创新技术与企业服务研究中心

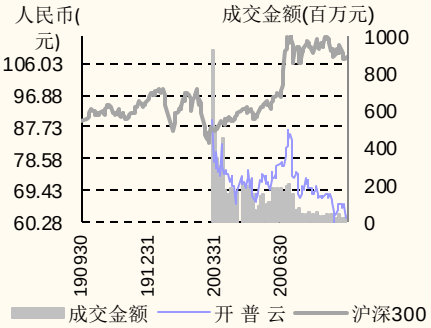
开普云 (688228.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：61.20 元
目标价格（人民币）：83.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.67
已上市流通 A 股(亿股)	.15
总市值(亿元)	41.09
年内股价最高最低(元)	68.93/60.57
沪深 300 指数	4582
上证指数	3218



领先的“互联网+政务”服务提供商

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	228	298	389	504	648
营业收入增长率	45.54%	30.71%	30.60%	29.52%	28.53%
归母净利润(百万元)	63	78	106	141	180
归母净利润增长率	74.84%	24.71%	35.40%	32.64%	28.22%
摊薄每股收益(元)	1.247	1.555	1.579	2.094	2.685
每股经营性现金流净额	1.10	0.89	1.76	1.55	2.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.75%	33.46%	8.56%	10.19%	11.56%
P/E	NA	NA	38.76	29.22	22.79
P/B	NA	NA	3.32	2.98	2.63

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内“互联网+政务”领域先行者，当前正处于快速发展期。**公司历经多年发展，在“互联网+政务”领域完成了基础技术积累和平台化转型并初步建立起围绕数字内容全生命周期管理的技术和产品体系。当前发展进入新阶段，营收、净利快速增长，2016-2019 营业收入 CAGR 达 41.5%，归母净利润 CAGR 达 65.2%。我们认为，公司未来成长的主要逻辑，一方面是持续深耕“互联网+政务”领域，不断提升产品竞争力、扩大市场份额；另一方面是将该领域多年沉淀复制到其它领域，尝试打开新的成长空间。
- **政策强力驱动，“互联网+政务”行业蓬勃发展。**“互联网+政务”是深化“放管服”改革的关键环节，“十三五”以来国家相继出台重磅政策引导行业发展。数据显示，我国“互联网+政务”行业 2015-2018 年实现了 CAGR 14.4%增长，当前规模达 3000 亿元以上。但置之全球来看，我国发展水平仍较为滞后，2018 年我国电子政务发展指数为 0.6811，行业尚有较大成长空间。当前，互联网政务服务门户、政务服务平台、融媒体以及政务大数据等是“互联网+政务”重点发展领域，公司在上述领域已建立起较为完善的技术、产品及服务体系，未来将充分受益行业发展。
- **公司市场地位领先、技术及产品服务体系相对完善、产品化能力突出，长期发展具备坚实基础。**我们认为公司具有三大竞争优势：1）深耕行业多年，在互联网内容服务平台、大数据多个细分领域市场地位领先；2）初步建立起相对完善的技术及产品服务体系，相关资源储备丰富；3）产品化能力突出、盈利能力较强，毛利率、现金回收能力等多项财务指标全行业领先。
- **募投项目：**本次募集资金将投资于互联网内容服务平台升级建设项目、大数据服务平台升级建设项目、研发中心升级建设项目。

盈利预测与估值

- 预计公司 2020-2022 年营收分别为 3.89、5.04 和 6.48 亿元，归母净利润分别为 1.06、1.41 和 1.80 亿元（YoY +35.40%、32.64%和 28.22%），对应 PE 为 38.76/29.22/22.79 倍，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 83.6 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 政策变动风险；大数据业务及新市场拓展不及预期；市场竞争加剧和区域相对集中；技术升级迭代风险；限售股解禁风险。

罗露 分析师 SAC 执业编号：S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

内容目录

1.开普云：领先的“互联网+政务”服务提供商 4
2.数字内容管理重要性日渐突出，“互联网+政务”领域蓬勃发展 7
2.1 互联网发展深化，数字内容管理行业备受瞩目 7
2.2 政策强力驱动“互联网+政务”发展，行业成长空间广阔 8
2.2.1 互联网政务服务门户：政策高度重视，集约化建设将迎快速发展期 9
2.2.2 政务服务平台：一体化发展是未来趋势 10
2.2.3 融媒体：国家级战略重点建设方向，发展空间巨大 11
2.2.4 政务大数据：数字政府建设打开行业成长新空间 12
3.市场地位领先、技术体系完善、产品化能力突出，长期发展具备良好基础 14
3.1 优势一、深耕行业多年，市场地位领先 14
3.2 优势二、技术、产品及服务体系相对完善，资源储备丰富 15
3.3 优势三、产品化能力突出，盈利能力较强 17
4.募投项目有望提升公司产品竞争力、吸引更多人才加入 19
5.盈利预测及投资建议 20
6.风险提示 23
附录 财务分析 24

图表目录

图表 1：公司发展历程大致分为三个阶段 4
图表 2：公司分客户类型销售情况 5
图表 3：公司分区域销售情况 5
图表 4：公司收入结构拆分（2016-2019） 5
图表 5：公司毛利结构拆分（2016-2019） 5
图表 6：公司收入增长情况（2016-2020H1） 6
图表 7：公司归母净利润增长情况（2016-2020H1） 6
图表 8：公司各业务毛利率情况 6
图表 9：全球不同地区月度移动数据流量 2018-2022 CAGR 预测 7
图表 10：中国电子政务市场规模及增速 8
图表 11：中国电子政务市场结构 8
图表 12：“互联网+政务服务”平台架构 9
图表 13：互联网政务服务门户主要政策及相关要求 9
图表 14：政府网站总量逐年下降（单位：个） 10
图表 15：2017-2018 各行政级别政府网站数量均有所下降 10

图表 16：政务服务平台主要政策及相关要求.....11
图表 17：融媒体主要政策及相关要求.....12
图表 18：开普云政务大数据服务平台.....12
图表 19：全球大数据及商业智能分析市场分布.....13
图表 20：各行业大数据发展水平指数.....13
图表 21：报告期内公司服务的不同类型客户数量及占比.....15
图表 22：公司“6+2+X”技术及产品服务体系.....15
图表 23：公司六大核心技术主要情况梳理.....16
图表 24：公司与可比公司综合毛利率对比.....17
图表 25：公司与可比公司净利率对比.....17
图表 26：公司与可比公司人均创收对比（万元）.....17
图表 27：公司与可比公司人均创利对比（万元）.....17
图表 28：公司与可比公司年度经营活动现金流量净额/净利润对比.....18
图表 29：公司与可比公司研发支出占营业收入比例对比.....18
图表 30：公司募投项目（投资金额单位：万元）.....19
图表 31：公司营收预测.....20
图表 32：公司毛利率预测.....21
图表 33：可比公司 PE 估值情况.....21
图表 34：公司与可比公司业务情况对比.....21
图表 35：公司综合毛利率变动情况（2017-2020H1）.....24
图表 36：公司与可比公司应收账款周转率对比.....24
图表 37：公司与可比公司存货周转率对比.....24
图表 38：公司与可比公司平均预收账款/营业总收入对比.....25
图表 39：公司营业成本结构（2016-2019）.....25
图表 40：公司与可比公司销售费用率对比.....26
图表 41：公司与可比公司管理费用率对比.....26

1.开普云：领先的“互联网+政务”服务提供商

公司深耕数字内容管理和大数据领域多年。公司成立于 2000 年，致力于研发数字内容管理和大数据相关的核心技术，为全国各级党政机关、大中型企业、媒体单位提供互联网内容服务平台的建设、运维以及大数据服务，历经多年发展在多个领域尤其是政务服务领域构筑了自身核心竞争壁垒，是国内领先的互联网内容服务平台和大数据服务提供商。

公司已初步完成基础技术积累和平台化转型，当前处于新一轮发展周期。公司自成立至今，发展历程大致分为三个阶段：1）2008 年以前，公司处于基础技术积累阶段。在这一阶段，公司主要从事非结构化数据管理相关的技术研究及储备工作，在政企数字服务领域，以华南区域地级市以下客户和中小企业为主，完成了首轮定制项目的开发服务，初步沉淀下来了产品和行业应用解决方案；2）2008 年至 2014 年，公司处于平台化阶段。在这一阶段，公司将积累的技术和产品逐步整合成统一的内容管理平台，重点打造产品的成熟度和竞争力，逐步开发了中央部委和大型企业等高端客户，在政务内容管理领域树立了挑战者的市场地位；3）2015 年起，公司开始积极向平台智能化和大数据服务化转型，着重布局云计算、大数据和人工智能三个方向，成功研发了基于上述技术的新一代产品和服务，并初步建立辐射全国的业务网络布局，公司发展开始加速。

图表 1：公司发展历程大致分为三个阶段



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司已构建了较为完善的产品和服务矩阵。公司基于 6 大核心技术搭建了两大核心业务支撑平台，并在此基础上形成了覆盖互联网内容服务平台的建设、运营和运维的全生命周期的产品和服务体系。具体来看：

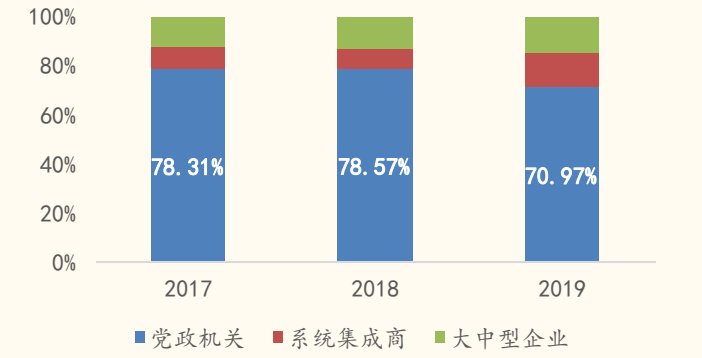
- **互联网内容服务平台：“互联网+”时代政府和企业数字化转型升级的基础支撑软件系统。**功能是协助客户有效管理内外部的数字内容资源，实现信息和服务向互联网、移动互联网等各类终端的发布与迁移。基于该平台提供的主要产品和服务包括**互联网智慧门户、政务服务平台以及融媒体平台。**
- **大数据服务：数据采集和智能分析。**功能是为客户提供网站监测、内容安全和智能搜索等 SaaS 运营服务。基于该平台提供的产品和服务包括**云检测、内容安全、政务新媒体监测、云搜索及其它。**
- **运维保障服务：为互联网内容服务平台提供运行保障支撑服务。**

系统建设费+云服务费+运维服务费为主要盈利模式。对于互联网内容服务平台建设，公司基于自主研发的平台软件，为不同应用场景提供个性化功能定制和现场实施等服务。公司根据平台软件、定制功能开发工作量、实施工作量等服务内容确定收费金额，并在验收完成后确认收入。对于大数据服务，公司为客

户提供通过互联网开通账号即可使用的 SaaS 服务，并根据服务内容和服务期限收取相应服务费用，同时也提供抽查等按次收取服务费用的模式。对于运维服务，公司为互联网内容服务平台的解决方案，提供系统稳定安全运行的保障支撑服务，按服务内容、服务期限向客户收取相应服务费用。

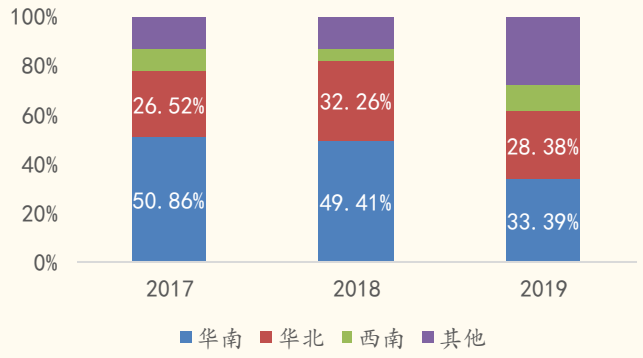
党政机关是最主要客户，收入分布具有明显区域性特征。公司主要以直销的模式向党政机关、大中型企业（以大中型国企为主）和媒体单位提供互联网内容服务平台的建设、运维以及大数据服务，少量业务直接客户为系统集成商但最终用户仍为党政机关等。近三年，公司直接来自于党政机关的收入占比维持在80%左右。从区域分布上看，由于公司在华南和华北区域的市场耕耘较久，报告期内上述区域成为公司收入贡献的主要来源，2019 年收入占比达 61.77%。分业务来看，大数据业务由于采用 SaaS 模式，区域壁垒相对较低，收入的区域集中度低于互联网内容服务平台建设业务。预计随着品牌影响力的扩大以及大数据业务的拓展，公司在其他区域的收入贡献占比将逐渐提升，收入的稳定性将更有保证。

图表 2：公司分客户类型销售情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

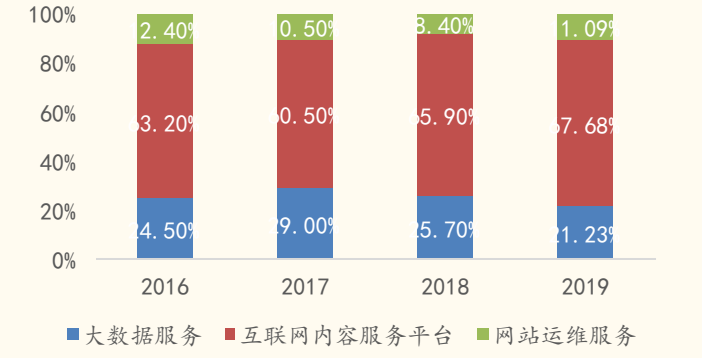
图表 3：公司分区域销售情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

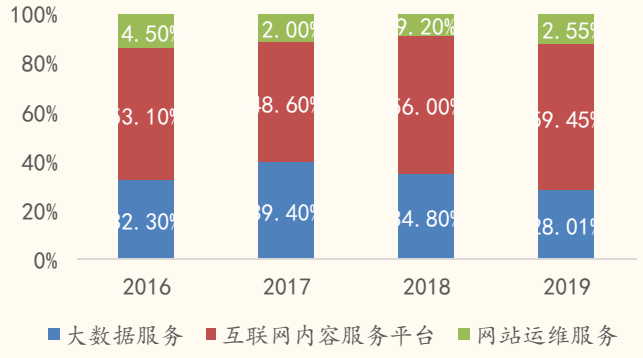
互联网内容服务平台和大数据服务是公司主要盈利来源。拆分收入结构来看，近几年互联网内容服务平台和大数据服务平台业务合计收入维持在 90%左右。拆分毛利结构来看，由于运维服务毛利略高，互联网内容服务平台和大数据服务平台业务合计毛利占比略低于收入占比。

图表 4：公司收入结构拆分（2016-2019）



来源：wind，国金证券研究所

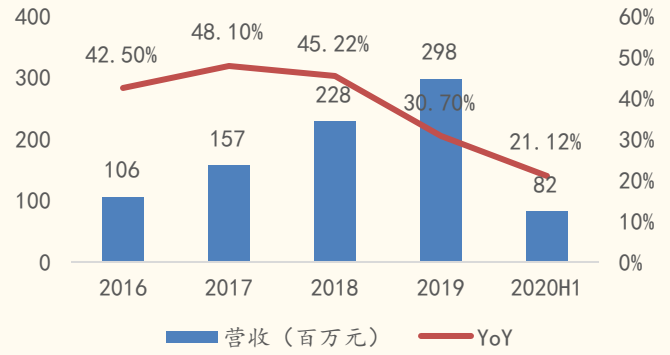
图表 5：公司毛利结构拆分（2016-2019）



来源：wind，国金证券研究所

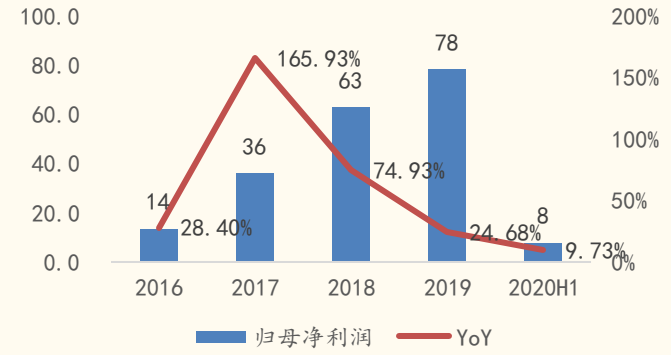
2016 年以来收入及盈利快速增长。2015 年起公司发展加快，营收、净利快速增长，2016-2019 营业收入 CAGR 达 41.5%，归母净利润 CAGR 达 65.2%。20H1 公司营业收入同比增长 21.45%，归母净利润增长 9.73%，公司整体经营情况受疫情影响不大。另公司收入存在明显季节性，一般而言收入确认和回款集中在下半年，上半年在全年营收中的占比较低（2019 年 H1 营收在全年营收中的占比仅 22.6%）。

图表 6：公司收入增长情况（2016-2020H1）



来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

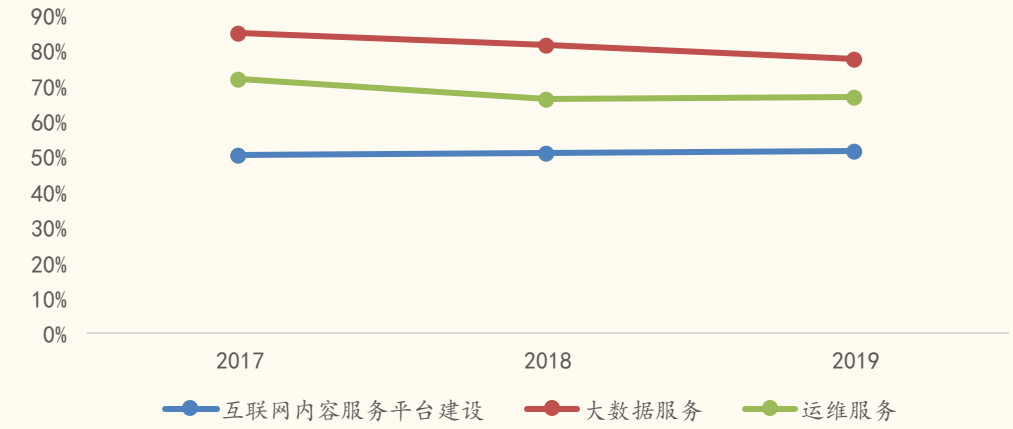
图表 7：公司归母净利润增长情况（2016-2020H1）



来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

大数据 SaaS 服务布局领先，已建立起一定的市场进入壁垒。公司在政务大数据行业整体尚处于起步阶段时，便战略性地对新一代的云计算、大数据和人工智能等技术进行持续研发投入，推出政府网站云监测、内容安全和云搜索等 SaaS 服务。相比同行业竞争者，公司不但成功摸索出政务大数据的商业模式，实现盈利且持续增长，而且积累了一定规模的客户，建立了一定的市场进入壁垒。跟传统软件和运维服务相比，大数据 SaaS 服务毛利率较高，有效提升了公司的盈利能力。

图表 8：公司各业务毛利率情况



来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

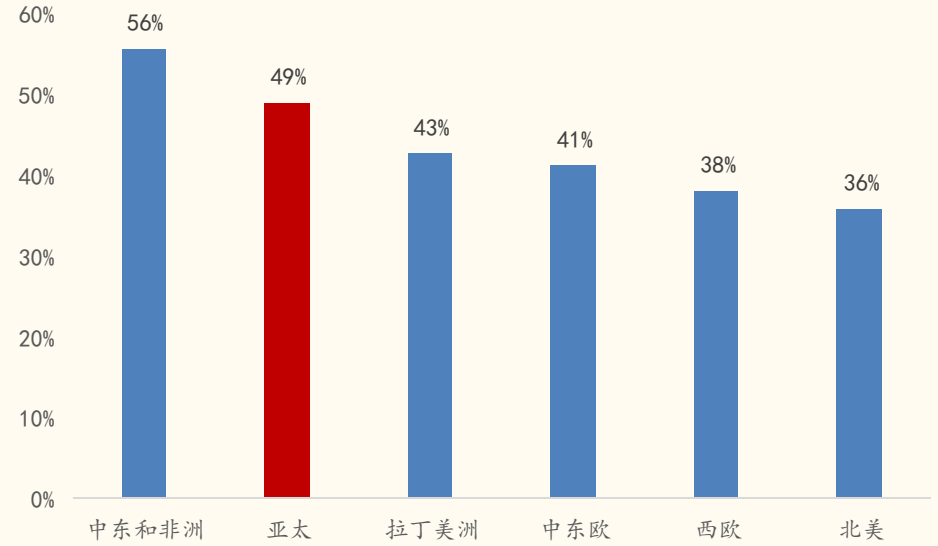
2.数字内容管理重要性日渐突出，“互联网+政务”领域蓬勃发展

公司所属行业：公司技术和产品紧密围绕着数字内容的采集、分析、存储和应用的全生命周期管理。因此，公司产品属于软件行业中的数字内容管理软件。数字内容管理融合了云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术，在政府机构、大中型企业、新闻媒体等各类组织中得到了广泛的应用，形成了“互联网+政务”等新产业、新业态、新模式。公司目前主要深耕于政务服务市场，并将企业和媒体内容管理市场作为未来主要的拓展方向之一 。

2.1 互联网发展深化，数字内容管理行业备受瞩目

互联网数据量快速增长，数字内容管理重要性日渐突出。伴随互联网、移动互联网向纵深发展，全球网络数据总量快速增加。以移动数据流量为例，根据思科，2018-2022 五年全球移动数据总量将以 46.4%的年均复合增速爆炸式增长，其中以中国为代表的亚太地区整体增速位于全球前列。根据工业和信息化部副部长陈肇雄在“2018 中国国际大数据产业博览会”的发言，我国海量数据快速增长，数据量年均增速超过 50%，预计到 2020 年中国数据总量全球占比将达到 20%，成为数据量最大、数据类型最丰富的国家之一。在此背景下，数字内容管理的重要性和必要性日渐突出。

图表 9：全球不同地区月度移动数据流量 2018-2022 CAGR 预测



来源：思科，国金证券研究所

非结构化数据暴增，数字内容管理面临挑战。根据《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年 12 月，全国网民规模 8.29 亿，手机网民规模 8.17 亿；网站数量 523 万个，网页数量为 2,816 亿个，移动应用程序（APP）在架数量 449 万款；此外，互联网应用层出不穷，短视频、网络直播、网络视频等形态迅速发展。在全民皆数字内容创造者的时代，非结构化数据增速远超结构化数据增速，Gartner 预测到 2024 年非结构化数据的数量比 2019 年增加两倍。非结构化数据由于种类多样且数量规模更大，超越了单个业务或部门的应用管理，需要由能够集成网页内容管理、文档管理、影像管理、记录管理、协作管理、知识管理、门户等为一体的数字内容管理平台进行有效管理，并且要求平台具备高性能、高可靠性和可扩展性，因此对政府、企业等主体的数字内容管理提出了新的要求。

非结构化数字内容管理领域国内厂商有望引领行业发展。在结构化数字内容管理领域，如 ERP、CRM 等，国内厂商（如用友、金蝶等）较早实现了技术的自主可控，但由于海外巨头具备先发优势，目前高端市场仍长期被其占据。而非结构化数字内容管理领域，海内外发展基本同步，除 BAT 等互联网巨头外，以拓尔思、开普云、华策辉弘等为代表的厂商在海量异构数据处理技术方面跟海外巨头逐步看齐，未来有望在政策扶持与技术进步双重驱动下实现反超，从而引领行业发展。

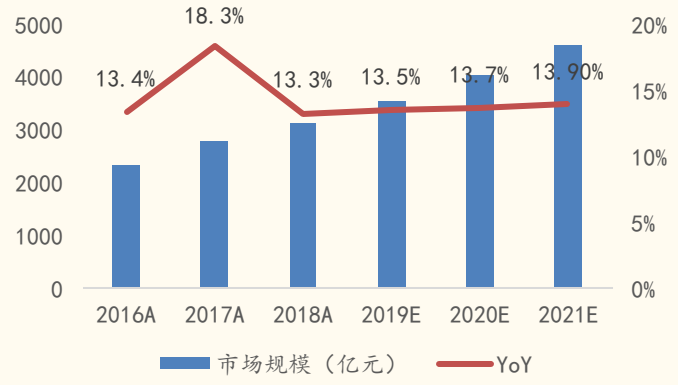
数字内容管理技术发展趋势：1）向云服务模式发展；2）与大数据技术融合，具备海量数据处理能力；3）结合人工智能技术，提升数字内容的智能化处理能力；4）与新媒体平台融合发展。

2.2 政策强力驱动“互联网+政务”发展，行业成长空间广阔

数字内容管理在党政机关得到广泛应用，“互联网+政务”蓬勃发展。“互联网+政务”是以信息化的手段打破政府部门间和部门内部的信息孤岛和数据烟囱，重塑、优化业务流程和组织体系，打造更加透明、高效的服务型政府，是深化“放管服”改革的关键环节，是推进国家治理体系和治理能力现代化的战略支撑。**根据 CNNIC，截至 2018 年 12 月我国在线政务服务用户规模达 3.94 亿，占整体网民的 47.5%。**

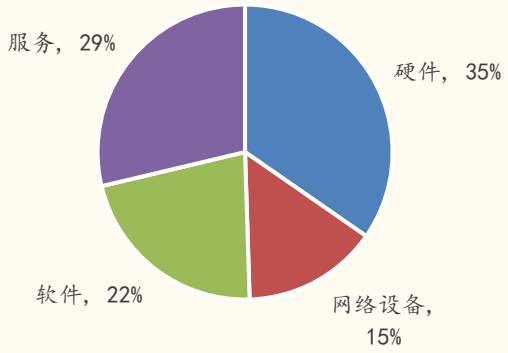
“互联网+政务”市场成长空间广阔，预计软件与服务占比将提升。数据显示，2018 年中国电子政务市场规模达 3,000 亿元以上。根据《2018 年联合国电子政务调查报告》，2018 年我国电子政务发展指数为 0.6811，全球排名第 65 位，处于中等偏上的位置，未来发展仍有较大的上升空间。我们认为，政策驱动下，伴随数字政府、智慧政府建设的推进，电子政务市场发展有望加速，未来 2-3 年将维持 13.5%以上的增长。从结构上看，根据新思界，我国电子政务市场结构主要由硬件、服务、软件、网络设备四大块组成，市场份额占比分别为 35%、29%、22%和 15%，整体上硬件设备与软件服务各占一半。参考国外较为成熟的市场，软件服务占比未来将有望提升至 70%以上，软件服务提供商有望享受更多行业成长红利。

图表 10：中国电子政务市场规模及增速



来源：中商产业研究院，分析师预测，国金证券研究所

图表 11：中国电子政务市场结构



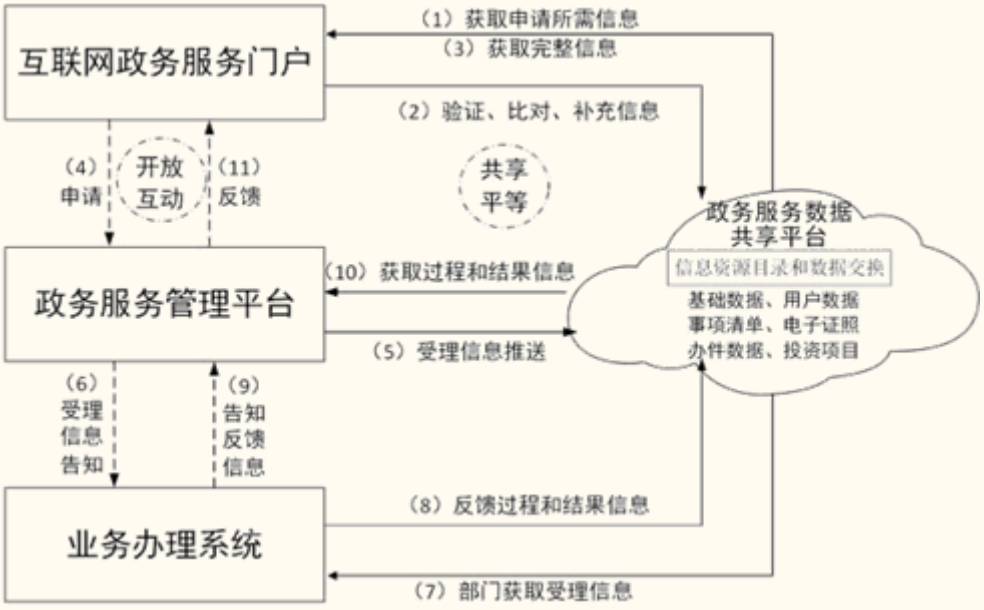
来源：新思界《2018-2022 年电子政务行业风险投资态势及投融资策略指引报告》，国金证券研究所

政策是“互联网+政务”核心驱动力。推进“互联网+政务服务”工作是党中央、国务院作出的重大决策部署，是深化简政放权、放管结合、优化服务改革的关键之举。“十三五”以来，党中央、国务院高度重视“互联网+政务服务”体系建设，先后出台《国务院关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》、《推进“互联网+政务服务”开展信息惠民试点的实施方案》、《国务院办公厅关于印发“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》、《关于进一步深化“互联网+政务服务”推进政府服务“一网、一门、一次”改革实施方案》等系列重磅文件，直接推动了“互联网+政务”行业的快速发展。根据国务院办公厅印发的《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》要求，“互联网+政务服务”的总体建设目标是“2020 年底前，建成覆盖全国的整体联动、部门协同、省级统筹、一网办理的“互联网+政务服务”技术和服务体系，实现政务服务的标准化、精准化、便捷化、平台化、协同化，政务服务流程显著优化，服务形式更加多元，服务渠道更为畅通，群众办事满意度显著提升。”

“互联网+政务”建设的主要载体：互联网政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理系统和政务服务数据共享平台。根据《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》，“互联网+政务服务”平台主要由互联网政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理系统和政务服务数据共享平台四部分构成，平台各组成部分之间需实现数据互联互通。从层级上看，“互联网+政务服务”平台由国家级平台、省级平台、地市级平台三个层级组成，各级政府门户网站要整合本地区政务服

务资源和数据，形成以中央政府门户网站为全国政务服务总门户，省、市政府门户网站为其政务服务总平台的格局。

图表 12：“互联网+政务服务”平台架构



来源：《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》，国金证券研究所

2.2.1 互联网政务服务门户：政策高度重视，集约化建设将迎快速发展期

政务智慧门户主要是指党政机关的门户网站和“两微一端”等新媒体平台。我国政府高度重视政府网站和新媒体平台的建设，先后颁发系列政策文件规范并持续推动其健康发展。

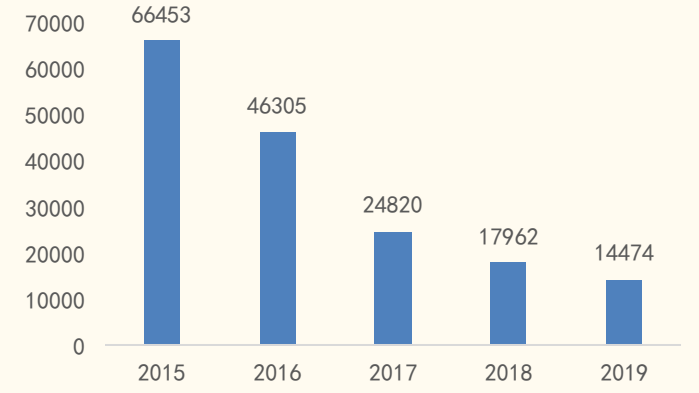
图表 13：互联网政务服务门户主要政策及相关要求

时间	颁布单位	政策名称	核心内容
2018	国务院办公厅	《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》	**目标是到 2022 年，建成以中国政府网政务新媒体为龙头，整体协同、响应迅速的政务新媒体矩阵体系**，全面提升政务新媒体传播力、引导力、影响力、公信力，打造一批优质精品账号，建设更加权威的信息发布和解读回应平台、更加便捷的政民互动和办事服务平台，形成全国政务新媒体规范发展、创新发展、融合发展新格局
2018	国务院办公厅	《政府网站集约化试点工作方案》	**确定北京、湖南等 10 省 1 市作为集约化试点地区**；要求针对政府网站存在的建设分散、数据不通、使用不便等突出问题，**建设基于统一信息资源库的政府网站集约化平台**，以信息资源共享共用带动试点地区政府网站整体服务水平的提升；要求坚持创新驱动，积极运用大数据、云计算、人工智能等技术，探索构建互联融通的平台架构，支撑新技术、新应用、新功能的无缝对接
2017	国务院办公厅	《政府网站发展指引》	明确了政府网站的管理职责、开设和整合的流程规范、应该具备的功能，要求提高安全防护水平；**认为集约化是解决政府网站“信息孤岛”、“数据烟囱”等问题的有效途径**，要通过统一标准体系、统一技术平台、统一安全防护、统一运维监管，集中管理信息数据，集中提供内容服务，实现政府网站资源优化融合、平台整合安全、数据互认共享、管理统筹规范、服务便捷高效

来源：政府官网，公司招股说明书，国金证券研究所

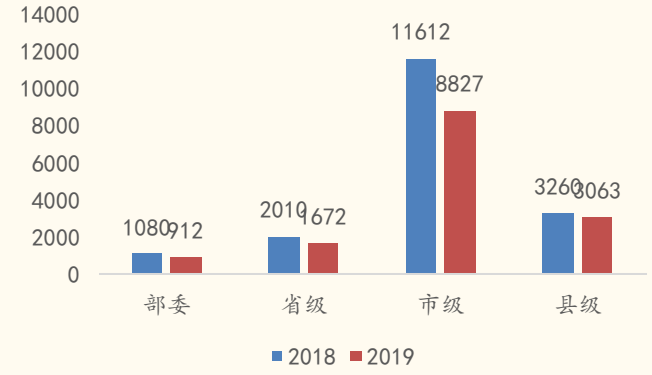
2018 年 11 月，国务院办公厅印发《政府网站集约化试点工作方案》，针对政府网站存在的建设分散、数据不通、使用不便等突出问题，要求建设基于统一信息资源库的政府网站集约化平台，以信息资源共享共用带动试点地区政府网站整体服务水平的提升。根据 CNNIC，截至 2018 年 12 月，我国共有政府网站 17,962 个，其中部级行政单位共有政府网站 1,080 个，省级及以下行政单位共有政府网站 16,882 个。2018 年，各级政府积极组织本地区政府网站集约化建设，省级及以下行政单位政府网站较 2017 年底缩减 24.6%，各级政府进一步贯彻落实中央部署，适应互联网发展变化，推进政府网站集约共享。

图表 14：政府网站总量逐年下降（单位：个）



来源：CNNIC《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所（注：CNNIC 援引开普云提供的数据）

图表 15：2017-2018 各行政级别政府网站数量均有所下降



来源：CNNIC《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所（注：CNNIC 援引开普云提供的数据）

根据《政府网站集约化试点工作方案》（国办函〔2018〕71 号），在 2019 年 12 月底前，10 省 1 市的试点地区要完成政府网站集约化工作，实现本地区各级各类政府网站资源优化融合、平台整合安全、数据互认共享、管理统筹规范、服务便捷高效。在形成试点总结经验后，政府网站及新媒体集约化将向全国其他地区全面推广，并在未来几年迎来建设的快速发展期。

2.2.2 政务服务平台：一体化发展是未来趋势

政务服务平台是为社会公众提供的包括政务服务网、实体大厅、移动终端等线上线下渠道相融合的办事服务体系。一体化政务服务平台主要由政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理系统和政务服务数据共享平台四部分构成。

近年来，我国政府为着力解决基层群众“办证多、办事难”问题，先后颁布系列政策推动政务服务平台向一体化发展。

图表 16：政务服务平台主要政策及相关要求

时间	颁布单位	政策名称	核心内容
2018	国务院	《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	明确全国一体化在线政务服务平台由国家政务服务平台、国务院有关部门政务服务平台（业务办理系统）和各地区政务服务平台组成；要求推进**政务服务一体化**，推动实现政务服务事项全国标准统一、全流程网上办理；要求推进**公共支撑一体化**，促进政务服务跨地区、跨部门、跨层级数据共享和业务协同
2018	国务院办公厅	《关于进一步深化“互联网+政务服务”推进政府服务“一网、一门、一次”改革实施方案》	加强政务信息资源跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务互联互通和协同共享，推动企业和群众办事线上“一网通办”（**一网**），线下“只进一扇门”（**一门**），现场办理“最多跑一次”（**一次**）
2016	国务院办公厅	“互联网+政务服务”技术体系建设指南	明确了“互联网+政务服务”总体技术架构，逻辑上主要由**互联网政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理系统和政务服务数据共享平台**四部分构成
2016	国务院办公厅	《推进“互联网+政务服务”开展信息惠民试点实施方案》	在试点地区实现“**一号一窗一网**”目标

来源：政府官网，公司招股说明书，国金证券研究所

根据《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》（国发〔2018〕27 号）的目标，**在 2022 年底前，以国家政务服务平台为总枢纽的全国一体化在线政务服务平台将更加完善，全国范围内政务服务事项基本做到标准统一、整体联动、业务协同，政务服务事项全部纳入平台办理，全面实现“一网通办”**。

2.2.3 融媒体：国家级战略重点建设方向，发展空间巨大

“融媒体”是充分利用媒介载体，把广播、电视、报纸、网络等既有共同点，又存在互补性的不同媒体，在内容、渠道、人员、宣传等方面进行全面整合，实现“资源通融、内容兼融、宣传互融、利益共融”的新型媒体平台。党和国家将融媒体发展作为意识形态领域的国家战略，颁布了系列政策予以指导和推动。

图表 17：融媒体主要政策及相关要求

时间	颁布单位	政策/会议名称	核心内容
2018	国家广电总局	《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》	**省级技术平台应为县级融媒体中心开展媒体服务类、党建服务类、政务服务类、公共服务类、增值服务类等业务提供支撑**，支持县级融媒体中心在内容、渠道、平台、管理、运营等方面的深入融合
2018	中共中央宣传部、国家广播电视总局	《县级融媒体中心建设规范》	应按照**移动优先**的原则，利用移动传播技术，形成渠道丰富、覆盖广泛、传播有效、可管可控的移动传播矩阵；应按照“**媒体+**”的理念，从单纯的新闻宣传向公共服务领域拓展，增强互动性，从单向传播向多元互动传播延伸；应开展综合服务业务，面向用户提供政务服务、生活服务、社交传播、教育培训等服务
2018	中央全面深化改革委员会第五次会议	《关于加强县级融媒体中心建设的意见》	**组建县级融媒体中心**，有利于整合县级媒体资源、巩固壮大主流思想舆论
2018	中宣部	中宣部县级融媒体中心建设现场推进会	**要求 2020 年底基本实现在全国的全覆盖**，2018 年先行启动 600 个县级融媒体中心建设

来源：招股说明书，政府官网，国金证券研究所

目前，从中央级媒体到县市级媒体，都已经相继开展融媒体建设或调研准备工作，各级党政机关也着手打造融媒体宣传平台。融媒体建设正处在起步期，未来发展空间巨大。

2.2.4 政务大数据：数字政府建设打开行业成长新空间

政务领域的大数据应用主要着眼于提升政府治理能力，重点推进政府数据本身的开放共享，将各级政府平台与社会多方数据平台互联与共享。近年来，政府在网站和新媒体的内容监测及智能搜索、网络空间治理、互联网全媒体内容监测等领域的需求日渐高涨，政务大数据服务应用进一步深化。

图表 18：开普云政务大数据服务平台



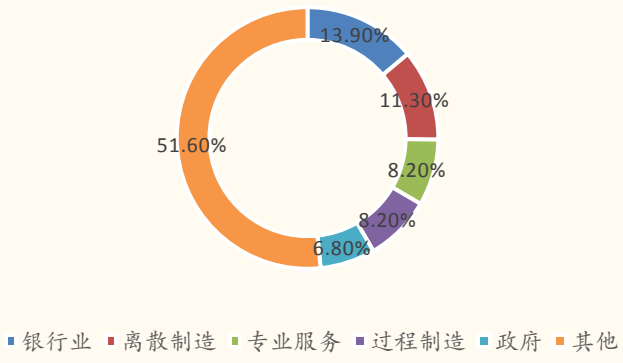
来源：公司官网，国金证券研究所

全球范围来看，根据 IDC，在大数据和商业分析领域，全球范围内政府部门细分市场的份额占比约 6.8%。在中国，根据《中国大数据发展调查报告（2017）》，大数据在政府领域的应用发展水平指数整体较为靠前，显示政务大数据具备良

好的应用基础。“数字中国”概念提出后，数字政府建设不断推进，数据作为数字政府建设的核心地位逐渐凸显。根据 IDC《中国数字政府大数据市场厂商份额、竞争格局与最佳实践，2018》报告，2012-2018 年国家相继出台了 30 余项关于全国大数据产业政策布局的政策或要求文件；从市场规模角度看，2018 年中国数字政府大数据市场总体规模较 2017 年提升了 31.2%，达到 47.44 亿元人民币。子市场中，大数据基础平台软件市场规模达到 15.63 亿元人民币，数据管理与治理的软件和服务市场达到 31.81 亿元人民币。

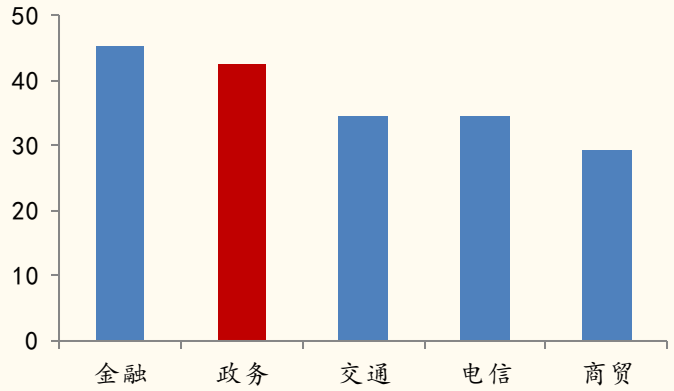
长远来看，政务大数据服务将协助政府由主观经验判断转向基于事实的科学决策，能够有效提升政府治理能力和现代化水平，具有广阔的发展前景。

图表 19：全球大数据及商业智能分析市场分布



来源：IDC，国金证券研究所

图表 20：各行业大数据发展水平指数



来源：《中国大数据发展调查报告（2017）》，国金证券研究所

3.市场地位领先、技术体系完善、产品化能力突出，长期发展具备良好基础

我们认为，公司未来成长的主要逻辑，一方面是持续深耕“互联网+政务”领域，不断提升产品竞争力、扩大市场份额；另一方面是将该领域多年沉淀复制到其它领域，尝试打开新的成长空间。

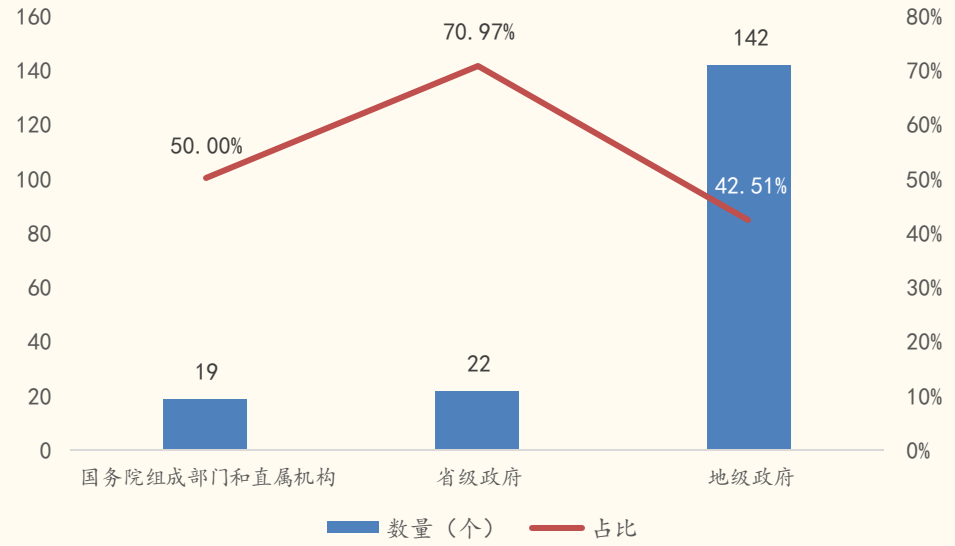
长期来看，公司发展具有三大优势支撑：

3.1 优势一、深耕行业多年，市场地位领先

公司历经多年发展，凭借在政务服务领域的先进技术水平、政务行业深厚的知识积累、政务大数据的先发优势和资源优势，塑造了自身的核心竞争能力，在互联网内容服务平台建设和大数据服务领域取得了较为领先的市场地位。根据公司公告，2016 年以来公司累计为 1,500 余家党政机关客户提供了服务，其中：

- 互联网内容服务平台建设业务为中共中央纪律检查委员会、最高人民检察院等党和国家机构，20%左右的省级政府、国务院组成部门和直属机构提供了服务：
  - 政务智慧门户领域，公司是政府网站集约化平台解决方案主要提供商之一，承担了北京市、海南省、四川省、湖南省、安徽省的省级政府网站集约化平台的建设，承担了 10 余个地级以上城市政府网站集约化平台的建设；企业智慧门户领域，公司承担了中国石油天然气集团有限公司、中国投资有限责任公司、中国神华能源股份有限公司等大型央企智慧门户的建设，成功实现了对大型跨国软件服务商如 Microsoft、Oracle、IBM 同类产品的国产化替代；
  - 政务服务领域，公司承担了最高人民检察院 12309 检务服务平台、广东省全程电子化商事登记管理系统、东莞市一体化政务服务平台等典型政务服务项目的建设，积累了较为丰富的经验；
  - 融媒体领域，公司承担了新华社的党政客户端全国服务平台之集群升级与扩展及服务体系子项、媒体资源聚合共享平台之“现场云”（现场新闻服务平台）子项的建设。
- 大数据服务业务为 60%以上的省级政府、40%以上的国务院组成部门和直属机构、40%以上的地级政府提供了服务。公司在政府网站内容监测领域市场占有率较高，2018 年全年为省级政府、国务院组成部门和直属机构、地级政府提供监测服务的比率分别为 61.29%、39.47%和 34.73%，而其他同类服务供应商较为分散。
- 运维服务为包括中共中央纪律检查委员会、国务院办公厅等重要机构在内的众多客户提供了服务。例如，公司自 2016 年为国务院办公厅建设升级中央人民政府门户网站后，持续至今为其提供全天候的驻场巡检、应急保障服务，有效保障了国家级政府门户的持续、稳定、安全运行。

图表 21：报告期内公司服务的不同类型客户数量及占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

3.2 优势二、技术、产品及服务体系相对完善，资源储备丰富

公司已初步建立起“6+2+X”的技术及产品服务体系。经过多年在数字内容管理和大数据服务技术领域的积累和沉淀，目前公司已经积累了涵盖数字内容采集、分析、存储和应用全生命周期管理的六大核心技术，尤其专注于运用自然语言处理（NLP）和深度学习（DL）技术对大规模文本内容进行实时处理和分析，开发出了互联网内容服务平台和大数据服务平台两大业务支撑平台，并基于上述平台形成了互联网智慧门户、政务服务平台、融媒体平台、云监测、内容安全、云搜索等产品及服务，初步构建了“6+2+X”的技术、平台和产品服务体系，为未来发展奠定了基础。

图表 22：公司“6+2+X”技术及产品服务体系



来源：招股说明书，国金证券研究所

技术层面，公司六大核心技术覆盖数字内容全生命周期管理，已成为具备国产替代能力的厂商之一。在长期发展过程中，公司积累了六大核心技术，技术水平在政务服务领域具有一定的先进性。公司从小型项目起步发展到在行业内树立了众多典型项目，目前已成为对大型跨国软件厂商具备替代能力的国内内容服务平台厂商之一。随着安全自主可控、国产化替代的发展趋势，公司有望在

电信、金融、能源等重要领域的内容服务市场占据优势地位。公司六大技术的关键技术点及在主营产品中的应用等如下：

图表 23：公司六大核心技术主要情况梳理

序号	核心技术	关键技术点	发明专利（项）	在主营业务中的应用	技术来源
1	大规模多形态高性能采集技术	1、分布式链接实时消重技术 2、海量网页文本实时消重技术 3、网页正文智能抽取技术 4、网页模板自动分类技术 5、静态、动态网页自适应采集技术 6、动态网页自动采集技术	4	1、大数据服务平台的云监测、内容安全、云搜索等产品 2、互联网内容服务平台的统一信息资源库产品	自主研发
2	基于平衡语料库的文本智能分析技术	1、平衡语料库自动构建技术 2、基于平衡语料库的新词、敏感规则自动发现以及关键词自动抽取技术	2	1、大数据服务平台的云监测、内容安全、云搜索等产品 2、互联网内容服务平台的统一信息资源库产品、内容管理系统等产品	自主研发
3	大规模互联网敏感信息实时监测技术	1、高效的文本敏感信息识别技术 2、基于局部上下文特征、依存关系与 BERT 验证的错别字监测技术 3、句子负面信息发现技术	1	1、大数据服务平台的云监测、内容安全、云搜索等产品 2、互联网内容服务平台的统一信息资源库产品、内容管理系统等产品	自主研发
4	政务领域智能搜索技术	1、政务领域通用词和特定网站关键词的融合技术 2、智能化检索技术	1	大数据服务平台云搜索产品	自主研发
5	集约化环境下数字内容全生命周期管理技术	1、基于动态网络环境自适应的海量数据资源汇集技术 2、基于多元模型自适应的一体化混合型存储技术 3、数字内容资源结构化提取、多终端同步及高性能发布技术 4、全生命周期的安全控制技术 5、基于微服务架构的弹性可伸缩平台和开放接口技术	2	互联网内容服务平台的内容管理系统、统一信息资源库等产品	自主研发
6	一体化在线政务服务平台的异构数据交换关键技术	1、基于版式智能文档的数据交换技术 2、多源异构数据交汇技术	3	互联网内容服务平台的统一信息资源库、公共服务等产品	自主研发

来源：招股说明书，国金证券研究所

渠道建设层面，公司已初步建立起辐射全国的销售和服务体系。公司销售模式主要以直销为主，少量业务会通过系统集成商开展。由于党政机关、大中型企业和媒体单位等下游客户对供应商的响应速度和服务能力要求较高，因此销售和服务体系对公司发展非常重要。截至目前，公司已在北京、广州、深圳、成都、扬州、南昌、拉萨等重点城市设立子公司或分公司，初步建立了以华南、华北、华东和西南区域为主，辐射全国的销售和服务体系，有效提高了客户响应速度和服务能力，增强了客户黏性，也为后续业务的拓展奠定了渠道基础。

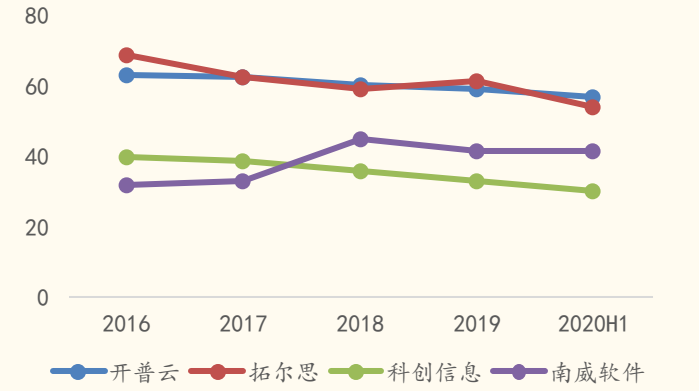
资源储备层面，高质量的政府网站大数据为公司未来发展提供了战略资源。根据招股说明书，公司自 2015 年开始持续对政府网站进行采集和监测，截至目前已经积累了有效网页链接超过 200 亿条，收录有效文章索引 30 亿篇，存储数据规模接近 500TB，形成了全面、准确和及时的政府网站内容数据。公司政府网站内容数据的全面性、准确性和及时性得到权威机构的认可，被 CNNIC 牵头组织撰写的《第 42 次中国互联网络发展状况统计报告》、《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》，清华大学发布的《2018 年中国政府网站绩效评估报告》所引用。此外，基于上述数据公司还能够进行全面的学习训练，为未来政务人工智能的发展奠定数据和技术基础。

3.3 优势三、产品化能力突出，盈利能力较强

我们认为将客户需求转化为高效、可用产品的能力是“互联网+政务”服务提供商的核心能力之一。从毛利率、研发支出占比等多项指标角度分析，我们认为公司的产品化能力及盈利能力在同行业中处于领先地位：

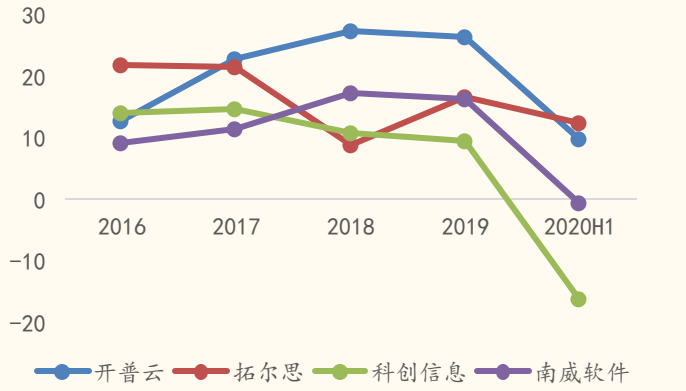
公司毛利率、净利率均高于可比公司平均水平。2016 年以来，公司毛利率和净利率逐年上升，且均保持高于可比公司平均水平。2016-20H1 年，公司毛利率水平略低于拓尔思，主要原因是拓尔思直接销售软件产品的比例更高；但公司毛利率高于科创信息和南威软件，主要原因为后两家公司收入中有较大比例低毛利率的系统集成业务。

图表 24：公司与可比公司综合毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

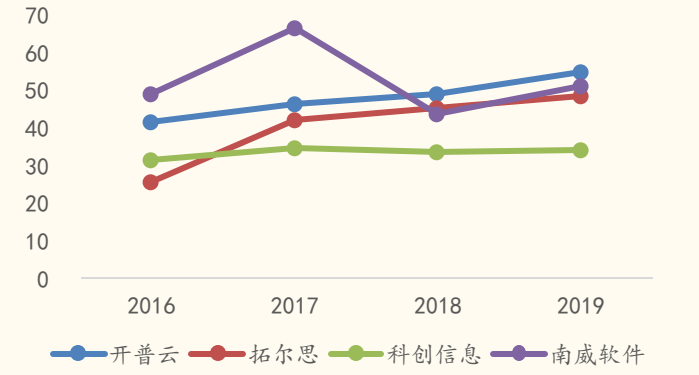
图表 25：公司与可比公司净利率对比



来源：wind，国金证券研究所

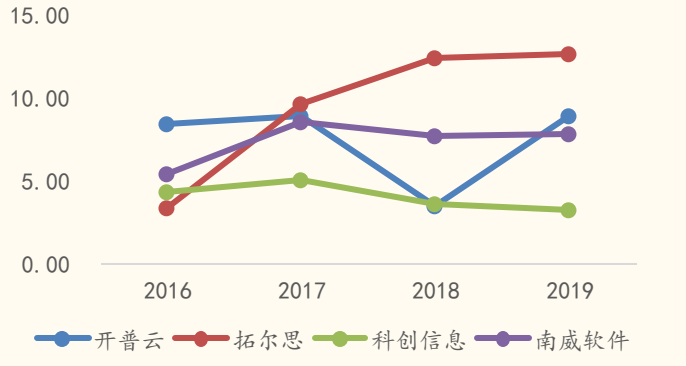
公司人均创收及人均创利快速增长，显示业务扩张能力较强。跟可比公司相比，公司人均创收处于中下游水平但人均创利处于中上游水平，且自 2016 年起公司人均创收及人均创利快速攀升，规模效应显现，显示公司业务扩张能力较强，间接说明公司产品化程度较高。

图表 26：公司与可比公司人均创收对比（万元）



来源：wind，国金证券研究所

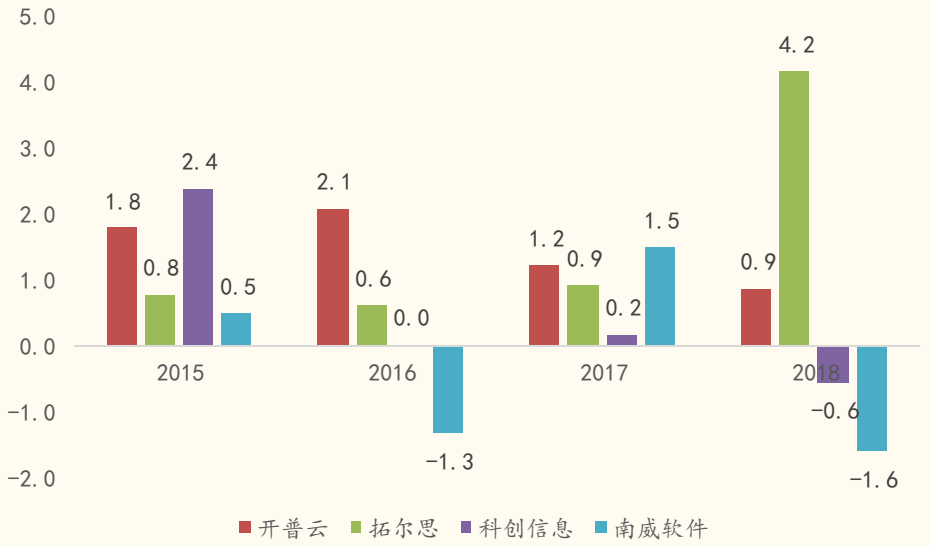
图表 27：公司与可比公司人均创利对比（万元）



来源：wind，国金证券研究所

从现金流角度，公司现金回收能力远超同行业可比公司。以年度经营活动现金流量净额/净利润为衡量指标，公司现金回收能力良好，远超拓尔思、科创信息，判断主要原因为：1）公司项目周期更短；2）业务结构差异，大数据服务的 SaaS 模式有助于公司回收现金。

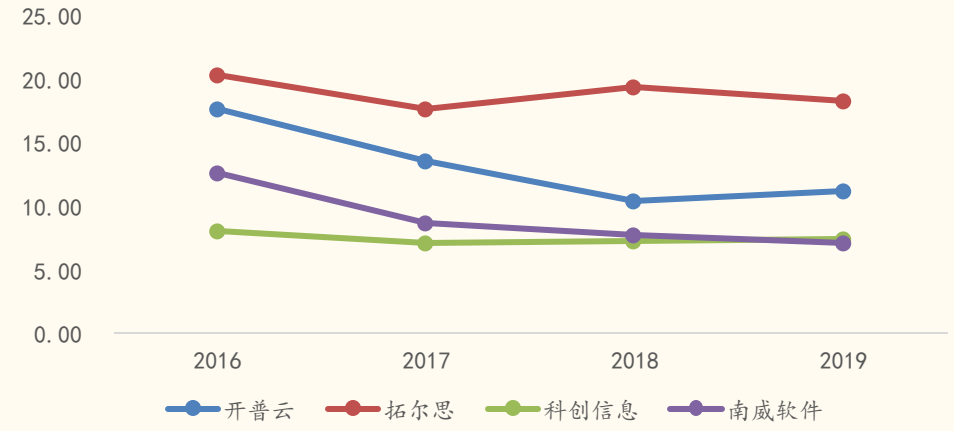
图表 28：公司与可比公司年度经营活动现金流量净额/净利润对比



来源：wind，相关公司公告，国金证券研究所（注：2018 年拓尔思经营活动产生的现金流量净额/净利润大增主要原因为报告期内公司成都子公司西部区域总部及大数据技术研发和运营服务基地项目配套商业取得房屋预售款及支付该预售房屋建设成本）

从研发支出角度，公司研发支出占营业收入比例高于可比公司平均水平。公司研发支出占比较高的主要原因为软件开发业务和 SaaS 业务相对产品化程度更高。公司研发支出占比略低于拓尔思，主要因为拓尔思研发内容更广、研发人员占比更高，研发投入较大。从研发费用率角度，公司显著高于可比公司，主要原因为公司将全部研发支出予以费用化，而部分可比公司予以资本化。

图表 29：公司与可比公司研发支出占营业收入比例对比



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所

4.募投项目有望提升公司产品竞争力、吸引更多人才加入

本次募集资金拟投资于互联网内容服务平台升级建设项目、大数据服务平台升级建设项目、研发中心升级建设项目。募集资金投资项目均围绕公司主营业务展开，符合公司发展战略。**募投项目情况概况如下：**

图表 30：公司募投项目（投资金额单位：万元）

序号	项目名称	建设期	项目投资总额	拟用募集资金投资额
1	互联网内容服务平台升级建设项目	24 个月	18,387.62	18,387.62
2	大数据服务平台升级建设项目	24 个月	20,368.10	20,368.10
3	研发中心升级建设项目	24 个月	7,376.94	7,376.94
合计			**46,132.66**	**46,132.66**

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司本次募集资金投资仍然专注于覆盖数字内容采集、存储、分析和应用全生命周期管理技术的研究开发，一方面以数据中台、技术中台和业务中台对平台架构进行重塑，开发新的或升级现有的应用软件产品、SaaS 服务，另一方面研发深度学习算法，提升大规模文本智能分析水平，并将分析扩展至图片和视频等内容。募集资金投资项目以现有核心技术为基础，主要投向基础技术研究和产品开发的科技创新领域，有助于提升公司技术水平，提高公司核心竞争能力。

5.盈利预测及投资建议

收入假设：在政策强力驱动下，“互联网+政务”行业将持续向好。公司一方面大力拓展华东、华中、西北等地区业务，另一方面持续进行技术、产品与服务升级，未来有望迎合同数与单合同价值同时增长的局面。整体上，从公司披露的报告期内财务数据来看，公司盈利能力突出，获取现金的能力较强，增长质量较高。分业务看：

互联网内容服务平台建设：集约化智慧门户和一体化政务服务平台建设全面推进，较之前政府网站和政务服务平台而言，当前建设内容更为全面，整合的数据和服务更为复杂，技术要求更高。报告期内公司 100 万以上的合同金额占比显著增加，单合同金额呈逐年上升趋势，2016 年-2019 年分别为 35.35、44.30、68.97 和 94.71 万元。我们预计 2020-2022 年互联网内容服务平台建设业务营业收入分别为 26,400、33,735 和 42,988 万元，同比增速分别为 30.9%、27.8%和 27.4%。

大数据服务：2016-2019 年公司大数据服务单合同金额分别为 4.56、4.85、4.42、4.79 万元，年度之间的数额差异主要来源于各等级政府客户数量占比的波动。综合考虑该业务起步较晚、客户需求有待挖掘、公司产品有待升级，预计未来大数据服务业务的单合同金额仍将保持上涨趋势。预计 2020-2022 年大数据服务营业收入分别为 8,160、10,800 和 14,100 万元，同比增速分别为 28.9%、32.4%和 30.6%。

运维服务：报告期内单运维项目金额逐年增加（2016-2019 分别为 6.78、8.20、8.27、8.71 和 13.07 万元），主要是因为近年来公司承接的互联网内容服务平台项目的平均规模增加，运维要求也相应提升，因此单位收费逐年升高。预计 2020-2022 年运维服务业务营业收入分别为 4,368、5,883 和 7,714 万元，同比增速分别为 32.1%、34.7%和 31.1%。

综上，我们预计 2020-2022 年公司分别实现营收 3.89、5.04 和 6.48 亿元，同比增速分别为 30.6%、29.5%和 28.5%。

图表 31：公司营收预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
互联网内容服务平台建设（万元）	6,680	9,480	15,035	20,173	26,400	33,735	42,988
YoY	*105.7%*	*41.9%*	*58.6%*	34.2%	30.9%	27.8%	27.4%
项目(个)	189	214	218	213	230	250	270
单项目金额（万元)	35.35	44.30	68.97	94.71	114.78	134.94	159.21
大数据服务（万元）	2,588	4,548	5,859	6,328	8,160	10,800	14,100
YoY		*75.7%*	*28.8%*	8.0%	28.9%	32.4%	30.6%
项目数量(个)	568	938	1325	1,322	1,400	1,600	1,800
单项目金额（万元)	4.56	4.85	4.42	4.79	5.83	6.75	7.83
运维服务（万元）	1,309	1,640	1,910	3,306	4,368	5,883	7,714
YoY	*-8.9%*	*25.3%*	*16.5%*	73.1%	32.1%	34.7%	31.1%
项目数量(个)	193	200	231	253	283	313	345
单项目金额（万元)	6.78	8.20	8.27	13.07	15.43	18.80	22.36
营收合计（万元）	10,577	15,668	22,803	29,807	38,928	50,418	64,802
YoY	*42.5%*	*48.1%*	*45.5%*	30.7%	30.6%	29.5%	28.5%

来源：招股说明书，分析师预测，国金证券研究所

毛利率假设：长期来看，随着产品化程度、业务规模的提升及项目管理经验的积累，公司毛利率有望提升。但短期来看，公司毛利率仍将受大项目类型、规模及复杂度等因素的影响。分业务来看：

互联网内容服务平台建设：2016-2019 年毛利率分别为 53.04%、50.54%、51.24%和 51.88%，波动主要受项目实施周期影响。我们认为，随着公司产品化程度提升以及项目管理经验的积累，未来公司项目研发效率将有所提高，该业务毛利率有望提升。我们预计 2020-2022 年毛利率分别为 52.50%、53.00%和 53.50%。

大数据服务：2016-2019 年毛利率分别为 83.31%、85.27%、81.78%和 77.91%，波动主要受业务规模及研发支出影响。我们认为，SaaS 模式下公司盈利能力较强，长期来看随着业务规模扩大毛利率有望进一步提升。但短期来看，该业务仍处于起步阶段，未来研发力度将进一步加大，毛利率将受一定拖累。预计 2020-2022 年该业务毛利率将有所下滑，分别为 76.50%、75.00%和 73.50%。

运维服务：2016-2019 年报告期内毛利率分别为 73.93%、72.05%、66.51%和 66.81%，波动主要受个别客户特殊要求导致的成本变动影响。我们预计 2020-2022 年该业务毛利率将基本维持稳定，分别为 66.00%、65.50%和 65.00%。

图表 32：公司毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
互联网内容服务平台建设	53.04%	50.54%	51.24%	51.88%	52.50%	53.00%	53.50%
大数据服务	83.31%	85.27%	81.78%	77.91%	76.50%	75.00%	73.50%
运维服务	73.93%	72.05%	66.51%	66.81%	66.00%	65.50%	65.00%
综合毛利率	63.03%	62.87%	60.37%	59.06%	59.05%	59.17%	59.22%

来源：wind，分析师预测，国金证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 3.89、5.04 和 6.48 亿元，归母净利润分别为 1.06、1.41 和 1.80 亿元（YoY +35.4%、32.64%和 28.22%），对应 EPS 分别为 1.579/2.09/2.69 元。

相对估值法。公司主要可比公司为拓尔思（300229.SZ）、科创信息（300730.SX）、太极股份（002368.SZ）以及南威软件（603636.SH）。截至 2020 年 9 月 29 日最新数据，剔除科创信息之后（暂无机构预测数据），剩余三家可比公司 2021 年平均预测市盈率为 24.26 倍，中位数为 22.91 倍。公司仍处在快速发展阶段（2017-2019 年净利润 CAGR 达 47.7%，远高于所有可比公司），竞争优势明显、市场地位领先，预测未来将长期保持高于行业平均的业绩增速。因此参照行业平均估值，给予公司 2021 年市盈率 40 倍，目标价为 83.6 元。

图表 33：可比公司 PE 估值情况

PE 序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE			2017-2019 净利润 3 年增长率
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
1	300229	拓尔思	10.49	0.31	0.40	0.51	32.52	25.44	19.86	12%
2	300730	科创信息	20.73	-	-	-				-5.8%
3	002368	太极股份	28.16	0.83	1.15	1.53	33.58	24.26	18.19	2.4%
4	603636	南威软件	12.10	0.51	0.64	0.78	23.94	19.02	15.50	14.6%
	中位数						32.52	24.26	18.19	
	平均数						30.01	22.91	17.85	
	688228	**开普云**	**64.66**	**1.58**	**2.09**	**2.69**	**38.76**	**29.22**	**22.79**	**47.7%**

来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：公司与可比公司业务情况对比

证券代码	公司名称	市场定位	与公司相同的业务	与公司不同的业务
300229.SZ	拓尔思	业务板块主要包括平台产品研发、行业应用系统解决方案和大数据云服务等，业务内容涵盖政府网站集约化平台、网络信息安全和互联网营销等领域	政府网站集约化平台、搜索系统、融媒体	网络信息安全、互联网营销

300730.SZ	科创信息	是国内智慧政务及智慧企业领域的信息化综合服务提供商，主要致力于为政企客户提供集软件开发、系统集成、IT 运维等于一体的信息化综合解决方案。智慧政务领域客户覆盖湖南、湖北、云南、河南等省各级党政机关及其下属国土、公安、财政、税务、环保、卫生、教育等政府部门	政务服务平台	系统集成，电子渠道、企业管理、生产检测等智慧企业系统的软件开发
002368.SZ	太极股份	是国内电子政务、智慧城市和重要行业信息化的领先企业。公司主营业务为面向党政、国防、公共安全、能源、交通等行业提供安全可靠信息系统建设和云计算、大数据等相关服务，涵盖信息基础设施、业务应用、云和大数据服务、网络信息安全等综合信息技术服务。近年来，随着业务转型，逐步形成了新的业务结构，主要包括：云服务、网络安全服务、智慧应用与服务和系统集成服务	政务服务平台	云服务、网络安全服务、行业智慧应用服务、系统集成服务
603636.SH	南威软件	是电子政务整体解决方案提供商，专注于政务信息化、党务信息化、军队信息化、公安信息化、智慧城市等领域的软件研发、系统集成和技术服务	政务服务平台	智慧城市、军队信息化、公安信息化等领域的软件开发、系统集成和技术服务

来源：招股说明书，国金证券研究所

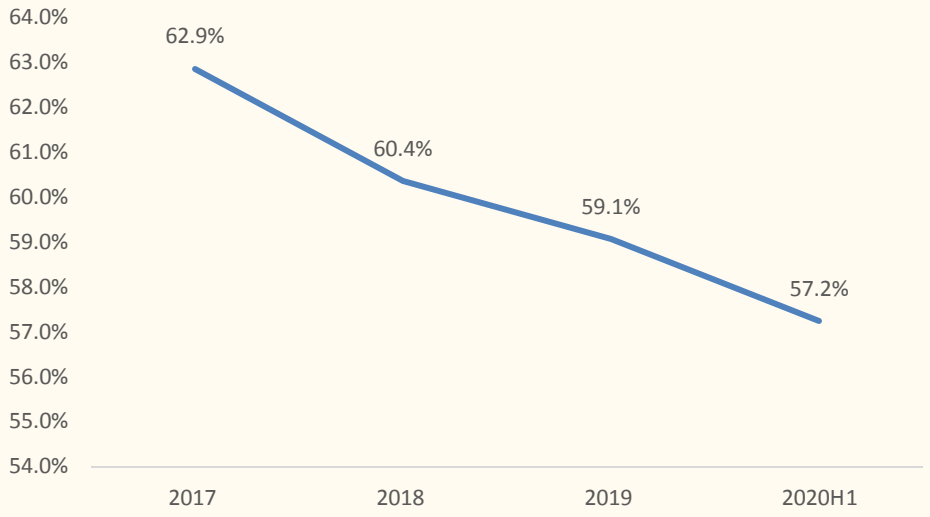
6.风险提示

- **政策变动风险：**公司主要客户为全国各级党政机关，业务发展受政府信息化建设目标和相关政策的影响。国家颁布了一系列政策和规划，大力推动“互联网+政务”的深入发展。公司业务布局与“互联网+政务”高度契合，经营发展迎来良好的市场机遇，并在报告期内实现了快速成长。如果未来政府信息化建设目标和相关政策发生重大变化，影响各级党政机关对“互联网+政务”的服务需求和预算投入，而公司未能及时调整业务布局，将对未来的经营发展造成不利影响。
- **大数据业务拓展不及预期：**公司大数据业务如果不能开发出契合客户需求的更为丰富的大数据服务产品，大数据服务业务将面临新增客户数量和收入增速放缓，甚至收入下滑的风险。
- **新市场拓展不及预期：**公司目前主要深耕于政务服务市场，并将企业和媒体内容管理市场作为未来主要的拓展方向之一。公司在企业和媒体内容管理领域的业务经验尚不够丰富，面临市场拓展不利的风险。
- **市场竞争加剧和区域相对集中风险：**随着“互联网+政务”的业态成熟，包括互联网巨头在内的更多实力雄厚的企业开始进入这一行业，行业竞争必将进一步加剧。此外，公司自设立以来重点深耕华南和华北区域市场，该等区域市场在报告期内的收入占比分别为 85.81%、77.38%、81.67%、66.33%，市场区域相对集中。如果公司不能适应市场竞争状况的变化，持续制定和实施有效的业务发展战略，实现华东、华中、西北等其他区域市场的有效拓展，公司经营业绩容易受华南、华北区域市场发展和竞争状况影响，难以为经营业绩持续增长提供充足的市场空间，甚至将面临被有实力的竞争对手赶超并丧失竞争优势的风险。
- **技术升级迭代风险：**在互联网、物联网等技术高速发展的背景下，如果公司不能准确研判行业和技术发展趋势，持续投入研发并布局新技术和新产品，则会给公司未来经营造成不利影响。
- **限售股解禁风险：**公司 2020 年 9 月 21 日发布公告，67.19 万股限售股 9 月 28 日上市流通。

附录 财务分析

受收入结构变化以及重大项目影响，2016 年起公司综合毛利率略有下降。公司综合毛利率的变动趋势一方面受各类业务占营业收入的比重影响（SaaS 业务毛利率较高），另一方面受各类业务的毛利率变动影响。从报告期内各类业务毛利率的变动趋势看，互联网内容服务平台建设业务的整体毛利率较为稳定，大数据服务和运维服务的毛利率有所下降，毛利率的波动受少数重大项目和季节性因素的影响，不构成项目毛利率变化的绝对趋势。

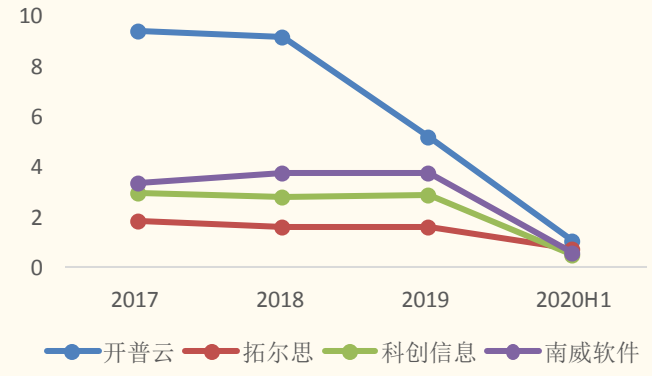
图表 35：公司综合毛利率变动情况（2017-2020H1）



来源：wind，国金证券研究所

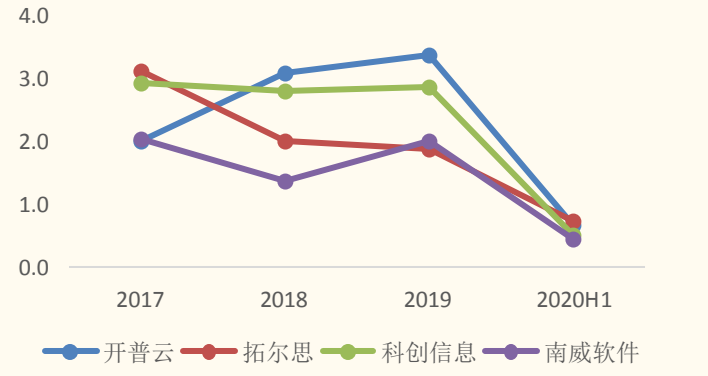
从营运能力角度，公司应收账款周转率及存货周转率较高。与可比企业相比，公司应收账款周转率较高，我们认为客户结构差异和业务结构差异是导致这种状况的主因：公司客户主要为党政机关、事业单位等，应收账款主要由互联网内容服务平台建设业务产生，而营收占比 25%左右的大数据服务业务应收账款水平较低，其他公司则主要以传统软（硬件）业务为主。公司存货均为互联网内容服务平台 建设的在施项目成本，存货周转率自 2016 年以来整体呈上升趋势，主要受该类项目平均建设周期影响。

图表 36：公司与可比公司应收账款周转率对比



来源：wind，相关公司公告，国金证券研究所

图表 37：公司与可比公司存货周转率对比

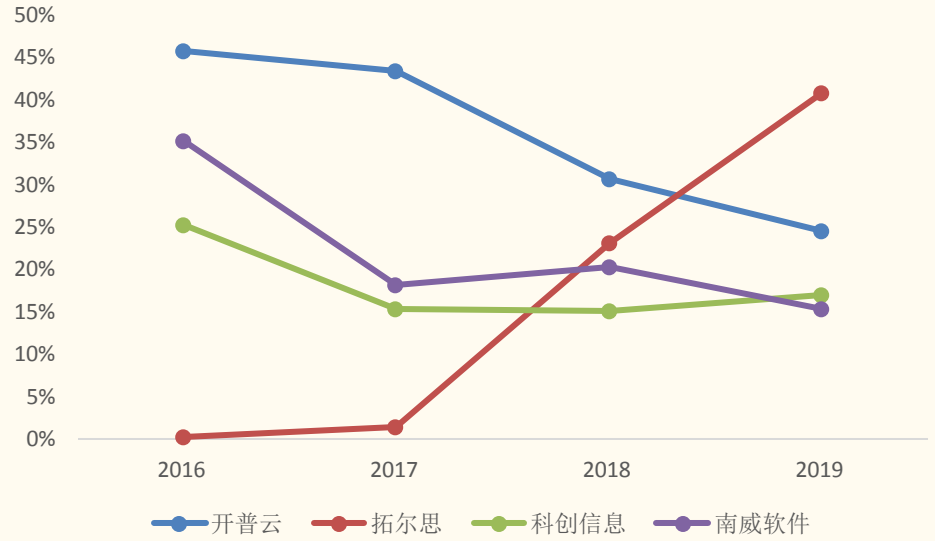


来源：wind，相关公司公告，国金证券研究所

预收账款指标领先。自 2016 年以来，在所统计的报告期内，公司平均预收账款占营业总收入的比例这一指标始终领先于所有可比公司。我们认为，公司预收账款指标领先一方面是由于客户对公司产品和服务认可度较高，另一方面是由于 SaaS 模式下公司会在提供服务前获得部分或全部合同价款。根据招股说明书，对于互联网内容服务平台建设业务，公司需在完成实施、交付工作并取得经客户确认的书面验收材料后确认收入，在合同签订后至项目验收前，一般会有一

定比例的预收款；对于大数据服务业务和运维服务，公司在签订合同后会收到部分或全部合同价款，而公司按照合同约定的服务期间以直线法摊销确认收入。

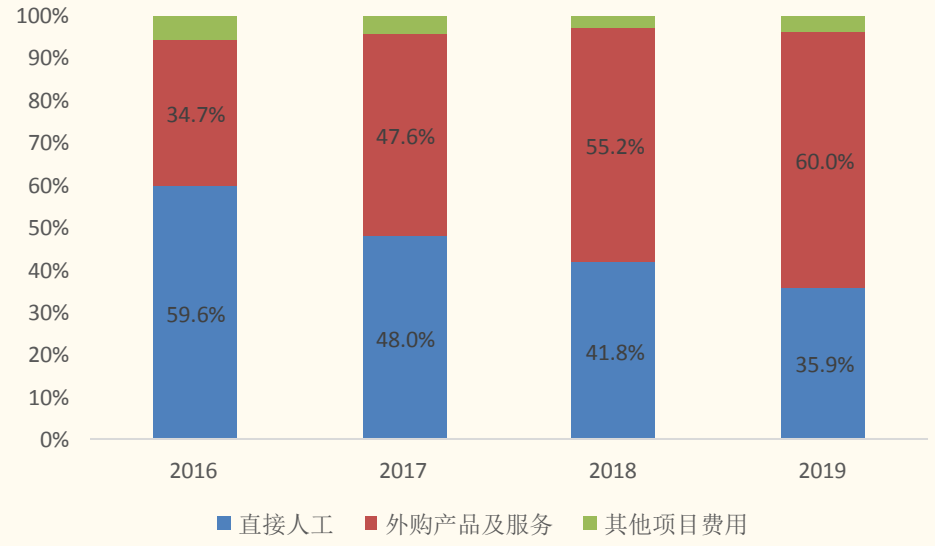
图表 38：公司与可比公司平均预收账款/营业总收入对比



来源：wind，相关公司公告，国金证券研究所

外购产品及服务成本占比持续提升。公司营业成本主要包括直接人工、外购产品及服务和其他项目费用等，其中：1）直接人工成本占比由 2016 年的 59.6%下降至 2019 年的 35.9%，预计未来随着公司聚焦核心业务、提高外采比例，该部分成本占比仍将维持下降趋势；2）外购产品及服务主要包括外购项目需要的产品化软硬件和 IaaS 云服务、对外委托开发以及根据项目需要采购的外协服务三种情形，该部分成本占比由 2016 年的 34.7%提升至 2019 年的 60%，预计未来仍将维持上升趋势（原因同上）。

图表 39：公司营业成本结构（2016-2019）



来源：招股说明书，国金证券研究所

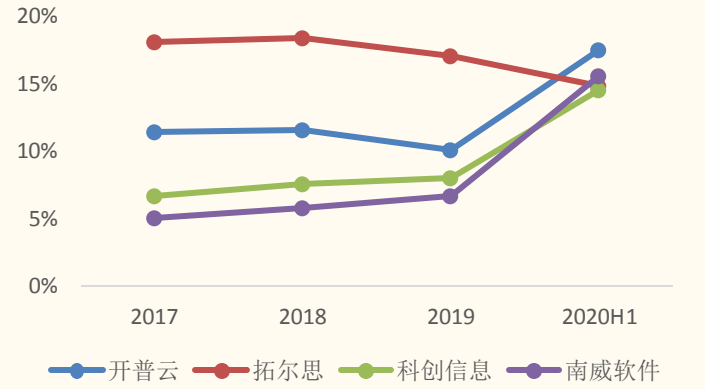
销售费用率及管理费用率分析：

- 2017-2019 年公司销售费用率低于主要可比公司拓尔思，主要原因是公司客户中党政机关比重较高，该类客户集中度相对较高，业务拓展费用较低。公司销售费用率高于其它两家公司的主要原因是科创信息和南威软件业务中包含较高比例的系统集成业务；从 2019 年起到 2020H1，公司销售费用

率大幅提升，除因销售人员增加导致销售人员薪酬上涨外，最主要是由于2018 年下半年开始各级政府机构改革陆续推进，导致部门更迭和人员变动情况较多。为了更好的对接新的部门和人员，保障服务的连贯性，公司销售人员加强了客户沟通工作，提高了客户拜访频率。

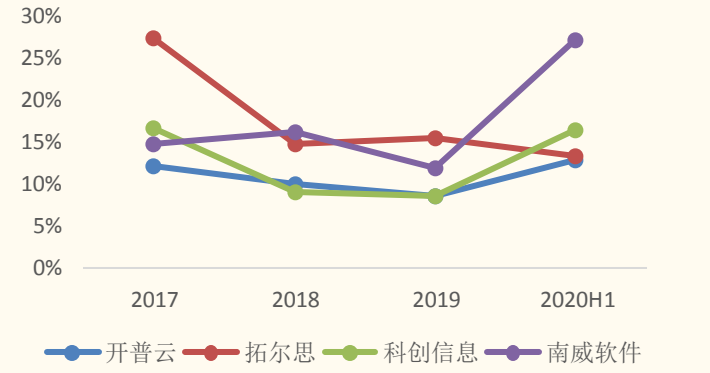
- 公司管理费用率低于其他三家厂商；公司研发费用率高于三家可比公司，主要原因为公司研发支出全部费用化（排除上述因素，公司与可比公司研发总投入占收入的比重相当）。

图表 40：公司与可比公司销售费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 41：公司与可比公司管理费用率对比



来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**157**	**228**	**298**	**389**	**504**	**648**
增长率		45.5%	30.7%	30.6%	29.5%	28.5%
主营业务成本	-58	-90	-122	-159	-206	-264
%销售收入	37.1%	39.6%	40.9%	41.0%	40.8%	40.8%
毛利	99	138	176	230	298	384
%销售收入	62.9%	60.4%	59.1%	59.0%	59.2%	59.2%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2	-3
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-18	-26	-30	-39	-50	-64
%销售收入	11.4%	11.5%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%
管理费用	-19	-23	-25	-32	-40	-51
%销售收入	12.3%	10.0%	8.5%	8.2%	8.0%	7.8%
研发费用	-21	-24	-33	-47	-61	-78
%销售收入	13.6%	10.3%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前利润（EBIT）	39	64	86	111	146	189
%销售收入	25.2%	28.2%	28.8%	28.4%	28.9%	29.2%
财务费用	0	0	1	3	6	7
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	2	3	5	5
%税前利润	0.8%	4.6%	2.2%	2.5%	3.1%	2.5%
营业利润	40	70	88	120	159	204
营业利润率	25.6%	30.9%	29.6%	30.8%	31.5%	31.5%
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	40	71	88	120	159	204
利润率	25.6%	31.1%	29.6%	30.8%	31.5%	31.5%
所得税	-4	-8	-10	-14	-18	-24
所得税率	10.4%	11.5%	11.1%	11.6%	11.6%	11.6%
净利润	36	63	78	106	141	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**36**	**63**	**78**	**106**	**141**	**180**
净利率	22.9%	27.5%	26.3%	27.2%	27.9%	27.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	36	63	78	106	141	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	1	2	5	6	7
非经营收益	-1	-3	-4	-3	-5	-5
营运资金变动	7	-6	-31	11	-37	-33
经营活动现金净流	**44**	**55**	**45**	**118**	**104**	**149**
资本开支	-1	-40	-2	-12	-13	-13
投资	-49	35	-48	-632	-10	-10
其他	0	3	2	3	5	5
投资活动现金净流	**-50**	**-2**	**-47**	**-641**	**-18**	**-18**
股权募资	63	0	0	899	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-6	-20	-15	0	0	0
筹资活动现金净流	**57**	**-20**	**-15**	**899**	**0**	**0**
现金净流量	**51**	**33**	**-17**	**376**	**86**	**131**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	123	147	131	507	593	724
应收款项	27	31	96	93	127	172
存货	31	28	44	57	73	94
其他流动资产	51	15	66	672	703	724
流动资产	231	222	337	1,329	1,496	1,715
%总资产	98.0%	83.6%	88.4%	96.2%	96.2%	96.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2	1	36	42	47	51
%总资产	0.7%	0.5%	9.4%	3.0%	3.0%	2.8%
无形资产	2	1	2	4	6	8
非流动资产	5	44	44	52	59	65
%总资产	2.0%	16.4%	11.6%	3.8%	3.8%	3.6%
资产总计	**236**	**265**	**381**	**1,380**	**1,555**	**1,779**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	89	72	113	121	150	190
其他流动负债	18	22	34	21	25	30
流动负债	108	94	147	141	176	220
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	108	94	147	141	176	220
普通股股东权益	128	171	234	1,239	1,380	1,560
其中：股本	50	50	50	67	67	67
未分配利润	34	70	125	231	372	552
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**236**	**265**	**381**	**1,380**	**1,555**	**1,779**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.713	1.247	1.555	1.579	2.094	2.685
每股净资产	2.546	3.392	4.647	18.455	20.549	23.234
每股经营现金净流	0.872	1.098	0.895	1.762	1.550	2.223
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.01%	36.75%	33.46%	8.56%	10.19%	11.56%
总资产收益率	15.21%	23.68%	20.54%	7.68%	9.04%	10.13%
投入资本收益率	42.38%	45.59%	45.31%	7.90%	9.33%	10.73%
增长率						
主营业务收入增长率	48.13%	45.54%	30.71%	30.60%	29.52%	28.53%
EBIT增长率	97.85%	45.03%	35.66%	-7.19%	31.45%	30.08%
净利润增长率	165.69%	74.84%	24.71%	35.40%	32.64%	28.22%
总资产增长率	116.75%	12.28%	43.80%	262.12%	12.68%	14.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.8	40.1	70.9	80.0	85.0	90.0
存货周转天数	181.6	118.9	108.2	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	37.2	41.2	57.4	50.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	3.8	2.2	43.9	39.2	33.8	28.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-95.78%	-85.81%	-71.65%	-44.89%	-46.52%	-49.56%
EBIT利息保障倍数	-300.5	-317.1	-119.9	-34.7	-26.5	-28.7
资产负债率	45.71%	35.56%	38.61%	10.24%	11.30%	12.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH