创业黑马（300688）

版信通并购过会，盈利增厚可见度提升

买入（首次）

2026 年 11 月 04 日

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	221.93	141.06	121.74	201.15	243.73
同比（%）	(18.12)	(36.44)	(13.70)	65.23	21.17
归母净利润（百万元）	(105.54)	(49.09)	8.29	69.88	93.01
同比（%）	(1,192.13)	53.49	116.89	742.86	33.10
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.63)	(0.29)	0.05	0.42	0.56
P/E（现价&最新摊薄）	(42.55)	(91.48)	541.65	64.26	48.28

投资要点

- **创业黑马并购版信通获重组委审议通过，版权业务有望增厚盈利。**2026 年 9 月 21 日，公司拟以 2.8 亿元收购版信通 100%股权事项获深交所重组委审议通过。版信通成熟的版权认证业务有望补充利润来源。注册稿模拟并表后，公司 2026 年 H1 营收由 4,687 万元增至 7,899 万元，归母净利润由亏损 1,059 万元转为盈利 721 万元。

- **版信通收入稳步增长，轻资产模式支撑盈利转化。**版信通以轻资产模式运营，依托主流应用分发平台采信，通过代理渠道扩大开发者覆盖范围，版权业务收入稳步增长。同时，公司通过自研系统实现标准化审核出证，控制交付成本，维持较高利润率。2026 年前 8 个月，新办证书 12.10 万件，同比增长 7.31%，营收、扣非归母净利润分别达到 4,651 万元、2,969 万元，同比增长 11.19%、13.42%。2026 年上半年归母净利率约 58.4%，经营现金流净额 1,515 万元，体现出版信通公司较强的盈利能力。

- **小游戏市场持续扩容，版信通认证业务增量可期。**轻量化应用普及及 AI 辅助编程降低游戏开发门槛，有望推动小游戏产品供给增加，持续带动上架版权认证需求。DataEye 数据显示，2025 年小游戏行业市场规模约 610 亿元，预计 2026 年将达 745 亿元，同比增长 22%。2025 年上半年，版信通游戏类证书数量达 2.88 万件，占全部认证证书的 36.68%，较 2024 年全年提升 7.43 个百分点，主要由小游戏开发数量增加驱动。

- **算力设备投入加速，智算业务成为新增量。**公司通过黑马智算光年等主体积极拓展智算业务，投入持续加码。2026 年前三季度期末固定资产达 1.46 亿元，较年初净增约 1.44 亿元，主要源于算力设备采购。同时，公司披露拟申请不超过 20 亿元综合授信并提供配套担保，主要被担保方为黑马智算光年，为后续业务拓展储备融资渠道。Q3 财报披露算力服务已产生收入，智算布局开始形成经营贡献。

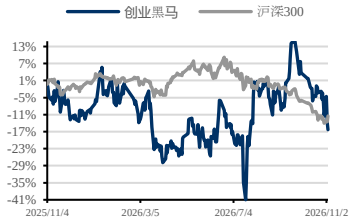
- **Q3 归母净利润同比扭亏，费用优化助力盈利修复。**公司持续收缩低效线下业务、优化人员结构，2025 年末员工人数由 2024 年末的 491 人降至 162 人，2026 年人员数量进一步减少。2026 年前三季度销售、管理费用分别同比下降 30.76%、43.89%，叠加减值压力缓解，支撑盈利改善。Q3 实现营收 2,696 万元，同比下降 14.73%，降幅较上半年收窄 18.85 个百分点，归母净利润为 448 万元，同比扭亏。前三季度归母净利润亏损收窄至 610 万元，同比减亏 75.52%。

- **盈利预测及投资评级：**考虑到公司亏损逐步收窄，版信通与算力业务有望贡献增量。因此，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 8.3/69.9/93.0 百万元，对应现价 PE 分别为 541.65/64.26/48.28。我们看好版权业务和算力业务发展，AI 业务提供内生增长力，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**交易进度与标的业绩不及预期；算力业务增长不及预期；主营业务盈利修复不及预期；经营现金流改善不及预期。

证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 张家琦
执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.83
一年最低/最高价	17.42/37.81
市净率(倍)	12.76
流通 A 股市值(百万元)	3,980.99
总市值(百万元)	4,490.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.10
资产负债率(%,LF)	34.47
总股本(百万股)	167.38
流通 A 股(百万股)	148.38

相关研究

《创业黑马(300688)：版信通业务有望带动公司业绩增长，AI 帮助公司主业降本增效》

2025-01-13

《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》

2024-05-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 营收降幅逐季收窄，Q3 单季实现扭亏 4
2. 收缩低效业务优化人员配置，降本增效助力盈利修复 4
3. 算力投入推动资产结构变化，租赁业务有望释放业绩弹性 5
4. 版信通并购持续推进，鸿蒙与 AI 应用生态拓展版权服务空间 6
5. 盈利预测与投资评级 7
6. 风险提示 7

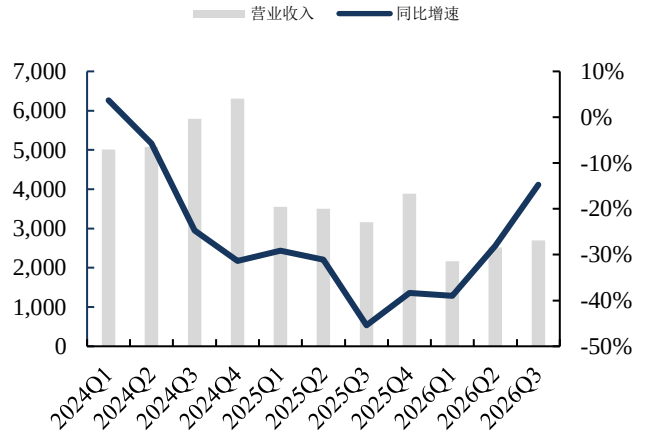
图表目录

图 1： 公司营收及增速（万元）.....4
图 2： 公司扣非归母净利润及增速（万元）.....4
图 3： 公司费用率情况.....5
图 4： 公司固定资产规模及占总资产比重明显提升.....6

1. 营收降幅逐季收窄，Q3 单季实现扭亏

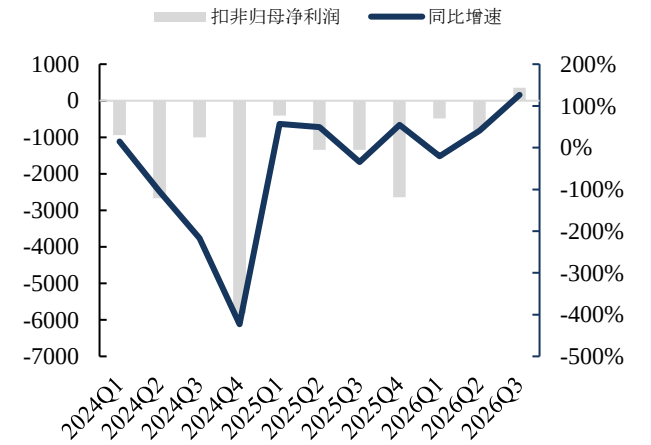
2026Q3 创业黑马实现营收 2,696.0 万元（yoy-14.73%），同比降幅较 Q2 收窄 13.34pct；归母净利润 448.5 万元（yoy+133.79%），扣非归母净利润 356.5 万元（yoy+126.55%），均同比扭亏。扣非归母净利率为 13.22%，较上年同期的-42.48%提升 55.70pct。2026 年前三季度，公司累计实现营收 7,382.5 万元（yoy-27.75%），扣非归母净利润为-933.8 万元，同比减亏 69.82%，盈利表现有所改善。

图1：公司营收及增速（万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司扣非归母净利润及增速（万元）



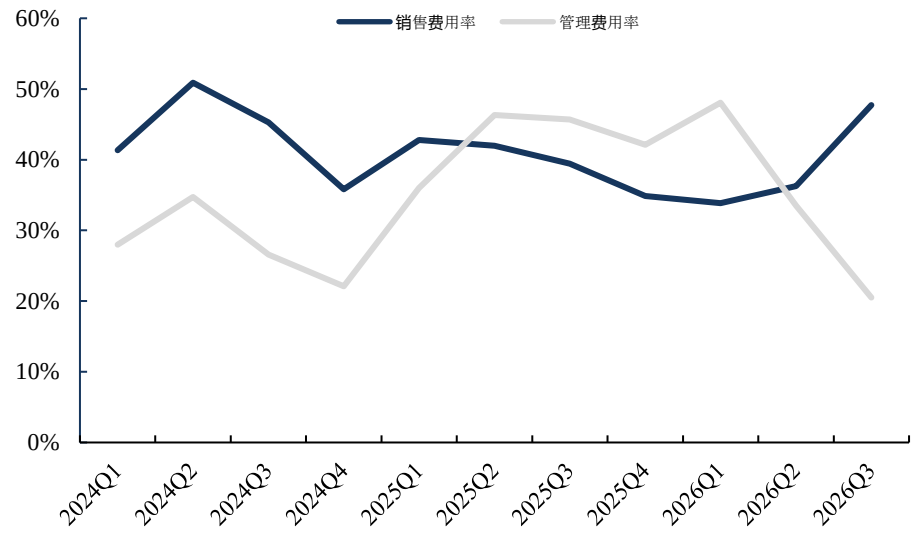
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 收缩低效业务优化人员配置，降本增效助力盈利修复

公司科创知识产权代理服务业务高度依赖地推获客，需要维持较大规模销售团队，行业竞争激烈、投入产出效率持续低于预期，因此公司自 2025 年起主动压缩该业务规模，相关人员由年初 400 余人缩减至约 50 人，将资源逐步聚焦于人工智能企业服务。2026 年，公司延续上述调整，同时精简人工智能培训业务销售团队及推广支出，加强费用管控。前三季度销售、管理费用分别为 2,933.4 万元、2,438.2 万元，同比下降 30.76%、43.89%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

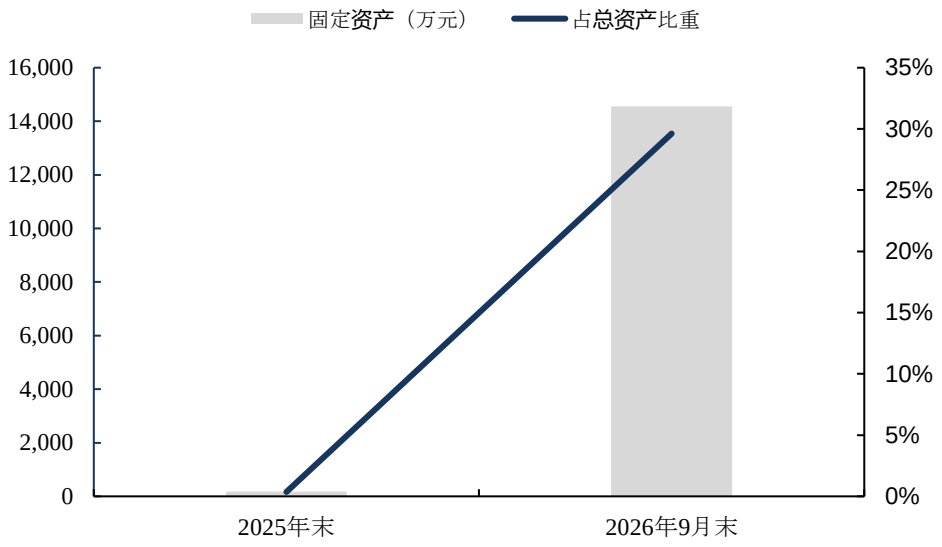
3. 算力投入推动资产结构变化，租赁业务有望释放业绩弹性

公司算力布局正逐步由设备投入向收入落地推进，资产结构随之调整。截至 2026 年 9 月末，公司固定资产由上年末的 176.95 万元增至 14,559.09 万元，占总资产的比重由约 0.36%提升至 29.62%，主要系购置算力设备所致；同期货币资金较上年末下降 62.06%，主要系支付算力设备采购款。随着业务推进，公司部分资金储备逐步转化为经营性设备，算力相关资产的权重明显提升。三季报同时披露，报告期内新增算力服务收入，在一定程度上缓解了科创知识产权业务收入下降带来的影响，表明前期布局已开始形成经营贡献。

算力租赁已纳入公司人工智能服务体系，有望承接中小企业 AI 应用落地需求。公司此前财报明确，通过黑马智算中心为中小企业提供算力租赁、云计算等基础设施服务，并将其与培训、模型开发、调优及部署相结合。相较于自行采购设备，租赁模式有助于减轻客户前期资金占用，并根据实际需求灵活配置算力。公司长期积累的企业培训、成长辅导及产业资源对接能力，为拓展算力服务提供潜在客户入口。我们认为，随着客户由 AI 认知培训向实际应用部署延伸，公司有望推动既有客户资源向算力业务转化，后续设备利用率提升及服务规模扩大有望带来增量收入与利润。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：公司固定资产规模及占总资产比重明显提升



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 版信通并购持续推进，鸿蒙与 AI 应用生态拓展版权服务空间

2026 年 9 月 21 日，创业黑马拟通过发行股份及支付现金、以 2.80 亿元收购版信通 100%股权事项获深交所并购重组委审议通过，并于 9 月 28 日披露重组报告书注册稿，交易尚需取得中国证监会同意注册并完成交割。版信通主要通过易版权平台提供基于区块链技术的软件著作权电子版权认证服务，为移动应用开发者及软件著作权人提供应用上架所需的初步权利归属证明。

版信通实际业绩高于原承诺水平，既定收购价格的吸引力进一步显现。根据原交易方案，标的 2025-2027 年扣非前后孰低的归母净利润承诺分别不低于 2,800 万元、3,000 万元、3,200 万元。事实上，2025 年版信通实现归母净利润 4,988.48 万元、扣非归母净利润 4,831.31 万元，明显高于当年原承诺水平；2026 年前 8 个月实现扣非归母净利润 2,969.03 万元，同比增长 13.42%，接近 2026 年全年 3,000 万元的承诺金额。与此同时，本次交易对价仍为 2.80 亿元。我们认为，标的盈利表现持续兑现，而交易对价保持不变，有助于凸显本次收购的价值，并为完成交割后的盈利增厚提供支撑。

鸿蒙应用生态扩展，有望带来新增版权认证需求。开发者可通过易版权平台，为包括鸿蒙系统在内的不同操作系统应用申请电子版权认证。华为官方鸿蒙开发者激励计划亦引导开发者使用华为账号登录易版权，申请“电子版权服务（鸿蒙版）”，体现出易版权与鸿蒙开发者生态的业务衔接。我们认为，随着原生鸿蒙应用、游戏及元服务供给增加，开发与上架过程中的版权证明需求有望同步扩展，为版信通带来新增业务机会，实际收入贡献取决于认证数量、收费方式及合作安排。

AI 应用与智能体发展，有望进一步拓宽版权服务场景。华为小艺开放平台已将 APP

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电子版权证书、软件著作权认证证书等列为智能体开发者建议申请的知识产权保护材料，目前属于非必选资质。我们认为，随着 AI 辅助开发降低应用开发门槛、智能体产品供给增加，开发者对权利归属证明及版权保护的需求有望增长。版信通可依托既有认证平台与开发者服务经验探索相关市场，智能体版权服务有望成为中长期业务拓展方向，具体商业化进展仍需观察。

版信通具有一定的现金及存款储备。截至 2026 年 6 月末，标的货币资金为 4,377.48 万元，另有其他非流动资产 6,142.50 万元，主要为期限一年以上的定期存款；2025 年经营活动现金流净额为 5,233.26 万元。上述资金储备及现金创造能力，为其持续经营和业务拓展提供支持，亦构成本次交易价值的重要考量。

我们认为，此次收购有望将创业黑马的知识产权服务延伸至软件版权认证领域，补充专业认证能力与业务收入来源。后续双方可通过中小企业客户资源对接及服务交叉销售拓展协同，并共同探索鸿蒙应用、AI 应用及智能体发展带来的版权服务需求，为公司提供新的增长空间。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到公司亏损逐步收窄，版信通与算力业务有望贡献增量。因此，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 8.3/69.9/93.0 百万元，对应现价 PE 分别为 541.65/64.26/48.28。我们看好版权认证业务和算力业务的发展，AI 业务提供内生增长动力，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

交易进度与标的业绩不及预期；算力业务增长不及预期；主营业务盈利修复不及预期；经营现金流改善不及预期。

创业黑马三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**317**	**262**	**288**	**417**
货币资金及交易性金融资产	254	136	190	322
经营性应收款项	21	29	31	39
存货	0	34	12	9
合同资产	0	3	3	3
其他流动资产	41	60	51	45
非流动资产	**181**	**272**	**245**	**204**
长期股权投资	81	64	64	64
固定资产及使用权资产	8	151	117	79
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6	3	10	6
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	86	54	54	54
资产总计	**498**	**534**	**533**	**621**
流动负债	**144**	**180**	**116**	**119**
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
经营性应付款项	33	56	22	19
合同负债	68	66	67	74
其他流动负债	40	55	24	23
非流动负债	**4**	**5**	**6**	**5**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	3	5	5	4
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	**148**	**185**	**121**	**123**
归属母公司股东权益	370	378	448	541
少数股东权益	(20)	(29)	(36)	(43)
所有者权益合计	**350**	**349**	**411**	**498**
负债和股东权益	**498**	**534**	**533**	**621**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**141**	**122**	**201**	**244**
营业成本(含金融类)	67	42	49	52
税金及附加	1	0	1	1
销售费用	56	41	41	45
管理费用	60	33	36	39
研发费用	7	4	8	11
财务费用	(2)	3	5	6
加:其他收益	6	5	8	10
投资净收益	10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(27)	(3)	(4)	(4)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**(59)**	**0**	**66**	**96**
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**(59)**	**0**	**66**	**96**
减:所得税	19	0	3	10
净利润	**(78)**	**0**	**62**	**87**
减:少数股东损益	(29)	(9)	(8)	(7)
归属母公司净利润	**(49)**	**8**	**70**	**93**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.29)	0.05	0.42	0.56
EBIT	(57)	2	71	102
EBITDA	(34)	13	116	151
毛利率(%)	52.22	65.22	75.77	78.78
归母净利率(%)	(34.80)	6.81	34.74	38.16
收入增长率(%)	(36.44)	(13.70)	65.23	21.17
归母净利润增长率(%)	53.49	116.89	742.86	33.10

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(57)	(13)	77	147
投资活动现金流	(33)	(103)	(18)	(8)
筹资活动现金流	2	(2)	(5)	(8)
现金净增加额	(87)	(118)	54	132
折旧和摊销	22	11	46	49
资本开支	0	(152)	(18)	(8)
营运资本变动	(34)	(30)	(40)	2

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	2.21	2.26	2.67	3.23
最新发行在外股份（百万股）	167	167	167	167
ROIC(%)	(18.63)	0.73	17.29	19.87
ROE-摊薄(%)	(13.26)	2.19	15.61	17.20
资产负债率(%)	29.68	34.64	22.77	19.87
P/E（现价&最新股本摊薄）	(91.48)	541.65	64.26	48.28
P/B（现价）	12.13	11.89	10.03	8.31

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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