



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

优化业务结构，AI 赋能业务发展

——创业黑马 2023 年半年报点评

买入（维持）

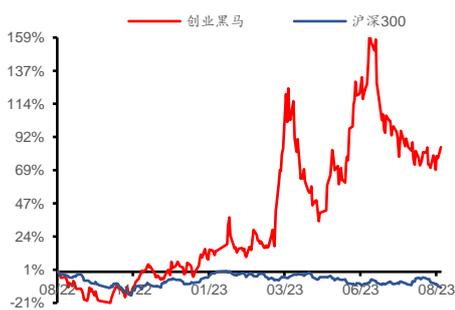
行业： 社会服务
日期： 2023年08月27日

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

基本数据

最新收盘价（元）	31.10
12mth A 股价格区间（元）	13.26-43.63
总股本（百万股）	167.38
无限售 A 股/总股本	84.77%
流通市值（亿元）	44.13

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《全面转型升级，发布科创专属大模型》
——2023 年 06 月 02 日
- 《全面转型升级，发布科创专属大模型》
——2023 年 06 月 02 日

■ 投资摘要

事件概述

8月11日，公司发布2023年半年报，1H23公司实现营业收入、归母净利润分别为1.02亿元、-2439.93万元，分别同比-49.12%、46.78%。

分析与判断

(1) 公司业务结构持续优化，企业服务高速增长，关注业绩修复情况。

- **收入端：**公司主动优化缩减企业服务业务中毛利较低的财税服务业务，对收入产生波动影响。
- **利润端：**公司归母净利润较上年同期增幅较大，主要系毛利率和期间费用较为稳定的科创知识产权及SaaS服务业务收入增长，此类业务逐步体现出规模优势，实现扭亏为盈。

(2) 单板块来看，公司在企业加速服务和企业服务基础上，新增AIGC服务板块，不断提供多元化的综合企业服务，持续赋能国内中小创企业发展。

- **企业加速服务：**1H23收入3821.30万元，同比下降24.07%；毛利1703.90万元，同比下降38.04%，主要系帮助企业在实战中解决成长核心问题的企业加速服务受宏观经济影响，尚未全面恢复。
- **企业服务：**1H23收入5918.64万元，同比下降59.23%；毛利2957.44万元，同比增长133.88%。营收下降主要系公司收缩企业服务中低毛利的财税服务业务；毛利增长主要系企业服务中的科创知识产权及SaaS模式服务业务规模大幅增长，因此毛利率维持稳定。截至2023年6月，公司企业服务客户数新增3351个，较去年同期持平；新增订单1.11亿元，较去年同期增长18%。
- **AIGC服务：**公司5月27日推出AIGC咨询与技术服务业务，1H23收入39.42万元，共192人次报名付费，收入主要来自AIGC产业营产品，预计随着AIGC产业营产品的不断推出，叠加“黑马天启”科创大模型开始收费，业绩有望逐步释放，成为公司新的业绩增长点。

业务结构的持续优化，科创服务垂类模型的逐步落地，预计公司2023年收入及利润有望优于2022年。公司持续布局AIGC领域，拟以1亿元自有资金设立“智算科技”。公司通过自研垂类模型、AIGC产业营、新设AIGC生产力赋能中心，打造“模型+算力+培训”于一体的AI产业全方位布局，持续赋能AIGC领域发展。

- **内容：**“智算科技”将作为公司建设AI生产力赋能中心（黑马智算）的实施主体，建设和运营AI生产力赋能中心、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。
- **目的：**“智算科技”将进一步提升公司服务创业创新企业、高新技术企业、专精特新企业等国家产业政策支持的科技类企业，持续夯实AIGC领域的布局。

■ 投资建议

公司加速 AIGC 服务业务落地，打造新的业绩增长点；因为公司主动优化低毛利的财税业务，对收入产生波动影响，我们下调 2023 年营业收入至 3.59 亿元，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.29 亿元、0.38 亿元、0.58 亿元，分别同增 135.1%、29.6%、51.6%，对应估值分别为 178 倍、137 倍、90 倍，维持“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	359	383	493
年增长率	2.1%	3.5%	6.6%	28.7%
归母净利润	-84	29	38	58
年增长率	-831.1%	135.1%	29.6%	51.6%
每股收益（元）	-0.50	0.17	0.23	0.34
市盈率（X）	—	177.72	137.16	90.47
市净率（X）	9.15	8.70	8.18	7.50

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 08 月 21 日收盘价）

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	304	360	415
应收票据及应收账款	22	30	25	46
存货	0	0	0	0
其他流动资产	85	56	56	56
流动资产合计	550	390	441	517
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	641	691	768
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	41	79	136
归属母公司股东权益	569	598	636	694
少数股东权益	-3	6	19	37
股东权益合计	566	605	655	731
负债和股东权益合计	801	641	691	768

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	-139	55	55
净利润	-110	39	50	76
折旧摊销	35	0	0	0
营运资金变动	52	-178	5	-21
其他	28	0	0	0
投资活动现金流量	-69	0	0	0
资本支出	-26	0	0	0
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	-139	55	55

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	347	359	383	493
营业成本	249	180	191	246
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	84	58	58	70
管理费用	98	80	81	100
研发费用	14	11	8	5
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	39	51	77
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	-111	39	51	77
所得税	-1	0	0	0
净利润	-110	39	50	76
少数股东损益	-27	10	12	19
归属母公司股东净利润	-84	29	38	58

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	28.3%	50.0%	50.0%	50.0%
净利率	-24.1%	8.2%	9.9%	11.7%
净资产收益率	-14.7%	4.9%	6.0%	8.3%
资产回报率	-10.4%	4.6%	5.5%	7.5%
投资回报率	-15.8%	6.1%	7.3%	10.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	2.1%	3.5%	6.6%	28.7%
EBIT 增长率	-389.8%	141.0%	29.7%	51.7%
归母净利润增长率	831.1%	135.1%	29.6%	51.6%
每股指标 (元)				
每股收益	-0.50	0.17	0.23	0.34
每股净资产	3.40	3.57	3.80	4.15
每股经营现金流	0.03	-0.83	0.33	0.33
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.43	0.56	0.55	0.64
应收账款周转率	15.87	11.80	15.13	10.61
存货周转率	—	—	—	—
偿债能力指标				
资产负债率	29.3%	5.7%	5.3%	4.7%
流动比率	2.52	19.56	22.08	25.90
速动比率	2.16	16.78	19.30	23.12
估值指标				
P/E	—	177.72	137.16	90.47
P/B	9.15	8.70	8.18	7.50
EV/EBITDA	-39.82	126.97	96.80	63.08

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