵化器”、“北京市首批众创空间”、“首批国家级众创空间”等称号，较大的市场影响力可以保障公司众创空间项目的顺利实施。

导师阵容强大，印证公司行业影响力。创业辅导培训的导师来源包括外部企业管理人员、专业投资人、专家学者等三类。公司多年以来构建了包含 500 多位导师的导师库体系，同时挖掘地方企业家、投资人资源作为黑马大师兄导师。根据招股说明书，公司与徐小平、俞敏洪等知名导师签订了三年期导师授课协议，未来师资力量丰富。2016 年，企业管理导师共有 102 人，例如京东商城创始人刘强东、新东方创始人俞敏洪；投资人导师 19 人，例如真格基金创始人徐小平、创新工场创始人李开复等；专家学者导师共有 23 人，例如著名经济学家张维迎、斯坦福大学教授谢德荪、大数据顶级科学家吴军等。

表 8：创业辅导知名导师

类别	导师
企业家	孙海涛、杨浩涌、曾鸣、庄辰超、朱新礼、周鸿祎、周成建、张邦鑫、俞敏洪等
投资人	朱啸虎、郑朝予、章苏阳、虞峰、徐小平、熊伟铭等
专家学者	周春生、张双南、张维迎、谢雨、谢德荪、吴晓波、吴声等

资料来源：黑马网、申万宏源研究

4.3 技术体系形成有力支持

公司在创业服务领域内保持了较为领先的技术水平，研发了涵盖数据层、逻辑层及应用层的完善创业服务技术体系：（1）数据层，公司研发了具有针对性的云计算和大数据中心，沉淀并梳理创业者、创业项目、创业资源等信息，通过结构化存储、统计、搜索、分类聚类大数据技术实现创业信息检索及用户画像分析，实现创业需求匹配；（2）逻辑层，公司依托自研 CRM 系统，通过微信平台整合销售管理、订单管理、用户跟踪等流程，实现业务流程的信息化、移动化；（3）应用层，公司有机融合即时通信、设备定位等技术构建移动互联社区，通过图文、语音等实时通信技术实现跨平台的一对多、多对多场景互通，实现了线上到线下的多平台无缝链接，在强化公司服务资源使用效率的时候，更为契合创业者碎片化的使用习惯。

5. 募投项目分析

本次拟向社会公众公开发行人人民币普通股 1,700 万股，发行完成后总股本将较发行前增加 25%，本次募集资金净额为 2.22 亿元，全部用于公司主营业务相关的项目。公司将按照轻重缓急的顺序安排项目资金，投资与黑马众创空间项目和信息系统项目。

表 9：募集资金投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	第一年使用额	第二年使用额
1	黑马众创空间项目	17,542.04	9,784.32	7,757.72
2	信息系统项目	4,629.20	2,148.80	2,480.40
	合计	22,171.24	11,933.12	10,238.12

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

1) 黑马众创空间项目，总投资额为 17542.04 万元，预计项目实施后第一年使用 9784.32 万元，第二年使用 7757.72 万元。项目旨在通过物理空间落地完善公司的线下业务体系，进一步拓展业务覆盖的区域范围，增强对黑马社群和创业社群的本地化服务能力，形成区域带动和标杆效应。众创空间项目计划在“黑马会”地方分会覆盖的 12 个城市，通过租赁和布置物理空间、购置办公设备和演播设备、配置运营管理人员，建成众创空间，基本形成以北京总部为运营中心，辐射全国主要城市、覆盖全国主要区域的业务布局。建成后的众创空间将具备“黑马孵化器”、“黑马之家”、“黑马全球路演中心”功能，成为公司深耕区域市场的着力点、以线上线下结合方式拓展创业辅导培训等业务。

公司具备设立和运营众创空间的业务经验。公司在众创空间的选址、场地布置、团队搭建、举办活动、项目入孵等方面已经形成了规范化的流程。公司拥有一批熟悉创业生态圈、掌握创业服务行业业务知识、精通创业服务业务开展、擅长客户服务等各项专长的人才。公司拥有领先的创业培训案例与课程开发体系、创业导师建设体系；公司在黑马大赛、

黑马创业社群大会、黑马运动会、黑马创交会和各类定制活动的组织和运营方面经验丰富，运营效果突出，有助于在全国范围内拓展众创空间从而顺利实施本项目。

表 10：黑马众创空间建设内容

建设内容	功能
众创空间（新型创业服务平台）	物理平台、资源中心、区域性枢纽
黑马全球路演中心	创业辅导培训、赛事、发布会、项目路演、辅导培训
黑马之家	会员服务平台，为黑马会地方会员提供活动场所
黑马孵化器	为创业者提供工作空间、网络空间、社交空间、资源共享

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

项目将使公司业务网络覆盖国内三四线城市，有利于公司高效对接当地业务和市场资源，大幅扩大业务规模，实现培训用户数量由 2000 余人增长至上万人，付费用户数量由 2 万人增长至 10 万人。公司在各地建立的众创空间，将具备创业辅导培训、创业孵化、创业交流、群组学习、社群活动功能，为创业者提供“一站式”服务，系统而动态地服务于创业者成长历程，服务的效率和质量将大大提升，将建成创业者和创业服务机构之间良性互动循环：创业者寻找服务——获得优质服务——创业者取得成功——反哺创业服务机构——培育新的创业者，形成“一代成功企业家培养未来一代年轻创业者”的健康模式。

2) 信息系统项目，总投资额为 4629.20 万元，预计项目实施后第一年使用 2148.80 万元，第二年使用 2480.40 万元。本项目是在公司现有的线上媒体平台基础上，顺应互联网和移动互联网应用的发展趋势和用户需求特征，升级 i 黑马网站、开发移动社群服务产品、进行公司管理信息系统升级。本项目建设内容包含移动端社群产品、i 黑马网站转型、客户关系管理系统（CRM）、办公自动化系统（OA）。线上业务系统和管理信息系统项目通过开发移动端社群产品、进行 i 黑马网站改版和管理信息系统建设，提升对客户的线上服务能力、覆盖更广泛的用户群体、提高运营管理能力。线下业务体系和线上业务系统联动发展，有效增强公司的经营模式优势、推动公司业务规模发展和行业地位提升。

6. 风险分析

6.1 市场竞争日趋激烈风险

公司面临激烈的市场竞争风险。近年来，“大众创业、万众创新”政策引发创业热潮，创业服务机构规模顺势快速扩张，各类商业模式、服务模式将不断涌现，行业内竞争日趋激烈。如果公司在未来经营中不能持续优化自身商业模式和产品服务，将面临丧失市场优势的风险和难以维持经营业绩持续增长的压力。

6.2 宏观经济波动风险

宏观经济波动影响创业活动所需的机会、资源，进而影响创业服务行业。国内宏观经济下滑和资本市场转冷，重挫创业者的创业机会和创业热情，导致创业项目减少，降低对创业服务的需求，给创业服务行业的发展和模式创新带来压力。

6.3 客户流失风险

由于客户对公司服务要求不同，存在公司不能满足客户需求，从而流失客户的风险。纵观公司发展历程，公司增加创业辅导培训课程丰富度，将自有品牌活动定制化，反映行业客户需求的多变性。公司没有准确把握客户需求，会导致客户流失，阻碍公司发展。公司政府部门高新园区客户 2014-16 年数目分别为 24 家、51 家、41 家，实现营业收入金额分别为 1418.21 万元、3356.43 万元、2514.48 万元，2016 年客户数量对营业收入的敏感系数为 1.28，客户流失对公司的盈利能力具有重大负面影响。

6.4 导师流失风险

公司未与创业辅导培训业务的导师签订长期合作协议，存在导师流失影响公司发展的风险。目前，公司与大量知名企业家、著名投资人、行业专家之间形成了基于信任的合作模式，该模式维持和拓展导师资源存在一定的不确定性。导师资源是创业辅导培训业务核心竞争力之一，流失将直接影响该业务的发展。此外，公司仅为部分导师支付授课薪酬。导师资源流失的风险可能会促使合作机制改变，授课薪酬上升，降低公司盈利能力。

6.5 品牌与形象受损风险

公司吸引客户的能力和创业社群的维护拓展，与品牌和形象直接相关。公司如果不能有效满足客户需求，可能导致公司品牌和形象受损，降低公司在创业服务行业内的影响力，进而降低客户黏度，造成客户流失，对公司业绩产生负面影响。

7. 盈利预测及投资建议

本次拟向发行人民币普通股票 1,700 万股，募集资金净额为 2.22 亿元，募投项目总投资额 2.22 亿元。每股发行定价为 10.75 元/股，对应发行市盈率为 18.03 倍。

盈利预测核心假设：

- 1) **创业辅导培训：**黑马成长营 2016 年中提价带动 2017 年收入高增长，2018-19 年客单价及用户数平稳增长，因此预计 2017-19 年成长营培训收入增速分别为 49.5%/23.2%/21.0%，毛利率稳定在 84%左右；黑马导师营/黑马连营培训收入稳定增长，预计增速分别为 15.0%/17.6%/15.5%，毛利率稳定 64%左右。

- 2) **公关服务**: 假设自有品牌活动 2017-19 年收入增速维持 15%，毛利率维持在 40%左右；定制活动 2017-19 年收入增速维持 12%，毛利率维持在 52%左右；公关服务 2017-19 年总收入增速维持 13%，毛利率维持在 48%左右。
- 3) **会员服务**: 假设会员人数 2017-19 年增速分别为 40%/33%/30%，收入 2017-19 年分别为 0.16/0.21/0.27 亿元，维持 33%的年增长率，毛利率随着用户规模扩大小幅增长，分别为 48%/49%/50%。
- 4) **营运费用**: 公司一站式服务高用户粘性，预计 2017-19 年销售费用率 11.5%/11%/10.5%，呈逐年降低趋势。预计 2017-19 年管理费用率 30%/26%/26%，2017 年管理费用率较高系公司上市费用造成。

我们预计公司 2017-19 年实现营业收入分别为 2.23 亿/2.64 亿/3.10 亿元，对应增速分别为 21.1%/18.4%/17.5%，实现归母净利润分别为 0.49 亿/0.67 亿/0.80 亿元，同比增长 20.9%/36.7%/19.4%，对应 EPS 分别为 0.72/0.99/1.18 元。

公司业务在 A 股市场具有稀缺性，我们选取业态和客户相近的人力资源服务和营销公关类公司科锐国际（申万宏源商贸零售组覆盖）、蓝色光标、利欧股份作为对标，可比公司 2017 年 PE 倍数约为 29 倍。考虑到公司业务稀缺性强，创业服务行业仍处于兴起阶段，成长性高于人力资源及公关营销行业。公司处于行业龙头地位，用户粘性强，同业内竞争优势突出，我们认为应当给予一定的估值溢价。公司 2017 年合理估值 35-40 倍 PE，对应公司合理价格区间为 25.2 元-28.8 元。

表 11: 可比公司估值表

证券代码	股票简称	市值 (亿元)	现价 (元/股)	EPS			PE		
		2017/8/9	2017/8/9	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300662.SZ	科锐国际	34	19.12	0.41	0.44	0.47	47	43	41
300058.SZ	蓝色光标	160	7.24	0.39	0.48	0.57	18	15	13
002131.SZ	利欧股份	177	3.15	0.14	0.18	0.22	22	18	14
	平均值						29	25	23

资料来源: Wind (除科锐国际外采用万得一致预测)、申万宏源研究

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	167	184	223	264	310
营业总成本	152	139	178	199	231
营业成本	77	72	84	100	117
营业税金及附加	3	2	2	3	3
销售费用	23	21	26	29	33
管理费用	50	44	67	69	80
财务费用	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	0	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	14	45	45	67	80
营业外收支	2	14	21	23	27
利润总额	17	59	66	89	107
所得税	9	17	16	22	27
净利润	8	43	49	67	80
少数股东损益	2	2	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5	41	49	67	80

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。