

## 拓尔思 (300229.SZ)

## 语义智能领军，业绩快速增长可期

2021年01月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

刘逍遥 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

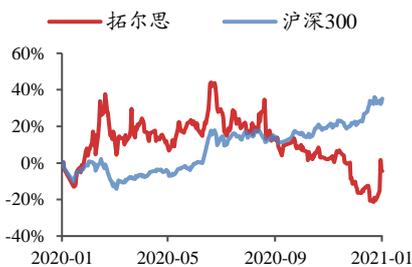
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790520090001

日期	2021/1/21
当前股价(元)	9.30
一年最高最低(元)	20.60/7.55
总市值(亿元)	66.68
流通市值(亿元)	65.61
总股本(亿股)	7.17
流通股本(亿股)	7.05
近3个月换手率(%)	65.49

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 语义智能领军，业务多点开花，首次覆盖给予“买入”评级

公司长期深耕于自然语言处理领域，技术实力雄厚，成功将其应用于融媒体、舆情分析、内容审核、智慧公检法、智能风控等多个领域。近年来公司在网络舆情、数字政府、媒体融合、金融大数据等多个领域取得出色成绩，有望保持快速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.99、2.88、3.46 亿元，EPS 为 0.42、0.40、0.48 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 22.3、23.1、19.3 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 业绩表现亮眼，数字政府、媒体融合、舆情分析等业务快速增长

根据公司 2020 年度业绩预告，公司预计实现归母净利润 2.99 亿-3.30 亿元，同比增长 90%-110%。扣除房地产业务和非经常性损益后的净利润为 1.87 亿-2.38 亿元，同步增长 17%-50%。业绩高速增长主要得益于公司在数字政府、媒体融合、网络空间舆情分析、金融大数据等重点领域，继续取得了较高的营收增长；在网络安全、公安防务等泛安全领域也保持了业绩稳定；同时，公司对受经济不确定因素影响较大的互联网营销业务相应采取了适当收缩的策略。

### ● 下游行业高景气，各项业务有望保持快速发展

下游行业高景气，公司政府网站集约化、融媒体建设、网络空间舆情分析业务加速发展。政府集约化建设领域，公司陆续为湖北、吉林、贵州等 11 家试点单位中的 7 家提供了政府集约化智能门户平台产品和统一信息资源库平台产品及相关技术服务，公司还承建了天津、武汉、陕西等一批重要省市以及行业垂直集约化项目，占据市场领导地位。融媒体领域，各地市、县级用户及行业用户融媒体建设需求加速释放，公司有望充分受益。网络空间舆情分析领域，公司承建了国内最大的网络舆情态势感知平台，标杆效应显著。

● **风险提示:** 政策支持力度不及预期；公司业务拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	845	967	1,038	1,266	1,514
YOY(%)	2.9	14.4	7.3	22.0	19.5
归母净利润(百万元)	61	157	299	288	346
YOY(%)	-61.5	158.0	90.3	-3.8	20.2
毛利率(%)	59.4	61.8	62.3	62.6	63.5
净利率(%)	7.2	16.3	28.8	22.7	22.9
ROE(%)	3.9	7.6	13.6	11.8	12.5
EPS(摊薄/元)	0.08	0.22	0.42	0.40	0.48
P/E(倍)	109.3	42.4	22.3	23.1	19.3
P/B(倍)	3.6	3.2	2.8	2.6	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 国内语义智能领先厂商，技术实力突出 .....	3
1.1、 国内自然语言处理领域的先行者 .....	3
1.2、 语义智能为核心，三大领域共促发展 .....	3
1.3、 高度重视创新，保持高水平研发投入 .....	4
2、 公司业绩亮眼，财务指标稳健 .....	5
3、 国家政策利好驱动，各项业务有望快速发展 .....	6
3.1、 行业政策密集出台，公司在网络舆情领域优势明显 .....	7
3.2、 网络集约化政策深入推进，积极抢占市场份额 .....	8
3.3、 市县级融媒体加速建设，公司有望充分受益 .....	9
4、 盈利预测与投资建议 .....	10
4.1、 核心假设 .....	10
4.2、 投资建议 .....	10
5、 风险提示 .....	11
附： 财务预测摘要 .....	12

## 图表目录

图 1： 公司是国内自然语言处理（NLP）的领先厂商 .....	3
图 2： 公司围绕“语义智能”打造三大应用领域 .....	4
图 3： 公司注重自身研发实力 .....	4
图 4： 2016-2019 年公司研发投入保持较高水平 .....	5
图 5： 公司主要产品和服务包括通用产品、行业产品及在线大数据智能服务 .....	5
图 6： 2016-2019 年公司营业收入保持较平稳增长 .....	6
图 7： 2016-2019 年公司归母净利润有所波动 .....	6
图 8： 2016-2019 年公司期间费用率持续下降 .....	6
图 9： 2016-2019 年公司销售毛利率有所下降，销售净利率较为稳定 .....	6
图 10： 2016-2019 年公司经营活动净现金流表现较好 .....	6
图 11： 网信领域多方位业务体系 .....	8
图 12： 安全领域多应用落地 .....	8
图 13： 吉林省政府网站集约化项目“1+N”平台落地 .....	9
图 14： 融媒体 7 大平台和“N”种模式共同协作 .....	10
表 1： 网络空间治理法律法规密集出台 .....	7
表 2： 政府网站集约化相关政策推动需求 .....	8
表 3： 政策持续推动融媒体领域发展 .....	9
表 4： 公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平（截止 2021.1.21 收盘） .....	11

## 1、国内语义智能领先厂商，技术实力突出

### 1.1、国内自然语言处理领域的先行者

公司是国内自然语言处理（NLP）的领先厂商。公司从2000年开始，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 TRSCKM，并被国内外数以千计的用户采用。公司在中文检索、自然语言处理等领域始终处于行业前沿，也是国内首家推出自主中文文本挖掘和中文内容管理软件产品的企业。在中国计算语言学大会（CCL 2018）上，中文文本蕴含识别和中文幽默计算两项技术评测均取得第一名。

图1：公司是国内自然语言处理（NLP）的领先厂商



资料来源：公司官网

### 1.2、语义智能为核心，三大领域共促发展

公司以“语义智能+”为发展战略，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。在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、内容审核、舆情分析以及版权维护等领域；在数字政府板块，主要服务于政府网站门户、政府大数据应用、专利大数据平台和服务、智慧公检法等领域；在数据智能板块，主要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、科教知识服务等细分领域。

图2: 公司围绕“语义智能”打造三大应用领域

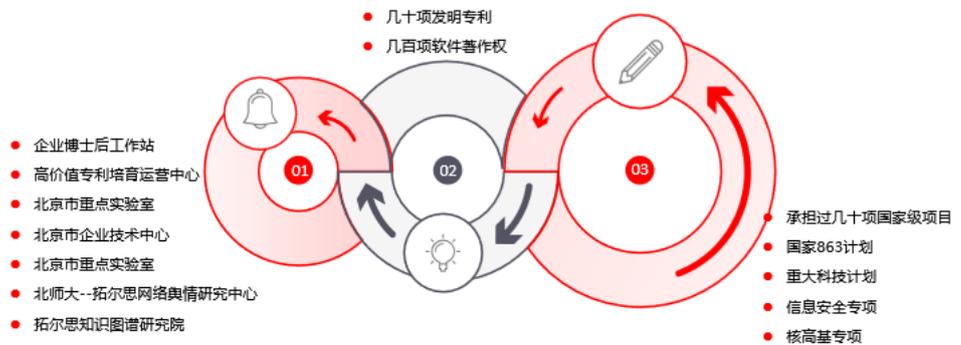


资料来源: 公司官网

### 1.3、高度重视创新，保持高水平研发投入

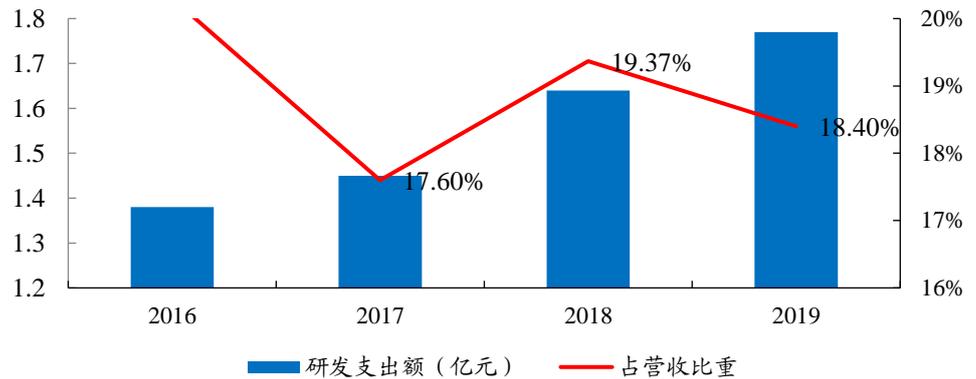
公司强调技术创新，保持高水平研发投入。为保持产品和服务的竞争力，公司在大数据挖掘分析技术、面向自然语言理解和非结构数据处理的人工智能技术、以及知识图谱、深度学习、数据可视化等前沿技术应用领域持续投入。同时，公司建立了8个研发实验室，在文本识别、融媒体、大数据领域多次获奖。

图3: 公司注重自身研发实力



资料来源: 公司官网

2016-2019年公司持续加大研发投入，每年研发投入的增长率在15%以上，并且近年来，研发投入占营业收入的比重基本维持在20%左右，可见公司非常重视核心技术的应用与创新能力。

**图4: 2016-2019 年公司研发投入保持较高水平**


数据来源: Wind、开源证券研究所

基于在自然语言理解、知识图谱、多媒体内容理解等领域的技术优势,结合公司在大数据领域的积累,公司成功将各项能力应用于融媒体、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。

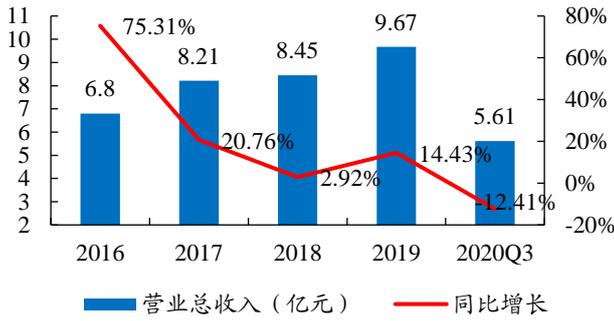
**图5: 公司主要产品和服务包括通用产品、行业产品及在线大数据智能服务**


资料来源: 公司官网

## 2、公司业绩亮眼, 财务指标稳健

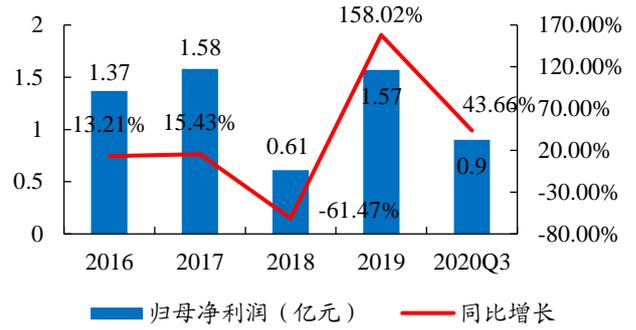
**公司收入与净利润稳定增长。**2016-2019年,公司收入从6.8亿增至9.67亿,年复合增长率为12.45%,归母净利润从2016年的1.37亿增至2019年的1.57亿,年复合增长率为4.65%。2020年,公司在数字政府、媒体融合、网络空间舆情分析、金融大数据等重点领域,继续取得了较高的营收增长;在网络安全、公安防务等泛安全领域也保持了业绩稳定;同时,公司对受经济不确定因素影响较大的互联网营销业务相应采取了适当收缩的策略。根据公司2020年度业绩预告,公司预计实现归母净利润2.99亿-3.30亿元,同比增长90%-110%。公司核心主业(不含房地产销售收入)实现扣非净利润1.87亿-2.38亿元,同比增长17%-50%。

图6: 2016-2019 年公司营业收入保持较平稳增长



数据来源: Wind, 开源证券研究所

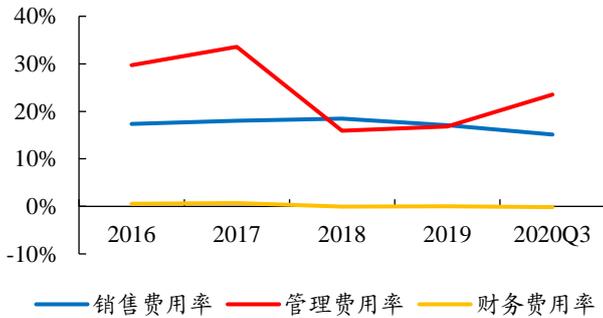
图7: 2016-2019 年公司归母净利润有所波动



数据来源: Wind, 开源证券研究所

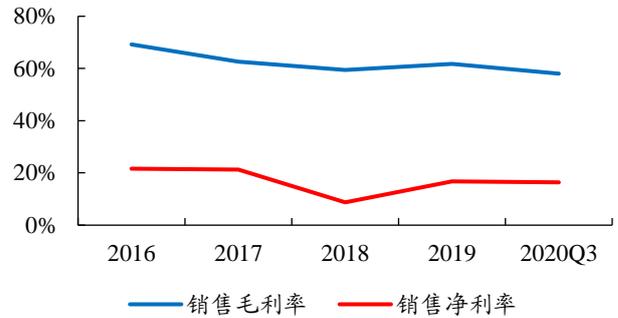
2016-2019 年, 公司销售毛利率有所下降, 同时, 期间费用率也保持下降趋势, 综合影响下公司销售净利率保持较为稳定。

图8: 2016-2019 年公司期间费用率持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 为保持口径一致, 图中管理费用率中含研发费用)

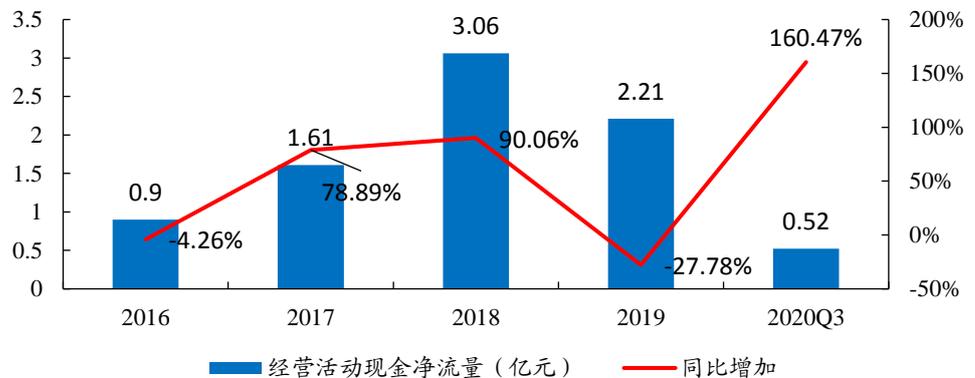
图9: 2016-2019 年公司销售毛利率有所下降, 销售净利率较为稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

2016-2019 年, 公司经营活动现金流表现良好, 主要得益于公司较好的回款能力。

图10: 2016-2019 年公司经营活动净现金流表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、国家政策利好驱动, 各项业务有望快速发展

公司作为舆情分析、政府网站集约化、融媒体领域的优势企业, 与时俱进, 紧跟请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

政策风向，不仅不断推出新产品，而且不断开辟新市场，拓展新客户。公司自 2003 年开始先后推出 TRS CIS、TRS OM、TRS SMAS、TRS NetInsight 等产品。在 2019 年，公司承建国内最大的网络舆情态势感知平台（中央 WXB），网络舆情监测市场份额保持前三，网络舆情云平台服务上千订阅用户。在政府网站集约化上，为上千家政府和企业用户提供门户网站、资源管理及新媒体管理服务。融媒体方面，据公司官网披露，18 家中央媒体中有 12 家拓尔思的用户，行业媒体市场占有率达到 50% 以上。

### 3.1、行业政策密集出台，公司在网络舆情领域优势明显

随着信息化的进程加快，国内对网络空间治理重视程度提高。自党的十八大以来，党中央高度重视互联网的发展与治理，制定了《网络安全法》、《国家网络空间安全战略》，成立中央网络安全和信息化委员会，将建设网络强国纳入了“十三五”规划，一系列重大改革和部署落地见效，网络强国战略日益清晰。2019 年 10 月，党的十九届四中全会召开，在《决定》中明确提出要全面提高网络治理能力，营造清朗的网络空间。2020 年，国家网信办等十二部门联合印发《网络安全审查办法》，同年 12 月，国家发改委、网信办等 4 部委联合印发《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，《意见》给网络空间检测和治理提出了更高的要求。

**表1：网络空间治理法律法规密集出台**

时间	网络空间治理法律法规
2016.11	全国人大颁布《中华人民共和国网络安全法》，自 2017 年 6 月 1 日起施行
2016.12	网信办发布《国家网络空间安全战略》，阐明中国关于网络空间发展和安全的重大立场，指导中国网络安全工作
2017.05	网信办发布《互联网新闻信息服务管理规定》，自 2017 年 6 月 1 日起施行
2019.01	十九届四中全会《决定》中明确提出要全面提高网络治理能力，营造清朗的网络空间
2019.12	网信办发布《网络信息内容生态治理规定》，于 2020 年 3 月 1 日起施行
2020.04	国家网信办等十二部门联合印发《网络安全审查办法》
2020.12	国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局联合印发《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，《意见》要求加快研究完善海量数据汇聚融合的风险识别与防护、数据脱敏、数据安全合规、数据加密等保护机制和技术监测手段等，保障业务在线安全运行

资料来源：网信办官网、开源证券研究所

公司承建了国内最大的网络舆情态势感知平台，示范效应突出。2019 年，公司不仅中标了规模创公司历史记录的国家级项目，并建设实施了浙江、江西、新疆等一批行业标杆项目。以高技术平台+全数据资源+精业务知识的全方位能力持续赋能行业用户，推动行业技术进步，起到广泛的示范效应。

**图11: 网信领域多方位业务体系**


资料来源: 公司官网

**图12: 安全领域多应用落地**


资料来源: 公司官网

### 3.2、网络集约化政策深入推进，积极抢占市场份额

在网络集约化领域，随着国家试点工作的深入推进，全国范围内政府网站的集约化建设全面铺开。从2018年开始，政府网站集约化就已经陆续开始试点工作，2018年11月，国务院确定了10个省（区、市）和西藏自治区拉萨市作为试点地区，并明确规定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。

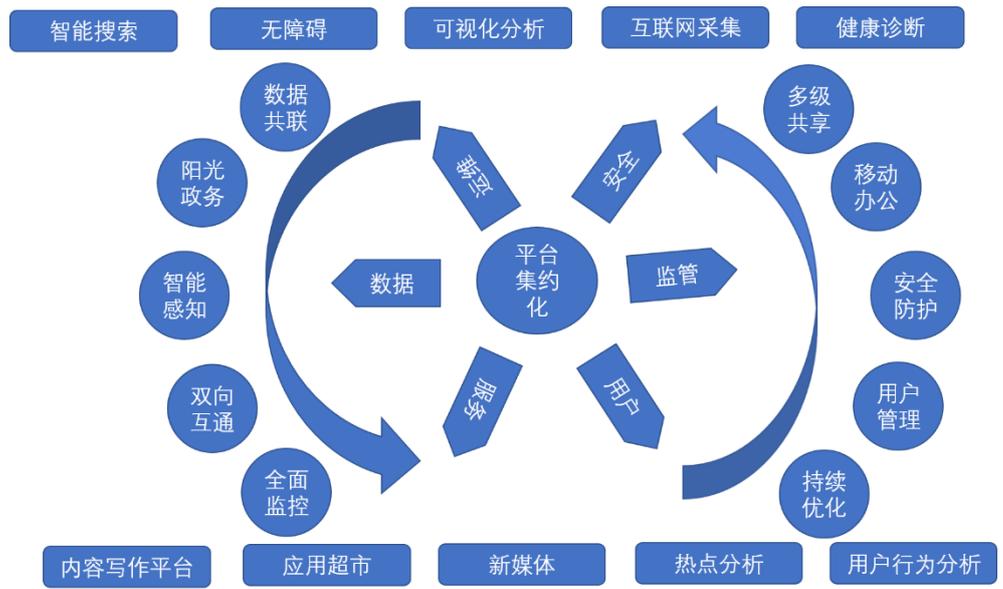
**表2: 政府网站集约化相关政策推动需求**

时间	政府网站集约化建设法律法规
2014.11	《关于加强政府网站信息内容建设的意见》（国办发〔2014〕57号），要求建立网站信息内容建设管理规范，加强人员和经费保障，完善考核评价机制
2017.6	《政府网站发展指引》（国办发〔2017〕47号），要通过统一标准体系、统一技术平台、统一安全防护、统一运维监管
2017.12	《国家电子政务综合试点方案》（中央网信办、国家发展改革委等），确定北京、上海、广东等），开展为期二年的国家电子政务综合试点，提高基础设施集约化水平，促进政务信息资源共享
2018.7	《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
2018.11	《政府网站集约化试点工作方案》（国办函〔2018〕71号，确定北京、湖南等10省1市作为集约化试点地区；要求建设基于统一信息资源库的政府网站集约化平台

资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

公司作为国内政府网站集约化建设的排头兵，参与制定了多个省级和行业政府网站集约化建设标准规范、管理办法、运营策略，并基于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策划构建了多个创新应用。公司承建了北京、吉林、贵州、湖北等一批政府网站集约化重点试点单位项目，优势地位在全国市场有望延续。

图13: 吉林省政府网站集约化项目“1+N”平台落地



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

### 3.3、市县级融媒体加速建设，公司有望充分受益

在融媒体建设方面，从2014年8月《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》到2020年9月《关于加快推进媒体深度融合发展的意见》，从“推动”“融合”到“加快推进”“深度融合”，我国媒体融合发展进入新阶段。2020年9月印发的《意见》，要求坚持正确方向，坚持一体发展，坚持移动优先，坚持科学布局，坚持改革创新，推动传统媒体和新兴媒体在体制机制、政策措施、流程管理、人才技术等方面加快融合步伐，为我国融媒体建设提供了新的方向并提出更高的要求。

表3: 政策持续推动融媒体领域发展

时间	融媒体政策法规
2018.08	习近平同志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”
2018.09	中宣部在浙江省湖州市长兴县召开县级融媒体中心建设现场推进会，对在全国范围内推进县级融媒体中心建设作出部署安排，要求2020年底基本实现在全国的全覆盖，2018年先行启动600个县级融媒体中心建设，并且要求“努力把县级融媒体中心建成主流舆论阵地、综合服务平台和社区信息枢纽”
2019.01	中共中央宣传部、国家广播电视总局联合发布了《县级融媒体中心建设规范》，国家广播电视总局发布了《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》
2019.10	国家广播电视总局发布《总局关于创建广播电视媒体融合发展创新中心有关事宜的通知》
2020.09	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快推进媒体深度融合发展的意见》，逐步构建网上网下一体、内宣外宣联动的主流舆论格局，建立以内容建设为根本、先进技术为支撑、创新管理为保障的全媒体传播体系。

资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

公司在融媒体市场占据先发优势，树立良好标杆效应。公司陆续获得浙江日报集团天目云二期、长江日报集团长江融媒云一期、安徽新媒体集团“安徽云”平台一期等一批重量级项目，以及中国教育报智慧教育传播服务平台、人民邮电报社融媒体平台、经济日报新闻策划支持系统软件开发项目等一批媒体融合项目，目前正在业内树立良好的标杆效应。

图14: 融媒体7大平台和“N”种模式共同协作



资料来源：公司官网

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

**收入端：**预计公司数字政府、媒体融合、网络空间舆情分析、金融大数据等业务继续保持高增长；网络安全、公安防务等泛安全领域保持较为平稳；互联网营销业务有所收缩。综上分析，我们预计公司 2020-2022 年营业收入增速分别为 7.3%、22.0%、19.5%。

**毛利率：**预计公司业务结构将不断优化，推动毛利率水平稳定提升，我们预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 62.3%、62.6%和 63.5%。

**费用率：**我们预计 2020-2022 年，公司销售费用率分别为 17%、15.8%、15.5%；公司管理费用率为 15.4%、14.2%、14%；公司研发费用率分别为 10.4%、11.2%、10.8%。

### 4.2、投资建议

公司长期深耕于自然语言处理领域，技术实力雄厚，成功将其应用于融媒体、舆情分析、内容审核、智慧公检法、智能风控等多个领域。近年来公司在网络舆情、数字政府、媒体融合、金融大数据等多个领域取得出色成绩，有望保持快速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.99、2.88、3.46 亿元，EPS 为 0.42、0.40、0.48 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 22.3、23.1、19.3 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**表4: 公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平 (截止 2021.1.21 收盘)**

证券 代码	公司 简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603000.SH	人民网	190	4.23	5.09	5.96	45	37	32	8	6	5
688228.SH	开普云	29	1.04	1.38	1.77	28	21	16	8	6	5
	行业平均					37	29	24	8	6	5
<b>300299.SZ</b>	<b>拓尔思</b>	<b>67</b>	<b>2.99</b>	<b>2.88</b>	<b>3.46</b>	<b>22.3</b>	<b>23.1</b>	<b>19.3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所 (人民网、开普云盈利预测均来源于 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

(1) **政策支持力度不及预期。**未来政企是否会持续加大对网络舆情、政府网站集约化以及融媒体平台的投入会对公司业务产生重要影响。

(2) **公司业务拓展不及预期。**随着科技革新加快,竞争对手的研发水平提高,未来公司业务能否同近期顺利拓展依然未成定局。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1510	1441	1897	2335	2703
现金	253	364	669	842	1035
应收票据及应收账款	589	645	679	936	994
其他应收款	51	49	58	73	83
预付账款	45	15	50	29	65
存货	222	171	245	258	329
其他流动资产	351	197	197	197	197
<b>非流动资产</b>	1145	1448	1415	1413	1408
长期投资	20	23	26	30	34
固定资产	168	90	145	217	281
无形资产	119	173	126	76	21
其他非流动资产	838	1162	1118	1090	1072
<b>资产总计</b>	2655	2889	3313	3748	4111
<b>流动负债</b>	744	749	867	1021	1036
短期借款	48	0	93	0	0
应付票据及应付账款	153	192	173	269	247
其他流动负债	544	557	602	752	789
<b>非流动负债</b>	8	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	753	769	887	1040	1055
少数股东权益	49	50	80	111	148
股本	475	478	717	717	717
资本公积	608	637	398	398	398
留存收益	785	918	1176	1423	1711
<b>归属母公司股东权益</b>	1853	2070	2345	2597	2907
负债和股东权益	2655	2889	3313	3748	4111

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	306	222	144	328	271
净利润	74	162	329	319	383
折旧摊销	53	68	72	83	94
财务费用	-1	0	-4	-8	-15
投资损失	-3	10	-127	-46	-31
营运资金变动	142	-39	-126	-20	-160
其他经营现金流	42	20	-0	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-291	-69	88	-34	-57
资本支出	79	257	-36	-6	-9
长期投资	-216	175	-3	-4	-4
其他投资现金流	-428	363	49	-44	-70
<b>筹资活动现金流</b>	-46	-37	-20	-28	-21
短期借款	48	-48	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	3	239	0	0
资本公积增加	-10	29	-239	0	0
其他筹资现金流	-88	-21	-20	-28	-21
<b>现金净增加额</b>	-30	116	212	265	193

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	845	967	1038	1266	1514
营业成本	343	370	391	474	553
营业税金及附加	10	8	10	12	15
营业费用	156	165	176	200	235
管理费用	126	151	160	180	212
研发费用	100	91	108	142	163
财务费用	-1	0	-4	-8	-15
资产减值损失	61	-6	0	0	0
其他收益	38	30	34	32	33
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	3	-10	127	46	31
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	92	177	357	344	415
营业外收入	1	1	3	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	92	177	360	348	419
所得税	19	15	31	30	36
<b>净利润</b>	74	162	329	319	383
少数股东损益	13	4	30	31	37
<b>归母净利润</b>	61	157	299	288	346
EBITDA	141	234	419	411	484
EPS(元)	0.08	0.22	0.42	0.40	0.48

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.9	14.4	7.3	22.0	19.5
营业利润(%)	-45.8	92.4	101.9	-3.8	20.5
归属于母公司净利润(%)	-61.5	158.0	90.3	-3.8	20.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.4	61.8	62.3	62.6	63.5
净利率(%)	7.2	16.3	28.8	22.7	22.9
ROE(%)	3.9	7.6	13.6	11.8	12.5
ROIC(%)	3.7	7.3	13.0	11.5	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.3	26.6	26.8	27.7	25.7
净负债比率(%)	-10.4	-16.6	-23.2	-30.6	-33.4
流动比率	2.0	1.9	2.2	2.3	2.6
速动比率	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.22	0.42	0.40	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.31	0.20	0.46	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.89	3.27	3.62	4.05
<b>估值比率</b>					
P/E	109.3	42.4	22.3	23.1	19.3
P/B	3.6	3.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	46.3	26.6	14.4	14.1	11.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn