

## 拓尔思 (300229)

### “拓天大模型”为基，领跑 AI+垂类应用

◆ 坚持“数智+赛道”发展战略，加速赋能各行各业数智化。公司成立于1993年2月，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。自成立以来，公司始终坚持核心技术自主研发，一直引领全文检索和搜索引擎数据库、自然语言处理(NLP)技术的原始创新和应用场景落地，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**五个版块，主要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。公司始终坚持“数智+赛道”的发展战略，凭借优秀的科技能力打造丰富的行业解决方案，为企业、政府实现数字化升级赋能。

◆ 2023 年业绩整体承压，行业客户投入减少以及期间费用增长导致业绩下滑。

➢ 业绩方面，2023 年公司实现营收 7.82 亿元/同比-13.84%，主要系受公司大数据软件产品及服务的下游政府相关行业用户原有项目进度推迟及新增项目采购延缓等因素影响，导致相关用户贡献收入较上年出现一定程度下降；归母净利润 0.36 亿元/同比-71.45%，扣非后归母净利润0.02 亿元/-96.97%。分季度看，Q1-Q4 公司分别实现营收 2.11/2.34/1.57/1.80 亿元，同比+10.62%/-0.31%/-25.94%/-33.32%，归母净利润分别为 0.3/0.39/-0.47/0.14 亿元，同比+43.76%/-26.44%/-260.66%/-43.2%。分行业看，金融业务实现营收 3.13 亿元/同比-9.79%；公安及安全业务实现营收 1.99 亿元/同比-22.40%；政府及事业单位业务实现营收 1.71 亿元/同比-12.85%；融媒体业务实现营收 0.98/同比-8.23%。随着公司大模型等人工智能等相关新产品的不断推出和行业的横向拓展，公司业绩有望逐渐恢复并反弹，截至 2023 年末，公司在手订单金额为 5.43 亿元，较 2022 年末增加 1,448.05 万元，公司期末在手订单金额同比开始上升。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，2023年公司整体毛利率68.37%/

投资评级

买入

首次评级

2024年04月17日

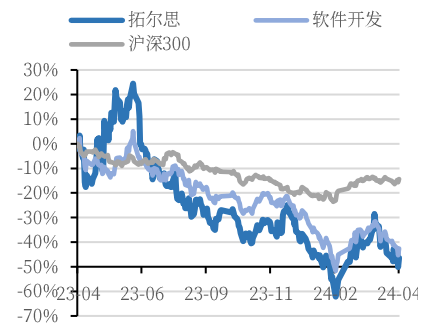
收盘价(元):

14.25

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	795.29
总市值(百万)	11,332.91
流通股本(百万股)	794.68
流通市值(百万)	11,324.19
12月最高/最低价(元)	34.80/9.56
资产负债率(%)	10.32
每股净资产(元)	4.21
市盈率(TTM)	310.78
市净率(PB)	3.38
净资产收益率(%)	1.09

#### 股价走势图



#### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC 执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理  
SAC 执业证书: S0640123040023  
联系电话:  
邮箱: guonw@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637



同比+4.66pct，主要系主营业务毛利率除融媒体外均上升所致（金融：71.87%/同比+5.61pct，公安及安全：67.97%/同比+6.61pct，政府及事业单位：64.51%/同比+4.19pct，融媒体：64.74%/同比-2.65pct）；②费率方面，2023 年公司整体费用率 64.51%/同比+14.04pct，销售费用率 19.89%/同比+4.4pct，主要系公司强化销售和管理布局；管理费用率 25.91%/同比+8.87pct，主要原因为公司在管理方面加强完善，新增招聘员工薪酬、增加新办公楼折旧等；财务费用率为-0.1%/同比-4pct；研发费用率为 18.81%/同比+4.77pct，主要系公司全面发力大模型研发和行业落地，加大在人工智能和数据平台的研发投入；③净利率方面，2023 年公司净利率为 4.27%/同比-9.34pct。

- ◆ **大模型构筑新质生产力，加速推动 AI+垂类应用落地。**一方面，自 2023 年 6 月底发布“拓天大模型”以来，公司陆续推出适用金融、媒体、政务、舆情等行业大模型，逐步探索实现在金融、媒体、政务、公共安全等行业的应用场景落地，推动产业加快从“+AI”向“AI+”转变，打造新质生产力，激活更大的“智慧潜能”。另一方面，公司积累了深厚的“金融+媒体+政务”客户资源基础，覆盖 72%央媒、80%中央和国务院机构、5 大国有银行、3 大政策性银行、公安部等，垂直行业大模型进展顺利，已落地诸多标杆客户，在金融等行业领域已签署合同 20 余个，合同金额累计约 5,000 万元。报告期内，拓天大模型聚焦优势行业应用，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，并且针对细分领域场景落地需求进行了系列迭代创新，有望为公司贡献业绩新增量。
- ◆ **坐拥高质量 AI 语料库，向量数据库深挖“多模态数据金矿”。**数据作为 AI 发展的“燃料”，为行业发展提供重要的推动力。①**海量高质量数据基础：**公司作为业界领先的人工智能、大数据及数据安全产品及服务提供商，自 2010 年建设大数据中心以来，拓尔思积累了高商业价值的可运营大数据资源；对数百万个采集点进行了采集清理，进一步扩大采集点和数据标注服务的投入，保证了采集源的高度权威可信；拥有规模位列业界前茅的、经过领域知识加工的超 2000 亿条高质量互联网中文数据集，并且以日均 5 亿条以上的更新速度保持高速增长。②**入选优质人工智能大模型语料库：**3 月 29 日，人工智能大模型语料库首批 100 个高质量数据集由北京国际大数据交易所与北京人工智能产业联盟牵头并联合企事业单位共同发布，拓尔思入选成为共建

单位，深入挖掘高质量数据的潜力与价值，为大模型训练提供更加精准可靠的数据服务，已为小米、云之声、云天励飞、蚂蚁集团、上海人工智能实验室等头部大模型厂商提供了提供优质的中文预训练数据集服务。③智能数据基础设施--海贝向量数据库：伴随着企业多模态数据激增，2024 年公司推出海贝向量数据库，由“跨模态数据检索+企业级 RAG”双擎驱动，解决了很多企业对多模态数据采用“仅存储，不利用”的处理方式，让“数据包袱”变成“数据金矿”；通过数据检索方式变革让“人适应机器”更好地迈向“机器适应人”，成为企业数据价值挖掘新基建，广泛服务于安全大数据、媒体大数据、政府大数据以及军队大数据等众多细分行业，已经被公安部、新华社、市场监督管理总局、海关总署、专利局、商标局等众多政务客户选择。

- ◆ **精细化数据资产管理，构建“一站式”AI 大模型产业落地。**公司基于拓天大模型和 AI Agent 进行了功能迭代，推出四大数据资产平台：**数星产业大脑（企服）、数家资讯平台（媒体）、网察大数据平台（舆情）、天目开源情报平台（安全）**，逐步实现数据从资源性到经营性的数据资产变现。我们认为，公司有望凭借海量优质数据资源，依托“1+1=N”的数据要素商业模式，帮助用户提体验、控风险、降本增效，抢占更大的数据服务市场份额，并持续加快推动数据确权、入表、流通，实现数据资源价值释放最大化。
- ◆ **投资建议：**公司作为国内语义智能领军者，依托“高质量数据集+智能数据基础设施+自主研发 AI 大模型+数据安全可控+高效 AI 工程化+深厚客户基础”六大优势，持续精耕大模型场景化应用和行业落地。未来，伴随着 AI 与产业的深度融合和业务出海预期，公司有望乘 AI 行业增长红利之风，扬帆起航构筑新的增长曲线。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.36/3.45/4.24 亿元，EPS 分别为 0.30/0.43/0.53 元，对应目前 PE 分别为 48/33/27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、行业竞争加剧的风险、新项目不及预期。

**◆ 盈利预测**

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	907.27	781.68	1062.12	1357.65	1643.82
增长率 (%)	-11.81%	-13.84%	35.88%	27.82%	21.08%
归属母公司股东净利润	127.70	36.47	236.02	345.29	424.70
增长率 (%)	-48.04%	-71.44%	547.24%	46.29%	23.00%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.05	0.30	0.43	0.53
PE	88.75	310.78	48.02	32.82	26.68

资料来源：同花顺，中航证券研究所

**◆ 公司主要业务拆分**

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	907.27	781.68	1,062.12	1,357.65	1,643.82
yoy	-11.81%	-13.84%	35.88%	27.82%	21.08%
毛利率	63.71%	68.37%	69.29%	69.91%	70.32%
1、大数据软件产品及服务					
收入	379.38	313.49	438.89	570.56	684.67
yoy	-26.44%	-17.37%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	69.85%	69.69%	70.00%	70.00%	70.00%
2、人工智能软件产品及服务					
收入	212.04	236.97	379.15	530.81	690.05
yoy	17.41%	11.76%	60.00%	40.00%	30.00%
毛利率	75.07%	75.27%	75.00%	75.00%	75.00%
3、安全产品					
收入	146.38	118.47	127.94	134.34	141.06
yoy	2.69%	-19.07%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	67.39%	71.68%	72.00%	72.00%	72.00%
4、系统集成及其他					
收入	169.47	112.75	116.13	121.94	128.03
yoy	-10.72%	-33.47%	3.00%	5.00%	5.00%
毛利率	32.61%	46.70%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	491.36	528.23	331.18	673.29	1027.01	1462.65	营业收入	1028.71	907.27	781.68	1082.12	1357.65	1643.82
应收票据及账款	532.81	553.68	616.86	678.82	867.70	1050.59	营业成本	389.61	329.22	247.26	326.15	408.55	487.83
预付账款	3.27	1.96	0.79	2.25	2.87	3.48	税金及附加	10.54	11.65	36.64	24.77	31.66	38.33
其他应收款	32.60	27.10	19.46	30.61	39.12	47.37	销售费用	118.32	140.57	155.51	169.94	203.65	246.57
存货	93.68	120.10	66.39	95.00	119.00	142.09	管理费用	152.54	154.62	202.55	169.94	210.44	246.57
其他流动资产	429.40	221.31	222.61	228.89	237.59	246.01	研发费用	98.04	127.42	147.04	148.70	162.92	197.26
流动资产总计	1593.13	1452.37	1257.29	1708.94	2292.29	2952.20	财务费用	20.15	35.41	-0.81	-2.05	-6.22	-9.44
长期股权投资	77.49	67.17	56.22	48.40	40.59	32.78	资产减值损失	-12.65	-13.56	-9.13	-13.78	-17.62	-21.33
固定资产	310.33	361.74	673.91	568.33	462.75	357.17	信用减值损失	-14.52	-9.58	4.68	-6.62	-8.46	-10.24
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	301.75	260.69	384.19	342.60	296.51	245.94	投资收益	18.56	-2.73	10.82	8.89	8.89	8.89
长期待摊费用	2.08	3.73	3.13	1.57	0.00	0.00	公允价值变动损益	4.18	13.17	2.30	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	1451.21	1538.06	1371.26	1307.93	1244.60	1181.27	资产处置收益	0.35	12.02	0.35	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	2142.85	2431.38	2458.71	2268.83	2044.45	1817.16	其他收益	36.91	31.99	33.03	34.64	34.64	34.64
资产总计	3735.98	3883.75	3746.01	3977.67	4337.74	4769.36	营业利润	274.34	139.69	35.54	250.80	367.11	451.64
短期借款	10.00	17.00	30.86	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.78	1.40	1.24	1.50	1.50	1.50
应付票据及账款	214.10	209.07	192.57	209.06	261.87	312.69	营业外支出	0.42	1.64	1.15	1.07	1.07	1.07
其他流动负债	259.91	257.99	148.02	239.63	302.91	364.25	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	484.01	484.06	361.45	448.69	564.78	676.94	利润总额	278.70	139.45	35.63	251.23	367.54	452.07
长期借款	624.86	668.77	5.82	-45.79	-88.61	-121.91	所得税	30.61	16.00	2.27	24.15	35.33	43.46
其他非流动负债	39.51	33.41	19.31	19.31	19.31	19.31	净利润	248.09	123.45	33.36	227.08	332.20	408.61
非流动负债合计	664.37	702.18	25.13	-26.45	-69.30	-102.60	少数股东损益	2.35	-4.25	-3.11	-8.94	-13.08	-16.09
负债合计	1148.38	1186.24	386.58	422.21	495.49	574.34	归母净利润	245.75	127.70	36.47	236.02	345.29	424.70
股本	714.76	714.81	795.29	795.29	795.29	795.29	EBITDA	379.66	275.07	178.47	461.25	577.88	662.12
资本公积	377.74	378.23	1160.65	1160.65	1160.65	1160.65	NOPLAT	258.12	132.71	30.03	222.13	323.48	396.96
留存收益	1470.93	1594.03	1396.17	1601.15	1901.03	2269.87	EPS(元)	0.31	0.16	0.05	0.30	0.43	0.53
归属母公司权益	2563.32	2687.07	3352.11	3557.09	3856.96	4225.91							
少数股东权益	14.28	10.43	7.32	-1.62	-14.71	-30.80							
股东权益合计	2577.60	2697.50	3359.43	3555.47	3842.26	4195.01							
负债和股东权益合计	3735.98	3883.75	3746.01	3977.67	4337.74	4769.36							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	248.09	123.45	33.36	184.64	289.76	366.17
折旧与摊销	80.80	100.21	143.66	212.07	216.56	219.45
财务费用	20.15	35.41	-0.81	-2.05	-6.22	-9.44
投资损失	-18.56	2.73	-10.82	-8.89	-8.89	-8.89
营运资金变动	-187.39	-86.54	-131.12	8.65	-114.63	-111.10
其他经营现金流	10.16	1.98	5.25	43.96	43.96	43.96
经营性现金流	183.26	177.24	39.50	438.38	420.55	500.18
资本支出	485.12	398.87	241.05	0.00	0.00	0.00
长期投资	-306.73	230.05	-9.41	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	37.62	62.57	38.32	15.18	15.18	15.18
投资性现金流	-754.23	-106.24	-212.14	15.18	15.18	15.18
短期借款	8.00	7.00	13.86	-30.86	0.00	0.00
长期借款	624.86	43.91	-662.95	-51.61	-42.81	-33.30
普通股增加	-2.26	0.05	80.48	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-20.31	0.49	792.41	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	145.36	-94.40	-242.66	-28.99	-39.19	-46.42
筹资性现金流	755.65	-42.95	-28.86	-111.46	-82.00	-79.72
现金流量净额	184.40	28.92	-201.27	342.11	353.72	435.64

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增长率	-21.44%	-11.81%	-13.84%	35.88%	27.82%	21.08%
营业利润增长率	-21.09%	-49.08%	-74.56%	605.71%	46.37%	23.03%
EBIT增长率	-13.71%	-41.49%	-60.09%	615.69%	45.00%	22.51%
EBITDA增长率	-0.73%	-27.55%	-35.12%	158.44%	25.28%	14.58%
归母净利润增长率	-23.00%	-48.04%	-71.44%	547.24%	46.29%	23.00%
经营现金流增长率	-4.09%	-3.28%	-77.71%	1009.74%	-4.07%	18.94%
盈利能力						
毛利率	62.13%	63.71%	68.37%	69.29%	69.91%	70.32%
净利率	24.12%	13.61%	4.27%	21.38%	24.47%	24.86%
营业利润率	26.67%	15.40%	4.55%	23.61%	27.04%	27.48%
ROE	9.59%	4.75%	1.09%	6.64%	8.95%	10.05%
ROA	6.60%	3.29%	0.97%	5.93%	7.96%	8.90%
ROIC	15.25%	5.91%	1.19%	8.27%	12.73%	15.75%
估值倍数						
P/E	46.12	88.75	310.78	48.02	32.82	26.68
P/S	11.02	12.49	14.50	10.67	8.35	6.89
P/B	4.80	4.56	3.38	3.19	2.94	2.68
股息率	0.32%	0.28%	0.00%	0.27%	0.40%	0.49%
EV/EBIT	23.69	46.98	365.98	41.40	27.67	21.68
EV/EBITDA	18.65	29.87	71.40	22.37	17.30	14.49
EV/NOPLAT	27.43	61.91	424.36	46.45	30.90	24.18

数据来源: 同花顺iFind

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把握最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637