

买入（首次覆盖）  
目标价：1.80 元

# 清科创业（1945.HK）

## 创投服务龙头，丰富的“数据+服务”矩阵推动高质量发展

### 核心投资亮点

公司是国内股权投资服务行业龙头，拥有一级市场金融数据最全面的 SaaS 产品私募通 MAX，并形成“数据服务+营销服务+投行证券服务+培训服务”四大完善的服务体系，并通过赴港上市后的积累，完善牌照布局，打通了从一级市场到 IPO 的服务链路。疫情对线下活动限制这一因素的解除，公司线下服务业务得到迅速的修复，叠加金融数据 SaaS 平台+AIGC 的升级，公司有望开启长期稳定的成长；以估值来看，公司显著低于 A 股可比公司平均水平，考虑到公司独有的服务价值以及良好的基本面，公司当前显著被低估。

- SaaS 产品升级引入 AIGC，以数据赋能创投行业。**2021 年，公司对私募通进行了升级，推出 SaaS 版私募通 MAX，整合中国股权投资行业的多维数据，并针对不同客群开发了城市版、机构版等多个版本，目前已陆续推向市场；同时，公司正将 AIGC 引入产品，打造人工智能科技的新型数据库。数据是行业的“基础设施”，数据服务是公司的“基石”业务，上半年营收 2884.9 万元，占比 33.63%，且保持高毛利水平、连续增长，未来潜力巨大。
- 营销、培训服务如期恢复，把握城市投资活动大趋势。**上半年，公司把握放开机遇，加大线下活动组织力度，累计组织多场线下清科品牌峰会、定制论坛及沙龙，超过 5000 名业内人士参与；同时，组织了更多线下课程项目，促进培训服务恢复，上半年营销、培训业务涨幅分别为 108.09%、192.81%。营销和培训服务目前已经实现了品牌化、常态化运行，充分彰显了公司行业号召力和影响力。此外，公司近年扎根 G 端需求挖掘，率先受益于政府招商引资需求的爆发，迎来各类营销活动和培训服务需求的增长。
- 投行证券布局完成，独特定位满足跨境需求。**2022 年公司完成香港地区牌照布局，获得 1、2、4、6、9 类牌照，并于 2022 年底公司助力香港第五家 SPAC 公司 TechStar 的上市。公司已形成一二级市场联动、扎根国内、立足香港、面向全球的独特市场定位，伴随客户挖掘和服务案例积累，有望打造成为国内企业出海上市的 IPO 服务一大特色品牌，成长为公司新的增长极。
- 优秀的基本面+成长预期，价值显著低估。**选取 A 股公司创业黑马、力合科创、同花顺；港股公司浪潮数字企业、金山软件、汇通达网络；美股公司 36 氦作为公司的可比公司。2023-2025 年，可比公司估值中位数分别为 42.50、24.07、19.09，远远高于公司当前估值倍数，公司的成长属性以及独特市场价值未被充分认识，股价仍处于显著被低估的状态，估值修复和业绩成长空间大。综合考虑港股市场流动性差异，给予公司 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 1.80 港币/股。

### 華升證券研究

陈思聪

[nelsonchan@cfcg.com.hk](mailto:nelsonchan@cfcg.com.hk)

+852 31666842

股票代码	股票简称	股价	EPS (CNY)				PE					
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
300688.SZ	创业黑马	33.01	CNY	-0.50	0.13	0.26	0.47	-	33.51	242.89	125.02	70.48
002243.SZ	力合科创	8.33	CNY	0.34	0.45	0.54	0.65	22.43	18.41	15.45	12.78	
300033.SZ	同花顺	141.28	CNY	3.15	3.34	4.12	5.05	31.35	42.5	34.38	28.17	
0596.HK	浪潮数字企业	2.77	HKD	0.10	0.16	0.30	0.54	30.36	16.67	8.91	4.98	
3888.HK	金山软件	27.20	HKD	-4.44	0.51	0.95	1.27	-5.21	51.27	27.61	20.67	
9878.HK	汇通达网络	29.15	HKD	0.54	0.89	1.14	1.44	66.28	30.79	24.07	19.09	
KRKR.O	36 氦	0.70	USD	0.08	0.01	0.00	0.00	12.64	139.96	19.47	9.95	
	中位数							22.43	42.50	24.07	19.09	
1945.HK	清科创业	1.15	HKD	0.07	0.09	0.10	0.12	16.29	13.01	11.05	9.24	

### 风险提示

新产品市场推广进度不及预期、市场竞争加剧的风险、行业需求不及预期的风险。

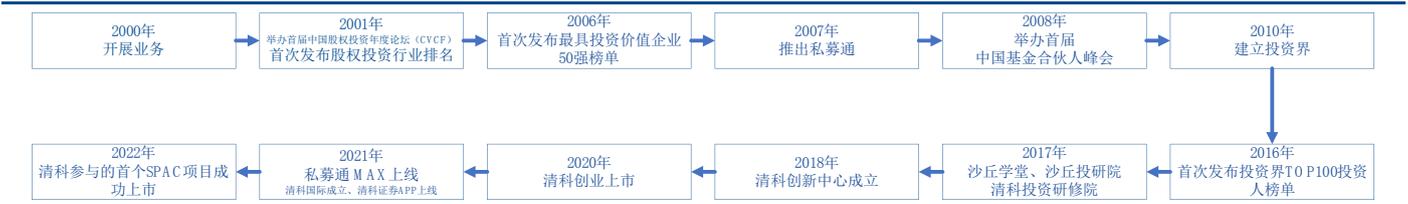
## 一、公司简介：深耕行业二十载，创投服务领军者

### 1.1 品牌为核，创投龙头成长之路

清科集团业务始于 2000 年，拥有清科投资与清科创业两大业务模式，清科投资管理私募股权投资资金超 300 亿元，清科创业专注于为创业和投资领域提供综合股权投资服务。集团以投资平台和服务平台双擎驱动战略布局股权投资市场，“清科”成为最有影响力的创投品牌之一。

2020 年 12 月，清科创业在香港交易所上市，股票代码为 1945.HK。作为中国最大的综合股权投资服务平台，清科创业通过线上线下矩阵式产品和服务，构建了二十年的经验和专业知识，成为中国创业和投资市场的基础设施。

图：公司发展历程主要事件



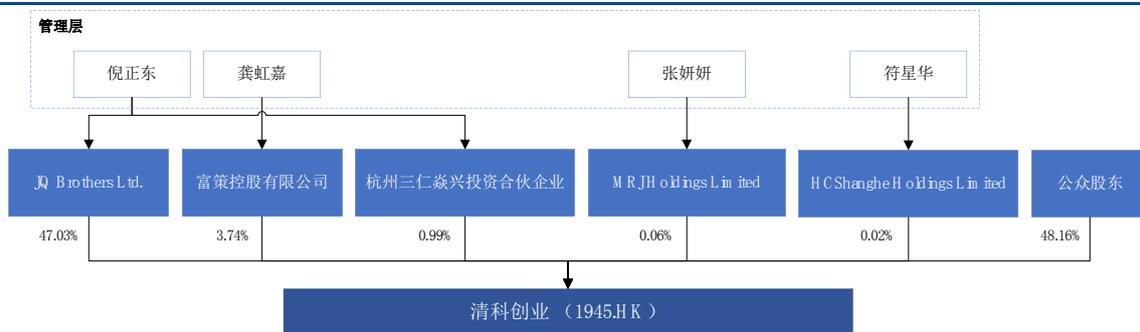
数据来源：公司官网，公司微信公众号

专注创投二十年，持续探索创投服务发展机遇。公司成立之初，从集成创投数据入手，凭借专业的榜单排名和股权论坛赢得了良好声誉，并于 2007 年推出创投数据平台私募通。随着市场需求的增长，公司逐渐扩大了业务范围，开始提供营销、培训、投行证券服务。2020 年公司成功上市，进一步增强了市场地位和品牌影响力。通过人工智能和大数据处理技术赋能，公司于 2021 年重磅推出数据终端升级系统私募通 MAX，有望打造成为中国一级市场的 Bloomberg。

### 1.2 股权结构集中，积极回购彰显长期价值

公司实际控制人、董事长、第一大股东为倪正东先生。清科创业实际控制人为董事长倪正东先生，截至 2023H1，倪正东通过 100%控股 JQ Brothers Ltd、50%控股杭州三仁焱兴投资合伙企业间接持有公司 48.02%的股份。公司核心管理层合计持股 51.84%，股权结构较为稳定和集中。

图：2023H1 公司高管持股情况



资料来源：公司招股书、公司年报

持续回购注销，彰显长期信心。上半年公司累计回购股份 73.48 万股，占公司总股本约 0.24%，成交总金额 196 万元港币。所有回购的 74.38 万股已于 8 月 1 日公告注销，公司已发行股本按其面值减少。近两年公司持续回购，彰显公司对长远业务前景的信心，有利于维护市场价值，提振投资者信心，提高股东回报。

**表：清科创业上半年回购情况**

回购月份	已购回股份数目 (万股)	最高价 (港元)	最低价 (港元)	总回购金额 (万港元)
2023年1月	35.04	3.0	2.8	100.7
2023年2月	25.36	2.9	2.6	69.0
2023年3月	2.92	2.4	2.3	6.8
2023年4月	2.44	2.3	2.2	5.5
2023年5月	0.96	1.8	1.7	1.7
2023年6月	6.76	2.0	1.7	12.3
总计	73.48	/	/	196.0

资料来源：公司公告

### 1.3 产品矩阵多元化，打造全闭环服务

公司拥有四大业务板块，打造多元化产品矩阵。通过数据服务，公司能够提供全面的数据支持，帮助投资机构进行决策和评估。营销服务能够帮助企业进行品牌推广和市场营销，提升知名度和竞争力。投行证券服务则提供专业的投资银行和证券交易支持，帮助投资机构进行融资和投资交易。最后，培训服务能够为创业者和投资人提供专业培训和指导，帮助他们提升专业能力和投资技巧。总之，清科公司通过四大业务板块的有机结合，构建了一个完整的产品矩阵。这种综合性的业务布局使得公司能够充分发挥各个业务板块的协同效应，为投资机构和创业者提供全方位的支持和服务。

**图：四大业务板块产品矩阵**


资料来源：公司网站，公司年报

各业务相互导流、相互赋能，打造服务闭环。四大板块的发展趋势清晰，且相对均衡，有效抵御单一业务布局所带来的市场风险。产品矩阵完整覆盖了投资机构在“募投管退”每一步的需求，始终围绕着创新、创业和创投这一群体。通过独特的生态打法，清科创业不断挖掘整个创投生态链的价值，并构建了以人才、技术、渠道和资金为核心的坚实竞争壁垒。

图：四大业务形成服务闭环



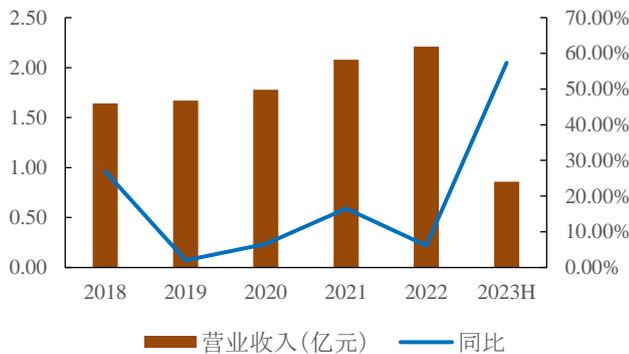
资料来源：公司网站，公司年报

### 1.4 财务表现稳健增长，上半年恢复高增

**营业收入持续增长。**2018-2022年，公司营业收入从1.64亿元增长至2.21亿元，年均复合增速达到7.68%，且公司2020年年底上市之后营收增长速度加快。2022年，由于疫情影响线下业务的开展，公司营收增速有所放缓；今年限制性因素解除后，营销及培训服务在上半年快速反弹，公司整体营收增速高达57.34%。

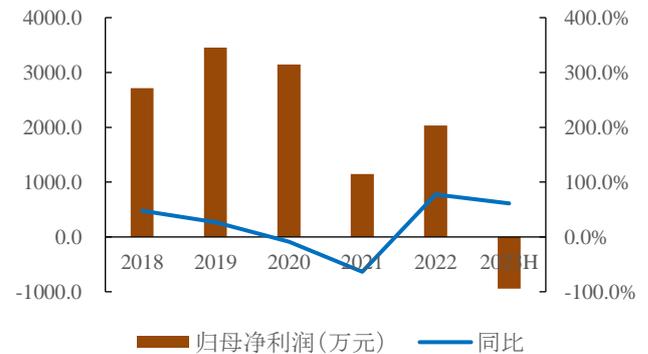
**净利润恢复高增长。**2021年公司对原有产品升级，推出私募通MAX产品，同时筹建新业务投行证券服务，两大业务投入了大量资金，同时公司2021年实行了员工激励行权成本及疫情期间高毛利的线下营销活动受影响，对公司利润造成了影响。2023年，线下活动放开后公司高毛利板块快速恢复，公司利润开始恢复高速增长。

图：公司营收及增速



资料来源：iFinD，公司年报

图：公司归母净利润及其增速



资料来源：iFinD，公司年报

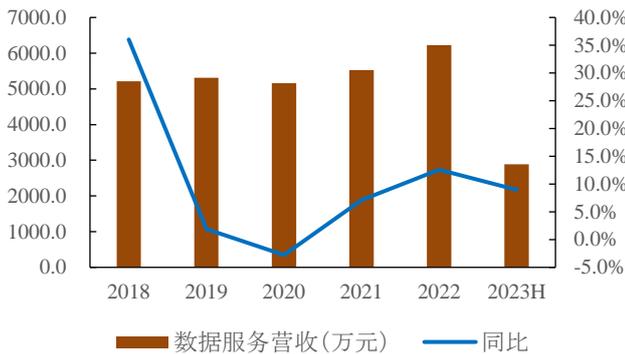
分业务看，四大业务中：

**数据服务“基石”属性强，业务增长稳定。**公司利用丰富的数据资源以及强大的数据收集、分析及研究能力，通过私募通和研究报告服务，为客户提供便捷且易于操作的行业数据获取途径及实现知情决策。数据服务下游客户包括投资人、创业者、成长型企业及政府机构等创投行业各参与方。上半年，公司私募通及私募通MAX注册用户数量已经累至超过33.72万名，同时上半年公司为近百家客户编制了定制报告，数据服务业务保持持续增长势头。

**营销服务如期快速修复。**营销服务是公司发掘成熟的增值服务业务，线上线下业务成熟稳定，疫情期间公司营销服务收入受线下活动无法开展的影响，

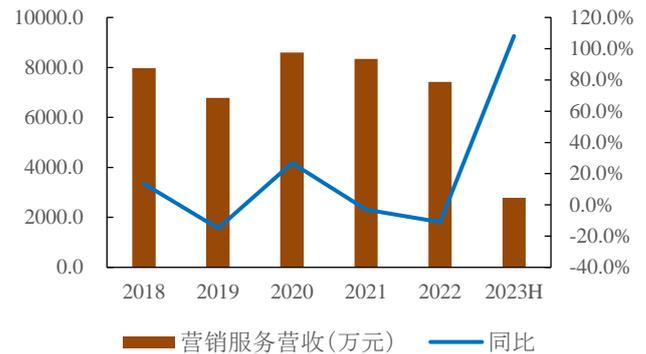
增长受阻。随着阻碍因素的解除，被压抑的线下活动需求及营销需求得到释放，公司业务展示出极强的弹性。

图：数据服务营收及增速



资料来源：iFinD，公司年报

图：营销服务营收及增速



资料来源：iFinD，公司年报

**投行证券服务，业务布局完成，静待深耕出硕果。**公司投行证券服务包含一级领域项目工场的营收及新兴投行业务营收，前者营收规模稳定，后者团队于公司上市后组建完成。2022年，公司发起的SPAC项目TechStar成功登陆香港联交所主板，为投行业务贡献较大营收。公司投行证券服务拥有立足香港、面向全球、一级市场联动的差异化定位，后期成长空间广阔。

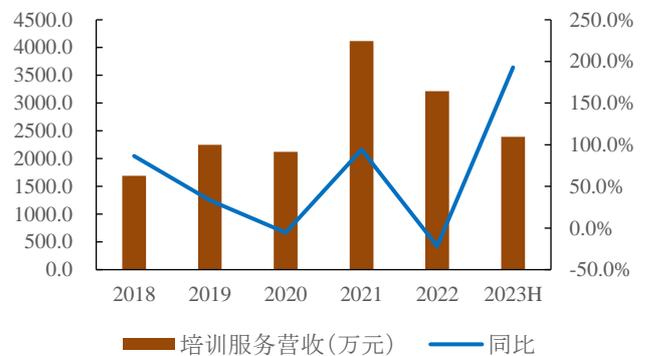
**培训业务高速增长。**依托公司行业资源及行研经验积累，公司培训业务逐渐发展成熟，具有较高业务壁垒。同时，公司也积极创新培训形式，如2021年，公司培训服务通过沙丘投研院、沙丘学堂、清科投资研修院等培训课程，推出了多场线上培训活动实现了高速增长。2023年上半年，线下活动限制解除，公司培训服务增速达192.81%。

图：投行证券服务营收及增速



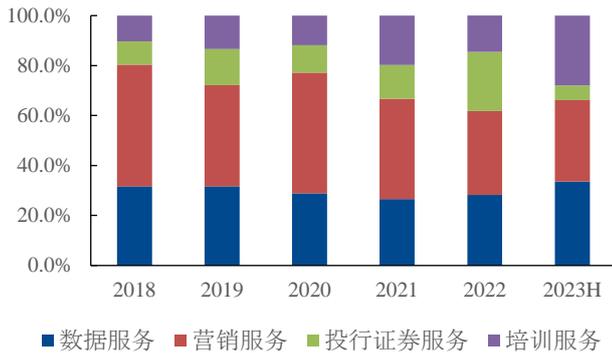
资料来源：iFinD，公司年报

图：培训服务营收及增速

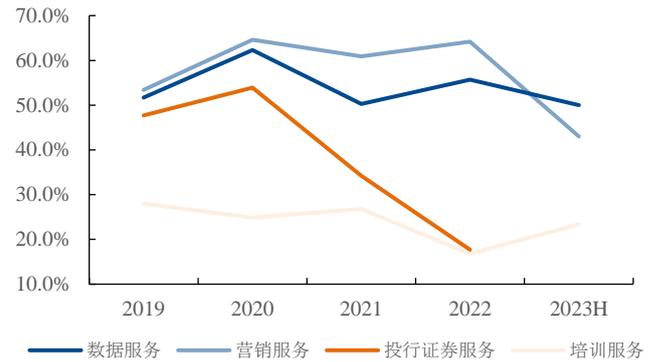


资料来源：iFinD，公司年报

**高毛利业务营收占比超过6成，公司盈利能力稳固。**公司四块业务协同发力，其中数据服务营收与公司整体增速相当，占比稳定；同时，营销服务和培训服务在今年快速反弹，今年占比有望提升。数据服务和营销服务是公司的高毛利业务，数据服务毛利率超过50%，而营销服务毛利率则超过60%，两大业务收入稳定占公司总营收6成以上，有利支撑了公司的整体毛利率。2022年，数据服务及营销服务业务贡献了84.94%的毛利，是公司持续拓展多元化业务的坚强后盾。

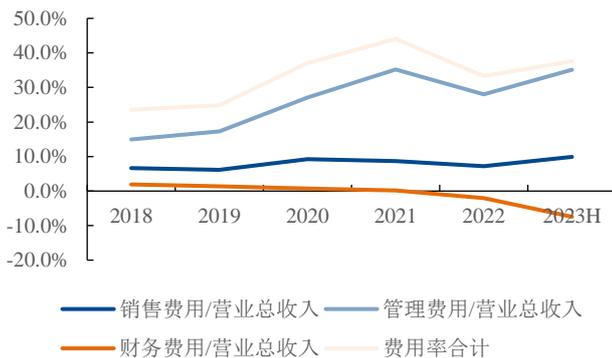
**图：公司分业务营收结构**


资料来源：iFinD, 公司年报

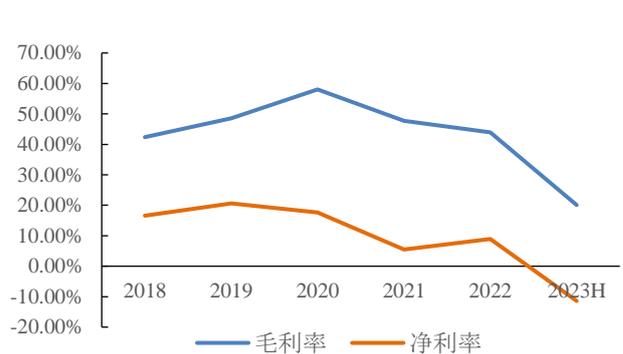
**图：公司分业务毛利率**


资料来源：iFinD, 公司年报

**费用率总体稳定，看好未来盈利能力回升。**公司期间费用占比中，财务费用随着生产经营成本下降资产结构调优逐渐降低，目前公司财务费用占比已降为负；销售费用保持稳定，销售扩张中的成本控制能力强；管理费用则随着上市费用开支、管理层激励费用增加以及扩张投行证券服务业务前期费用带来的成本上升有所上涨，但整体仍处于范围。公司毛利率方面，由于营销服务受疫情影响占比有所降低，毛利率略有下滑，随着业务全面恢复未来盈利能力回升潜力较大。

**图：公司费用占总营收比率**


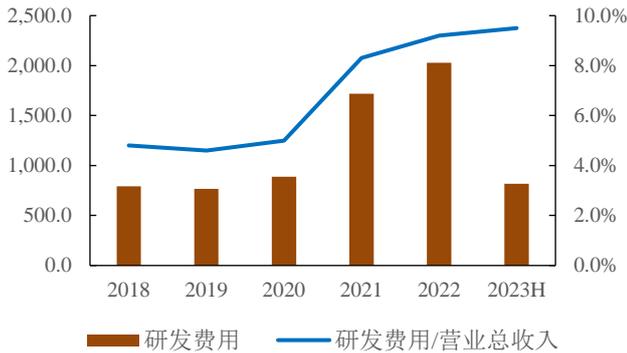
资料来源：iFinD, 公司年报

**图：公司毛利率及净利率**


资料来源：iFinD, 公司年报

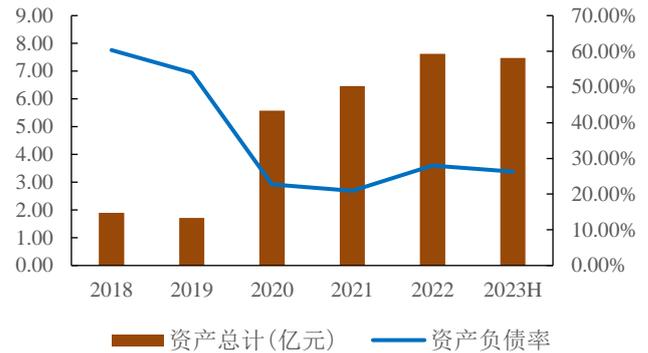
**研发费用占比提升，紧跟 AIGC 创新浪潮。**上市以后，公司加大创新和发展力度，坚持大数据是公司的核心驱动力。当前，公司加大研发投入，对私募通 MAX 进行进一步升级，将引入人工智能生成内容 (AIGC)，打造人工智能科技的新型 AI 数据库，并聚焦行业 and 客户需求推出不同产品版本，为客户创造更多商业价值。从占比来看，公司近几年研发收入占总营收收入不断上涨，从上市前的 5% 左右上涨至 2022 年的 9.2%，稳定的研发投入有助于公司形成更高的技术壁垒。此外，公司上市之后资产负债率大幅降低，且保持稳定，资产结构健康，2020-2022 年期间总资产规模保持了稳定增长态势。

图：公司研发费用及占总营收比例



资料来源：iFinD, 公司年报

图：公司总资产及资产负债率



资料来源：iFinD, 公司年报

## 2 行业情况：法规完善政策鼓励，市场筑底反弹蓄势

### 2.1 政策支持创投行业，法规体系不断完善

**创新创业得到政策层面持续支持。**中国政府将创新作为国家发展的核心驱动力，并于十八大正式提出了创新驱动发展战略，政府充分鼓励企业加大研发投入，推动科技创新和技术进步，提高产业链的附加值和核心竞争力，并出台了有一系列政策和措施，包括创业创新基金、支持创业孵化器、鼓励投资创业企业等。政府鼓励和支持创业者和创新企业，提供资金、税收、人才等多方面的支持。此外，持续加强知识产权保护，推动科技成果转化和产业化。在金融支持和资本市场改革方面，先后设立科创板、北交所等，为科创企业提供了更为便利和灵活的融资渠道，加快科技创新的发展，增强了资本市场的活力。

表：近几年国家层面关于支持创业创新的政策梳理

政策名称	推出时间	政策主要内容
《国务院关于促进大众创业万众创新若干政策措施的通知》	2015	提出了包括设立创业创新基金、支持创业孵化器、鼓励投资创业企业等一系列的支持措施
《国务院关于加快推进大众创业万众创新若干政策措施的通知》	2016	进一步加强对创投领域的支持，提出了一系列的创业创新基金、科技金融、税收优惠、人才引进等政策
《国务院关于促进创业投资健康发展的若干意见》	2017	提出了包括设立创业投资引导基金、鼓励社会资本投资创业企业等创投支持措施
《中共中央国务院关于全面深化改革加强科技创新若干意见》	2018	提出了包括设立科技创新创业基金、加强知识产权保护等创新创业支持措施
《国务院关于进一步激发市场主体活力的若干意见》	2019	提出了包括鼓励金融机构加大对小微企业和科技创新企业的信贷支持、加强知识产权保护等创新创业支持措施
《国务院关于促进科技创新中小企业高质量发展的若干政策措施》	2020	提出了包括设立科技创新中小企业发展专项资金、加强创新创业人才培养等支持措施

资料来源：公开资料, DragonRider

**法律法规不断完善，支持创投发展决心强。**国内私募基金法律法规体系也逐渐完善，2023年5月，基金业协会《私募投资基金登记备案办法》发布，对私募管理人登记、基金产品备案的要求作了具体规定，指出了基金管理人登记和基金备案的方式、流程、时间、基本要求、自律管理措施，以及基金月报、季报、年报、重大事项报告，管理人审计报告、重大事项变更等；7月，

国务院发正式发布并于9月开始施行《私募投资基金监督管理条例》，对创业投资基金作出特别规定：国家对创业投资基金给予政策支持，鼓励和引导其投资成长性、创新性创业企业，加强监督管理政策和发展政策的协同配合，明确创业投资基金应当符合的条件，对创业投资基金实施区别于其他私募投资基金的差异化监督管理和自律管理。管理条例是行业首部“行政法规”，填补了行业监管的立法空白，使得我国私募基金行业形成了具有法律、行政法规、部门规章、行业自律规则在内的一套较为完整、多层次的监督管理体系。

图：私募基金行业法律法规体系



资料来源：2023 上半年中国股权投资市场研究报告

## 2.2 创投行业寒冬见底，国资基金活跃成为大趋势

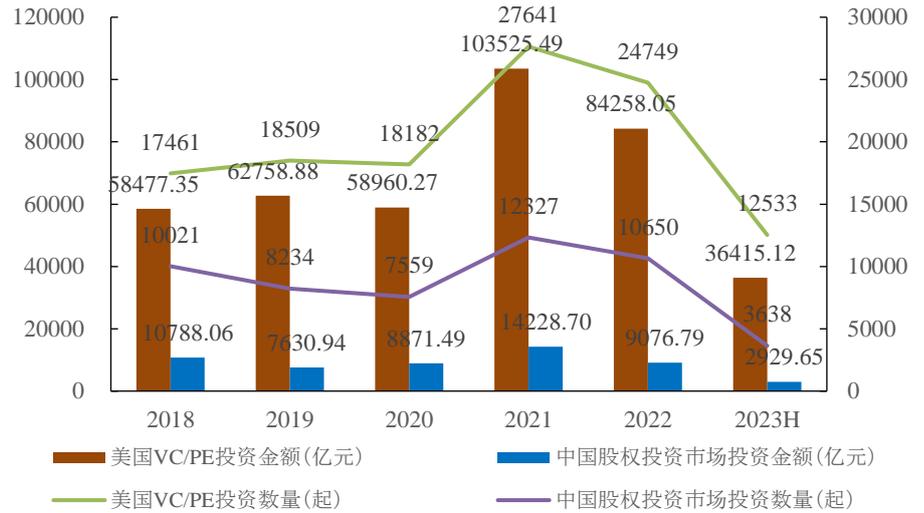
行业寒气继续环比有所上升，创投业有望随经济同步恢复。上半年，全球股权投资市场延续了下行态势，美国、中国募集资金金额分别同比下降 37.4%、23.5%，国内股权投资市场募集资金金额降至 7341.45 亿元；投资金额分别下降 29.1%、42.0%，中国市场投资金额 2929.65 亿元。IT 桔子数据显示，2023 年 Q3 国内投融资事件数 1158 起，环比基本持平 Q2；估算投资总额约 1664.7 亿元，环比增长 8 个百分点，环比出现了一定上升，我们判断未来创投行业景气度有望随着宏观经济的修复以及 IPO 的企稳持续提升。

图：中美股权投资市场募集资金变化



资料来源：Pitchbook, 私募通 MAX

图：中美股权投资市场投资金额及数量变化



资料来源：Pitchbook，私募通 MAX

行业整治的大背景下，备案数量稳定质量优化。近几年，我国备案的基金数量整体呈现上升趋势，意味着在政策支持力度持续加强的当下，创新创业的项目投资需求较为坚挺，投资人的信心较强。今年以来，对私募行业的“扶优限劣”行动呈现出升级态势，行业合规运作要求提高，行业清理的步伐加快，私募基金结构迎来进一步优化。在此前提下，行业新增备案数量仍保持相对稳定，共有 3949 只股权投资类基金完成备案，仅小幅下滑 2.2%。

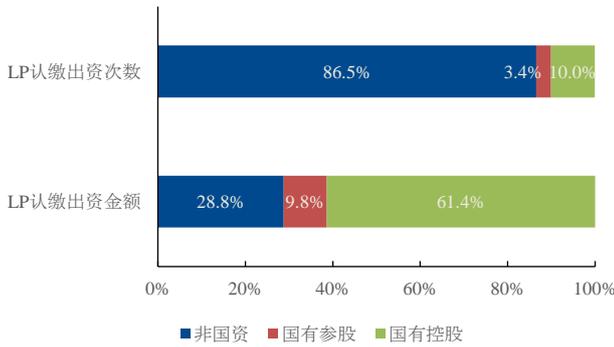
图：中基协备案正在运作的股权投资基金分布情况（按备案时间，只）



资料来源：中国证券投资基金业协会

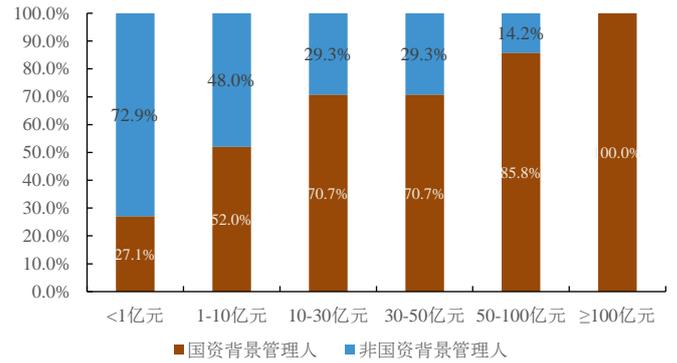
国资出资比例高，管理规模大，已成为当下市场的主要力量。政府机构、政府出资平台、央国企、政府引导基金为代表的国资背景 LP 是当前募资市场的重要支撑，上半年国有控股和国有参股 LP 出资金额达到 71.2%；同时募集资金的规模与国资属性也呈现出正向关系，非国资背景的管理人主要在小于 1 亿的基金中占比较高，在 10 亿以上的基金中，国资背景管理人占比超过 70%。

图：2023 上半年新募人民币基金 LP 分布



资料来源：中国证券投资基金业协会

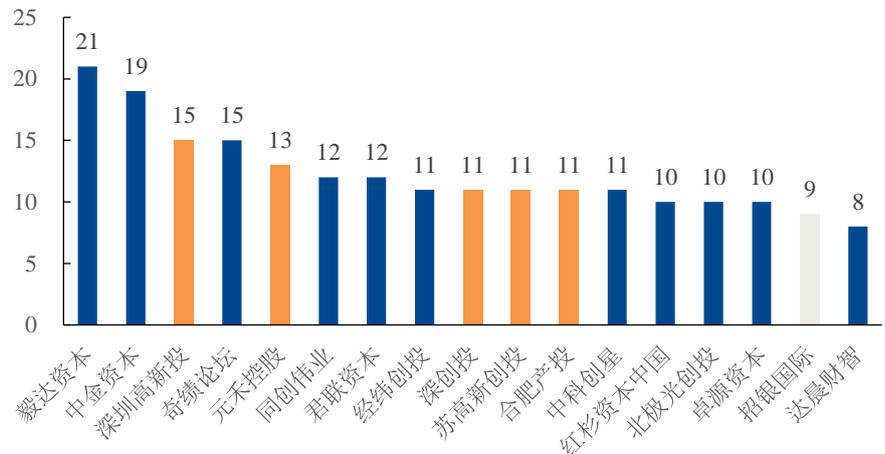
图：2023 上半年人民币基金管理人分布



资料来源：中国证券投资基金业协会

**第三季度国资引导基金强势活跃。**由于国内投资环境的变化，传统活跃的海外创投基金以及科技企业 CVC 今年以来表现相对沉寂，国资引导基金直投活跃。第三季度深圳高新投、深创投、苏高新创投、元禾控股、合肥产投这 5 家地方国资背景机构投资活跃度位居前列，国内新经济创投主导力量正在发生转变，本土创投机构、人民币基金处于强势地位。对于创投服务企业来说，能够吸引国资的关注有望直接受益。

图：2023Q3 最活跃的一级市场投资机构 TOP20



资料来源：IT 桔子

### 3 公司优势：数据壁垒稳固的全方位创投服务龙头，业务多元布局稳步提高盈利能力

#### 3.1 深耕行业二十年，“清科”品牌影响力逐步扩大

公司创始人倪正东是中国创投行业的重要参与者和推动者。倪正东曾当选胡润百富“2016 中国产业领袖”，目前担任中国证券投资基金业协会私募基金创投委员会委员、中国天使联席会秘书长、国家科技成果转化引导基金理事、北京基金业协会轮值主席、清华企业家协会主席、北京常德商会会长、湖南总商会副会长、湖南省政协委员。个人直接投资的公司超 300 家，多家已上市，在创投行业具备较强的个人影响力。

图：创始人、董事长倪正东在创投行业具备较强个人影响力

2016年，当选胡润百富“2016中国产业领袖”	参与直接投资的公司超300家
目前担任：	其中已经上市：
中国证券基金业协会私募基金创投委员会委员	爱康国宾 奇虎360
中国天使联席会秘书长	三夫户外 中曼石油
国家科技成果转化引导基金理事	融360 尚德机构
北京基金业协会轮值主席	复宏汉霖 博纳影业
清华企业家协会主席	泛生子生物 嘉和美康
北京常德商会会长	
湖南总商会副会长	
湖南省政协委员	

资料来源：公开资料

举办丰富多彩的投资盛会，打造创投社交的“靓丽名片”。清科创业创立之初，公司就举办了第一届创业投资年度论坛（CVCF），充分展现出公司调度行业资源、云集知名机构和业内大咖、打造行业名片的实力。近年来，清科不断完善峰会品牌，形成了如中国基金合伙人峰会、全球创投峰会、投资界百人论坛等一系列不同主题、不同特色风格的线下活动。为创业者、投资人、商业领袖、行业专家乃至政策制定者带来了多方互动及合作的机会，同时也进一步强化了公司在行业中的基础设施地位，扩大了自身的品牌影响力。

图：清科创业峰会品牌



资料来源：公司网站

通过发布行业排名，树立创投榜单“权威标杆”。清科创业自2001年起开始发布中国股权投资年度排名，透过这一动作也奠定了其在行业中极高的声望，尤其是经年累月下来，其排行榜客观性、真实性、权威性不断得到验证和业界认可，榜单价值也越来越大，甚至对行业健康发展起到了重要指导意义。对于清科创业自身而言，榜单也成了公司品牌宣传的活招牌，树立了行业标杆地位，并构筑了一道无形的竞争壁垒。

图：清科旗下主要排名榜单



资料来源：公司网站，公司年报

引领行业资源整合，积累庞大“客户网络”。清科创业搭建了完善的产品体系，通过数据服务、营销服务、培训服务、投行证券服务触及庞大的创投相关群体及泛金融人群，包括LP、政府机构、VC/PE投资机构、企业、银行、园区、高校等。清科依托庞大的数据资源及多年积累的创业与投资领域的综合服务经验，深度挖掘客户需求，为不同客户群体带来更具针对性的服务，同时不断强化自身品牌的认知度和影响力。

图：清科部分合作客户



资料来源：公司网站

### 3.2 大数据+AI + SaaS，持续提升数字化能力

**SaaS 推动服务全面升级，重磅发布私募通 MAX。** 私募通 MAX (<https://max.pedata.cn>) 是清科创业旗下专注于国内私募股权投资领域专业 SaaS 系统，依托清科庞大的数据库资源及多年来创业与投资的综合服务能力，秉持“数据重塑认知、智能优化决策”的产品价值主张，在人工智能和大数据处理技术赋能下，运用深度学习和自然语言处理等技术，集私募股权投资行业的多维度数据于一体，为政府机构、PE/VC 投资机构、研究咨询机构、企业、投资人、创投从业者等多种类型用户提供及时、准确、完整的专业服务。

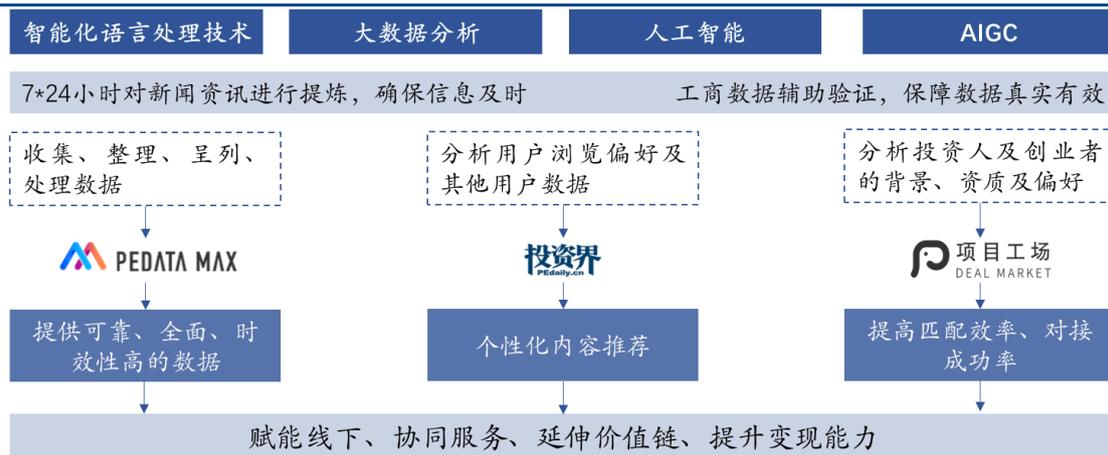
图：私募通 MAX 部分功能展示



资料来源：私募通 MAX 网站

以数据驱动为核心，持续强化产品能力。清科创业高度重视创新技术对业务的赋能，公司积极投入布局人工智能，持续扩充及加强在线服务产品的功能。例如，通过大数据分析、智能化语言处理技术，私募通 MAX 以最优的效率实现数据收集、整理及呈列的可靠性及全面性；投资界分析用户浏览偏好及其他用户数据，并作出内容推荐；而项目工场则分析投资人及创业者的背景、资质及偏好，并因此作出推荐，从而提高成功对接的可能性。凭借通过清科创业的在线平台积累的品牌认可度及用户流量，提供协同化的线下服务，以有效延伸价值链并提升变现能力。

图：公司 AI 应用举例



资料来源：公司年报

AIGC 引入私募通 MAX，持续升级迭代。私募通 MAX 破除传统股权投资信息获取资源匮乏、低效片面、用户体验差等诟病，实现股权投资数据信息服务的数字化，推动服务的数字化转型升级，从而满足用户“省时高效”、“资讯及时全面”等核心诉求，荣获「2022 年度数字解决方案奖」。作为打造股权投资数据场景开放生态的有机组成部分，私募通 MAX 系统自上线以来持续吸收使用反馈，不断迭代更新。目前清科正着力将人工智能生成内容（AIGC）引入

现有产品，打造人工智能科技的新型 AI 数据库。

图：STIF 科创节暨数字服务大会颁发的「2022 年度数字解决方案奖」



资料来源：公开资料

### 3.3 全面赋能人+项目+数据，形成独特创投生态圈

公司专注服务创投每一程，为人、项目、数据全面赋能。创投的本质是为合适的项目找到匹配的投资人，由点及线、由线及网，清科在其中起着桥梁作用，并打造完整的创投服务生态圈。

**搭建交流学习平台，提供全面的培训服务，实现人的赋能。**沙丘学堂为新人入职 VC/PE 行业快速打造入行敲门砖；清科沙丘投研院立志成为中国投资界的黄埔军校；清科投资研修院致力于为中国产业金融和股权投资行业的精英人才提供专业、务实、前沿的培训交流平台；清科创业研究院致力于为政府、园区、企业提供定制培训及其他专业实战派的创投服务。四大培训平台定位清晰明确，全方位覆盖各个阶段，支持创投人才进阶提高。凭借多年的积累，清科创业的培训服务汇聚了百余位一线投资大咖担任导师，讲授实战、真实的股权投资课程，受到了企业家、高成长企业创始人、公司股东/高管、投资人、高净值个人、家族继承人等的广泛认可。

图：清科创业培训服务



开学暨毕业合影



熊晓鸽导师授课



学员上课



知名企业参访



海外游学



李开复导师与学员共进晚餐



阎焱导师与学员交流



沙丘年度酒会

资料来源：公司年报

**通过营销服务和投行证券服务，帮助项目从 0 走**

**向 IPO，实现项目赋能。**从营销服务来看，线上创业与投资资讯平台投资界在第三方平台累计订阅用户数超 300 万，具有强大的行业影响力与传播力。投资界致力于通过各类形式的内容推动股权投资行业发展，发掘更多科技创新型公司价值，实现项目快速推广。此外，通过线下举办各类行业盛会和排名活动，为项目提供自由交流和匹配的理想场所。从投行证券服务来看，项目工场以创投行业的大数据为驱动，为投资人提供项目资源，为高成长企业提供融资通道，赋能项目对接撮合，加快融资进度和效率。清科投行提供咨询及上市保荐、股权融资类财务顾问等一站式金融服务，助力项目一路走到 IPO。

图：投行证券服务介绍

清科资本	清科国际	项目工场	清科证券
			
协助企业及投资机构完成多笔私募融资、并购、上市、PIPE及退市等交易，涉及企业发展各阶段。	海外投行机构，立足香港、面向全球，开展跨境及境外地的投资银行、证券交易、资产管理、结构性融资等业务。	是覆盖全网络的投融资信息对接的互联网产品，旨在为投资人提供项目资源，为高成长企业提供融资通道。	为广大投资者提供便捷的港股实时行情、在线交易、港股IPO、财经资讯等服务。

资料来源：公司官网，公司年报

图：投行证券服务部分服务案例



资料来源：公司官网，公司年报

**通过深入挖掘数据价值、构建数据生态并不断迭代产品，实现数据赋能。**二十多年专注于创投行业服务，清科积累了大量的数据，打造了先发优势。数据的高质量、大规模和多样化，构建了清科的护城河。目前，数据集成 SaaS 系统私募通 MAX 持续迭代升级，利用数据链接创投的各个参与方和各个环节，为众多的有限合伙人、政府机构、VC/PE 投资机构、战略投资者，以及律师事务所、会计师事务所提供专业综合的信息数据与研究服务，2023 上半年注册用户数合计超过 33 万。

**3.4 扩大服务范围，探索新兴业务模式**

**布局全国覆盖，扩大服务辐射半径。**清科创业已在北京、上海、深圳、重庆、天津、香港、浙江、江苏、广东、山东、湖南、湖北、陕西、海南等地设立子公司，目前主要业务集中在华北、华东地区，未来公司将加强华南建设，

深入华中和西部区域，特别要加大大湾区业务打造，加强深圳香港落地。清科创业积极主动扩大服务半径，提升服务能力和质量，发掘更多的创投服务市场的潜力。

图：清科子公司布局省份



资料来源：公开资料

**加强政府合作，探索更多落地服务模式。**清科创业高度重视政府关系的维护，协助各地政府做好招商引资、基金管理的工作。今年8月，清科旗下首个创新产业园苏州清科创新中心正式揭牌。苏州清科创新中心以促进城市产融发展为核心，助力苏州打造创投机构与科创企业特色集聚地，优化城市产业结构、构筑城市高质量创投生态体系，标志着清科开启了产融服务建设的新阶段。未来，清科将持续提升服务的深度和广度，以苏州清科创新中心为开端，打造资本助力科创发展的标杆性运作体系。

图：苏州清科创新中心揭牌仪式



资料来源：公开资料

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 关键假设及业绩测算模型

与预测相关的关键假设：

- 1) 行业受益于疫情管控因素的解除，公司营销服务以及培训服务实现快速恢复，下半年延续修复态势；
- 2) 数据服务业务稳健发展，并随着多版本产品的推出以及AIGC引入带来的产品升级，未来产品渗透率得到提升，带动业务加速发展；同时，定制报告等服务也将受益于宏观经济的恢复保持持续同步增长；
- 3) 公司投行证券业务中，项目工场的规模增长随市场保持相对稳健增长，二级市场服务持续开拓尚需一定时间，业务整体增速保持平稳；
- 4) 营销服务以及培训服务得以快速恢复，其中培训服务受益于市场需求拓展能保持更快的成长。

表：盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	178.47	207.89	220.63	283.07	349.61	424.00
销售成本（百万元）	74.89	108.77	123.64	167.62	214.46	265.88
毛利（百万元）	103.58	99.12	96.99	115.45	135.16	158.13
其他收入（百万元）	3.26	14.19	7.73	8.49	10.49	12.72
销售费用（百万元）	16.50	17.97	15.96	23.63	27.24	32.18
管理费用（百万元）	48.37	73.19	61.85	84.92	101.39	118.72
财务费用（百万元）	1.25	0.39	-4.47	-5.75	-7.10	-8.61
其他支出（百万元）	-1.04	-4.21	-7.85	-12.74	-15.73	-19.08
经营溢利（百万元）	39.67	17.56	23.52	33.87	39.84	47.63
应占联营公司溢利（百万元）	-0.54	0.50	0.17	0.71	0.87	1.06
税前利润（百万元）	39.13	18.05	23.70	34.58	40.72	48.69
所得税（百万元）	7.68	6.59	4.06	6.92	8.14	9.74
归母净利润（百万元）	31.45	11.47	19.63	26.84	31.60	37.79

资料来源：iFind

### 4.2 估值比较

选取A股公司创业黑马（科创服务，包括企业融资、宣传推广、战略咨询等，拥有线上服务的SaaS平台）、力合科创（科创服务+新材料双主业发展模式，科创服务包含基础孵化、体系推广、园区载体三大业务）、同花顺（金融数据终端 iFinD、二级市场金融服务、AIGC）；港股公司浪潮数字企业（企业云转型、软件开发、云服务）、金山软件（SaaS、AI 办公、游戏）、汇通达网络（B2B 电商零售、数字化建设）；美股公司 36 氪（新经济内容平台、营销服务）作为公司的可比公司。

2023-2025 年，可比公司估值中位数分别为 42.50、24.07、19.09，远远高于公司当前估值倍数，公司的成长属性以及独特市场价值未被充分认识，股价仍处于显著被低估的状态，估值修复和业绩成长空间大。综合考虑港股市场流动性差异，给予公司 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 1.80 港币/股。

表：估值比较

股票代码	股票简称	股价		EPS (CNY)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300688.SZ	创业黑马	33.01	CNY	-0.50	0.13	0.26	0.47	-33.51	242.89	125.02	70.48
002243.SZ	力合科创	8.33	CNY	0.34	0.45	0.54	0.65	22.43	18.41	15.45	12.78
300033.SZ	同花顺	141.28	CNY	3.15	3.34	4.12	5.05	31.35	42.5	34.38	28.17
0596.HK	浪潮数字企业	2.77	HKD	0.10	0.16	0.30	0.54	30.36	16.67	8.91	4.98
3888.HK	金山软件	27.20	HKD	-4.44	0.51	0.95	1.27	-5.21	51.27	27.61	20.67
9878.HK	汇通达网络	29.15	HKD	0.54	0.89	1.14	1.44	66.28	30.79	24.07	19.09
KRKR.O	36氪	0.70	USD	0.08	0.01	0.00	0.00	12.64	139.96	19.47	9.95
中位数								22.43	42.50	24.07	19.09
1945.HK	清科创业	1.15	HKD	0.07	0.09	0.10	0.12	16.29	13.01	11.05	9.24

资料来源：iFinD，2023年11月24日

## 華升證券研究

華升證券为中国首控集团有限公司（香港上市编号 01269.HK，下称“首控集团”）旗下的全资附属子公司。華升證券凭借着母公司的资源和优势，致力推动中国投资者和企业完善境外投资及融资渠道，及协助境外投资者参与中国资本市场。華升證券研究作为華升證券的研究部门，主要从事香港市场股票研究，并专注于覆盖教育行业上市公司，团队专注基本面研究，挖掘被低估的投资机会并为客户提供多种研究产品。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 免责声明

本文纯粹为提供数据而编写，并未经过任何司法管辖区的任何监管机构审阅。本文所载数据可随时更改，而无须事前另行通知。華升證券有限公司谨慎地编写本文，然而華升證券及其关联公司、其董事或雇员「相关方」并不就本文所载之声明、数据、数据及内容的准确性、及时性和完整性做出任何明示或隐含之声明或保证。本文亦不构成所涉及的任何买卖或交易之要约。阁下应进行独立的评估及适当的研究，以对内容加以参考取舍。因此，如任何因信赖或参考本文章内容所导致的损失，相关方将不会对您或任何第三方承担任何及所有直接或间接因此而产生的责任。

## 风险披露

金融产品价格可能会波动，任何个别金融产品的价格可升亦可跌，甚至在某些情况下可变成毫无价值。买卖金融产品存有潜在风险，所以未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。在法律许可的情况下，華升證券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，因此，投资者应当考虑到華升證券及/或其相关人员或公司可能存在影响本报告观点的潜在利益冲突。

本文所刊载的商标、标识及服务商标乃本文所有内容的版权均属于本公司拥有，阁下在未取得本公司书面同意前不得更改、复制、发放、刊登或下载，或用于商业或公众用途。