

创业黑马 (300688)

“模型+算力+培训”，AI 布局强化升级

- ◆ 事件：公司发布 2023 年中报，报告期内，公司实现营业收入 1.02 亿元，同比-49.12%；归母净利润-0.24 亿元，同比+46.78%；扣非后归母净利润-0.24 亿元，同比+47.15%。毛利率 45.00%，同比+23.79pct，净利率-23.09%，同比+4.47pct。
单季度来看，23Q2，公司实现营收 0.54 亿元，同比-46.94%；归母净利润-0.14 亿元，同比+48.49%；毛利率 45.22%，同比+19.83pct，环比+0.46pct；净利率 15.48%，同比+577.06pct，环比-2.93pct。
- ◆ 业务调整初见成效，毛利率大幅改善。①企业服务业务实现营收 0.59 亿元/同比-59.23%，毛利率 49.97%/同比+41.26pct，主要原因在于收缩了企服业务中毛利较低的财税服务业务，导致营业收入、营业成本大幅下降，毛利率大幅度提升；但企服业务中的核心板块科创知识产权及 SaaS 服务业务收入大幅增长，毛利率及期间费用率稳定，报告期内实现扭亏为盈，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%，市场需求稳步提升有望为公司带来增量业绩。②企业加速业务实现营收 0.38 亿元/同比-24.07%，毛利率 44.59%/同比-18.40pct，受外部需求影响仍承压明显，下半年伴随宏观经济修复、民营经济回暖，企业加速业务有望逐步放量。③为优化业务结构，增强盈利能力，提升整体业务毛利水平，聚焦核心业务开展，创业黑马全资子公司拟向天津税医转让其所持有的天津税医 100%股权，交易价格为 398 万元，本次股权转让实施后，天津税医不再纳入公司合并报表范围，未来报表更好展现公司经营绩效。
- ◆ AIGC 业务率先盈利，后续有望加速业绩兑现。公司推出于 2023 年 5 月 27 日黑马 AIGC 产业峰会上正式推出 AIGC 咨询与技术服务业务，截至六月底，已有 192 人次报名，实现营收 39.42 万元。未来，公司以 AIGC 培训为流量入口，推动垂直行业应用模型推广落地，助力更多的中小企业降本增效&加速成长，后期“黑马天启”科创模型结束公测开始收费服务后，该部分业务业绩逐步释放，打造公司新的业绩增长点。

投资评级

买入

维持评级

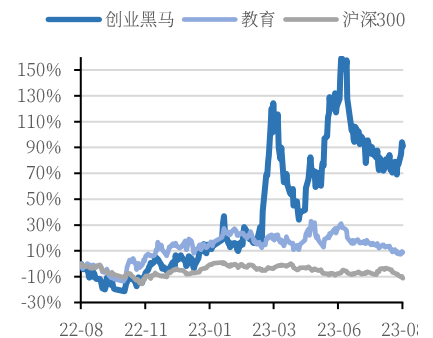
2023年08月23日

收盘价(元): 32.18

公司基本数据

总股本(百万股)	167.38
总市值(百万)	5,386.27
流通股本(百万股)	141.89
流通市值(百万)	4,566.18
12月最高/最低价(元)	46.00/12.90
资产负债率(%)	29.37
每股净资产(元)	3.13
市盈率(TTM)	-86.77
市净率(PB)	10.28
净资产收益率(%)	-4.66

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

科创大模型+数字人平台，争做 AI 浪潮先行者
—2023-07-05

股市有风险 入市需谨慎

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

- ◆ **加速拥抱 AI，筹资加码科创大模型和智算中心建设。**①7月21日，公司发布定增预案，拟向不超过35名特定投资者，募集资金总额不超过5.07亿元，用于“科创大模型建设”、“智能中台建设”两大项目；其中科创大模型项目预计投资总额为4.15亿元，建设期为三年，此次发行融资，公司将在原有基础上进一步加强科创大模型的技术基座建设，继续引入论文期刊、政策知识及自主标注数据填充模型数据层，同时在科创大模型架构应用层提升现有高企应用AI逻辑处理能力的同时，推进创新笔记、知识助手等用户应用落地。②8月11日，公司公告拟自有资金1亿元设立全资子公司智算科技，致力于建设和运营AI生产力赋能中心（黑马智算中心的实施主体）和AI创新孵化加速器，支持人工智能应用于企业发展，赋能产业升级与中小企业数智化发展。这一决策凸显公司的前瞻性和战略性，智算中心是未来计算的重要形态，它将人工智能、大数据、云计算等技术深度融合，为各行各业提供智能化的解决方案，一旦建成，将深度赋能公司的全线业务，实现降本增效的同时，提升公司产品和服务的市场竞争力。
- ◆ **投资建议：**2023H1，公司收缩毛利率较低的财税业务、城市拓展业务报告期内存量订单交付尚未达到确认收入标准和企业加速服务未恢复至同期水平是公司报告期内产生亏损的主要原因。下半年，公司基石业务有望稳健复苏同时迎来交付密集期，叠加积极开展AIGC认知培训，并以此为商业模式推广提供流量入口，实现从C端到B端的客户基数扩大，带动AI赋能的飞轮效应，加速赋能全体系企业服务效能提升，打开公司业绩新增量。我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为0.06/0.10/0.16亿元，EPS分别为0.03/0.06/0.10元，对应PE分别为954/548/342倍，维持“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	357.63	441.24	523.01
增长率 (%)	107.87%	2.13%	3.03%	23.38%	18.53%
归属母公司股东净利润	11.43	-83.53	5.74	9.98	15.98
增长率 (%)	55.90%	-831.06%	106.87%	73.90%	60.14%
每股收益 EPS(元)	0.07	-0.50	0.03	0.06	0.10
PE	433.63	-59.32	953.59	548.34	342.40

资料来源：同花顺 iFind, 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	461.19	491.34	521.89	营业收入	163.50	339.87	347.12	357.63	441.24	523.01
应收票据及账款	71.92	99.59	38.17	58.79	96.71	143.29	营业成本	64.87	181.19	248.72	173.10	209.51	242.07
预付账款	4.68	8.03	6.17	8.34	10.29	12.20	税金及附加	0.57	1.38	1.91	1.67	2.14	2.56
其他应收款	4.49	6.61	6.91	7.96	9.82	11.64	销售费用	31.18	84.28	84.37	71.53	83.84	94.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	44.56	80.38	97.88	71.53	83.84	94.14
其他流动资产	6.62	3.04	55.58	24.98	30.82	36.53	研发费用	7.88	11.63	13.94	14.31	17.65	20.92
流动资产总计	381.55	612.18	549.94	561.27	638.99	725.56	财务费用	-7.54	-10.31	-10.85	-0.91	-1.23	-1.55
长期股权投资	63.53	73.40	82.45	87.45	92.45	97.45	资产减值损失	-6.62	-7.95	-17.19	-14.06	-17.68	-21.65
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	-2.47	-3.25	-3.70
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	802.74	870.86	952.94	营业利润	10.95	-5.29	-110.44	20.26	34.96	55.76
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	29.07	35.19	40.65	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	181.56	222.38	261.16	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	210.63	257.57	301.81	利润总额	9.62	-4.56	-110.95	19.89	34.59	55.39
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	0.99	1.73	2.77
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	18.89	32.86	52.62
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	13.15	22.88	36.63
负债合计	108.45	193.90	234.86	222.01	264.13	304.59	归属母公司股东净利	7.33	11.43	-83.53	5.74	9.98	15.98
股本	95.20	109.21	167.38	167.38	167.38	167.38	NOITDA	12.64	-2.11	-104.07	33.22	47.96	63.32
资本公积	174.11	378.91	390.12	390.12	390.12	390.12	NOPLAT	12.22	-41.09	-120.90	18.33	31.99	51.45
留存收益	105.93	106.43	11.56	13.36	16.47	21.46	EPS(元)	0.04	0.07	-0.50	0.03	0.06	0.10
归属母公司权益	375.24	594.56	569.07	570.86	573.97	578.96							
少数股东权益	-2.53	-22.55	-3.28	9.88	32.75	69.39							
股东权益合计	372.71	572.01	565.79	580.73	606.73	648.35							
负债和股东权益合计	481.16	765.90	800.64	802.74	870.86	952.94							

主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力						
营收增长率	-23.15%	107.87%	2.13%	3.03%	23.38%	18.53%
营业利润增长率	-39.33%	-148.34%	-1987.02%	118.34%	72.56%	59.51%
EBIT增长率	-83.72%	-816.08%	-719.29%	115.58%	75.72%	61.42%
EBITDA增长率	-54.18%	-116.69%	-4832.70%	131.92%	44.40%	32.03%
归母净利润增长率	-55.15%	55.90%	-831.06%	106.87%	73.90%	60.14%
经营现金流增长率	-14.43%	-0.73%	-142.68%	308.54%	54.99%	7.87%
盈利能力						
毛利率	60.32%	46.69%	28.35%	51.60%	52.52%	53.72%
净利率	3.77%	-3.25%	-31.77%	5.28%	7.45%	10.06%
营业利润率	6.70%	-1.56%	-31.82%	5.66%	7.92%	10.66%
ROE	1.95%	1.92%	-14.68%	1.01%	1.74%	2.76%
ROA	1.52%	1.49%	-10.43%	0.72%	1.15%	1.68%
ROIC	8.56%	-47.58%	-114.64%	13.53%	24.93%	40.30%
估值倍数						
P/E	746.84	479.05	-65.53	953.59	548.34	342.40
P/S	33.48	16.10	15.77	15.30	12.40	10.46
P/B	14.59	9.21	9.62	9.59	9.54	9.45
股息率	0.20%	0.12%	0.00%	0.07%	0.13%	0.20%
EV/EBIT	826.59	-207.10	-19.42	265.03	150.71	93.56
EV/EBITDA	135.73	-1459.22	-22.72	151.46	104.81	79.55
EV/NOPLAT	140.37	-74.92	-19.56	274.41	157.16	97.91

数据来源: 同花顺iFind, 中航证券研究所

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士。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