

# 语义智能领军，多点共振迎来景气拐点 买入（首次）

2020年05月22日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	967	1,202	1,462	1,763
同比（%）	14.4%	24.3%	21.6%	20.6%
归母净利润（百万元）	157	224	292	368
同比（%）	158.0%	42.5%	30.4%	26.0%
每股收益（元/股）	0.33	0.47	0.61	0.77
P/E（倍）	48	34	26	21

## 股价走势



## 投资要点

- 国内自然语言处理(NLP)领军企业：**拓尔思是国内自然语言理解(NLP)技术研发的先驱者，2000年即开始从事自然语言处理和文本挖掘方面的研究。目前公司的语义智能技术主要涵盖自然语言处理、知识图谱、及图像/视频等多媒体内容深度分析和理解等子领域，根据 IDC 报告显示，公司在中国 AI 语音语义应用市场份额达到 4.2%，排名第二，竞争优势显著。2018 年开始，公司战略定位“语义智能+”，积极在多个重点领域拓展语义智能技术应用。
- 立足标准产品通过语义智能+深挖行业，云化升级带动增长：**拓尔思立足内容管理系统、海贝大数据管理系统、网络信息雷达系统、人工智能技术平台等标准产品，通过“语义智能+”深挖行业需求，战略面向三大重点板块：内容安全和互联网空间治理、数字政府、数据智能，覆盖从党政机关到企事业单位的众多行业市场。**内容安全和互联网空间治理板块**，主要服务于媒体融合（融媒体）、内容审核、舆情感知分析等领域；**数字政府板块**，主要服务于政府网站门户及政务新媒体内容管理、政府大数据平台建设和应用等领域；**数据智能板块**，服务于金融智能风控和风险预警、企业大数据营销和智能客服、防务开源情报、科教知识服务等领域。在云化趋势下，目前公司已经形成通用平台、行业应用产品和解决方案、在线数据智能服务（SaaS/DaaS）三个层次的立体产品体系。2019 年云和数据服务实现收入 2.2 亿，同比增长 52.35%，在总收入占比达到 22.76%，成为公司增长的主要拉动力。
- 政府网站集约化+融媒体建设+舆情监管需求三点共振，招标数据验证景气拐点：**网络舆情、融媒体、政府网站集约化等领域在当前政策引导下处于爆发期。**政府网站集约化**，《政府网站集约化试点工作方案》要求 2019 年底完成十省一市政府网站集约化工作，并提出在全国推广试点成果的意见，预计 2020 年二季度后，全国的政府网站将要根据“全国推广试点成果的意见”，进行新一轮集约化建设；**融媒体建设**上升为国家战略，2020 年底基本实现县级融媒体中心在全国的覆盖，县级融媒体中心建设迎来战略机遇期；**网络舆情监管**，《网络信息内容生态治理规定》2020 年 3 月 1 日正式实施，网络舆情监测平台建设横向上有望向不同政府部门延伸，纵向上有望进一步向县市渗透。公司披露数据显示，2019 年 8 月公司合计中标金额超过 2 亿元，创造了公司发展史上的新纪录，涉及政府网站集约化、融媒体、网络舆情等，充分说明公司各细分领域需求高景气。
- 盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年营收分别为 12.02 亿元、14.62 亿元、17.63 亿元，EPS 分别为 0.47/0.61/0.77 元。目前可比公司平均 PE 为 53 倍，作为国内语义智能行业的领军企业，理应给予一定估值溢价，我们给予公司 2020 年 55 倍 PE，对应市值为 123.20 亿元，对应目标价 25.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**融媒体、网站集约化、舆情监管政策推进不及预期；云和数据服务业务转型不及预期。

## 市场数据

收盘价(元)	15.81
一年最低/最高价	5.94/13.69
市净率(倍)	4.02
流通 A 股市值(百万元)	7358.43

## 基础数据

每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	32.84
总股本(百万股)	478.01
流通 A 股(百万股)	465.43

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 语义智能技术领先，历史收入稳健增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 自然语言处理技术领先，语音语义份额排名靠前 .....	4
1.2. 以语义智能为基，赋能各行各业 .....	5
1.3. 收入稳健增长，持续高研发投入 .....	7
<b>2. 三点共振释放需求，加速拐点到来</b> .....	<b>9</b>
2.1. 网络舆情政策助推监管力度加强，深耕行业多年 .....	9
2.1.1. 网络舆情监管是网络安全重要治理方向，政策助推监管力度加强 .....	9
2.1.2. 深耕行业十余年，2019 年开始加速 .....	11
2.2. 融媒体建设高峰期，订单翻倍增长 .....	12
2.2.1. “建设全媒体”等政策加速融媒体建设，县级市场带来增量 .....	12
2.2.2. 深耕媒体客户，2019 年订单规模翻倍放大 .....	13
2.3. 政府网站集约化建设加速，公司市场份额居前 .....	15
2.3.1. 政府网站集约化加速建设 .....	15
2.3.2. 领跑政府网站集约化建设，市场份额居前。 .....	17
<b>3. 强化云和智能升级，发行可转债加码智能平台</b> .....	<b>18</b>
3.1. 新基建带动智媒平台，招标数据验证景气延续 .....	18
3.2. 强化云和数据智能服务，云业务快速增长 .....	20
3.3. 发行可转债预案，投入融媒体和公共安全方向 .....	21
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

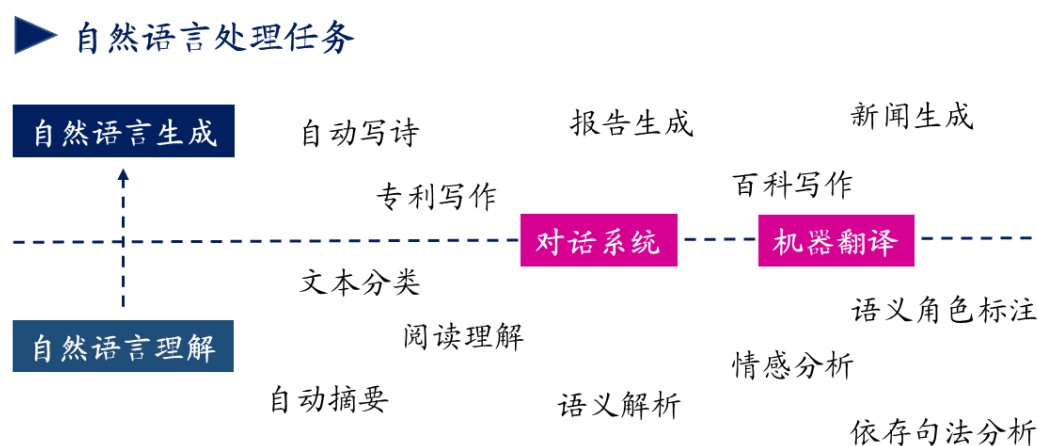
图 1: NLP 主要应用方向 .....	4
图 2: 公司历史沿革 .....	4
图 3: 拓尔思在中国 AI 语音语义应用市场份额排第二 .....	5
图 4: 公司产品和服务 .....	6
图 5: 拓尔思典型行业客户 .....	7
图 6: 2019 年公司主要行业客户营收占比情况 .....	7
图 7: 2016-2019 年营收增速 .....	8
图 8: 2016-2019 年归母净利润增速 .....	8
图 9: 公司毛利率和净利率 .....	8
图 10: 公司费用率情况 .....	8
图 11: 研发投入及营收占比 .....	8
图 12: 研发人员占总员工数比例不断提升 .....	8
图 13: 网民规模和互联网渗透率稳步增长 .....	9
图 14: 移动互联网流量持续高速爆发 .....	9
图 15: 国家网信办启动网络生态治理专项行动 .....	10
图 16: 拓尔思 TRS 网察大数据分析平台 .....	10
图 17: 2018 年互联网监管行动主要执行主体 top10 .....	10
图 18: 2018 年互联网监管对象产品和服务类型分布 .....	10
图 19: TRS 网查大数据分析平台优势 .....	11
图 20: 融媒体主要服务 .....	14
图 21: 2016-2019 政府网站数量 .....	16
图 22: 新基建主要规划方向 .....	18
图 23: 2017 年 1 月-2020 年 4 月订单统计 (单位: 万元) .....	19
图 24: 云和数据服务业务收入 (百万元) 和总营收占比 .....	20
图 25: 营收拆分与预测 (单位: 百万元) .....	22
表 1: 网络舆情治理相关政策 .....	10
表 2: 公司网络舆情中标订单统计 .....	12
表 3: 融媒体相关政策法规 .....	12
表 4: 公司融媒体中标订单统计 .....	14
表 5: 主要政策法规 .....	16
表 6: 公司网站集约化中标订单统计 .....	17
表 7: 可转债募集资金拟投入方向 (单位: 万元) .....	21
表 8: 行业可比标的估值 (截至 5 月 19 日) .....	23

## 1. 语义智能技术领先，历史收入稳健增长

### 1.1. 自然语言处理技术领先，语音语义份额排名靠前

NLP 是人工智能领域的核心分支。NLP 简单来说就是用计算机来处理、理解以及运用人类语言。日常生活中经常接触的搜索引擎、个性化推荐、智能音箱、机器的实时翻译等场景，都是 NLP 技术的应用方向。NLP 被视为解决人工智能完备 (AI-Complete) 的核心问题之一，当机器与语言间沟通的桥梁被成功架起，人类离实现“强人工智能”也就指日可待。目前，自然语言的进化、多模态的语义理解、训练数据的匮乏等都是困扰 NLP 的重要难点。

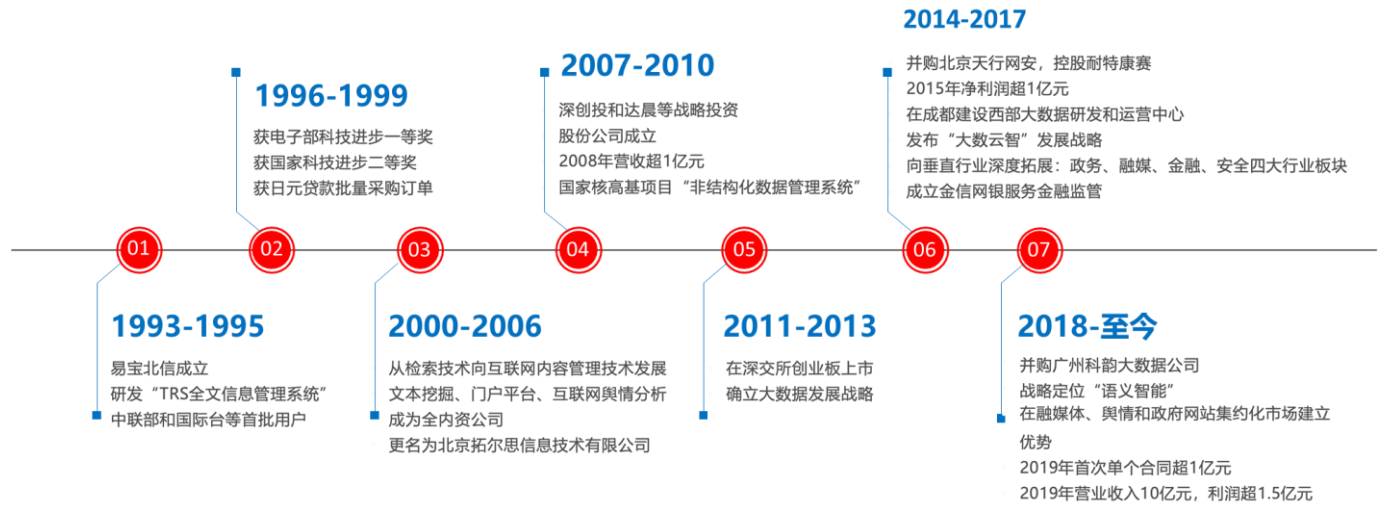
图 1: NLP 主要应用方向



数据来源: WAIDC, 东吴证券研究所

拓尔思是国内自然语言处理 (NLP) 领先厂商。公司自成立以来一直从事大数据和人工智能技术的产品研发、销售和服务，已成为国内领先的拥有自主核心技术的人工智能和大数据技术及数据服务提供商。公司在人工智能领域最主要的优势研究方向是自然语言理解 (Natural Language Processing, 简称 NLP)。作为国内 NLP 技术研发的先驱者，公司从 2000 年开始即从事自然语言处理和文本挖掘方面的研究，在国内最早推出商业化的文本挖掘软件 TRS CKM，并被国内外数以千计的用户采用。主要产品包括商业化文本挖掘软件和深度文本挖掘软件。根据专注于企业转型升级领域的知名数字化智库平台和资源连接器——转型家 (CXOPark.com) 发布的新基建各细分领域 TOP 企业名单，拓尔思上榜人工智能 TOP30 企业和大数据整合分析 TOP15 企业。

图 2: 公司历史沿革

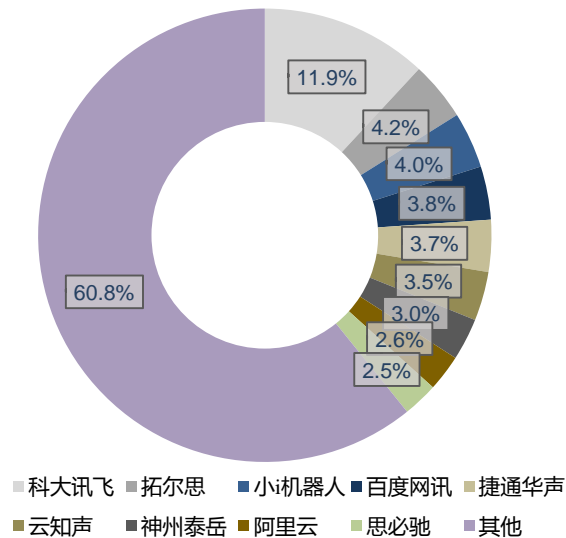


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在中国 AI 语音语义市场份额排名第二。目前公司的语义智能技术主要涵盖自然语言处理、知识图谱、图像/视频等多媒体内容深度分析和理解等子领域。根据 IDC 发布的《中国人工智能软件及应用(2018 下半年)跟踪》显示，公司在中国 AI 语音语义应用市场份额达到 4.2%，排名第二，竞争优势显著。

图 3：拓尔思在中国 AI 语音语义应用市场份额排第二

### 2018下半年中国人工智能之语音语义应用市场份额



数据来源：IDC，东吴证券研究所

## 1.2. 以语义智能为基，赋能各行各业

以语义智能为基，赋能各行各业。公司一直围绕自然语言处理核心，以语义智能为技术主线，研发相关人工智能、大数据技术和内容管理技术，开发多个系列的通用平台

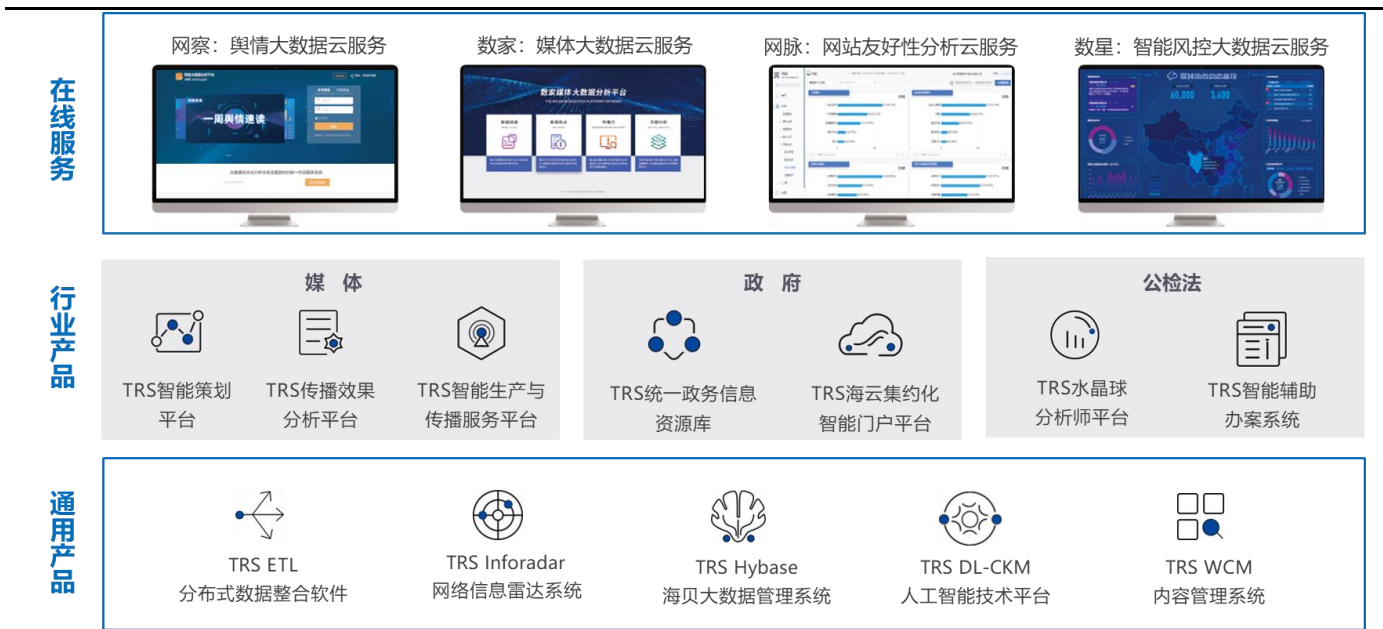


和行业应用软件产品。2018 年开始，公司战略定位“语义智能+”，以“产品+行业解决方案”、在线软件云和数据服务相结合的“云+数据服务”满足市场客户需要，实现核心技术在众多垂直行业的落地应用，以人工智能和大数据技术助力政府和企业的数字化转型，赋能数字经济。

**语义智能战略重点面向融媒体、网络舆情和政府网站集约化市场。**“语义智能+”业务战略面向三大重点板块：内容安全和互联网空间治理、数字政府和数据智能，覆盖从党政机关到企事业单位的众多行业市场。**内容安全和互联网空间治理板块**，公司主要服务于媒体融合（融媒体）、内容审核、舆情感知分析以及版权管理维护等领域；**数字政府板块**，主要服务于政府网站门户及政务新媒体内容管理、政府大数据平台建设和应用、专利大数据业务平台和行业服务、智慧公检法大数据智能应用、政务服务机器人等领域；**涉及行业广泛的数据智能板块**，公司服务于金融智能风控和风险预警、企业大数据营销和智能客服、防务开源情报、科教知识服务等领域，涵盖金融科技、监管科技、营销科技、企业数字化多个方向。

**主要产品和服务涵盖通用平台产品、行业应用产品及大数据智能服务三大类别。**公司的主要产品服务体系，从技术方向横向分为人工智能、大数据、内容管理和信息安全，从应用层次和类型纵向分为通用平台产品、行业应用产品和解决方案、在线数据智能服务（SaaS/DaaS）三个层次。

图 4：公司产品和服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**聚焦政府、媒体、泛安全以及金融、能源等大中企业客户市场。**公司目前的行业应用产品和解决方案所聚焦的重点行业包括政府、媒体、泛安全以及金融、能源等大中企业客户市场，与众多优质客户形成了稳定的合作关系，产品和服务已被国内外 8000 多家机构用户广泛使用，覆盖 80% 的国家部委和 60% 的省市级政府机关，超过 300 家传统

媒体和新媒体机构，众多金融、通信、能源、制造等大中型企业和科研教育单位。

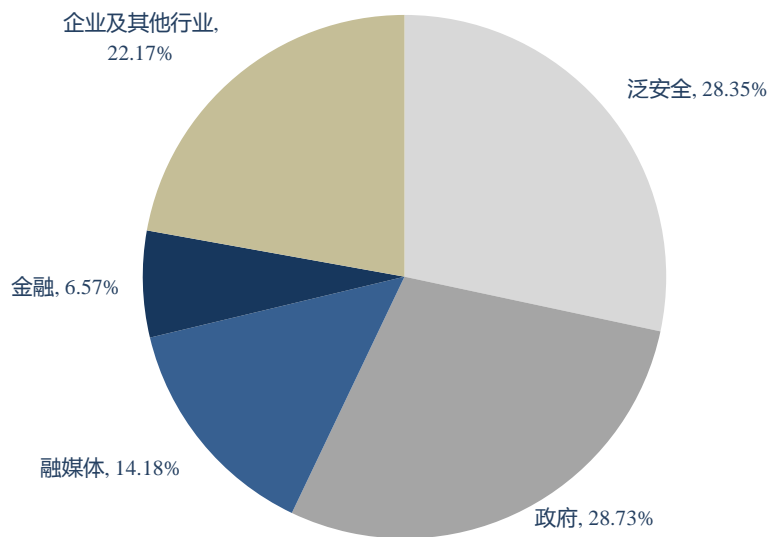
图 5：拓尔思典型行业客户

政务	媒体	安全	金融	企业	知识产权	出版	互联网空间治理
中央办公厅 国务院 外交部 发改委 公安部 商务部等	人民日报 新华社 中国日报 中央广播总台 北京日报等	公安部 省公安厅 市公安局 安全部等	中国银行 国开行 海通证券 证监会 银保监会 中国人保等	中国电信 中国移动 国家电网 南方航空 华为 中兴等	国家知识产权局 知识产权出版社 国家知识产权局商标局等	人民出版社 新华文摘 九州出版社 法律出版社 人民交通出版社等	外交部 卫计委 环保部 税务局 中共中央党校等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**政府和泛安全行业营收占比过半：**2019 年，分行业看，泛安全、政府、融媒体、金融、企业及其他行业等 5 个行业的营收占比分别为 28.35%、28.73%、14.18%、6.57%、22.17%，其中政府和泛安全行业占比合计达到 57.08%。

图 6：2019 年公司主要行业客户营收占比情况



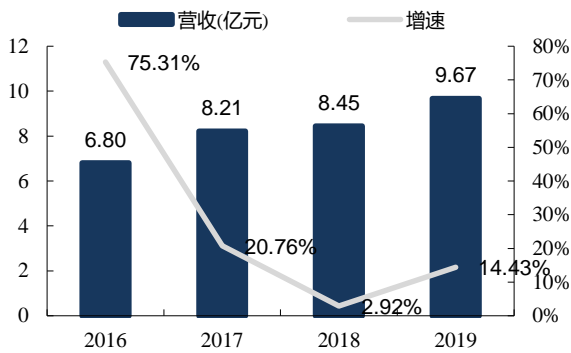
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 收入稳健增长，持续高研发投入

**2019 年营收和归母净利润增速恢复。**2016 年至 2019 年的营收分别为 6.80 亿元、8.21 亿元、8.45 亿元、9.67 亿元，同比增速分别为 75.31%、20.76%、2.92%、14.43%；2016 年至 2019 年的归母净利润分别为 1.37 亿元、1.58 亿元、0.61 亿元、1.53 亿元，同比增速分别为 13.21%、15.43%、-61.47%、158.02%。2018 年归母净利润大幅下滑主要是公司计提商誉减值 4023.81 万元。2019 年多项业务受益于行业高景气度，营收和净利润有

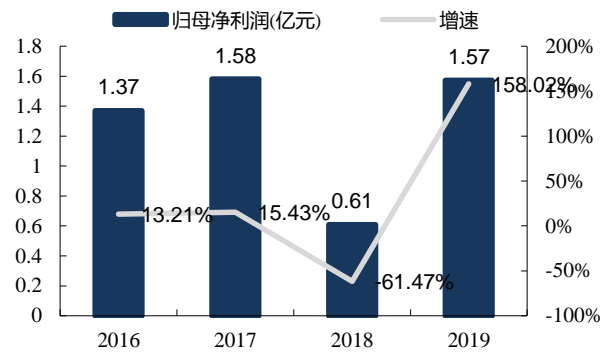
所提升。

图 7：2016-2019 年营收增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

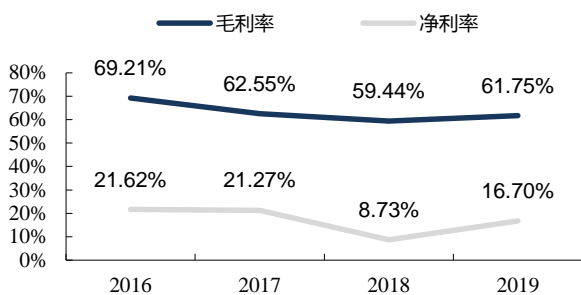
图 8：2016-2019 年归母净利润增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

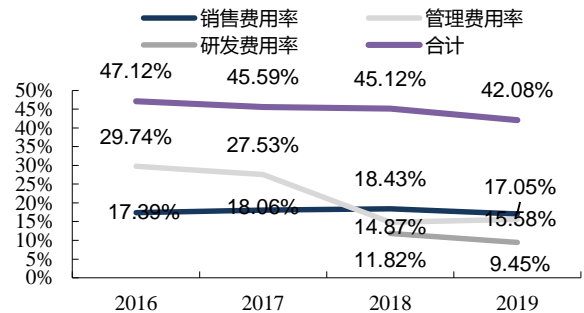
业务占比变化带动毛利率和净利率下滑，费用率略有下降。毛利率 2016 年开始下滑，主要是收购耐特康赛 2016 年 1 月开始并表。2016 年至 2019 年三项费用率合计分别为 47.12%、45.59%、45.12%、42.08%，费用支出呈现稳中有降的态势。

图 9：公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：公司费用率情况



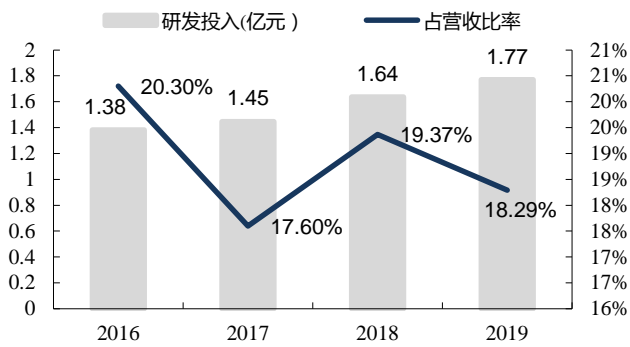
数据来源：Wind，东吴证券研究所

聚焦“语义智能+”，加强技术研发。2018 年公司提出“语义智能+”的技术战略，围绕语义智能为核心，在自然语言处理、知识图谱构建、多媒体内容理解等领域加大研发投入，推出海贝大数据管理系统、深度文本挖掘软件、网察大数据分析平台、安拓知识图谱等新产品或升级产品。2016-2019 年公司研发投入占营收比重保持在 20% 左右，处于领先水平。截止 2019 年 12 月 31 日，公司及全资/控股子公司拥有数百项软件著作权。

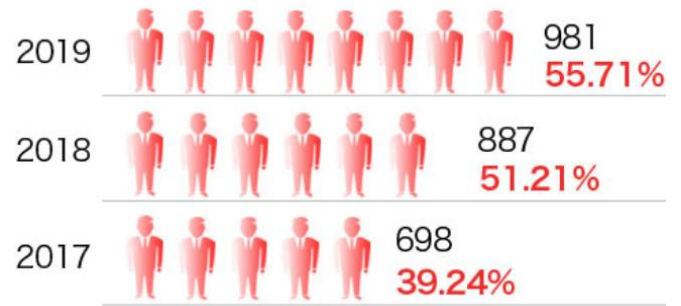
图 11：研发投入及营收占比

图 12：研发人员占总员工数比例不断提升





数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

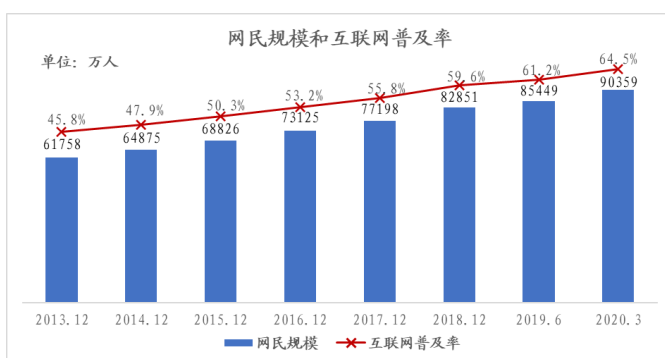
## 2. 三点共振释放需求, 加速拐点到来

### 2.1. 网络舆情政策助推监管力度加强, 深耕行业多年

#### 2.1.1. 网络舆情监管是网络安全重要治理方向, 政策助推监管力度加强

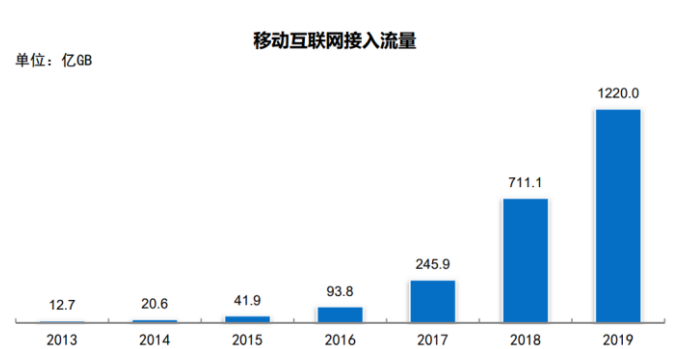
**互联网渗透率稳步增长, 流量持续爆发。**根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的第 45 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示, 截至 2020 年 3 月, 中国网民规模达到 9.04 亿, 互联网普及率达 64.5%, 手机网民规模 8.97 亿, 网民使用手机上网比例达 99.3%。而 2019 年移动互联网接入流量更是高达 1220.0 亿 GB, 较 2016 年增长超过 10 倍, 网民规模和流量爆发增长的背后体现的是信息和内容正快速生产和传播。

图 13: 网民规模和互联网渗透率稳步增长



数据来源: CNNIC, 东吴证券研究所

图 14: 移动互联网流量持续高速爆发



数据来源: CNNIC, 东吴证券研究所

**网络舆情监测体系建设有利于维护社会稳定。**互联网高速发展的今天, 微信、论坛、微博等平台实时产出大量信息, 这类平台上的相关信息具有高速增长和快速传播的特点, 网络信息形成的舆论力量影响社会的稳定。通过对突发公共事件发生前、中、后

进行舆情监测，对网络舆情进行实时关注，能够及时发现影响社会稳定的不利因素。这一切都呼唤着政府因时制宜地调整和创新治理机制，大胆运用互联网思维，完善市场监管。

图 15: 国家网信办启动网络生态治理专项行动



数据来源：新华社，东吴证券研究所

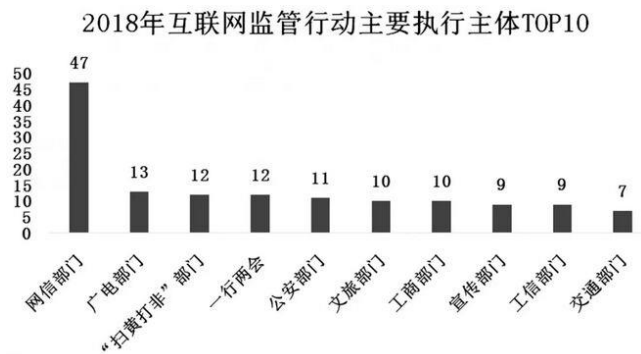
图 16: 拓尔思 TRS 网察大数据分析平台



数据来源：拓尔思官网，东吴证券研究所

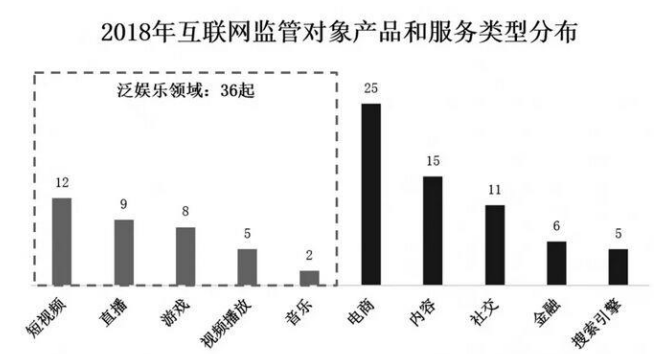
**垂直领域监管力度明显上升。**2018 年国务院机构改革，对于互联网监管而言，此番机构改革带来的影响十分显著深远，调整后机构的监管分工更加集中清晰，机构部门间联动协调更加顺畅。在 2018 年互联网监管行动涉及的牵头和共同发起部门中，网信部门参与度最高，广电、“扫黄打非”办、一行两会、公安部门监管频次也较高。

图 17: 2018 年互联网监管行动主要执行主体 top10



数据来源：人民网舆情中心，东吴证券研究所

图 18: 2018 年互联网监管对象产品和服务类型分布



数据来源：人民网舆情中心，东吴证券研究所

**行业投入有望加速。**去年底网信办发布的《网络信息内容生态治理规定》进一步细化落实网络空间治理的行动战略，2020 年 3 月 1 日已经正式施行，目前，相关部门紧锣密鼓地投入业务和技术平台建设。网络舆情监测平台未来将成为政府部门的重要建设项目，横向上有望向不同政府部门延伸，纵向上有望进一步向县市渗透。

表 1: 网络舆情治理相关政策

时间	政策、法规、行动	主要内容
2020 年 4 月	“净网 2020”专项行动	主要针对严重影响公共秩序、网络安全的违法犯罪，频繁为

2019年12月	《网络信息内容生态治理规定》	网络诈骗、赌博等突出犯罪“输血供粮”的黑灰产犯罪，活动猖獗、手段隐蔽、追踪困难的暗网违法犯罪，作案迅速、危害严重的网络相约犯罪，网络犯罪团伙及窝点大面积向境外转移等违法犯罪活动，展开强有力的专项打击
2019年3月	《2019年政府工作报告》	进一步提出了推进“双随机、一公开”跨部门联合监管，推行信用监管和“互联网+监管”改革
2019年1月	《关于开展 APP 违法违规收集使用个人信息专项治理的公告》	自2019年1月至12月，在全国范围组织开展 APP 违法违规收集使用个人信息专项治理
2018年10月	国务院常务会议	确定建设国家“互联网+监管”系统，促进政府监管规范化、精准化、智能化

数据来源：国务院、网信办、工信部等官网，东吴证券研究所

### 2.1.2. 深耕行业十余年，2019 开始加速

**行业布局早，平台优势多。**网络舆情监管领域，公司已持续多年深耕细作，以语义智能和大数据技术产品、从系统建设到数据服务全面赋能客户。公司的 TRS 网察大数据分析平台以用户需求为中心，结合互联网舆情监测分析的实际业务流程，在功能设计层围绕“智汇、智库、智策”三大设计理念，实时整合全渠道信源，依托基于深度学习的自然语言处理引擎，实现从数据到智能决策的一体化大数据舆情服务。

图 19: TRS 网查大数据分析平台优势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**互联网空间治理和舆情感知分析市场纵深拓展，由点及面。**公司在此领域形成了高技术平台+全数据资源+精业务知识的综合能力，可为国家关键部门构建全舆论场、全天

候、全方位的态势感知技术体系，覆盖从网络舆情内容感知分析到基于数据智能进行监管治理。2019年，公司不仅获得重点客户更大规模的采购订单，而且加强了从中央市场到地方市场的拓展力度，并取得良好收效，全年业务收入继续保持高速增长。公司2019年8月份中标金额超过2亿元，其中50%以上为网络舆情领域。

表 2：公司网络舆情中标订单统计

中标日期	项目名称	中标金额（万元）
2019/12/19	网络数据分析处理系统	181.8
2019/12/10	科技舆情监测分析系统建设	444
2019/11/5	企业搜索引擎组件采购	430
2019/9/25	互联网信息监测分析系统(境内互联网信息)建设项目	237
2019/9/19	新华通讯社全媒体采编发互联网数据资源引入项目互联网数据资源引入子项	575.4
2019/8/16	大数据检索分析验证系统	1108
2019/4/10	数据资源规划管理系统项目	568

数据来源：剑鱼招标网，东吴证券研究所

## 2.2. 融媒体建设高峰期，订单翻倍增长

### 2.2.1. “建设全媒体”等政策加速融媒体建设，县级市场带来增量

“融媒体”是充分利用媒介载体，把广播、电视、报纸、网络等既有共同点，又存在互补性的不同媒体，在内容、渠道、人员、宣传等方面进行全面整合，实现“资源融通、内容兼融、宣传互融、利益共融”的新型媒体平台。2014年以来“媒体融合”的相关文件日渐密集，这与近年来移动互联网新媒体对传统媒体的冲击愈发猛烈息息相关。

县级融媒体中心建设是近两年工作重点，2020年有望迎来建设高峰期。2014年8月18日，习近平总书记主持召开中央深改组第四次会议，审议通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，从顶层设计促进融媒体发展，标志“媒体融合”上升为国家战略。2018年8月全国宣传思想工作会议将县级融媒体中心建设上升为国家战略，同年9月中宣部提出2020年底基本实现县级融媒体中心在全国的全覆盖，标志着2019-2020年县级融媒体中心建设成为媒体融合工作的重心，县级融媒体中心建设迎来战略机遇期。2019年1月25日习近平总书记在《加快推动媒体融合发展构建全媒体传播格局》提出要推动媒体融合向纵深发展，加快构建融为一体、合而为一的全媒体传播格局，更加快了融媒体建设的进程。

表 3：融媒体相关政策法规

时间	部门	政策	主要内容
2019年4月	国务院办公厅	《政府网站与政务新媒体检查指标》 《政府网站与政务新媒体监管工	鼓励县级政府门户网站的公开、办事、互动等功能与县级融媒体平台对接



## 作年度考核指标》

2019年1月	中宣部、广电总局	《县级融媒体中心建设规范》	要求县级融媒体“对接政府部门技术平台
2019年1月	——	习近平总书记在《加快推动媒体融合发展构建全媒体传播格局》	提出要推动媒体融合向纵深发展，加快构建融为一体、合而为一的全媒体传播格局
2018年12月	国务院	《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》	按照前台多样、后台联通的要求，推动各类政务新媒体互联互通、整体发声、协同联动，推进政务新媒体与政府网站等融合发展，实现数据同源、服务同根，方便企业和群众使用
2018年11月	中央改革办	《关于加强县级融媒体中心建设的意见》	要深化机构、人事、财政、薪酬等方面改革，调整优化媒体布局，推进融合发展，不断提高县级媒体传播力、引导力、影响力。要坚持管建同步、管建并举，坚持正确政治方向、舆论导向、价值取向，坚守社会责任，把社会效益放在首位。
2015年9月	国务院	《三网融合推广方案》	总结推广试点经验，将广电、电信业务双向进入扩大到全国范围，并实质性开展工作。
2014年8月	中央改革办	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	从顶层设计促进融媒体发展，标志“媒体融合”上升为国家战略

数据来源：国务院，中宣部、改革办等官网，东吴证券研究所

**县级融媒体中心建设带来增量市场。**通过县级融媒体中心建设，党和政府将会把以主流媒体自主可控的新型互联网传播平台为核心的现代传播体系，打造成为新时代治国理政新平台。县级融媒体中心建设的需求促进政府和大中型媒体机构大力投入建设面向县级租户使用的融媒体业务云平台，带动媒体融合进入云时代，而融媒体平台在传播互动方面的有效形式也吸引了诸多行业媒体、政府行业主管部门、行业服务机构以及大型企业集团形成行业融媒体、政务新媒体和企业融媒体的建设需求，将市场空间进一步延展。

### 2.2.2. 深耕媒体客户，2019年订单规模翻倍放大

**深耕融媒体领域，助力媒体内容传播与服务的新媒体转型。**拓尔思自设立以来即服务媒体客户，2014年公司精准把握行业发展契机，面向传统媒体融合新媒体转型推出了新一代全媒体融合解决方案。公司以大数据、全媒体技术、人工智能为支撑，持续进行技术升级和解决方案升级、模式创新、业务拓展，助力媒体内容传播与服务的新媒体转型，帮助传媒出版客户实现其业务支撑系统的数据化、智能化和个性化。基于大数据+



人工智能的融媒体解决方案以内容资产为核心的业务理念得到业界广泛认可，在中央、地方、行业媒体和区县融媒体中心等众多案例中成功应用，以“媒体+”服务拓展到政务新媒体、企业新媒体领域。

**推出新一代融媒体业务平台。**公司推出智能生产与传播服务平台、媒体大数据云服务平台、面向租户服务的媒体云平台等一系列以内容资产为核心的新一代数据型媒体业务平台，融合报、网、端、微、视以及自媒体分发平台等全媒体渠道内容，并贯穿新闻生产流程“策、采、编、发、评、营、屏”6+1平台。内容资讯领域的大数据智能服务平台，汇聚了全网新闻资讯类的内容数据，为媒体提供高信源、精加工、个性化的数据产品云服务。以先进技术和行业标准为支撑的融媒体云服务平台，基于多租户管理机制与微服务架构，全面服务县级融媒体建设和行业融媒体建设。

图 20：融媒体主要服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**密集承建融媒体云，订单规模翻倍放大。**省、市级的融媒体云平台是区县级融媒体建设的主要方之一，公司依托自身在媒体领域深厚的行业积累和领先的技术产品，秉承媒体融合转型从“数媒”到“智媒”的先导理念，承建了浙江日报报业集团“天目云”、长江日报报业集团“长江融媒云”、安徽新媒体集团“安徽云”、新疆报业传媒集团“石榴云”、中国航空工业集团融媒体中心等一批重量级融媒体云项目，2019年新签订单规模实现翻倍。

表 4：公司融媒体中标订单统计

中标日期	项目名称	中标金额（万元）
------	------	----------

2020/4/28	中国电力传媒集团有限公司"电力小厨"媒体融合项目	977.4
2019/12/7	网络媒体传播力测评系统项目	199.6
2019/10/23	证券时报融媒体中心平台采购项目二期	239
2019/9/25	互联网信息监测分析系统(境内互联网信息)建设项目	237
2019/4/17	新华通讯社全媒体采编发项目-福建分社全媒报道指挥平台子项	113
2019/4/16	临沂日报报业集团中央厨房二期项目	400.376
2019/2/19	人民邮电报社融媒体平台项目-应用系统	261.75
2018/11/28	融媒体技术平台一期建设	381

数据来源：剑鱼招标网，东吴证券研究所

## 2.3. 政府网站集约化建设加速，公司市场份额居前

### 2.3.1. 政府网站集约化加速建设

政务智慧门户是“互联网+政务”建设的主要载体之一。“互联网+政务”以信息化的手段打破政府部门间和部门内部的信息孤岛和数据烟囱，重塑、优化业务流程和组织体系，打造更加透明、高效的服务型政府，是深化“放管服”改革的关键环节，是推进国家治理体系和治理能力现代化的战略支撑。“互联网+政务”建设的主要载体是政务智慧门户和政务服务平台，以及为上述平台提供的大数据等运营服务。根据相关政策，各级政府门户网站要整合本地区政务服务资源和数据，形成以中央政府门户网站为全国政务服务总门户，省、市政府门户网站为其政务服务总平台的格局。

集约化是解决政府网站“信息孤岛”、“数据烟囱”等问题的有效途径。自1999年开展“政府上网工程”实施工作以来，全国90%以上的政府单位已经独立搭建了为企业和市民提供丰富的信息服务的政务网站。然而这种分散粗放模式网站管理带来诸多弊端，如资源浪费严重、信息贡献和业务协同差、网上政务服务碎片化等。2009年前后，我国政府信息化专家提出，针对政府网站标准不统一、建设维护不集中、服务质量不高等问题，建议进行网站整合，走集约化发展道路。

政府网站集约化建设是新一代电子政务和智慧政府的建设热点。2018年11月9日，国务院办公厅下发《政府网站集约化试点工作方案》的通知，确定北京、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、广东、广西、重庆、贵州10个省（区、市）和西藏自治区拉萨市作为试点地区，要求：“2019年12月底前，试点地区完成政府网站集约化工作，实现本地区各级各类政府网站资源优化融合、平台整合安全、数据互认共享、管理统筹规范、服务便捷高效。国务院办公厅将组织对试点工作进行验收总结，提出在全国推广试点成果的意见，并对试点工作成效突出的给予通报表扬。未纳入试点范围的其他省（区、市）和国务院部门，可参照本方案推进本地区本部门政府网站集约化工作”。国办的通知还对试点任务中的建设内容进行明确的规定，预计2020年二季度后，全国的政府网站将

要根据“全国推广试点成果的意见”，进行新一轮集约化建设。

表 5：主要政策法规

时间	政策法规	主要内容
2018 年 11 月	《政府网站集约化试点工作方案》	以问题导向、开放融合、集约节约、平稳有序有基本原则，在 2019 年 12 月底前，试点地区完成政府网站集约化工作，实现本地区各级各类政府网站资源优化融合、平台整合安全、数据互认共享、管理统筹规范、服务便捷高效。
2018 年 7 月	《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》（国发〔2018〕27 号）	加快建设全国一体化在线政务服务平台，推进各地区各部门政务服务平台规范化、标准化、集约化建设和互联互通，形成全国政务服务“一张网”，并制定了至 2022 年政务服务平台的建设目标。
2018 年 6 月	《关于进一步深化“互联网+政务服务”推进政府服务“一网、一门、一次”改革实施方案》	加快构建全国一体化网上政务服务体系，推进跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务，推动企业和群众办事线上“一网通办”（一网），线下“只进一扇门”（一门），现场办理“最多跑一次”（一次），让企业和群众到政府办事像“网购”一样方便。
2017 年 5 月	《政府网站发展指引》	发展目标为：适应互联网发展变化，推进集约共享，持续开拓创新，到 2020 年，将政府网站打造成更加全面的政务公开平台、更加权威的政策发布解读和舆论引导平台、更加及时的回应关切和便民服务平台，以中国政府网为龙头、部门和地方各级政府网站为支撑，建设整体联动、高效惠民的网上政府。

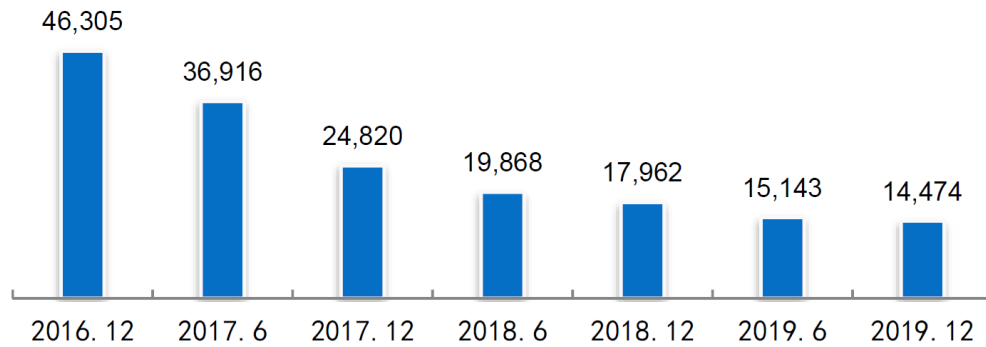
数据来源：国务院等官网，东吴证券研究所

**集约化建设成效显著，政府网站总数持续下降。**近几年政府网站集约化稳定推进，2016 年底政府网站数量达到 46305 万个，截至 2019 年 12 月，我国政府网站数下降到 14474 个，主要包括政府门户网站和部门网站，集约化建设成效显著。其中，国务院部门及其内设、垂直管理机构共有政府网站 912 个；省级及以下行政单位共有政府网站 13562 个。

图 21：2016-2019 政府网站数量

## 2016-2019政府网站数量

单位：个



数据来源：CNNIC，东吴证券研究所

### 2.3.2. 领跑政府网站集约化建设，市场份额居前。

政府网站集约化竞争格局正由分散走向集中。目前，政务智慧门户市场虽然较为分散但日渐趋于集中，初步形成了以拓尔思、开普云和南京大汉为主，其他国内众多区域厂商共同竞争的市场格局。

领跑政府网站集约化建设，市场份额居前。拓尔思凭借 TRS 海云政府集约化智能门户平台和 TRS 统一政务信息资源库平台等核心应用产品，承建了湖北、吉林、贵州、北京、天津、武汉、中国气象、全国总工会等一批重点试点单位、重要省市以及行业垂直集约化项目，形成了明显的优势地位和示范效应，在试点单位市场份额居前。目前，部委和省级政府门户网站 TOP20 中采用拓尔思软件平台的均超过半数，国务院组成部门 TOP15 中拓尔思用户高达 80%。

表 6：公司网站集约化中标订单统计

中标日期	项目名称	中标金额 (万元)
2020/4/17	陕西省政府网站集约化省级平台（一期）	896
2020/3/30	铜陵市政府网站集约化三期暨统一信息资源库开发项目采购	164
2020/3/3	山东省大数据局网站迁移及统一技术平台项目	488.6205
2020/1/2	天津市电子政务信息与网络中心天津市政府网站集约化平台开发建设项目_第 1 包	897.4213
2019/12/26	铜陵市大数据中心铜陵市政府网站集约化三期暨统一信息资源库开发项目	328
2019/12/20	全国总工会网站平台建设项目	287
2019/11/29	湘西州政府网站集约化建设项目	730
2019/11/22	长沙市政府网站集约化平台项目	469.8

2019/10/25	随州市政府网站集约化项目	347
2019/9/19	科技部门户网站后台升级与运维技术服务	280
2019/9/17	宝安政府在线网站优化升级与运维服务项目	116.4
2019/8/12	湖北省人民政府办公厅省政务管理办网站集约化项目	3151.72
2019/5/28	气象政府网站集约化平台建设	849

数据来源：剑鱼招标网，东吴证券研究所

### 3. 强化云和智能升级，发行可转债加码智能平台

#### 3.1. 新基建带动智媒平台，招标数据验证景气延续

**人工智能连续三年写入政府工作报告。**人工智能正在与各行各业快速融合，助力传统行业转型升级、提质增效，我国政府高度重视人工智能的技术进步与产业发展，近年来出台了一系列政策支持人工智能的发展。2017年7月，国务院发布《新一代人工智能发展规划》，人工智能首次加入国家战略规划，明确提出“三步走”战略目标，并连续三年写进政府工作报告。此后，我国政府相继发布《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020年）》、《关于促进人工智能和实体经济深度融合的指导意见》等一系列产业政策以支持人工智能产业的发展。

**5G 将传统媒体与新媒体进一步融合带来更广阔的融媒空间。**视频节目、短视频领域异军突起，画面的清晰流畅、场景化体验更加普及，带动整个新闻生产流程的改变，亟需新一轮媒体平台的建设。

**人工智能和 5G 是新基建的重要组成部分。**2020年3月4日，中央政治局常务委员会提出“加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”。在 IT 产业，新基建则包括了 5G 网络、数据中心、人工智能、工业互联网等新一代信息基础设施。因此，国家产业政策为项目实施提供了良好的政策环境，受益于政策红利和“新基建”的浪潮，人工智能和 5G 的发展和布局已上升到国家战略高度，并将迎来新一轮发展。

**AI 和 5G 带动新一代媒体融合平台。**在人工智能、5G 技术的不断发展过程中，人工智能更多地参与到了新闻生产领域，5G 技术使传播效果趋向超高清、沉浸感体验。媒体融合目前正在向移动化、视频化、数据化和智能化转变，而基于互联网基因的现代综合传播体系（四全媒体）则是媒体转型的重要指导方向，打造新一轮智媒平台是大势所趋。

图 22：新基建主要规划方向



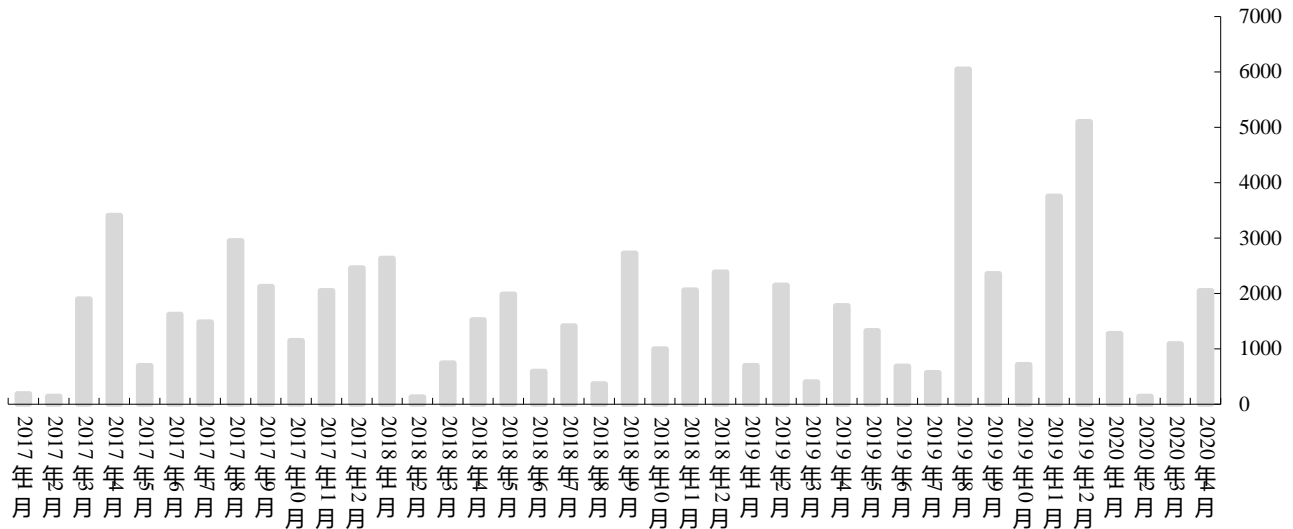


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**语义智能赋能新基建。**“新基建”有望成为未来经济增长的动力与引擎，拓尔思在参与“新基建”进程中，采用语义智能技术赋能数字经济，以人工智能和大数据技术助力政府和企业的数字化转型。在人工智能新基建方面，拓尔思主要从三方面进行布局。首先，强调人工智能技术与行业应用场景相结合，持续推行“AI+行业”的发展战略。其次，打破技术瓶颈，将人类语义和知识与机器感知技术打通、结合，提高机器对数据的理解力。最后，以 AI 落地应用为目标，解决衔接好业务场景、行业知识、大数据等相关要素。专注于企业转型升级领域的知名数字化智库平台和资源连接器——转型家（CXOPark.com）发布新基建各细分领域 TOP 企业名单，拓尔思上榜人工智能 TOP30 企业和大数据整合分析 TOP15 企业。

**2019 年以来订单金额快速增长，2020 年订单景气度延续。**根据公司披露数据显示，母公司 2019 年 8 月合计中标金额超过 2 亿元，创造了公司发展史上的新纪录，中标合同涉及政府网站集约化、融媒体、网络舆情等，充分说明公司各细分领域需求高景气。根据剑鱼招标网统计订单信息，受疫情影响，今年 2 月份订单金额出现大幅下降，但进入 3、4 月份，订单额同比增速分别为 172.4%、15.4%，疫情影响快速消失，印证下游行业需求恢复迅速。

图 23：2017 年 1 月-2020 年 4 月订单统计（单位：万元）



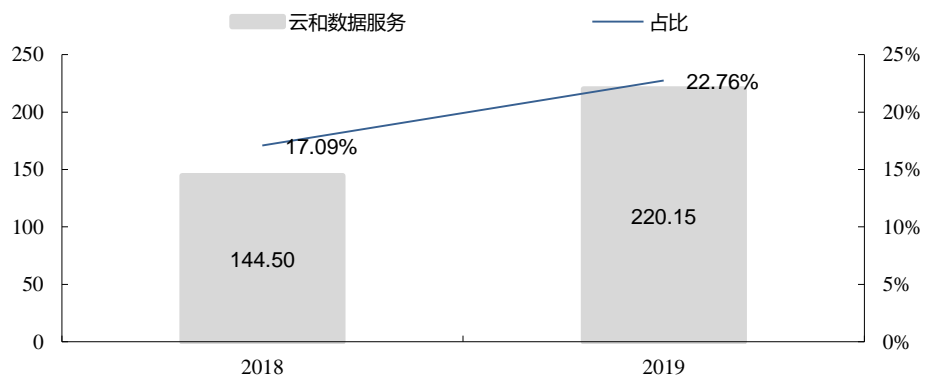
数据来源：剑鱼招标，东吴证券研究所

### 3.2. 强化云和数据智能服务，云业务快速增长

**强化云和数据智能服务战略升级，数据服务与软件产品有机发展。**在“云和数据服务优先”的战略引导下，公司致力于从软件产品和项目交付转型为云服务和运营的模式，云和数据智能服务优先的战略得到有效推行，公司主要的行业市场都基本配套有相应的在线数据智能服务满足用户。通过在线云服务，降低用户初始投入资金和技术门槛，培养用户长期价值。2019年，公司成立了拓尔思天津数据服务中心，并与北京师范大学新闻传播学院成立“北师大-拓尔思网络舆情研究中心”，强化大数据技术研发及服务产品化变现能力。公司收获了来自人民日报、新华社、国家林业和草原局、平安集团等诸多重要客户的数据服务订单，数据业务持续增厚变强。

**云收入快速增长，战略升级初显成效。**2019年，云和数据服务实现营业收入2.20亿元，相比去年同期增长52.35%，在总收入占比达到22.76%，比去年同期的17.09%提升超过5.5个百分点，云化升级取得显著成效。

图 24：云和数据服务业务收入（百万元）和总营收占比



数据来源，Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 发行可转债预案，投入融媒体和公共安全方向

2020年4月23日，公司发布公开发行可转换债券预案，本次可转债募集资金总额不超过80,000.00万元（含80,000.00万元），扣除发行费用后拟投入以下项目：新一代语义智能平台及产业化、泛行业智能融媒体云服务平台、新一代公共安全一体化平台。

表7：可转债募集资金拟投入方向（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额
1	新一代语义智能平台及产业化项目	41,888.91	27,846.60
2	泛行业智能融媒体云服务平台项目	36,200.81	23,324.70
3	新一代公共安全一体化平台项目	29,559.99	17,555.30
4	补充流动资金	11,273.40	11,273.40
合计		118,923.12	80,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**（一）新一代语义智能平台及产业化项目：**基于公司原有的人工智能平台，通过购置研发办公场地、相关软硬件设备，搭建升级研发的软硬件基础环境，对公司原有的人工智能相关产品和解决方案进行技术升级和完善，围绕NLP、知识图谱、图像检索三大核心技术，结合机器人流程自动化、数据中台等技术，研发新一代语义智能平台，面向政务、金融、公安、专利、安全等应用场景，进一步提升对客户的服务能力和水平。项目计算期7年，其中建设期3年，运营期4年。财务内部收益率为22.63%（税后），投资回收期为5.51年（税后，含建设期）。

**（二）泛行业智能融媒体云服务平台项目：**基于公司现有的融媒体内容生产传播与服务解决方案，对其进行技术升级，进一步探索“大数据+AI”赋能智能媒体场景，开发完善“融媒+”跨行业应用生态体系。项目完成后将形成“策、采、编、审、发、评、管、追、营”立体化、多样化内容生产机制，实现“新闻+政务+服务+监管”多点共振。项目具体内容包含研发全程媒体生产云平台、全息媒体传播云平台、全员媒体创作云平台、全效媒体管控云平台、数家媒体大数据云平台。项目产品适应媒体场景服务，进一步支持政府网站集约化建设、企业新媒体建设、高校融媒体建设等泛行业应用。项目计算期7年，其中前3年为建设期，运营期4年。财务内部收益率为19.96%（税后），投资回收期为5.89年（税后，含建设期）。

**（三）新一代公共安全一体化平台项目：**本项目以公安信息网对边界接入平台各项标准及等级保护2.0标准为指导，基于隔离交换的原则，拟对原有安全隔离、安全交换、安全管理和保障大数据产品进行升级，并针对新需求研发新产品。项目计算期7年，其中前3年为建设期，运营期4年。财务内部收益率为22.42%（税后），投资回收期为5.81

年（税后，含建设期）。

#### 4. 盈利预测与估值

网络舆情、融媒体、政府网站集约化等行业和领域，在当前政策引导下迎来高景气度。基于公司在相关核心技术和行业产品方面的竞争优势，以及相关垂直行业的战略布局，2019 年开始景气度向好带来业绩高增长，公司将继续挖掘潜在机会，加速拓展业务，预计未来几年的业务增长稳步提速。同时，公司将紧抓重点行业风口，加强营收规模和人均产出的提升，我们预计：

1) 软件销售业务：主要包括软件产品和安全产品，软件产品受益于今年行业高景气度将明显提速，安全产品主要由子公司天行网安负责，IDC 预测网安行业未来 3 年将增速超过 20%，因此预计 2020 年-2022 年的增速为 18%、12%、10%；

2) 技术服务业务：在保持 19 年增速的技术上略有提速，预计 2020 年-2022 年增速为 23%、20%、20%；

3) 媒介代理收入业务：中宣部提出 2020 年底基本实现县级融媒体中心在全国的全覆盖，标志着 2020 年县级融媒体中心建设成为媒体融合工作的重心，业务有望提速，预计 2020 年-2022 年增速为 18%、15%、15%；

4) 云和数据服务：公司 2019 年重点强调云和数据服务优先的战略定位，在行业高景气度背景下，高增长态势有望保持，预计 2020 年-2022 年增速为 43%、40%、35%。

图 25：营收拆分与预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>软件销售</b>	<b>282.74</b>	<b>288.76</b>	<b>283.53</b>	<b>285.03</b>	<b>336.34</b>	<b>376.70</b>	<b>414.37</b>
增速	55.47%	2.13%	-1.81%	0.53%	18.00%	12.00%	10.00%
占比	41.57%	35.16%	33.54%	29.47%	27.97%	25.77%	23.50%
营业成本	24.76	49.45	46.13	70.77	83.07	92.67	101.52
营业成本率	8.76%	11.72%	16.27%	24.83%	24.70%	24.60%	24.50%
毛利率	83.12%	88.28%	83.73%	75.17%	75.30%	75.40%	75.50%
<b>技术服务</b>	<b>301.21</b>	<b>349.80</b>	<b>220.55</b>	<b>258.66</b>	<b>318.15</b>	<b>381.78</b>	<b>458.14</b>
增速	66.20%	16.13%	—	17.28%	23.00%	20.00%	20.00%
占比	44.29%	42.59%	43.19%	26.74%	26.46%	26.12%	25.98%
营业成本	42.26	92.49	136.53	96.49	118.35	141.83	169.83
营业成本率	14.03%	26.44%	37.40%	37.31%	37.20%	37.15%	37.07%
毛利率	66.17%	73.56%	62.60%	62.69%	62.80%	62.85%	62.93%
<b>媒介代理收入</b>	<b>64.12</b>	<b>130.43</b>	<b>132.11</b>	<b>149.17</b>	<b>176.02</b>	<b>202.42</b>	<b>232.79</b>
增速		103.41%	1.29%	12.91%	18.00%	15.00%	15.00%
占比	9.43%	15.88%	15.63%	15.42%	14.64%	13.85%	13.20%
营业成本	34.16	115.88	100.85	120.37	141.52	162.14	185.76

	营业成本率	53.28%	88.85%	76.34%	80.69%	80.40%	80.10%	79.80%
	毛利率	32.17%	11.15%	23.66%	19.31%	19.60%	19.90%	20.20%
云和数据服务				144.50	220.15	314.81	440.74	595.00
	增速			—	52.35%	43.00%	40.00%	35.00%
	占比			17.09%	22.76%	26.18%	30.16%	33.75%
	营业成本				45.74	64.22	88.59	117.81
	营业成本率				20.78%	20.40%	20.10%	19.80%
	毛利率				79.22%	79.60%	79.90%	80.20%
其他收入		32.04	52.33	64.61	54.30	57.02	59.87	62.86
	增速	28.85%	63.33%	23.45%	-15.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	占比	4.71%	6.37%	7.64%	5.61%	4.74%	4.10%	3.57%
	营业成本	34.16	49.75	59.38	36.59	38.77	40.71	42.74
	营业成本率	106.62%	95.06%	91.91%	67.39%	68.00%	68.00%	68.00%
	毛利率	32.17%	4.94%	8.09%	32.61%	32.00%	32.00%	32.00%
收入总计		680.12	821.32	845.30	967.31	1202.34	1461.51	1763.15
	增速	75.31%	20.76%	2.92%	14.43%	24.30%	21.56%	20.64%
成本总计		209.44	307.57	342.89	369.97	445.94	525.94	617.67
	增速	170.32%	46.85%	11.49%	7.90%	20.53%	17.94%	17.44%
毛利率		69.21%	62.55%	59.44%	61.75%	62.91%	64.01%	64.97%
成本/营收		30.79%	37.45%	40.56%	38.25%	37.09%	35.99%	35.03%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2022 年营收分别为 12.02 亿元、14.62 亿元、17.63 亿元，增速分别为 24.3%、21.6%、20.6%，归母净利润分别为 2.24 亿元、2.92 亿元、3.68 亿元，增速分别为 42.5%、30.4%、26.0%。

**PE 估值：**公司是国内语义智能行业的领军企业，依托自身实力及持续的基础研发，以语义智能为技术主线，研发相关人工智能、大数据技术和内容管理技术，开发多个系列的通用平台和行业应用软件产品，以“产品+行业解决方案”、“云+数据服务”满足市场客户需要，实现核心技术在众多垂直行业的落地应用。以行业相关性、产品结构相似性为标准，选取开普云、美亚柏科、科大讯飞、美亚柏科作为公司的可比标的。采取 PE 估值法，考虑公司产品竞争力和业绩增长较为稳定，给予一定估值溢价，我们认为给予公司 2020 年 55 倍 PE 较为合理，对应市值为 123.20 亿元，对应目标价 25.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：行业可比标的估值（截至 5 月 19 日）

股票代码	公司	归母净利润（亿元）			市值（亿元）	2020PE	2021PE	2022PE	评级
		2020E	2021E	2022E					
300188.SZ	美亚柏科	4.78	7.00	9.53	161.95	34	23	17	买入
002230.SZ	科大讯飞	11.28	14.67	18.91	761.37	67	52	40	买入
603000.SH	人民网	4.23	5.09	5.96	248.01	59	49	42	买入
688228.SH	开普云*	1.03	1.34	1.75	47.87	46	36	27	未评级



平均值	53	41	33
中位数	59	49	40

数据来源：Wind，东吴证券研究所（带\*公司取自 Wind 一致预期）

## 5. 风险提示

- 1、**融媒体、网站集约化、舆情监管政策推进不及预期**：如果受经济下行影响导致政府端的信息化建设投入不及预期，从而导致融媒体、政府网站集约化、舆情监管等行业的爆发有所递延，从而影响公司业绩；
- 2、**云和数据服务业务转型不及预期**：公司 2018 年以来推动云和数据服务业务，如果下游客户对这类产品需求不及预期，预计将对公司这类高速增长业务产生较大影响。

拓尔思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,441</b>	<b>1,794</b>	<b>2,182</b>	<b>2,726</b>	<b>营业收入</b>	<b>967</b>	<b>1,202</b>	<b>1,462</b>	<b>1,763</b>
现金	364	297	673	729	减:营业成本	370	446	526	618
应收账款	634	877	960	1,256	营业税金及附加	8	12	14	17
存货	171	302	256	400	营业费用	165	216	259	309
其他流动资产	272	318	293	342	管理费用	151	301	358	423
<b>非流动资产</b>	<b>1,448</b>	<b>1,461</b>	<b>1,463</b>	<b>1,469</b>	财务费用	0	-6	-20	-28
长期股权投资	23	26	30	34	资产减值损失	-6	0	0	0
固定资产	90	184	261	334	加:投资净收益	-10	-1	-1	-2
在建工程	224	188	162	146	其他收益	2	0	1	1
无形资产	173	126	76	21	<b>营业利润</b>	<b>177</b>	<b>263</b>	<b>359</b>	<b>463</b>
其他非流动资产	938	936	934	934	加:营业外净收支	-0	14	9	6
<b>资产总计</b>	<b>2,889</b>	<b>3,254</b>	<b>3,645</b>	<b>4,195</b>	<b>利润总额</b>	<b>177</b>	<b>277</b>	<b>368</b>	<b>468</b>
<b>流动负债</b>	<b>749</b>	<b>892</b>	<b>995</b>	<b>1,173</b>	减:所得税费用	15	31	45	61
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	4	22	31	40
应付账款	192	223	267	309	<b>归属母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>224</b>	<b>292</b>	<b>368</b>
其他流动负债	557	668	728	865	EBIT	166	268	354	447
<b>非流动负债</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	EBITDA	234	341	439	544
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>769</b>	<b>911</b>	<b>1,015</b>	<b>1,193</b>	每股收益(元)	0.33	0.47	0.61	0.77
少数股东权益	50	73	104	143	每股净资产(元)	4.33	4.75	5.29	5.98
归属母公司股东权益	2,070	2,270	2,527	2,859	发行在外股份(百万股)	478	717	717	717
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,889</b>	<b>3,254</b>	<b>3,645</b>	<b>4,195</b>	ROIC(%)	7.3%	10.4%	12.2%	13.6%
					ROE(%)	7.6%	10.5%	12.3%	13.6%
					毛利率(%)	61.8%	62.9%	64.0%	65.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	16.3%	18.6%	20.0%	20.9%
经营活动现金流	222	37	481	167	资产负债率(%)	26.6%	28.0%	27.8%	28.4%
投资活动现金流	-69	-86	-89	-104	收入增长率(%)	14.4%	24.3%	21.6%	20.6%
筹资活动现金流	-37	-18	-15	-8	净利润增长率(%)	158.0%	42.5%	30.4%	26.0%
现金净增加额	116	-67	376	56	P/E	48.07	33.73	25.87	20.54
折旧和摊销	68	73	85	97	P/B	3.65	3.33	2.99	2.64
资本开支	257	9	-1	1	EV/EBITDA	46.56	32.22	24.22	19.51
营运资本变动	-39	-278	92	-311					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>