

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.33
总股本/流通股本(亿股)	7.95 / 7.95
总市值/流通市值(亿元)	114 / 114
52周内最高/最低价	33.08 / 10.06
资产负债率(%)	10.3%
市盈率	306.85
第一大股东	信科互动科技发展有限公司

研究所

分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
分析师:丁子惠
SAC 登记编号:S1340523070003
Email:dingzihui@cnpsec.com

拓尔思(300229)

AI 语料+大模型领军者，华为合作全面升级

● AIGC 领军企业，语料+算法优势显著

拓尔思作为领先的大数据及人工智能产品及服务提供商，拥有规模位列业界前茅的权威高质量公开数据超 2000 亿，并具备数千亿数据量的数据索引、标记、查询、挖掘分析能力，万亿级数据总量的秒级检索能力和日均亿级数据获取能力。公司深耕自然语言处理，致力于以数据智能应用为核心，赋能不同行业的数字化转型与降本增效的场景应用，并积极与客户携手，在 AIGC 相关领域，如机器写作、对话式 AI、内容人机协同和自动报告生成等应用场景已相继打造出一批优秀实践案例。5 月 20 日，公司定增注册获批，进一步发力大模型研发。

2024 年 3 月 29 日，由量子位主办的首届中国 AIGC 产业峰会在北京举行，公司凭借在 AIGC 领域的长期技术积累，入选“中国 AIGC50”榜单。2024 年 5 月，赛迪顾问人工智能与大数据研究中心发布了《中国大模型发展研究报告(2024)》重要研究成果，从核心技术能力、市场竞争能力、产品创新能力、市场发展潜力及生态开放能力五个维度出发，评选出中国大模型领军企业二十强。拓尔思以拓天大模型在这五个维度的综合成绩，成功入选并位居前列。

● “拓天大模型”推动用户生产力变革

2023 年 6 月 29 日，公司发布“拓天大模型”，并面向媒体、金融、政务领域，推出了三大行业垂类大模型。目前，基于拓天媒体专业大模型研发的内容生产智能助手、新一代搜索与推荐等插件已经在头部新闻单位中得到试用。基于拓天金融专业大模型研发的风险预警助手、审计报告辅助生成、消保内容审查意见自动生成、客服数据智能分析助手等也在多个头部银行客户中得到成功应用。

● 与华为签署全面合作协议，推进行业数智化转型

5 月 17 日上午，拓尔思与华为签署全面合作协议。基于本次合作，公司与华为将充分发挥在各自领域的优势，积极推进数智化转型方面的合作，稳步推进产业数字化和数字产业化发展。

● 数据要素业务迎来高速发展黄金期

随着数据要素市场发展和改革不断深入，我国数据要素市场进入蓬勃发展阶段，市场规模将破千亿，拓尔思也将迎来数据要素业务高速增长黄金发展期。公司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。

● 盈利预测及投资评级

预计公司 2024-2026 年的 EPS 分别为 0.29、0.40、0.50 元，当前股价对应的 PE 分别为 49.05、35.57、28.83 倍。公司在人工智能、

大数据、数据安全等领域处于领先地位，得益于 AIGC、数据要素等市场的快速发展，公司和各赛道的头部用户建立了长期良好的合作，用户黏性强，未来成长空间广阔，业绩有望增长，维持“买入”评级。

● **风险提示**

技术落地不及预期；下游客户需求不及预期；政策推动存在波动性；市场竞争加剧等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	782	1064	1358	1641
增长率(%)	-13.84	36.17	27.55	20.90
EBITDA（百万元）	180.48	248.30	335.06	406.95
归属母公司净利润（百万元）	36.47	232.34	320.38	395.27
增长率(%)	-71.45	537.14	37.89	23.38
EPS(元/股)	0.05	0.29	0.40	0.50
市盈率(P/E)	312.53	49.05	35.57	28.83
市净率(P/B)	3.40	3.17	2.91	2.64
EV/EBITDA	72.70	43.90	32.07	25.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司基本情况	5
1.1 领先的 AI、大数据服务提供商	5
1.2 重视研发，在手订单充足	6
1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富	8
1.4 定增注册获批，进一步发力大模型研发	9
2 AIGC 领军企业，语料+算法优势显著	10
2.1 算法+数据+算力三大核心要素决定 AIGC 产出质量	10
2.2 技术+产品+场景的完美结合促进 AIGC 商业落地	12
3 “拓天大模型”深度融合业务场景，推动用户生产力变革	15
3.1 拓天大模型面向多行业，拥有多个创新点	15
3.2 拓天媒体领域大模型	16
3.3 拓天金融行业大模型	17
3.4 拓天政务领域大模型	18
3.5 大模型逐步落地，引领 B+G 端 AIGC	20
4 华为合作全面升级，推进行业数智化转型	22
4.1 共启“数智×”战略，联合华为推出拓天一体机等产品	24
5 数据要素业务迎来高速发展黄金期	24
5.1 数据要素市场规模将破千亿	24
5.2 推出“1+1=N”新商业模式	26
6 盈利预测及投资评级	27
6.1 关键假设	27
6.2 投资建议	27
7 风险提示	28

图表目录

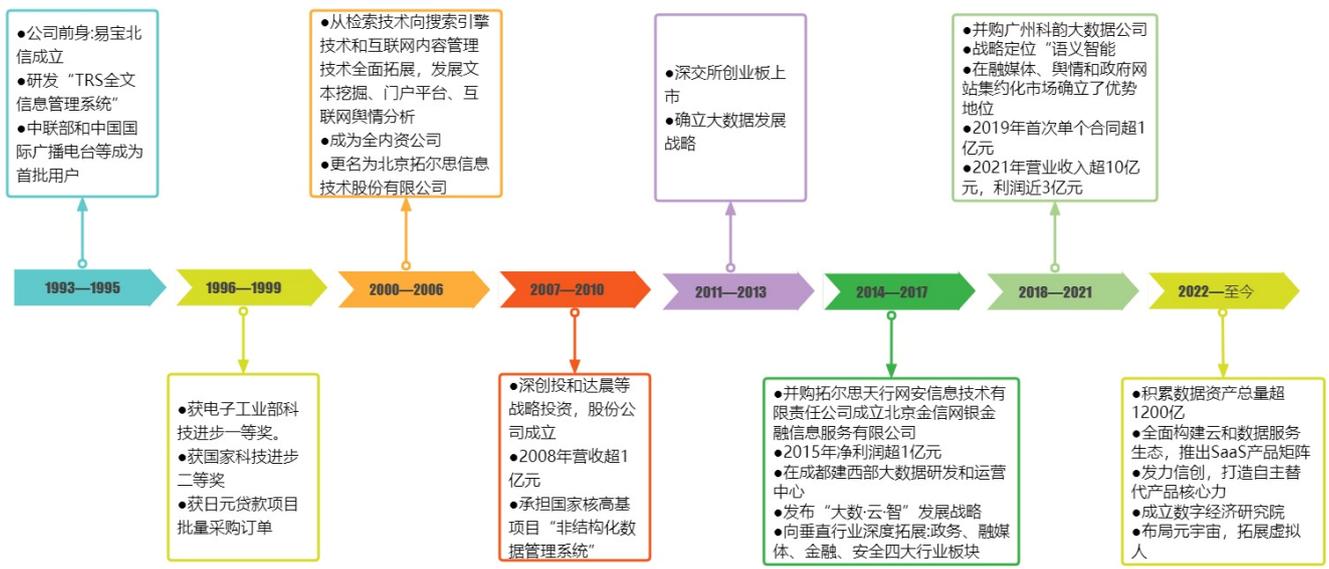
图表 1: 拓尔思发展历程	5
图表 2: 拓尔思主营产品介绍	5
图表 3: 营业收入 (亿元) 及其增速	6
图表 4: 单季度营业收入 (亿元) 及其增速	6
图表 5: 归母净利润 (百万) 及其增速	7
图表 6: 单季度归母净利润 (百万) 及其增速	7
图表 7: 毛利率	7
图表 8: 研发费用 (百万元) 及其增速	7
图表 9: 拓尔思员工结构图 (人)	8
图表 10: 拓尔思股权结构图	8
图表 11: 拓尔思管理团队	9
图表 12: 募集项目及资金	10
图表 13: AIGC 关键技术介绍	10
图表 14: 拓尔思“智创”AIGC 平台	11
图表 15: 首个中文互联网语料库数据来源	12
图表 16: 应用场景介绍	12
图表 17: “拓天大模型”四大创新点	15
图表 18: 拓天大模型的体系结构和功能	16
图表 19: 拓天媒体大模型数据	16
图表 20: 拓天金融大模型的体系结构和功能	17
图表 21: 拓天金融大模型功能	17
图表 22: 拓天政务行业大模型	19
图表 23: 拓天政务大模型功能	19
图表 24: 拓尔思入选 IDC 政务大模型厂商图谱	20
图表 25: 拓天大模型应用案例	21
图表 26: 中国大模型领军企业二十强	22
图表 27: 昇腾技术认证书	23
图表 28: 拓尔思与华为签署全面合作协议签约仪式	23
图表 29: 我国数据要素市场规模及预测 (亿元)	25
图表 30: 拓尔思云和数据业务增长曲线	25
图表 31: 我国数据要素市场培育的顶层机制建设	26
图表 32: 拓尔思数据要素商业模式: “1+1=N”	27

1 公司基本情况

1.1 领先的 AI、大数据服务提供商

拓尔思成立于 1993 年，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。公司 2011 年在深圳证券交易所创业板上市，自成立以来，公司始终坚持核心技术自主研发，拥有 40+ 发明专利、1000+ 软件著作权，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，成功服务了一批国家级重要信息化项目的建设，成为国家企业信用信息公示系统、信用中国、国家知识产权检索系统、GA 云搜索等国家级基础设施的数据管理和检索引擎。

图表1：拓尔思发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司的主营业务系大数据软件及产品分析、人工智能软件产品及服务、安全产品、系统集成及其他。公司坚持“数智+赛道”的发展战略，以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。目前，公司的数智产品与服务已被国内外 10000 余家企业级用户广泛使用，尤其在企业数字化转型、数字政府、网络内容安全、融媒体、金融科技和开源情报等领域实现了深度应用。公司相关产品详细情况如下：

图表2：拓尔思主营产品介绍

产品类别	简要说明
安全产品	1. 边界安全：天行安全单向导入系统 UIS、天行安全隔离与信息交换系统 GAP、天行安全请求服务系统 RSs、天行安全视频交换系统 MTP、天行安全数据交换系统 DTP、天行部门间信息共享与服务平台 ISSP、天行单向隔离光闸 FGAP、天行防火墙 FW、天行集中监管控制系统 3AS、天行数据交换与接口服务系统 DTS 2. 大数据安全：天行边界安全运维管理平台 BOP、天行数据库安全审计及性能监测审计系统 DAS、天行应用日志安全审计系统 ALSA 3. 物联网安全：天行应用系统安全审计系统 VAS
人工智能产品	1. AI 平台服务：智拓(人工智能开放平台)、安拓(知识图谱平台) 2. 自然语言处理：智语 (CKM) NLP 平台

3. OCR 识别

4. 图像分析与处理：TRS 智眼视觉引擎软件

5. 知识工厂：知识模型、知识图谱

6. 智能对话机器人小思

7. AI 行业应用：智能消保管控、智能合同审查、直播脚本智能创作（麦文智创）、智能文字校对

大数据产品

1. 数据应用(SaaS 服务)：网察(舆情监测)、数家(资讯数据云服务)、海策(政策大脑)、数星产业大脑、数星风控、数星电报冒烟指数(金融风险监测)、网脉、网搜、天目(开源情报)、全球基因专利数据云服务、网巡

2. 数据采集：海蜘蛛(分布式采集系统)

3. 数据治理：海聚(数据整合系统)、TRS 海贝搜数据库、数据中台

4. 数据分析：水晶球分析师

5. 数据可视化：数据可视化大屏云服务平台

其他产品

1. 元宇宙：虚拟人开放平台

2. 技术底座：TRS 天枢云原生技术平台

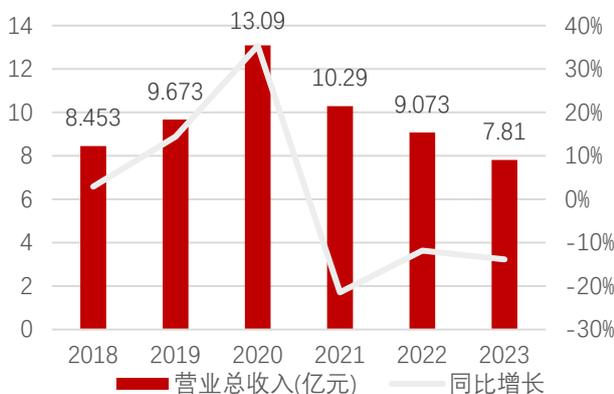
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 重视研发，在手订单充足

营收端：得益于公司向政务、融媒体、金融、安全四大行业深度拓展，公司 2017-2020 年营收规模保持快速稳定的增长，从 2017 年的 8.213 亿元增长到 2020 年的 13.09 亿元。2020-2023 年营业收入虽有下降，但是得益于在融媒体、舆情和政府网站集约化市场确立的优势地位以及发力信创，打造了自主替代产品核心力，到 2023 年营业收入依然达到了 7.81 亿元。

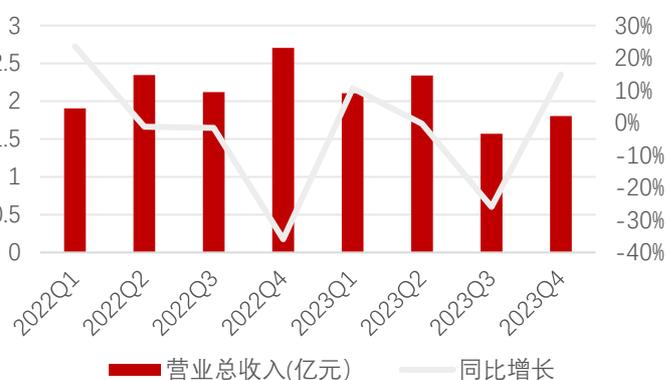
同时据 IDC 预测，在“十四五”规划和数字政府政策的引导下，数字政府市场迎来重要发展窗口期，预计到 2026 年将达到 2173 亿元人民币的市场规模，是有效推动数字中国建设的重要组成部分。随着政府相关单位对人工智能（而非大数据）等产品需求的释放，公安、安全等刚性领域需求的增多，且公司针对政府相关单位客户的进一步下沉和拓展，潜在政府相关单位客户将增多，新增订单量预计上涨，并随着公司大模型等人工智能等相关新产品的不断推出和行业的横向拓展，公司业绩有望逐渐恢复并反弹。截至 2023 年末，公司在手订单金额为 54,290.74 万元，较 2022 年末增加 1448.05 万元，公司期末在手订单金额同比开始上升。

图表3：营业收入（亿元）及其增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：单季度营业收入（亿元）及其增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

利润端：2018-2020 年归母净利润由 60.93 百万元上涨到了 319.2 百万元，2020 年同比增长 103.03%。从 2021 年开始，公司逐年加大研发投入，主营业务不再包括上年度合并报表涉及的公司西部区域总部及大数据研发和运营服务基地项目配套商业用房销售收入，以及原控股子公司耐特康赛网络技术(北京)有限公司的互联网营销业务收入，同时，子公司天行网安 23 年大幅减少集成业务，所以从 2021 年后归母净利润持续下滑，2023 年同比增长率为-71.45%。

图表5：归母净利润（百万）及其增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：单季度归母净利润（百万）及其增速

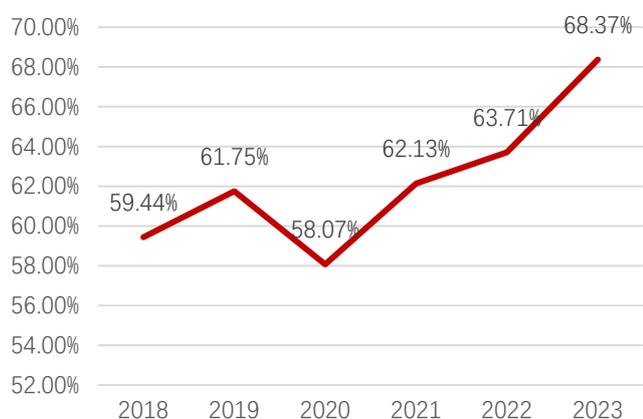


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

盈利能力与期间费用：公司毛利率水平相对较高，2018-2023 年主营业务毛利率分别为 59.44%、61.75%、58.07%、62.13%、63.71%、68.73%。2018-2023 这六年之间毛利率始终保持在 60%左右，并有着继续上涨的趋势。2022 年，为提升自己产品的市场覆盖率，销售费用投入达到了 1.406 亿元，较 2021 年同比增长 18.81%。从产品分类来看，公司主要业务为大数据、人工智能、安全软件及服务，随着公司市场地位不断提升，核心技术的不断开发，2024、2025 年可能迎来业务发展新高峰。

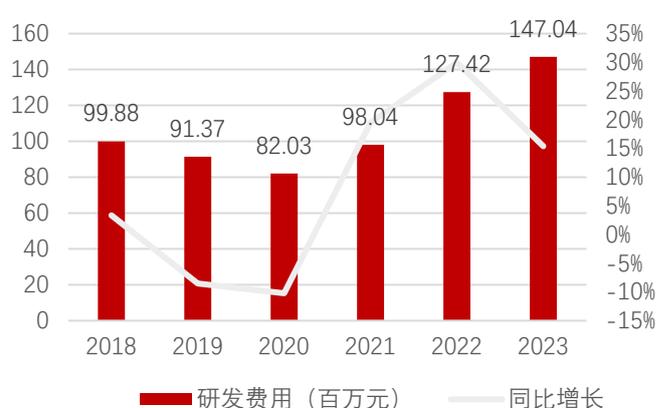
研发费用：2022 年，公司较大幅度增加研发投入，用于实现主营业务产品的版本技术的升级以及核心产品的开发。2022 年公司的研发费用达到 1.274 亿元，公司推进构建云和数据服务生态，打造自主替代产品核心力，布局元宇宙，拓展虚拟人，提升公司未来的竞争力。

图表7：毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：研发费用（百万元）及其增速

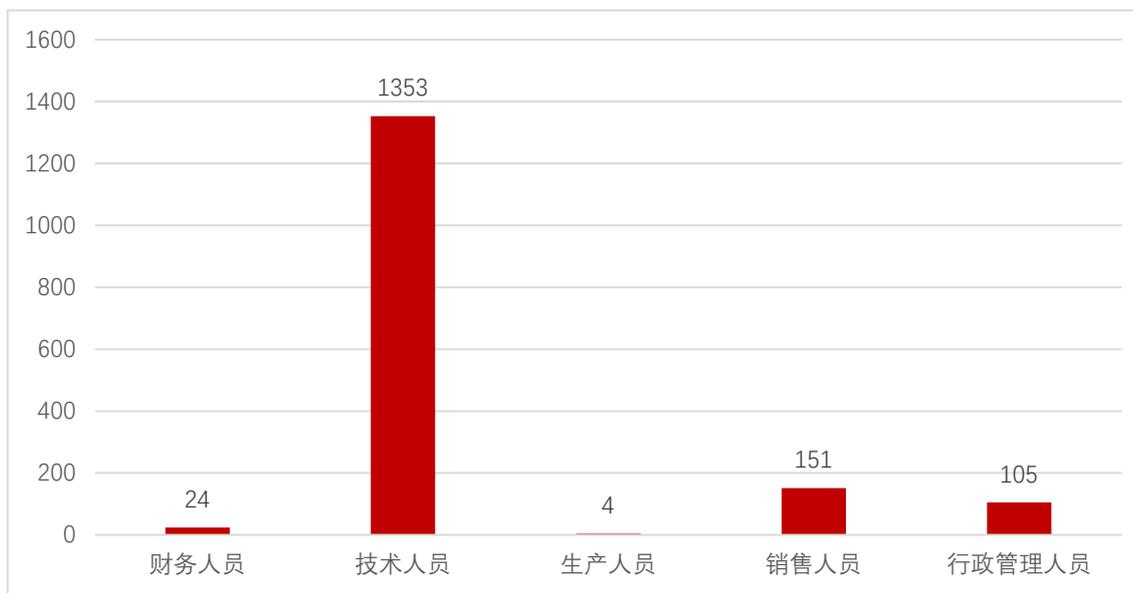


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司拥有优秀的研发和技术团队，具备完善的人才梯队，拥有技术人员 1353 人，占比达到 82.65%，本科及以上学历员工占比 65.85%。公司核心技术团队拥有前沿的技术，管理层具有丰富的行业经验和技術积累。

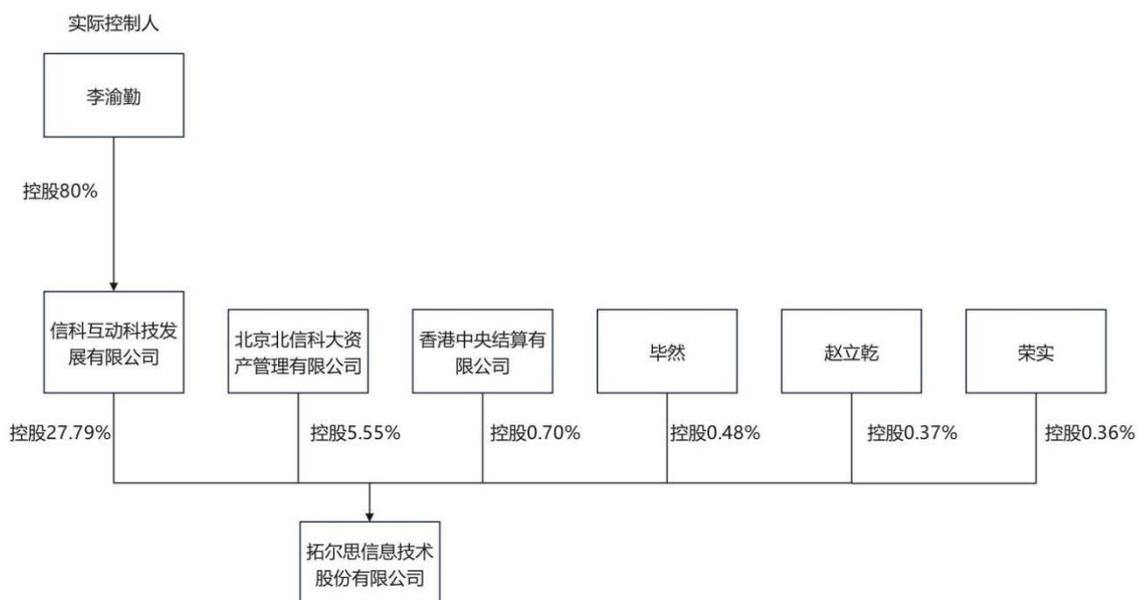
图表9：拓尔思员工结构图（人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司的管理团队：董事长施水才先生，毕业于西安电子科技大学计算机应用专业，获硕士学位，2017 年获清华大学五道口金融学院 EMBA 学位，1998 年晋升教授。副董事长李渝勤女士，毕业于电子科技大学计算机工程专业，获学士学位，北京大学光华管理学院 EMBA 硕士学位，教授级高级工程师。

图表10：拓尔思股权结构图



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：拓尔思管理团队

管理团队	职务	相关说明
施水才	董事长	毕业于西安电子科技大学计算机应用专业，获硕士学位，2017年获清华大学五道口金融学院EMBA学位，1998年晋升教授，中国中文信息学会会士(Fellow)，中国软件行业协会副理事长，北京软件行业协会副会长，深圳证券交易所技术委员会委员，中国人工智能学会多语言智能信息处理专业委员会副主任委员。
李渝勤	副董事长	毕业于电子科技大学计算机工程专业，获学士学位，北京大学光华管理学院EMBA硕士学位，教授级高级工程师。曾在中国香港中文大学从事中文信息处理方面的研究。获国家科技进步二等奖，电子工业部科技进步一等奖。
李琳	董事	北京信息工程学院计算机软件专业毕业，本科学历。历任拓尔思信息技术股份有限公司技术支持工程师、客户经理、销售总监、销售部副总经理，2007年12月至2023年12月曾任拓尔思信息技术股份有限公司副总经理。
王占武	董事	北京信息科技大学MBA。现任北京信息科技大学技术转移转化中心主任，北京北信科大资产管理有限公司董事、总经理、财务负责人，北京京信科高端信息产业技术研究院有限公司总经理、财务负责人，北京科信机电技术研究所有限公司董事长。2017年12月至今任拓尔思信息技术股份有限公司董事。
赵进延	独立董事	本科学历，工程硕士。正高级工程师，信息安全高级测评师，信息系统审计师。先后工作于最高人民检察院、中国网络通信集团公司、中国电信集团公司，曾任中国电信集团系统集成有限责任公司副总经理。赵进延先生一直从事信息化、网络安全与信息安全工作，先后承担过多项国家级信息化重大工程项目或专项建设。
刘斌	独立董事	北京大学法学院硕士研究生，光华管理学院EMBA。2018年3月至今任真为投资基金管理有限公司董事长兼投委会主席。具有保荐代表人资格以及法律、证券、基金、保险、期货等从业资格
俞放	独立董事	毕业于浙江大学管理工程专业，注册会计师、注册税务师。曾任农业部农垦管理干部学院企管系助教、讲师、副教授，中庆会计师事务所（后更名为中兴宇会计师事务所）项目经理，利安达会计师事务所审计经理、技术合伙人，大华会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人，河北润农节水科技股份有限公司独立董事。

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 定增注册获批，进一步发力大模型研发

5月20日，公司发布《关于向特定对象发行股票申请获得中国证监会同意注册批复的公告》。据定增预案显示，公司拟定增发行不超过约2.39亿股股份，募资总额不超过约18.45亿元，用于拓天行业大模型研发及AIGC应用产业化项目。系基于公司的海量高质量行业数据、行业知识体系等知识型资产，在通用大模型的基础上构建拓天行业大模型，并实现AIGC在媒体、政务、金融等领域的产业化应用。

具体来看，公司18.45亿元募集中有8.41亿元将用于软硬件购置，5.1亿元将用于研发人员薪酬，2.57亿元用于租赁费，1.98亿元用于数据资源购买，分别占到总募资额的45.57%、27.66%、13.95%和10.73%，剩余3845万元为铺底流动资金。项目计划建设期为3年。根据公告，本项目的税后静态投资回收期为5.96年(含建设期3年)，税后投资内部收益率为13.68%。

图表12：募集项目及资金

项目名称	投资总额（万元）	使用募集资金投入（万元）
拓天行业大模型研发及 AIGC 应用产业化项目	184,481.67	184,481.67
1 软硬件购置	84,068.00	84,068.00
2 租赁费	25,740.00	25,740.00
3 研发人员薪酬	51,028.80	51,028.80
4 数据资源购买	19,800.00	19,800.00
5 铺底流动资金	3,844.87	3,844.87
合计	184,481.67	184,481.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 AIGC 领军企业，语料+算法优势显著

2.1 算法+数据+算力三大核心要素决定 AIGC 产出质量

算法+数据+算力三大核心要素，决定 AIGC 产出质量。拓尔思将以“专业大模型+领域知识数据”为核，努力构建起个性化、专业性的内容自动生成壁垒。

强大的 AIGC 技术。拓尔思在 AIGC 技术方面有着长期的投入和储备，这与公司一直专注自然语言处理技术的研发和互联网大数据的积累等优势一脉相承。公司基于通用 AIGC 大模型，专注优势行业进行专业大模型的研发，融合学习行业特有的大数据和知识，提升大模型对行业应用的适配性，以预训练大模型、In-Context Learning、instruction tuning 等技术为基础，将文本生成、交互式生成、跨模态生成、小样本学习、大模型与外部知识库的融合等功能作为研发重点，突破基于大模型的 AIGC 关键技术，在问答式 AI、智能创作、搜索引擎等领域实现成功应用。

图表13：AIGC 关键技术介绍

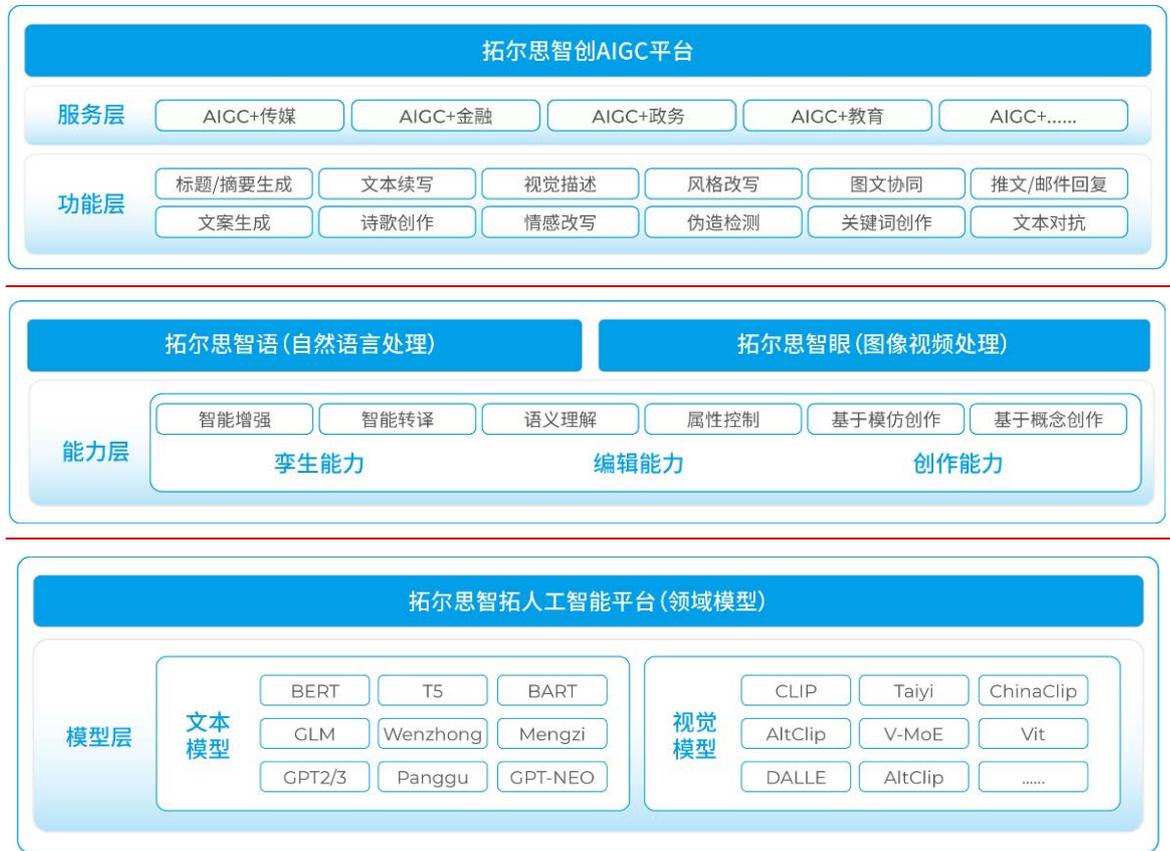
产品名称	产品介绍
外部知识与大模型（类似 ChatGPT、WebGPT）的融合技术	<ul style="list-style-type: none"> 评估测试大模型的各项能力，选择与应用匹配的大模型 外部知识训练到大模型中 大模型访问外部数据
大模型+Instruction-tuning	<ul style="list-style-type: none"> 微调方式是将任务指令与数据拼接，随后给出任务 A 的指令，直接进行推断 经过 Instruction Tuning 多任务精调后，可以用于其他任务的 zero-shot
大模型+In-context Learning	<ul style="list-style-type: none"> 区别于大模型+FineTuning 的新范式，效果接近大模型+FineTuning 降低部署成本（一个模型+多个任务）和数据标注成本（小样本学习）
大模型+RLHF	<ul style="list-style-type: none"> 通过强化学习的方法，利用人类反馈信息直接优化模型，将预训练语言模型按照人反馈进一步微调以符合人类偏好
跨模态生成技术等	<ul style="list-style-type: none"> 以文生图/视频，以图/视频配文 情感及个性化风格改写技术

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

加快推进“智创”AIGC 平台的研发。“智创”是一款专注文字生成类的内容自动生产平台，其依托公司长期积累的自然语言处理技术和人工智能平台产品为基础，融合开源大模型，将专

注在辅助型、应用型、创作型等文本内容的自动生成研发，以个性化、专业性的内容自动生成作为壁垒，保持在 AI 领域的技术竞争力。

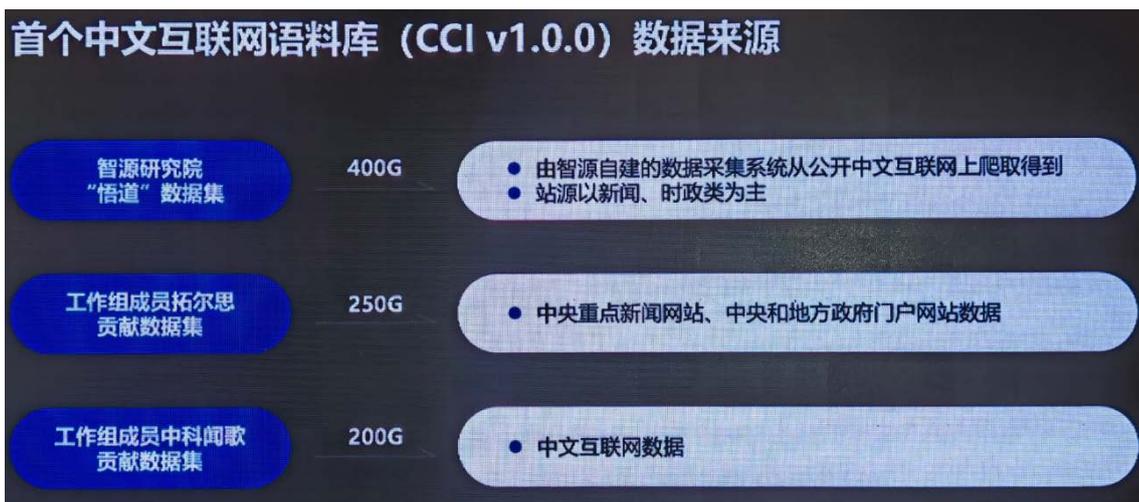
图表14：拓尔思“智创”AIGC平台



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

海量的语料积累。公司作为领先的大数据及人工智能产品及服务提供商，拥有规模位列业界前茅的权威高质量公开数据超 2000 亿，并具备数千亿数据量的数据索引、标记、查询、挖掘分析能力，万亿级数据总量的秒级检索能力和日均亿级数据获取能力。**近期与多家头部大模型的人工智能公司和国家级实验室签订合同，为其提供高质量多元化的数据，作为大模型预训练数据集。**公司自有的产业要素数据集、产业风险数据集与电子报刊数据、互联网主流新闻网站数据、新闻资讯客户端数据、政务网站数据、拓知基因数据库先后入选北京市首批与第二批人工智能大模型高质量数据集。

2023 年 11 月 29 日，2023 人工智能计算大会 AIGC 于北京开幕。**智源研究院联合拓尔思等单位共建的“中文互联网语料库”（Chinese Corpora Internet，简称 CCI）在大会分论坛大模型创新论坛上正式发布。**在 CCI 中，拓尔思主要提供中央重点新闻网站及中央和地方政府门户网站数据集。

图表15：首个中文互联网语料库数据来源


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

充足的算力。公司算力主要采取自采自建+公有云模式，能够有效满足行业大模型训练及技术迭代需求。2023年5月，公司已同首都在线签署战略合作协议，通过迁移算力至首都在线拓尔思专属算力平台，公司可以享受到更快速、灵活的智能算力服务，大大提高数据处理和计算效率。目前，公司已采购小批量 A800 显卡，A100 算力性能主要通过算力租赁实现。

2.2 技术+产品+场景的完美结合促进 AIGC 商业落地

技术+产品+场景的完美结合，才能实现 AIGC 推动更多商业落地进程。拓尔思将在类人助手的道路上开拓全新模式，在 G+B 双端的需求持续催化下，优化创新对话式 AI、智能创作、AIGC 搜索引擎等应用场景，实现用数字化劳动力替代枯燥重复性劳动、扩充资源稀缺劳动力、协助人类完成相应任务和满足人类情感交流的需求。

公司深耕自然语言处理，致力于以数据智能应用为核心，赋能不同行业的数字化转型与降本增效的场景应用，并积极与客户携手，在 AIGC 相关领域，如机器写作、对话式 AI、内容人机协同和自动报告生成等应用场景已相继打造出一批优秀实践案例。

图表16：应用场景介绍

类别	客户/项目名称	应用场景
机器写稿	经济日报	根据资讯大数据自动生成体育、气象和财经等领域的主题稿件
	浙江日报	
	新疆日报	
	重庆日报	
	宁夏日报	
	湖南日报	
	安徽新媒体集团	
	吉林广播电视台	
航空工业集团中国教育报刊社		

	长江日报	
	绵阳日报	
	金华日报	
	暨南大学	在线智能写作
	国家知识产权局	专利检索报告自动生成
	南方电网	科技查新报告辅助自动生成
	冶金工业信息标准研究院	科技情报智能分析及简报报告生成
自动报告生成	网察大数据分析平台	根据舆情大数据，自动生成舆情日/周/月报。自动生成舆情专题报告
	新华网	新闻热点每日自动报告
	新华报业	专题报告自动生成
	经济日报	传播力报告自动生成
	水利部	
	中国气象局	
	天津市政府	
	上海口岸办	
	吉林省政数局	
	吉林省统计局	
	内蒙古自治区政务服务局	政府网站办事问答机器人
	广西自治区大数据局	
对话式 AI	辽宁省政务服务局	
	广州市政府	
	晋城市政府	
	桂林市政府	
	南宁市政府	
	中国标准化研究院	国家标准相关知识问答机器人
	人民卫生出版社	艾滋病防治一小艾问答机器人
	时代经济出版社	审计知识问答机器人
	中国日报社	外国人来华求学、投资、旅游相关领域办事问答机器人
	863 课题	面向基础教育的知识能力智能测评与类人答题验证-高考机器人
内容人机协同	冬奥会虚拟人小思播报	基于每日冬奥会的大数据研判和分析，自动生成内容和虚拟人播报
	麦文智创	农产品直播脚本自动写作

华能集团	“智慧识才”-人物评价小结自动生成
民航总局	不安全飞行事故知识图谱构建
中电科某所 1	文本和图像样本的自动伪造生成
中电科某所 2	
中电科某所 3	事件热点聚类 and 短标题生成、事件概述自动生成
某部队 1	
某部队 2	某领域人物关系图谱自动构建
某院校	热点事件发展脉络的自动生成
社会出版社	中华人民共和国政区大典国民经济知识图谱构建

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

精耕细分场景，从降本增效走向额外价值转移。结合拓尔思的优势行业与客户群体，公司将优先关注以下行业的 AIGC 细分场景：

新闻出版：机器人写稿、内容创作协助、基于媒体大数据的自动报告生成（如热点舆情报告、传播力报告和榜单生成等）、多模态的自动配图（基于文本的图片、视频生成）。

政务服务：公文辅助创作、政民互动服务（对话式 AI 的智能问答）、政务新媒体的创新应用（同新闻出版场景应用）、政策大脑的摘要/数据解读。

金融领域：自动报告生成（企业报告、产业报告等）、证券研报的智能解读和摘要生成、上市公司的信息检索。

通用行业：知识图谱构建、人机协同的内容生成（如水军回复、考试答题等）、开源报告的简报生成等。

元宇宙和云服务：虚拟人服务（灵魂大脑包罗万象、主要是虚拟人的“理解力”与“创作力”相结合，重点是对话式 AI、智能创作与虚拟人+物+景的自动生成）；数家资讯云服务的报告生成、资讯信息精准对话式检索；网察云服务的自动舆情报告生成等。

3 “拓天大模型”深度融合业务场景，推动用户生产力变革

3.1 拓天大模型面向多行业，拥有多个创新点

2023年6月29日，拓尔思拓天大模型成果发布会成功举办。基于在NLP领域30年技术创新成果、10余年高质量数据和知识资产积累，以及在垂直行业10000多家企业级用户应用实践，公司发布“拓天大模型”，并面向媒体、金融、政务领域，推出了三大行业大模型。和通用大模型相比，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。

拓天大模型拥有内容生成、多轮对话、语义理解、跨模态交互、知识型搜索、逻辑推理、安全合规、数学计算、编程能力和插件扩展十大基础能力，具有中文特性增强的可控生成技术、融合搜索引擎的生成结果可信核查、融合稠密向量的跨模态能力加强以及支持外界知识及时更新四大创新点。

图表17：“拓天大模型”四大创新点



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

(1) 拓天大模型是由公司自主研发，满足自主可控和安全合规等国产化要求；

(2) 拓天通过外挂知识库的方式接入实时数据，结合自研搜索引擎技术实现专业领域实时数据的融合利用，解决了训练成本过高，生成内容数据不能及时更新的问题；

(3) 拓天通过扩充中文词表与海量通用中文语料、在不干扰原模型的情况下适配新增中文词向量等做法实现基座中文特性增强，同时通过对自有媒体、金融、政务等垂直领域数据集进行清洗与处理，进行专业预训练增强，实现专业能力的提升；

(4) 通过剪枝、量化、稀疏、蒸馏等部署优化方案，降低大模型对算力资源的要求；

(5) 针对大模型可能存在的幻觉问题，拓天从数据源头和专家级的知识标引等方面进行内容安全与价值观对齐；

(6)采用专家规范化标引+机器自动标引相结合的方式,对采集的内容资讯进行“精加工”,包括降噪、去重、数据结构化、数据归一化、内容标签化、属性知识化、安全合规核查等,实现数据与主流价值观对齐。

图表18: 拓天大模型的体系结构和功能



资料来源: 拓尔思大模型白皮书, 中邮证券研究所

3.2 拓天媒体领域大模型

公司基于自有的 1200 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。

图表19: 拓天媒体大模型数据



资料来源: 拓尔思大模型白皮书, 中邮证券研究所

拓天媒体行业大模型经过不断调优，支持 13 大类、24 小类业务指令，通过模型可控生成技术优化，解决指令识别和任务分解稳定性问题，可用性提高，指令识别精度提升到 96%。支持多数据源混合嵌入，支持第三方库 API+私有库+互联网数据多数据源混合嵌入，模式可复制扩展到其他业务场景，发挥数智价值。支持视频数据智能问答，打通数据中台，实现数据接入，数据加工，语义分析，大模型对接全套流程。写作核心能力不断优化，微调优化模型 6 个版本，解决标题生成，文本风格迁移，文章续写，文章生成等质量和稳定性问题。

作为国内媒体 IT 服务行业的主力厂商，拓尔思在融媒体领域市场占有率领先，用户覆盖 72% 的中央媒体、61% 的省级媒体和 40% 的行业媒体。在拓天媒体大模型的技术服务支持下，拓尔思将为媒体用户提供基于自有数据资产进行私有化训练和工程化部署、场景可定制的专属大模型服务与 AIGC 应用。

3.3 拓天金融行业大模型

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。具有风控舆情、生成研报、智能客服(消费者保护)和自动业务批处理的功能。

图表20：拓天金融大模型的体系结构和功能



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表21：拓天金融大模型功能

金融大模型功能	具体功能	功能介绍
风控舆情	风险预警助手	多模态风险信息的获取、风险自动化摘要、风险分类、风险定级与信息排重。
	风险报告生成助手	在贷前尽调、贷后排查等环节，提供智能化报告生成助手，可提供报告标题生成、目录生成与报告全文生成等自动化功能，并可集成大模型插件数据智能化生成各类风险报告。
	风险知识查询助手	利用自然语言输入的方式，对内部数据与知识数据实现海量数据智能化搜索。
研报生成	投研搜索引擎	通过自然语言处理、深度学习等人工智能技术拓宽投资信息来源，金融信息系统可抓取与投资目标相关的宏观经济

		指标、舆情走向和监管政策等数据，大幅提高获取信息的及时性，利用自然语言处理技术来分析新闻文章和社交媒体上的评论，更好地了解市场情绪和趋势，并根据其预测结果制定投资策略，减少投资顾问进行金融处理基础数据的工作量。
	研报生成助手	利用大模型技术能力，结合数星产业大脑上百类宏观、中观、微观相关数据，提供智能化研报生成助手，自动化生成研报标题、研报目录、研报内容，并结合各类插件化数据提供精准实时数据的插入与内容生产。
智能客服(消费者保护)	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、排查意见等内容，提升客服处理投诉效率与降低客户投诉率。
自动业务批处理	合同审批助手	利用大模型重构合同合规性、合同指标抽取、合同范本比对等相关功能，提升合同审批效率。
	消保审查助手	利用大模型技术提供多模态营销内容、产品介绍、制度规范等信息的自动化审查，结合机构内部合规与监管制度，自动化生成审查意见。
	内控审计审查助手	利用大模型技术智能化整合内部审计审查信息、监管法规、处罚等数据源，集成审计成果知识库、方案库等审计重要信息库，实现稽核检查信息需求全覆盖，支持审计成果知识信息经验一键审查，自动化生成内控审查意见。

资料来源：拓尔思大模型白皮书，中邮证券研究所

在 2023 年，公司不断调优金融大模型在风控和消保细分领域的行业指令，提升指令识别精准度。并全面开启现有产品核心功能基于 AI 原生应用的重构验证，支持定义多个 Agent，例如企业上链 Agent、舆情风险 Agent、产业分析 Agent 等，最终串联形成 Muti-Agent 解决复杂行业问题。

3.4 拓天政务领域大模型

拓尔思基于自有的 30 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。公司针对政策比对、政策查询、政策脉络分析、观点分析、办事咨询、智能培训、常务会议、便民问答等业务型指令进行指令识别调优，指令识别精度提升到 94%。

图表22：拓天政务行业大模型



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表23：拓天政务大模型功能

金融大模型功能	具体功能	功能介绍
公文辅助写作	在公文写作过程中提供更快速、准确的帮助和建议，支持生成横跨多专业领域的内容建议、改进文章结构等，帮助节省作者的时间和精力，并提高公文写作的效率。	基于公文标题和提示信息，依次完成公文概要、目录、目录内容的生成，形成公文写作结果。 支持基于输入的少量文字，自动生成内容连贯、富有逻辑的公文正文。 支持与内容编辑器集成，作为辅助写作助手与内容编辑过程实时交互；可指出不合适的词汇、修正语法错误、改进句子结构，并提供更生动、吸引人的表达方式，提升内容的可读性和吸引力。
	政策智能解读	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、问答的能力。
政策分析	政策核心内容解读	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。
	政策企业扶持	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。
新一代政民互动	产业政策支持	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对比，进一步为企业提供政策研究支持。
	可应用于政府网站智能问答、办事APP实时咨询、政务服务大厅机器人引导等场景。网民通过自然语言表达出自己的	大语言模型+多模态支持，降低虚拟人创作成本，快速生成一键合成的具备丰富表情、动作、形态的政民互动虚拟主持人。在政民互动环节基于大模型赋予虚拟人业务支持能力，7*24的在线服务，多轮互动，拟人化答复内容的自动生成，业务知识的实时获取。

需求，无需复杂的菜单或过滤器，可自由地以最自然、最方便的方式来表达诉求。

更好地理解和处理地域性语言、方言及文化背景，从而提供更高质量客户支持和个性化主动关怀。

声音识别、人脸识别、动作识别、情绪识别，实现真人一虚拟人多模态交互。

开放易用，支持业务定制与本地部署。

资料来源：拓尔思大模型白皮书，中邮证券研究所

大模型在政府行业的应用正逐渐展现出巨大的潜力和价值，政务大模型作为在基础大模型基础上进行微调而成的专用模型，更加贴合政府行业的需求和特性，为政府决策、公共服务、政策制定等方面提供了强大的支持。

随着政务数智化的深入推进，政务大模型将在政府治理和社会发展中发挥越来越重要的作用。IDC 预测，到 2027 年政府中生成式 AI 的应用将由任务自动化扩展到决策支持，将公民服务响应能力提高 10%，公务员生产力提高 15%。拓尔思将继续探索政务大模型的潜力与价值，以创新驱动赋能新质生产力发展。

图表24：拓尔思入选 IDC 政务大模型厂商图谱



资料来源：IDC，中邮证券研究所

3.5 大模型逐步落地，引领 B+G 端 AIGC

自 2023 年 6 月底发布拓天行业大模型以来，公司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，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。其中，基于公司在金融风控市场领先的的优势，率先实现金融大模型与现有金融风控业务无缝融合，帮助用户提体验、控风险、降本增效。拓天金融行业大模型及数据赋能的用户包括中国农业发展银行、上海浦东发展银行信用卡中心、平安银行、中国银行浙江分行、浙商银行、厦门国际银行、国家开发银行、天津银行、民生银行、人保财险、上海农商银行。另外，拓天金融行业大模型在平安银行的“审计大脑”平安慧眼一体化数智平台中也得到了成功应用，实

现了拓天大模型在金融审计领域的创新赋能。目前，基于拓天媒体专业大模型研发的内容生产智能助手、新一代搜索与推荐等插件已经在头部新闻单位中得到试用。

拓尔思的开源情报业务以天目开源情报服务平台和拓天大模型为主，通过稳定的开源数据采集体系的数据获取、实现从接入到应用全生命周期管理的数据治理和建立在丰富知识库积累上的情报分析，拓尔思的开源情报应用得以成功落地。23 年底，第三届全国开源情报技术大会在成都召开，会上，由公安部第一研究所和拓尔思大数据公司联合研制的数据采集服务平台正式发布。数据采集服务平台以用户数据需求为基础，依托大数据、NLP、大模型等新一代高新技术，融合汇聚各类数据采集商所拥有的互联网开源数据、深暗网数据、手段数据，提供数据采集工单管理、数据管理以及数据采集商管理能力，数智赋能各级公安机关业务民警打击犯罪活动，维护国家安全和社会稳定。

图表25：拓天大模型应用案例



资料来源：拓尔思大模型白皮书，中邮证券研究所

赛迪顾问人工智能与大数据研究中心发布了《中国大模型发展研究报告(2024)》重要研究成果，从核心技术能力、市场竞争能力、产品创新能力、市场发展潜力及生态开放能力五个维度出发，评选出中国大模型领军企业二十强，拓尔思以拓天大模型在这五个维度的综合成绩，成功入选并位居前列。

图表26：中国大模型领军企业二十强

排名	公司	产品	排名	公司	产品
1	百度智能云	文心一言	11	百川智能	百川大模型
2	阿里云	通义千问	12	京东云	言犀大模型
3	华为云	盘古大模型	13	中国移动	九天·众擎
4	腾讯云	混元大模型	14	中国电信	星辰大模型
5	360	智脑大模型	15	中国联通	元景大模型
6	浪潮云	海若大模型	16	字节跳动	云雀大模型
7	拓尔思	拓天大模型	17	第四范式	式说大模型
8	科大讯飞	讯飞星火	18	昆仑万维	天工大模型
9	智谱华章	智谱清言	19	金山办公	WPS AI
10	商汤科技	日日新	20	月之暗面	Moonshot AI

资料来源：公司公众号，赛迪顾问，中邮证券研究所

2024 年至今，公司频发中标喜讯。先后中标：（1）某股份制银行构建智能化消保管控方案。系统上线至今，在消保审查方面，累计开展消保审查 10 万余笔，提出实质性审查意见 3 万余条，平均每笔审查时间 2 小时（效率提升 150%以上），秒批率约 20%。（2）国际工程供应商管理提升项目，项目金额 400 余万。（3）某市舆情信息系统项目。通过适配华为昇腾 910B 芯片，依托拓天舆情行业大模型，基于语义理解、多轮对话、内容生成、知识型搜索引擎等能力，实现信息智能分析、智能报告生成及智能助手等功能。

公司的大模型有望在更多领域落地。2024 年 2 月 22 日下午，香港警务处网络安全及科技罪案调查科总警司林焯豪一行到访拓尔思参观交流，拓尔思董事长兼总裁施水才及相关部门负责人陪同接待。此次访问旨在加深双方了解，探讨双方在网络安全领域更多的合作机会，及如何更好地保护香港的社会安全。林焯豪总警司一行对拓尔思的技术与服务表示出极大的兴趣，双方围绕网络安全治理、风险预警等热点议题进行了深入探讨，并表示交流的产品对他们建设更为完善、健全的网络安全保障体系提供了实用的构建思路和参考价值，期待双方能有进一步的合作，共同应对网络安全挑战。

4 华为合作全面升级，推进行业数智化转型

5 月 9 日至 11 日，鲲鹏昇腾开发者大会 2024 在北京召开。公司受邀参会，同时，基于华为昇腾 AI 与拓尔思拓天大模型的软硬件一体化解决方案荣获昇腾年度优秀解决方案。此外，TRS 拓天大模型技术平台已通过华为 AI 框架昇思 MindSpore 的相互兼容性测试认证，取得了昇腾技术认证书。

图表27：昇腾技术认证书



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

5月17日上午，拓尔思与华为在深圳华为坂田总部签署全面合作协议。基于本次合作，拓尔思与华为将充分发挥在各自领域的优势，积极推进数智化转型方面的合作，稳步推进产业数字化和数字产业化发展，打造具有竞争力的产品，实现优势互补、互惠互利、共同发展的目的。

图表28：拓尔思与华为签署全面合作协议签约仪式



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

4.1 共启“数智X”战略，联合华为推出拓天一体机等产品

公司与华为共启“数智X”战略新篇章。在一体机联合解决方案、技术竞争力提升、市场联合拓展与运营以及业务出海等领域开展全面数智化合作。

为助力特种行业用户解决大模型应用中的算力、安全及上述诸多挑战，公司与华为联合推出了拓天一体机。1) 算力方面，拓天一体机以昇腾算力一体机为载体，以其高性能、低功耗的计算服务，精准对接人工智能模型训练和推理的需求。2) 算法方面，拓天一体机内置拓天大模型一体化平台及特种场景常用算法。3) 效率方面，用户在拓天大模型一体化平台中，只需按智能向导操作，导入专业知识库，添加行业指令，配置可视化场景流程，就可快速完成特种行业不同场景大模型训练与应用配置。4) 安全方面，拓天一体机采用泰山服务器、飞腾CPU和麒麟操作系统，构建了坚固的安全屏障，并支持部署于用户私域网络中，进一步巩固了数据处理的安全防线。

公司在舆情服务有着多年的行业经验，此次叠加华为海外渠道的优势，打造出一套专业的海外舆情监测解决方案，共同开拓国际舆情服务市场。早在2013年，拓尔思就开始用大数据技术助力厄瓜多尔总统选举预测，从候选人的支持力分布、竞争对手的言论支持、竞选纲领及最新演讲的民众支持等多维度进行综合分析，拓尔思提前预测科雷亚的支持率是55%，最后官方公布科雷亚的支持率为56.13%。展望未来，据不完全统计，2024年全球将有76个国家/地区举行大选。依托华为的全球合作伙伴网络，以大选舆情为契机，拓尔思海外舆情业务有望在一带一路、金砖国家集团、上合组织等成员国中加快落地。

以开源情报为器，为中国企业出海保驾护航。公司根据华为跨境电商合作伙伴的出海需求，为他们提供海外开源商业情报的定制服务，包括投资政治风险分析、海外政策分析、海外技术标准分析、海外竞品分析、行业技术趋势分析与预测、国内外先进技术跟踪与挖掘等，可形成系列SaaS产品，上架到华为云商店。

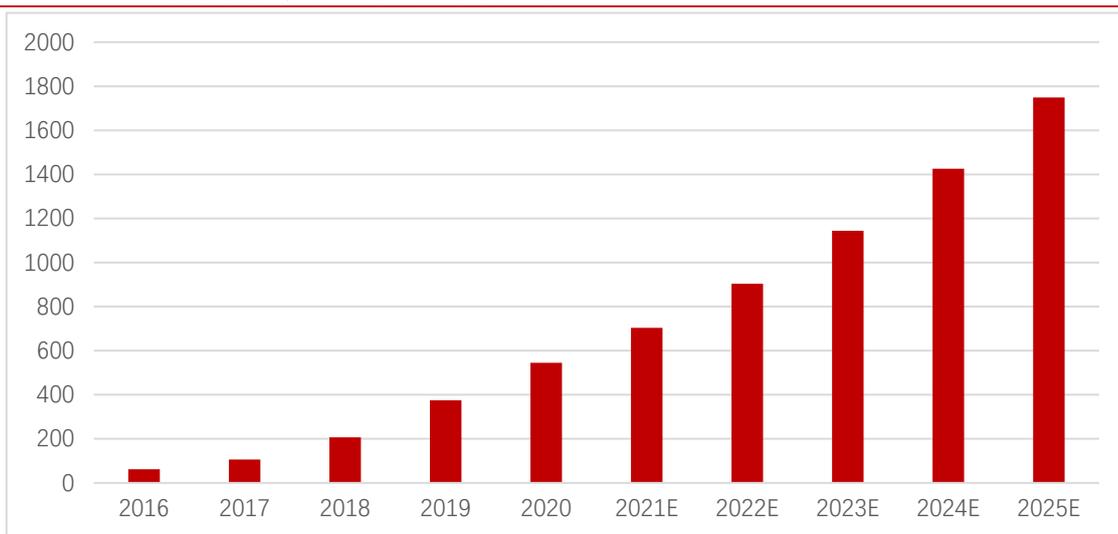
基于高质量数据，赋能华为盘古大模型生态。依托高质量数据服务，公司可以为华为盘古大模型及其海量AI生态合作伙伴提供强大的训练数据支撑，通过不断优化数据处理技术，丰富数据种类，持续提高数据质量。基于拓尔思自有高质量数据，以盘古大模型为基础模型进行微调，训练出盘古版拓天大模型。

5 数据要素业务迎来高速发展黄金期

5.1 数据要素市场规模将破千亿

数据为数字经济的发展提供了不可或缺的动力支持，近年来全球数据量呈井喷式发展。根据IDC预测，2025年全球数据量将达到163ZB。随着数据量指数级增长，数据分析算法和技术迭代更新，数据创新应用和产业优化升级，数据对社会变革的影响将更加深远。与此同时，随着数据要素相关政策文件推动数据要素市场深化改革，我国数据要素市场规模进入高速增长阶段。根据国家工业信息安全发展研究中心测算，2025年将突破1749亿元，“十四五”期间我国数据要素市场规模复合增速将达到26.3%，整体上进入高速发展阶段。

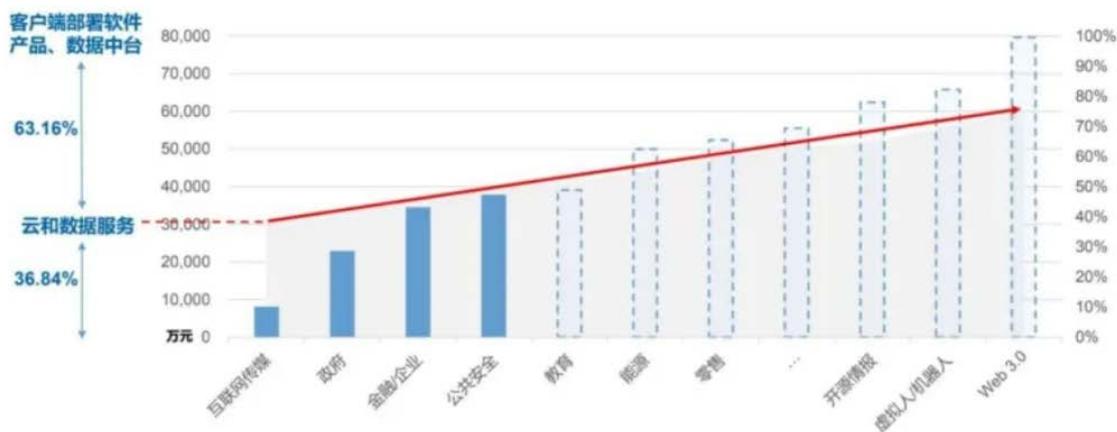
图表29：我国数据要素市场规模及预测（亿元）



资料来源：拓尔思数据要素白皮书，中邮证券研究所

公司有望成为国内另类数据服务龙头，加速数据要素价值释放。公司采集的是网络公开数据，包括网页、新闻、公开数据、社交数据、百科等，已实现从数据采集、存储到数据的加工处理，是另类数据市场上的轻处理数据提供者参与者。此外，另类数据本质上是在投资决策、发展战略决策、趋势预测、风险预警等方面，追求极致的量化理念。展望未来，另类数据有望成为地方政府、头部投资机构信息优势的重要来源，在应用范围、应用深度和应用频率上持续、显著提升。公司在全面加速数据+云服务转型的战略指导下，将迎来更多的数据产品创新，拓展更多的市场机会。

图表30：拓尔思云和数据业务增长曲线



资料来源：拓尔思数据要素白皮书，中邮证券研究所

5.2 推出“1+1=N”新商业模式

随着数据要素市场发展和改革不断深入，我国数据要素市场进入蓬勃发展阶段，市场规模将破千亿，而拓尔思也将迎来数据要素业务高速增长黄金发展期。拓尔思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。

图表31：我国数据要素市场培育的顶层机制建设



资料来源：拓尔思数据要素白皮书，中邮证券研究所

“1+1”是指一个大数据底座和一个人工智能技术平台。“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平台，面向优势行业的业务应用。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。这种模式充分体现了拓尔思的数据要素具有可复制性强，迭代速度快、复用价值高以及无限供给等特点，实现了统一数据在产品化方面的裂变增长。

图表32：拓尔思数据要素商业模式：“1+1=N”



资料来源：拓尔思数据要素白皮书，中邮证券研究所

公司不断深化和数交所的合作。早在 2023 年 4 月，拓尔思旗下两款产品数星智能风控大数据平台、数家资讯大数据云服务平台就已经入驻深圳数据交易所、北京国际大数据交易所及上海数据交易所。2023 年 9 月 21 日，拓尔思与上海数据交易所签署战略合作协议，在数据资产登记与入表、共建共创数据产品库、数据加工处理服务与数据治理服务等方面深化战略合作。同年 12 月，公司先后与浙江大数据交易中心、贵阳大数据交易所分别签署战略合作协议。

6 盈利预测及投资评级

6.1 关键假设

(1) 营业收入：公司在手订单充足，截至 2023 年末，公司在手订单金额为 54,290.74 万元，较 2022 年末增加 1,448.05 万元，未来公司政府客户和新增订单量有望进一步增长。预计 2024-2026 年营业收入增速为 36.17%/27.55%/20.90%。

(2) 毛利率：2021-2022 年毛利率分别为 63.71%、68.37%，基于现有头部用户的成功案例与标杆示范，公司将加大各行业/区域的生态网络建设，制定灵活的合作模式和数据服务模式，随着公司语料包、标准化产品的销售，预测未来三年毛利率继续提升，维持在 69%-71%之间，预计 2024-2026 年毛利率为 69.59%/70.39%/70.84%。

6.2 投资建议

预计公司 2024-2026 年的 EPS 分别为 0.29、0.40、0.50 元，当前股价对应的 PE 分别为 49.05、35.57、28.83 倍。公司在人工智能、大数据、数据安全等领域处于领先地位，得益于 AIGC、数据要素等市场的快速发展，公司和各赛道的头部用户建立了长期良好的合作，用户黏性强，未来成长空间广阔，业绩有望增长，维持“买入”评级。

7 风险提示

技术落地不及预期；下游客户需求不及预期；政策推动存在波动性；市场竞争加剧等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	782	1064	1358	1641	营业收入	-13.8%	36.2%	27.6%	20.9%
营业成本	247	324	402	479	营业利润	-74.6%	595.9%	35.1%	21.5%
税金及附加	37	25	38	54	归属于母公司净利润	-71.4%	537.1%	37.9%	23.4%
销售费用	156	160	217	263	获利能力				
管理费用	203	203	242	295	毛利率	68.4%	69.6%	70.4%	70.8%
研发费用	147	160	176	205	净利率	4.7%	21.8%	23.6%	24.1%
财务费用	-1	1	1	1	ROE	1.1%	6.5%	8.2%	9.2%
资产减值损失	-9	-5	-5	-5	ROIC	0.8%	6.2%	7.7%	8.6%
营业利润	36	247	334	406	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	10.3%	12.7%	14.4%	15.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.48	3.17	3.20	3.39
利润总额	36	247	334	406	营运能力				
所得税	2	24	31	34	应收账款周转率	2.86	3.51	3.53	3.37
净利润	33	224	303	372	存货周转率	8.38	13.25	12.45	12.51
归母净利润	36	232	320	395	总资产周转率	0.20	0.27	0.31	0.34
每股收益(元)	0.05	0.29	0.40	0.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.05	0.29	0.40	0.50
货币资金	331	549	713	946	每股净资产	4.21	4.51	4.93	5.43
交易性金融资产	198	198	198	198	估值比率				
应收票据及应收账款	307	363	473	592	PE	312.53	49.05	35.57	28.83
预付款项	1	2	2	2	PB	3.40	3.17	2.91	2.64
存货	66	94	124	138	现金流量表				
流动资产合计	1257	1579	2022	2507	净利润	33	224	303	372
固定资产	661	661	661	661	折旧和摊销	150	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-131	25	-156	-156
无形资产	384	384	384	384	其他	-6	-10	-12	-17
非流动资产合计	2489	2530	2530	2530	经营活动现金流净额	46	239	136	199
资产总计	3746	4109	4552	5037	资本开支	-226	-36	8	6
短期借款	31	40	51	62	其他	14	10	9	17
应付票据及应付账款	183	207	270	327	投资活动现金流净额	-212	-26	18	23
其他流动负债	148	251	311	350	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	361	499	632	739	债务融资	14	9	10	11
其他	25	22	22	22	其他	-43	-3	0	0
非流动负债合计	25	22	22	22	筹资活动现金流净额	-29	5	10	11
负债合计	387	520	654	761	现金及现金等价物净增加额	-195	218	164	233
股本	795	795	795	795					
资本公积金	1161	1161	1161	1161					
未分配利润	1170	1373	1652	1994					
少数股东权益	7	-1	-18	-42					
其他	226	261	309	368					
所有者权益合计	3359	3589	3898	4276					
负债和所有者权益总计	3746	4109	4552	5037					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048