

2023Q1 回暖，AIGC 与“1+1=N”数据要素商业模式迅速推广

拓尔思 (300229.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2022 年年报与 2023 年一季度报告。2022 年，公司实现营业总收入 9.07 亿元，同比下降 11.81%；实现归属母公司净利润 1.28 亿元，同比下降 48.04%；实现扣非归母净利润 0.80 亿，同比下降 61.39%。2023 年第一季度，公司实现营业总收入 2.11 亿元，同比增长 10.62%；实现归属母公司净利润 0.30 亿元，同比增长 43.76%；实现扣非归母净利润 0.13 亿，同比增长 17.48%。

- **云和数据服务收入稳中有升，2023Q1 行业迎来回暖。**

2022 年公司营收同比下降 11.81%，公司的云和数据业务收入同比增长 1.4%，占营业收入比例为 42.36%，占比同比提升 5.52%，金融、媒体、舆情三大板块的云和数据业务收入均实现了增长创新高。由于宏观市场因素导致公司项目人员与用户现场见面沟通、上门实施等工作受限，部分项目交付推迟等原因，政府板块业务收入同比下降 13.69%，公共安全板块业务收入同比下降 31.84%。

公司 2022 年毛利率为 63.71%，去年同期为 62.13%，近两年毛利率呈持续提升态势。期间费用率为 50.48%，相比去年同期增加 12.66pcts，主要是销售费用和研发费用增长较多。销售费用率 15.49%，相比去年同期增加 3.99pcts；研发费用率 14.04%，相比去年同期增加 4.51pcts。公司聚焦主业持续加大自主研发投入力度，2022 年公司研发投入 2.55 亿，同比增长 22.30%，研发投入占营业收入比例为 28.15%，2021 年末为 20.30%。

2023Q1 公司营收和净利润双增，行业迎来回暖。2023Q1，公司实现营业总收入 2.11 亿元，同比增长 10.62%；实现归属母公司净利润 0.30 亿元，同比增长 43.76%。

- **“数据+知识”双轮驱动技术路线，加速人工智能在多元化场景推进。**公司在 AIGC 领域（机器写作、自动报告生成、对话式 AI 机器人、虚拟人播报等）的用户数已达 103 家，业务收入达 852 万元。2022 年发布的 9 款 SaaS 服务产品中，有 8 款是融合了大数据和人工智能技术。2022 年度公司在人工智能领域开展了六项重要实践：预训练大模型和专业模型的融合实践使得政务舆情的准确度平均提升 3%；公司自有专业模型 trsGPT 研发在 5 个技术层使得行业应用的专业度、精度以及深度打破局限；开发具有 AIGC 能力的虚拟人开放云服务平台与开启生成式大模型创新应用规划进一步提高了 AIGC 产品的内容生成质量，也使其在更多商业场景落地；多模态人工智能技术平台进一步融合了 NLP、知识图谱以及图像检索三大核心技术；基于事理图谱的事件推演分析系统提高了情报的价值转化效率，为辅助决策提供数据与技术支撑。
- **“1+1=N”的数据要素商业模式面向优势行业迅速推向市场。**在

分析师

吴砚靖

☎: (8610) 66568589

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

邹文倩

☎: (8610) 80927628

✉: zouwenqian@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519060003

市场数据

时间 2023.4.15

A 股收盘价(元)	26.79
A 股一年内最高价(元)	35.65
A 股一年内最低价(元)	9.67
上证指数	3338.15
市盈率 (TTM)	85.16
总股本 (百万股)	795.29
实际流通 A 股(百万股)	794.68
限售的流通 A 股(百万股)	0.61
流通 A 股市值(亿元)	213.06

大数据技术平台方面，公司拥有完整的大数据产品矩阵，涵盖数据采集、汇聚、加工、治理、存储、共享、开放等全流程。在数据资产方面，公司目前拥有规模及质量均位列业界前茅的公开信源数据，并保持日均亿级数据的采集增长。

公司在 2011 年就推出了第一款 SaaS 产品，并在 2015-2018 年不断更新技术与整体战略为云服务赋能。2022 年内，公司形成了“1+1=N”的数据要素商业模式。“1+1”是指一个大数据底座和一个人工智能技术底座，“N”是指行业 SaaS 服务集群，未来可实现 N 个云服务产品的拓展。公司注重创新业务的孵化，“1+1=N”的商业模式主要依托拓尔思自建的大数据中心，基于自研的大数据底座和人工智能技术底座聚焦公司优势行业，逐步探索更多新场景的数据与云服务；在数字政府的乡村振兴方面、数字业务板块、金融科技板块以及服务专利板块依托“订阅制 SaaS 服务”提供强有力的“智力支撑”。这种模式实现了同一数据资源在数据资产转化方面的快速增长，体现了公司高质量专业模型和知识数据的优势。

- **投资建议** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 11.21/13.74 /16.48 亿元，同比增长 23.60%/22.50%/20.00%；实现归母净利润 1.95/2.40 /3.20 亿元，同比增长 53.00% /22.62%/33.51%；对应 PE 分别为 109/ 89/ 67，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 行业竞争加剧的风险；产品研发未及预期的风险；政府支出及下游景气度不达预期的风险。

盈利预测与财务指标

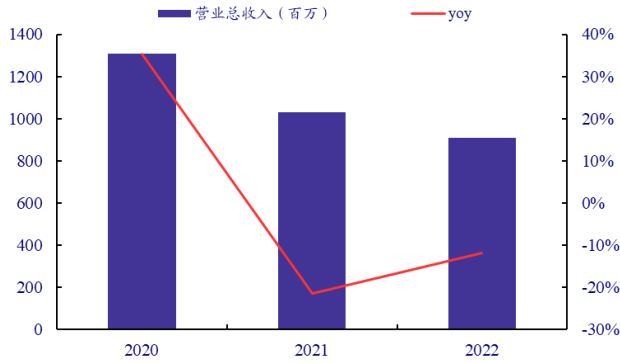
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	907.27	1121.38	1373.69	1648.43
增长率%	-11.81	23.60	22.50	20.00
归母净利润(百万元)	127.70	195.38	239.56	319.83
增长率%	-48.04	53.00	22.62	33.51
每股收益 EPS(元)	0.16	0.25	0.30	0.40
PE	72.99	109.05	88.94	66.62

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

附录

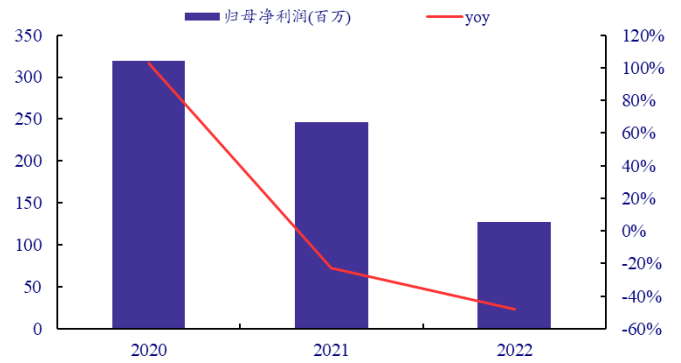
公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 营业收入及同比增速预测



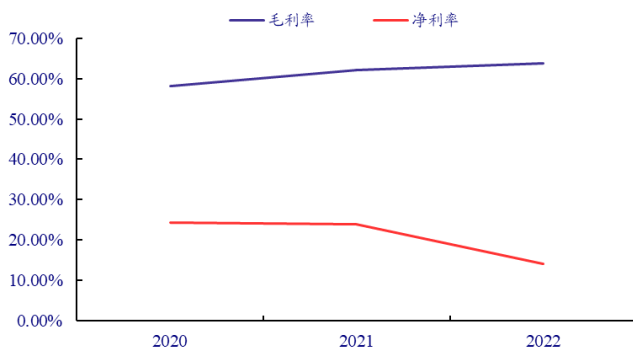
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 2: 归母净利润及同比增速预测



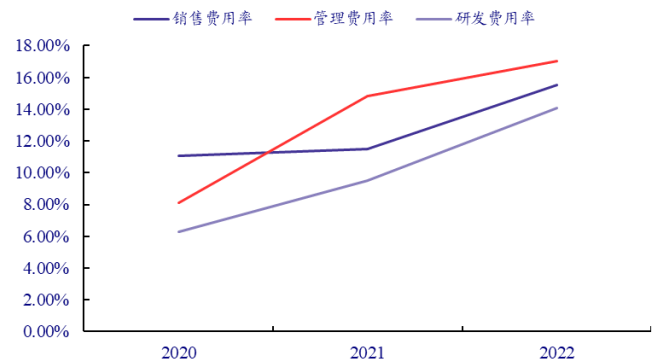
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 3: 毛利率及净利率变动情况



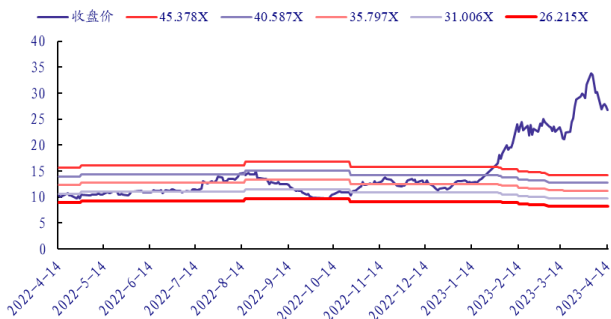
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 4: 期间费用率变动情况



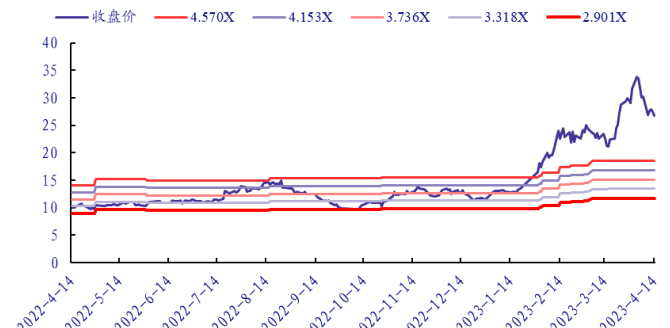
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 5: PE-Bands



资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 6: PB-Bands



资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

财务预测表

利润表

单位: 百万元

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	907.27	1121.38	1373.69	1648.43
营业成本	329.22	406.91	498.47	598.16
营业税金及附加	11.65	12.94	16.75	19.56
营业费用	140.57	168.21	206.05	239.02
管理费用	154.62	179.42	219.79	255.51
财务费用	35.41	40.62	40.40	40.37
资产减值损失	-13.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	13.17	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.73	3.36	4.12	4.95
营业利润	139.69	215.72	265.85	352.40
营业外收入	1.40	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	139.45	215.72	265.85	352.40
所得税	16.00	21.16	28.60	37.64
净利润	123.45	194.56	237.26	314.76
少数股东损益	-4.25	-0.82	-2.30	-5.07
归属母公司净利润	127.70	195.38	239.56	319.83
EBITDA	250.25	321.47	319.25	415.91
EPS (元)	0.16	0.25	0.30	0.40

现金流量表

单位: 百万元

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	183.49	314.02	243.09	356.09
净利润	123.45	194.56	237.26	314.76
折旧摊销	106.46	102.14	51.45	61.06
财务费用	40.70	40.62	40.40	40.37
投资损失	2.73	-3.36	-4.12	-4.95
营运资金变动	-86.54	-19.93	-81.90	-55.16
其它	-3.31	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-106.24	-301.58	-225.00	-284.59
资本支出	-345.44	-304.94	-229.12	-289.53
长期投资	230.05	0.00	0.00	0.00
其他	9.14	3.36	4.12	4.95
筹资活动现金流	-42.95	-54.72	-43.30	-40.37
短期借款	7.00	-14.11	-2.89	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-49.95	-40.62	-40.40	-40.37
现金净增加额	35.17	-42.28	-25.21	31.13

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	907.27	1121.38	1373.69	1648.43
EBITDA(百万元)	250.25	321.47	319.25	415.91
收入增长率	-11.81%	23.60%	22.50%	20.00%
净利润(百万元)	127.70	195.38	239.56	319.83
摊薄 EPS(元)	0.16	0.25	0.30	0.40
PE	72.99	109.05	88.94	66.62
EV/EBITDA(X)	34.13	60.17	60.66	46.48
PB	3.47	7.39	6.82	6.19
ROIC	0.04	0.06	0.06	0.08
总资产周转率	0.23	0.27	0.30	0.33

资产负债表

单位: 百万元

	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1452.37	1500.42	1699.94	1906.89
现金	528.23	485.95	460.74	491.88
应收账款	272.47	329.25	407.94	486.77
其它应收款	27.10	34.51	41.65	50.36
预付账款	1.96	2.92	3.27	4.11
存货	120.10	123.15	166.35	190.32
其他	502.51	524.63	619.98	683.46
非流动资产	2431.38	2634.18	2811.85	3040.32
长期投资	67.17	67.17	67.17	67.17
固定资产	546.00	728.00	841.87	1023.23
无形资产	260.69	347.58	417.18	455.66
其他	1557.52	1491.43	1485.63	1494.27
资产总计	3883.75	4134.59	4511.79	4947.21
流动负债	484.06	540.35	680.29	800.95
短期借款	17.00	2.89	0.00	0.00
应付账款	209.07	241.01	305.89	360.68
其他	257.99	296.45	374.40	440.27
非流动负债	702.18	702.18	702.18	702.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	702.18	702.18	702.18	702.18
负债合计	1186.24	1242.53	1382.47	1503.13
少数股东权益	10.43	9.61	7.31	2.24
归属母公司股东权益	2687.07	2882.45	3122.01	3441.84
负债和股东权益	3883.75	4134.59	4511.79	4947.21

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	-11.81%	23.60%	22.50%	20.00%
营业利润	-49.08%	54.43%	23.24%	32.55%
归属母公司净利润	-48.04%	53.00%	22.62%	33.51%
毛利率	63.71%	63.71%	63.71%	63.71%
净利率	14.07%	17.42%	17.44%	19.40%
ROE	4.75%	6.78%	7.67%	9.29%
ROIC	3.75%	5.54%	6.28%	7.69%
资产负债率	30.54%	30.05%	30.64%	30.38%
净负债比率	43.98%	42.96%	44.18%	43.64%
流动比率	3.00	2.78	2.50	2.38
速动比率	2.19	2.03	1.70	1.60
总资产周转率	0.23	0.27	0.30	0.33
应收帐款周转率	3.33	3.41	3.37	3.39
应付帐款周转率	4.34	4.65	4.49	4.57
每股收益	0.16	0.25	0.30	0.40
每股经营现金	0.23	0.39	0.31	0.45
每股净资产	3.38	3.62	3.93	4.33
P/E	72.99	109.05	88.94	66.62
P/B	3.47	7.39	6.82	6.19
EV/EBITDA	34.13	60.17	60.66	46.48
PS	21.11	17.08	13.94	11.62

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

邹文倩 计算机/科创板团队分析师

复旦大学金融硕士，复旦大学理学学士；2016年加入中国银河证券研究院；2016年新财富入围团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn