

创业黑马 (300688)

加速中小企业成长, AI 赋能有望拓展企业服务空间

买入 (首次)

2024 年 05 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 晋晨曦

执业证书: S0600122090072
jincx@dwzq.com.cn

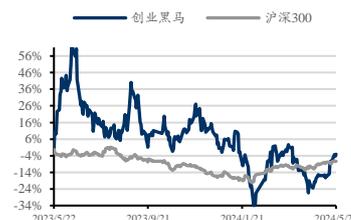
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	347.12	271.04	425.00	531.17	673.01
同比 (%)	2.13	(21.92)	56.80	24.98	26.70
归母净利润 (百万元)	(83.31)	9.66	55.25	88.42	132.55
同比 (%)	(829.20)	111.60	471.73	60.03	49.92
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.50)	0.06	0.33	0.53	0.79
P/E (现价&最新摊薄)	(52.72)	454.48	79.49	49.67	33.13

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **赋能中小企业成长, 产业资源丰富。**创业黑马主要为中小企业提供服务, 主营业务包括培训业务、企业服务及 AIGC 服务。自 2008 年成立以来, 公司以中小企业创始人培训为起点, 积累中小企业资源, 并基于此拓展企服业务。当前, 公司已积累了超过 15 万家中小企业客户以及众多投资机构、科研院校、产业龙头等有关合作机构, 与全国 30 余座城市开展合作。
- **主动收缩低毛利项目, 业绩将迎来拐点。**2023 年, 公司实现营业收入 2.7 亿元, 同比下降 21.9%。公司主动收缩毛利较低的财税业务, 盈利迎来拐点, 23 年归母净利润实现 966.4 万元, 同比扭亏为盈。公司培训业务和企服业务稳步增长, 并持续推进 AI 化升级; 截至 24Q1, 公司签约订单达 2.3 亿元, 同比增长 10% 以上, 发展态势良好。
- **中小企业数量庞大, AI 助力下企服空间有望拓展。**基于我国规模庞大的中小企业主体, 企业服务具备较大市场。在 AI 产业发展下, 培训及企业服务市场迎来新机遇: 1) 企业培训市场方面, 根据腾讯洞察, 2023 年企业培训市场达 9000 亿元。在 AI 模型能力及应用持续推进的过程中, AI 人才需求应运而生; 仅以 AI 技术培训来看, 以传统 IT 培训市场为参考, 2022 年该市场规模约为 680 亿元, AI 技术培训潜在空间有望达千亿级。2) 科创服务方面, 垂类模型可助力材料自动撰写, 缩短科技项目申报时间, 提高效率; 科创服务机构产能有望得到显著提升。
- **以 AI 为切入点, G 端拓客+B/C 端增厚服务, 业绩增量可期。**2024 年 1 月, 公司自研的 To B 科创大模型和 To G 政企大模型获得华为云、昇腾等技术认证, 有望带来业绩增量: 1) G 端: 通过集成服务于华为赋能云, 以及为中小企业数字化转型试点城市提供服务平台建设运营与全套数字化服务, 助力中小企业数字化转型工作; 基于服务平台, 公司中小企业客户覆盖有望得到拓展。2) B 端: 通过科创垂直行业大模型黑马天启, 公司深度服务同行企业及中小企业, 提升科创服务效率及产能, 公司市占率有望得到提升; 此外, 公司将基于中小企业需求提供垂类模型+服务业务, 增厚企服服务。3) C 端: 基于原有培训业务, 公司升级培训资源, 开拓 AI 培训新方向, 将贡献增量。
- **盈利预测与投资评级:** 创业黑马积极跟进 AI 浪潮, 加速中小企业 AI 化进程; 同时, 公司积极收缩原有毛利较低业务, 业绩有望迎来拐点。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.6/0.9/1.3 亿元, 对应当前股价 PE 为 79/50/33 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** AI 发展不及预期, 客户拓展不及预期, 市场竞争风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.24
一年最低/最高价	16.43/46.00
市净率(倍)	8.20
流通 A 股市值(百万元)	3,723.32
总市值(百万元)	4,392.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.20
资产负债率(%LF)	26.91
总股本(百万股)	167.38
流通 A 股(百万股)	141.89

内容目录

1. 助力中小企业成长，业绩迎来拐点	4
1.1. 公司创始人产业资源丰富，业务聚焦中小企业发展.....	4
1.2. 业绩扭亏为盈，AI 相关业务增长可期	5
2. 中小企业服务市场具潜力，AI 赋能有望拓展服务空间.....	7
2.1. 企业服务—潜在服务主体数多，各细分赛道均有较大市场.....	7
2.2. AI 产业发展下，企业服务市场将迎来新机遇.....	9
2.2.1. 企业培训市场：AI 模型能力及应用落地催生人才需求，AI 培训具想象空间	9
2.2.2. 科创服务市场：AI 垂类模型将赋能咨询服务，提升服务效率	10
3. 助力中小企业数字化转型，G 端业务有望扩大公司客户池.....	12
4. 以 AI 为切入点，增厚 B/C 端服务	14
4.1. To C：基于原有客户基础，开拓 AI 培训新方向.....	15
4.2. To B：通过垂类大模型深度服务中小企业，将带来业绩增量	16
4.2.1. B 端科创大模型：AI 赋能下，科创服务产能提升有望推动市占率提升.....	16
4.2.2. B 端垂类模型服务：基于存量客户，渗透垂类模型产品.....	18
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	20

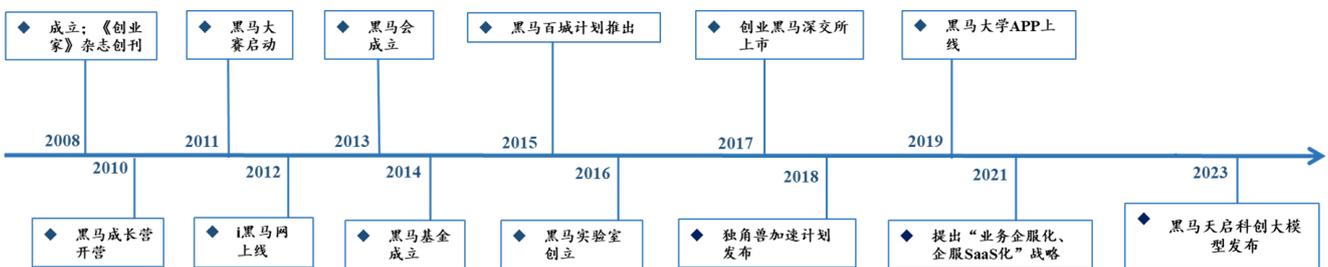
图表目录

图 1:	创业黑马发展历程.....	4
图 2:	公司营业收入及增速.....	6
图 3:	公司归母净利润及增速.....	6
图 4:	公司营收构成 (亿元).....	6
图 5:	公司毛利率及净利率情况.....	7
图 6:	公司费用率情况.....	7
图 7:	2017-2023 年全国市场主体及企业主体数量.....	7
图 8:	2018-2022 年中国中小微企业数量.....	7
图 9:	2016-2025 年中国企业培训行业市场规模.....	8
图 10:	2015-2022 年知识产权服务行业规模及增速.....	8
图 11:	2015-2022 年知识产权服务行业从业人员及增速.....	8
图 12:	企业应用 AI 的主要目的.....	9
图 13:	企业应用 AI 时的主要问题.....	9
图 14:	2023 年 1-8 月 AI 人才供需比.....	10
图 15:	传统 IT 技能培训市场规模 (亿元).....	10
图 16:	天启大模型赋能科创服务行业.....	12
图 17:	赋能云参与主体及各主体分工.....	13
图 18:	黑马天启科创大模型使用界面.....	17
图 19:	黑马天启科创大模型使用定价模式.....	17
图 20:	天启大模型平台解决方案.....	18
表 1:	公司企服业务主要细分服务内容.....	4
表 2:	公司 AIGC 服务业务主要细分服务内容.....	5
表 3:	各类大模型情况.....	11
表 4:	科技服务行业分类.....	11
表 5:	中小企业数字化转型政策.....	14
表 6:	公司黑马营创始人资源.....	15
表 7:	科技项目 AI 辅助撰写系统功能.....	16
表 8:	公司模型+服务业务收入测算.....	19
表 9:	创业黑马营收拆分 (百万元).....	19
表 10:	可比公司估值.....	20

1. 助力中小企业成长，业绩迎来拐点

创业黑马成立于 2008 年，自成立以来，公司业务从为中小企业创始人服务逐渐拓展至为中小企业成长提供综合服务。目前，公司已积累了超过 15 万家中小企业客户以及众多投资机构、科研院校、产业龙头等有关合作机构，与全国 30 余座城市开展合作，是中国创新创业服务领域首家上市公司。

图1：创业黑马发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 公司创始人产业资源丰富，业务聚焦中小企业发展

公司创始人牛文文曾就任《中国企业家》杂志总编辑，后创办《创业家》杂志，聚焦中国创始人群体，并成立创始人俱乐部。基于早期在创业者、企业家领域积累的资源，公司在各产业均积累了丰富的创始人资源。公司以创始人培训为起点，聚集中小企业客户，并将业务延伸至中小企业服务领域：

- 1) **企业加速服务(培训业务)**: 面向国内中小企业及创业创新群体的发展需求，提供创始人培训等服务，帮助企业优化成长路径，提供加速发展解决方案。
- 2) **企业服务**: 针对中小企业发展周期中所必需的服务内容，公司提供知识产权及 SaaS 服务、城市拓展服务、专精特新专项服务、营销服务、投融资咨询等多元化企业服务业务板块。

表1：公司企服业务主要细分服务内容

细分服务	具体内容
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、智能风险检测等功能服务
产业加速服务	提供产业加速器产品，该产品融合了公司企业加速服务与知识产权服务等各项企服产品于一体

城市拓展服务	与各地政府签约，汇聚各地区政府的产业政策及政府订单等资源
专精特新综合服务	针对拟申报北交所上市及具有申报国家级专精特新“小巨人”潜力的中小企业，以政府招商与项目评审、高新与专精特新认定、投资机构优选项目等为切入点，提供“中小企业攀峰成长路径”辅导。通过企业画像分析与资质评估，提供定制化企业专精特新资质升级路径规划及资本辅导服务
营销服务	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。
投融资咨询	以自建与合作的方式，携手市场专业投资机构，为中小企业提供更广泛和更具针对性的投融资咨询服务。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3) **AIGC 服务**：分为 AI 培训、AI 企服业务。

AI 培训：公司与各个国内外顶尖科技公司及教育公司合作，开发针对创始人的 AI 认知培训、针对 AI 技术人员的资格认证培训、针对大学生的 AI 职教培训等产品。

AI 企业服务：为中小企业、基层政府提供“模型、算力、服务”于一体的 AI 服务生态。

表2：公司 AIGC 服务业务主要细分服务内容

细分服务	具体内容
模型	基于公司自研的黑马天启科创大模型，为中小企业提供 AI 申报撰写科创服务，同时针对各个行业应用场景开发相关垂类模型与应用
算力	通过黑马智算中心，为中小企业应用人工智能模型提供算力租赁、云计算等基础设施服务
服务	针对开发、调优、部署人工智能大模型提供全案服务，同时与各地政府合作，通过人工智能大模型及应用，提供各地中小企业数字化转型所需要的各类服务。

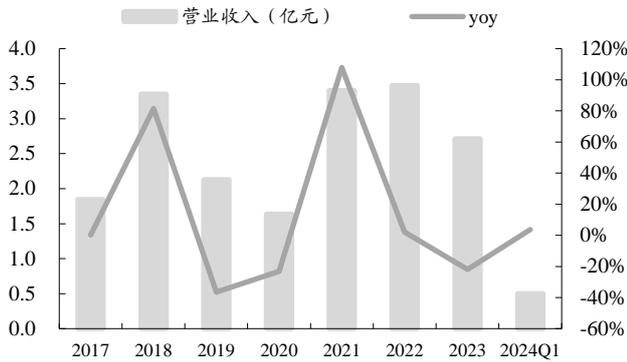
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.2. 业绩扭亏为盈，AI 相关业务增长可期

2023 年公司实现扭亏为盈，业绩拐点已现。2023 年，公司实现营业收入 2.7 亿元，同比下降 21.9%，主因公司主动收缩毛利较低的财税业务；归母净利润为 966.4 万元，净利率达 3.6%，同比扭亏为盈。若不考虑财税业务，则公司 2023 年营收同比增长 28.5%，主因企业服务业务收入大幅增长拉动。

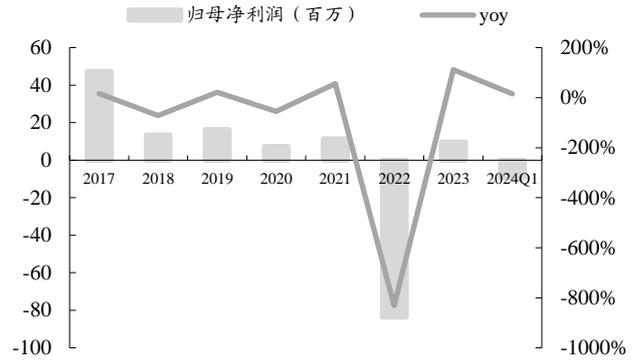
2024Q1，公司实现营收 0.5 亿元，同比增长 3.7%，主因公司进一步 AI 化升级，培训业务和企服业务稳步增长；归母净利润为-919.8 万元，呈现亏损收窄趋势，同比增长 15.0%；截至 24Q1，公司签约订单达 2.3 亿元，同比增长 10%以上，发展态势良好。

图2: 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司归母净利润及增速

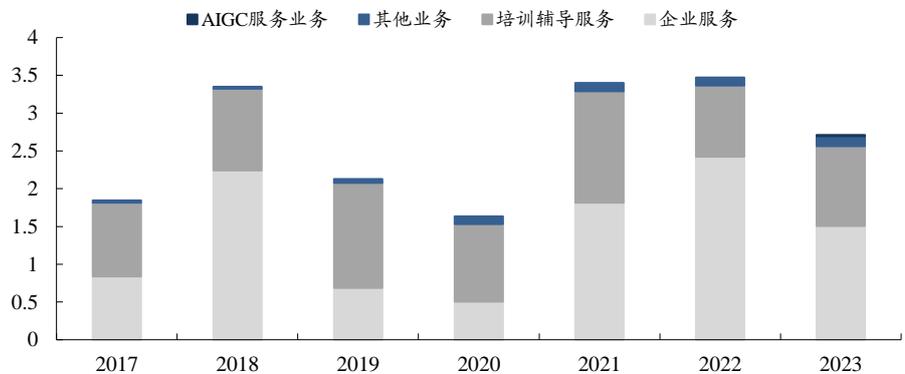


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分业务看, 传统业务收入及盈利均稳健增长, AIGC 业务具增长空间:

- 1) **企业加速服务:** 2023 年, 公司加速服务实现收入 1.06 亿元, 同比增长 11.9%; 毛利率达 63.82%, 同比提升 6.39pct。
- 2) **企业服务业务:** 2023 年, 公司收缩毛利率较低的财税服务业务, 因此公司企服业务营收同比下降 37.8%。若剔除财税服务业务, 公司企业服务业务收入同比增长 42.04%。企业服务业务服务客户数量 4589 个, 较 2022 年同比增长 2.87%
- 3) **AIGC 服务业务:** 2023 年, 公司开展 AI 新业务, 目前已服务客户 334 个, 并实现营收 164.98 万元。我们预计, 随 AI 培训及 AI 企服业务逐步推广, AI 业务将打开业绩空间。

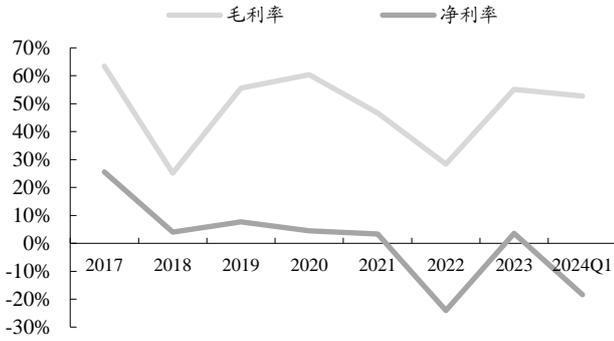
图4: 公司营收构成 (亿元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

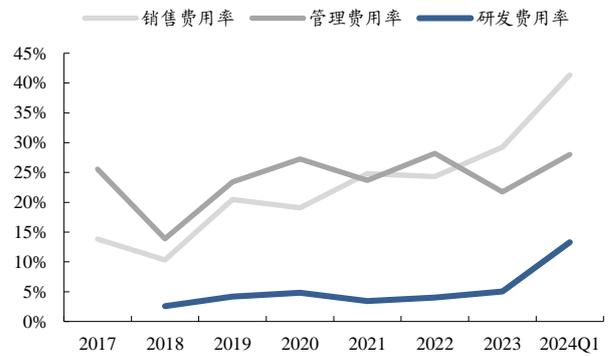
推进降本增效，盈利能力提升。2023年，公司毛利率达55.11%，同比提升26.76pct，主因优化业务结构，收缩财税服务业务。此外，公司2023年控制费用支出，销售费用/管理费用/研发费用分别为7924/5898/1364万元，同比下降6.1%/39.7%/2.1%，费用端均实现同比下降。

图5: 公司毛利率及净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司费用率情况



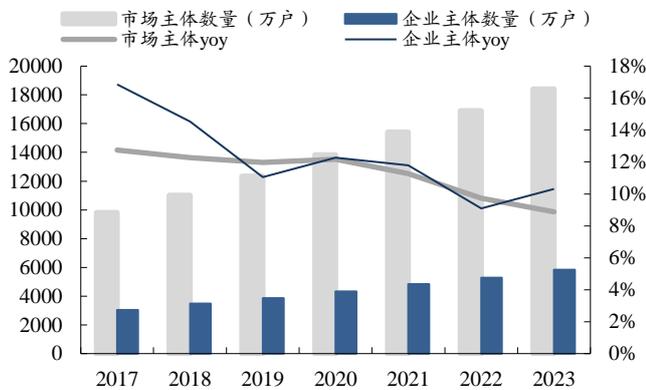
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 中小企业服务市场具潜力, AI 赋能有望拓展服务空间

2.1. 企业服务—潜在服务主体数多, 各细分赛道均有较大市场

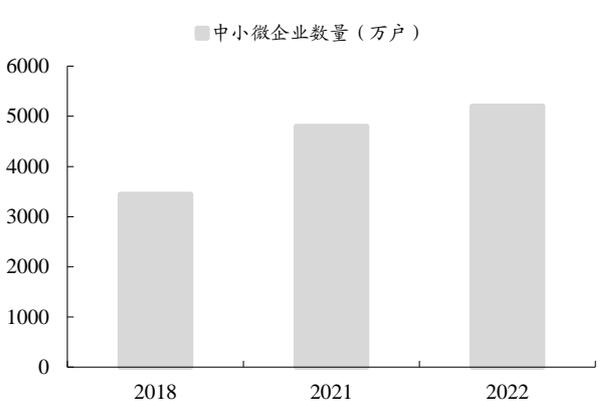
企业主体数量持续增长, 企服市场较为细分。企业服务, 即为企业提供服务, 企业运作过程中的各个环节均有服务价值。根据艾媒咨询, 其市场可细分为 ERP、财税服务、信息安全等数十个细分领域。近年来, 中国企业主体数量持续增长, 企业服务潜在客户基数庞大, 企业服务价值挖掘潜力较大。根据国家市场监督管理总局数据, 截至 2022 年期末, 全国登记在册的市场主体达到 1.7 亿户, 同比增长 10.03%; 其中企业主体数量 5282.6 万户, 同比增速达 9.1%。

图7: 2017-2023 年全国市场主体及企业主体数量



数据来源: 国家市场监督管理总局, 东吴证券研究所

图8: 2018-2022 年中国中小微企业数量



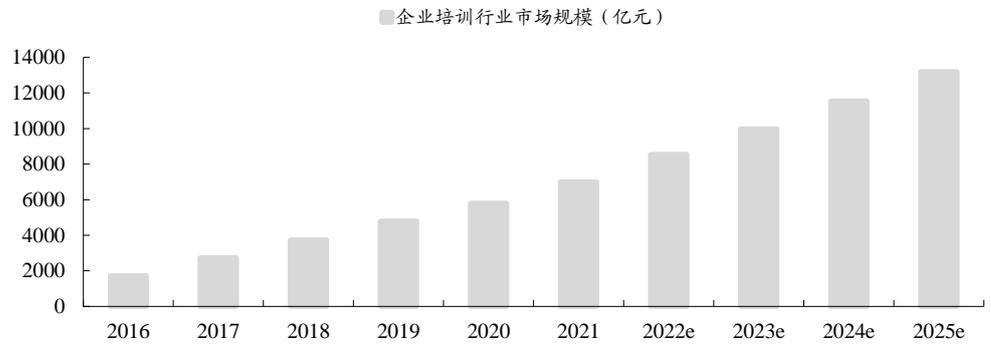
数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

基于规模庞大的服务主体，企服各细分领域均具较大市场空间。以单个细分领域服务计算，基于 5000 万企业主体，单个环节服务价值量以每企业 10000 元计算（以创业黑马业务为参考，企业加速业务服务客户 3042 个，单个客户每年创收约为 3w 元；AI 服务客户 334 个，单个客户每年创收约为 5000 元；企业服务客户数量 4589 个，以此为基数计算 SaaS 及知识产权服务业务，单个客户每年创收约为 2.4 万元），则潜在市场空间将达 5000 亿元。

以细分的培训及知识产权市场为例：

1) **企业培训市场**：针对企业创始人、高管及员工的培训服务市场，根据《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，2023 年企业培训市场规模将达 9000 亿元。

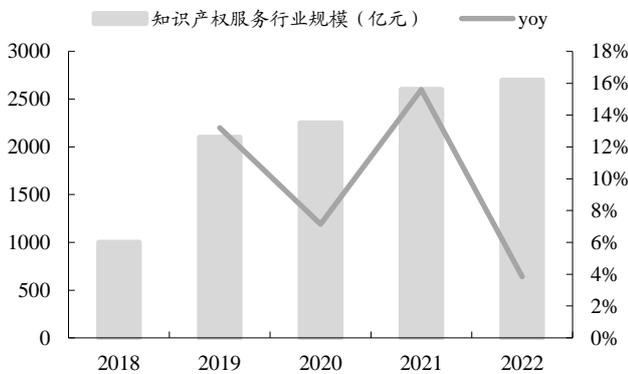
图9：2016-2025 年中国企业培训行业市场规模



数据来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，东吴证券研究所

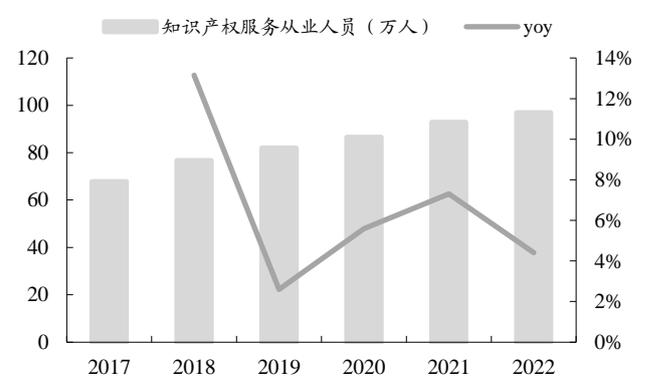
2) **知识产权服务市场**：根据国家知识产权局，2022 年全国知识产权服务机构创造了超过 2700 亿元的营业收入，相较 2021 年同比增长 3.8%。根据国家知识产权局等 17 部门发布《关于加快推动知识产权服务业高质量发展的意见》中的发展目标，到 2030 年，中国知识产权服务行业营业收入规模将突破 5000 亿元。

图10：2015-2022 年知识产权服务行业规模及增速



数据来源：国家知识产权局，东吴证券研究所

图11：2015-2022 年知识产权服务行业从业人员及增速



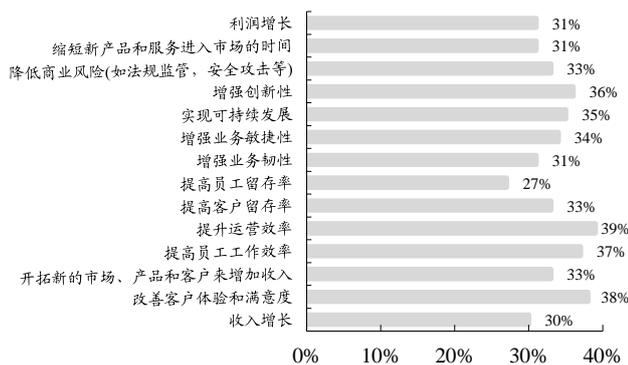
数据来源：国家知识产权局，东吴证券研究所

2.2. AI 产业发展下， 企业服务市场将迎来新机遇

海内外 AI 多模态能力持续迭代，AI 应用助力行业降本增效。 2B 端，AI 的应用有望嵌入企业工作流程辅助生产，提高电商、营销、金融、教育等行业的生产力，为企业降本增效。以电商行业为例，生成式 AI 技术能够实现在客服、选品、营销文案生成等方面全方位赋能电商企业。

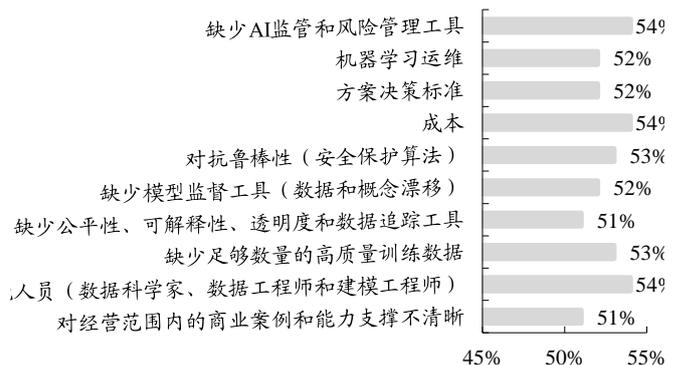
中小企业面临研发成本高、人员非专业化等问题，针对 AI 应用的企业服务及培训或是中小企业服务下一发展方向。受限于基础设施不完整、知识及经验水平不足等问题，中小企业在业务场景中应用 AI 技术或工具时会面临较多困境。根据 IDC 调研，企业应用 AI 时面临的主要挑战有缺乏 AI 相关专业人才、开发成本较高，缺少对 AI 治理和风险管理解决方案等。相较于自研垂类模型，使用第三方垂类模型服务或垂类应用相对成本更低，针对 AI 应用的企业服务或成为中小企业服务新方向。

图12: 企业应用 AI 的主要目的



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图13: 企业应用 AI 时的主要问题



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

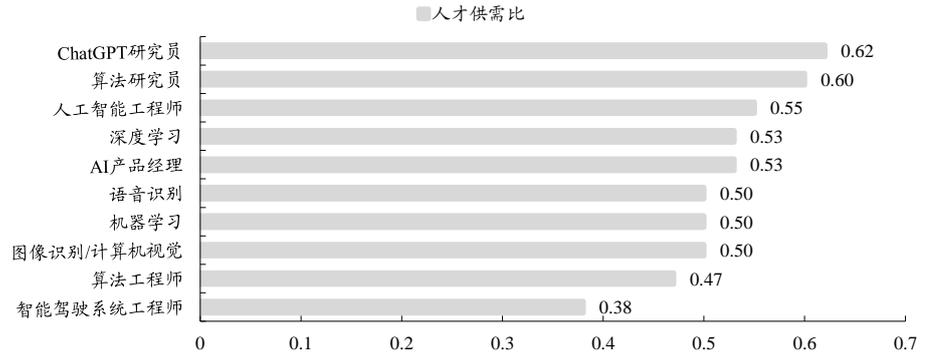
注: 图中将各项问题的难度分为 1-5 级, 百分比数值代表受访企业认为该技术难度为 4 或 5 级的比例, 柱形长度代表各问题难度平均分

以企业培训及科创服务市场为例, AI 行业背景下, 企业服务方向及范围有望扩大, 迎来新机遇。

2.2.1. 企业培训市场: AI 模型能力及应用落地催生人才需求, AI 培训具想象空间

AI 模型能力及应用落地催生巨大人才需求。根据脉脉高聘人才智库发布的《2023 泛人工智能人才洞察》, 2023 年 1-8 月, 新发 AI 岗位平均月薪超 4.6 万元, 人才供需比仅为 0.39, 相当于 5 个岗位争夺 2 个人才。

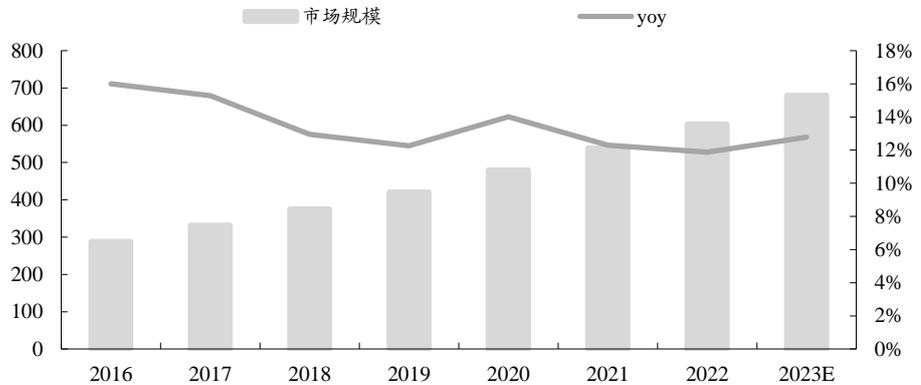
图14: 2023年1-8月 AI人才供需比



数据来源: 脉脉, 东吴证券研究所

AI 人才培养有望为 AI 时代背景下企业培训新方向。在 AI 全面发展的时代, 创始人、技术人员以及求职者均有对 AI 认知加强的需求: 1) 认知及应用培训: 创始人、管理团队需要提升对 AI 的认知及应用能力, 以推动企业紧跟 AI 浪潮, 实现降本增效; 2) AI 技能培训: 根据 Github, 2021 年中国有 755 万开发者。根据多鲸, 传统 IT 技能培训市场规模 2023 年将达 680 亿元; 长期看, AI 技能培训有望实现同等规模。

图15: 传统 IT 技能培训市场规模 (亿元)



数据来源: 多鲸, 东吴证券研究所

2.2.2. 科创服务市场: AI 垂类模型将赋能咨询服务, 提升服务效率

细分行业经验、数据积淀凸显价值, 垂直大模型涌现商业机会。AIGC 发展至今, 除以 GPT 为代表的通用大模型外, 也衍生出针对细分行业的垂直大模型, 通过特定行业数据训练, 聚焦解决垂直行业问题:

- 1) 通用大模型: 对参数、基础设施及训练成本要求更高, 参与者通常为头部互联

网厂商。以 Open AI 的 ChatGPT、百度的文心一言，阿里的通义千问、科大讯飞的星火大模型等为代表，面向人群及适用场景广泛，追求全知全能；

2) **垂直领域大模型：依托垂直行业数据，应用更具针对性。**相较通用大模型，垂类大模型更聚焦垂直赛道；由于依托相应行业数据、知识训练，垂类模型在细分赛道将表现的更加专业，将技术和应用结合得更加紧密。垂类模型可应用到教育、医疗、旅游、图片、广告等细分赛道，聚焦解决垂直领域痛点问题，重视模型的精度和质量。

表3: 各类大模型情况

大模型名称	目标用户	类别	功能
ChatGPT	通用	通用大模型	即时聊天，对话互动，高效便捷获取信息，协助创作
文心一言	通用	通用大模型	快速分析金融数据，帮助进行风险评估、情感分析、问答等功能
bloomberg GPT	金融从用户	金融垂类	助力各个产业从业者实现高效、准确撰写申报材料
黑马天启	科技项目申报用户	科创服务垂类	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

科创服务可大致分为两类，一部分为技术类服务；一部分为代理、咨询等，如知识产权代理、科技项目咨询等服务。通常，企业申报高企、科技项目等，需要科创服务机构进行咨询服务。科创服务机构通过解读政策，整理公司资料（包括财务指标、知识产权、研发费用等），撰写申报材料等流程帮助企业申报。

表4: 科技服务行业分类

细分服务	具体内容
研究开发及其服务	高校、科研院所整合科研资源面向市场提供专业化的研发服务；研发类企业专业化发展，积极培育市场化新型研发组织、研发中介和研发服务外包新业态。产业联盟开展协同创新，推动产业技术研发机构面向产业集群开展共性技术研发等
技术转移服务	技术交易机构基于互联网的在线技术交易模式，技术转移机构为企业提供跨领域、跨区域、全过程的技术转移集成服务等
检验检测认证服务	第三方检验检测认证服务
创业孵化服务	专业孵化器和创新型孵化器
知识产权服务	知识产权代理、法律、信息、咨询、培训等服务
科技咨询服务	科技战略研究、科技评估、科技招投标、管理咨询等科技咨询服务
科技金融服务	科技保险、科技担保、知识产权质押等科技金融服务
科学技术普及服务	
综合科技服务	

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

代理、咨询类科创服务对时效性及知识要求较高，传统咨询服务为人力密集型市场，因此呈现行业集中度低，服务非标准化：

- 1) **报告时效性强，人力密集：**通常高企等项目申报时间集中，每年6-10月为关键的时间窗口。因此咨询师需在较短窗口期内撰写大量报告，传统模式中需要堆积人力，成本较高。
- 2) **涉及行业众多，咨询师需学习大量知识：**服务企业涉及不同行业知识领域，包括医药、制造业等，咨询师需学习不同领域知识，并输出为报告。

垂类大模型有望赋能科创服务行业，推动企服机构产能提升。通过垂类大模型进行申报材料自动撰写，将缩短流程时间，提高咨询师的服务效率，将10-15天的服务流程缩短至0.5-1天，科创服务机构产能有望得到显著提升，从而覆盖更多客户。

图16：天启大模型赋能科创服务行业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 助力中小企业数字化转型，G端业务有望扩大公司客户池

以智谱华章为底座，公司研发 To G 政企大模型。创业黑马与智谱华章签署合作协议，公司基于智谱的大模型底座，对黑马政企大模型进行迭代升级，以全新政企大模型的服务产品推向双方 G 端、B 端客户群体。

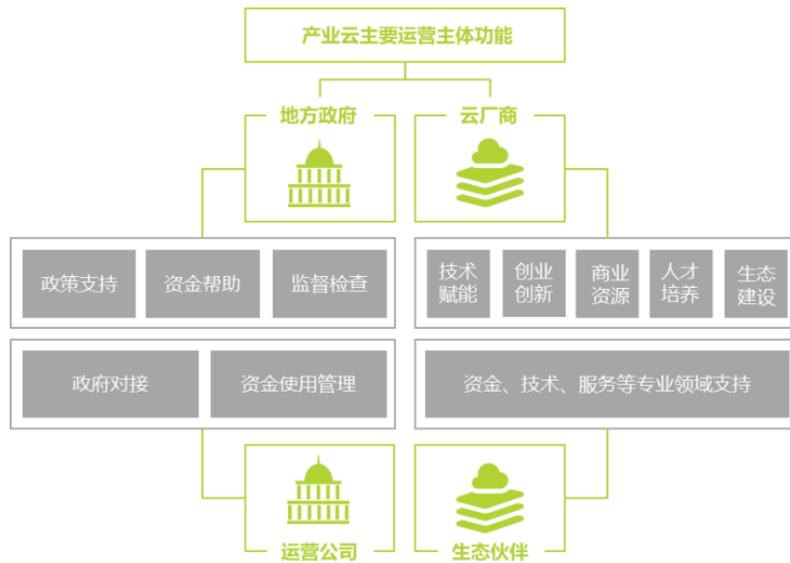
To G 方面，公司集成服务于华为赋能云，并为数字化转型试点城市提供平台建设及运营服务；从而触达更多中小企业群体。在国家政策支持及公司推动政企大模型应用落地背景下，公司业绩有望迎来提升。

- 1) **集成到华为赋能云上，收入与华为云分成。**

华为云-赋能云是基于云基础设施，整合数字经济生态资源，加速政府、中小企业与生态伙伴的融通创新平台，华为云目前已在建设 160 多个区域创新中心。公司与

华为云赋能云全面合作开启后，将把自身 ToB 科创大模型与 ToG 政企大模型及培训、企业服务等全部中小企业服务与产品集成在华为赋能云上，各地政府通过赋能云采购公司服务包，公司与华为云收入分成。

图17：赋能云参与主体及各主体分工



数据来源：华为云，艾瑞咨询，东吴证券研究所

2) 为数字化转型试点城市提供平台建设及运营服务:

中小企业数字化转型是当前政策支持方向。2023 年财政部及工信部发布的《关于开展中小企业数字化转型城市试点工作的通知》中提出，在 2023 年至 2025 年将分 3 批开展中小企业数字化转型城市试点工作，中央财政对试点城市给予定额奖励，奖励总额不等，最高不超过 1.5 亿元。目前第一批 30 个试点城市已公布。

通过 To G 大模型，公司帮助政府政策精准送达中小企业。公司 To G 政企大模型是公司专为各级政府研发，帮助各级政府政策与辖区中小企业间精准匹配、送达，实现要素赋能、精准服务，从而促进地方产业数智化转型升级。

在工信部等主管部门支持与指导下，公司将联合各合作方帮助各地政府开展中小企业数字化转型工作，提供数字化诊断、数字化转型咨询规划等服务。2024 年，公司将重点为中小企业数字化转型试点城市提供服务平台建设运营与全套数字化服务，公司预计平台建设运营和全套数字化服务占试点城市财政补贴总金额的 10%

G 端业务将帮助公司触达更多中小企业。公司帮助各级政府政策与辖区中小企业间精准匹配。政策匹配、送达是触达中小企业的第一步，后续有望进一步延伸，为中小企业提供企业服务，实现为 B 端服务引流。以 5000 万的中小企业数量为基数计算，渗透

30 个城市，则意味着 226 万的潜在中小企业触达。

表5: 中小企业数字化转型政策

时间	政策	发布部门	重点内容
2023 年 6 月	《关于开展中小企业数字化转型城市试点工作的通知》	财政部、工信部	<p>2023—2025 年，财政部、工业和信息化部拟分三批组织开展中小企业数字化转型城市试点工作，2023 年先选择 30 个左右城市开展试点工作。</p> <p>支持内容：支持试点城市选择重点行业和相关中小企业，梳理行业共性和企业个性需求，采取市场化手段公开遴选数字化服务商，支持数字化服务商为被改造企业提供诊断、咨询等服务，开发集成“小快轻准”的数字化服务和产品，供企业自愿选择，开展数字化改造。</p> <p>奖补：中央财政对试点城市给予定额奖励。其中，省会城市、计划单列市、兵团奖补资金总额不超过 1.5 亿元，其他地级市、直辖市所辖区县奖补资金总额不超过 1 亿元。</p> <p>可安排不高于 20% 的奖补资金支持以下工作：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、支持提高工业互联网平台、数字化服务商服务能力，优化产品供给水平； 2、鼓励引导中小企业深度应用工业互联网平台、专业服务平台的 SaaS（软件即服务）化服务等； 3、对典型高效的“链式”中小企业数字化转型产品和服务进行奖励，促进大中小企业融通发展和产业链上下游协同； 4、通过政府购买服务等方式支持数字化服务商等面向中小企业开展咨询诊断、人才培养等综合服务，支持数字化转型融资等。
2023 年 8 月	《第一批中小企业数字化转型试点城市公示》	中小企业局	<p>根据评审结果，拟将<u>苏州、东莞、宁波、厦门、合肥、武汉、青岛、南昌、上海浦东新区、福州、长春、沈阳、大连、南宁、济南、太原、石家庄、郑州、长沙、成都、天津滨海新区、重庆渝北区、昆明、杭州、北京昌平区、深圳、榆林、哈尔滨、兰州、海口</u>等 30 个市（区）纳入第一批试点范围。</p>

数据来源：工信部，中小企业局，东吴证券研究所整理

4. 以 AI 为切入点，增厚 B/C 端服务

公司与华为云签署全面合作协议，中小企业服务业务有望全面焕新。2024 年 1 月 16 日，在华为云生态大会上，公司与华为云签署全面合作协议，公司自研的 To B 科创大模型和 To G 政企大模型获得了华为云、昇腾等技术认证，开启全面合作。

4.1. To C: 基于原有客户基础，开拓 AI 培训新方向

公司原有培训业务导师资源雄厚，具备客户基础。公司具有丰富创始人资源，以创始人培训“黑马营”为例，其导师资源覆盖众多亿级企业创始人、投资人及学者专家。凭借多年行业经验、客户累积，黑马营校友达 2200+，其中 25 家企业上市，这些学员企业也将成为公司培训业务的重要资源。

表6: 公司黑马营创始人资源

十亿、百亿级企业的创始人		投资过十亿、百亿级企业的投资人		服务十亿、百亿级企业的学者和专家		操盘过十亿、百亿级企业的操盘手	
企业家	职位	企业家	职位	企业家	职位	企业家	职位
周鸿祎	360 公司创始人、董事长	陈玮	东方富海董事长、创始合伙人	张维迎	著名经济学家	胡海卿	褚橙操盘手、天下星农创始人
江南春	分众传媒董事局主席	章苏阳	IDG 技术创业投资基金合伙人	郑毓煌	清华大学博导	杨飞	瑞幸咖啡联合创始人兼 CMO
汪建国	五星控股董事长	卫哲	嘉御资本创始合伙人兼董事长	田涛	华为顾问	陈国环	原赶集网 COO
王文京	用友董事长兼总裁	朱啸虎	金沙江创投主管合伙人	陈威如	平台战略作者	刘松	阿里巴巴副总裁
卢伟冰	小米集团总裁	刘二海	愉悦资本创始及执行合伙人	彭剑锋	华夏基石董事长	段冬	到家集团首席人才官
陈俊	艾佳生活董事长、一德集团董事长	李丰	峰瑞资本创始合伙人	刘润	润米咨询董事长	潘定国	艾佳生活&环保水圈创始人
夏华	依文集团董事长	周炜	创世伙伴 CCV 创始合伙人	邓康明	福道诚壹管理咨询公司董事长/原阿里巴巴执行董事		
束从轩	老乡鸡创始人	冯卫东	天图资本创始合伙人	吴声	互联网创新加速器场景实验室创始人		
陈小华	到家集团 CEO	李竹	英诺天使创始合伙人	郑烜乐	光源资本创始人		
吴太兵	万兴科技创始人	吴世春	梅花创投创始合伙人	王赛	科特勒咨询集团(中国区)合伙人		
		李祝捷	不惑创投创始合伙人				

数据来源：创业黑马官网，东吴证券研究所

与华为云的合作将进一步升级公司培训资源，开拓 AI 培训方向。公司加入华为生态后，以华为技术认证为基础，将传统培训业务全新升级，通过收编新团队、开拓 AI 教育、华为开发工程师体系认证等数智化培训业务，将覆盖从大学生、普通员工到高管的各个阶段成长周期。公司有望基于 AI，并结合各行业实际应用场景，为各阶段客户提供 AI 认证培训与职业教育，在人工智能行业快速发展与专业人才缺口扩张的背景下，高效培育 AI 产业人才。

4.2. To B: 通过垂类大模型深度服务中小企业，将带来业绩增量

4.2.1. B 端科创大模型：AI 赋能下，科创服务产能提升有望推动市占率提升

创业黑马整合科创行业的数据、技术、资源，在训练垂直行业模型方面，具备先行条件和先发优势：

1) **长期深耕科创服务行业，积淀行业独有数据。**对于垂直大模型，更丰富、更精准的行业数据意味着更高的精度和质量。科创服务行业门类广泛，创业黑马主营业务知识产权服务、专精特新综合服务等均属于科创服务。自 2021 年，公司即着力打造专精特新、高新技术等企业所需要的知识产权服务，并自研企服 SaaS 云平台。根据公司公告，创业黑马已独家积累 1.6 亿条工商数据、3800 万条商标注册数据、全国专利数据、全国政策数据等。

2) **华为云加持，算力、算法、应用能力全面提升。**黑马天启与华为云长期紧密战略合作，基于华为昇腾研发行业大模型，意味着黑马天启底层算力、AI 框架、训练算法、推理能力、应用成效等全栈 AI 能力显著提升。

3) **已服务超 15 万家中小企业，具备推广模型的渠道优势。**创业黑马在创始人培训、科创服务方面有多年的经验，成立 15 年来，已经链接了超 15 万家中小企业及众多投资机构、科研院所、产业龙头等有关合作机构，30 余个城市，创业黑马具备推广垂类大模型的渠道优势。

科创垂直行业大模型黑马天启已落地。2023 年 5 月，创业黑马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。黑马天启大模型既包含战略新兴产业、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，能够帮助企业进行科技项目申报材料智能撰写和数据填报。

表7: 科技项目 AI 辅助撰写系统功能

功能	具体内容
文件智能识别	文件智能识别与解析，轻松上传材料让文件自动分类展示，带来更便捷的撰写
AI 生成内容	用一句简单描述，轻松完成立项报告和高新技术产品情况表内容，解放撰写困扰
文件一键生成	对所写的材料和信息，按照不同分类进行一键快速生成，让信息获取变得更加轻松高效，助力突破繁复申报
信息自动填写	对上传材料进行内容识别，并按照标签自动化填入系统，让效率提升新高度
材料智能生成与调整	基于企业上传材料，智能生成创新能力、研发制度等文件，并通过多领域模板灵活调整内容，开启智能申报新旅途
项目快速递交	将项目材料通过 RPA 机器人自动化精准安全、高效地递交到申报系统，提速递交一键通行

数据来源：天启大模型官网，东吴证券研究所

图18: 黑马天启科创大模型使用界面



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司基于天启大模型有望覆盖更多客户, 提升市占率。由于依赖人力, 国内科创服务企业众多且市场分散, 黑马天启大模型已落地, 具备先发优势, 对于市场上分散的同行业公司而言, 若自研大模型, 则耗时长、成本高。

因此, 我们认为黑马天启大模型有望通过服务科创机构及中小企业, 提升科创服务全流程效率及产能, 扩大客户覆盖面, 从而提升创业黑马在科创服务市场的集中度, 推动公司业绩提升。同时, 通过模型服务, 为中小企业节省更多成本用于企业发展。

天启模型已开启收费服务, 业绩有望逐步释放。2023 年下半年, 随着公司“黑马天启”科创模型结束公测, 开始收费服务, AIGC 部分业务业绩有望逐步释放, 贡献业绩增长点。

图19: 黑马天启科创大模型使用定价模式

权益名称	普通用户	个人版-会员	个人版-会员	个人版-会员	个人版-会员Pro	机构版-会员	机构版-会员Pro
	升级享更多权益	¥899/年/1个	¥8000/年/10个	¥15000/年/20个	¥40000/年/80个	¥8000/年/10个	¥40000/年/80个
		立即购买	立即购买	立即购买	立即购买	立即购买	立即购买
账号数量	1个	1个	1个	1个	1个	3个	5个
可写客户数量	1个	1个	10个	20个	80个	10个	80个
文件上传限制	有	有	有	有	有	有	有
立项报告-RD创建个数	2个	不限	不限	不限	不限	不限	不限
立项报告-RD撰写次数	2次/RD	不限	不限	不限	不限	不限	不限
专利撰写RD的核心技术和创新点	/	不限	不限	不限	不限	不限	不限
PS创建个数	2个	不限	不限	不限	不限	不限	不限
PS撰写次数	2次/PS	不限	不限	不限	不限	不限	不限
制度文件模板	/	不限	不限	不限	不限	不限	不限
AI撰写制度文件	/	不限	不限	不限	不限	不限	不限
生成项目申报材料	不限	不限	不限	不限	不限	不限	不限
下载项目申报材料	1个客户	不限	不限	不限	不限	不限	不限
RPA机器人自动递交	1个客户	不限	不限	不限	不限	不限	不限

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4.2.2. B端垂类模型服务：基于存量客户，渗透垂类模型产品

此外，公司将以科创服务为核心，持续研发服务于中小企业的垂类模型应用产品，并结合公司各地线下团队提供的线下服务，模型+服务整体方案预计可达 3-10 万元/家/年，以公司现有存量中小企业为基础开始渗透。

图20：天启大模型平台解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中小企业通过采购垂类模型来实现垂类 AI 的应用，解决研发难、成本高等难点。根据以下假设，我们测算出不同渗透率假设下，基于存量客户，公司模型+服务潜在规模：

- 根据华为预测，2025 年全球企业对 AI 的采用率将达 86%；我们假设 2026 年这一数字将达 90%。
- 公司模型+服务整体方案预计达 3-10 万元/家，我们以 5 万元计算。
- 根据公司年报，公司 2023 年企业服务客户数量为 4589 个，以 15 万家存量客户计算，渗透率为 3.1%。在悲观/中性/乐观情况下，我们分别假设公司该业务在已经应用 AI 的存量客户中的渗透率在 2026 年达 1%/2.5%/4.5%。

经我们测算，公司垂类模型+服务 2026 年潜在收入规模或将达 1.35 亿元。

表8: 公司模型+服务业务收入测算

项目	2026 年		
	悲观	中性	乐观
①公司存量中小企业客户（万家）	15	15	15
②AI 渗透率	90%	90%	90%
③应用 AI 的中小企业数（万家）=①×②	13.5	13.5	13.5
④公司模型+服务业务渗透率	1%	2.00%	3.00%
⑤公司模型+服务业务客户数（家）=③×④	1350	2700	4050
⑥客单价（万元）	5	5	5
⑦ MaaS 市场空间（亿元）=⑤×⑥	<u>0.675</u>	<u>1.35</u>	<u>2.025</u>

数据来源：华为，创业黑马，东吴证券研究所

5. 盈利预测

创业黑马积极跟进 AI 浪潮，具体业绩拆分来看：

传统业务：中小企业数量庞大，公司客户数量仍有拓展空间。随公司客户逐步拓展，公司培训业务 24-26 年 CAGR 有望达 10%，企服业务 24-26 年收入增长率将达 23%/19%/9%。

AIGC 服务：我们预计未来公司将受益于 AI 浪潮，AI 培训及 AI 企服均有望实现较高增长。预计 AIGC 服务 24-26 年营收将达 1.1/1.7/2.8 亿元。

我们预计公司总收入 24-26 年将达 4.25/5.31/6.73 亿元，AI 赋能原有业务，潜在市场空间巨大。

表9: 创业黑马营收拆分（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
AIGC 服务	1.6	110.0	170.0	280.0
企业加速服务（培训）	105.7	116.2	127.8	140.6
yoy	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
企业服务	150.5	185.6	220.1	239.2
yoy	-37.8%	23.3%	18.6%	8.7%
其他业务	13.2	13.2	13.2	13.2
总计	271.0	425.0	531.2	673.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们选取业务为企业培训、职业教育的行动教育、传智教育，以及业务为科创服务的力合科创为可比公司，可比公司 2024 年 PE 平均估值为 26.5 倍。

创业黑马积极跟进 AI 浪潮，赋能中小企业 AI 化进程；同时，公司积极收缩原有毛利较低业务，业绩有望迎来拐点。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.6/0.9/1.3 亿元，对应当前股价 PE 为 79/50/33 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值(亿元) 2024/5/22	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605098.SH	行动教育	62.2	2.8	3.5	4.4	21.9	17.6	14.2
003032.SZ	传智教育	42.2	1.2	1.6	2.0	35.8	26.4	21.4
002243.SZ	力合科创	74.0	3.4	3.9	4.3	21.7	19.2	17.2
	平均值					26.5	21.1	17.6
300688.SZ	创业黑马	43.9	0.6	0.9	1.3	79.5	49.7	33.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所；可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期

6. 风险提示

AI 发展不及预期：公司重点布局了人工智能服务的新业务，但人工智能目前在全球范围内属于前沿行业，其技术发展以及商业化存在着诸多不确定性，未来该部分业务开拓存在一定风险。

客户拓展不及预期：公司作为专业服务中小创企业的综合平台，若客户拓展不及预期，则业绩将具一定风险。

市场竞争风险：国内企业服务行业处于快速增长阶段，企业服务市场需求的快速增长，行业中已涌现大批企服企业，公司所处行业的参与者众多，同质化竞争日趋激烈。若市场竞争加剧，则将面临业绩下滑风险。

创业黑马三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	493	626	772	991	营业总收入	271	425	531	673
货币资金及交易性金融资产	406	495	610	787	营业成本(含金融类)	122	171	208	252
经营性应收款项	48	72	90	112	税金及附加	2	3	3	4
存货	0	0	0	0	销售费用	79	98	112	131
合同资产	25	40	50	63	管理费用	59	81	90	108
其他流动资产	14	19	23	28	研发费用	14	21	27	34
非流动资产	269	293	321	350	财务费用	(10)	0	0	0
长期股权投资	98	113	128	143	加:其他收益	9	13	16	20
固定资产及使用权资产	19	12	8	5	投资净收益	16	13	16	20
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	38	55	72	88	减值损失	(20)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(1)	(2)	(2)
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	11	76	121	182
其他非流动资产	110	108	108	108	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	761	919	1,094	1,341	利润总额	11	76	121	182
流动负债	196	285	349	431	减:所得税	(7)	7	11	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	13	13	13	13	净利润	18	69	111	166
经营性应付款项	44	61	75	91	减:少数股东损益	9	14	22	33
合同负债	91	143	178	226	归属母公司净利润	10	55	88	133
其他流动负债	49	69	83	101	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.33	0.53	0.79
非流动负债	8	8	8	8	EBIT	0	76	121	182
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	31	93	138	198
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	55.11	59.81	60.82	62.51
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	3.57	13.00	16.65	19.70
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	(21.92)	56.80	24.98	26.70
负债合计	204	293	357	439	归母净利润增长率(%)	111.60	471.73	60.03	49.92
归属母公司股东权益	545	600	688	821					
少数股东权益	12	26	48	81					
所有者权益合计	557	626	737	902					
负债和股东权益	761	919	1,094	1,341					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(10)	120	145	204	每股净资产(元)	3.25	3.58	4.11	4.90
投资活动现金流	(42)	(31)	(30)	(27)	最新发行在外股份(百万股)	167	167	167	167
筹资活动现金流	(35)	0	0	0	ROIC(%)	(0.12)	11.32	15.79	19.77
现金净增加额	(87)	89	115	177	ROE-摊薄(%)	1.77	9.21	12.84	16.15
折旧和摊销	31	17	16	16	资产负债率(%)	26.84	31.92	32.65	32.71
资本开支	(20)	(30)	(31)	(32)	P/E(现价&最新股本摊薄)	454.48	79.49	49.67	33.13
营运资本变动	(56)	44	32	40	P/B(现价)	8.06	7.32	6.38	5.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>