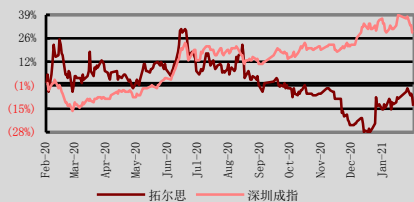


**300229.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.31

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.4	2.6	(7.8)	(18.3)
相对深证成指	9.4	8.3	(16.4)	(43.4)

发行股数(百万)	717
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	6,675
3个月日均交易额(人民币 百万)	86
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
信科互动科技发展有限公司	42

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2021年2月25日收市价为标准

**相关研究报告**

 《拓尔思: 扣非和现金流倍增, 信创新军突起》  
20200806

《拓尔思: 超预期高增长, 网信与融媒体景气度可观》 20200707

 《拓尔思: 拐点后张力更强, 技术成色愈浓》  
20200423

**中银国际证券股份有限公司**  
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

**证券分析师: 杨思睿**

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

# 拓尔思

## 融媒体需求持续, 看好价值洼地机会

公司基本面良好, 近期 PEG 估值消化大。2020 年业绩高增基础上, 需求持续性强。考虑语义智能细分龙头和融媒体应用场景领先地位, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **转债获通过, 将顺利推进。**近期公司公告转债方案获得证监会同意注册批复。本次募集资金总额不超过 8 亿元, 拟投向新一代语义智能平台及产业化项目、泛行业智能融媒体云服务平台项目、新一代公共安全一体化平台项目以及补充流动资金。资金使用紧密围绕公司主业展开, 符合网络安全、智慧政务相关发展战略, 具有较好的经济效益。
- **业绩预告倍增, 高增长有望持续。**公司预计 2020 年实现净利润 2.99 亿元-3.30 亿元, 比上年同期增长 90%-110%。业绩大幅增长是由于在主业重点领域取得了较高营收增长, 在泛安全领域保持了业绩稳定; 此外西部区域总部及大数据研发和运营服务基地项目贡献净利润约为 1.27 亿元。我们认为融媒体等业务是重要增长驱动, 并且行业建设需求将持续。
- **切入企业融媒体运营蓝海。**2021 年 1 月, 由公司与南方电网联合建设的“赫兹号”融媒体共享数字平台正式在广东电网等单位试运行。“赫兹号”在借鉴公司融媒体项目经验的基础上结合南方电网实际需求, 利用新技术优势, 有效解决南方电网宣传业务痛点, 打造简便易用的融媒全流程生产体验。它具备多层次服务模式、全媒体(新闻应急)指挥中心、宣贯中心三大亮点, 支撑南方电网加快推动媒体融合发展、构建全媒体传播格局, 开启了公司与用户“合作运营”企业融媒云的新蓝海。

**估值**

- 因研发基地项目因素, 调整 2020-2022 年净利润预期为 3.3 亿、3.8 亿和 5.0 亿, EPS 为 0.46 元、0.53 元和 0.70 元(上修 15-35%), PE 为 20X、18X 和 14X, 从 PEG 角度看估值具备良好吸引力, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 项目进展低于预期; 转债推动不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	845	967	1,090	1,343	1,732
变动(%)	3	14	13	23	29
净利润(人民币 百万)	61	157	329	377	496
全面摊薄每股收益(人民币)	0.085	0.219	0.459	0.525	0.692
变动(%)	(74.7)	158.0	109.3	14.5	31.7
原有摊薄每股收益(人民币)			0.340	0.457	0.563
变动(%)			35.0	14.9	23.0
全面摊薄市盈率(倍)	109.6	42.5	20.3	17.7	13.5
价格/每股现金流量(倍)	21.8	30.1	41.4	8.7	47.1
每股现金流量(人民币)	0.43	0.31	0.22	1.07	0.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	24.6	16.6	11.5	9.2
每股股息(人民币)	0.033	0.038	0.129	0.120	0.177
股息率(%)	0.4	0.4	1.4	1.3	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	845	967	1,090	1,343	1,732
销售成本	(353)	(378)	(397)	(460)	(548)
经营费用	(289)	(333)	(323)	(391)	(554)
息税折旧前利润	203	256	371	492	630
折旧及摊销	(53)	(68)	(110)	(138)	(124)
经营利润(息税前利润)	150	188	260	355	506
净利息收入/(费用)	(1)	0	(2)	(3)	(4)
其他收益/(损失)	41	21	150	94	93
税前利润	92	177	400	440	591
所得税	(19)	(15)	(34)	(37)	(50)
少数股东权益	13	4	37	26	44
净利润	61	157	329	377	496
核心净利润	61	157	329	377	496
每股收益(人民币)	0.085	0.219	0.459	0.525	0.692
核心每股收益(人民币)	0.085	0.219	0.459	0.525	0.692
每股股息(人民币)	0.033	0.038	0.129	0.120	0.177
收入增长(%)	3	14	13	23	29
息税前利润增长(%)	17	25	38	36	43
息税折旧前利润增长(%)	6	26	45	33	28
每股收益增长(%)	(75)	158	109	14	32
核心每股收益增长(%)	(75)	158	109	14	32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	92	177	400	440	591
折旧与摊销	53	68	110	138	124
净利息费用	1	(0)	2	3	4
运营资本变动	244	(90)	(237)	218	(451)
税金	(6)	(11)	(34)	(37)	(50)
其他经营现金流	(78)	77	(79)	4	(75)
经营活动产生的现金流	306	222	161	765	142
购买固定资产净值	30	54	116	158	137
投资减少/增加	43	19	(10)	(10)	(10)
其他投资现金流	(365)	(142)	(233)	(317)	(275)
投资活动产生的现金流	(291)	(69)	(127)	(169)	(148)
净增权益	(24)	(28)	(93)	(86)	(127)
净增债务	48	(48)	0	0	0
支付股息	24	28	93	86	127
其他融资现金流	(94)	11	123	(83)	(123)
融资活动产生的现金流	(46)	(37)	123	(83)	(123)
现金变动	(31)	116	157	513	(129)
期初现金	284	253	364	522	1,034
公司自由现金流	15	153	35	596	(6)
权益自由现金流	63	105	33	593	(10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	253	364	522	1,034	905
应收帐款	639	694	816	1,040	1,357
库存	222	171	227	241	311
其他流动资产	45	15	43	27	55
流动资产总计	1,510	1,441	1,957	2,615	2,938
固定资产	168	314	365	443	496
无形资产	119	173	131	77	38
其他长期资产	43	386	255	323	292
长期资产总计	330	873	752	843	826
总资产	2,655	2,889	3,280	4,026	4,331
应付帐款	153	192	150	257	220
短期债务	48	0	0	0	0
其他流动负债	544	557	509	829	758
流动负债总计	744	749	659	1,086	978
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	19	14	17	15
股本	717	717	717	717	717
储备	1,393	1,555	1,803	2,094	2,463
股东权益	2,110	2,272	2,520	2,811	3,180
少数股东权益	49	50	87	113	157
总负债及权益	2,655	2,889	3,280	4,026	4,331
每股帐面价值(人民币)	2.94	3.17	3.51	3.92	4.44
每股有形资产(人民币)	2.78	2.93	3.33	3.81	4.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.29)	(0.51)	(0.73)	(1.44)	(1.26)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.0	26.5	34.0	36.6	36.4
息税前利润率(%)	17.8	19.4	23.9	26.4	29.2
税前利润率(%)	10.9	18.3	36.6	32.7	34.1
净利率(%)	7.2	16.3	30.2	28.0	28.6
流动性					
流动比率(倍)	2.0	1.9	3.0	2.4	3.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	2,713.3	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.7	2.6	2.2	2.7
估值					
市盈率(倍)	109.6	42.5	20.3	17.7	13.5
核心业务市盈率(倍)	109.5	42.5	20.3	17.7	13.5
市净率(倍)	3.2	2.9	2.7	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	21.8	30.1	41.4	8.7	47.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	24.6	16.6	11.5	9.2
周转率					
存货周转天数	176.3	189.5	183.2	185.9	184.0
应收帐款周转天数	254.1	251.6	252.9	252.2	252.5
应付帐款周转天数	61.7	65.1	57.2	55.3	50.3
回报率					
股息支付率(%)	38.9	17.5	28.2	22.9	25.5
净资产收益率(%)	3.1	7.2	13.7	14.1	16.6
资产收益率(%)	4.9	6.2	7.7	8.9	11.1
已运用资本收益率(%)	0.7	1.7	3.3	3.4	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371