

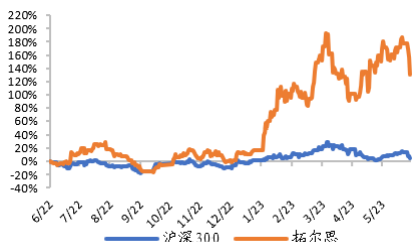
拓天大模型即将发布，面向三大行业的 MaaS 稀缺性显著

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-28

收盘价（元）	26.52
近 12 个月最高/最低（元）	35.65/9.67
总股本（百万股）	795.29
流通股本（百万股）	794.68
流通股比例（%）	99.92
总市值（亿元）	210.91
流通市值（亿元）	210.75

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕 nlp 技术，当前人工智能、大数据、数据安全为主要业务。

拓尔思成立于 1993 年，是中文全文检索技术的始创者，领先的人工智能、大数据和数据安全产品及服务提供商。公司拥 40+发明专利、1000+软件著作权，一直引领全文检索和搜索引擎数据库、自然语言处理(NLP)技术的原始创新和应用场景落地。

● 即将发布拓天大模型，面向媒体、政务、金融三大重要行业。

公司公众号 6 月 21 日发布信息：2023 年 6 月 29 日，拓尔思拓天大模型成果发布会即将举行。目前拓尔思拓天大模型已经在媒体、政务、金融三个行业取得成果。根据公司年报提到的 AIGC 发展战略，面向三大关键行业，功能与服务包括：a) 金融行业：研报摘要自动生成等功能；b) 政务：结构化公文写作的辅助创作；c) 媒体行业：知识型搜索引擎等。

● 紧抓三大重点行业业务痛点，MaaS 商业模式开拓广阔成长空间

相比其他垂直行业而言，公司面向的媒体、政务、金融行业在使用生成式 AI 中，具有更明显的业务痛点：1) 对于生成式文字、图片更为敏感。正确的价值导向、准确的史实事件描述、特定的遣词造句与格式规范。2) 数据不可外泄，安全性要求高。由此导致了行业进入门槛、技术与数据处理能力高。

公司的拓天大模型，优势明显：1) 已经陆续应用于相关行业，能力获得客户认可；2) 传统人工智能、大数据业务已经在 3 大行业具有客户积累。形成销售人员的复用，进一步提升单客户价值。3) MaaS 的商业模式，解决客户痛点，同时形成可重复收入，相比传统软件产品或项目制销售，模式更优。

根据我们测算，媒体行业的客户数量约 3000 多家；政务行业考虑基层党政机关，数量达到 6 万多个；金融系统，银行、证券合计近 5000 家。我们假设 MaaS 单客户定价在 10-100w，预计三大行业的需求将达到 91 亿元。

● 投资建议

考虑 2024-2025 年部分客户落地，预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 11.69 亿元、15.58 亿元、21.19 亿元，同比增长 28.9%、33.2%、36.0%；预计归母净利润 1.95 亿元、2.76 亿元及 4.01 亿元，同比增长 53.0%、41.0%及 45.4%。

我们认为，公司拓天大模型有望开创 MaaS 新商业模式，面向三大行业提供的模型服务具有稀缺性且准确解决客户痛点，未来具有较大发展空间，给予“买入”评级（首次覆盖）。

● 风险提示

AI 技术发展和下游客户接受度不及预期；下游行业受经济下行影响；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	907	1169	1558	2119
收入同比（%）	-11.8%	28.9%	33.2%	36.0%
归属母公司净利润	128	195	276	401
净利润同比（%）	-48.0%	53.0%	41.0%	45.4%
毛利率（%）	63.7%	63.9%	66.2%	68.7%
ROE（%）	4.8%	6.9%	8.8%	11.4%
每股收益（元）	0.18	0.25	0.35	0.50
P/E	65.58	107.92	76.55	52.64
P/B	3.12	7.40	6.75	5.98
EV/EBITDA	31.33	67.24	49.97	35.99

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

引言	5
1.拓尔思基本情况	6
1.1 深耕 NLP 行业，技术积累多年	6
1.2 人工智能、大数据是公司主要的收入来源	7
1.3 历史财务数据分析	9
2.新产品发布，面向三大行业	11
2.1 AIGC 发展路径清晰，MAAS 稀缺性与空间广阔	11
2.2 媒体、政务、金融行业 AI 模型需求强烈	11
2.3 MAAS 带来第二成长曲线	14
3.盈利预测与估值	16
风险提示:	17
财务报表与盈利预测	18

图表目录

图表 1 拓尔思发展历程	6
图表 2 拓尔思股权结构	7
图表 3 公司产品列表	8
图表 4 拓尔思收入结构	8
图表 5 拓尔思收入及增速	9
图表 6 拓尔思归母净利润及增速	9
图表 7 拓尔思毛利率与净利率变化	9
图表 8 拓尔思费用率变化	9
图表 9 拓尔思经营活动现金净流量与利润对比	10
图表 10 拓尔思应收账款	10
图表 11 拓尔思 AIGC 发展路径	11
图表 12 拓尔思 AIGC 实践	12
图表 13 拓尔思现有新闻媒体客户	12
图表 14 拓尔思现有党政客户	13
图表 15 拓尔思现有金融行业客户	14
图表 16 拓尔思通用大模型+专业模型在商业落地的融合流程	14
图表 17 拓尔思通用大模型+专业模型在商业落地的融合流程	15
图表 18 公司收入假设	16

引言

ChatGPT 是由 OpenAI 研发的一种语言 AI 模型，使用海量语料库来生成与人类相似的反应。全球维度来看，当前大模型给全社会带来的变化有三个方面：

- 1) 对基础设施的建设需求进一步加大。无论是训练还是推理，都对算力提出更高需求。
- 2) 对于大模型自身算法的不断精进。无论是从 ChatGPT3.0 到 ChatGPT3.5 甚至 ChatGPT4.0，还是国内的文心一言、星火大模型，都在不断追求完美。
- 3) 下游应用的不断探索。包括互联网及元宇宙领域、工业领域、智能汽车与智能座舱，从垂直行业来看也包括金融行业、医疗行业、政务行业的应用落地。

而拓尔思，作为国内领先的人工智能及大数据软件产品提供商，在 NLP 领域具有多年的研发积累与实践。通过不断完善自身模型、与下游客户探索大模型的应用场景与客户痛点，即将于 6 月 29 日举行拓天大模型成果发布会。

从公司的公开资料来看，拓天大模型具有三大亮点：

- 1) 面向的媒体、政务、金融行业在使用生成式 AI 中，具有更明显的业务痛点：
 - a) 对于生成式文字、图片更为敏感。正确的价值导向、准确的史实事件描述、特定的遣词造句与格式规范。
 - b) 数据不可外泄，安全性要求高。由此导致了行业进入门槛、技术与数据处理能力高。
- 2) MaaS 的商业模式，解决客户痛点，同时形成可重复收入，相比传统软件产品或项目制销售，模式更优。
- 3) 已经陆续应用于相关行业，能力获得客户认可。

由此，我们认为，拓天大模型在一众国内产品中，具有一定竞争力。

结合公司发展历史，过往业绩表现，与传统人工智能、大数据及安全产品的高成长性，具有较大的发展潜力。

1. 拓尔思基本情况

1.1 深耕 NLP 行业，技术积累多年

拓尔思成立于 1993 年，是中文全文检索技术的始创者，领先的人工智能、大数据和数据安全产品及服务提供商。公司 2011 年在深圳证券交易所创业板上市。

自成立以来，拓尔思始终坚持核心技术自主研发，拥 40+发明专利、1000+软件著作权，一直引领全文检索和搜索引擎数据库、自然语言处理(NLP)技术的原始创新和应用场景落地，成功服务了一批国家级重要信息化项目的建设，成为国家企业信用信息公示系统、信用中国、国家知识产权检索系统、GA 云搜索等国家级基础设施的数据管理和检索引擎。

公司自主研发的 TRS 大数据平台、TRS 人工智能平台和安全一体化平台，已成为行业领先的数字化基座。同时，公司已建立了大规模的数据和知识资产，正在全面构建云和数据服务生态(SaaS&DaaS)。目前，公司的数智产品与服务已被国内外 10000 余家企业级用户广泛使用，尤其在企业数字化转型、数字政府、网络内容安全、融媒体、金融科技和开源情报等领域实现了深度应用。

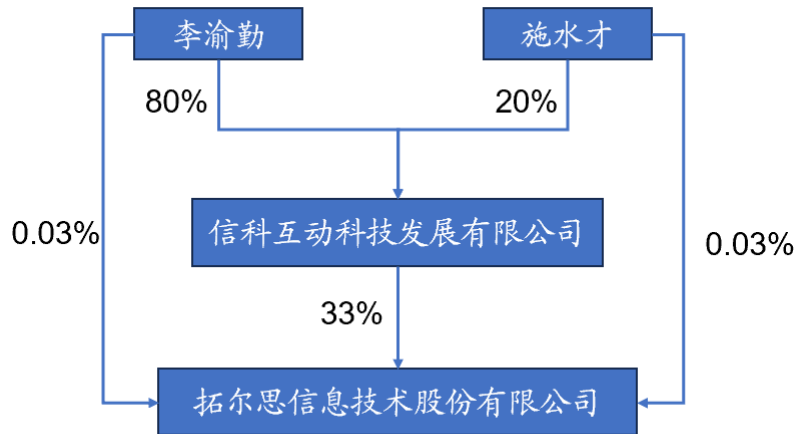
图表 1 拓尔思发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司实际控制人为自然人李渝勤，现担任公司董事长、信科互动科技发展有限公司董事长兼总经理、成都拓尔思信息技术有限公司执行董事、拓尔思国际有限公司执行董事、西藏通智信息科技发展有限公司执行董事。

图表 2 拓尔思股权结构



资料来源：公司 2022 年报，华安证券研究所

1.2 人工智能、大数据是公司主要的收入来源

自公司成立以来，公司坚持自主研发，一直引领全文检索和搜索引擎数据库、自然语言处理技术（NLP）技术的原始创新和应用场景落地。

当前核心技术领域包括大数据、人工智能（语义智能）、数据安全三大领域。相关领域均有成熟产品。

1、人工智能领域：公司是国内最早从事自然语言处理（NLP）研发的企业之一，在 NLP、知识图谱、OCR、图像视频结构化领域都具备自主可控的底层技术，处于行业领先地位。

2、大数据领域：公司是最早从事中文全文检索技术研发的企业，具有全球领先的智能检索技术，现已将领先优势拓展到数据采集、治理、分析挖掘等大数据核心技术的全生命周期，所有底层技术均自主可控。

3、数据安全领域：公司子公司天行网安是国内最早从事网络安全和数据交换的企业，发明了国内第一台安全隔离网闸，在数据视频交换、单向导入等方面具有雄厚的技术实力。

图表 3 公司产品列表

分类	产品名称	主要功能	典型客户
人工智能-通用产品	TRS海文自然语言处理引擎	基于深度学习的自然语言处理引擎	海关总署、国家知识产权局、南方电网等
	TRS智拓人工智能技术平台	语义智能模型训练平台	
	安拓知识图谱平台	知识图谱构建平台	
人工智能-行业专用产品	TRS数家资讯大数据开放服务平台	全网资讯数据分析和知识服务	人民日报、中央广播电视总台、新华社、科技日报、经济日报等
	TRS数星金融智能风控平台	可充分利用异构数据的金融风险监测平台	国家开发银行、中国银行、平安集团等
	TRS网察-舆情大数据分析平台	网络事件的日常监测、事件分析、信息检索等	网信和宣传部门、国家发改委、国资委、科技部以及大型企业等
	冒烟指数金融风险监测平台	监测企业金融风险	北京、深圳、重庆、江西等多地金融监管局
大数据-通用产品	TRS海贝大数据管理系统	全文检索引擎（可实现图文检索）	信用中国、国家市场监督管理总局、公安部等
	TRS网络信息雷达系统	大数据采集	中央办公厅、中宣部、国家统计局、农业银行、中石油等。
	TRS分布式数据整合系统	大数据治理整合	
大数据-行业专用产品	TRS海云-集约化智能门户平台	政府集约化智能门户平台	中央人民政府门户网站、外交部全球网站群、首都之窗等。
	TRS海融-智能媒体融合平台	智能媒体融合	经济日报、浙江日报、新疆日报、西藏网、中国建筑集团、航空工业集团等
数据安全产品	数据安全交换产品，数据安全分析产品	数据传输与交换的安全与分析	公安部、人民银行、工商银行、海关总署等

资料来源：公司 2021 年年报，华安证券研究所

从收入结构来看，当前公司的主要收入来源为大数据软件产品及服务，2022 年占收入的 41.8%；人工智能软件及服务、安全产品分别占收入的 23.4%、16.1%。

毛利率来看，人工智能软件产品及产品服务达到 75.1%，综合毛利率达到 63.7%。除系统集成业务毛利率较低外，其他业务毛利率亮眼，意味着公司产品标准化程度高。

图表 4 拓尔思收入结构

	2022 年收入（百万元）	收入增速	收入占比	毛利率
大数据软件产品及服务	379	-26.4%	42%	69.8%
人工智能软件产品及服务	212	17.4%	23%	75.1%
安全产品	146	2.7%	16%	67.4%
系统集成及其他	169	-10.7%	19%	32.6%
合计	907	-11.8%	100%	63.7%

资料来源：拓尔思 2022 年报，华安证券研究所

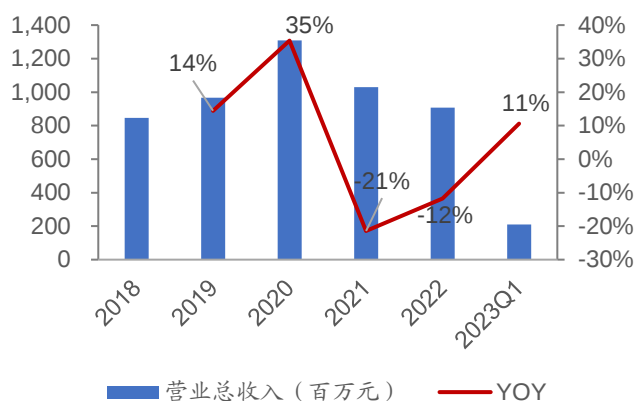
1.3 历史财务数据分析

公司自上市以来,收入与利润一直处于快速增长状态。

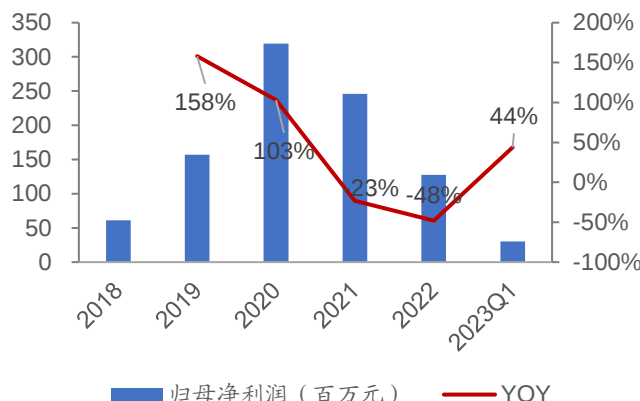
营业收入: 2020 年公司收入实现较为快速增长,其中主要房地产业务。2021、2022 年,由于房地产业务收缩导致公司收入增速出现较为明显下降。

归母净利润: 2019-2020 年,由于毛利率提升、费用率的下降带来净利润增速远超收入增速。2022 年受疫情等因素影响,公司净利润下滑较为明显。

图表 5 拓尔思收入及增速



图表 6 拓尔思归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

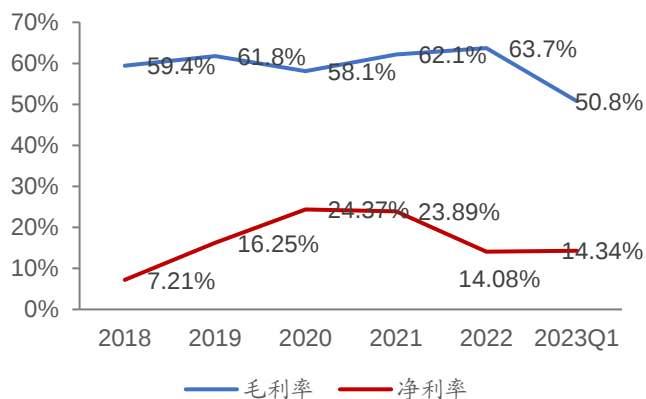
资料来源: wind, 华安证券研究所

毛利率: 从年度数据来看,公司综合毛利率长期维持在 58%以上的水平,在整个计算机行业处于较为领先地位。2022Q1 由于季节性 & 产品收入确认结构原因,导致毛利率有所下降,全年来看预计仍然维持往年水平。

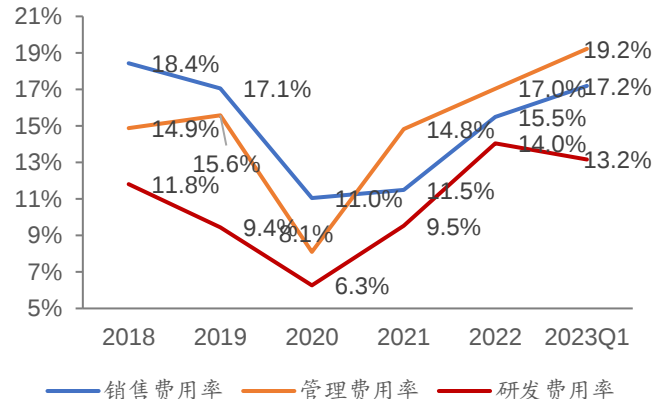
费用率: 2020 年以来,费用率持续提升。其中销售费用率,管理费用率提升更为明显。

净利率: 结合毛利率、费用率来看,2020 年在毛利率较高、调整费用率的变化下,公司的净利率达到最高水平 24.4%。

图表 7 拓尔思毛利率与净利率变化



图表 8 拓尔思费用率变化



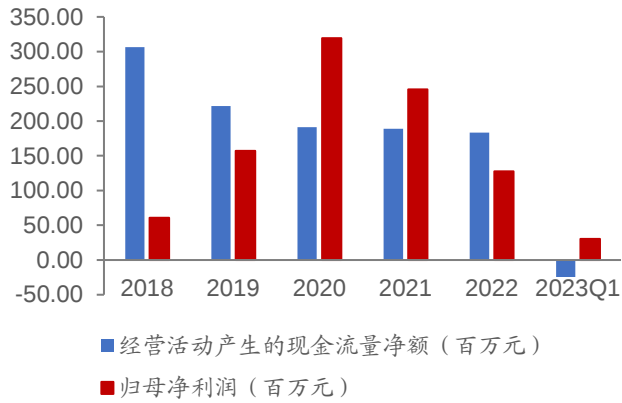
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

经营活动现金净流量：虽然有部分年份低于净利润水平，但整体较好。

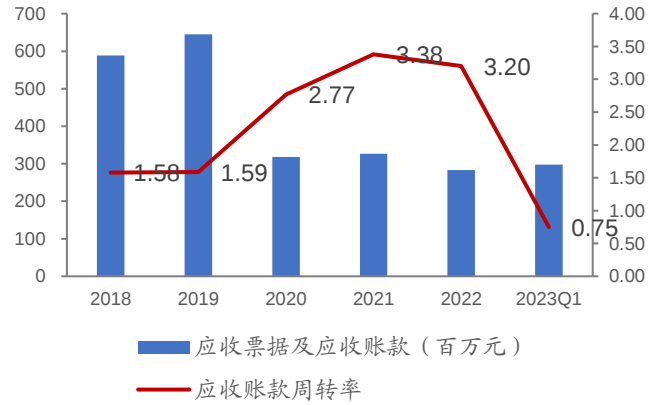
应收账款及周转率：应收账款周转率过去 3 年实现快速提升，体现公司营运能力进一步优化。

图表 9 拓尔思经营活动现金净流量与利润对比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 拓尔思应收账款



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 新产品发布，面向三大行业

公司公众号 6 月 21 日发布信息：2023 年 6 月 29 日，拓尔思拓天大模型成果发布会即将举行。目前拓尔思拓天大模型已经在媒体、政务、金融三个行业取得成果。

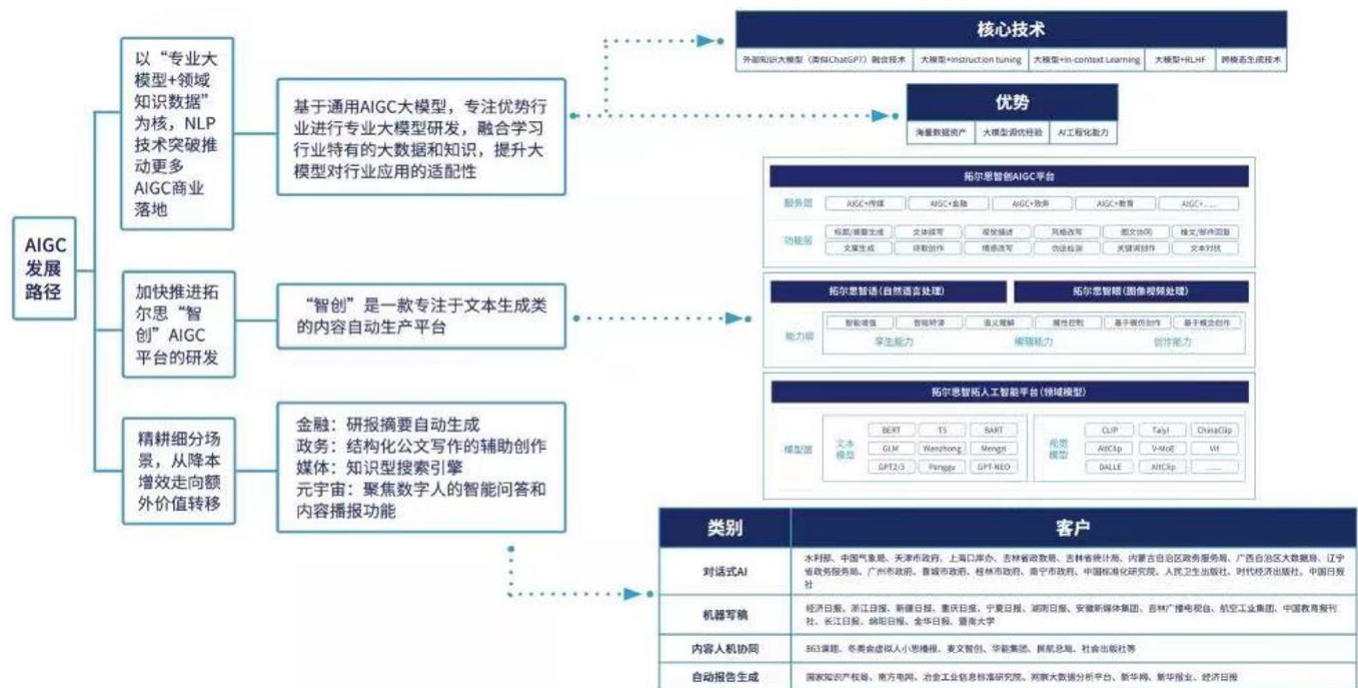
2.1 AIGC 发展路径清晰，MAAS 稀缺性与空间广阔

公司具有 20 年的自然语言处理（以下简称：NLP）研发经验，是国内最早研发人工智能技术的企业之一，在 NLP、知识图谱、OCR、图像视频结构化等领域都具备自主可控的多模态内容处理底层技术，处于行业领先地位。

同时，结合公司现有的技术储备、数据储备，公司制定了清晰的 AIGC 发展路径：

- 1) 基于通用 aigc 大模型，专注优势行业进行专业大模型研发，融合学习行业特有的大数据和只是，提升大模型对行业应用的适配性。
- 2) 加快推进 AIGC 平台研发；
- 3) 面向关键行业，包括：a) 金融行业：研报摘要自动生成等功能；b) 政务：结构化公文写作的辅助创作；c) 媒体行业：知识型搜索引擎等。

图表 11 拓尔思 AIGC 发展路径



资料来源：拓尔思公众号 3 月 30 日发文，华安证券研究所

2.2 媒体、政务、金融行业 AI 模型需求强烈

早在 2022 年，公司就已经有 AIGC 的相关尝试。机器写作、对话式 AI、内容人机协同和自动报告生成等应用场景相继打造出一批实践案例。2022 年公司尝试

在自研的自动写作产品基础上，基于大模型进行融合迭代，进一步提升现有 AIGC 产品的内容生成质量，取得一定效果。

当前主要应用于媒体、政务与金融行业。

图表 12 拓尔思 AIGC 实践



资料来源：公司 2021 年年报，华安证券研究所

- 媒体行业 aigc 需求强烈，公司产品得广大媒认可，具有稀缺性与不可替代性。

公司与人民日报、新华社此前就已达成合作。根据公开数据，产品和云服务已成为人民日报国际传播能力技术支撑体系的重要组成部分；截止 2022 年底，融媒体用户已经覆盖了 72% 的中央媒体，61% 的省级媒体，40% 的行业媒体。（资料来源：2022 年报）

图表 13 拓尔思现有新闻媒体客户

媒体用户	
中央新闻单位	人民日报、新华通讯社、中央广播电视总台、解放军报、光明日报、经济日报、中国日报、科技日报、中国纪检监察报、工人日报、农民日报、中国新闻社
地方新闻单位	浙江日报、湖南日报、河北日报、新华日报、福建日报、新疆自治区融媒体中心、吉林广电、长江日报、温州日报、深圳报业、杭州文广、广西日报、羊城晚报、玉林日报
行业新闻单位	中国教育报刊社、中国航空报、中国电力报、人民邮电报、中国体育报、中国民航报、南方工报、人民公安报、中国气象报、中国民族报

资料来源：公司官网，华安证券研究所

- 政务行业 AIGC 应用，直击公文写作痛点

政务行业的应用，主要面向公文写作。

普通公务员的日常工作中，公文写作是必要的工作内容。但公文写作区别于普通的写作，有其对于格式、内容、观点的要求。

机关工作中的常用公文就包括了 16 类：请示报告类、信息简报类、通知通报类、决定决议类、调研报告类、计划方案类(包括工作计划、实施方案等)、领导讲话类、会议纪要类、总结报告类(包括汇报、述职等)、指导意见类、工作规划类、规章制度类(包括规定、办法、细则、条例、章程、规则等)、公函类、经验材料类、学习体会类和贺词贺信类。

同时，公文写作还存在不少雷区：1) 内容不符合党和国家的方针政策；2) 公文文种选用不规范；3) 随意越级行文；4) 主送机关拟写不当。5) 词语使用不规范。

(资料来源：2019 年第 5 期《云岭先锋》)

由此，AIGC 辅助公文写作，具有巨大的市场需求，能够有效帮助上述公文写作错误的发生。

图表 14 拓尔思现有党政客户

—— 党政用户 ——

党中央机构	中共中央办公厅、国家监察委员会、中共中央纪委、中组部、中联部、中编办
国务院机构	国务院办公厅、外交部、国家发改委、科技部、生态环境部、交通运输部、农业农村部、教育部、自然资源部、商务部、市场监管总局
省级政府	北京市政府、天津市政府、山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、福建省政府、山东省政府、湖北省政府、广西壮族自治区政府、海南省政府、重庆市政府、贵州省政府
地市政府	广州市政府、深圳市政府、青岛市政府、厦门市政府、南京市政府、武汉市政府、呼和浩特市政府、长春市政府、福州市政府、长沙市政府、南宁市政府、海口市政府、贵阳市政府、昆明市政府、西宁市政府、银川市政府
知识产权	国家知识产权局、知识产权出版社
公共安全与网信	公安部、省公安厅、市公安局,超过50%的省级网信办

资料来源：公司官网，华安证券研究所

● 金融行业 AIGC 应用，探索研报生成外的更多应用可能

以海外在 chatGPT 爆发后的尝试来看，已经有的应用案例包括用于研报生成、用于指导投资、用于理赔与数据挖掘：

1) 2023 年 3 月，彭博最先发布专为金融界打造的大型语言模型 (LLM) ——BloombergGPT。BloombergGPT 将协助彭博改进现有的金融 NLP 任务，如情感分析、命名实体识别、新闻分类和问答等。

2) 2023 年 5 月，据华尔街见闻 5 月 26 日的报道，摩根大通正在开发一款类似 ChatGPT 的软件服务。摩根大通提交的文件显示，该行本月为一款名为“IndexGPT”的产品申请了商标注册。IndexGPT 将利用“使用人工智能的云计算软件”来“分析和选择适合客户需求的证券”。

3) 英国《金融时报》3 月份的报道，苏黎世保险集团 (Insurer Zurich) 正在测试如何在索赔和建模等领域使用 ChatGPT 技术。

对比之下，拓尔思在金融领域模型的探索，有望针对银行、券商等多种金融类机构的 AI 需求。

图表 15 拓尔思现有金融行业客户

金融用户	
金融监管机构	证监会、银保监会、深交所、上交所、北交所、银行市场交易所协会、中国银行业协会、中国保险业协会、省市区县的地方金融监督管理局
金融机构	国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行、中国银行、中国农业银行、中国建设银行、邮储银行、交通银行、中信银行、招商银行、中国光大银行、平安银行、浦发银行、渤海银行、广发银行、兴业银行、厦门国际银行、中银富登、郑州银行、宁波银行、上海银行、广州银行、华兴银行、中国人保、平安集团、中国人寿、中邮保险、华融资产、东方资产、广发基金

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.3 MaaS 带来第二成长曲线

MaaS，也即 Model as a Service，模型即服务。相比原有的 SaaS 模式，用户将软件产品安装在自己的电脑或服务器上即可直接使用。MaaS 通过平台积累的数据资源，对模型进行训练，最后得到一个可以用于解决问题的大模型，为用户提供服务。

根据拓尔思 2022 年年报中提到的相关规划，即将发布的拓天大模型，我们预计就将开启公司继 SaaS 商业模式外的 MaaS 新篇章。

图表 16 拓尔思通用大模型+专业模型在商业落地的融合流程



图：通用大模型+专业模型在商业落地的融合流程

资料来源：公司 2022 年年报，华安证券研究所

假设，公司未来以 MaaS 的商业模式，收取年度服务费用。我们通过计算公司目标的 3 大客户群体，计算潜在的市场空间。

下述测算基于以下假设：

1) 关于定价：定价预计区分为 3 档。

A) 对于大型客户，定价约 100 万元/年（该定价参考公司 2022 年对前五大客户销售收入 1712 万元-4654 万元。MaaS 的商业模式理论定价远低于项目制或软件产品一次性销售）；

B) 对于中型客户，定价约 50 万元/年。

C) 对于小微型客户，定价约 10 万元/年。

2) 各行业企业、单位数量的假设, 数据来源详见图标 17 资料来源。

基于上述假设以及行业数据, 我们测算得到:

- 1) 针对新闻媒体行业, 整体需求约 3.9 亿元。
- 2) 针对政务类需求, 行业规模约 65 亿元。主要考虑庞大的下沉党政机关。
- 3) 针对金融行业需求, 银行的数量最为庞大。统计中简单使用银行业金融机构总数, 实际上根据不同规模的银行, 其定价的差异或较大。总体而言, 金融行业的需求也将达到约 22 亿元。

由此来看, 基于公司产品的主要下游媒体、政务、金融行业的需求总规模有望达到约 91 亿元。

图表 17 拓尔思通用大模型+专业模型在商业落地的融合流程

	数量 (个)	单价 (万元)	总价 (亿元)
媒体行业			
中央媒体	18	100	0.18
省级媒体	93	50	0.465
互联网新闻信息服务单位	3208	10	3.208
合计			3.853
	数量 (个)	单价 (万元)	总价 (亿元)
政务行业			
中央国家机关	80	100	0.8
县级以上党政机关	64000	10	64
合计			64.8
	数量 (个)	单价 (万元)	总价 (亿元)
金融行业			
证券	140	50	0.7
保险	235	50	1.175
银行	4029	50	20.145
合计			22.02
三大行业合计金额			91

资料来源: 北京化工大学、顺华新闻网, 《中国新闻事业发展报告 2022》, 潇湘晨报, 证券业协会, 保险业协会, 银保监会, 华安证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司盈利预测基于以下假设：

1) 收入：

2023 年考虑新产品刚发布，预计对公司收入带来影响较少；2024 年起，预计每年新增 maas 类客户 50 家、150 家，以单价 50w/年计算，给公司 2024 年、2025 年分别带来 2500 万、7500 万收入。

2) 毛利率：

各项业务基本维持 2022 年毛利率。

3) 各项费用率

考虑新产品发布之后，销售端费用有所提升，因此销售费用率较 2022 年上升。

管理费用率维持此前水平。

研发方面投入持续，因此研发费用率有所提升。

考虑 2024-2025 年部分客户落地，预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 11.69 亿元、15.58 亿元、21.19 亿元，同比增长 28.9%、33.2%、36.0%；预计归母净利润 1.95 亿元、2.76 亿元及 4.01 亿元，同比增长 53.0%、41.0%及 45.4%。

我们认为，公司拓天大模型有望开创 MaaS 新商业模式，面向三大行业提供的模型服务具有稀缺性且准确解决客户痛点，未来具有较大发展空间，给予“买入”评级（首次覆盖）。

图表 18 公司收入假设（单位：百万元）

收入	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大数据软件产品及服务	515.74	379.38	493.19	616.49	770.62
人工智能软件产品及服务	180.60	212.04	296.85	410.91	576.68
MAAS 产品				25.00	75.00
客户数量				50.00	150.00
单价				0.50	0.50
安全产品	142.55	146.38	175.66	210.79	252.94
系统集成及服务	189.82	169.47	203.36	244.04	292.85
YOY	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大数据软件产品及服务	-6%	-26%	30%	25%	25%
人工智能软件产品及服务(原有业务)	52%	17%	40%	30%	30%
maas后，人工智能业务增速			40%	38%	40%
安全产品	8%	3%	20%	20%	20%
系统集成及服务	211%	-11%	20%	20%	20%
毛利率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大数据软件产品及服务	70.81%	69.85%	69.8%	69.8%	69.8%
人工智能软件产品及服务	73.75%	75.07%	75%	75%	75%
安全产品	73.72%	67.39%	68%	68%	68%
系统集成及服务	18.76%	32.61%	30%	30%	30%

资料来源：华安证券研究所测算

风险提示：

AI 技术发展及下游客户接受度不及预期；下游行业受经济下行影响；行业竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1452	1693	1975	2418	营业收入	907	1169	1558	2119
现金	528	753	1057	1323	营业成本	329	421	527	662
应收账款	272	268	269	348	营业税金及附加	12	15	20	27
其他应收款	27	51	53	88	销售费用	141	181	241	339
预付账款	2	3	3	4	管理费用	155	193	257	360
存货	120	122	109	114	财务费用	35	-7	-10	-15
其他流动资产	503	496	483	542	资产减值损失	-14	-15	-17	-18
非流动资产	2431	2460	2497	2543	公允价值变动收益	13	0	0	0
长期投资	67	67	67	67	投资净收益	-3	4	5	6
固定资产	546	575	611	658	营业利润	140	217	307	447
无形资产	261	261	261	261	营业外收入	1	3	3	4
其他非流动资产	1558	1558	1558	1558	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	3884	4153	4472	4961	利润总额	139	219	309	450
流动负债	484	587	628	713	所得税	16	22	31	45
短期借款	17	17	17	17	净利润	123	197	278	405
应付账款	209	259	268	284	少数股东损益	-4	2	3	4
其他流动负债	258	311	343	412	归属母公司净利润	128	195	276	401
非流动负债	702	702	702	702	EBITDA	273	313	415	569
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.25	0.35	0.50
其他非流动负债	702	702	702	702					
负债合计	1186	1290	1330	1415					
少数股东权益	10	12	15	19					
股本	715	715	715	715					
资本公积	378	378	378	378					
留存收益	1594	1758	2033	2434					
归属母公司股东权益	2687	2851	3126	3527					
负债和股东权益	3884	4153	4472	4961					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	183	348	414	396	成长能力				
净利润	123	197	278	405	营业收入	-11.8%	28.9%	33.2%	36.0%
折旧摊销	106	71	83	98	营业利润	-49.1%	55.6%	41.3%	45.7%
财务费用	41	1	1	1	归属于母公司净利	-48.0%	53.0%	41.0%	45.4%
投资损失	3	-4	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	-87	61	33	-127	毛利率(%)	63.7%	63.9%	66.2%	68.7%
其他经营现金流	207	157	269	558	净利率(%)	14.1%	16.7%	17.7%	18.9%
投资活动现金流	-106	-91	-108	-129	ROE(%)	4.8%	6.9%	8.8%	11.4%
资本支出	-345	-94	-113	-135	ROIC(%)	4.3%	6.1%	7.8%	10.0%
长期投资	230	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	9	4	5	6	资产负债率(%)	30.5%	31.1%	29.7%	28.5%
筹资活动现金流	-43	-33	-1	-1	净负债比率(%)	44.0%	45.0%	42.3%	39.9%
短期借款	7	0	0	0	流动比率	3.00	2.88	3.14	3.39
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.11	2.21	2.53	2.82
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.24	0.29	0.36	0.45
其他筹资现金流	-50	-33	-1	-1	应收账款周转率	3.20	4.24	5.54	6.55
现金净增加额	35	224	305	266	应付账款周转率	1.56	1.80	2.00	2.40

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.18	0.25	0.35	0.50	P/E	65.58	107.92	76.55	52.64
每股经营现金流薄)	0.23	0.44	0.52	0.50	P/B	3.12	7.40	6.75	5.98
每股净资产	3.76	3.58	3.93	4.43	EV/EBITDA	31.33	67.24	49.97	35.99

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长, 兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师: 王奇珏, 华安计算机团队联席首席, 上海财经大学本硕, 7 年计算机行研经验, 2022 年加入华安证券研究所。

联系人: 傅晓烺, 上海外国语大学硕士, 主要覆盖工业软件、服务器行业, 2022 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。