

掌握 AI 核心技术，赋能千行百业

买入|首次推荐

——拓尔思(300229.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 国内领先的人工智能、大数据和数据安全的产品及服务提供商

拓尔思信息技术股份有限公司成立于 1993 年，2011 年在深交所创业板上市。公司是领先的人工智能、大数据和数据安全的产品及服务提供商，业务聚焦于数字政府、融媒体、金融科技、数字企业、公共安全五个板块。《拓尔思：2023 年度向特定对象发行股票募集说明书（申报稿）》显示，公司连续十多年稳居国家规划布局内重点软件企业之列，公司的产品和服务已被国内外 10000 多家机构用户广泛使用，受到市场的广泛认可和青睐。

● 数据要素市场规模快速增长，AIGC 将在全行业引发深度变革

工信数通《数据要素市场生态体系研究报告(2023)》指出，随着数据量爆发及数据要素市场化建设不断完善，数据要素市场价值加速释放，市场规模、主体规模高速壮大，预计 2025 年中国数据要素市场规模将突破 2000 亿元。根据艾瑞咨询发布的《2023 年中国 AIGC 产业全景报告》，2030 年中国 AIGC 产业规模有望突破万亿元，AIGC 将在全行业引发深度变革，线上化程度、数字化基础、行业内容占比等影响 AIGC 应用前景与渗透速度。

● 自主研发拓天大模型，广泛应用于多个领域

公司聚焦本身的优势行业，在金融、媒体、政务三大领域推出了三大行业大模型，在赋能千行百业的数字化、智能化转型过程中占有领先优势。“拓天大模型”基于多年自主研发成果，在自主可控、中文特性加强、专业知识加强、实时数据接入、内容安全和价值观对齐、客户私有化部署等方面具有领先优势，并与业务场景深度融合，为用户带来生产力变革。受益于金融、媒体行业客户对大模型的创新应用需求旺盛，2023 年上半年公司 AIGC 业务实现营业收入 782.18 万元，同比增长 206.02%。

● 盈利预测与投资建议

作为人工智能、大数据和数据安全产品及服务提供商，公司为各行业用户的数智化赋能，未来持续成长空间较为广阔。预测公司 2023-2025 年的营业收入为 9.25、11.69、14.20 亿元，归母净利润为 0.37、2.46、3.57 亿元，EPS 为 0.05、0.31、0.45 元/股，对应的 PE 为 356.93、54.23、37.44 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争风险；产品销售季节性波动风险；技术应用成熟度风险；运营管理风险；人力资源风险；商誉减值风险；税收优惠政策变化的风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1028.71	907.27	925.47	1168.64	1419.90
收入同比(%)	-21.44	-11.81	2.01	26.28	21.50
归母净利润(百万元)	245.75	127.70	37.43	246.40	356.83
归母净利润同比(%)	-23.00	-48.04	-70.69	558.23	44.82
ROE(%)	9.59	4.75	1.39	8.41	11.11
每股收益(元)	0.31	0.16	0.05	0.31	0.45
市盈率(P/E)	54.37	104.63	356.93	54.23	37.44

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价：16.80 元

基本数据

52 周最高/最低价(元): 33.80 / 10.06

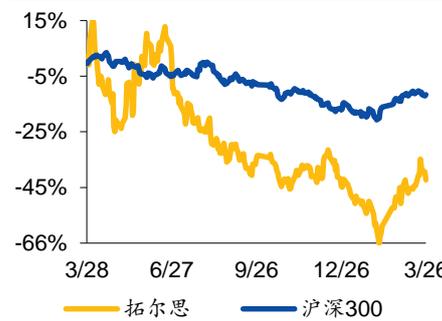
A 股流通股(百万股): 794.68

A 股总股本(百万股): 795.29

流通市值(百万元): 13350.63

总市值(百万元): 13360.90

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目录

1. 掌握自主核心技术，深耕行业优质客户	4
1.1 助力政企数字转型，加大投入布局未来	4
1.2 公司股权结构合理，核心高管经验丰富	7
2. 前瞻布局新兴领域，长期成长空间巨大	9
2.1 数据要素市场广阔，商业模式成功实践	9
2.1.1 激发数据要素潜能，政策助力行业发展	9
2.1.2 成功打造商业模式，变现能力逐步提升	10
2.2 数字政府建设加速，打造丰富产品体系	12
2.2.1 构筑国家竞争优势，数字政府空间广阔	12
2.2.2 融合模式提供服务，核心产品功能强大	14
2.3 生成式 AI 快速发展，三大模型开拓市场	16
2.3.1 市场规模高速增长，加速产业深度变革	16
2.3.2 拓天模型优势明显，聚焦自身优势行业	17
3. 盈利预测与投资建议	21
4. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司营业收入与扣非归母净利润情况（单位：亿元）	5
图 2：2022 年公司分产品收入情况（单位：百万元）	5
图 3：毛利率与净利率情况	6
图 4：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）	6
图 5：公司期间费用率情况	7
图 6：研发人员数量及占比（单位：人）	7
图 7：研发投入金额及营业收入占比（单位：亿元）	7
图 8：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	8
图 9：2017-2025 年中国数据要素市场规模及预测（单位：亿元）	10
图 10：公司“1+1=N”商业模式	11
图 11：“十四五”以来数字政府领域主要国家政策脉络	13
图 12：TRS 海云集约化智能门户平台主要功能	14
图 13：“海策·政策大脑”产品功能	15
图 14：2022-2030 年中国 AIGC 产业规模（单位：亿元）	16
图 15：AIGC 对各行业影响与变革分析	17
图 16：智能客服（消保）应用	18
图 17：AIGC 智能写作助手应用	19
图 18：政策大脑应用	20

表 1：公司主营业务概况.....	4
表 2：公司收入拆分（单位：百万元）	22
表 3：可比公司估值情况.....	23

1. 掌握自主核心技术，深耕行业优质客户

1.1 助力政企数字转型，加大投入布局未来

拓尔思信息技术股份有限公司成立于 1993 年，2011 年在深交所创业板成功上市。公司专注于数字政府、融媒体、金融科技、数字企业、公共安全五个板块，以人工智能和大数据技术助力政府和企业的数字化转型，赋能数字经济。

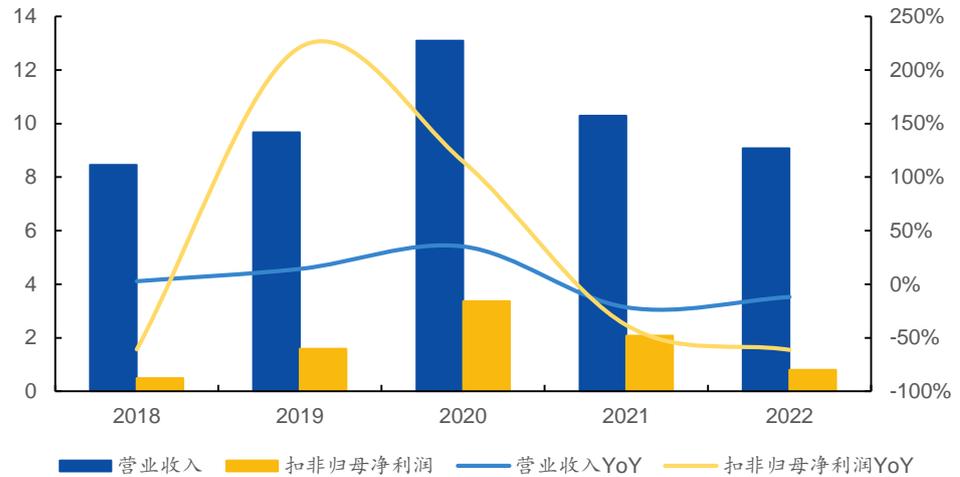
表 1：公司主营业务概况

业务板块	产品与服务类型	主要客户情况
数字政府	软件产品+大数据服务+订阅制 SaaS 服务	政府网站集约化用户覆盖 80% 的中央和国务院机构，60% 的省级政府，50% 的地市政府 金融风险防控全链条云产品用户覆盖 55% 的全国省市两级金融监管机构 政务舆情用户覆盖全国近 50% 的省级政府
融媒体	软件产品+大数据服务	公司融媒体用户覆盖 72% 的中央媒体，61% 的省级媒体，40% 的行业媒体
金融科技	软件产品+大数据服务+订阅制 SaaS 服务	公司智能风控业务的用户覆盖 5 大国有银行、3 大政策性银行、50% 的股份制商业银行
数字企业	软件产品+订阅制 SaaS 服务	订阅制 SaaS 服务用户覆盖中国能建、中国铁路、国投集团、国家电网、南方电网、中国人民保险、潍柴动力、海尔集团、鲁信集团、百胜集团、中国通用、上汽通用、九毛九集团、山东航空、浙江国贸等大型企业
公共安全	解决方案+软硬产品+数据服务	网信、公安、防务等涉密和安全机构

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2018-2020 年，公司营业收入分别为 8.45、9.67、13.09 亿元，分别同比增长 2.92%、14.43%、35.37%。2021 年公司营业收入不再包含成都子公司 2020 年的配套商业房产项目收入和原控股子公司耐特康赛的互联网营销收入，当年营业收入同比下降 21.44%。若不考虑上述影响，则 2021 年主营业务收入实际同比增长 31.83%，主营业务利润实际同比增长 33.28%。2021-2022 年，公司扣非归母净利润分别为 2.08、0.80 亿元，分别同比下降 38.35%、61.39%。

图 1：公司营业收入与扣非归母净利润情况（单位：亿元）

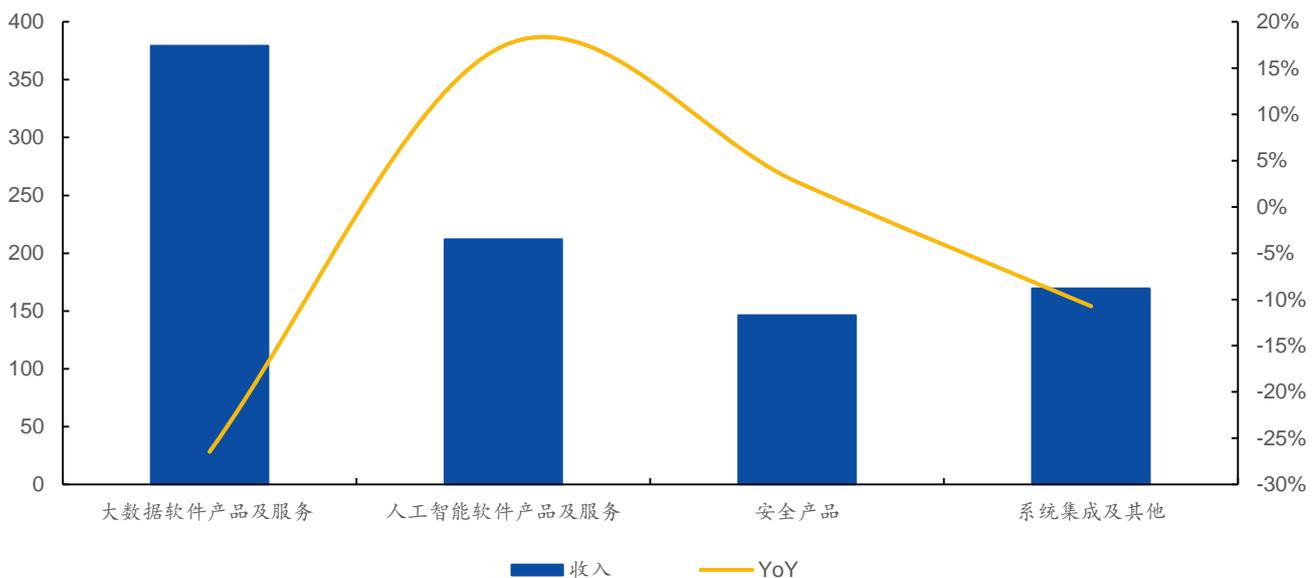


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2024 年 1 月 27 日，公司发布《2023 年度业绩预告》，预计 2023 年的归母净利润为 3575.54-3958.63 万元，同比下降 72.00-69.00%；扣非归母净利润为 170.93-254.02 万元，同比下降 97.87-96.83%。变化的主要原因：2023 年，公司加大了人工智能和数据平台的研发投入，导致研发费用增加；公司加大了在金融科技、公共安全等成长业务板块的营销投入力度，加强生态体系建设，导致销售费用增加；公司政府行业用户投入较往年有所减少，导致公司利润下降。

分产品来看，大数据软件产品及服务、人工智能软件产品及服务是公司目前收入的主要来源。

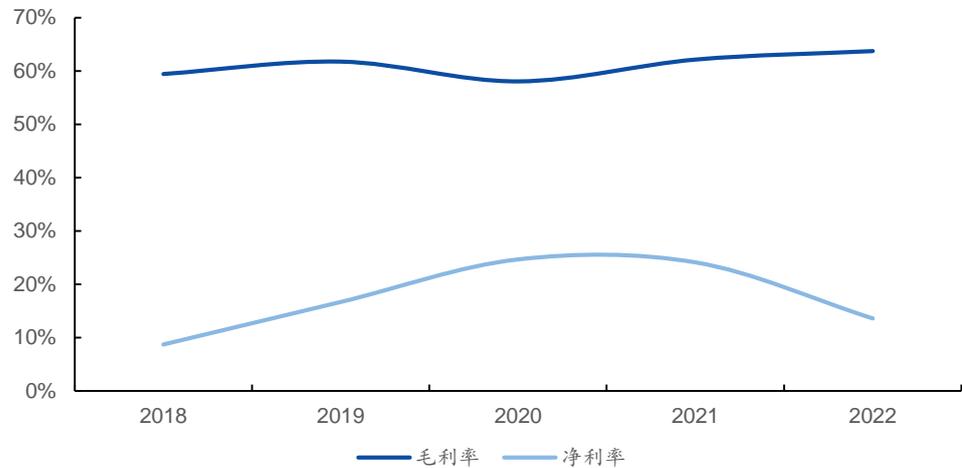
图 2：2022 年公司分产品收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2018-2022 年，公司毛利率一直保持在 58%以上，盈利能力较为稳定。

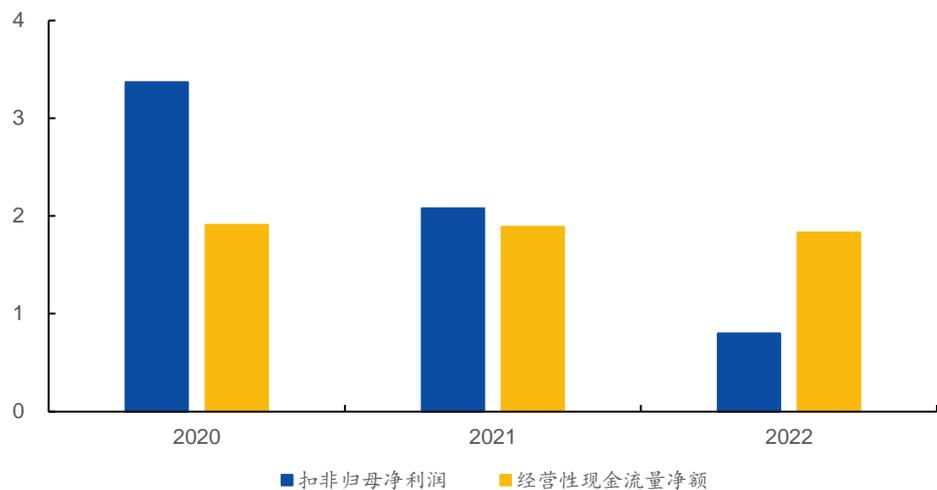
图 3：毛利率与净利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2020-2022 年，公司经营性现金流量净额基本保持稳定，分别为 1.91、1.89、1.83 亿元。2022 年，公司经营性现金流量净额显著高于扣非归母净利润。

图 4：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）



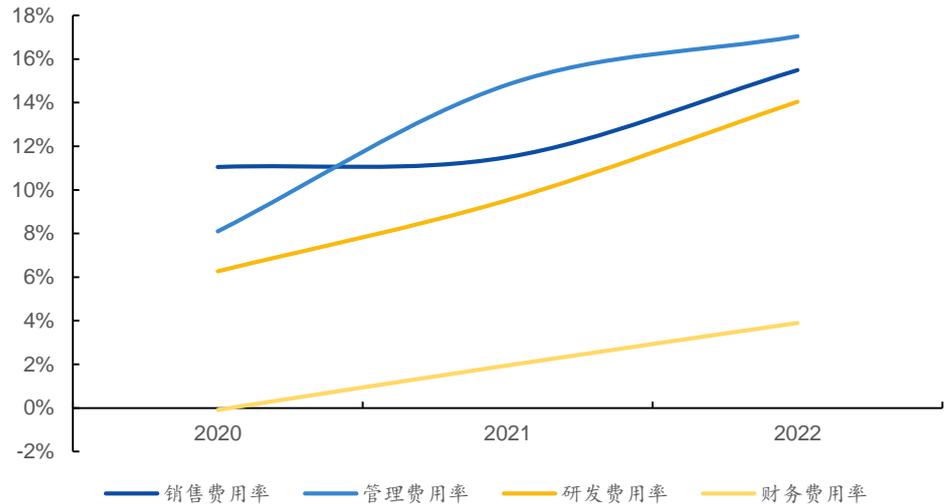
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2020-2022 年，公司期间费用情况如下：

- 销售费用：2020-2022 年，销售费用分别为 1.45、1.18、1.41 亿元，销售费用率分别 11.05%、11.50%、15.49%。
- 管理费用：2020-2022 年，管理费用分别为 1.06、1.53、1.55 亿元，管理费用率分别为 8.10%、14.83%、17.04%。2021 年管理费用显著增加的主要原因系自主研发无形资产摊销及人工成本同比增加。

- 研发费用：2020-2022 年，研发费用分别 0.82、0.98、1.27 亿元，研发费用率分别为 6.26%、9.53%、14.04%。
- 财务费用：2020-2022 年，财务费用分别为-0.01、0.20、0.35 亿元，财务费用率分别为-0.08%、1.96%、3.90%。2021 与 2022 年财务费用增加的主要原因分别为：确认可转债利息费用、确认可转债利息支出。

图 5：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

重视人才队伍建设，持续加大研发投入。2020-2022 年，公司研发投入金额逐年增长，研发投入占营业收入的比重均在 13%以上，研发人员占公司总人数比重保持在 47%以上。

图 6：研发人员数量及占比（单位：人）

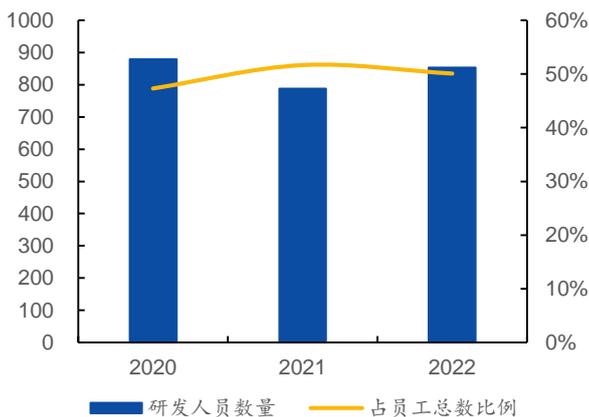
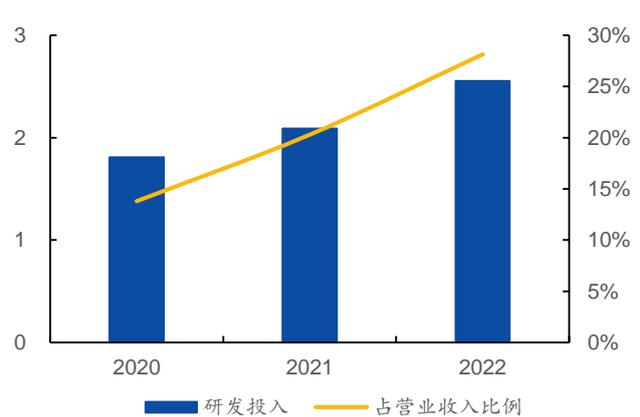


图 7：研发投入金额及营业收入占比（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

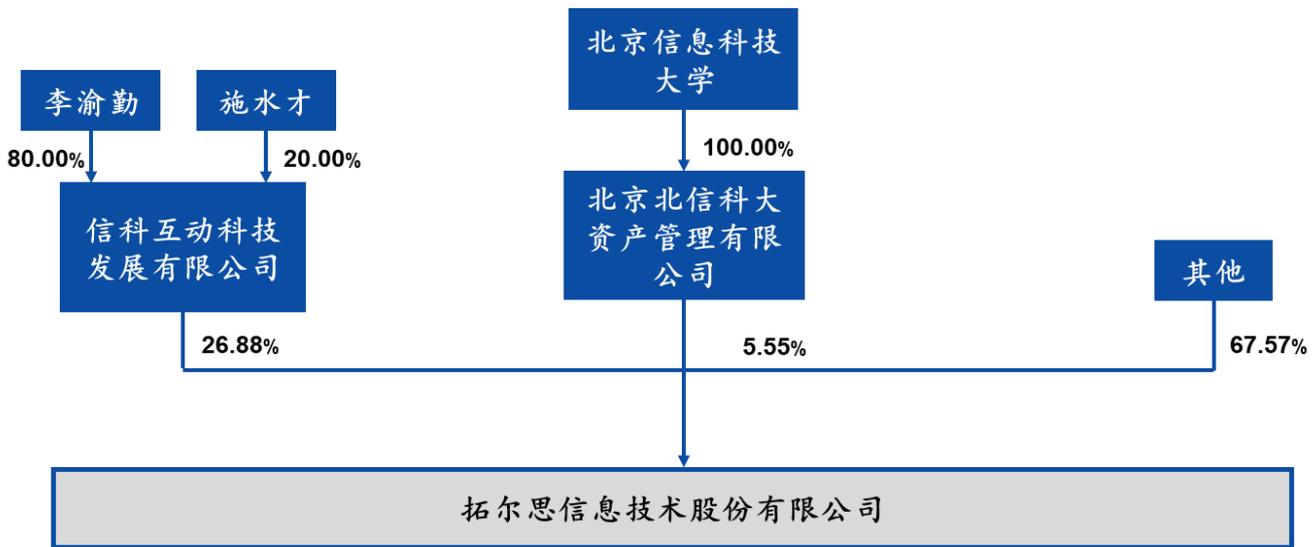
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.2 公司股权结构合理，核心高管经验丰富

截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人、副董事长李渝勤女士通过信科互动科技

发展有限公司间接持有公司 21.50%的股份，另外直接持有公司股份 24 万股。李渝勤女士于电子科技大学计算机工程专业获学士学位，于北京大学光华管理学院获 EMBA 硕士学位，教授级高级工程师。李渝勤女士曾多年从事中文信息处理方面的研究，曾获国家科技进步二等奖、电子工业部科技进步一等奖。公司董事长施水才先生通过信科互动科技发展有限公司间接持有公司 5.38%的股份，另外直接持有公司股份 24 万股，为公司第二大股东。施水才先生于西安电子科技大学计算机应用专业获硕士学位，于清华大学五道口金融学院获 EMBA 学位。1998 年晋升教授，曾获国家科技进步二等奖、上海市科技进步一等奖、中国电子学会科技进步一等奖、北京市科技进步二等奖，2012 年获全国优秀科技工作者称号。

图 8：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2. 前瞻布局新兴领域，长期成长空间巨大

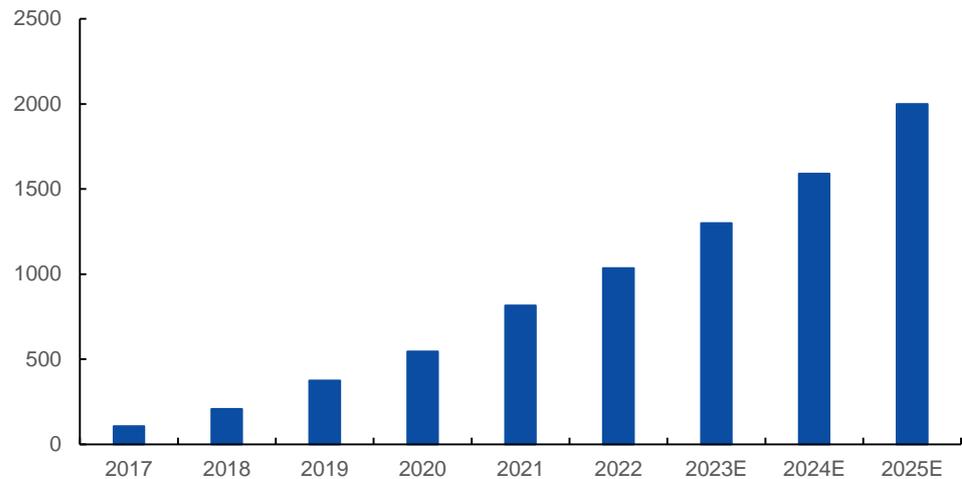
2.1 数据要素市场广阔，商业模式成功实践

公司目前已形成了以产业大脑、媒体资讯、网络舆情三大数据资产平台为核心的行业 SaaS 服务集群，可满足政府、金融、媒体、企业等用户在产业大脑、网络信息内容治理、金融监管、政务资讯服务、金融机构风控管理、智能媒体服务、开源情报等多场景业务创新需求。公司的核心数据产品已在多个大数据交易所上架交易，**为公司在数据要素时代的腾飞打下坚实基础。**

2.1.1 激发数据要素潜能，政策助力行业发展

数据要素市场快速扩容，政策助推数字经济高质量发展。在数字经济的发展中，数据要素价值不断释放，对提高生产效率的推动作用愈加明显，数据要素已成为推动经济发展的核心力量。当前，数据已成为重要的生产要素，大数据产业作为以数据生成、采集、存储、加工、分析、服务为主的战略性新兴产业，是激活数据要素潜能的关键支撑，是加快经济社会发展质量变革、效率变革、动力变革的重要引擎。党中央、国务院高度重视大数据产业发展，频繁出台数据要素相关政策文件，推动数据要素市场深化改革，推动实施国家大数据战略。

- 2022年3月，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》提出加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用。
- 2022年12月，《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》从数据要素、流通交易、收益分配、安全治理四方面初步搭建我国数据基础制度体系，提出20条政策举措，包括提出构建数据基础制度体系，促进数据合规高效流通使用，建立保障权益、合规使用的数据产权制度，建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度，建立体现效率、促进公平的数据要素收益分配制度，建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度。
- 2023年10月，国家数据局的成立，为推进数据要素市场建设，推动信息资源跨行业、跨部门互联互通，充分发挥数据资源的基础性作用方面发挥重要作用。
- 2023年12月，《“数据要素×”三年行动计划（2024-2026年）》的发布，对提高各类要素协同效率，突破产出边界、创造新产业新业态提供有力支撑，实现推动经济发展的乘数效应。
- 2024年3月，国家网信办出台《促进和规范数据跨境流动规定》，有利于数据要素更好赋能新质生产力发展，扩大数字经济更高水平制度型开放。

图 9：2017-2025 年中国数据要素市场规模及预测（单位：亿元）


资料来源：工信数通微信公众号，国元证券研究所

工信数通《数据要素市场生态体系研究报告》指出，随着数据量爆发及数据要素市场化建设不断完善，数据要素市场价值加速释放，市场规模、主体规模高速壮大，2017-2022 年 CAGR 超 25%，预计 2025 年中国数据要素市场规模将突破 2000 亿元。

2.1.2 成功打造商业模式，变现能力逐步提升

公司“1+1=N”的数据要素商业模式在多领域成功实践。“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。“1+1=N”的商业模式主要依托公司自建的大数据中心，基于自研的大数据底座和人工智能技术底座，面向政府、媒体、金融、企业等优势行业，根据不同场景封装产品，基于公司成熟营销体系迅速推向市场。这种模式实现了同一数据资源在数据资产转化方面的裂变增长，充分体现了公司深耕行业应用，深挖存量客户衍生价值的行业优势，也体现了公司高质量专业模型和知识数据的优势。目前，公司提供订阅制 SaaS 服务可满足政务、金融、媒体、舆情、公共安全、专利等六大板块的业务场景。

图 10：公司“1+1=N”商业模式



资料来源：公司公告，国元证券研究所

纵深推进数据开发利用，全面强化数据产品高质量发展。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。《拓尔思：2024年1月17日投资者关系活动记录表》显示，公司通过三大经营性数据资产平台（数家-媒体资讯、网察-舆情、数星-产业大脑）积累了具有高商业价值的大数据资源，拥有来自境内外、各行业数据资产总量超2000亿条，具备日均亿级的数据获取能力。

2023年上半年，在数据资产平台方面，公司分别对三大经营性数据资产平台进行了架构、性能、功能方面的优化迭代。

- 在产业大脑平台方面，公司重构了底层4大子系统，优化了100多类数据的架构与存储，进一步提升了系统稳定性。在数据方面，对专利数据、精准营销相关线索数据等进行专项增强。在模型方面，对产业标签及各类场景项目级进行专项优化。在应用方面，进行非核心功能瘦身，提升客户体验。
- 在数家资讯平台方面，公司对分布式采集管理平台进行了全面优化，初步完成了数据服务线研发。
- 在网察大数据平台方面，公司优化了平台代码和架构，进一步提升了平台安全性和稳定性。

2023年上半年，在数据技术平台方面，为提高数据中台的数据高可复用性以及数据

应用开发敏捷性，公司投入了较大研发力量进行新中台架构（一中心五中台）的升级迭代。

- 在数据治理、数据分析、数据存储等进行了全方位的优化，增加了数据中台云服务处理模式，为无条件落地的小 B 端用户大数据建设提供了简单快捷方案，降低实施落地难度，同时满足智能化需求。
- 在搜索型数据库方面，公司主要聚焦信创替换以及向量数据库两个方向。2023 年 4 月，公司发布了海贝 10 加强版(Hybase10 Pro)，完成了海贝的稠密向量索引核心功能的开发。2023 年 5 月，在中国信通院组织的首批可信数据库“搜索型数据库”产品能力评测中，公司的海贝搜索数据库系统顺利完成了搜索型数据库产品能力评测。
- 在数据处理方面，公司对 TRS ETL 进行了新版本研发，完成了 ElasticSearch 生态兼容处理工具的升级，增强 ETL 任务的断点续传能力，实现了多种 CDC 实时数据同步类型，新增 SQL 和 JAR 类型任务，从 ETL 到 ELT 等，使 TRS ETL 在生态兼容、性能、处理能力等方面得到进一步提升。

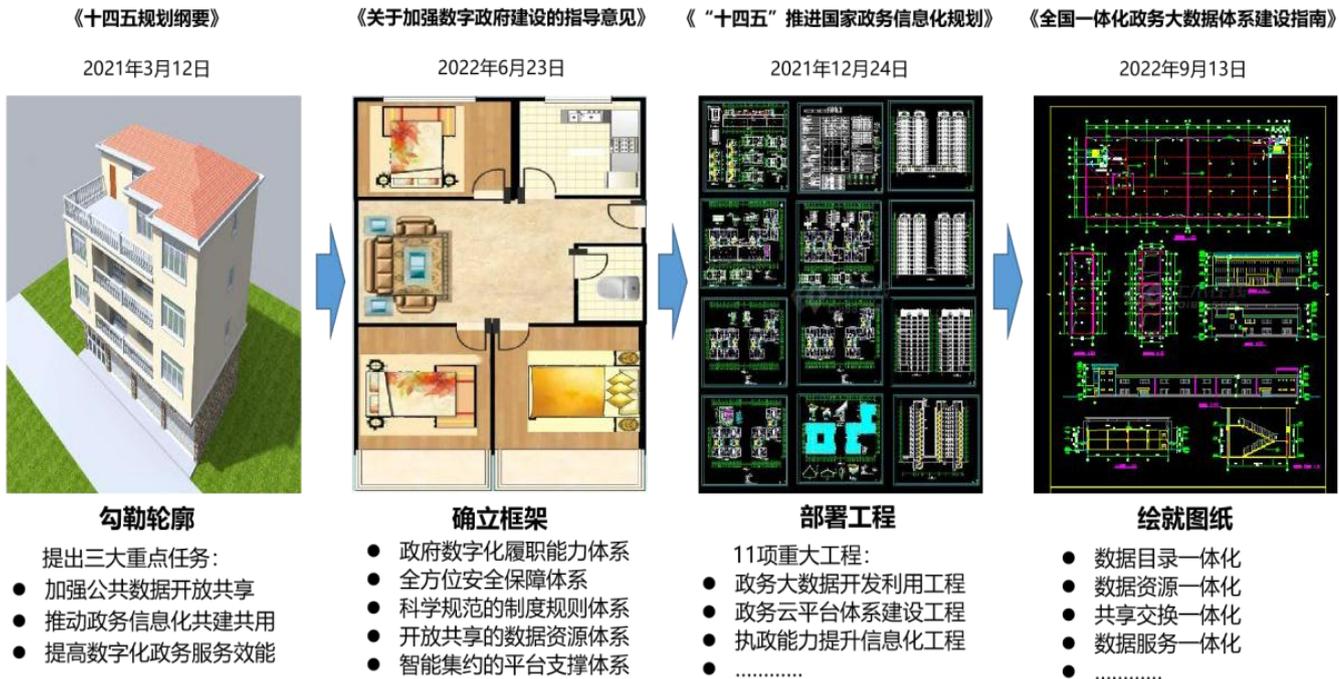
成立数字经济研究院，发布数据要素白皮书。2022 年 3 月，公司成立了数字经济研究院，主要职责是储备公司长期竞争力。2023 年 3 月，公司数字经济研究院编写的《拓尔思数据要素白皮书》正式对外发布。《白皮书》基于公司数据要素业务的实践，从我国数据要素市场发展背景到公司数据要素业务发展历程、业务目标、商业模式、业务体系、数据资产、数据和云服务、市场规模、发展方向等层面进行了全面介绍。《白皮书》重点介绍了公司以做大做强数据要素业务为发展目标，通过充分发挥海量数据规模和丰富应用场景优势，在经营过程中形成了一套“1+1=N”的商业模式，即基于自研的大数据底座和人工智能底座，以场景驱动推出 N 个行业数据和云服务。目前，该模式已在政务、金融、媒体、舆情、安全、专利等行业或领域获得了成功实践。

2.2 数字政府建设加速，打造丰富产品体系

2.2.1 构筑国家竞争优势，数字政府空间广阔

中国信息通信研究院发布的《数字政府一体化建设白皮书（2024 年）》指出，当前我国数字政府建设已全面呈现一体化发展态势。从政策沿革看，数字政府建设正从宏观到微观推进一体化建设布局；从服务方式看，政府数字履职应用日益趋向一体化协同联动；从数据资源看，全国一体化政务大数据体系加快形成；从技术特征看，数字技术全面赋能加速一体化融合；从底座建设看，设施部署明显趋向一体化共用格局。

图 11：“十四五”以来数字政府领域主要国家政策脉络



资料来源：中国信通院《数字政府一体化建设白皮书（2024年）》，国元证券研究所

根据中国信通院的资料，从国家层面看，数字政府一体化建设工作部署日趋清晰。

- 一是“十四五”规划纲要率先勾勒了数字政府建设的宏观轮廓。《“十四五”规划纲要》首次专篇阐述“加快数字化发展建设数字中国”，篇中单独设立章节，强调要“提高数字政府建设水平”，并提出了加强公共数据开放共享、推动政务信息化共建共用和提高数字化政务服务效能三大重点任务。
- 二是国家出台指导意见正式确立了数字政府建设的总体框架。国务院印发的《关于加强数字政府建设的指导意见》，对我国数字政府建设作出了全面安排，明确提出“三个首次”，成为数字政府领域的纲领性指导文件。
- 三是国家政务信息化规划系统部署了数字政府建设的重大工程。国家发展改革委印发《“十四五”推进国家政务信息化规划》，以“大数据、大平台、大系统”为总抓手，指导推进三大任务 11 项具体工程。
- 四是一体化政务大数据体系详细绘就了数字政府建设的施工图纸。2022 年 9 月 13 日，国务院办公厅印发了《全国一体化政务大数据体系建设指南》，明确提出了一体化推进统筹管理、数据目录、数据资源、共享交换、数据服务、算力设施、标准规范和安全保障八大方面的具体任务。
- 2023 年 9 月，国务院办公厅印发《关于依托全国一体化政务服务平台建立政务服务效能提升常态化工作机制的意见》，提出强化新技术应用赋能机制。依托全国一体化政务服务平台，探索利用大数据、人工智能、区块链等新技术，分析预判企业和群众办事需求，通过智能问答、智能预审、智能导办等方式，建设企业服务空间和个人服务空间，提供智能化、个性化、精准化服务，推动惠企利民政

策和服务“免申即享、直达直享、快享快办”。

2.2.2 融合模式提供服务，核心产品功能强大

数字政府是公司的成熟业务板块，主要面向各级政府和职能部门提供政府网站集约化、智慧监管、政务舆情、产业招商、数字机关等领域政务应用的解决方案、软件产品及数据服务。政府网站集约化主要包括政府网站群、政务公开平台、政策文件库、政务新媒体矩阵、政民互动、用户智能推送服务、政务虚拟人等。智慧监管主要聚焦金融监管，具体包括非法集资监管和非法金融活动监管。政务舆情主要帮助政府单位及时了解公众对政府的重大政策、重要决策部署、政务工作的评价、社会公共事件的意见、情绪与观点等，进行网络政务舆情监测，帮助用户有效监测舆情态势。产业招商主要帮助政府招商部门、产业研究部门等围绕产业发展全生命周期，基于产业经济发展科学规划，实现产业招商、产业治理、政策惠企与精准施策、区域强链补链、产业经济运行监测的全流程数字化、智能化、精准化，帮助建立“一企一档、一人一档、园区档案、政策档案、产品档案、机构档案”，为地方产业发展提供一站式精准服务。数字机关主要包括政务运行知识底座、政策智能研读、机关事务知识问答、政务知识搜索等，为提高共性办公应用、机关运行效能、政府决策科学化水平进行数智赋能。目前，公司的数字政府业务主要以“软件产品+大数据服务+订阅制 SaaS 服务”的融合模式为客户提供服务。

图 12: TRS 海云集约化智能门户平台主要功能



资料来源：公司官网，国元证券研究所

- 业务管理方面：海云具有站点自动开通与全生命周期管理，统一授权管理与灵活授权机制，集监测普查、统计分析一体的考核评估，集约化事务的全流程工单管理等特色功能。
- 采编方面：海云拥有 PC、APP、微信、微博等全媒体一体化采编功能，强大的

错词、敏感词校对功能，全面的一键管控能力，灵活的信息资源共享分发以及互联网化的友好用户体验等特色。

- 运维管理方面：海云可对云基础资源与应用进行全方位运维监控，实现对集约化平台的软硬件运行情况实时预警、智能诊断和自动化运维。海云还拥有平台级日志管理中心，可收割第三方应用的日志文件，实现所有集约化应用的统一日志管理与分析，同时还具备代码更新部署、持续集成更新等能力。
- 业务创新方面：海云基于大数据技术，可以进行访问统计、页面优化、用户画像等分析，帮助用户实现精准服务。基于微服务中心，海云还可以敏捷高效地盘活存量资源与应用，并按照业务场景进行业务流程重构，真正帮助用户实现政务服务创新。
- 安全方面：海云平台底层、部署、应用安全均按照信息系统安全等级保护(三级)要求进行构建，可实时监测网站的硬件环境、软件环境、应用系统、网站数据等运行状态以及网站挂马、内容篡改等攻击情况，并对异常情况进行报警和处置，全面满足政府网站对安全管理方面的建设要求。

“海策·政策大脑”围绕政策制定、发布、执行、兑付、评价、监督等全生命周期流程，坚持问题导向、效果导向，通过运用大数据、知识图谱、语义智能、虚拟人等技术，构建了全国政策文件库，并提供一体化管理与智能分析的在线服务，帮助用户进行数字技术驱动社会治理的前沿实践，赋能政府服务和社会治理的数字化创新。海策·政策大脑的最佳实践包括中国政府网、陕西省人民政府网。

图 13：“海策·政策大脑”产品功能



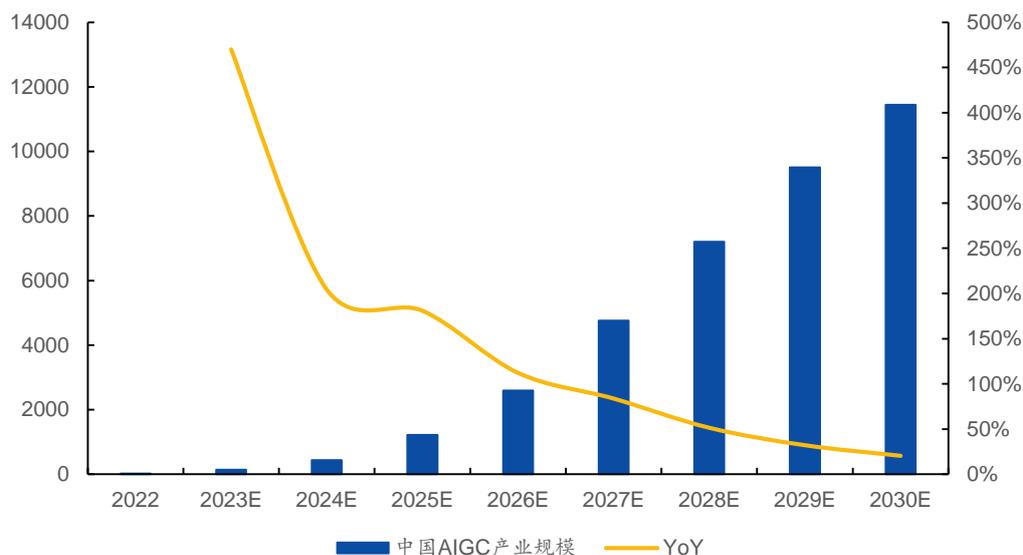
资料来源：公司官网，国元证券研究所

2.3 生成式 AI 快速发展，三大模型开拓市场

2.3.1 市场规模高速增长，加速产业深度变革

AIGC 市场规模呈指数级增长，突破规模化临界点攫取万亿产业价值。艾瑞咨询预测，2023 年中国 AIGC 产业规模约为 143 亿元，随后进入大模型生态培育期，持续打造与完善底层算力基建、大模型商店平台等新型基础设施，以此孕育成熟技术与产品形态的对外输出。2028 年，中国 AIGC 产业规模预计将达到 7202 亿元，中国 AIGC 产业生态日益稳固，完成重点领域、关键场景的技术价值兑现，逐步建立完善模型即服务产业生态，2030 年中国 AIGC 产业规模有望突破万亿元，达到 11441 亿元。

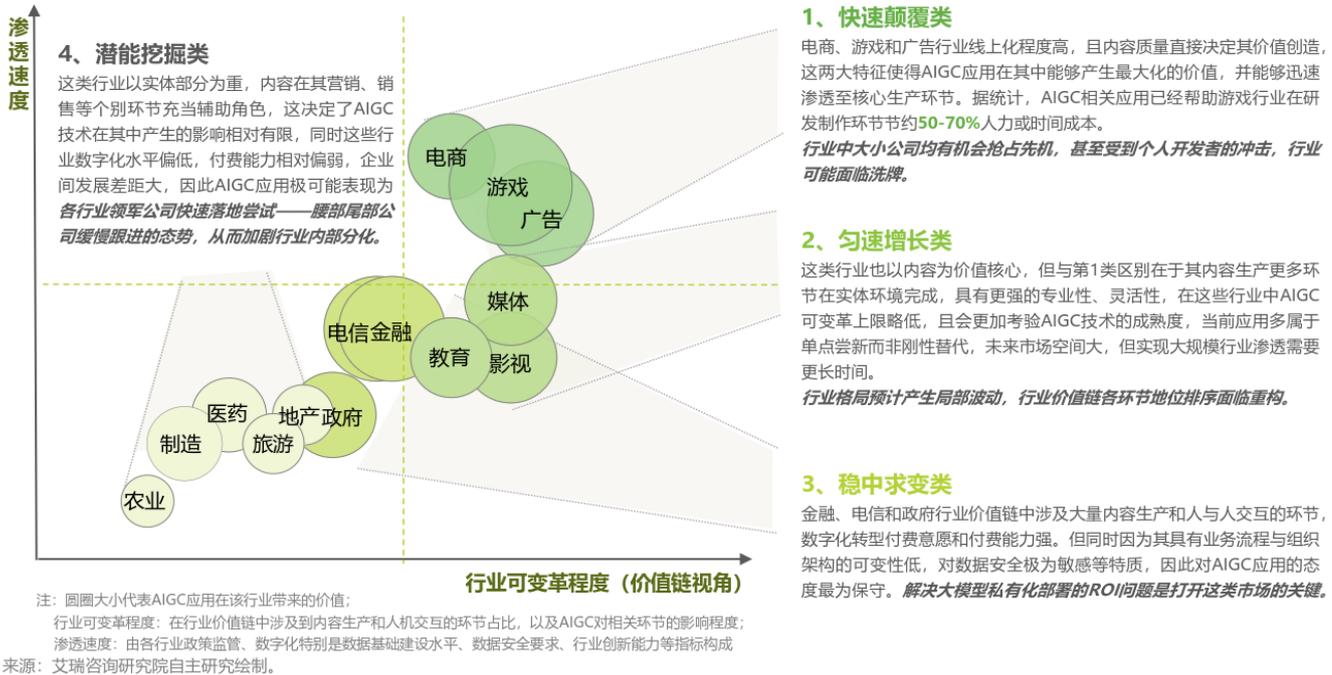
图 14：2022-2030 年中国 AIGC 产业规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

AIGC 将在全行业引发深度变革。线上化程度、数字化基础、行业内容占比等影响 AIGC 应用前景与渗透速度。总体而言，AIGC 主要影响内容创作与人机交互，因此价值链线上化程度越高，内容在价值链中占比越高，AIGC 对其颠覆效应越明显；另一方面，行业自身的数据、知识、监管要求等特点也会深刻影响到 AIGC 技术的渗透速度。比如电商、游戏、广告、影视传媒等以内容生产为价值核心的行业，以及电商、金融等研发设计、营销等环节在行业价值链中地位较高的行业，能够快速看到 AIGC 应用对原有生产工具的替代和业务流程的变革。

图 15: AIGC 对各行业影响与变革分析



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

2.3.2 拓天模型优势明显，聚焦自身优势行业

2023年上半年，公司AIGC业务实现了营业收入782.18万元，同比增长206.02%，主要业务涉及消保报告自动写作、媒体智能辅助写稿等应用。同时，公司在行业大模型方面取得了新进展，发布了“拓天大模型”。公司聚焦本身的优势行业，在金融、媒体、政务三大领域推出了三大行业大模型，在赋能千行百业的数字化、智能化转型过程中占有领先优势。

拓天.F 金融行业大模型：根据公司2023年半年度报告，公司基于自有的110亿+金融主题数据、百亿级产业指标数据、30亿+产业要素明细数据、2亿+产业动态本体、500+以上标引维度、10000+知识标引规则、10万+产业标签作为专业训练数据，打造了金融专业大模型，主要功能覆盖智能风控、智能客服、智能投研等业务场景。

- **大模型+智能客服（消保）：**利用大模型技术，实现金融机构接诉即办，提升客服能力。客服数据智能分析助手，可对语音、文本等各类投诉数据完成客户投诉原因、投诉渠道、投诉诉求、是否高危、是否重复等核心要求完成自动化分析。客服投诉处理助手，利用投诉知识库与投诉处理意见库等，自动化生成投诉建议处理意见、定责意见、排查意见等，提升客服处理投诉效率，降低客户投诉率。

图 16：智能客服（消保）应用

客服记录

客户进线中...

02:23:48

新单录入

客户投诉原因*	无力还款; 对催收方式不满;	客户投诉诉求*	客户要求道歉, 要求停止催...
是否重复投诉*	否	是否高危投诉*	情绪过激; 特殊群体

投诉描述*

您好, 我因疫情原因, 生意失败。暂时没有一次还款的能力, 欠各个银行信用卡、网贷40多万吧, 前几年和银行分行谈的救助金, 还了接近2年, 后因经济困难。断还了, 也和徐州分中心报备过, 但是还是每天都会接到催收电话, 并暴力催收, 该工作人员恐吓威胁家人, 还发短信给家人称上门催收, 要求一次性还款。你们要处理不了, 让你们领导来, 在5.30号15前必须处理给出回复, 我可以分期还款, 希望可以分30期, 但前提是你们要给我核实情况, 给我和我的家人道歉, 否则我就要报警了、找媒体曝光、去银保监会投诉你们, 我在微博也有几十万的粉丝, 我要需曝光你们

请将 客户具体情况、投诉问题、诉求表述清楚, 疑难描述可编辑补充客户具体信息

生成投诉工单

资料来源：公司公告，国元证券研究所

拓天.M 媒体行业大模型：根据公司 2023 年半年度报告，公司基于自有的 1000 亿+ 互联网媒体资讯数据，100 亿+ 官媒数据，200 万+ 人民数据，14 大类知识标引规范，12000+ 知识标引规则作为专业训练数据，打造了媒体专业大模型，主要功能覆盖内容生产智能助手、新一代搜索与推荐、多模态传播与服务三大业务场景。

- **大模型+编辑器：**内容生产智能助手利用主流媒体垂直领域大模型的核心能力为内容生产过程赋能，通过大模型与富媒体编辑器的深度融合形成内容生产智能助手，提升编辑记者日常工作效率，具体应用包括拟定新闻标题、文章段落续写、内容智能摘要、文章风格改写、文字智能配图等。

图 17: AIGC 智能写作助手应用



资料来源：公司公告，国元证券研究所

拓天.G 政务行业大模型：根据公司 2023 年半年度报告，公司基于自有的 300 万+篇公文类数据、200 万+篇政策法规类数据、8000 万+篇政务资讯类数据等数据作为专业训练数据，打造了政务专业大模型，主要功能覆盖公文辅助写作、政策大脑和新一代政务互动等业务场景。

- **政策大脑：**支持对最新发布政策进行智能解读，具备实时数据接入模型进行识别、问答。支持对政策核心内容进行解读，生成总结，包括总体目标、重点任务、政策措施等。支持对政策内容中企业扶持、补贴等信息进行解读，为企业参考提供支持。支持对不同地区的产业政策，或者相同地区不同时间段政策进行比对，进一步为企业政策研究支持。

图 18：政策大脑应用



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是行业领先的人工智能、大数据和数据安全的产品及服务提供商。目前，公司的产品及服务主要包括：大数据软件产品及服务、人工智能软件产品及服务、安全产品、系统集成及其他，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率。

- 1. 大数据软件产品及服务：**在大数据领域，公司成立之初就从事中文全文检索技术的研发，是国内最早从事该技术领域研发的企业。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；数据资产方面，公司2010年自建了大数据中心，以长期服务多行业用户持续积累的开源数据为基础，拥有了规模及质量均位列业界前茅的公开信源数据。公司具备数据获取、数据治理、数据检索、数据分析挖掘全生命周期的技术能力，为金融、制造、能源等企业客户，公共安全、政府部门、互联网和传媒等主要行业提供大数据产品及服务。2021-2022年，该业务收入增速分别为-6.47%、-26.44%，考虑到2023年前三季度的经营情况和未来的成长空间，预测未来三年的收入增速分别为-6.37%、38.19%、25.82%。毛利率方面，2021-2022年分别为70.81%、69.85%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在69-70%的区间。
- 2. 人工智能软件产品及服务：**在人工智能领域，公司具有20年的自然语言处理(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。拓天大模型聚焦优势行业，融合公司多年在NLP领域的综合研发实力及关键技术持续创新能力，利用自有的高质量数据进行预训练，成长空间巨大。2021-2022年，该业务收入增速分别为51.95%、17.41%，未来三年有望实现较快增长，预测收入增速分别为10.59%、40.08%、35.87%。毛利率方面，2021-2022年分别为73.75%、75.07%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在75-76%的区间。
- 3. 安全产品：**在数据安全领域，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。目前公司主要面向政府、公检法、海关等单位提供以数据交换为核心的边界安全、物联网安全、大数据安全三大阵营产品线和解决方案。2021-2022年，该业务收入增速分别为7.63%、2.69%，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为6.82%、4.73%、2.51%。毛利率方面，2021-2022年分别为73.72%、67.39%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在67-68%的区间。
- 4. 系统集成及其他：**系统集成收入是公司为客户实施软件项目时，应客户要求代其外购软硬件系统所获得的收入。2021-2022年，该业务收入增速分别为210.72%、-10.72%，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为5.86%、3.42%、1.39%。毛利率方面，2021-2022年分别为18.76%、32.61%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在32-33%的区间。

表 2：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大数据软件产品及服务					
收入	515.74	379.38	355.21	490.87	617.61
增长率	-6.47%	-26.44%	-6.37%	38.19%	25.82%
毛利率	70.81%	69.85%	69.88%	69.92%	69.96%
人工智能软件产品及服务					
收入	180.60	212.04	234.49	328.48	446.30
增长率	51.95%	17.41%	10.59%	40.08%	35.87%
毛利率	73.75%	75.07%	75.11%	75.17%	75.21%
安全产品					
收入	142.55	146.38	156.36	163.76	167.87
增长率	7.63%	2.69%	6.82%	4.73%	2.51%
毛利率	73.72%	67.39%	67.45%	67.51%	67.59%
系统集成及其他					
收入	189.82	169.47	179.40	185.54	188.12
增长率	210.72%	-10.72%	5.86%	3.42%	1.39%
毛利率	18.76%	32.61%	32.74%	32.85%	32.93%
合计					
收入	1028.71	907.27	925.47	1168.64	1419.90
增长率	-21.44%	-11.81%	2.01%	26.28%	21.50%
毛利率	62.13%	63.71%	63.60%	65.17%	66.42%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

公司以人工智能、大数据和数据安全产品及服务为方向，致力于为各行业用户进行数智化赋能。公司业务根据行业应用的不同，可划分为数字政府、融媒体、金融科技、数字企业、公共安全五个板块；根据技术领域的不同，可划分为人工智能、大数据、数据安全、信创四个领域；根据服务模式的不同，又可划分为软件产品、大数据服务、订阅制 SaaS 服务、软硬一体化产品四种模式。

在 A 股市场中，国投智能、科大讯飞、开普云也从事上述部分业务，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，2022 年、2024-2025 年公司的估值水平与可比公司的平均水平较为接近。2023 年，由于多种因素，公司盈利能力下滑明显，导致 PE 估值水平大幅提升，显著高于可比公司的平均水平。展望未来，伴随着公司业绩的逐步恢复与持续增长，公司的 PE 估值水平有望不断下降。

表 3：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E(A)	2024E	2025E	2022	2023E(A)	2024E	2025E
300188.SZ	国投智能	14.89	127.98	0.17	0.28	0.38	0.48	86.55	52.37	39.32	30.98
002230.SZ	科大讯飞	48.02	1111.84	0.24	0.35	0.54	0.79	198.11	137.17	88.92	60.42
688228.SH	开普云	53.15	35.89	1.45	0.63	2.80	3.82	36.61	84.19	18.99	13.91
平均		-	-	-	-	-	-	107.09	91.24	49.08	35.10
300229.SZ	拓尔思	16.80	133.61	0.16	0.05	0.31	0.45	104.63	356.93	54.23	37.44

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2024 年 3 月 26 日

投资建议：

自 1993 年成立发展至今，公司已在媒体、政府等行业深耕了 20 年以上，在金融、安全行业也厚植了 15 年以上，积累了一大批行业头部标杆和优质用户。长期的行业客户深耕，推动了公司行业应用向纵深发展，业务主要聚焦在内容管理、大数据、人工智能、数据和云服务等领域。公司从行业的关键场景切入，用大数据和人工智能技术解决最棘手的问题，为行业创造价值。展望未来，公司将全力加速 AIGC 新品研发，抢占行业创新制高点，成为全国一流的人工智能和大数据技术及数据服务提供商。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 9.25、11.69、14.20 亿元，归母净利润为 0.37、2.46、3.57 亿元，EPS 为 0.05、0.31、0.45 元/股，对应的 PE 为 356.93、54.23、37.44 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 市场竞争风险：**公司是国内领先的拥有自主核心技术的人工智能和大数据技术及数据服务提供商。在近年来软件市场中，产品技术的研发创新能力、产业链的构建与运营能力越来越成为竞争焦点。目前，国内的软件市场是一个快速发展、空间广阔的开放市场，技术升级及客户信息化需求旺盛，但随着行业内新入企业增加，公司将面临更加激烈的竞争压力。如果公司不能在技术水平、成本控制、市场拓展等方面持续保持自身优势，公司的盈利能力和市场份额将会受到较大影响；
- 产品销售季节性波动风险：**由于公司目前的主要客户是政府部门和大型企事业单位，这些客户通常采取预算管理和产品集中采购制度，一般为下半年制订次年年度预算和固定资产投资计划，审批通常集中在次年上半年，设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年，造成公司产品销售具有上、下半年不均衡的特点。因此，公司营业收入和净利润存在较为明显的季节性特征。同时，由于软件企业员工工资性支出、无形资产摊销等成本所占比重较高，造成公司净利润的季节性波动更为明显。受销售季节性因素的影响，公司第一、二季度营业收入和净利润较少，占全年收入和利润的比重较低，甚至可能出现公司第一季度季节性亏损等情况；
- 技术应用成熟度风险：**近年来，人工智能和大数据技术加速发展，国家关于促进人工智能和大数据产业发展的战略规划陆续出台。当前，各行业用户热情较高、需求较旺，很多人工智能和大数据的创新应用场景随之浮现，市场参与者不断加大技术研发及市场开拓的投入，产业发展已进入场景为王、应用落地的阶段。但实践中，尽管人工智能和大数据行业空间广阔，但各类应用的实用效果、成熟度和最终用户应用水平还有待验证和提高，同时也面临着成长进程反复和增速延滞的风险。因此，公司若不能发掘围绕用户实际痛点及时推出新产品和解决方案，可能会对公司的产品技术应用成熟度造成一定的影响；
- 运营管理风险：**随着公司业务、资产、人员规模的不不断扩大，技术创新要求更高、更快，对经营效率的要求进一步提高，公司经营的决策、实施和风险控制难度将增加。虽然公司目前具有核心技术优势，但人工智能和大数据应用环境和需求的快速变化以及公司规模化扩张对公司保持持续的技术领先提出了更高的要求，如何在研发技术、研发管理方面保持持续有效的创新，并保证产品快速满足市场需求，均给公司带来一定程度的压力；
- 人力资源风险：**公司属于技术资本和知识资本密集型行业，人力资源是企业成败的关键因素，行业内的市场竞争也越来越体现为高素质人才的竞争。本行业企业面临的人力资源群体通常具有人员素质高、流动性大、知识结构更新快、人力成本不断上升的特点。尽管公司制定了相应的人才政策，公司仍可能会面临核心技术人员和管理人员离职的风险，以及在业务扩张过程中无法招聘到足够合格的技术人员和管理人员的风险；
- 商誉减值的风险：**公司近年来进行过重大资产重组及数次股权收购，各项收购之后公司形成了较大金额的商誉。如果未来经营状况恶化，将有可能出现商誉减值，

从而造成公司合并报表利润不确定风险，对公司的经营管理产生不利影响。公司将继续推动各收购子公司加强业务经营，积极进行战略协同，促进子公司核心业务向好发展，实现公司保值增值；

7. **税收优惠政策变化的风险：**公司及多家子公司被认定为高新技术企业，在不同期间享受 15% 的所得税税率优惠政策。其次，根据财政部、国家税务总局、国家发展改革委、工业和信息化部《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》（财税[2016]49 号）规定，公司及下属部分子公司享受财税[2012]27 号文件规定的税收优惠政策的规划布局内重点软件企业，每年汇算清缴时应按照《国家税务总局关于发布〈企业所得税优惠政策事项办理办法〉的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 76 号）规定向税务机关备案，公司及下属部分子公司企业所得税税率按 10% 执行。另外，根据财政部、国家税务总局《关于软件产品增值税政策的通知》（财税[2011]100 号），增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，对其增值税实际税负超过 3.00% 的部分实行即征即退政策。如果未来国家对软件产品、软件企业、高新技术企业的税收优惠政策发生变化，或者公司及子公司未来高新技术企业资格复审未通过国家主管部门认定，将会对公司经营业绩产生一定的负面影响；
8. **应收账款发生坏账的风险：**尽管公司的主要客户为政府部门和大型企事业单位等一些资信良好、实力雄厚、发生坏账风险较小的客户，但随着公司经营规模的扩大，应收账款的余额可能会逐步增加，如果客户经营状况发生重大变化导致其偿债能力受影响或公司采取的收款措施不力，发生坏账的可能性将会加大。

财务预测表

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1583.13	1452.37	1439.98	1681.00	1985.44
现金	491.36	528.23	522.50	655.50	854.38
应收账款	295.15	272.47	257.99	314.89	370.35
其他应收款	32.60	27.10	26.75	32.61	38.48
预付账款	3.27	1.96	1.95	2.32	2.67
存货	93.68	120.10	124.08	139.29	158.33
其他流动资产	667.07	502.51	506.71	536.39	561.24
非流动资产	2142.85	2431.38	2433.39	2471.20	2506.34
长期投资	77.49	67.17	71.92	73.86	75.29
固定资产	297.81	546.00	526.77	536.36	545.17
无形资产	301.75	260.69	261.46	263.69	266.98
其他非流动资产	1465.81	1557.52	1573.24	1597.29	1618.91
资产总计	3725.98	3883.75	3873.37	4152.19	4491.79
流动负债	484.01	484.06	461.40	500.00	550.04
短期借款	10.00	17.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	214.10	209.07	211.00	238.20	268.32
其他流动负债	259.91	257.99	250.40	261.80	281.72
非流动负债	664.37	702.18	707.45	709.68	712.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	664.37	702.18	707.45	709.68	712.40
负债合计	1148.38	1186.24	1168.85	1209.68	1262.44
少数股东权益	14.28	10.43	10.82	13.31	16.98
股本	714.76	714.81	795.29	795.29	795.29
资本公积	377.74	378.23	297.75	297.75	297.75
留存收益	1225.12	1317.08	1325.92	1561.09	1844.00
归属母公司股东权益	2563.32	2687.07	2693.70	2929.20	3212.36
负债和股东权益	3725.98	3883.75	3873.37	4152.19	4491.79

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	189.06	183.49	82.64	214.48	332.65
净利润	248.09	123.45	37.82	248.89	360.51
折旧摊销	80.80	100.21	39.11	40.40	42.53
财务费用	20.15	35.41	0.96	0.48	0.31
投资损失	-18.56	2.73	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-157.39	-86.54	5.58	-60.81	-58.87
其他经营现金流	15.96	8.23	-0.83	-14.48	-11.84
投资活动现金流	-754.23	-106.24	-39.96	-70.48	-60.16
资本支出	475.91	392.77	8.28	38.26	39.42
长期投资	306.73	-230.05	15.09	9.67	8.81
其他投资现金流	28.41	56.47	-16.59	-22.55	-11.93
筹资活动现金流	755.65	-42.95	-48.40	-11.01	-73.61
短期借款	8.00	7.00	-17.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-2.26	0.05	80.48	0.00	0.00
资本公积增加	-20.31	0.49	-80.48	0.00	0.00
其他筹资现金流	770.22	-50.49	-31.40	-11.01	-73.61
现金净增加额	190.20	35.17	-5.72	132.99	198.88

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1028.71	907.27	925.47	1168.64	1419.90
营业成本	389.61	329.22	336.90	407.03	476.76
营业税金及附加	10.54	11.65	11.38	13.56	15.90
营业费用	118.32	140.57	168.90	178.92	203.90
管理费用	152.54	154.62	184.26	192.59	206.60
研发费用	98.04	127.42	153.08	160.52	171.80
财务费用	20.15	35.41	0.96	0.48	0.31
资产减值损失	-12.65	-13.56	-30.35	-3.26	-14.37
公允价值变动收益	4.18	13.17	2.43	16.31	18.58
投资净收益	18.56	-2.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	274.34	139.69	42.04	270.21	390.90
营业外收入	4.78	1.40	1.92	2.04	2.18
营业外支出	0.42	1.64	1.46	1.57	1.69
利润总额	278.70	139.45	42.50	270.68	391.39
所得税	30.61	16.00	4.68	21.79	30.88
净利润	248.09	123.45	37.82	248.89	360.51
少数股东损益	2.35	-4.25	0.39	2.49	3.68
归属母公司净利润	245.75	127.70	37.43	246.40	356.83
EBITDA	375.30	275.31	82.11	311.08	433.74
EPS (元)	0.34	0.18	0.05	0.31	0.45

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-21.44	-11.81	2.01	26.28	21.50
营业利润(%)	-21.09	-49.08	-69.91	542.75	44.67
归属母公司净利润(%)	-23.00	-48.04	-70.69	558.23	44.82
获利能力					
毛利率(%)	62.13	63.71	63.60	65.17	66.42
净利率(%)	23.89	14.07	4.04	21.08	25.13
ROE(%)	9.59	4.75	1.39	8.41	11.11
ROIC(%)	19.82	9.50	2.37	14.73	20.45
偿债能力					
资产负债率(%)	30.82	30.54	30.18	29.13	28.11
净负债比率(%)	1.43	2.00	0.61	0.62	0.62
流动比率	3.27	3.00	3.12	3.36	3.61
速动比率	3.08	2.75	2.85	3.08	3.32
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.24	0.24	0.29	0.33
应收账款周转率	2.96	2.71	2.93	3.43	3.48
应付账款周转率	1.59	1.56	1.60	1.81	1.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.16	0.05	0.31	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.23	0.10	0.27	0.42
每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.38	3.39	3.68	4.04
估值比率					
P/E	54.37	104.63	356.93	54.23	37.44
P/B	5.21	4.97	4.96	4.56	4.16
EV/EBITDA	33.22	45.29	151.85	40.08	28.75

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188