

创业黑马 (300688.SZ)

科创大模型赋能知识产权行业，AIGC 推广与服务带来新机遇

线下业务短期承压，多元化企服业务高速增长。1) 公司致力于帮助国内中小创企业加速成长，以企业加速服务为基础，延伸到多元化的企业服务，包括城市拓展服务、营销服务、SaaS 模式服务、财税服务、知识产权服务。2) 公司股权结构稳定集中，创始人产业经验丰富。3) 财务状况：2022 年公司营业收入 3.471 亿元，同比增长 2.13%，归母净利润-8,352.68 万元，同比减少 831.06%。其中企业加速服务及企业服务收入分别占总收入的 27.20%、69.76%。利润下降主要原因为公司企服业务处于建设期，因团队扩张、业务拓展等因素影响，营业成本较高，亏损较大。公司基石业务企业加速服务、城市拓展业务受环境影响，交付量减少，对公司利润贡献受到影响。除企业加速服务、城市拓展服务和营销服务因外界环境影响短期承压，公司其余业务收入高速增长，其中，SaaS 模式服务/财税服务/知识产权服务 2022 年分别实现营收 0.45/1.36/0.35 亿元，分别同比增长 190.77%/74.9%/55.79%。2023 年 1 季度公司营业收入 4835.65 万元，同比减少 51.34%，归母净利润-1081.57 万元，同比增加 44.47%，主要原因系公司将天津财税移出报表带来企业服务收入和成本减少所致。我们认为伴随今年线下业务不利因素消失及宏观经济复苏，公司线下业务将反弹至接近 2021 年水平，多元化企服业务将保持高速增长。

主营业务所处行业市场高度景气，具备多维度核心竞争力。公司企业加速服务所处企业培训行业市场规模稳步上升，预计 2023 年企业培训市场规模将达到 9981 亿元，至 2025 年市场规模将达到 13194 亿元。企业服务行业市场高度景气，尤其 SaaS 模式服务和知识产权服务行业保持高速增长：据艾瑞咨询预测 SaaS 服务市场规模 2021-2024 年的年复合增长率为 18.1%。据国家知识产权局数据截至 2021 年底，我国从事知识产权服务的机构数量约为 8.4 万家，同比增长 15.1%；知识产权服务业从业人员约 92.8 万，同比增长 7.3%；全国从事知识产权服务的机构共创造营业收入超过 2600 亿元，同比增长 15.6%。公司具备多维度核心竞争力：1) 打造一站式服务体系，陪伴中小企业全生命周期，解决客户从初创期、成长期到成熟期各阶段全部痛点问题。2) 扎根产业，高效聚合优质稀缺资源，与具有企业加速服务赋能能力的企业家、投资人及专业机构，以及具有政策与产业资源支持能力的地方政府、大型企业等各方共同合作普惠中小企业。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。同时公司在企业培训中聚焦于对企业创始人的创业教育，积累了丰富的创始人社群资源，拥有较高的品牌知名度，及良好的口碑。4) 积极拥抱 AI 的技术能力和执行力。公司基于自身需求和积累，紧跟业界大模型前沿进展，推出黑马天启科创大模型。同时公司积极与朝阳政府、阿里、360 合作进行 AI 推广。并与众多科技企业共同发起成立“黑马 AIGC 产业服务联盟”，为中小企业赋能，拥抱 AI 产业趋势的执行力极强。

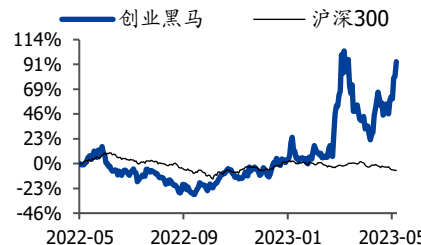
推出黑马天启科创大模型，全面赋能知识产权行业。2023 年 5 月 27 日，公司召开 AIGC 峰会，会上推出垂直应用于科创服务领域的黑马天启科创大模型。知识产权服务中存在一些挑战，包括客户项目量大、申报时间集中、客户来自多个行业多领域、案件撰写周期长等挑战。公司推出黑马天启科创大模型。其基本架构由核心知识与核心能力两大部分构成，其中核心知识既包括战略新兴产业、工业四基、专精特新、智能制造、现代物流等行业知识，也包括工商信息、企业年报、版权、专利等通识知识；核心能力则由语义能力、学习能力、落地能力等三大部分组成。经过近半年的研发和测试，日前天启已经开始面向中小企业的实际应用，提供专业的 AIGC 服务。科创大模型不追求“通用人工智能大模型”的全知全能，而是聚焦在行业知识与行业能力建设，切实帮助科创服务机构提高行业效率与服务水平。目前黑马天启科创大模型能够为企业提供科技项目申报材料智能撰写和数据填报服务，并赋能科创服务全流程，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+。截至 5 月 26 日，黑马天启已经累计完成 200+企业客户的交付、2200+的项目方案文件智能撰写，单一项目累计节约时长可达 90%。按照传统服务流程，从客户现场咨询到完成服务，中级咨询师需要 10 天，初级咨询师需要 15 天；而用 AI 赋能后，整个服务流程中级咨询师只需要 0.5 天，初级咨询师只需要 1 天，整个行业效率实现了几何级数的提升。科创大模型除了用于公司自身业务，还已经开始服务公司的机构客户。近年来知识产权服务业发展趋势良好，公

买入 (首次)

股票信息

行业	教育
5月30日收盘价(元)	35.95
总市值(百万元)	6,017.29
总股本(百万股)	167.38
其中自由流通股(%)	81.02
30日日均成交量(百万股)	20.70

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

相关研究

司有望通过科创大模型为全行业提供 AI 基础能力，大幅享受行业发展红利。

大量客户资源积累，叠加自研模型落地经验，AIGC 推广与服务带来新机遇。2022 年 7 月 29 日公司与中关村朝阳园管委会、创业黑马和朝科创共同打造面向全国数字人企业的产业共创基地“朝阳黑马数字人加速器”暨“北京市数字人基地”，2023 年 3 月 14 日，数智云科拟与阿里巴巴达摩院“魔搭社区”签订战略合作协议，为数字人生态上下游企业定向提供推广，以及配合开发数字人培训课程，组织相关企业进行学习交流，探索商业化机会。2023 年 5 月 27 日公司 AIGC 峰会上，董事长称创业黑马作为希望面向产业，打造一个 AIGC 的推广和服务平台，能够快速地将企业把它们的大模型推向产业，同时也让产业内的公司尽快了解、掌握、应用好这个利器，促进产业的发展。与会各方共同发起成立“黑马 AIGC 产业服务联盟”，为中小企业赋能。会上公司与 360 签署了战略合作协议，360 集团董事长周鸿祎表示未来 360 将和创业黑马一起通过技术服务等形式，在 AIGC 这个领域对大模型的发展和中小企业的应用在包括成立产学研一体化的大模型联盟，联合研发行业垂类模型和应用，打造城市产业项目在 AI 领域的标杆等方面合作。我们认为，公司过往业务的积累以及科创大模型的推出让公司在 AI 推广与服务工作上具备独特优势，未来有望与更多大模型厂商合作向中小企业普及 AI 能力。国内大模型厂商百花齐放，亟待赋能千行百业，创业黑马与各大模型厂商合作提供 AI 推广加速服务，在挖掘中小企业客户以及辅助模型落地两方面均具备优势。(1) 公司拥有丰富的客户资源，累计服务超 10 万家企业，积累了丰富的创始人社群资源。尤其是公司通过企业加速服务，可以帮助众多中小企业主提升对 AI 的认知，发掘更多 AI 可与企业业务结合的落地场景。(2) 对于通用大模型厂商，核心竞争力是基础模型的能力，下游中小企业的需求往往标准化程度较低，创业黑马既有过往积累的深厚中小企业需求理解能力，又有自己研发科创大模型并落地的经验，可以在大模型厂商与中小企业的需求沟通、落地实施上发挥关键作用。凭借公司海量的中小企业客户积累，以及公司从企业加速走向企服，又迅速拥抱 AI 推出科创大模型的技术能力和执行力，AIGC 推广服务有望成为公司未来业绩增长的重要加速器。

首次覆盖，给予“买入”评级。根据关键假设，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 3.92、5.61、7.29 亿元；归母净利润 0.57、0.99、1.41 亿元，对应 EPS 为 0.34、0.59、0.84 元/股。2022 年公司在线下业务受外界因素承压时，其余业务高速增长展现韧性，随着线下业务恢复以及公司已初步构建多元化的企服平台，早期大量投入将开始带来回报。公司企业加速业务与企服业务结合具备独特优势；SaaS 模式服务以及知识产权服务有望在科创大模型加持下保持高速增长，且公司具备丰富产业合作资源，AIGC 推广与服务有极大成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：AI 技术推进不及预期风险、行业竞争加剧风险、宏观经济风险、关键假设不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	340	347	392	561	729
增长率 yoy (%)	107.9	2.1	12.9	43.1	29.9
归母净利润(百万元)	-19	-84	57	99	141
增长率 yoy (%)	55.9	-831.1	-168.1	73.8	42.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.07	-0.50	0.34	0.59	0.84
净资产收益率(%)	-1.9	-19.5	11.7	17.2	19.9
P/E(倍)	526.7	-72.0	105.7	60.8	42.6
P/B(倍)	10.1	10.6	9.6	8.4	7.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	612	550	572	741	875
现金	495	443	447	596	712
应收票据及应收账款	29	22	35	46	60
其他应收款	7	7	8	13	15
预付账款	8	6	10	13	17
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	74	72	72	72	72
非流动资产	154	251	247	250	250
长期投资	73	82	91	100	109
固定资产	3	3	3	3	3
无形资产	27	35	29	22	13
其他非流动资产	50	131	125	125	124
资产总计	766	801	819	991	1125
流动负债	179	218	162	213	170
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	26	33	2	40	8
其他流动负债	153	185	160	173	162
非流动负债	15	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	17	17	17	17
负债合计	194	235	178	230	186
少数股东权益	-23	-3	15	47	92
股本	109	167	167	167	167
资本公积	379	390	390	390	390
留存收益	106	12	42	92	196
归属母公司股东权益	595	569	626	715	847
负债和股东权益	766	801	819	991	1125

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	41	5	25	168	132
净利润	-11	-110	75	131	187
折旧摊销	13	18	20	17	20
财务费用	-10	-11	-9	-10	-12
投资损失	-10	10	0	-1	0
营运资金变动	23	26	-60	31	-62
其他经营现金流	37	72	-1	-1	-1
投资活动现金流	-30	-69	-16	-18	-19
资本支出	26	26	-12	-7	-9
长期投资	-9	-43	-8	-9	-9
其他投资现金流	-14	-86	-36	-34	-37
筹资活动现金流	190	63	-6	0	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	14	58	0	0	0
资本公积增加	205	11	0	0	0
其他筹资现金流	-29	-6	-6	0	3
现金净增加额	201	-2	4	150	116

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	340	347	392	561	729
营业成本	181	249	149	177	200
营业税金及附加	1	2	2	2	3
营业费用	84	84	71	101	131
管理费用	80	98	63	90	117
研发费用	12	14	16	22	29
财务费用	-10	-11	-9	-10	-12
资产减值损失	-8	-17	-11	-20	-25
其他收益	3	7	4	5	5
公允价值变动收益	1	0	1	0	1
投资净收益	10	-10	0	1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-5	-110	118	205	292
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	-5	-111	117	204	291
所得税	6	-1	42	73	105
净利润	-11	-110	75	131	187
少数股东损益	-22	-27	18	32	45
归属母公司净利润	11	-84	57	99	141
EBITDA	-7	-107	124	205	292
EPS (元/股)	0.07	-0.50	0.34	0.59	0.84

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	107.9	2.1	12.9	43.1	29.9
营业利润 (%)	-148.3	-1987.0	207.1	73.0	42.6
归属母公司净利润 (%)	55.9	-831.1	-168.1	73.8	42.8
获利能力					
毛利率 (%)	46.7	28.3	62.1	68.5	72.6
净利率 (%)	3.4	-24.1	14.5	17.6	19.4
ROE (%)	-1.9	-19.5	11.7	17.2	19.9
ROIC (%)	-7.7	-20.6	10.4	16.5	20.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.3	29.3	21.8	23.2	16.6
净负债比率 (%)	-83.8	-72.8	-67.1	-76.2	-74.1
流动比率	3.4	2.5	3.5	3.5	5.2
速动比率	3.0	2.2	3.0	3.1	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	21.0	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	8.9	8.5	8.5	8.5	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.07	-0.50	0.34	0.59	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	0.03	0.15	1.00	0.79
每股净资产 (最新摊薄)	3.55	3.40	3.74	4.27	5.06
估值比率					
P/E	526.7	-72.0	105.7	60.8	42.6
P/B	10.1	10.6	9.6	8.4	7.1
EV/EBITDA	-829.5	-52.6	45.1	26.7	18.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

内容目录

一、公司概况：线下业务短期承压，多元化企业服务高速增长	5
1.1 主营业务：致力于帮助国内中小创企业加速成长，以企业加速服务（培训辅导服务）为基础，延伸到多元化的企业服务	5
1.2 股权结构稳定集中，创始人产业经验丰富，带领公司稳步前进	8
1.3 财务状况：线下业务短期承压，多元化企服业务高速增长	9
二、主营业务所处行业市场高度景气，具备多维度核心竞争力	10
2.1 企业培训行业及企业服务市场需求景气，SaaS 模式服务与知识产权服务将成为主要增长点	10
2.2 公司具备多维度核心竞争力，AI 能力加持迎来更大发展空间	12
三、推出黑马天启科创大模型，全面赋能知识产权行业	13
四、大量客户资源积累，叠加自研模型落地经验，AIGC 推广与服务带来新机遇	15
五、投资建议	18
风险提示	20

图表目录

图表 1: 黑马成长营是优质的创业者社群	5
图表 2: 黑马实验室融合“教育、咨询、投资、金融”等多功能企业加速服务	6
图表 3: 2022 年公司主要研发项目	7
图表 4: 创业黑马 SaaS 产品科创云	8
图表 5: 前十大股东持股比例	8
图表 6: 中国企业培训行业市场规模稳步上升	10
图表 7: 知识产权服务业机构数量持续增长，吸纳就业作用持续加强，效益水平稳步提升	11
图表 8: 黑马天启大模型可极大提高知识产权服务的效率	13
图表 9: 黑马数字人加速器产业链上下游校友	15
图表 10: 公司主营业务拆分预测	19
图表 11: 可比公司估值表	20

一、公司概况：线下业务短期承压，多元化企业服务高速增长

1.1 主营业务：致力于帮助国内中小创企业加速成长，以企业加速服务为基础，延伸到多元化的企业服务

企业加速服务是针对企业创始人的战略管理咨询服务。其核心产品包含“黑马成长营”、“黑马实验室”、“城市学院”等，让中小企业及创业者在组织管理、商业模式、产品营销、资本策略等方面得到帮助成长。2022年企业加速服务收入占总收入的27.20%。公司通过企业加速服务积累的产业合作资源是公司的核心竞争力之一。

图表 1: 黑马成长营是优质的创业者社群



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 黑马实验室融合“教育、咨询、投资、金融”等多功能企业加速服务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

企业服务业务包括城市拓展服务、营销服务、SaaS 模式服务、财税服务、知识产权服务。2022 年企业服务收入占总收入的 69.76%，其中城市拓展服务收入占总收入的 4.25%，财税服务收入占总收入的 39.31%，SaaS 模式及知识产权服务收入占总收入的 23.02%。公司企业加速服务与企业服务业务的结合具备独特优势，可在培训中向企业推广公司企服业务。

城市拓展服务：公司通过与各地政府签约，汇聚大量各地政府的产业政策及政府订单等资源，围绕“高成长企业”、“独角兽企业”的城市拓展需求，形成对二、三线城市及地区中小企业用户的覆盖及渗透。公司通过与多地政府合作积累了良好的政府关系资源。

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。

SaaS 模式服务：公司持续加大研发投入力度，深化“业务企服化、企服 SaaS 化”战略，2022 年公司多元化企服 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，目前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。

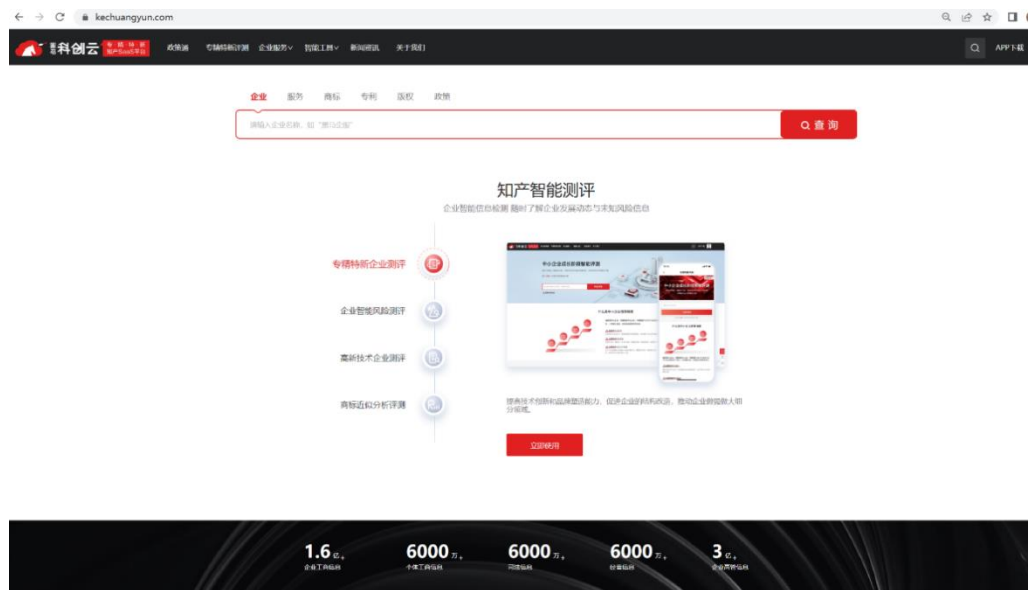
图表 3: 2022 年公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
CRM 移动审批系统	提供 CRM 移动版应用	已完成	基于协同办公平台实现完整的 CRM 移动端	基于协同办公平台提供统一的 PC/移动端应用
黑马财务报表平台	为财务人员提供数据可视化呈现	已完成	基于财务基础数据可呈现基础的数据报表	基于业务及财务系统数据为集团战略提供决策依据
黑马财务对接平台	提供业务与财务系统数据对接服务	已完成	连通业务和财务系统，为财务系统提供数据支持	连通业务和财务系统，为财务系统提供数据支持
黑马物资管理系统	提供包括物品采购、领用以及管理一系列功能和流程	已完成	集团统一物资管理平台	完善协同办公平台，统一行政类应用
加速云网校系统	通过网校模式为线上交付提供支持	已完成	基于教培场景提供在线直播平台，并且贯穿课前课中课后全部流程	支持培训业务产品线上交付，提供多样化服务
黑马大赛平台	为黑马大赛提供完整的赛事服务管理系统	已完成	为黑马大赛提供选手服务、项目路演及评委评分等线上化数据留存	为集团各类型赛事及类似活动提供一站式服务
黑马财税 CRM 系统	为财税业务提供一套完备的客户管理系统	已完成	财税业务客户管理初步实现在线化	财税业务客户的全部在线化管理
黑马加速云 APP	集团核心业务以及资源的在线化整合以及培训业务的工具	开发中	针对公司业务线上化完成了深度的整合	针对企业级教育、融资以及资源对接的多元化 SaaS 平台
科创云二期	在一期的基础上完成产品 SaaS 化升级与新功能迭代更新	开发中	为企业提供全生命周期的知识产权 SaaS 服务和知识产权管理工具	扩展和提高已有客户群体，提升企业服务能力

资料来源: 公司 2022 年报, 国盛证券研究所

知识产权服务: 公司顺应企业数字化发展浪潮, 为企业提供全生命周期的知识产权服务。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、智能风险检测等服务。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。

图表 4: 创业黑马 SaaS 产品科创云



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

财税服务: 为公司企业服务业务内容之一, 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, 以及企业财税疑难问题咨询等服务。财税服务毛利率相比其他业务较低, 公司后续将集中资源聚焦其他业务高质量发展。

1.2 股权结构稳定集中, 创始人产业经验丰富, 带领公司稳步前进

公司股权结构稳定集中。前十大股东合计持股 42.38%, 创始人牛文文为实际控制人, 持股 20.18%, 同时牛文文在持股蓝创文化传媒和天津嘉乐文化传媒交流中心对公司间接持股 5.50%, 共计持股 25.68%。公司整体股权结构稳定集中。

图表 5: 前十大股东持股比例

排名	股东名称	持股比例
1	牛文文	20.18%
2	蓝创文化传媒(天津)合伙企业(有限合伙)	8.34%
3	阮晋	5.05%
4	天津嘉乐文化传媒交流中心(有限合伙)	4.26%
5	王暨钟	1.48%
6	王涛亚	1.01%
7	海南梓洲投资合伙企业(有限合伙)	0.72%
8	中国建设银行股份有限公司-广发科技创新混合型证券投资基金	0.46%
9	林涛	0.46%
10	徐刚	0.42%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

创始人牛文文 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。

1.3 财务状况：线下业务短期承压，多元化企服业务高速增长

2022年公司营业收入3.471亿元，同比增长2.13%，归母净利润-8,352.68万元，同比减少831.06%。利润下降主要原因为公司企服业务处于建设期，因团队扩张、业务拓展等因素影响，营业成本较高，亏损较大。公司基石业务企业加速服务、城市拓展业务受环境影响，交付量减少，对公司利润贡献受到影响。2022年管理费用9787.84万元，同比增长21.77%，主要因为公司完成2021年二类限制性股票激励计划第一期归属，研发费用1393.94万元，同比增长19.83%，主要原因为科创知识产权平台、财税业务系统、黑马加速云平台、管理中台等的开发升级。

2023年1季度公司营业收入4835.65万元，同比减少51.34%，归母净利润-1081.57万元，同比增加44.47%。主要原因系公司企业服务收入和成本减少所致，2022年12月9日公司公告调整天津税医在公司的股权架构并转让天津财税部分股权，优化管理架构，降低运营成本，集中资源聚焦业务发展，天津财税将不再为公司控股子公司，不再纳入公司合并报表范围。

线下业务企业加速服务、城市拓展服务、营销服务因外界环境影响短期承压，其余业务收入高速增长。其中，企业加速服务/城市拓展服务/营销服务/SaaS模式服务/财税服务/知识产权服务2022年分别实现营收0.94/0.15/0.11/0.45/1.36/0.35亿元，分别同比增长-35.98%/-72.21%/-12.53%/190.77%/74.9%/55.79%，毛利率分别为57.43%/-17.43%/26.96%/43.17%/1.57%/42.46%。

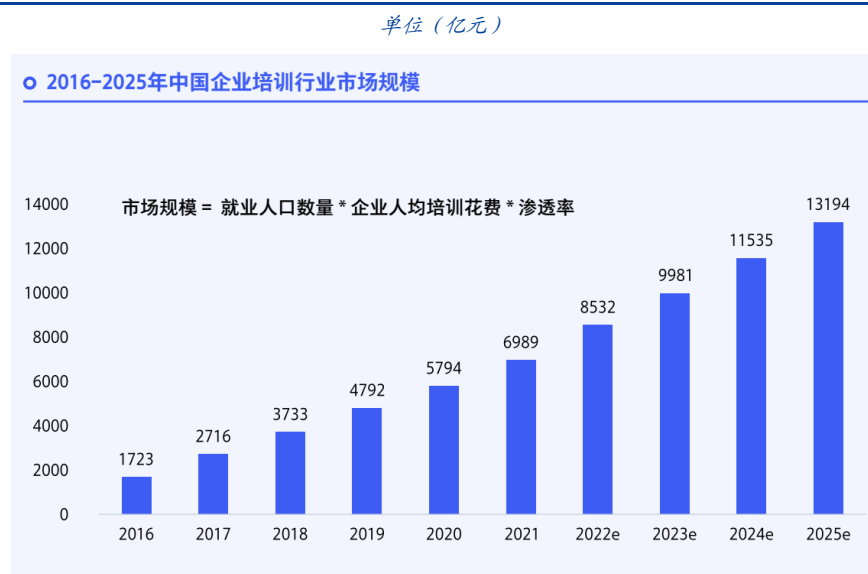
我们认为伴随今年线下业务不利因素消失及宏观经济复苏，公司企业加速业务、城市拓展业务和营销服务将反弹至接近2021年水平，SaaS模式服务和知识产权服务均处于行业快速增长期，公司深化“业务企服化、企服SaaS化”战略，前期投入较大，目前已初步构建多元化的企服平台，加上科大模型对知识产权服务的降本增效作用，SaaS模式服务和知识产权服务将保持高速增长。

二、主营业务所处行业市场高度景气，具备多维度核心竞争力

2.1 企业培训行业及企业服务市场需求景气，SaaS 模式服务与知识产权服务将成为主要增长点

公司传统业务企业加速服务所处企业培训行业市场规模稳步上升。根据腾讯营销洞察发布的《2023 中国企业培训行业发展白皮书》预测，2023 年企业培训市场规模将达到 9981 亿元，至 2025 年市场规模将达到 13194 亿元。腾讯营销洞察称企业培训的获客模式口碑为王，直营、渠道、线上三种获客方式合理利用。公司在企业培训中聚焦于对企业创始人的创业教育，积累了丰富的创始人社群资源，拥有较高的品牌知名度，及良好的口碑。

图表 6: 中国企业培训行业市场规模稳步上升



资料来源: 腾讯营销洞察, 国盛证券研究所

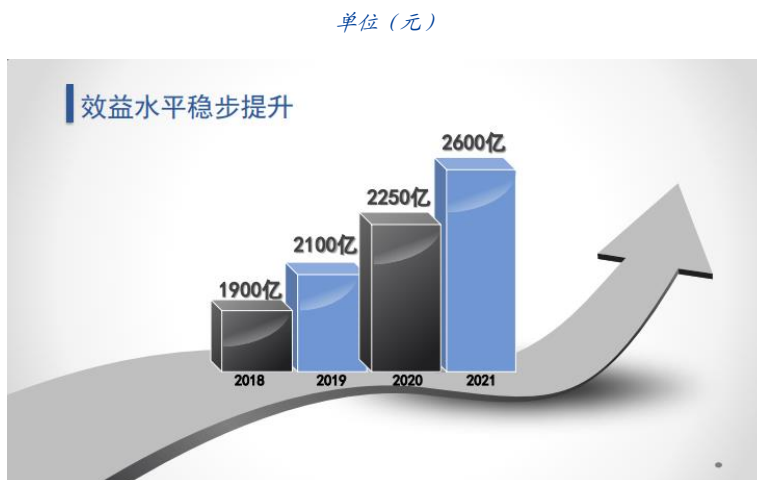
公司企业服务行业处于快速发展阶段。根据公司公告: 截止 2021 年, 中国企业服务市场规模达 10.3 万亿元, 预测 2023 年将达到 12.3 万亿元。在需求端的推动下, 未来行业规模有望持续快速扩张。一方面是我国实有企业数量的增加, 即潜在付费主体的增加。根据国家市场监督管理总局数据, 截至 2022 年 6 月, 全国登记在册的市场主体达到 1.61 亿户, 其中企业 5,038.9 万户, 企业服务行业市场容量潜在规模超十万亿。另一方面是企业付费意愿的提升。以 IT 支出为例, 根据 Gartner 预测, 2023 年中国 IT 支出预计将突破 5.9 亿美元, 同比增速约 6.82%。

SaaS 服务在全面数字化转型的背景下, 作为数字化的关键切入口及场景孵化器, 已成为企业服务领域快速发展的新引擎。根据艾瑞咨询《2022 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》, 截至 2021 年, 中国企业级 SaaS 市场规模达到 728 亿元, 在中性预期下, 预计到 2024 年中国企业级 SaaS 市场规模将有望达到 1201 亿元, 2021-2024 年的年复合增长率为 18.1%。

国内知识产权服务近年处于快速发展阶段。据国家知识产权局发布的《2022 年全国知识产权服务业调查统计报告》, 截至 2021 年底, 我国从事知识产权服务的机构数量约为 8.4 万家, 同比增长 15.1%; 知识产权服务业从业人员约 92.8 万, 同比增长 7.3%; 全

国从事知识产权服务的机构共创造营业收入超过 2600 亿元，同比增长 15.6%。2022 年 12 月，国家知识产权局等 17 部门发布的《关于加快推动知识产权服务业高质量发展的意见》中提出目标有：到 2030 年知识产权行业营业收入突破 5000 亿元。

图表 7: 知识产权服务业机构数量持续增长，吸纳就业作用持续加强，效益水平稳步提升



资料来源：国家知识产权局官网，国盛证券研究所

2.2 公司具备多维度核心竞争力，AI 能力加持迎来更大发展空间

打造一站式服务体系，陪伴中小企业全生命周期。公司将多年来创始人培训经验沉淀拓展为服务中小企业加速成长的完整方法论体系与服务产品矩阵。围绕“认知、资源、资本”三大核心发展要素，提供全方位多元化企服产品，解决客户从初创期、成长期到成熟期各阶段全部痛点问题，陪伴中小企业全生命周期加速成长。

扎根产业，高效聚合优质稀缺资源，普惠中小企业。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，通过与具有企业加速服务赋能能力的企业家、投资家及专业机构，以及具有政策与产业资源支持能力的地方政府、大型企业等各方共同合作，形成具有利他机制的中小企业服务生态，精准匹配中小企业的成长需求，实现多方共赢。

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。公司为国家级高新技术企业，也是工信部认定的“国家中小企业公共服务示范平台（信息、创业）”以及科技部认定的首批众创空间；公司拥有北京市科委、中关村管委会认定的北京市科技企业孵化器资质，亦拥有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。同时公司在企业培训中聚焦于对企业创始人的创业教育，积累了丰富的创始人社群资源，拥有较高的品牌知名度，及良好的口碑。

积极拥抱 AI 的技术能力和执行力。公司基于自身需求和积累，紧跟业界大模型前沿进展，推出黑马天启科创大模型，全面赋能知识产权行业，体现了公司的技术水平。同时公司积极与朝阳政府、阿里、360 合作进行 AI 推广。并与众多科技企业共同发起成立“黑马 AIGC 产业服务联盟”，为中小企业赋能，拥抱 AI 产业趋势的执行力极强，有望在 AI 能力的加持下迎来更大发展空间。

三、推出黑马天启科创大模型，全面赋能知识产权行业

2023年5月27日，公司召开AIGC峰会，会上推出垂直应用于科创服务领域的黑马天启科创大模型。发布会称，知识产权服务中存在一些挑战，包括：

- 1) 客户项目量大:中大型服务机构每年需要服务数百名客户。
- 2) 申报时间集中:每年6月、8月、10月关键的时间窗口来临前待交付案件积压。
- 3) 客户来自多个行业多领域:企业客户行业分布广泛，从生物制药到冷链物流，咨询师无法短时间跨行业掌握所有行业知识。
- 4) 案件撰写周期长:服务企业客户平均周期大于15天，面对大量客户时咨询案件交付面临挑战。

基于以上需求以及公司多年的行业知识和产业数据积累和微软+斯坦福的开源技术以及360智脑的支持，公司推出黑马天启科创大模型。其基本架构由核心知识与核心能力两大部分构成，其中核心知识既包括战略新兴产业、工业四基、专精特新、智能制造、现代物流等行业知识，也包括工商信息、企业年报、版权、专利等通识知识；核心能力则由语义能力、学习能力、落地能力等三大部分组成。经过近半年的研发和测试，日前天启已经开始面向中小企业的实际应用，提供专业的AIGC服务。与当下大厂所研发的通用大模型不同的是，科创大模型不追求“通用人工智能大模型”的全知全能，而是聚焦在行业知识与行业能力建设，切实帮助科创服务机构提高行业效率与服务水平。

公司称目前黑马天启科创大模型能够为企业科技项目申报材料智能撰写和数据填报服务，并赋能科创服务全流程，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+。截至5月26日，黑马天启已经累计完成200+企业客户的交付、2200+的项目方案文件智能撰写，单一项目累计节约时长可达90%。按照传统服务流程，从客户现场咨询到完成服务，中级咨询师需要10天，初级咨询师需要15天；而用AI赋能后，整个服务流程中级咨询师只需要0.5天，初级咨询师只需要1天，整个行业效率实现了几何级数的提升。

图表8: 黑马天启大模型可极大提高知识产权服务的效率



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

公司除了将科创大模型用于自身业务，还将科创大模型能力开放，为知识产权行业的友商提供先进生产力，目前天启科创大模型已经开始服务公司的机构客户。近年来知识产权服务业发展趋势良好，公司有望通过科创大模型为全行业提供 **AI** 基础能，大幅享受行业发展红利。

四、大量客户资源积累，叠加自研模型落地经验，AIGC推广与服务带来新机遇

2022年7月29日，由中关村朝阳园管委会、创业黑马和朝科创共同打造的、面向全国数字人企业的产业共创基地——“朝阳黑马数字人加速器”暨“北京市数字人基地”挂牌。2022年12月29日，公司与北京朝阳国有资本运营管理有限公司下属公司北京朝阳国际科技创新服务有限公司合资设立子公司数智云科。据创业黑马公众号，截止到2023年1月31日，公司已聚集了70+元宇宙数字人赛道的校友企业。

图表9：黑马数字人加速器产业链上下游校友



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

2023年3月14日，公司公告数智云科拟与阿里巴巴达摩院签订战略合作协议。通过发挥各自优势，共同促进加强国产自主可控区块链技术的创新应用、加强数字人知识产权保护、全方位服务数字人产业基地入驻企业，激活数字人产业活力。协议计划由阿里巴巴达摩院“魔搭”社区负责：

(1) 提供开源的模型即服务共享平台，为 AI 开发者提供灵活、易用、低成本的一站式模型服务开源社区。

(2) 提供模型即服务系列培训课程，促进“AI 普惠”与“AI 创新”共同发展。

(3) 提供限时免费算力，降低社区 AI 开发者初始化模型使用门槛。

数智云科负责：

(1) 作为“北京市数字人基地”共性服务平台，为数字人生态上下游企业定向提供推广，不限于媒体，展厅，活动等方式展示。

(2) 配合达摩院开发系列培训课程，组织相关企业进行学习交流。

(3) 基于达摩院产品和服务能力，探索商业化机会。

双方共同负责：联合推广，利用各自产业资源，联合推出一系列联合创新应用，抢占行业高地，也可以举办发布会、会议、论坛等各类活动为平台宣传。

2023年5月19日，北京市经济和信息化局公布的《北京市通用人工智能产业创新伙伴计划成员名单（第一批）》将创业黑马列入。

2023年5月27日，公司在北京举办 AIGC 峰会，董事长牛文文称创业黑马作为一家国内的中小企业服务公司，希望面向产业，打造一个 AIGC 的推广和服务平台，能够快速地将企业把它们的大模型推向产业，同时也让产业内的公司尽快了解、掌握、应用好这个利器，促进产业的发展。与会方包括卡耐基梅隆大学计算机学院前副院长、达沃斯世界经济论坛（WEF）计算机全球未来理事会前主席贾斯汀·卡塞尔，360 集团董事长周鸿祯的数字替身，智源研究院智源研究院副院长、总工程师林咏华，昆仑万维 CEO 方汉，云知声创始人、CEO 黄伟，蓝色光标集团 CEO 潘飞，万兴科技创始人、董事长吴太兵，以及知道创宇的代表。与会各方还共同发起成立“黑马 AIGC 产业服务联盟”，为中小企业赋能。

在推出黑马天启科创大模型的同时，公司与 360 签署了战略合作协议。360 集团董事长周鸿祯表示未来 360 将和创业黑马一起通过技术服务等形式，在 AIGC 这个领域对大模型的发展和中小企业的应用在包括成立产学研一体化的大模型联盟，联合研发行业垂类模型和应用，打造城市产业项目在 AI 领域的标杆等方面合作。

我们认为，公司过往业务的积累以及科创大模型的推出让公司在 AIGC 推广与服务工作上具备独特优势，未来有望与更多大模型厂商合作向中小企业普及 AI 能力。

在模型推广方面，国内大模型厂商百花齐放，亟待赋能千行百业，各家大模型都有快速更多下游企业用户的需求。尤其是在大模型厂商存在竞争的情况下，率先获取更多下游用户意味着更快积累反馈迭代优化自身大模型，建立竞争优势。我们认为，创业黑马与各大模型厂商合作提供 AI 推广加速服务，在挖掘中小企业客户以及辅助模型落地两方面均具备优势。

据公司 2021 年报，公司拥有丰富的客户资源，累计服务超 10 万家企业，积累了丰富的创始人社群资源。凭借公司自身客群资源积累，与优秀线下渠道获客能力，旗下的服务产品降低了获客成本，增强了服务粘性。公司针对企业发展各个阶段需求，构建了与之匹配的服务产品，进一步延伸企业客户服务周期。我们认为，公司通过积累的丰富中小企业客户资源，在为大模型厂商寻找合作下游企业时具备极大优势。尤其是公司通过企业加速服务，可以帮助众多中小企业主提升对 AI 的认知，发掘更多 AI 可与企业业务结合的落地场景。

在辅助模型落地方面，对于通用大模型厂商，核心竞争力是基础模型的能力，大模型厂

商的主要精力应该在提升基础模型能力，做好 **MaaS** 底座，下游中小企业的需求往往标准化程度较低，且自身不具备足够 **AI** 技术能力。在大模型具体如何结合细分领域数据微调，以及如何与中小企业实际业务结合落地的工作上，创业黑马既有过往业务积累的深厚中小企业需求理解能力，又有自己研发科创大模型并落地的经验，可以在大模型厂商与中小企业的需求沟通、落地实施上发挥关键作用。

公司在 **AI** 能力上的积累，也可以为中小企业提供公司自身的科创大模型服务，以及为其他开源模型结合业务落地提供服务。

我们认为，凭借公司海量的中小企业客户积累；以及公司从企业加速走向企服，又迅速拥抱 **AI** 推出科创大模型的技术能力和执行力，**AIGC** 推广与服务将成为公司未来业绩增长的重要加速器。

五、投资建议

基于对公司各个业务板块的理解与分析，我们对公司营业收入关键预测如下：

1、企业加速服务：2021年增速43.9%，2022年受线下不利因素影响收入下滑35.98%，线下不利因素恢复后预计将大幅反弹，预测2023E-2025E收入分别增长55%（恢复至2021年水平）/15%（参考腾讯营销洞察预测的企业培训行业平均增速）/15%。

2、城市拓展业务：2021年增速18.56%，2022年受线下不利因素影响收入下滑72.21%，线下不利因素恢复后，预计政府将为了经济复苏加大在城市产业拓展的投入。预测2023E-2025E收入分别增长250%（恢复到接近2021水平）/20%（参考2021年增速）/20%。

3、营销服务：2021年增速120.96%，2022年受线下不利因素影响收入下滑12.53%，2023年预计可反弹至接近2021年水平，由于线下企业加速服务和城市拓展服务的增长也会带动营销服务增长。预测2023E-2025E收入分别增长15%/10%/10%。

4、SaaS模式服务：2022年增速190.77%。国内SaaS市场规模处于快速增长期，公司2022年SaaS平台刚刚完成初步建设，目前处于高速成长期，在企业加速服务加持下推广服务具备独特优势，2023年预计保持接近2022年的高增速。公司推出科创大模型后，一方面知识产权业务线上部分会给SaaS服务带来大幅增长，一方面将大模型提供给企业用户使用有望大幅提升SaaS模式收入，预计2023年和2024年科创大模型用户量处于快速增长阶段，2024年增速略放缓。（2021年底我国从事知识产权服务的机构数量约为8.4万家，从业人员约92.8万，并保持持续增长态势，假设有10万用户按年费2000使用科创大模型即可带来2亿收入）。同时未来公司在AI推广与服务方向发力也有望为公司的企服带来更多客户。预测2023E-2025E收入分别增长150%/100%/50%。

5、知识产权业务：公司2022年收入同比增长55.79%。国内知识产权业务处于高速增长期，由于公司推出科创大模型赋能知识产权业务，效率实现了几何级数的提升，具备极大竞争优势，预计2023年开始为公司知识产权业务爆发期，增速可超过2022年，到2025年回归行业平均增速。预测2023E-2025E收入分别增长60%/40%/20%。

6、财税服务：天津财税收入成本移出报表，按2022年数据财务服务每年约有200万利润。

7、其他业务：给予维持收入不变预测。

利润率及费用率方面：

1、毛利率：公司将天津财税移出报表，聚焦于其他高毛利率业务的发展。预计2023年线下服务收入反弹的同时成本也上升至接近2021年。同时由于2022年公司SaaS服务处于建设期投入较大，2023年后随着公司SaaS系统逐渐成熟完善形成规模效应，以及科创大模型的降本增效能力加持，预计SaaS服务在收入大幅增长时成本只会小幅度增长，整体毛利率将持续上升，预测2023E-2025E公司毛利率达到62.10%、68.52%、72.60%。

2、销售费用率：参考2023Q1销售费用为1629.53万元，预计全年销售费用不会超过全年收入预测的18%即7055万，预测2023-2025E销售费用率保持稳定为18%/18%/18%。

3、管理费用率：参考2023Q1管理费用为1388.94万元，预计全年管理费用不会超过全年收入预测的16%即6271万，预测2023E-2025E管理费用率为16%/16%/16%。

4、研发费用率：公司已初步构建多元化的企服平台，后续研发费用率预计较为稳定，2021年和2022年研发费用率分别为3.42%和4.02%，预测2023E-2025E研发费用率为4%/4%/4%。

基于以上关键假设，我们预计2023-2025年公司实现营业收入3.92、5.61、7.29亿元；归母净利润0.57、0.99、1.41亿元，对应EPS为0.34、0.59、0.84元/股。

图表 10: 公司主营业务拆分预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	339.87	347.12	391.94	560.99	728.88
增长率	107.87%	2.13%	12.91%	43.13%	29.93%
其他业务	10.83	10.53	10.53	10.53	10.53
增长率	3.35%	-2.79%	0.00%	0.00%	0.00%
城市拓展业务	53.12	14.76	51.66	62.00	74.39
增长率	18.56%	-72.21%	250.00%	20.00%	20.00%
企业加速服务	147.49	94.43	146.37	168.32	193.57
增长率	43.90%	-35.98%	55.00%	15.00%	15.00%
SaaS 模式服务	15.60	45.35	113.37	226.74	340.10
增长率	0.00%	190.77%	150.00%	100.00%	50.00%
营销服务	12.63	11.05	12.71	13.98	15.38
增长率	120.96%	-12.53%	15.00%	10.00%	10.00%
知识产权服务	22.19	34.56	55.30	77.42	92.91
增长率	0.00%	55.79%	60.00%	40.00%	20.00%
财税服务	78.01	136.44	2.00	2.00	2.00
增长率	0.00%	74.90%	-100.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	158.68	98.40	243.40	384.41	529.13
其他业务	5.41	7.37	7.37	7.37	7.37
城市拓展业务	30.46	-2.57	30.00	36.00	43.20
企业加速服务	92.43	54.23	90.09	103.61	119.15
SaaS 模式服务	7.05	19.58	79.87	186.53	295.88
营销服务	9.04	2.98	4.64	5.10	5.61
知识产权服务	9.27	14.67	29.45	43.81	55.93
财税服务	5.01	2.14	2.00	2.00	2.00
毛利率	46.69%	28.35%	62.10%	68.52%	72.60%
其他业务	49.98%	69.97%	69.97%	69.97%	69.97%
城市拓展业务	57.34%	-17.43%	58.06%	58.06%	58.06%
企业加速服务	62.67%	57.43%	61.55%	61.55%	61.55%
SaaS 模式服务	45.23%	43.17%	70.45%	82.27%	87.00%
营销服务	71.52%	26.96%	36.49%	36.49%	36.49%
知识产权服务	41.81%	42.46%	53.25%	56.59%	60.20%
财税服务	6.42%	1.57%	100.00%	100.00%	100.00%

期间费用率	48.84%	53.40%	35.79%	36.21%	36.37%
销售费用率	24.80%	24.31%	18.00%	18.00%	18.00%
管理费用率	23.65%	28.20%	16.00%	16.00%	16.00%
研发费用率	3.42%	4.02%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-3.03%	-3.13%	-2.21%	-1.79%	-1.63%
归母净利润(百万元)	11.43	-83.53	56.91	98.92	141.27
增长率	55.9%	-831.1%	-168.1%	73.8%	42.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司推出科创大模型，并与阿里进行数字人合作，与360合作进行AIGC推广服务合作，我们预计后续SaaS服务会在AI能力加持下成为公司的主要收入来源，我们选取同样在AI方向发力的SaaS服务公司拓尔思（研发 trsGPT 模型+SaaS）、金桥信息（AI+司法 SaaS）、深信服（安全 GPT+SaaS），2024E 和 2025E 公司 PE 低于同业平均。2022 年公司在线下业务受外界因素承压时，其余业务高速增长展现韧性，随着线下业务恢复以及公司已初步构建多元化的企服平台，早期大量投入将开始带来回报。公司企业加速业务与企服业务结合具备独特优势；SaaS 模式服务以及知识产权服务有望在科创大模型加持下保持高速增长，且公司具备丰富产业合作资源，AIGC 推广与服务有极大成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 11: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
拓尔思	31.20	0.18	0.35	0.46	0.60	65.60	88.96	68.22	52.03
金桥信息	28.05	0.05	0.28	0.42	0.68	150.89	101.85	67.58	41.54
深信服	120.40	0.47	1.14	1.94	2.67	240.91	105.46	62.16	45.02
平均值						152.47	98.76	65.99	46.20
创业黑马	35.95	-0.50	0.34	0.59	0.84		105.70	60.80	42.60

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *注: 股价数据截至 2023/5/30

风险提示

AI 技术推进不及预期风险: 若 AI 技术推进不及预期，科创大模型后续研发和落地进展不利，则对公司会造成一定不利影响。

行业竞争加剧风险: 若相关企业加快技术迭代和应用布局，整体行业竞争程度加剧，将会对公司的增长产生威胁。

宏观经济风险: 宏观经济的影响因素较多，或对公司业务推进产生影响。

关键假设不及预期风险: 若公司实际业绩未及关键假设预期，则可能公司营收和盈利不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com