

投资评级 优于大市 首次覆盖

数字内容管理集大成者

股票数据

03 月 23 日收盘价(元)	15.30
52 周股价波动(元)	8.94-20.60
总股本/流通 A 股(百万股)	478/465
总市值/流通市值(百万元)	7314/7112

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	8.1	24.7
相对涨幅(%)	12.2	19.9	35.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yll1036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850518110001

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

投资要点:

- **语义智能造就数字内容管理集大成者。**公司深耕语义智能领域, 技术赋能新一代电子政务、融媒体、网络舆情大数据、金融、安全等垂直行业, 提供通用平台产品、行业应用解决方案和数据服务。根据 2019 年业绩快报, 2019 年营收 9.67 亿元, 同比增长 14.39%, 归母净利润 1.53 亿元, 同比增长 151.81%。数字内容的快速发展为数字内容管理市场提供了较大的发展空间, 也为数字内容管理技术带来了持续性挑战。我们认为, 公司的技术和产品紧密围绕着数字内容的采集、分析、存储和应用的全生命周期管理, 是政府和企业向数字政府和数字企业转型升级过程中的基础支撑软件, 是数字内容管理的集大成者。
- **政府网站集约化、融媒体建设、舆情监管需求景气。**政府网站集约化建设 2019 年按国家要求十省一市的试点工作完成, 公司预计, 2020 年后非试点单位的建设也会纷纷上马; 政府持续推动融媒体市场发展, 2019 年-2020 年县级融媒体中心建设成为融媒体的工作重点; 2020 年 3 月 1 日起, 《网络信息内容生态治理规定》正式施行, 催化舆情监管市场。2019 年 7 月-8 月, 拓尔思母公司多项中标金额合计已超过 20000 万元, 创造了公司发展史上的新纪录, 充分说明公司各个细分领域持续景气。
- **子公司重新梳理助力利润增长。**公司 2019 年三季报显示预收款项 3.98 亿元, 占 2019 年业绩快报披露营收 9.67 亿元 41.16%。预收款主要是成都大数据研发和运营服务基地项目配套商业的预销售产生, 我们认为, 随着预收款转收入, 会给公司表观营收和净利润增长带来驱动。另外, 广州新谷的出售及计提商誉等处理预计对 2019 利润金额影响约为 -3234.33 万元, 我们认为, 伴随着广州新谷的剥离, 2020 年公司净利润增长多一层助力。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为, 公司是一家以语义智能为核心的技术公司, 正在赋能各个行业的数字内容管理, 从通用平台产品到解决方案到数据服务, 落地能力不断夯实, 伴随着政策及行业需求的逐步释放, 公司有望进入持续的景气周期, 成为行业的集大成者。我们预测, 公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.53/2.26/2.83 亿元, 对应 EPS 分别为 0.32/0.47/0.59 元。参考可比公司, 给予 2020 年动态 PE45-50 倍, 对应 PEG0.67-0.75, 6 个月合理价值区间为 21.15-23.50 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 融媒体、政务、泛安全行业推进不达预期, 子公司业绩不达预期商誉减值。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	821	845	967	1253	1578
(+/-)YoY(%)	20.8%	2.9%	14.4%	29.5%	26.0%
净利润(百万元)	158	61	153	226	283
(+/-)YoY(%)	15.4%	-61.5%	151.4%	47.4%	25.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.13	0.32	0.47	0.59
毛利率(%)	62.6%	59.4%	57.0%	54.6%	53.2%
净资产收益率(%)	8.8%	3.3%	7.6%	10.1%	11.2%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 语义智能的领导者	5
1.1 以 NLP 技术为基础，全方位布局融媒体、政府、泛安全领域	6
1.2 通用平台产品	6
1.3 行业应用解决方案	7
1.4 大数据服务	8
2. 营收持续增长，利润稳步提升	9
3. 技术赋能数字内容管理	11
3.1 政府网站集约化加速推进	11
3.2 融媒体建设加速	12
3.3 舆情监管不断加强，治理规定全面落地	13
3.4 聚焦核心赛道，重点领域全面开花	14
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	拓尔思发展历程	5
图 2	拓尔思截止至 2020 年 3 月 17 日股权结构	5
图 3	拓尔思人工智能技术平台生态相关产品和应用	6
图 4	拓尔思部分典型客户	6
图 5	拓尔思通用平台产品	7
图 6	TRS DL-CKM 产品功能	7
图 7	拓尔思行业应用解决方案	8
图 8	TRS 统一政务信息资源库平台架构图	8
图 9	拓尔思数据服务	9
图 10	公司 2014-2019 营业收入及同比增速	9
图 11	2014-2019 归母净利润及同比增速	9
图 12	拓尔思 2014-2019Q1-Q3 净利率、毛利率	10
图 13	拓尔思 2014-2018 营收产品结构	10
图 14	公司 2014-2019Q1-Q3 销售费用及同比增速	10
图 15	公司 2014-2019Q1-Q3 管理费用及同比增速	10
图 16	拓尔思 2014-2018 经营性净现金流及占归母净利润比	11
图 17	拓尔思 2010-2018 人效	11
图 18	2019H1 公司营业收入结构	11

表目录

表 1	试点地区政府网站集约化项目进展情况	12
表 2	融媒体相关政策	13
表 3	拓尔思主要控股及参股公司业绩对赌完成情况（实际业绩/承诺业绩）	14
表 4	拓尔思主要控股及参股公司 2019 年上半年经营情况	14
表 5	可比公司估值表	16
表 6	公司业务分拆（百万元）	16

1. 语义智能的领导者

拓尔思成立于 1993 年，2011 年在深交所创业板上市，是国内优秀的人工智能和大数据技术及数据服务提供商，在人工智能、大数据、知识图谱、自然语言理解等领域始终处于先进水平。公司从 2000 年开始即从事 NLP 和文本挖掘方面的研究，作为国内自然语言理解 (Natural Language Processing, 简称 NLP) 技术研发的先驱者，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。

公司在全国设立 20 多个分支机构。自上市以来，相继出资设立或参股 6 支产业投资基金，兼并和控股 5 家行业公司，投资参股 10 多家高速增长的新兴公司，实现了产业和资本的深度融合，构建起强强联合互惠互利的合作生态系统。

公司于 2014 年收购天行网安，宣布开拓网络安全市场；同年成立金信网银，从事金融大数据分析挖掘以满足金融监管部门的需求；2015 年收购耐特康赛布局互联网营销行业。公司在广州、上海、成都、深圳等城市均设有分、子公司及办事处，已经发展成为拥有北京、上海、广州和成都四大区域中心，覆盖全国的市场销售和服务能力，支持全产业链赋能的生态型集团企业。

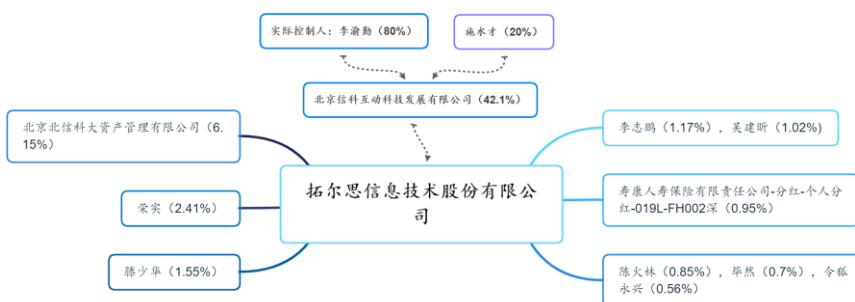
图1 拓尔思发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司实际控制人为董事长李渝勤女士，第一大股东北京信科互动科技发展有限公司持股 42.1%，其中李渝勤女士持有信科互动 80%股权，施水才先生持有信科互动 20%的股权。

图2 拓尔思截止至 2020 年 3 月 17 日股权结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.1 以 NLP 技术为基础，全方位布局融媒体、政府、泛安全领域

公司成立至今，一直围绕**语义智能**为发展主线，长期专注于大数据及人工智能技术研发和创新，面向政府、媒体、安全、金融、企业、知识产权、出版和网信等重点垂直行业市场领域，提供**通用平台产品、行业应用解决方案和数据服务**。

公司在人工智能领域最主要的优势技术方向是语义智能——基于语义理解的认知智能技术，公司在自然语言理解、知识图谱、多媒体内容理解等多个细分方向研发相关技术和产品，并将之成功应用于融媒体、舆情分析、内容审核、智慧公检法、智能风控、对话机器人等多个领域。公司以发展语义智能作为技术和业务的核心基础，目前主要业务已涵盖大数据、人工智能、内容管理、网络安全和营销科技等领域。

图3 拓尔思人工智能技术平台生态相关产品和应用



资料来源：公司 2019 年半年报，海通证券研究所

凭借领先的技术及专业的服务，公司与众多优质客户形成了稳定的合作关系。公司的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，以及公安、军队等安全涉密用户。

图4 拓尔思部分典型客户



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.2 通用平台产品

软件平台产品研发主要负责研发**通用的底层架构系统**，主要有 TRS Hybase 海量大数据管理系统、TRS DL-CKM 基于深度学习的自然语言处理引擎系统、TRS 网络信息

雷达系统、TRS ETL 分布式数据整合软件系统、TRS WCM 内容管理系统、TRS 小思智能问答机器人系统等。

图5 拓尔思通用平台产品

产品和应用--通用产品



资料来源: 公司 2019 年半年报, 海通证券研究所

公司自成立以来一直深耕 NLP 领域, 拥有**核心的文本检测技术**, 其中 **TRS DL-CKM** 自然语言处理引擎系统是一款基于深度学习的自然语言处理软件, 其基于机器学习和深度学习技术开发了 50 多个功能组件, 200 多个调用接口, 主要应用于智能问答、智能写作、专题分析、智能文本校对等场景, 可针对特定领域定制化开发, 广泛服务媒体、政务、知识产权等企业级用户, 同时, TRS DL-CKM 也为公司其他产品提供 AI 技术支撑。

图6 TRS DL-CKM 产品功能

知识加工 提取文本中显性的知识	知识发现 发现文本中隐含的知识	知识服务 将获取到的知识通过检索、可视化、问答、推荐等方式提供服务
分词	分类	语义搜索
词性标注	聚类	跨语言搜索
句法分析	信息校对	信息过滤
新词识别	情感分析	可视化搜索
信息排重	热点分析	拼音检索
关键词提取	主题分析	相关短语检索
自动摘要	信息比对	智能问答
信息抽取	自动写作	个性化推荐
关系抽取		

资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

1.3 行业应用解决方案

行业应用解决方案主要应用于政府和融媒体领域, 旗下的产品包括 TRS 海云集约化智能门户平台、TRS 统一信息资源库平台、TRS 融媒体智能生产与传播服务平台、TRS 融媒体智能策划平台、TRS 融媒体传播效果分析平台、TRS 智能辅助办案系统平台、TRS 水晶球分析师平台等。

图7 拓尔思行业应用解决方案

产品和应用--行业产品



资料来源: 公司 2019 年半年报, 海通证券研究所

为推动政府网站集约化建设, 拓尔思 2018 年发布 TRS 统一政务信息资源库平台。其以大数据、人工智能技术为支撑, 以智慧服务应用创新为导向, 以信息资源共享管理机制为顶层设计, 构建分类科学、集中规范、共享共用的全平台统一信息资源库, 按照“先入库, 后使用”原则, 对来自不同政府网站集约化平台的信息资源统一汇聚, 实现统一分类、统一管理、统一调用、统一监管。从而实现跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的信息资源共用共享服务。

图8 TRS 统一政务信息资源库平台架构图



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

1.4 大数据服务

在大数据时代, 对海量数据进行挖掘和分析逐渐成为企业不可或缺的能力。公司的数据智能云服务主要有 TRS 网察大数据分析平台、TRS 数家媒体大数据平台、TRS 网脉云服务系统平台、TRS 智能风控大数据平台等。分别从舆情, 媒体, 企业服务, 风控等方面提供了大数据挖掘与分析服务, 通过对数据的整合、关联分析进而完善决策流程, 使得数据驱动政府和企业科学有效地进行决策和治理。

图9 拓尔思数据服务

产品和应用--在线服务

TRS网察网络舆情分析平台

网络舆情领域的创新者，承建了国内最大的舆情平台

TRS 数家媒体大数据云服务平台

提升媒体大数据的价值密度服务升级

TRS金信网银监管科技服务

- 冒烟指数
- 火眼金睛
- 经侦办案

TRS网脉大数据云服务平台

洞察用户行为，实现业务目标

TRS智能风控大数据平台

以大数据和人工智能新技术助力金融风控

资料来源：公司 2019 年半年报，海通证券研究所

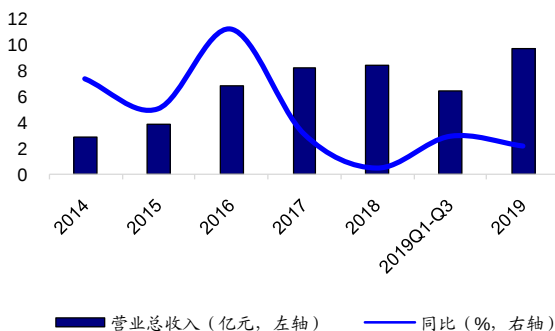
拓尔思作为国内领先的大数据技术厂商，是中文非结构数据管理的先驱者之一。其于 2003 年起便深耕舆情领域，拥有舆情管理的全生命周期产品线。TRS 网察大数据分析平台实现了事前监测、自动预警；事中话题追踪、关联挖掘；事后定制报告、效果评估等功能。从网络舆情线索发现、实时预警、分析研判、综合报告等各个环节为用户提供全面、及时、准确的服务及决策支持。

2. 营收持续增长，利润稳步提升

营收持续增长，利润开始恢复。2014-2019 年公司营收体量稳步提升，2019 年业绩快报显示 2019 年营收 9.67 亿元，同比增长 14.39%。2019 上半年，融媒体业务收入实现同比增长 76.61%（新签合同同比 100% 增长）、云和数据服务收入同比增长 52.99%，成为公司业绩增长的强劲动力。

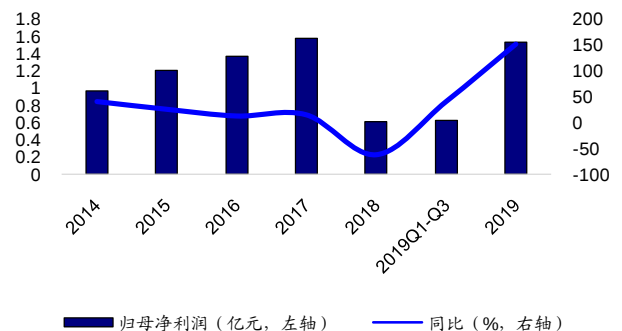
利润层面来看，2014-2019 年中除了 2018 年公司归母净利润下滑 61.47% 之外，其他年份均稳步提升。公司 2019 年归母净利润 1.53 亿元，同比增长 151.81%，2018 年公司利润下滑主要原因为收购的部分子公司资产组合利润未达预期，基于谨慎性原则，在当年计提了商誉减值 4023.81 万元。

图10 公司 2014-2019 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所
注：2019 年数据来源业绩快报

图11 2014-2019 归母净利润及同比增速

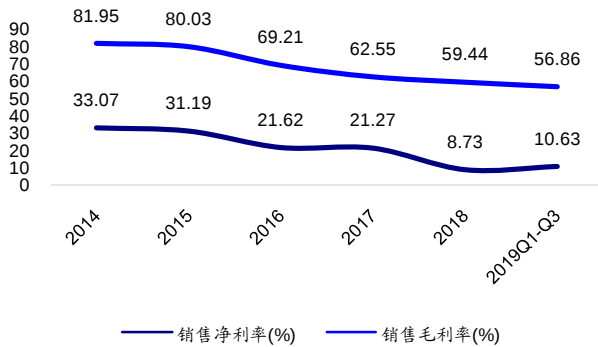


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：2019 年数据来源业绩快报

产品结构变化致毛利率有所下滑。公司总体毛利率近年来逐步下滑，毛利率从 2015 年 80.03% 下滑到 2018 年的 59.44%。表观的综合毛利率变动和产品结构变化有一定关系，营收结构中公司高毛利的软件销售业务占比逐步下滑；另外，政府行业目前出

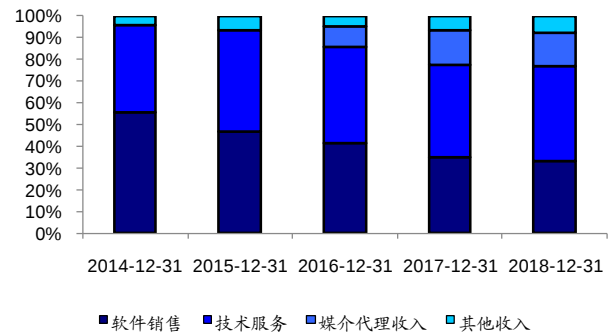
现单个项目内容较多规模较大的趋势，公司尽量将一些非主业相关的应用外包，外采外购项目中包含设备，使得成本相应增加，毛利率相应下降。我们认为公司本身是家技术性公司，在技术应用到各个行业时，解决方案的落地理应会一定程度带来毛利率的下滑。

图12 拓尔思 2014-2019Q1-Q3 净利率、毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 拓尔思 2014-2018 营收产品结构

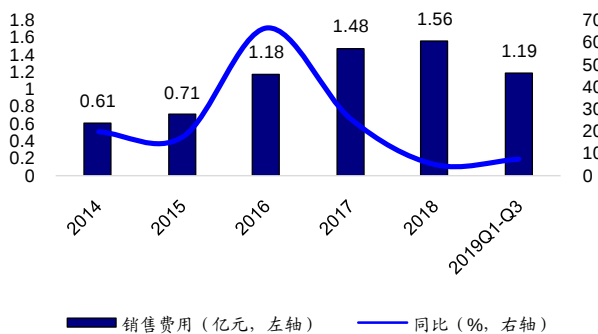


资料来源：Wind，海通证券研究所

业务布局逐步完善，销售费用增速下降。从销售费用来看，2016 年公司销售费用同比大幅增长，我们认为，这主要是因为公司正处于技术成果转化及经营规模扩大的特殊阶段。伴随着销售体系的逐步完善，能明显看到公司销售费用增速 2016 年后逐步下滑，2019 前三季度销售费用增速仅为 7.44%。

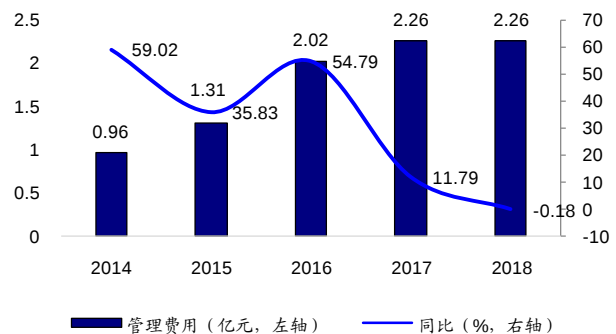
人才储备到位，管理费用企稳。2016 年管理费用同比增长 54.79%（当年营收增长 75.31%），我们认为主要原因为营收规模扩大，新增两家子公司，研发投入增加，人工成本（含股权激励、成本摊销）增加。随着各赛道人才储备已基本到位，我们预计未来几年人员增速将放缓，管理费用逐步趋于稳定。

图14 公司 2014-2019Q1-Q3 销售费用及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

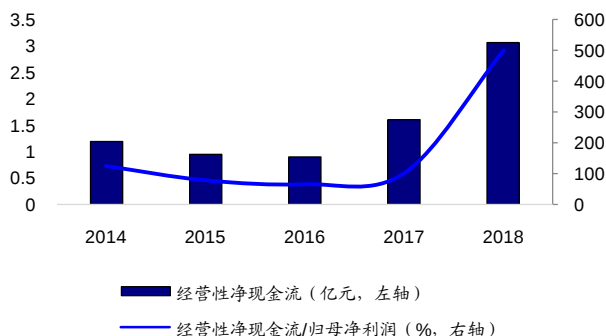
图15 公司 2014-2019Q1-Q3 管理费用及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

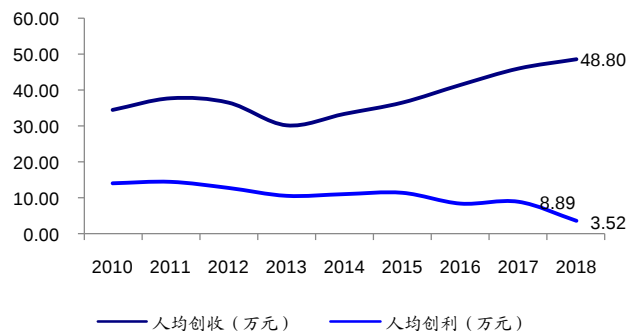
盈利质量向好，人效稳定。公司经营性净现金流稳定，从 2014-2018 年持续为正，2018 年经营性净现金流达到 3.06 亿元，同比增长 90.65%，主要原因为 2018 年拓尔思成都子公司西部区域总部及大数据技术研发和运营服务基地项目配套商业取得房屋预售款及支付该预售房屋建设成本所致。公司人均创收逐年提升，2018 年人均创收达 48.80 万元，人均创利 2018 年因商誉减值波动，2016 和 2017 年分别为 8.37、8.89 万元，我们预计 2019 年及之后会逐步恢复并提升。根据《拓尔思投资者关系管理档案 20190827》披露，公司人员总体上会进行控制，2019 年应该会控制在 2000 人以下。同时行业较弱的领域，如营销，人数会缩编减少；而重点行业融媒体、政府网站集约化和网络舆情监管，则适当增加人；以及在技术研发上会加强投入。加强产品化、模块化、复用化、云服务化程度，提高单人效能。

图16 拓尔思 2014-2018 经营性净现金流及占归母净利润比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 拓尔思 2010-2018 人数



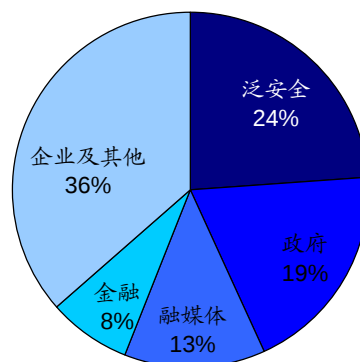
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 技术赋能数字内容管理

多年来公司不断加强前沿技术成果转化和行业应用服务能力，重点业务板块包括有**政务、融媒体、泛安全**等，客户群覆盖了众多国家部委和地方政府部门、国内主要新闻媒体、大型企业集团等，应用遍及政府（政府机关、公安、税务等）、科研、媒体、教育、电信、金融（银行、证券、保险等）、能源（电力和石油石化等）、其他大中型企业等各个重要行业和领域。

我们认为，政府、融媒体、泛安全作为人工智能和大数据的创新应用领域，受益于新兴技术的兴起和在当前政策引导下需求转旺，未来将迎来快速增长阶段。公司近年来项目中标金额随着市场的景气高涨持续增加，2019年上半年公司在泛安全、政府、融媒体营收同比增长18.58%，18.13%和76.61%，占全部营收收入的23.87%，19.32%和12.82%。

图18 2019H1 公司营业收入结构



资料来源：拓尔思 2019 年半年报，海通证券研究所

3.1 政府网站集约化加速推进

政府网站集约化是一项涉及到顶层设计、体制改革、技术创新、资源(人员+资金+设备)重新调配的复杂系统工程，优化整合网站资源(包括基础设施、应用支撑平台、数据、应用与服务、业务流程、管理、安全、维护等多个层面)，为企业和市民提供简单便捷的统一政府在线服务。根据搜狐援引搜狐号“无声说安全”《浅析政府网站集约化与网络安全》显示，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、服务质量不高和“信息孤岛”等问题，建议进行网站整合，

走集约化发展道路。

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，据各地区政府网站集约化工作进展情况和试点申报情况，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。方案要求 2019 年 12 月底前，试点地区完成政府网站集约化工作、行程试点工作总结报告并报送国务院。未来全国的政府网站预期将要根据试点任务的要求及试点工作的经验，进行集约化建设。

表 1 试点地区政府网站集约化项目进展情况

地区	试点地区政府网站集约化项目进展情况
贵州	2018 年 11 月以来，贵州省以试点工作为契机，采用“基础平台统一建设、共性应用统一支撑、特色应用整合接入、运维服务自主选择”的省级统建模式，通过实施“强化三大基础支撑、构建一个统一信息资源库、建设十大集约化共性支撑应用、加强五类网站应用推广、形成一套标准规范”等重点任务，政府网站集约化水平进一步提升。截至 2019 年 12 月 31 日，全省政府网站实现 100%整合迁移上线、100%域名集中解析、100%数据资源归集。
北京	组织专业技术团队针对重点难点问题，开展一对一专题指导 50 余次，与各区各部门建立了工作沟通联系机制。截至 2019 年 11 月 19 日，47 家市级部门制定了网站集约化迁移方案，44 家市级部门已启动向市级政府网站集约化平台的迁移测试；各区制定了集约化对接实施方案，海淀、房山、怀柔等区已完成区级集约化平台的配套改造实施。2020 年，全市政府网站工作重点将围绕集约化平台功能开发开展。一是抓面向企业群众一体化服务的产品化开发，二是抓集约化平台的数据分析功能，将集约化平台从政府的网上履职平台向网上治理平台拓展。
湖北	通过大力整合和有序关停，全省运行网站由 4213 个减少至 608 个。省政府及 41 个省直部门政府网站全部迁移至省级集约化平台；17 个市州自建集约化平台和信息资源库，数据按照全省统一标准规范汇聚至省级信息资源库，完成数据对接，实现“省市两级集约、整体联动、部门协同、资源共享”目标。截止 2019 年 11 月 19 日，50%省级配套资金已由省财政落实。省级信息资源中心投入使用。同时省级网站信息资源中心已完成部署，后续将实现地市网站信息资源中心的对接工作。
广东	大力推进县级以下政府网站集约整合，全省政府网站由 3000 余家集约至 600 余家，缩量提质成效明显。截止 2019 年 11 月 19 日，全省统一的政府网站集约化平台建设已基本完成，省直单位政府网站已全部迁移上平台并平稳运营，地市政府网站迁移工作正加快推进。预计 2019 年年底，全省政府网站将全部迁移上平台正式运行，实现全省政府网站统一标准体系、统一技术平台、统一安全防护和统一运维监管。
安徽	截止 2019 年 11 月 19 日，现有运行网站 807 家，政府网站集约化平台采取省市分建模式，信息资源库采取省级统建、16 个市分布式部署方式建设，依托信息资源库实现数据互联互通。67 家正在运行的省级政府部门（机构）网站迁移到省级集约化平台，市级部门和县区网站迁移到市级平台。2019 年 5 月中旬，启动省级集约化平台和信息资源库项目建设工作，已完成平台和资源库开发建设；10 月份完成市级信息资源库统建及创新应用项目招标工作。16 个市中，已有 12 个市完成市级集约化平台建设或升级改造项目采购工作，并能满足信息资源库分布式部署条件。

资料来源：中国政府网，海通证券研究所

作为政府门户建设市场的领军企业，公司自 2018 年起就根据政府门户集约化、智能化的发展趋势，推出“集约、智能、云服务”三位一体的“高效集约、弹性伸缩、智能运维、开放汇聚”的集约化政务服务门户、政务智能服务机器人，政务统一信息资源库等产品，抢滩布局新一轮政府网站集约化建设市场。其在政务市场的市场占有率名列前茅，公司官网显示，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%。

根据《拓尔思投资者关系管理档案 20190827》披露，政府网站集约化建设 2019 年按国家要求十省一市的试点工作完成，公司预计，2020 年后非试点单位的建设也会纷纷上马。实际中，很多非试点单位但比较富裕的地区也已经在规划。集约化的大项目有利于头部的供应商，产品和交付能力有保障，后续运维也能支持到位。

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等公司为主，其他国内众多区域厂商共同竞争的市场格局。我们预计，未来随着政府网站集约化市场的不断扩大，凭借着提前的布局和极高的市场占有率，公司将继续保持头部领先地位，抢占更大的市场容量，享受未来集约化后政府网站内容、应用多样化发展的红利。

3.2 融媒体建设加速

近年来，政府持续推动融媒体市场发展，2019 年-2020 年县级融媒体中心建设成为融媒体的工作重点。根据公司 2019 年半年报披露，2018 年 8 月 21 日至 22 日，习近平主席在全国宣传思想工作会议上指出，“要扎实抓好县级融媒体中心建设，更好引导群众、服务群众”。2018 年 9 月 20 日，中宣部即作出部署，要求 2020 年底基本实现

县级融媒体中心在全国的全覆盖。通过县级融媒体中心建设,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。

“融媒体”是充分利用媒介载体,把广播、电视、报纸等既有共同点,又存在互补性的不同媒体,在人力、内容、宣传等方面进行全面整合,实现“资源通融、内容兼融、宣传互融、利益共融”的新型媒体。目前,国家大力推动融媒体发展,融媒体建设已经从中央向地方渗透。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,带动媒体融合进入了云时代,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集团企业形成行业融媒体、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。

表 2 融媒体相关政策

政策发布时间	政策名称	政策内容
2019 年 4 月	《国务院办公厅秘书局关于印发政府网站与政务新媒体检查指标、监管工作年度考核指标的通知》	为进一步推动全国政府网站和政府系统政务新媒体健康有序发展,国务院办公厅制定了《政府网站与政务新媒体检查指标》和《政府网站与政务新媒体监管工作年度考核指标》。检查指标和年度考核指标分为单项否决指标、扣分指标和加分指标。
2019 年 1 月	《县级融媒体中心建设规范》(中共中央宣传部、国家广播电视总局)	本规范基于县级融媒体中心的业务类型,规定了其总体架构、功能要求、基础设施配套要求、关键技术指标及验收要求等内容。
2018 年 12 月	《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》	到 2022 年,建成以中国政府网政务新媒体为龙头,整体协同、响应迅速的政务新媒体矩阵体系,全面提升政务新媒体传播力、引导力、影响力、公信力,打造一批优质精品账号,建设更加权威的信息发布和解读回应平台、更加便捷的政民互动和办事服务平台,形成全国政务新媒体规范发展、创新发展、融合发展新格局。
2018 年 11 月	《关于加强县级融媒体中心建设的意见》(中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过)	组建县级融媒体中心,有利于整合县级媒体资源、巩固壮大主流思想舆论。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。
2017 年 5 月	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	提出现代传播体系逐步建立,传统媒体与新兴媒体融合发展取得阶段性成果,形成一批新型主流媒体和主流媒体集团,网络空间更加清朗,社会舆论积极向上。
2014 年 11 月	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	整合新闻媒体资源,推动传统媒体和新兴媒体融合发展,是落实中央全面深化改革部署、推进宣传文化领域改革创新的一项重要任务,是适应媒体格局深刻变化、提升主流媒体传播力公信力影响力和舆论引导能力的重要举措。推动媒体融合发展,要将技术建设和内容建设摆在同等重要的位置。要顺应互联网传播移动化、社交化、视频化的趋势,积极运用大数据、云计算等新技术,发展移动客户端、手机网站等新应用新业态,不断提高技术研发水平,以新技术引领媒体融合发展、驱动媒体转型升级。

资料来源:开普云招股书,西安晚报,海通证券研究所

随着政府对融媒体需求的不断增加,公司融媒体板块业务凸显市场龙头效应,陆续获得一批重量级融媒体平台建设项目。2019 年上半年,融媒体业务营业收入 5379 万元,比上年同期增加 76.61%,毛利率提升 11.98%。可以看出,公司融媒体业务增长强劲,并且未来将长期享受政策红利。根据《拓尔思投资者关系管理档案 20190827》披露,未来几年这个领域属于国家建设网络空间传播影响力并深度延展覆盖的战略诉求,投资力度会比较大,预计会给公司带来较强的业绩保障。

3.3 舆情监管不断加强,治理规定全面落地

随着互联网的日益普及和移动化、社交化、智能化的发展,网络治理也面临许多新的课题。目前网络媒体已被公认为是继报纸、广播、电视之后的“第四媒体”,网络成为反映社会舆情的主要载体之一。互联网信息内容庞杂多样,既有大量正面、健康和有益的信息,也有一些负面不良内容。互联网舆情监测可以实现用户对网络舆情的实时监测,及时发现负面不良信息,控制不良影响和快速应对。

2020 年 3 月 1 日起国家互联网信息办公室基于建立健全网络综合治理体系和同时维护广大网民切身利益的需要,宣布《网络信息内容生态治理规定》正式施行。规定中明确要进一步建立网络信息内容服务平台违法违规行为台账管理制度,建立政府、企业、社会、网民等主体共同参与的监督评价机制等。我们认为:这一规定预示着未来舆情监管领域的治理将更加严格、全面,出于对监管手段的有效性和及时性的高需求,必然会促进舆情监管领域的市场规模的扩大。公司拥有领先的垂直搜索自主核心技术和较强的技术研发能力,具备覆盖全国或行业市场的服务能力,客户资源丰富,综合实力较强,将会占有更大的市场份额并继续保持领先。

根据《拓尔思投资者关系管理档案 20190827》披露，网络舆情数据分析市场主要有两类需求：国家主管部门监管需求和企业面向各类场景的服务需求。2019 年，中央和地方政府的投入都有明显加大趋势，另外公司的智能风控大数据服务在金融行业也拓展顺利增长较快。2019 年 8 月份公司中标 2 亿元多的订单有一半以上都是在网络舆情领域。公司提供从采集、加工、管理到分析的大数据技术平台以及开源的数据服务，包括分析乃至出具报告，并支持私有云和公有云的不同服务方式。

3.4 聚焦核心赛道，重点领域全面开花

拓尔思有较多的核心子公司，将自身技术赋能各个行业。公司 2019 年 12 月 23 日公告，为进一步优化资产结构，降低经营风险，转移广州新谷全部 72.01% 股权。广州新谷主要业务集中在公安行业信息化应用平台开发，由于该行业竞争加剧，导致广州新谷近年来业绩波动较大，2019 年 1-11 月已经出现了亏损。公司业绩快报显示，出售广州新谷股权以及计提商誉减值损失等处理，预计影响 2019 年利润金额为 -3234.33 万元。转让完将更有利于公司集中管理精力和资源，提高管理运作效率。而天行网安、耐特康赛、广州拓尔思大数据等核心子公司经营状况良好，业绩承诺期均超额完成业绩承诺。

表 3 拓尔思主要控股及参股公司业绩对赌完成情况（实际业绩/承诺业绩）

子公司名称	第一年	第二年	第三年
天行网安	2014 年 4146.43 万元/ 4100 万元	2015 年 5218.55 万元/ 5150 万元	2016 年 6235.63 万元/ 6200 万元。
耐特康赛	2015 年 1125.46 万元/ 1000 万元	2016 年 1826.47 万元/ 1500 万元	2017 年 2096.02 万元/ 2500 万元 (注:三年累计 5047.9 万元>5000 万元)
广州拓尔思大数据	2018 年 1451.03 万元/ 1260 万元	2019 年 —/ 1580 万元	2020 年 —/ 1885 万
广州新谷 (2019 年 12 月 23 日已转让)	2016 年, -289.54 万元/ 580 万元	2017 年和 2018 年合计 1109.93 万元/ 1000 万元 (注: 2017 年 8 月 28 日公司与新谷公司股东签署协议及补充协议, 2019 年 1 月-11 月亏损)	

资料来源：天行网安、耐特康赛、拓尔思大数据收购公告，广州新谷股权转让公告，海通证券研究所

我们认为，2019 年上半年公司在多个重点行业都取得了良好的经营成果，各全资或控股子公司也在各自的业务领域和目标市场实现了符合上市公司预期的业务进展。公司还强化各分、子公司间整合协作，继续优化绩效考核和激励制度，促进公司管理更加高效，适应业务快速增长需要。

表 4 拓尔思主要控股及参股公司 2019 年上半年经营情况

子公司名称	主要业务	持股比例	净利润 (百万元)
天行网安	数据交换安全产品、数据应用安全产品及维护服务	100.00%	5.40
耐特康赛	互联网搜索引擎优化 (SEO)、搜索引擎营销 (SEM)、在线名誉管理 (ORM) 等互联网营销服务	55.00%	7.84
金信网银	以金融监管科技为业务主营方向的大数据智能服务	80.00%	-0.35
广州拓尔思大数据	提供大数据分析技术产品和服务	86.43%	-0.06
广州新谷 (2019 年 12 月已转让)	公安行业客户的信息化应用开发	72.01% -> 0%	0.92

资料来源：拓尔思 2019 年半年报，广州新谷股权转让公告，海通证券研究所

2019 年 7 月—8 月，拓尔思母公司多项中标金额合计已超过 20000 万元，创造了公司发展史上的新纪录。这些中标合同涉及政府网站集约化、融媒体云平台 and 媒体大数据、网络舆情大数据服务、金融科技等多个行业应用。这充分说明公司“用人工智能和大数据技术为行业赋能的”战略取得了显著进展和重大突破，为未来几年业务的持续快速增长打下了扎实的基础。

4. 盈利预测与投资建议

数字内容的快速发展为数字内容管理市场提供了较大的发展空间，也为数字内容管理技术带来了持续性挑战。传统数字内容管理技术无法适应海量复杂结构数据的采集、存储以及有价值信息的分析挖掘，在与云计算、大数据和人工智能等新一代信息技术融合创新发展的过程中，其技术架构、计算模式和分析方法等得到全面重塑。数字内容管理逐步向云服务模式转变；与大数据技术融合，具备海量数据处理能力；结合人工智能技术提升数字内容的智能化处理能力；与新媒体平台融合发展等方向发展，未来将会持续景气。我们认为，公司的技术和产品紧密围绕着**数字内容**的采集、分析、存储和应用的全生命周期管理，是政府和企业向数字政府和数字企业转型升级过程中的基础支撑软件，是**数字内容管理的集大成者**。

公司 2019 年三季报显示预收款项 3.98 亿元，占 2019 年业绩快报披露营收 9.67 亿元 41.16%。预收款主要是成都大数据研发和运营服务基地项目配套商业的预销售产生，大部分预售完成，我们预计 2020-2021 年随最终交房进度确认为当期相关收入。我们认为，随着预收款转收入，会给公司表观营收和净利润增长带来较大驱动。另外，公司出售原控股子公司广州新谷股权以及计提商誉减值损失等处理，预计影响 2019 年利润金额为-3234.33 万元，我们认为，伴随着广州新谷的剥离，2020 年公司利润增长多一层助力。

我们认为，公司是一家以语义智能为核心的技术公司，正在赋能各个行业的数字内容管理，从通用平台产品到解决方案到数据服务，落地能力不断夯实，伴随着政策及行业需求的逐步释放，公司有望进入持续景气周期，成为行业的集大成者。我们预测，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.53/2.26/2.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.47/0.59 元。参考可比公司，给予 2020 年动态 PE45-50 倍，对应 PEG0.67-0.75，6 个月合理价值区间为 21.15-23.50 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

5. 风险提示

融媒体、政务、泛安全行业推进不达预期，子公司业绩不达预期商誉减值。

表 5 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(18-21E)	PEG 2020E
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
太极股份	002368.SZ	40.05	165.3	0.83	1.31	1.79	48.0	30.7	22.4	32.6%	0.94
美亚柏科	300188.SZ	20.84	167.8	0.36	0.54	0.73	57.9	38.6	28.7	24.5%	1.58
南威软件	603636.SH	11.82	62.5	0.44	0.58	0.76	26.9	20.2	15.6	32.5%	0.62
平均							44.3	29.8	22.2	29.9%	1.05
拓尔思	300229.SZ	15.30	73.1	0.32	0.47	0.59	47.7	32.4	25.9	66.8%	0.48

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 拓尔思采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 3 月 23 日收盘价。

表 6 公司业务分析 (百万元)

		2018	2019E	2020E	2021E
软件销售	营收	283.53	368.59	486.54	632.50
	同比 (%)	-1.81	30.00	32.00	30.00
	毛利率 (%)	83.73	84.00	83.80	83.60
技术服务	营收	365.05	292.04	306.64	325.04
	同比 (%)	4.36	-20.00	5.00	6.00
	毛利率 (%)	62.60	64.00	63.50	62.00
媒介代理收入	营收	132.11	202.13	303.19	409.31
	同比 (%)	1.29	53.00	50.00	35.00
	毛利率 (%)	23.66	23.00	22.80	22.60
其他收入	营收	64.61	104.22	156.33	211.05
	同比 (%)	23.45	61.31	50.00	35.00
	毛利率 (%)	8.09	8.00	7.80	7.60
合计	营收	845.30	966.98	1252.71	1577.90
	同比 (%)	2.92	14.39	29.55	25.96
	毛利率 (%)	59.44	57.02	54.58	53.16

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	845	967	1253	1578
每股收益	0.13	0.32	0.47	0.59	营业成本	343	416	569	739
每股净资产	3.88	4.21	4.68	5.27	毛利率%	59.4%	57.0%	54.6%	53.2%
每股经营现金流	0.64	0.04	0.38	0.53	营业税金及附加	10	10	13	17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	156	155	194	229
P/E	120.04	47.74	32.40	25.86	营业费用率%	18.4%	16.0%	15.5%	14.5%
P/B	3.95	3.64	3.27	2.90	管理费用	126	131	165	196
P/S	8.59	7.56	5.84	4.64	管理费用率%	14.9%	13.5%	13.2%	12.4%
EV/EBITDA	23.69	25.34	21.95	16.62	EBIT	111	185	230	303
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	-4	-7	-12
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.7%
毛利率	59.4%	57.0%	54.6%	53.2%	资产减值损失	61	27	2	3
净利率	7.2%	15.8%	18.0%	17.9%	投资收益	3	2	4	5
净资产收益率	3.3%	7.6%	10.1%	11.2%	营业利润	92	196	293	380
资产回报率	2.3%	6.0%	7.5%	7.8%	营业外收支	0	1	6	7
投资回报率	4.5%	7.8%	8.5%	9.6%	利润总额	92	196	299	387
盈利增长 (%)					EBITDA	164	238	268	342
营业收入增长率	2.9%	14.4%	29.5%	26.0%	所得税	19	24	41	59
EBIT 增长率	-15.7%	66.5%	24.3%	31.7%	有效所得税率%	20.1%	12.0%	13.7%	15.3%
净利润增长率	-61.5%	151.4%	47.4%	25.3%	少数股东损益	13	19	33	45
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	61	153	226	283
资产负债率	28.3%	17.9%	22.1%	26.3%					
流动比率	2.03	3.11	2.80	2.58	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.67	2.61	2.31	2.09	货币资金	253	147	286	485
现金比率	0.34	0.33	0.44	0.52	应收账款及应收票据	589	613	807	1039
经营效率指标					存货	222	195	285	398
应收帐款周转天数	251.03	228.47	232.41	237.30	其它流动资产	447	429	459	504
存货周转天数	236.08	170.82	182.71	196.54	流动资产合计	1510	1384	1837	2425
总资产周转率	0.32	0.38	0.42	0.44	长期股权投资	20	20	20	20
固定资产周转率	5.03	4.32	5.20	5.93	固定资产	168	224	241	266
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	35	31	26	21
					非流动资产合计	1145	1149	1164	1189
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2655	2532	3000	3615
净利润	61	153	226	283	短期借款	48	0	0	0
少数股东损益	13	19	33	45	应付票据及应付账款	153	179	248	324
非现金支出	114	80	40	42	预收账款	370	151	259	421
非经营收益	-6	-1	-10	-12	其它流动负债	174	115	148	197
营运资金变动	125	-232	-106	-107	流动负债合计	744	446	655	941
经营活动现金流	306	20	182	252	长期借款	0	0	0	0
资产	-79	-82	-47	-58	其它长期负债	8	8	8	8
投资	-216	0	0	0	非流动负债合计	8	8	8	8
其他	3	2	4	5	负债总计	753	454	663	950
投资活动现金流	-291	-80	-43	-53	实收资本	475	478	478	478
债权募资	48	-48	0	0	普通股股东权益	1853	2010	2236	2519
股权募资	0	3	0	0	少数股东权益	49	68	101	146
其他	-94	-1	0	0	负债和所有者权益合计	2655	2532	3000	3615
融资活动现金流	-46	-45	0	0					
现金净流量	-30	-106	139	198					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
黄竞晶 计算机行业
洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,润和软件,四维图新,创业慧康,广联达,用友网络,航天信息,金山办公,启明星辰,金蝶国际,海康威视,美亚柏科,博思软件,淳中科技,宇信科技,浪潮信息,阿里巴巴-SW,大华股份,科大讯飞,恒生电子,南威软件,宝信软件,朗新科技,苏州科达,石基信息

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com宏观经济研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com固定收益研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李 凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com中小市值团队
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com公用事业
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fty11758@htsec.com批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
联系人
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昭 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏合 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com