

2023 年 04 月 24 日
创业黑马 (300688.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

服务综合

2022 年部分线下业务交付延期，企服业务贡献新收入增长点

公司公告 2022 年年报及 2023 年一季报：

- 1) 2022 年，公司实现营业收入 3.47 亿元，同比增长 2.13%；归母净利润-0.84 亿元；
- 2) 2023 年第一季度，公司实现营业收入 0.48 亿元，同比减少 51.34%；归母净利润-0.11 亿元。

点评：

■ 2022 年疫情影响部分线下业务交付，暂时拖累业绩。

公司主营业务包括培训（企业加速）与企业服务（城市拓展、知识产权、财税服务等）两大板块，其中企业加速服务与城市拓展业务在 2022 年受疫情影响较大，部分线下排期、交付与项目验收受客观外部因素影响而停滞，但整体收入规模仍然实现了增长，主要得益于公司在企服 SaaS 服务、财税服务方面的发力，收入规模迅速增长。2022 年，公司综合毛利率为 28.35%，同比下降 18.3pct，主要源于新拓展的企服 SaaS、知识产权等业务处于成长期，前期有一定的成本投入。费用率方面，2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.3%/28.2%/4.02%/-3.1%，分别同比提升-0.49/4.5/0.6/-0.1pct，其中管理费用率提升较大，主要为公司股权激励计划实施，相关费用增加。

■ 业务全面升级，企服 SaaS 化成效显著，成为新的收入增长点。

公司于 2021 年下半年业务战略升级完成，企业服务创新业务快速增长，从 2022 年的收入结构上来看：1) 传统企业加速业务收入 0.94 亿元，同比减少 36.0%，占收入比重为 27.2%。2) 企业服务业务收入 2.42 亿元，同比增长 33.4%，占收入比重为 69.8%，再细拆，城市拓展/营销服务/SaaS 模式服务/财税服务/知识产权服务收入分别为 0.15/0.11/0.45/1.36/0.34 亿元，分别同比增长 -72.2%/-12.5%/190.8%/74.9%/55.8%。公司近年来提出并大力贯彻的“业务企服化，企服 SaaS 化”战略，在未来自主产业链的时代背景下，是打造公司科技创新服务平台定位的有力支撑。根据公司公告，2022 年公司企业服务客户数量新增 6793 个，同比增长 16.26%；新增订单金额 1.76 亿元，同比增长 20.34%。

■ 聚焦自主产业链，关注公司政企合作及与阿里达摩院合作的落地情况。

公司多年来一直紧跟政策号召及产业发展趋势，从双创服务到专精特新服务，始终服务于中小创企业。经过多年在产业端与政府端资源的

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	30.00 元
股价 (2023-04-21)	24.44 元

交易数据

总市值(百万元)	4,090.75
流通市值(百万元)	3,314.20
总股本(百万股)	167.38
流通股本(百万股)	135.61
12 个月价格区间	13.25/37.8 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.4	30.9	50.5
绝对收益	-14.1	27.3	51.4

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

冯静静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030003

fengjj@essence.com.cn

相关报告

创业黑马点评：21 年收入同比高增 108%，企服 SaaS 化转型成效显著
2022-03-17

积累，公司逐渐建立起 B+G 双打的产品优势形成业务良性闭环。对于 G 端（地方政府、高新园区）及大 B 端（央企、产业龙头），提供包括产业研究、项目筛选、加速孵化、招商运营、产业生态培育等综合服务与一体的产业加速器产品；对于小 B 端（加速器学员企业），通过地方政府政策支持+龙头企业产业资源与资金对接+公司加速服务体系赋能，从而做到 G 端+B 端双向收费。2022 年底开始，公司在新技术或数字经济方向已开始进行业务布局。根据公司公告，公司与北京朝阳国际科技创新服务公司（朝阳区国资委下属企业）、北京先创共同出资设立子公司数智云科，用以加强与朝阳区政府合作，打造国内一流的数字人加速基地。同时，公司子公司数智云科拟与阿里达摩院合作，负责“魔搭社区”在数字人产业上下游的定向推广，以及配合“魔搭社区”开发系列培训课程，课程内容由达摩院提供。

投资建议：公司为 A 股较为稀缺的为中小创企业提供全链路一站式的企业服务与科创服务，庞大的客户群体、良好的政府合作关系、SaaS 化服务系统为公司科创知识产权等服务业务的拓展带来天然优势，新业务正成为新的增长点。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.40/7.13/9.06 亿元，对应增速为 55.5%/32.0%/27.1%；净利润分别为 0.58/0.88/1.20 亿元。通过分部估值法对公司各项业务进行估值加总（2023 年传统培训业务 30 倍 PE 对应估值 9 亿，企服业务 10 倍 PS 对应估值 40 亿），最终我们给予公司 2023 年 49 亿元的估值，对应目标价约 30 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：市场竞争加剧，行业监管及市场管理对公司业务增长的影响，新业务拓展不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	339.9	347.1	539.9	712.9	906.4
净利润	11.4	-83.5	58.2	87.7	120.2
每股收益(元)	0.07	-0.50	0.35	0.52	0.72
每股净资产(元)	3.55	3.40	3.71	4.18	4.83

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	358.0	-49.0	70.2	46.7	34.0
市净率(倍)	6.9	7.2	6.6	5.8	5.1
净利润率	3.4%	-24.1%	10.8%	12.3%	13.3%
净资产收益率	1.9%	-14.7%	9.4%	12.5%	14.9%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	-65.0%	-446.3%	954.4%	177.1%	-395.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.9	347.1	539.9	712.9	906.4	成长性					
减:营业成本	181.2	248.7	237.6	306.5	380.7	营业收入增长率	107.9%	2.1%	55.5%	32.0%	27.1%
营业税费	1.4	1.9	2.3	3.3	4.4	营业利润增长率	-148.3%	1,987.0%	-169.3%	49.9%	37.3%
销售费用	84.3	84.4	108.0	139.0	172.2	净利润增长率	55.9%	-831.1%	-169.7%	50.5%	37.1%
管理费用	80.4	97.9	108.0	135.4	167.7	EBITDA 增长率	-54.2%	-966.6%	-213.2%	42.3%	30.6%
研发费用	11.6	13.9	18.9	25.0	31.7	EBIT 增长率	-95.2%	-	-183.0%	49.9%	37.3%
财务费用	-10.3	-10.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	-1,830.3%	218.6%	-153.9%	49.9%	37.3%
资产减值损失	-8.0	-17.2	-10.6	-10.6	-10.6	投资资本增长率	-53.6%	-74.8%	707.9%	-161.4%	-324.1%
加:公允价值变动收益	1.3	0.2	-	-	-	净资产增长率	53.5%	-1.1%	10.4%	14.2%	17.0%
投资和汇兑收益	10.3	-9.8	0.8	0.4	-2.9						
营业利润	-5.3	-110.4	76.5	114.7	157.4	利润率					
加:营业外净收支	0.7	-0.5	-0.4	-	-0.3	毛利率	46.7%	28.3%	56.0%	57.0%	58.0%
利润总额	-4.6	-111.0	76.1	114.6	157.1	营业利润率	-1.6%	-31.8%	14.2%	16.1%	17.4%
减:所得税	6.5	-0.7	11.4	17.2	23.6	净利润率	3.4%	-24.1%	10.8%	12.3%	13.3%
净利润	11.4	-83.5	58.2	87.7	120.2	EBITDA/营业收入	2.7%	-23.0%	16.7%	18.0%	18.5%
						EBIT/营业收入	0.2%	-26.5%	14.2%	16.1%	17.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	4	3	2	0	0
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-43	-82	-46	-39	-21
货币资金	494.9	443.1	511.6	680.7	684.4	流动资产周转天数	526	603	421	378	344
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	23	33	45	34	37
应收帐款	35.3	28.1	106.6	26.4	160.5	存货周转天数	-	-	-	-	-
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	660	812	561	463	409
预付帐款	8.0	6.2	20.1	4.2	27.2	投资资本周转天数	45	18	21	5	8
存货	-	-	-	-	-						
其他流动资产	74.0	72.6	73.8	73.5	73.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.9%	-14.7%	9.4%	12.5%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.4%	-13.8%	7.3%	10.3%	12.0%
长期股权投资	73.4	82.5	82.5	82.5	82.5	ROIC	-65.0%	-446.3%	954.4%	177.1%	-395.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3.2	3.0	1.5	0.1	-0.2	销售费用率	24.8%	24.3%	20.0%	19.5%	19.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	23.7%	28.2%	20.0%	19.0%	18.5%
无形资产	27.0	34.6	22.3	10.1	-	研发费用率	3.4%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	50.1	130.6	62.9	73.0	83.5	财务费用率	-3.0%	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	765.9	800.6	881.5	950.3	1,111.1	四费/营业收入	48.8%	53.4%	43.5%	42.0%	41.0%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	37.5	44.8	46.5	58.8	75.6	资产负债率	25.3%	29.3%	29.1%	24.9%	24.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	33.9%	41.5%	41.1%	33.2%	33.1%
其他流动负债	141.0	173.5	199.7	164.0	186.9	流动比率	3.43	2.52	2.89	3.52	3.60
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.43	2.52	2.89	3.52	3.60
其他非流动负债	15.3	16.5	10.6	14.2	13.8	利息保障倍数	-0.06	8.50			
负债总额	193.9	234.9	256.8	236.9	276.2	分红指标					
少数股东权益	-22.6	-3.3	3.2	12.9	26.3	DPS(元)	0.04	-	0.03	0.05	0.07
股本	109.2	167.4	167.4	167.4	167.4	分红比率	57.4%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	485.3	401.7	454.1	533.0	641.2	股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
股东权益	572.0	565.8	624.7	713.3	834.9						

现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-11.1	-110.3	58.2	87.7	120.2	EPS(元)	0.07	-0.50	0.35	0.52	0.72
加:折旧和摊销	12.8	17.7	13.8	13.8	10.3	BVPS(元)	3.55	3.40	3.71	4.18	4.83
资产减值准备	8.0	17.2	-	-	-	PE(X)	358.0	-49.0	70.2	46.7	34.0
公允价值变动损失	-1.3	-0.2	-	-	-	PB(X)	6.9	7.2	6.6	5.8	5.1
财务费用	0.9	1.9	-	-	-	P/FCF	96.0	-84.2	21,430.8	23.0	318.8
投资收益	-10.3	9.8	-0.8	-0.4	2.9	P/S	12.0	11.8	7.6	5.7	4.5
少数股东损益	-22.5	-26.7	6.5	9.7	13.4	EV/EBITDA	326.0	-28.0	39.0	26.1	20.0
营运资金的变动	62.3	-33.1	6.3	64.9	-130.5	CAGR(%)	-306.6%	-206.6%	118.9%	-306.6%	-206.6%
经营活动产生现金流量	41.1	4.5	84.0	175.7	16.2	PEG	-1.2	0.2	0.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-30.3	-69.2	0.8	0.4	-2.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	190.2	62.9	-16.3	-7.0	-9.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034