

拓尔思信息技术股份有限公司
创业板公开发行可转换公司债券

信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010846】

评级对象: 拓尔思信息技术股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁻

评级时间: 2020年6月3日

计划发行: 不超过8亿元(含)

本期发行: 不超过8亿元(含)

发行目的: 项目建设及补充流动资金

存续期限: 6年

偿还方式: 单利按年付息, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.91	1.05	1.94	1.14
刚性债务	—	0.48	—	—
所有者权益	16.64	17.82	19.45	18.17
经营性现金净流入量	1.49	0.45	1.76	0.17
合并口径数据及指标:				
总资产	22.10	26.55	28.89	28.62
总负债	3.49	7.53	7.69	9.40
刚性债务	—	0.48	0.01	0.00
所有者权益	18.61	19.02	21.20	19.22
营业收入	8.21	8.45	9.67	1.39
净利润	1.75	0.74	1.62	0.09
经营性现金净流入量	1.61	3.06	2.22	-0.67
EBITDA	2.57	1.47	2.46	—
资产负债率[%]	15.81	28.35	26.61	32.84
权益资本与刚性债务 比率[%]	—	3926.62	422850.71	434425.42
流动比率[%]	316.52	202.85	192.27	150.00
现金比率[%]	85.52	34.80	69.01	46.75
利息保障倍数[倍]	84.42	44.24	155.44	—
净资产收益率[%]	9.85	3.92	8.03	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	46.37	56.77	29.66	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	2.49	2.80	20.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	112.75	69.40	215.09	—
EBITDA/刚性债务[倍]	5.03	3.02	10.05	—

注: 根据拓尔思经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王科柯 wkk@shxsj.com

李一 liyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 行业发展前景良好。拓尔思所处的软件行业尤其是人工智能和大数据等领域的产业规模持续扩大, 未来市场发展空间仍十分广阔。
- 细分市场地位较为领先, 客户基础较好。拓尔思是国内领先的人工智能和大数据技术及数据服务提供商, 在多个行业细分市场具有领导地位和品牌优势; 目前国内外已服务客户超过8000家, 直接或终端客户以政府、媒体、泛安全以及金融、能源等大中型企业为主。
- 财务结构稳健。拓尔思目前债务率较低, 且负债集中于预收账款(含合同负债)和应付账款等经营性负债, 财务结构稳健。

主要风险:

- 行业竞争日趋激烈和回款压力加大。拓尔思所处的软件细分领域技术门槛相对不高, 产品和服务同质化程度较高, 产业链地位相对较弱, 市场竞争日趋激烈, 加之客户回款周期相对较长, 应收款项(含合同资产)规模大且进一步上升, 账龄超过1年的占比较高, 回款压力加大, 坏账损失风险上升。
- 技术更迭及人员流失风险。拓尔思所处软件行业的技术和产品更新速度快, 人员流动性大, 近年来公司高管变动亦较频繁, 需关注公司面临的持续研发投入压力、技术更新风险和技术人员流失风险。
- 并购整合和商誉减值风险。拓尔思过去通过外延式并购形成了较大规模的商誉, 收购溢价率较高, 因业绩下滑目前已累计计提商誉减值0.46亿元, 若被收购主体未来经营不达预期, 公司将面临较大的商誉减值风险, 同时需关注对被收购主体的整合压力。

- 募投项目不达预期风险。拓尔思本次募投项目投资规模较大，需关注后续项目的审批进展和投资效益不达预期风险。
- 新冠疫情影响。2020 年一季度受新冠疫情影响，拓尔思业务有所下滑；目前国内新冠疫情已逐步得到控制，但国外仍在不断蔓延，需关注公司业务恢复情况，以及后续国内外疫情发展变化对公司业务需求和客户回款的影响。

➤ 未来展望

通过对拓尔思及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性强，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



拓尔思信息技术股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

拓尔思信息技术股份有限公司（简称“拓尔思”、“发行人”、“该公司”或“公司”，300229.SZ）的前身为由易宝系统（中国）有限公司（简称“香港易宝”，外方投资者）和北京市北信计算机系统工程公司¹（简称“北信工程”）出资成立于1993年2月的北京易宝北信信息技术有限公司（简称“易宝北信”），注册资本和实收资本为40万美元，香港易宝和北信工程的出资比例分别为51%和49%。2001年7月，易宝北信设立技术股，北信工程将所持易宝北信的20%股权无偿转让给了信科互动，香港易宝以33万元的价格将所持易宝北信15%股权转让给了信科互动，同时易宝北信更名为北京拓尔思信息技术有限公司（简称“北京拓尔思”）。2003年，香港易宝将所持剩余北京拓尔思的36%股权以1250万元的价格转让给了信科互动，信科互动由此开始成为公司控股股东，持有信科互动80%股权的李渝勤成为公司的实际控制人；同时当年公司转制为内资企业，并以盈余公积金转增资本，注册资本和实收资本增至500万元。2004年4月，信科互动对公司增资500万元，公司注册资本和实收资本增至1000万元，信科互动持有公司股权增至85.50%。2007年，公司引入3名外部财务投资者合计对公司投资3000万元，其中注册资本和实收资本增加120万元，其余计入资本公积，同时信科互动所持公司股权降至75.63%；此外，公司整体改制变更为股份公司，公司总股本为9000万股。

2011年，该公司在创业板首次公开发行上市，共发行新股3000万股；2014年，公司因发行股份和支付现金收购拓尔思天行网安信息技术有限责任公司（简称“天行网安”，收购前原名“北京天行网安信息技术有限责任公司”）100%股权定向增发新股2797.20万股；2018年公司因发行股份购买广州拓尔思大数据技术有限公司（简称“广拓大数据”，原名“广州科韵大数据技术有限公司”）35.43%股权而定向增发新股510.26万股，对价0.64亿元；2019年公司又定增489.30万股募集资金0.48亿元用于项目建设，且当年公司更为现名。经过上述一系列发行股份之后，截至2020年3月末公司总股本增至47801.12万股，公司控股股东仍为信科互动，持有公司股权降至42.10%，实际控制人仍为李渝勤，直接持有公司股权0.03%，通过信科互动间接持有公司股权33.68%，合

¹ 北信工程为北京信息科技大学全资拥有的全民所有制企业。

计持有公司股权 33.71%。

该公司是国内领先的人工智能和大数据技术及数据服务提供商，是一家拥有人工智能和大数据自主核心技术的技术驱动型创新企业；同时也是数据管理特别是中文非结构数据管理的先驱者之一，是中文全文检索技术的创始者。目前公司的产品和服务已被国内外 8000 多家机构用户广泛使用，覆盖 80% 的国家部委和 60% 的省市级政府机关，超过 300 家传统媒体和新媒体机构，众多金融、能源、制造等大中型企业和科研教育单位，在数字政务、泛安全和融媒体等多个行业细分市场具有领导地位和品牌优势。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经董事会和股东大会审议通过，该公司此次拟向监管机构申请发行总额不超过 8 亿元人民币（含）的可转换公司债券；期限为 6 年，附到期赎回条款和最后两个计息年度投资者回售选择权。公司拟将本次可转换公司债券募集资金用于项目投资和补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	拓尔思信息技术股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券
总发行规模：	不超过 8 亿元人民币（含）
本期发行规模：	不超过 8 亿元人民币（含）
本次债券期限：	6 年，附到期赎回条款和最后两个计息年度投资者回售选择权
债券利率：	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息
交换标的：	拓尔思 A 股股票（300229.SZ）
转股期限：	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
转股价格的确定及其调整：	<p>1、本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>2、在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，转股价格将进行相应调整。</p>
转股价格向下修正：	<p>1、修正权限与修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值。</p> <p>2、若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p>

转股股数确定方式:	本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时,转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格,并以去尾法取一股的整数倍。
赎回条款:	1、在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。 2、在本次发行的可转换公司债券转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。(1)公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);(2)当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元。
回售条款:	1、在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不能再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。 2、若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后,可以在公司届时公告的附加回售申报期内申报并实施回售,该次附加回售申报期内不实施回售的,可转换公司债券持有人不能再行使附加回售权。
增级安排:	无

资料来源:拓尔思

截至本评级报告日,该公司未发行过债券。

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司本次债券募投项目为新一代语义智能平台及产业化项目、泛行业智能融媒体云服务平台项目和新一代公共安全一体化平台项目,合计投资额10.76亿元,拟使用本次募集资金中的6.87亿元,剩余部分由公司自筹解决。

其中新一代语义智能平台及产业化项目主要是基于该公司原有的人工智能平台,通过购置研发办公场地、相关软硬件设备,搭建升级研发的软硬件基础环境,对公司原有的人工智能相关产品和解决方案进行技术升级和完善。该项目总投资4.19亿元,其中拟以募集资金投入2.78亿元,项目建设期3年。经公司测算,项目建成后可实现内部收益率(所得税后)为22.63%,税后投资回收期为5.51年(含建设期)。

泛行业智能融媒体云服务平台项目主要是基于公司现有的融媒体内容生产传播与服务解决方案,对其进行技术升级,进一步探索“大数据+AI”赋能智能媒体场景,开发完善“融媒+”跨行业应用生态体系,具体包括研发全程媒体生产云平台、全息媒体传播云平台、全员媒体创作云平台、全效媒体管控云平台、数家媒体大数据云平台。该项目总投资3.62亿元,其中拟以募集资金投入2.33亿元,项目建设期3年。经公司测算,项目建成后可实现内部收益率(所得税后)为19.96%,税后投资回收期为5.89年(含建设期)。

新一代公共安全一体化平台项目以公安信息网对边界接入平台各项标准

及等级保护 2.0 标准为指导，基于隔离交换的原则，拟对原有安全隔离、安全交换、安全管理和保障大数据产品进行升级，并针对新需求研发新产品。该项目总投资 2.96 亿元，其中拟以募集资金投入 1.76 亿元，项目建设期 3 年。经公司测算，项目建成后可实现内部收益率（所得税后）为 22.42%，税后投资回收期为 5.81 年（含建设期）。

总体来看，该公司本次可转债募投项目预期投资效益回报较为可观，但目前项目审批尚在办理过程中，且投资规模较大，后续需关注项目审批进展及募投项目的投资效益不达预期风险。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（万元）

序号	项目名称	项目审批情况 (备案号)	项目总投资	拟投入募集资金额
1	新一代语义智能平台及产业化项目	正在办理	41888.91	27846.60
2	泛行业智能融媒体云服务平台项目	正在办理	36200.81	23324.70
3	新一代公共安全一体化平台项目	正在办理	29559.99	17555.30
合计		—	107649.70	68726.60

资料来源：拓尔思

B. 补充流动资金

该公司拟将本次债券募集资金中的 1.13 亿元用于补充流动资金。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济

增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及

国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 行业概况

受益于国家政策推动以及新一代信息技术和传统产业的融合渗透，信息化需求持续上升，2019 年我国软件行业总体保持平稳较快发展，产业规模持续扩大。中短期来看，随着经济转型、产业升级进程的不断深入，以及在大数据、云计算、人工智能、物联网、5G 等新兴技术和产业的驱动下，传统产业的信息化需求仍将会不断增加，中美经贸摩擦下美国加强技术封锁将加速自主可控软硬件的国产替代需求释放，未来市场空间仍十分广阔，预计我国软件行业仍将保持平稳较快发展；从长期来看，随着行业逐步走向成熟，增速将趋缓。

软件行业作为国家的支柱性产业，在国家政策的持续大力推动下，随着大数据、云计算、人工智能、物联网等新一代信息技术与传统产业的融合渗透，我国制造业、金融、电力和交通等各个行业信息化需求不断上升，2019 年我国软件行业总体保持平稳较快发展，产业规模继续扩大，全行业完成软件业务收入 71768 亿元，同比增长 15.4%，增速同比提高 3 个百分点。

根据工信部的分类标准，我国软件行业大体分为软件产品、信息技术服务、信息安全产品和服务、嵌入式系统软件等 4 个细分子行业。2019 年软件产品实现收入 20067 亿元，同比增长 12.5%，增速同比提高 0.4 个百分点，低于全行业平均水平 2.9 个百分点，占全行业收入比重的 28.0%；信息技术服务实现收入 42574 亿元，同比增长 18.4%，增速同比上升 0.8 个百分点，高于全行业平均水平 3 个百分点，在全行业收入中占比为 59.3%；信息安全产品和服务共实现收入 1308 亿元，同比增长 12.4%，增速低于全行业平均水平 3 个百分点；嵌入式系统软件实现收入 7820 亿元，同比增长 7.8%，增速同比提高 0.3 个百分点，低于全行业平均水平 6.7 个百分点，在全行业收入中占比为 10.9%。

图表 3. 近年来国内软件产业规模发展情况（单位：亿元）



资料来源：工信部

中短期内，国内软件行业市场空间仍十分广阔，有望保持高景气度，并继续保持 10-15% 增速的平稳较快发展。一方面，随着我国软件企业技术研发的不断提升，与国际先进水平的差距在不断缩小，甚至在部分领域已经引领全球发展趋势，尤其是在中美经贸摩擦下美国对我国加强技术封锁背景下有望加速自主可控软硬件的国产替代需求释放，国内软件企业有望获取更多市场份额。另一方面，软件行业在国家政策的继续大力扶持下，随着经济转型、产业升级进程的不断深入，以及在大数据、云计算、人工智能、物联网、5G 等新兴技术和产业的驱动下，传统产业信息化需求仍将会不断增加，未来市场空间仍十分广阔。

根据 2019 年 9 月华为及合作伙伴 IDC 等共同发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》，未来随着自动驾驶、云游戏、VR/AR 等应用的兴起，以及物联网、移动应用、短视频、个人娱乐、人工智能领域的高速增长，应用越来越场景化和多样化，用户对应用体验的追求不断提高，智能和实时处理成为普遍诉求；在此背景下，5G 的商用将驱动行业物联网的应用与落地，工业机器人、工业互联网、智能电表、水表、路灯、车联网等将快速普及，人工智能技术将渗透到人们的生活和企业的业务中，智能驾驶、智能安防、智能制造、智慧城市等将全面兴起。据 IDC 预测，到 2023 年全球计算产业市场空间将达到 1.14 万亿美元，其中与软件行业相关的基础架构软件、公有云 IaaS、大数据平台、数据库、中间件和企业应用软件的市场空间分别为 1525 亿美元、1410 亿美元、410 亿美元、569 亿美元、434 亿美元和 4020 亿美元，5 年复合增长率分别为 5.3%、31.4%、15.6%、7.5%、10.3% 和 8.2%；而中国作为全球第二大经济体，近年来在云计算、人工智能、物联网、边缘计算和 5G 等方面的技术创新都已经接近甚至领先全球，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎，其到 2023 年的计算产业市场空间将达到 1043 亿美元，接近全球的 10%，其中与软件行业相关的公有云 IaaS、大数据平台、数据库、中间件和企业应用软件的市场空间分别为 295.7 亿美元、26.6 亿美元、39.8 亿美元、13.6 亿美元和 155.8 亿美元，5 年复合增长率分别为 44.8%、44.7%、26.9%、15.7% 和 11.7%。其中，云服务是新计算产业最重要的市场和变现方式，大数据和 AI 等新型服务兴起是云服务市场最重要的发展动力和创新机遇，成本和体验是云服务发展的核心竞争力。

另据 Gartner 的最新预测，2019 年全球 IT 支出总额预计为 3.7 万亿美元，较 2018 年增长 0.4%，这是到目前为止最低的增长率预测；但其预计全球 IT 支出将在 2020 年反弹，2020 年及 2021 年预计分别增长 3.7% 和 3.8%，增长主要来自企业软件支出，向云端迁移是 IT 支出的主要驱动因素，企业软件将因此而继续展现出强劲增长，其预计 2019-2021 年企业软件支出的增长率分别为 8.8%、10.9% 和 10.5%。

图表 4. 近年来全球 IT 支出和企业软件支出情况和预测（单位：十亿美元）

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
全球 IT 支出	3375	3527	3650	3732	3872	4018
增速	-0.6%	3.8%	3.9%	0.4%	3.7%	3.8%

年份	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
其中：企业软件	333	355	397	457	507	560
增速	5.9%	8.9%	9.3%	8.8%	10.9%	10.5%

资料来源：Gartner（2019.11）

从长期来看，受益于我国广阔的软件市场需求，加之我国软件行业的技术和产品还有很大的提升空间，未来长期仍将保持一定的增长趋势，但随着行业逐步走向成熟，尤其是基础软件开发能力薄弱情形下行业整体价格竞争或将更趋激烈，行业增速将逐渐趋于平缓。

B. 政策环境

软件行业作为国家的支柱性产业，近年来持续获得国家政策支持的大力扶持。

软件行业属于国家鼓励发展的战略性、基础性和先导性的支柱产业。近年来各级政府机关及主管部门颁布了一系列关于软件及信息技术行业的鼓励和优惠政策，全力支持我国软件行业的健康快速发展。政策的优惠性和连续性为我国软件行业企业的发展创造了有利的政策环境。如2018年7月，工业和信息化部和国家发展和改革委员会印发了《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》，提出到2020年，信息消费规模达到6万亿元，年均增长11%以上。信息技术在消费领域的带动作用显著增强，拉动相关领域产出达到15万亿元。2019年11月，工业和信息化部办公厅印发了《“5G+工业互联网”512工程推进方案》，提出到2022年，突破一批面向工业互联网特定需求的5G关键技术，“5G+工业互联网”的产业支撑能力显著提升等。

在税收政策方面，我国规定取得高新技术企业资质的企业按15%的优惠税率缴纳企业所得税，并实行企业研发费用加计扣除的税收优惠政策等。此外，为支持集成电路设计和软件产业发展，2019年5月财政部和税务总局发布了关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告：依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。

在知识产权保护方面，近年来我国知识产权保护体系不断完善，为软件企业进行技术研发创造了较为稳定的法律环境。如我国在专利保护方面，按照国际标准建立了审查制的专利局和严格的审查基准，有关专利保护的各项法律程序尽可能采用了国际上通常的做法，并认真贯彻执行了《保护工业产权巴黎公约》中的国民待遇原则、优先权原则和专利独立原则。2019年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅又印发了《关于强化知识产权保护的意见》，提出要强化制度约束，确立知识产权严保护政策导向，要加大侵权假冒行为惩戒力度、严格规范证据标准、强化案件执行措施、完善新业态新领域保护制度等，知识产权保护法律法规不断得到完善。

图表 5. 近年来国家对软件行业出台的相关政策情况

发文时间	文件名	发文部门	主要相关内容
2016.5	《国务院关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	国务院	提出重点在国企改革、财税金融、用地用房方面加强引导和保障,进一步深化制造业与互联网融合发展,协同推进“中国制造 2025”和“互联网+”行动,加快制造强国建设。其中,制造业与互联网融合新业务主要包括制造企业面向产品全生命周期提供的基于互联网的信息共享、质量控制、产品追溯、远程运维等服务,应用互联网过程中衍生的信息技术咨询服务、信息系统集成服务、数据处理和运营服务、云服务、信息安全及其他信息技术服务,以及应用互联网过程中产生各类平台型服务业务。
2016.7	《工业和信息化部关于印发促进中小企业发展规划(2016-2020年)的通知》	工信部	提出了“十三五”时期促进中小企业发展的总体思路、发展目标、主要任务和关键工程与专项行动。主要任务中包括:推进中小企业信息化应用,建设和完善中小企业信息化服务平台,实施“互联网+”小微企业专项行动,推广适合中小企业需求的信息化产品和服务;围绕《中国制造 2025》重点领域,培育一大批主营业务突出、竞争力强的“专精特新”中小企业,鼓励中小企业以专业化分工、服务外包、订单生产等方式与大企业、龙头骨干企业建立稳定的合作关系。
2016.12	《关于印发“十三五”国家信息化规划的通知》	国务院	到 2020 年,“数字中国”建设取得显著成效,信息化发展水平大幅跃升,信息化能力跻身国际前列,具有国际竞争力、安全可控的信息产业生态体系基本建立。信息产业收入规模由 2015 年的 17.1 万亿元到 2020 年的 26.20 万亿元,年均增速 8.9%,IT 项目投资占全社会固定资产投资总额的比例由 2.2% 上升到 5%
2017.1	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020年)》	工信部	对本行业“十三五”时期的发展做出了规划。在“重点任务和重大工程”中提到,大力发展面向新型智能终端、智能装备等的基础软件平台,以及面向各行业应用的重大集成应用平台。积极培育壮大新业态包括:云计算应用与服务、大数据发展和应用、移动互联网、物联网等领域软件创新应用。
2017.4	《云计算发展三年行动计划(2017-2019年)》	工信部	到 2019 年,我国云计算产业规模达到 4300 亿元,突破一批核心关键技术,云计算服务能力达到国际先进水平,对新一代信息产业发展的带动效应显著增强。
2017.11	《高端智能再制造行动计划(2018-2020年)》	工信部	到 2020 年,突破一批制约我国高端智能再制造发展的拆解、检测、成形加工等关键共性技术,智能检测、成形加工技术达到国际先进水平
2017.11	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	国务院	到 2025 年,基本形成具备国际竞争力的基础设施和产业体系。到 2035 年,建成国际领先的工业互联网网络基础设施和平台,形成国际先进的技术与产业体系,工业互联网全面深度应用并在优势行业形成创新引领能力,安全保障能力全面提升,重点领域实现国际领先。
2017.12	《工业控制系统信息安全行动计划(2018-2020年)》	工信部	到 2020 年,全系统工控安全管理工作体系基本建立,全社会工控安全意识明显增强。
2017.12	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)》	工信部	通过实施四项重点任务,力争到 2020 年,一系列人工智能标志性产品取得重要突破,在若干重点领域形成国际竞争优势,人工智能和实体经济融合进一步深化,产业发展环境进一步优化。
2018.6	《工业互联网发展行动计划(2018-2020年)》	工信部	到 2020 年底,初步建成工业互联网基础设施和产业体系。
2018.7	《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020年)》	国家发改委、工信部	到 2020 年,信息消费规模达到 6 万亿元,年均增长 11% 以上。信息技术在消费领域的带动作用显著增强,拉动相关领域产出达到 15 万亿元。
2018.7	《推动企业上云实施指南(2018-2020年)》	工信部	到 2020 年,力争实现企业上云环境进一步优化,行业企业上云意识和积极性明显提高,上云比例和应用深度显著提升,云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及
2019.5	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	财政部、税务总局	集成电路设计企业和软件企业,在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期,第一年至第二年免征企业所得税,第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税,并享受至期满为止。
2019.11	《关于强化知识产权保护的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	到 2022 年,侵权易发多发现象得到有效遏制,权利人维权“举证难、周期长、成本高、赔偿低”的局面明显改观。到 2025 年,知识产权保护社会满意度达到并保持较高水平,保护能力有效提升,保护体系更加完善,尊重知识价值的营商环境更加优化,知识产权制度激励创新的基本保障作用得到更加有效发挥。
2019.11	《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》	工信部	到 2022 年,突破一批面向工业互联网特定需求的 5G 关键技术,“5G+工业互联网”的产业支撑能力显著提升;
2020.3	《关于推动 5G 加快发展的通知》	工信部	提出加快 5G 网络建设部署、丰富 5G 技术应用场景、持续加大 5G 技术研发力度和着力构建 5G 安全保障体系等;

资料来源:公开信息

C. 竞争格局/态势

我国软件行业目前主要集中于应用软件层面，细分领域广泛，其中大部分进入门槛低，行业内企业数量众多且持续增加，规模普遍偏小偏弱且缺乏核心竞争力，同质化竞争较为激烈，主要通过用户积累和用户粘性以及对具体应用行业的长期服务形成一定的优势，整体盈利能力仍较弱，同美、欧、日等发达国家差距仍较大。未来行业内竞争将加剧，并将进入快速整合阶段，市场集中度有望提升，行业领先企业可能受益较大。

该公司所处大数据和人工智能等细分领域竞争对手众多，竞争也较为激烈，公司在数字政务、泛安全和融媒体等多个行业细分市场的地位较为领先。

软件行业按照产品主要分为基础软件和应用软件。基础软件是操作系统、数据库系统、中间件、语言处理系统（包括编译程序、解释程序和汇编程序）和办公软件（包括文字处理、电子表格、幻灯片以及一些初级图片处理程序）统称，在信息系统中起着基础性、平台性的作用，有极为广泛的应用，对信息安全也有决定性的意义，但目前基本上被国外的微软、谷歌、苹果、Oracle、IBM 等欧美国际大型软件厂商所垄断，一个是开发难度大，包括投入成本高，研发时间长等，一个是长时间大量用户的积累已经形成了生态系统垄断，新的基础软件较难进入和替代。应用软件是基于基础软件，为满足用户不同领域、不同问题的应用需求而提供的那部分软件，是用户可以使用的各种程序设计语言，以及用各种程序设计语言编制的应用程序的集合，其技术进入门槛较低，主要通过用户积累和用户粘性以及对具体应用行业的长期服务形成一定的“先入为主”等优势。我国软件行业发展时间尚短，目前在基础软件开发方面能力有限，缺乏核心技术，仍需要长时间的研发投入和积累，近年来的快速发展主要侧重于应用型软件的开发与服务，包含不同特性子产业，区域属性和行业属性强，定制化程度高，但进入门槛普遍较低，使得行业内企业数量众多且分散，近年来数量仍在不断增加，据统计截至 2019 年末全国规模以上软件企业超 4 万家，规模普遍偏小偏弱，缺乏核心竞争力，产品同质化较为严重，相互竞争较为激烈，导致行业整体盈利能力仍相对较弱。随着行业规模的不断扩大，2019 年软件行业利润总额也继续保持较快增长趋势，全行业实现利润总额 9362 亿元，同比增长 9.9%，增速同比上升 0.2 个百分点；行业利润率²仍在 13%左右的相对较低水平，而剔除政府补助（主要为专项补助和增值税退税等）等因素影响，软件行业的主营业务利润率³仍在 10%及以下，远低于美、日、欧等发达国家软件产业 20-25%以上的利润率水平。

在低集中度的行业格局下，随着软件行业内部竞争日趋激烈，从 2013 年起我国软件行业的兼并收购开始不断增加，行业集中度有望逐渐提升。长期看，真正拥有核心技术、基础软件研发能力强且能够持续进行研发投入的行业龙头以及各细分市场领先企业强有望受益于行业集中度的不断提升。

² 行业利润率=利润总额/收入总额。

³ 主营业务利润率=(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加)/主营业务收入。

该公司所处大数据和人工智能等细分领域竞争对手众多，竞争也较为激烈，其中上市企业中主要的竞争对手包括开普云（数字政务领域）、美亚柏科（安全领域）、东方国信和太极股份等，其他同类企业还有科大讯飞、中国软件、东华软件、久其软件、华宇软件等，有竞争也有合作；公司主要在数字政务、泛安全和融媒体等多个行业细分市场拥有较为领先的地位。

图表 6. 拓尔思部分上市竞争企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
拓尔思	9.67	61.75	28.89	26.61	1.62	2.22
开普云	2.98	59.06	3.81	38.61	0.78	0.49
美亚柏科	20.67	55.74	42.00	28.94	2.89	3.96
科大讯飞	100.79	46.02	201.01	41.62	9.43	15.31
太极股份	70.63	24.52	106.56	67.88	3.40	-2.83
中国软件	58.20	34.44	67.44	59.05	1.42	9.89
东华软件	88.49	27.73	168.35	42.98	5.78	3.02
华宇软件	35.10	40.70	73.10	17.99	5.82	4.73
久其软件	31.02	32.31	30.36	60.67	0.53	1.68
东方国信	21.50	51.14	67.03	15.28	5.04	3.38

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

基础软件开发能力薄弱，缺乏核心技术和同质化竞争风险

中国作为全球第二大经济体，近年来在云计算、人工智能、物联网、边缘计算和 5G 等方面的技术创新都已经接近甚至领先全球，但在基础架构软件领域仍非常薄弱，这也将未来较长时期内继续制约我国软件企业的进一步发展。

此外，我国软件行业主要集中于应用软件层面，进入门槛和集中度较低，行业内企业数量众多，并且随着软件行业近年来的快速发展、市场规模的不断扩大，软件行业企业数量还在不断增加；而目前我国软件企业普遍缺乏核心技术，国际竞争能力弱，产品同质化严重，行业内部竞争日趋激烈，整体盈利能力相对较弱。

技术快速更迭和研发投入压力

软件行业属于技术密集型，软件产品和技术更新速度快，要求企业进行持续较大的研发投入。若行业内的企业对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术的发展动态不能及时掌控，在新产品的研发方向、重要项目的方案制定等方面不能适应市场的需求变化，将导致企业的市场竞争力下降，甚至被市场淘汰。近年来不断出现的云计算、大数据、物联网、人工智能和 5G 等新一代信息技术，对软件行业内企业产生了较大的技术研发和投入压力。

核心技术人才流失及人力成本上涨风险

软件行业是典型的智力密集型行业，优秀的人才对于企业的发展至关重

要，而行业内中高端技术人才非常匮乏，未来随着市场竞争的加剧，行业内企业对人才的争夺将日益激烈，人员流动也将更频繁，存在较大的核心技术人才流失风险；同时，对人才的争夺也将导致员工薪酬上升，并可能对软件企业的盈利能力产生较大负面影响。据工信部统计，2019 年度软件行业从业人员的工资总额同比增长 11.8%，人均工资同比增长 6.8%。

营运资金周转压力

软件行业因软件产品开发周期和结算周期相对较长，短则 3-6 个月，长则 1-3 年，使得行业内企业的应收款项和存货等占款相对较多，且随着业务规模的扩大而不断上升，加之回款主要集中在四季度，存在显著的季节性波动，使得行业内企业普遍存在一定的营运资金周转压力。

新冠疫情影响

受国内新冠疫情影响，2020 年 1-4 月我国软件行业实现收入 20830 亿元，同比下降 0.1%，而去年同期增速为 14.9%；实现利润总额 2398 亿元，同比下降 2.3%，而去年同期增速为 8.7%。目前国内各行业已逐步复工复产，但仍需关注软件行业后续业务恢复情况以及国内疫情变化对软件行业后续业务需求和客户付款能力产生的影响。

2. 业务运营

该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，近年来业务规模稳步提升，毛利率维持在高水平，但期间费用负担较重，且因计提资产减值等，盈利有所波动。2020 年一季度受疫情影响，收入和利润有所减少，关注后续业务恢复情况。

该公司自成立以来一直从事大数据和人工智能技术的产品研发、销售和服务，已成为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。2017-2019 年及 2020 年一季度公司实现营业收入分别为 8.21 亿元、8.45 亿元、9.67 亿元和 1.39 亿元，近年来公司业务规模稳步提升，其中 2020 年一季度业务收入相对较少系公司业务的季节性因素所致，公司直接和终端客户主要为政府相关机构和大中型企事业单位，这些客户的采购普遍在下半年较为集中所致，造成公司产品销售具有上、下半年不均衡的特点；同时，公司 2020 年一季度业务收入较上年同期显著减少 0.67 亿元，系受新冠疫情影响，公司市场销售活动受到外部环境限制，招投标、签约和验收等商务环节均相应停滞和拖延，使得当期业务量同比有显著减少，但随着国内各行业复工复产进程逐步加快，公司市场经营日趋恢复正常；需关注公司后续业务恢复情况以及国内疫情发展变化对公司业务的影响。同期，公司的综合毛利率分别为 62.55%、59.44%、61.75%和 55.34%，近年来呈现一定波动，但整体保持在 60%左右的高毛利率水平；其中 2020 年一季度毛利率偏低系季节性因素所致。

图表 7. 公司业务类型划分的收入、毛利率及变化情况（亿元）

营业收入	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
软件、安全产品	2.89	2.84	2.85	0.39
技术服务	3.50	3.65	4.79	0.70
媒介代理	1.30	1.32	1.49	0.29
其他	0.52	0.65	0.54	0.01
合计	8.21	8.45	9.67	1.39
毛利率	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
软件、安全产品	82.88%	83.73%	75.17%	73.63%
技术服务	73.56%	62.60%	70.29%	65.44%
媒介代理	11.15%	23.66%	19.31%	4.70%
其他	4.94%	8.09%	32.61%	83.61%
综合	62.55%	59.44%	61.75%	55.34%

资料来源：拓尔思

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司自成立以来，一直围绕自然语言处理核心，以语义智能为技术主线，研发相关人工智能、大数据和内容管理技术，开发多个系列的通用平台和行业应用软件产品，以“产品+行业解决方案”、在线软件云和数据服务相结合的“云+数据服务”满足市场客户需要。公司近年来的主要核心业务包括软件平台产品研发，行业应用系统解决方案和大数据 SaaS/DaaS 云服务三大板块，涵盖大数据、人工智能、互联网内容管理、网络信息安全和互联网营销等领域方向。公司的通用平台产品主要有 TRS DL-CKM 人工智能技术平台、TRS Hybase 海贝大数据管理系统、TRS 网络信息雷达系统、TRS ETL 分布式数据整合软件系统、TRS WCM 内容管理系统等；行业应用产品主要有 TRS 海云集约化智能门户平台、TRS 统一政务信息资源库平台、TRS 融媒体智能生产与传播服务平台、TRS 融媒体智能策划平台、TRS 融媒体传播效果分析平台、TRS 智能辅助办案系统、TRS 水晶球分析师平台以及天行网安数据安全交换产品等；数据智能云服务主要有 TRS 网察舆情大数据分析平台、TRS 数家媒体大数据云服务平台、TRS 网脉用户友好性分析云服务平台、TRS 数星智能风控大数据平台等。

按照业务和产品类型划分，该公司目前主要的业务和产品包括软件和安全产品、技术服务、媒介代理等，2019 年的收入占比分别为 29.47%、49.50%和 15.42%，毛利率分别为 75.17%、70.29%和 19.31%，媒介代理服务的毛利率相对较低。其中公司的技术服务主要是指为客户提供软件应用、实施，云平台建设、运维和数据服务等，包括但不限于：免费服务期后的系统维护、数据修复、技术业务咨询服务、技术支持、应用培训等技术服务；二次开发服务业务；其他为客户（包括使用非本公司产品）进行的技术支持、技术应用及技术咨询服务；2019 年公司的技术服务收入有大幅增加，系公司近年来自主投资建设大数据中心，多年来对新闻、论坛、社交媒体、网络用户行为等网络大数据进行 7*24 小时不间断的大规模实时采集，已具备数万亿数据量的数据索引、标记、查询、挖掘分析能力，可支撑面向政府、媒体、金融、公安、商业等多行

业用户的大数据舆情分析云服务，使得云服务业务收入大幅增加所致，2019年云服务收入达到2.20亿元，占当年技术服务收入的45.98%；截至2020年3月末，公司已在北京建成数据中心26个机柜，已投资约300万元，后续随着本次可转债募投项目的建设投入，还将有更多数据中心机柜用于扩大云服务业务；随着公司业务不断往云服务方向转型，未来云服务业务收入有望继续增加。公司的媒介代理业务是公司与客户签订广告投放计划，按照客户要求选择媒体投放广告以获取相关收入，毛利率水平相对较低；其中2018年开始毛利率有显著提升系较高毛利率的搜狗公司媒介代理业务收入占比提升所致。

图表 8. 公司应用领域划分的收入、毛利率及变化情况（亿元）

营业收入	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
泛安全	1.91	2.55	2.74	0.06
政府	3.00	2.76	2.78	0.51
融媒体	0.37	0.63	1.37	0.42
金融	0.58	0.58	0.64	0.13
企业及其他	2.36	1.93	2.14	0.27
合计	8.21	8.45	9.67	1.39
毛利率	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
泛安全	72.67%	65.37%	73.45%	66.15%
政府	75.60%	64.49%	63.31%	77.39%
融媒体	38.51%	56.53%	74.59%	56.28%
金融	61.07%	46.14%	61.52%	80.98%
企业及其他	41.85%	49.35%	36.65%	-1.43%
综合	62.55%	59.44%	61.75%	55.34%

资料来源：拓尔思

按下游应用领域划分，该公司的产品和服务目前近年来主要应用于泛安全、政府、融媒体、金融、企业及其他领域，2019年的收入占比分别为28.35%、28.73%、14.18%、6.57%和22.17%，毛利率分别为73.45%、63.13%、74.59%、61.52%和36.65%。其中，泛安全领域，公司主要向公安、检法、网信、防务等安全相关部门提供网络安全、内容安全、互联网空间治理和舆情感知的技术产品和服务，帮助行业智慧化应用建设；政府领域，公司以承建“互联网+政务”、“政府大数据”应用为主，特别是政府网站集约化建设项目；融媒体领域，公司主要承建中央、地方、行业、县级媒体单位以及大型企业的融媒体中心 and 提供相关增值服务，该领域近年来收入增长较快；企业及其他领域，公司主要提供智能风控、智能监管、智能搜索和知识管理、精准营销和智能客服、口碑舆情监测分析等基于公司人工智能和大数据等核心技术的全面信息化解决方案及数据智能服务，该领域竞争较为激烈，毛利率相对较低。

从区域分布来看，该公司业务主要分布于北京等北方市场，2019年的收入占比为53.78%；其余华东、华中及华南、西部地区的收入占比分别为9.25%、26.68%和10.28%。

采购方面，该公司的采购内容包括软件安全产品、技术服务和媒介代理等业务实现过程中所需的系统软件、数据、外包服务以及相关硬件设备等。

2017-2019 年及 2020 年一季度公司的前五大供应商采购金额分别为 1.23 亿元、1.35 亿元、2.65 亿元和 0.29 亿元，占采购总额的比例分别为 37.26%、38.77%、49.02%和 38.48%，近年来对外采购金额相对较大，尤其是 2019 年，主要系公司进行西部总部基地项目建设投入所致。

销售方面，该公司销售部、市场部、顾问咨询部和客户服务中心构成了公司营销服务中心。公司软件产品的销售主要是通过直接向客户销售以及委托代理商销售相结合的方式进行。公司在多个城市设有分公司和办事处，由这些机构直接向客户提供销售或相关服务。同时，公司在全国拥有多家签约代理商，负责公司产品在行业或者区域的销售和服务。此外，公司还与中软、东软、中科软、太极、神州数码等多家知名集成商具有紧密的合作关系。公司的软件产品销售业务实施周期一般为 1 个月左右；行业解决方案的实施周期在半年到 1 年，按工程进度结算回款；云服务业务一般按年收费（年初或年尾收取）。但公司客户（包括直接客户和终端客户）主要为政府、媒体、泛安全以及金融、能源等大中企业客户，订单付款条件和账期相对更适应甲方要求，且从预算到签约及付款周期相对较长，影响致签约时间多在下半年甚至四季度，使得公司的回款相对较慢，结算方式基本以现金为主 2017-2019 年及 2020 年一季度公司的前五大客户的销售收入分别为 1.12 亿元、0.95 亿元、1.96 亿元和 0.53 亿元，占比分别为 12.49%、10.06%、18.55%和 33.71%，除 2020 年一季度因疫情影响，集中度相对较高外，公司近年来整体客户集中度较低，客户相对分散。

研发方面，该公司自成立以来，承担过包括国家 863 计划、重大科技计划、信息安全专项、核高基专项等几十项国家级项目。截至 2019 年末，研发人员数量 981 个，研发人员占比 55.71%；2017-2019 年的研发投入金额分别为 14457.48 万元、16370.81 万元和 17694.54 万元，研发投入比例分别为 17.60%、19.37%和 18.29%，其中研发资本化金额分别为 4792.73 万元、6383.13 万元和 8557.15 万元，资本化比例分别为 33.42%、38.99%和 48.36%。因公司所处行业发展变化速度快，近年来公司持续加大研发投入力度，以保持市场竞争力；未来公司仍将面临较大的持续研发投入压力。截至 2020 年 3 月末，公司已获得专利技术 33 项。

(2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构



资料来源：根据拓尔思所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司盈利主要来自主业经营收益，增值税软件退税等营业外收入（含资产处置收益和其他收益⁴）是公司重要的利润补充，2019年在利润总额中的占比分别为88.36%和16.52%。

近年来受益于不断拓展业务规模，该公司营业毛利稳中有升，2017-2019年及2020年一季度分别为5.14亿元、5.02亿元、5.97亿元和0.77亿元，其中2020年一季度同比减少0.22亿元系受疫情短期影响所致。同期，公司的期间费用分别为3.80亿元、3.81亿元、4.07亿元和0.64亿元，随着业务规模的扩大而有所上升，期间费用率分别为46.28%、45.04%、42.09%和46.02%，近年来期间费用率一直在40%以上的较高水平，系较高的业务营销成本、人力成本和研发费用支出等所致，2019年销售费用和管理费用（含研发费用）分别为1.65亿元和2.42亿元；较高的期间费用负担制约了公司盈利能力的提升。2017-2019年及2020年一季度公司发生资产减值损失（含信用减值损失）分别为0.04亿元、0.61亿元、0.26亿元和0.13亿元，主要为坏账损失和商誉减值，其中同期坏账损失分别为0.04亿元、0.21亿元、0.20亿元和0.13亿元，系公司业务规模扩大和客户回款压力加大，应收账款（含合同资产）增加以及账龄变长所致，此外2018年公司计提商誉减值0.40亿元，系子公司天行网安、耐特康赛和新谷公司业绩不达预期当年分别计提商誉减值0.11亿元、0.16亿元和0.13亿元所致。2017-2019年及2020年一季度公司的经营收益分别为1.22亿元、0.51亿元、1.56亿元和-0.01亿元，其中2018年经营收益较少系当年计提较多资产价值损失所致。

同期，该公司的营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）分别为0.66亿元、0.38亿元、0.29亿元和0.09亿元，主要来自软件增值税退税，2017-2019年分别为0.34亿元、0.28亿元和0.22亿元，其余主要为政府对技术研发项目的相关补助，其中2017年还因新谷公司未完成业绩承诺获得原股东的业绩补

⁴ 根据财政部于2017年度发布的《企业会计准则第16号——政府补助》，2017年开始部分政府补助计入“其他收益”项目。

偿 0.21 亿元。同期，公司实现净利润分别为 1.75 亿元、0.74 亿元、1.62 亿元和 0.09 亿元，呈现一定波动，但近年来整体盈利情况尚属良好。

图表 10. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 一季度	2019 年 一季度
营业毛利（亿元）	5.14	5.02	5.97	0.77	0.99
期间费用（亿元）	3.80	3.81	4.07	0.64	0.87
其中：销售费用（亿元）	1.48	1.56	1.65	0.27	0.34
管理费用（含研发费用，亿元）	2.26	2.26	2.42	0.37	0.53
财务费用（亿元）	0.06	-0.01	0.00	0.00	0.01
期间费用率（%）	46.28	45.04	42.09	46.02	42.21
其中：财务费用率（%）	0.69	-0.08	0.01	-0.29	0.25
资产减值损失（含信用减值损失）（亿元）	0.04	0.61	0.26	0.13	0.08
经营收益（亿元）	1.22	0.51	1.56	-0.01	0.02
全年利息支出总额（亿元）	0.02	0.02	0.01	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.01	0.01	0.00	-	-

资料来源：根据拓尔思所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

该公司目前主要在建项目为成都拓尔思信息技术有限公司（简称“成都拓尔思”）的西部区域总部及大数据研发和运营服务基地项目（简称“西部总部基地项目”，除科研办公类产业用房自持外，有配套商业办公用房可以销售。西部总部基地项目计划总投资 5.20 亿元，占地面积 18739.14 平方米，总建筑面积 106002.22 平方米，一共 4 栋楼，具体位于成都高新区新裕路 466 号；截至 2020 年 3 月末已投资 4 亿元左右，预计于 2020 年下半年建成完工。其中商业配套部分占比约 40%，已取得预售许可并已基本预售完毕；截至 2020 年 3 月末已收到预售房款约 3.5 亿元。公司目前主要拟建项目为本次可转债的募投项目。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，上市以来实际控制人一直为李渝勤，控股股东一直为持股平台信科互动，2018 年以来因发行新股，持股比例有所下降，但持股比例仍较高，且目前质押比例不高。公司法人治理结构较为健全，运作较为规范，具有独立完整的自主经营能力；公司近年来高管人事变动较频繁，需关注后续的高管人事变动及对公司正常的生产经营管理的影响。

(1) 产权关系

该公司为民营上市公司，自 2011 年上市以来控股股东一直为信科互动，实际控制人一直为李渝勤；2018 年以来因发行新股，持股比例有所下降，截至 2020 年 3 月末公司控股股东信科互动持有公司股权 42.10%，实际控制人李渝勤直接持有公司股权 0.03%，通过信科互动间接持有公司股权 33.68%，合计持有公司股权 33.71%。股权质押方面，截至 2020 年 5 月 26 日，公司控股股东信科互动累计质押公司股票 2707 万股，占总股本的 5.66%，占其所持公司股份的 13.45%，股权质押比例不高。

信科互动成立于 2001 年，股东为李渝勤和施水才，分别持股 80%和 20%；信科互动主要作为对该公司的持股平台，截至 2019 年末母公司口径未经审计的资产总额和净资产分别为 2.84 亿元和 0.82 亿元。实际控制人李渝勤除了持有和控制公司股权之外，其余主要参股投资一些股权投资基金和项目，投资规模不大。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司近年来同参股企业发生了少量关联交易，对公司影响很有限；2019 年向关联方采购商品和接受劳务金额为 41.12 万元，向关联方销售商品和提供劳务金额为 0 万元。

(3) 公司治理

该公司作为上市公司，建立健全了股东大会、董事会（下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会及董事会办公室）、监事会、管理层“三会一层”法人治理结构，并制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事会战略委员会工作细则》、《董事会审计委员会工作细则》、《董事会薪酬与考核委员会工作细则》、《董事会提名委员会工作细则》等制度。

截至本评级报告日，该公司董事会由 7 位董事构成（独立董事 3 名），其中李渝勤为董事长，施水才为副董事长和总经理；监事会成员 3 人，设监事会主席 1 名；高级管理人员共 10 人。总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构完善，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

近年来该公司高管人事变动较频繁，需关注对公司正常的生产经营管理的影响。2017 年 1 月，林春雨先生因个人原因申请辞去公司副总经理职务，目前已不在公司任职；2019 年 3 月，令狐永兴因个人原因申请辞去公司副总经理职务，但继续在公司担任其他职务；2019 年 7 月，刘瑞宝先生因个人原因申请辞去公司副总经理职务，不再在公司任职。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。公司总部下设职能中心、研发中心、行业中性和质保中心，同时在总部之外设有网络大数据应用事业部、北京分公司、上海分公司和广州分公司；各个部门和单位分工明确，运作规范。现行组织架构能够满足公司现阶段发展所需。公司具体组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

关联交易方面，该公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易的决策审批程序、权限等均进行了明确的规定。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理制度》，规定为他人提供担保必须经董事会或股东大会批准；为他人提供担保，应当采取反担保等必要的措施防范风险，反担保的提供方应具备实际承担能力；不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司（公司及其控股子公司除外）、股东的附属企业、本公司持股 50%以下的子公司、非法人单位或者个人债务提供担保。

(3) 投融资及日常资金管理

对外投资方面，该公司制定了《对外投资管理制度》，股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在公司章程和本制度规定的权限范围内，依法对公司的对外投资做出决策；对决策程序、权限等做出了明确的规定。

财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》，实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制，公司投资形成的子公司实行独立核算。独立核算的企业应当设置独立的财务机构。公司对所设立分支机构、子公司实行财务垂直管理，分支机构、子公司的财务负责人和财务人员由总公司财务统一委派和调遣，直接对公司财务部负责并报告工作。公司内审部每半年应对公司进行一次财务制度执行情况的全面检查，并提出书面检查意见。

(4) 不良行为记录

根据 2017-2019 年审计报告、公开披露信息、2020 年 5 月 8 日提供的《企业信用报告》，近年来该公司及其主要的关联方未发生需要披露的欠贷欠息事件；未发生重大工商、诉讼、质量、安全事故。

图表 11. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.5.8	未提供	无	无	无
各类债券还	公开信息披露	2020.5.26	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
本付息						
诉讼	公开信息披露	2020.5.26	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2020.5.26	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2020.5.26	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2020.5.26	无	无	无	无

资料来源：根据拓尔思所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来该公司债务率较低，负债主要集中于预收账款和应付账款等经营性负债，财务结构稳健，同时经营创现情况总体尚可，且拥有一定规模的现金类资产，整体偿债能力较强。但需关注应收账款（含合同资产）规模较大且逐年上升所带来的资金占用压力和回款风险，以及较大规模商誉的减值风险。

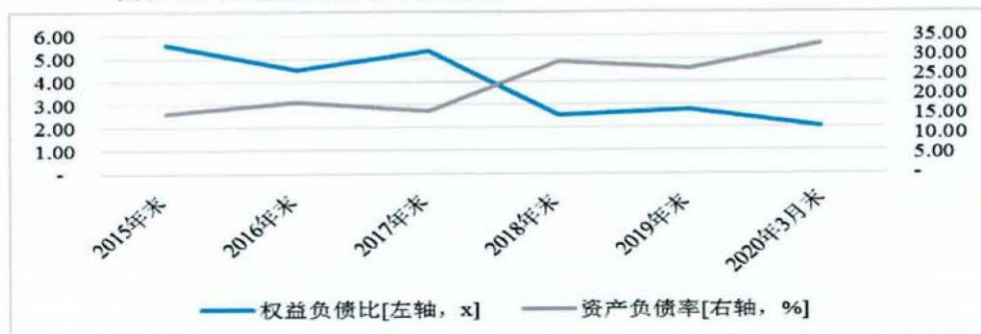
1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据拓尔思所提供数据绘制。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司总负债分别为 3.49 亿元、7.53 亿元、7.69 亿元和 9.40 亿元，近年来随着公司研发中心项目中的对外出售部分逐步外售，预收房款不断增加，使得公司债务规模不断增加；同期末，公司的所有者权益分别为 18.61 亿元、19.02 亿元、21.20 亿元和 19.22 亿元，近年来变化不大，其中 2020 年 3 月末未分配利润较年初减少 1.85 亿元，系因收入确认核算的相关会计准则调整⁵，调减期初未分配利润所致；同期末，公司的资产负债率分别为 15.81%、28.35%、26.61%和 32.84%，近年来随着整体债务规模的不断增加，债务率有大幅上升，但目前仍处于较低水平，且负债集中于预收房款和经营性负债，财务结构稳健。从权益构成来看，公司的所有者权益主要由实收资本和资本公积及盈余公积构成，2020 年 3 月末合计 11.95 亿元，占期末所有者权益的 62.19%，其余主要为未分配利润 6.47 亿元，占期末所有者权益的 33.66%。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据拓尔思所提供数据绘制。

从负债期限结构看，该公司 2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，流动负债占比分别为 96.01%、98.88%、97.47%和 97.83%，近年来公司债务集中于流动负债。从债务构成来看，公司负债主要由预收账款和应付账款构成，2020 年 3 月末占比分别为 71.20%和 15.76%。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，

⁵ 2020 年公司执行新收入准则，定制软件、技术开发、技术服务类收入确认原则发生变化，由完工进度法变为取得试运行稳定报告或验收报告时一次性确认收入。截至 2020 年 3 月 31 日，对之前部分项目未取得相关报告但已确认销售收入的，在未分配利润中进行冲减，对已达合同约定收款时点开具销售发票，发票中不含税金额计入合同负债。

公司的预收账款(含合同负债)分别为 0.21 亿元、3.70 亿元、4.21 亿元和 6.69 亿元, 主要为公司西部总部基地项目对外出售部分的预收房款 3.46 亿元, 其中 2020 年一季度大幅增加系当期收入会计准则调整, 调增 1.85 亿元预收账款(含合同负债), 加之当期收到较多业务项目预收款; 同期末, 公司的应付账款规模分别为 1.33 亿元、1.53 亿元、1.92 亿元和 1.48 亿元, 主要为应付供应商款项。截至 2020 年 3 月末, 公司基本无刚性债务。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 14. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期(天)	382.67	279.10	315.19	412.67	423.03	-
营业收入现金率(%)	93.93	102.30	102.17	142.43	106.21	88.78
业务现金收支净额(亿元)	1.30	1.87	2.50	3.89	3.38	-0.56
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.35	-0.98	-0.89	-0.82	-1.16	-0.11
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	0.95	0.90	1.61	3.06	2.22	-0.67
EBITDA(亿元)	1.76	1.98	2.57	1.47	2.46	-
EBITDA/刚性债务(倍)	1.79	1.97	5.03	6.05	10.05	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	500.17	109.39	112.75	69.40	215.09	-

资料来源: 根据拓尔思所提供数据整理。

注: 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额; 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017-2019 年及 2020 年 1-3 月, 该公司的营业收入现金率分别为 102.17%、142.43%、106.21%和 88.78%, 近年来因西部总部基地项目对外出售部分陆续预售收到较多预收款, 营业收入现金率相对较高, 剔除该因素影响, 公司 2017-2019 年主业整体的营业收入现金率为 98.01%, 业务现金回笼能力总体尚可, 其中因公司业务呈现明显的季节性特征, 同时主要客户为政府部门和大型企事业单位, 结算回款多集中在下半年, 一季度相对较少, 加之新冠疫情影响, 2020 年一季度营业收入现金率相对较低; 同期, 公司的经营活动净现金流分别为 1.61 亿元、3.06 亿元、2.22 亿元和-0.67 亿元, 剔除西部总部基地项目的预收款和对外出售部分的建设投入影响, 2017-2019 年平均每年经营活动净现金流入 1.82 亿元, 整体业务经营回款情况尚可, 2020 年一季度的主业经营净现金流入为-0.51 亿元, 系一季度客户回款相对较少所致。从经营效率来看, 剔除存货中的房地产开发成本影响, 2017-2019 年公司主业实际营业周期分别为 259.20 天、254.65 天和 245.06 天, 公司的营业周期较长, 整体经营效率相对较低。

该公司 2017-2019 年 EBITDA 分别为 2.57 亿元、1.47 亿元和 2.46 亿元, 近年来有所波动, 主要由利润总额和无形资产摊销构成, 2019 年占比分别为

71.81%和 24.08%。同期，公司的 EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 5.03 倍、6.05 倍和 10.05 倍，EBITDA 对全部利息支出的保障倍数分别为 112.75 倍、69.40 倍和 215.09 倍，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度均较高。

(2) 投资环节

图表 15. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.64	-2.90	-1.11	-2.13	1.88	-0.91
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.33	-0.23	-0.41	-0.79	-2.57	-0.17
投资环节产生的现金流量净额	-0.80	-3.12	-1.52	-2.91	-0.69	-1.08

资料来源：根据拓尔思所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年 1-3 月，该公司投资环节产生的现金净流量分别为-1.52 亿元、-2.91 亿元、-0.69 亿元和-1.08 亿元，近年来因持续进行研发中心项目的建设投入和研发投入，公司投资性活动现金流持续净流出，且未来仍将保持一定的净流出规模。

(3) 筹资环节

2017-2019 年及 2020 年 1-3 月，该公司筹资性净现金流分别为-0.88 亿元、-0.46 亿元、-0.37 亿元和-0.00 亿元，近年来公司筹资活动现金流持续净流出，系逐步偿还有息债务所致。但未来随着公司业务量的不断增加，尤其是营运资本投入的增加，加之本次债券募投项目的投资，公司可能会进行一定的外部融资。

4. 资产质量

图表 16. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.17	9.73	10.62	15.10	14.41	13.79
	50.77	47.17	48.05	56.86	49.87	48.18
其中：现金类资产（亿元）	5.37	4.48	4.03	5.87	5.17	4.30
应收账款（含合同资产）（亿元）	3.44	4.04	4.90	5.81	6.34	5.63
存货（亿元）	0.13	0.78	1.19	2.22	1.71	2.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.89	10.89	11.48	11.45	14.48	14.83
	49.23	52.83	51.95	43.14	50.13	51.82
其中：在建工程（亿元）	-	-	-	-	2.24	2.48
可供出售金融资产（亿元）	0.62	1.35	2.09	2.08	2.56	2.56
商誉（亿元）	5.04	6.44	6.44	6.03	5.71	5.71

资料来源：根据拓尔思所提供数据整理。

近年来该公司不断发展主业规模，同时持续进行研发中心项目的建设投入

和研发投入，资产规模不断增加，2017-2019年末及2020年3月末分别为22.10亿元、26.55亿元、28.89亿元和28.62亿元；其中，流动资产占比分别为48.05%、56.86%、49.87%和48.18%。

从资产构成来看，2019年末该公司资产主要由现金类资产、应收账款（含合同资产）、存货、在建工程、可供出售金融资产和商誉构成，占比分别为17.90%、21.95%、5.91%、7.75%、8.86%和19.77%。截至2020年3月末，公司的现金类资产为4.30亿元，主要为货币资金1.86亿元（其中受限0.04亿元）和交易性金融资产（均为银行理财产品）2.41亿元。2017-2019年末及2020年3月末，公司的应收账款（含合同资产）账面价值分别为4.90亿元、5.81亿元、6.34亿元和5.63亿元，近年来随着公司经营规模扩大，应收款项（含合同资产）规模总体有所上升，截至2020年3月末公司的应收账款账龄在1年以内、1-2年、2-3年和3年以上的账面余额分别为2.72亿元、0.86亿元、0.40亿元和0.13亿元，已计提坏账准备0.33亿元；总体看，公司应收账款规模较大，且整体账龄较长，主要系公司客户较多为政府相关机构和大型企事业单位、信用较好的优质集成商等，付款周期相对较长，但发生实质坏账的风险相对较小或总体影响相对较小，且公司客户相对分散，2019年末公司前5大应收账款客户占比为17.11%，集中度不高。同期末，公司的存货分别为1.19亿元、2.22亿元、1.71亿元和2.26亿元，主要为公司对成都研发中心项目对外出售部分的建设投入形成的开发成本，同期末分别为0.85亿元、2.11亿元、1.49亿元和1.66亿元，其中2019年末相比2018年末有所减少系部分转入在建工程所致，其余存货主要为采购的原材料、库存商品和合同履行成本，2020年3月末分别为0.05亿元、0.04亿元和0.52亿元。同期末，公司的在建工程分别为0亿元、0亿元、2.24亿元和2.48亿元，系公司对成都研发中心项目自用部分的建设投入；同期末，公司的可供出售金融资产分别为2.09亿元、2.08亿元、2.56亿元和2.56亿元，主要为公司参股投资的一些互联网科技企业和股权投资基金，投资较为分散，投资相对较大的主要为对广州天目人工智能产业投资基金合伙企业（有限合伙）和考拉昆仑信用管理有限公司的投资，投资金额分别为0.65亿元和0.51亿元；同期末，公司的商誉分别为6.44亿元、6.03亿元、5.71亿元和5.71亿元，系因收购天行网安、广拓大数据、耐特康赛和新谷公司形成的商誉⁶，近年来商誉不断减少系计提商誉减值和出售剥离新谷公司股权所

⁶ 天行网安主要研发和销售网络边界安全领域的的数据交换安全产品、数据应用安全产品，系公司于2014年以6.28亿元的交易对价获得其100%股权，完成了2014-2016年的业绩承诺0.41亿元、0.515亿元和0.62亿元，2019年末净资产为3.04亿元；2017-2019年实现净利润分别为0.64亿元、0.55亿元和0.62亿元。

广拓大数据主要研发和销售知识图谱技术和大数据分析软件，系公司于2013-2018年以合计0.98亿元的成本陆续收购获得其86.43%的股权，原股东业绩承诺2018-2020年扣非净利润分别为不低于0.126亿元、0.158亿元和0.1885亿元，2019年末净资产为0.79亿元；2017-2019年实现净利润分别为0.10亿元、0.16亿元和0.13亿元。

耐特康赛主要开发和提供互联网搜索引擎营销优化和互联网口碑管理相关技术产品和服务，系公司于2015年以1.10亿元的对价获得其55%的股权，原股东业绩承诺2015-2017年扣非净利润分别为不低于0.10亿元、0.15亿元和0.25亿元，2019年末净资产为0.78亿元；2015-2019年实现净利润分别为0.50亿元、0.18亿元、0.21亿元、0.12亿元和0.08亿元，完成了业绩承诺，但2018年以来因行业竞争加剧，业绩出现大幅下滑。

致，2020年3月末上述公司（不含新谷公司）的商誉余额分别为4.88亿元、0.16亿元和1.00亿元，已分别计提商誉减值准备0.11亿元、0亿元和0.22亿元；总体看，公司商誉规模较大，在当前行业竞争逐渐加剧的背景下，公司未来仍面临较大的商誉减值风险。2020年3月末，公司的其他应收款为0.46亿元，余额为0.58亿元，主要为项目保证金0.35亿元、往来款0.09亿元、押金0.05亿元、备用金0.03亿元和因转让新谷公司股权形成的应收款0.08亿元，因时间较长，已计提坏账准备0.12亿元；同期末，公司的其他流动资产为0.76亿元，主要为待抵扣进项税0.30亿元和预缴企业所得税0.36亿元。

资产受限方面，截至2020年3月末公司受限资产仅为受限的货币资金0.04亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
流动比率(%)	367.98	271.75	316.52	202.85	192.27	150.00
速动比率(%)	362.78	247.76	280.48	166.97	167.49	121.19
现金比率(%)	215.42	104.23	85.52	34.80	69.01	46.75

资料来源：根据拓尔思所提供数据整理。

2019年末及2020年3月末，该公司流动比率分别为192.27%和150.00%，速动比率分别为167.49%和121.19%，现金比率分别为69.01%和46.75%，公司整体流动比率尤其是现金比率高，且受限资产很少，整体流动性水平良好。

6. 表外事项

或有负债方面，该公司截至2020年3月末不存在未决诉讼及仲裁事项，但存在对外担保余额3,587.00万元，系按照银行政策和相关开发商企业的商业惯例，公司子公司成都拓尔思为购房客户银行按揭贷款提供阶段性连带责任担保，审批担保额度合计不超过人民币6,000万元，担保期间为自贷款银行与购房人签订借款合同之日起至购房人所购房屋正式办妥抵押登记，并将房地产权证和/或房地产他项权证交由贷款银行执管之日止，实际发生损失风险较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是公司主要的经营主体之一，同时对下属经营性的主要子公司进行经营管理，并进行对外股权投资和管理；公司本部拥有相当部分的资产和负债，截至2020年3月末公司本部总资产和总负债分别为21.54亿元和

新谷公司主要研发公安行业信息化领域的警用大数据管理和分析软件及行业应用系统，系公司于2017年通过收购和增资等获得其60%股权，实际投资成本0.33亿元（含交易费用0.175亿元，并已扣除获得的业绩补偿），约定业绩承诺2017-2018年的合计净利润不低于0.10亿元，但因行业竞争加剧，新谷公司2017-2018年度2019年1-11月实际净利润分别为0.06亿元、0.05亿元和-0.09亿元，公司于2019年11月以0.08亿元的对价出售了所持新谷公司的股权，实际净亏损0.22亿元。

3.37 亿元，资产负债率为 15.63%，负债经营程度低，财务结构稳健。

该公司 2017-2019 年及 2020 年 1-3 月实现收入分别为 3.53 亿元、3.68 亿元、4.64 亿元和 0.87 亿元，实现净利润分别为 1.16 亿元、0.84 亿元、1.04 亿元和 0.18 亿元，近年来公司本部经营情况总体良好。

总体来看，该公司本部拥有主要的经营性资产等公司资源，负债经营程度低，经营情况良好，且公司本部对下属子公司在财务和业务经营等方面管控力较强，偿债能力较强。

外部支持因素

该公司近年来较少通过债务融资，截至 2020 年 3 月末，公司主要获得了宁波银行的 2 亿元授信，且尚未使用过，作为上市公司，负债率低，财务结构稳健，整体融资渠道较为畅通。

评级结论

该公司为民营上市公司，上市以来实际控制人一直为李渝勤，控股股东一直为持股平台信科互动，2018 年以来因发行新股，持股比例有所下降，但持股比例仍较高，且目前质押比例不高。公司法人治理结构较为健全，运作较为规范，具有独立完整的自主经营能力；公司近年来高管人事变动较频繁，需关注后续的高管人事变动及对公司正常的生产经营管理的影响。

该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，近年来业务规模稳步提升，毛利率维持在高水平，但期间费用负担较重，且因计提资产减值等，盈利有所波动。2020 年一季度受疫情影响，收入和利润有所减少，关注后续业务恢复情况。

近年来该公司债务率较低，负债主要集中于预收账款和应付账款等经营性负债，财务结构稳健，同时经营创现情况总体尚可，且拥有一定规模的现金类资产，整体偿债能力较强。但需关注应收账款（含合同资产）规模较大且逐年上升所带来的资金占用压力和回款风险，以及较大规模商誉的减值风险。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一个会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

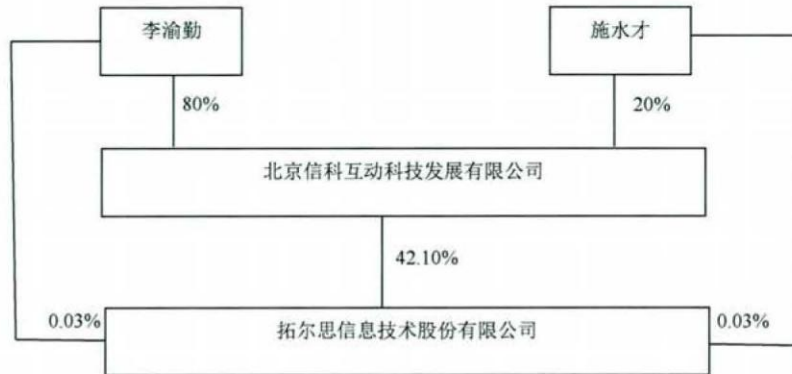
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

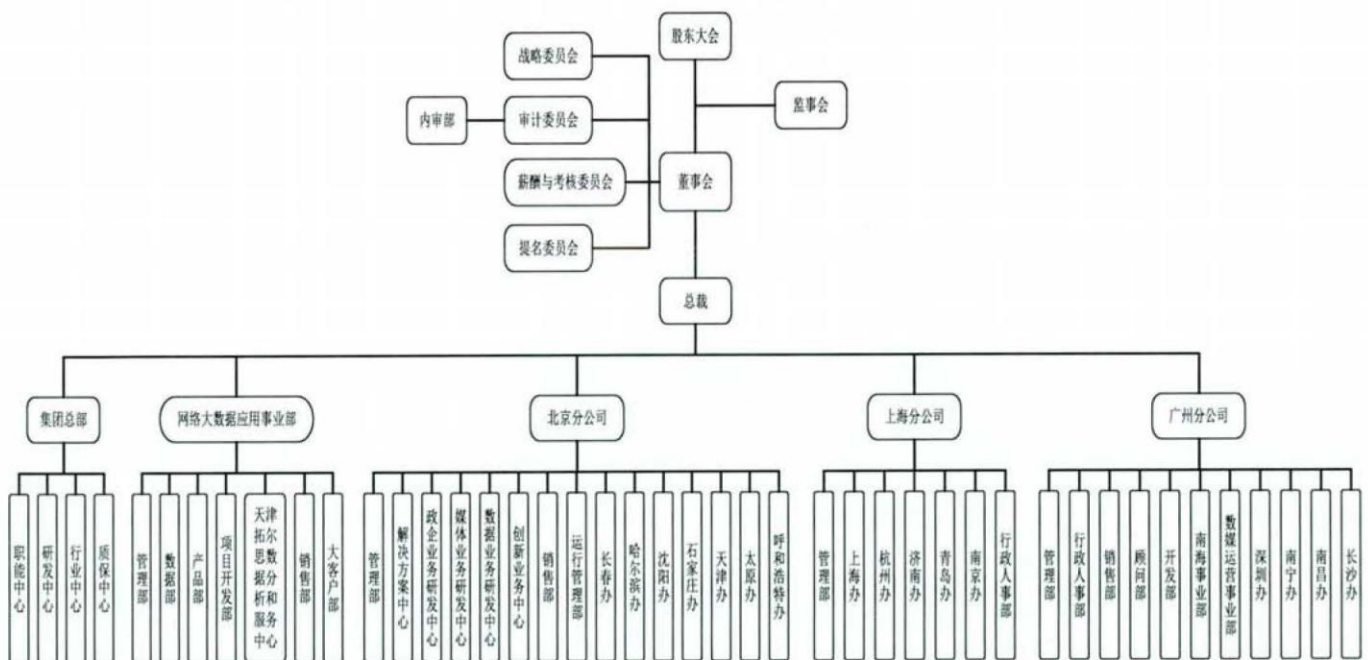
公司与实际控制人关系图



注：根据拓尔思提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据拓尔思提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量		EBITDA
信科互动科技发展有限公司	信科互动	控股股东	—	技术开发；投资咨询；企业管理咨询	1.90	0.82	0.0009	0.59	未提供	未提供	母公司口径，未经审计
拓尔思信息技术股份有限公司	拓尔思	本级	—	软件开发与销售、技术服务等	-	19.45	4.64	1.04	1.76	1.68	
拓尔思天行网安信息技术有限公司	天行网安	核心子公司	100	数据交换安全产品、数据应用安全产品及维护服务	-	3.04	2.20	0.62	0.91	0.76	
耐特康赛网络技术(北京)有限公司	耐特康赛	核心子公司	55	设计、制作、发布、代理广告	0.005	0.78	2.13	0.08	0.22	0.13	
广州拓尔思大数据有限公司	广拓大数据	核心子公司	86.43	提供大数据分析技术产品和服务	-	0.79	0.70	0.13	-0.13	0.16	

注：根据拓尔思 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额[亿元]	22.10	26.55	28.89	28.62
货币资金[亿元]	2.84	2.53	3.64	1.86
刚性债务[亿元]	—	0.48	0.01	0.00
所有者权益[亿元]	18.61	19.02	21.20	19.22
营业收入[亿元]	8.21	8.45	9.67	1.39
净利润[亿元]	1.75	0.74	1.62	0.09
EBITDA[亿元]	2.57	1.47	2.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.61	3.06	2.22	-0.67
投资性现金净流入量[亿元]	-1.52	-2.91	-0.69	-1.08
资产负债率[%]	15.81	28.35	26.61	32.84
权益资本与刚性债务比率[%]	—	3,926.62	422,850.71	434,425.42
流动比率[%]	316.52	202.85	192.27	150.00
现金比率[%]	85.52	34.80	69.01	46.75
利息保障倍数[倍]	84.42	44.24	155.44	—
担保比率[%]	—	1.16	1.69	1.87
营业周期[天]	315.19	412.67	423.03	—
毛利率[%]	62.55	59.44	61.75	55.34
营业利润率[%]	20.67	10.89	18.30	6.66
总资产报酬率[%]	9.02	3.84	6.41	—
净资产收益率[%]	9.85	3.92	8.03	—
净资产收益率*[%]	9.18	3.33	8.01	—
营业收入现金率[%]	102.17	142.43	106.21	88.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	46.37	56.77	29.66	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.49	2.80	20.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	112.75	69.40	215.09	—
EBITDA/刚性债务[倍]	5.03	3.02	10.05	—

注：表中数据依据拓尔思经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2)+报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和日后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《软件行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）
- 《工商企业评级模型（软件行业）MX-GS007（2019.8）》（发布于2019年8月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

仅限评级项目使用

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务,企业资产委托管理,债券评估,为投资者提供投资咨询及信息服务,为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】



仅限评级项目使用

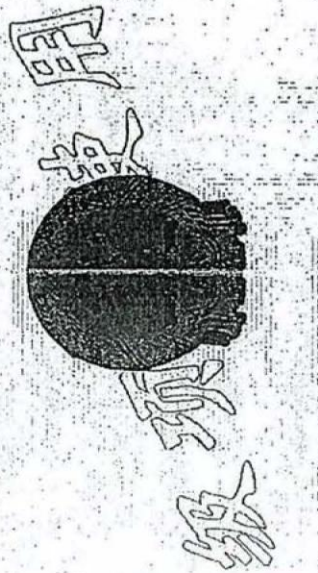
年报提示
 请于每年1月1日至6月30日
 申报年报,逾期
 将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日

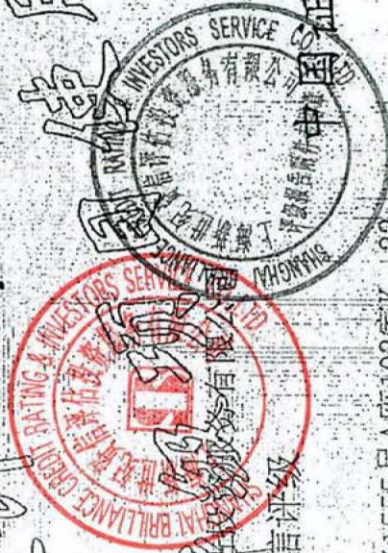


仅限评级项级信用 中华人民共和国信用 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评级股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：宋荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003



2012年11月2日

2012年11月2日

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 王科柯

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070218080007

证书取得日期: 2018-08-27

取用上海拓尔思信息技术股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券相关事宜



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：李一

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070219100001

证书取得日期：2019-10-05

仅用于披露信息股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券相关事宜



2019年10月09日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。