

## 创业黑马 (300688)

### 科创大模型+数字人平台，争做 AI 浪潮先行者

◆ 国内首家科创服务领域 A 股上市企业，打造出多元化的企业服务平台。公司创立于 2008 年，主要经营国内中小创企业加速发展，构筑多元化企业服务平台，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，伴随中小企业全生命周期，为企业提供企业加速服务、城市拓展服务、科创服务、营销服务、投融资服务等一系列的企业服务，同时推出“天启”大模型以及国内首个数字人存证平台，推广“AI 普惠”与“AI 经济”，加速推动公司业务融合发展。

◆ 受项目建设和外部环境影响，2022 年公司业绩承压。公司全年实现营收 3.47 亿元/同比+2.13%，归母净利润-0.84 亿元/同比-831.06%，扣非后归母净利润-0.82 亿元/-1296.56%，归因于企服业务处于建设期，团队扩张、业务拓展等导致营业成本较高，且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。

- 分季度看，Q1-Q4 分别实现营收 0.99/1.02/1.05/0.42 亿元，同比+238.73%/+45.81%/+19.71%/-72.86%，Q4 受外部环境影响承压明显。
- 分产品看，企业服务业务/企业加速服务/其他服务分别实现营收 2.42/0.94/0.11 亿元，同比+33.39%/-35.98%/-2.79%，企服业务可划分为财税/SaaS/知识产权/城市拓展/营销业务（分别营收 1.36/0.45/0.35/0.15/0.11 亿元，同比+74.90%/+190.77%/+55.79%/-72.21%/-12.53%），SaaS 业务营收同比增长近两倍归因于基数低且企服 SaaS 平台投入使用。客户和订单方面，企服客户+6793 个，同比 16.26%，订单金额同比+20.34%至 1.76 亿元，新业务增长势头良好；企业加速客户数量同比-61.64%至 3323 个，期末合同订单减少 935.74 万元至 5820.44 万元。
- 盈利能力：1) 毛利率方面，2022 年公司整体毛利率 28.35%/同比-18.34pct，归因营收占比最高的企服业务毛利率拉低（15.20%/同比-18.31pct）；2) 费率方面，销售费用率 24.31%/同比-0.49pct，管理费用率 28.20%/同比+4.55pct，系公司股权激励计划实施所致，研发费用率分别为 4.02%/同比+0.60pct，

投资评级

买入

首次评级

2023年07月03日

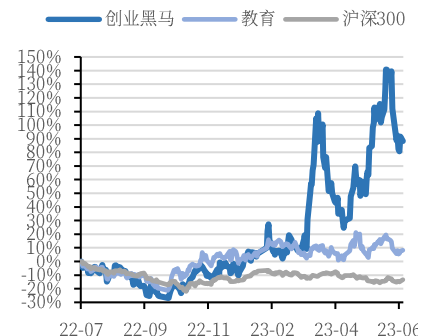
收盘价(元):

34.10

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	167.38
总市值(百万)	5,707.64
流通股本(百万股)	135.61
流通市值(百万)	4,624.15
12月最高/最低价(元)	46.00/12.90
资产负债率(%)	29.77
每股净资产(元)	3.21
市盈率(TTM)	-76.24
市净率(PB)	10.64
净资产收益率(%)	-2.02

#### 股价走势图



#### 作者

裴伊凡

分析师

SAC 执业证书: S0640516120002

联系电话: 010-59562517

邮箱: peiyf@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

系科创知识产权平台、财税业务系统、黑马加速云平台、管理平台等的开发升级所致；3) 净利率方面，公司净利率-31.77%/同比-28.52pct。

- ◆ **23Q1 业绩逐渐回暖，盈利能力同比改善。**23Q1 公司实现营收 0.48 亿元，同比下滑 51.34%但优于 22Q4 表现，归母净利润-0.11 亿元/同比+44.47%，扣非后归母净利润-0.11 亿元/同比+45.11%，毛利率 44.76%，同比+27.82pct，环比-36.61pct，整体费用率 64.57%/同比+23.38pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 33.70%/28.72%/10.13%，同比+13.47pct/+9.73pct/+5.01pct，净利率-19.69%，同比+4.44pct，环比+73.80pct。
- ◆ **以企业加速服务为基石，SaaS 化推动企服转型升级：**1) **聚焦企业全生命周期服务：**围绕“认知、资源、资本”三大核心发展要素，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，核心产品包含“黑马成长营”、“黑马实验室”、“城市学院”等；2) **深耕产业服务生态：**依托成熟的企服体系，链接汇聚各类优质稀缺资源进一步扎根产业，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普惠中小企业；3) **落实“业务企服化、企服 SaaS 化”战略：**公司依托多元化企服平台为中小企业数智化建设提供标准、专业的企业服务产品，全面推行服务 SaaS 化建设，实现企业服务业务自身的快速规模化复制和利润的提升，打通大数据与业务生态资源链接，以线上多元化企服 SaaS 平台+线下专业团队服务相结合的方式完成交付，优化升级“产品+服务”的线上线下协同服务能力。
- ◆ **推出黑马天启科创大模型，构筑 AIGC 创新生态：**与 360 集团宣布达成战略合作，正式推出国内首个专用于科创服务的垂直行业大模型——“黑马天启科创大模型”。1) **垂直应用于科创服务行业：**该模型是创业黑马利用多年行业知识积累、汇聚海量产业数据，通过自有研发团队，基于科创云 SaaS 开发平台、Microsoft + Stanford 开源技术以及 360 智脑支持，研发出的一款垂直应用于科创服务领域的大模型，旨在为更多中小企业提供 AIGC 便利服务；2) **聚焦行业痛点：**克服知识产权服务中存在的诸如客户项目大、申报时间集中、案件撰写周期长以及客户来自多个行业等挑战；3) **显著提升效率：**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%，客户现场咨询效率提升 15-20 倍。

- ◆ **携手“达摩院”，运营“AI+数字人”产业生态圈层。** 1) **数字人产业基地：**2023 年 3 月，达摩院与数智云科签署战略合作协议，数智云科由公司持股 50%与朝阳国际、先创企业管理共同出资成立，为北京市数字人产业企业提供产业加速服务、产业基地运营、产业综合服务平台，未来双方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；2) **打造 AI 社区：**数智云科作为达摩院“魔搭社区”首家且目前唯一一家合作运营机构，将陆续将其运营的北京市数字人基地中数字人产业链优质企业和多年来服务的超 10 万家中小企业资源接入“魔搭社区”，打造并运营“AI+数字人”产业生态圈层，通过双方共同提供的模型即服务（MaaS）系列培训课程、限时免费算力等服务，帮助广大中小企业快速应用 AI 模型助力自身业务发展，重塑公司企服业务形态；3) **数字人存证平台：**5 月 31 日，基于“长安链”技术打造了一个专为数字人产业提供可信存证服务的在线平台——北京市数字人基地存证平台，正式上线内测。根据《北京市促进数字人产业创新发展行动计划（2022-2025 年）》提出的发展目标，到 2025 年，北京市数字人产业规模将突破 500 亿元，培育 1-2 家营收超 50 亿元的头部数字人企业，基于公司在数字人方面的布局和现有政府和企业的合作资源，有望抢占先发优势。
- ◆ **“企业服务+专精特新”行业景气度攀升，公司主营迎发展红利期。** 根据中商产业研究院数据，我国企业服务行业已进入快速发展阶段，截至 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，根据中国中小企业研究院研究预测，2023 年中国中小企业总体呈现景气回升向好态势，2023 年中国中小企业综合景气年平均指数由 2022 年的 79.63 上升到 84.05，同比提升 5.6%，企业服务等需求有望增长，利好公司主营业务。公司累计服务覆盖超 10 万家企业，是国内首批认定的中关村国家自主创新示范区创新型孵化器，是工信部认定的国家级中小企业公共服务示范平台。国家鼓励中小创尤其专精特新企业旗帜鲜明，公司作为科创企服行业领军企业，具备扎实的客户资源基础，已沉淀形成创始人社群资源，具备成熟的企业成长方法论并将中小企业的企业服务需求标准化，并与众多科技

企业共同发起成立“黑马 AIGC 产业服务联盟”，依托培训和自身的 MaaS 服务相互结合，打造 AIGC 的推广和服务平台，实现更多中小企业的“AI 普惠”与“AI 创新”，抢占 AI 浪潮先机。

- ◆ **投资建议：**作为业内领先的中小创企业服务与孵化机构，公司积极布局 AI，天启大模型和数字人存证平台的落地验证公司超强技术执行能力，有望提升公司行业地位和核心竞争力，加速赋能数字人产业链中小企业，看好公司未来业绩成长空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.08/0.14/0.20 亿元，EPS 分别为 0.05/0.08/0.12 元，对应 PE 分别为 725/420/292 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、技术发展转化不及预期、行业竞争加剧、国内宏观环境变化风险、大模型推广不及预期、企服平台 SaaS 化建设研发风险、人才流失风险。

**◆ 盈利预测**

单位/百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.87	347.12	510.40	730.00	1015.38
增长率 (%)	107.87%	2.13%	47.04%	43.02%	39.09%
归属母公司股东净利润	11.43	-83.53	7.87	13.60	19.57
增长率 (%)	55.90%	-831.06%	109.43%	72.71%	43.94%
每股收益 EPS(元)	0.07	-0.50	0.05	0.08	0.12
PE	499.55	-68.33	725.01	419.78	291.63

资料来源：同花顺，中航证券研究所

**◆ 公司主要业务拆分**

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.87	347.12	510.40	730.00	1,015.38
yoy	107.87%	2.13%	47.04%	43.02%	39.09%
毛利率	46.69%	28.35%	48.50%	50.35%	50.99%
<b>1、企业服务业务</b>					
收入	181.55	242.16	339.03	478.03	678.80
yoy		33.39%	40.00%	41.00%	42.00%
毛利率	33.51%	15.20%	40.00%	42.00%	43.00%
<b>2、企业加速业务</b>					
收入	147.49	94.43	160.53	240.80	325.08
yoy	43.90%	-35.98%	70.00%	50.00%	35.00%
毛利率	62.67%	57.43%	65.00%	66.00%	67.00%
<b>3、其他服务</b>					
收入	10.83	10.53	10.84	11.17	11.50
yoy	3.35%	-2.79%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	49.98%	69.97%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	293.84	494.92	443.11	410.23	446.67	486.76	营业收入	163.50	339.87	347.12	510.40	730.00	1015.38
应收票据及账款	71.92	99.59	38.17	195.77	300.00	445.10	营业成本	64.87	181.19	248.72	262.86	362.48	497.64
预付账款	4.68	8.03	6.17	11.91	17.03	23.69	税金及附加	0.57	1.38	1.91	1.79	2.55	3.55
其他应收款	4.49	6.61	6.91	11.36	16.25	22.61	销售费用	31.18	84.28	84.37	96.98	131.40	182.77
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	44.56	80.38	97.88	91.87	131.40	182.77
其他流动资产	6.62	3.04	55.58	35.65	50.99	70.93	研发费用	7.88	11.63	13.94	30.62	51.10	71.08
流动资产总计	381.55	612.18	549.94	664.93	830.94	1049.08	财务费用	-7.54	-10.31	-10.85	-0.82	-1.06	-1.41
长期股权投资	63.63	73.40	82.45	87.45	92.45	97.45	投资损失	-6.62	-7.95	-17.19	-5.10	-7.30	-10.15
固定资产	3.39	19.48	30.86	26.02	21.19	16.35	信用减值损失	-0.16	-3.61	-2.23	-1.53	-2.19	-3.05
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.32	21.38	21.14	19.49	17.46	15.06	投资收益	1.75	10.34	-9.78	5.62	5.62	5.62
长期待摊费用	7.93	8.69	11.00	5.50	0.00	0.00	公允价值变动损益	-9.56	1.34	0.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	14.44	30.78	105.25	103.00	100.76	98.51	资产处置收益	0.00	0.00	0.21	0.07	0.07	0.07
非流动资产合计	99.61	153.72	250.70	241.47	231.86	227.38	其他收益	3.56	3.28	7.26	4.70	4.70	4.70
资产总计	481.16	765.90	800.64	906.40	1062.81	1276.47	营业利润	10.95	-5.29	-110.44	30.86	53.03	76.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.01	0.80	0.90	0.57	0.57	0.57
应付票据及账款	14.82	25.86	32.97	44.15	60.88	83.58	营业外支出	1.34	0.07	1.41	0.94	0.94	0.94
其他流动负债	93.59	152.69	185.38	264.59	373.67	517.45	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	108.41	178.55	218.35	308.74	434.55	601.02	利润总额	9.62	-4.56	-110.95	30.49	52.66	75.80
长期借款	0.00	15.35	16.50	11.37	6.56	2.78	所得税	3.44	6.50	-0.68	4.57	7.90	11.37
其他非流动负债	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	6.17	-11.05	-110.27	25.92	44.76	64.43
非流动负债合计	0.04	15.35	16.50	11.37	6.56	2.78	少数股东损益	-1.16	-22.48	-26.75	18.04	31.16	44.86
负债合计	108.45	193.90	234.86	320.11	441.11	603.81	归属母公司股东净利润	7.33	11.43	-83.53	7.87	13.60	19.57
股本	95.20	109.21	167.38	167.38	167.38	167.38	EBITDA	12.64	-2.11	-104.07	43.90	66.20	83.87
资本公积	174.11	378.91	390.12	390.12	390.12	390.12	NOPLAT	12.22	-41.09	-120.90	25.52	44.15	63.53
留存收益	105.93	106.43	11.56	14.02	18.27	24.37	EPS(元)	0.04	0.07	-0.50	0.05	0.08	0.12
归属母公司权益	375.24	594.56	569.07	571.52	575.77	581.88	<b>主要财务比率</b>						
少数股东权益	-2.53	-22.55	-3.28	14.76	45.93	90.78	<b>会计年度</b>						
股东权益合计	372.71	572.01	565.79	586.29	621.69	672.66	<b>成长能力</b>						
负债和股东权益合计	481.16	765.90	800.64	906.40	1062.81	1276.47	<b>2020</b> <b>2021</b> <b>2022</b> <b>2023E</b> <b>2024E</b> <b>2025E</b>						
<b>现金流量表</b>							<b>盈利能力</b>						
<b>会计年度</b>							<b>会计年度</b>						
税后经营利润	6.17	-11.05	-110.27	17.40	36.24	55.91	营收增长率	-23.15%	107.87%	2.13%	47.04%	43.02%	39.09%
折旧与摊销	10.57	12.76	17.73	14.23	14.61	9.48	营业利润增长率	-39.33%	-148.34%	-1987.02%	127.94%	71.84%	43.64%
财务费用	-7.54	-10.31	-10.85	-0.82	-1.06	-1.41	EBITDA增长率	-83.72%	-816.08%	-719.29%	124.36%	73.88%	44.19%
投资损失	-1.75	-10.34	9.78	-5.62	-5.62	-5.62	归母净利润增长率	-55.15%	55.90%	-831.06%	109.43%	72.71%	43.94%
营运资金变动	0.15	22.71	25.75	-57.48	-3.77	-11.57	经营现金流增长率	-14.43%	-0.73%	-142.68%	-78.63%	325.47%	12.70%
其他经营现金流	21.91	25.53	55.36	9.95	9.95	9.95	<b>盈利能力</b>						
经营性现金净流量	29.51	29.29	-12.50	-22.33	50.35	56.74	毛利率	60.32%	46.69%	28.35%	48.50%	50.35%	50.99%
资本支出	6.11	25.55	26.38	0.00	0.00	0.00	净利率	3.77%	-3.25%	-31.77%	5.08%	6.13%	6.35%
长期投资	-30.50	-9.32	-42.78	0.00	0.00	0.00	营业利润率	6.70%	-1.56%	-31.82%	6.05%	7.26%	7.50%
其他投资现金流	74.95	4.60	-0.08	-0.81	-0.81	-0.81	ROE	1.95%	1.92%	-14.68%	1.38%	2.36%	3.36%
投资性现金净流量	38.34	-30.27	-69.24	-0.81	-0.81	-0.81	ROA	1.52%	1.49%	-10.43%	0.87%	1.28%	1.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.56%	-47.58%	-114.64%	18.83%	22.07%	29.39%
长期借款	0.00	15.35	1.16	-5.13	-4.81	-3.78	<b>估值倍数</b>						
普通股增加	0.00	14.01	58.17	0.00	0.00	0.00	P/E	792.75	508.49	-69.56	737.98	427.28	296.84
资本公积增加	-0.22	204.80	11.21	0.00	0.00	0.00	P/S	35.53	17.09	16.74	11.38	7.96	5.72
其他筹资现金流	-9.49	-43.95	-7.61	-4.60	-8.29	-12.06	P/B	15.48	9.77	10.21	10.17	10.09	9.98
筹资性现金净流量	-9.71	190.21	62.92	-9.73	-13.10	-15.83	股息率	0.19%	0.11%	0.00%	0.09%	0.16%	0.23%
现金流量净额	58.13	189.23	-18.82	-32.87	36.43	40.09	EV/EBIT	826.59	-207.10	-19.42	183.29	105.64	73.66
							EV/EBITDA	135.73	-1459.22	-22.72	123.87	82.33	65.34
							EV/NOPLAT	140.37	-74.92	-19.56	213.10	123.44	86.25

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637