

2020年04月29日

技术为基的政务互联&大数据平台建维领先者

开普云 (688228)

经过 20 年的发展，开普云成为一家以向各级政府及组成机构提供互联网内容服务平台建设、大数据服务及运维服务的软件企业。公司累计为 2,000 余家党政客户提供了服务，是国内领先的互联网内容服务平台建设和政府网站内容监测服务商。

主要观点：

► **开普云的核心竞争力：** 政务互联网内容服务平台及大数据监控领域的核心技术&海量客户资源的沉淀。

► **主要增长逻辑：** 公司发展的核心驱动是——“互联网+政务”建设加速推进。我们预计：(1) 2020-2022 年电子政务市场的整体规模为 2334/2686/3081 亿元，年复合增速 15.00%。2020-2022 年大数据核心产业规模分别为 586/768/998 亿元，年复合增速 31.09%，政务大数据的增速将不低于整体大数据核心产业增速。(2) 基于公司在电子政务内容平台领域的突出技术优势和口碑优势，预计 2020-2022 年来自于互联网服务平台业务的营收分别为 2.60/3.51/4.85 亿元，对应毛利分别为 1.35/1.84/2.56 亿元；预计 2020-2022 年大数据服务平台的营收分别为 0.66/0.71/0.76 亿元，对应毛利分别为 0.51, 0.54, 0.58 亿元。

► **盈利预测与估值：** 预计 2020-2022 年开普云的营收分别为 3.62/4.62/6.05 亿元，年复合增长 26.65%，归母净利润分别为 1.03/1.34/1.75 亿元，年复合增长 30.66%。给予公司 55 倍 2020 年 EPS 估值，目标股价 84.04 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情导致的不确定性、市场竞争加剧的风险、技术风险、业绩季节性波动风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 228.03 | 298.07 | 361.90 | 462.12 | 605.46 |
| YoY (%) | 45.54% | 30.71% | 21.42% | 27.69% | 31.02% |
| 归母净利润(百万元) | 62.77 | 78.28 | 102.58 | 134.43 | 174.60 |
| YoY (%) | 74.84% | 24.71% | 31.03% | 31.05% | 29.88% |
| 毛利率 (%) | 60.36% | 59.06% | 58.98% | 58.03% | 57.33% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 1.17 | 1.53 | 2.00 | 2.60 |
| ROE | 36.75% | 33.46% | 8.23% | 9.70% | 11.14% |
| 市盈率 | 70.53 | 56.56 | 43.16 | 32.93 | 25.36 |

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 84.04
最新收盘价： 65.48

股票代码： 688228
52 周最高价/最低价： 105.00/63.10
总市值(亿) 44.27
自由流通市值(亿) 9.57
自由流通股数(百万) 14.51



分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519020001

联系人：李化
 邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲
 邮箱：yulf@hx168.com.cn

实习生申宇鹏、李斌、李嘉伟对本报告有重要贡献

正文目录

| | |
|--|----|
| 1. 研发驱动&高成长的政务互联网内容平台及大数据服务商..... | 4 |
| 1.1. 20 年耕耘终成国内政务互联网及大数据服务领先厂商..... | 4 |
| 1.2. 技术与客户共振驱动，“互联网+政务”领先..... | 7 |
| 1.3. 研发是主要驱动，近 3 年归母净利年复合增速 79.60%..... | 13 |
| 2. 行业分析：预计电子政务及大数据未来年增速不低于 15/31%..... | 15 |
| 3. 互联网平台：预计未来 3 年营收/毛利年均增速为 31.12%/30.35%..... | 16 |
| 4. 大数据平台：预计未来 3 年营收/毛利年均增速为 6.41%/5.76%..... | 23 |
| 5. 预计 2020-2022 年归母净利年复合增速 30.66%，买入评级..... | 26 |
| 5.1. 募投分析：提高公司实力，蓄能未来长期发展..... | 26 |
| 5.2. 营收预测：预计未来 3 年营收年均复合增速达 26.65%..... | 28 |
| 5.3. 利润预测：预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速 30.66%..... | 29 |
| 5.4. 估值：目标价 84.04 元，“买入”评级..... | 30 |
| 5.5. 风险提示..... | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 公司发展历程..... | 5 |
| 图 2 公司的核心技术、业务支撑平台和产品服务体系..... | 5 |
| 图 3 员工持股情况整理（上市后）..... | 5 |
| 图 4 上市后的股权结构情况..... | 5 |
| 图 5 2017-2019 年营收及净利润情况（万元/%）..... | 14 |
| 图 6 2017-2019 毛利率变动趋势图..... | 14 |
| 图 7 2017-2019 销售费用、管理费用和研发费用情况（万元/%）..... | 15 |
| 图 8 2017-2019 经营净现金&归母净利润对比图（万元）..... | 15 |
| 图 9 电子政务产业发展情况..... | 16 |
| 图 10 核心大数据产业发展情况..... | 16 |
| 图 11 互联网内容服务平台架构示意图..... | 17 |
| 图 12 智慧门户典型案例-中央人民政府网..... | 18 |
| 图 13 智慧门户业务发展情况..... | 18 |
| 图 14 政务服务平台典型案例-12309..... | 19 |
| 图 15 政务服务平台业务发展情况..... | 19 |
| 图 16 融媒体平台典型案例-现场云..... | 20 |
| 图 17 融媒体业务发展情况..... | 20 |
| 图 18 监测类 SAAS 展现形式..... | 24 |
| 图 19 搜索类业务示意图..... | 24 |
| 图 20 大数据服务业务营收（百万元）及毛利率（%）..... | 26 |
| 图 21 大数据服务业务客户数量（个）及同比增长（%）..... | 26 |
| 图 22 未来 3 年营收变动趋势..... | 29 |
| 图 23 未来 3 年毛利结构变动趋势..... | 29 |

| | | |
|------|----------------------------------|----|
| 表 1 | 公司产品和服务情况 | 7 |
| 表 2 | 大数据采集技术先进性体现 | 9 |
| 表 3 | 平衡语料库先进性体现 | 9 |
| 表 4 | 敏感信息监测技术先进性体现 | 10 |
| 表 5 | 云搜索技术先进性体现 | 11 |
| 表 6 | 数字内容管理先进性体现 | 12 |
| 表 7 | 开普云核心技术产生收入（万元）及其占营业收入的比例（%） | 12 |
| 表 8 | 2019 年公司不同业务类型累计服务的政府机关的数量（单位：个） | 13 |
| 表 9 | 政务平台业务客户数量及单价变动情况 | 20 |
| 表 10 | 开普云互联网服务平台业务营收及毛利预测 | 22 |
| 表 11 | 开普云运维服务营收及毛利预测 | 22 |
| 表 12 | 开普云互联网内容服务相关的营收及毛利预测汇总 | 23 |
| 表 13 | 分客户政治层次的大数据服务业务情况 | 25 |
| 表 14 | 开普云大数据业务营收及毛利预测 | 26 |
| 表 15 | 开普云募投项目基本情况整理 | 27 |
| 表 16 | 开普云整体营收及毛利预测过程 | 28 |
| 表 17 | 开普云利润预测 | 29 |
| 表 18 | 可比公司及其估值 | 30 |

1. 研发驱动&高成长的政务互联网内容平台及大数据服务商

开普云是一家以数字内容管理和大数据相关技术研发为基础，向全国各级党政机关、大中型企业、媒体单位提供互联网智慧门户、政务服务平台、融媒体平台等互联网内容服务平台的建设、运维以及云监测、内容安全、云搜索等 SaaS 模式大数据服务的软件企业。目前，开普云累计为 2,000 余家党政机关客户提供了服务：一方面，公司向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，30%以上的省级政府、20%以上的国务院组成部门和直属机构提供了互联网内容服务平台的建设及运维工作；另一方面，公司还向 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云监测等领域的大数据服务，是国内领先的互联网内容服务平台建设和政府网站内容监测服务商。

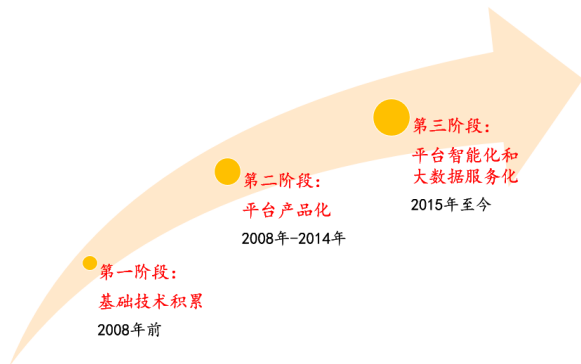
1.1. 20 年耕耘终成国内政务互联网及大数据服务领先厂商

以华南区域地级市以下政府及中小企业探索起家，经过 20 年的发展，形成主要服务于党政机关的互联网内容服务平台及大数据服务平台两大主营业务。开普云的发展可以概况为 3 个阶段：（1）以华南区域地级市以下客户与中小企业为主要服务对象的基础技术积累阶段（2000-2008 年）。自开普云的前身公司东莞互联于 2000 年成立开始，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，以关键技术跟踪为主，完成了众多政府门户、业务系统、网上办事服务系统、行政审批等项目的定制开发服务，形成了部分产品和行业应用方案，营销方面以华南区域地级市以下客户和中小企业为主，但尚未形成规模化的细分市场发展方向。（2）内容管理平台的产品形成与发展阶段（2008-2014 年）。在这一阶段，公司结合互联网和行业发展趋势，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，市场区域也从华南逐步向华东、华北、西南地区拓展。（3）向平台智能化和大数据服务化转型阶段（2015 年-今）。在这一阶段公司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，成功研发了实现自动化采集、分析、存储和应用的大数据服务平台，并以 SaaS 模式为客户提供云监测、内容安全、云搜索等数据服务。

实际控制人具有北京大学计算机专业教育背景，较为广泛的员工持股实现利益捆绑，立足广东及北京两大市场的发展思路是开普云发展历程中最为重要的成功要素。（1）公司创立之初的股东分别为石龙工业总公司（占比 70%）和首信发展（占比 30%），经过多次股权变化之后，以广东及北京为重地的发展思路是开普云得以成功成为政务互联网内容平台及大数据服务领先厂商的关键所在。更加富裕、更富市场性的广东民营经济为公司早期的成长提供较为坚实的收入来源；作为全国政治、经济和文化中心的北京则为公司的发展提供示范性的政府客户进而形成良好的示范作用。（2）教育背景优势的领军人物为开普云的发展奠定产业格局与视野：1995 年毕业于北京大学计算机软件专业，硕士研究生学历，于 2001 年加入公司，现为公司董事长兼总经理、实际控制人。汪敏先生主持发明专利 11 项，发表论文 3 篇，参与制定 1 项国家标准，参与了国务院办公厅制定的《政府网站发展指引》（国办发〔2017〕47 号）的 3 项子课题研究工作；曾获得“广东省科学技术奖励二等奖”、“东莞市科学技术进步奖二等奖”多次；曾担任国家行政学院电子政务专家委员会委员；负责了 6 项国家级和 7 项省部级科研项目。汪敏先生在电子政务领域深耕 20 余年，对前沿技术和政务发展趋势具有较为深刻的洞察，负责公司的研发战略、产品战略、关键技术路径决策、研发和评价体系的建设，先进技术的前瞻投入以及具体产品与市场的有机

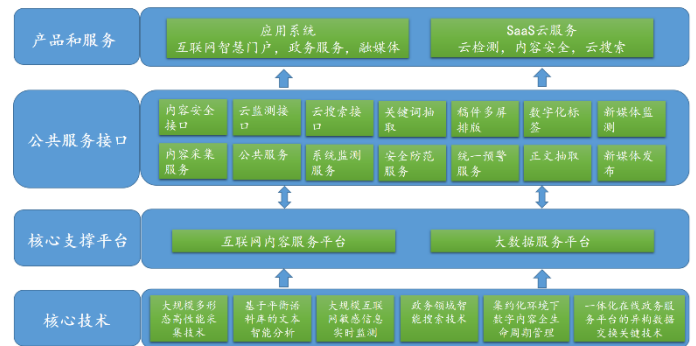
结合作出了实质性的贡献。(3) 管理层及核心员工持股实现了利益捆绑：公司董事长、总经理汪敏先生持股 27.64%，公司董事、研发部副总经理刘轩山先生持股 4.14%，公司副总经理严妍女士通过东莞政通和北京卿晗间接持有公司 5.51% 的股份。

图 1 公司发展历程



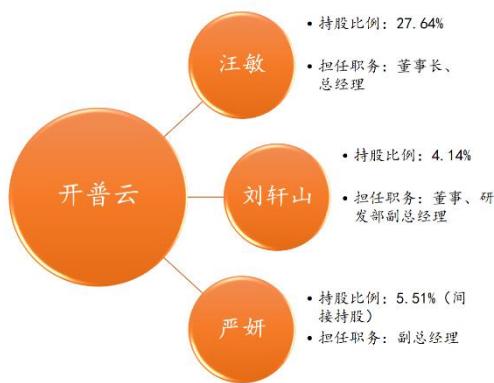
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 2 公司的核心技术、业务支撑平台和产品服务体系



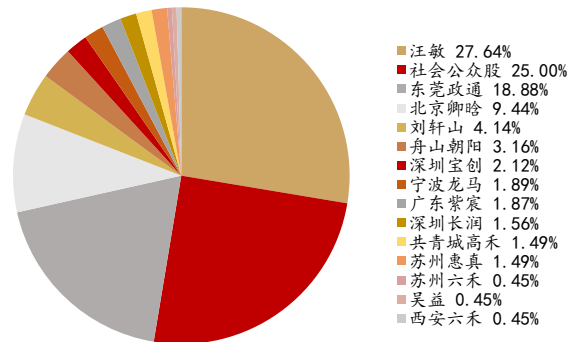
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 3 员工持股情况整理（上市后）



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 4 上市后的股权结构情况



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

开普云在面向政务的互联网内容服务平台，大数据服务平台以及运维服务等领域积累了大量客户及成功案例，是面向政府的互联网内容平台建设以及大数据服务平台建设及 SAAS 服务的领先供应商。(1) 互联网内容服务平台是“互联网+”时代政府和企业向数字政府、数字企业、数字媒体转型升级的基础支撑软件系统，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。该业务主要形成互联网智慧门户，政务服务平台，融媒体平台三个应用场景。①互联网智慧门户业务为党政机关、大中型企业提供全媒体数字内容采集、编辑、管理、存储、检索和多渠道发布的平台工具，并完成产品安装部署、前端设计、个性化功能定制以及整体系统的安装联调、测试、上线等服务，包括政务智慧门户和企业智慧门户。截至目前，开普云向北京市、海南省、四川省、湖南省、安徽省等提供了省级政府网站集约化平台的建设，此外，还提供了广州市、南昌市、西安市、成都市等 10 余个地级以上城市政府网站集约化平台的建设。此外，开普云还向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、中国

广核集团有限公司等大型央企提供了智慧门户的建设。②政务服务平台业务通过后台的跨部门信息共享，为公民和企业提供基于互联网的全流程电子化服务，实现政务服务线上申请、在线核验、在线办理、在线支付、物流对接等服务。典型案例包括：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。③融媒体平台则为按照“媒体+”的理念，建立全媒体资源库，汇聚全媒体内容，为党政机关、媒体单位提供多渠道统一的全媒体内容策划、采集、编辑、发布和全流程实时监控等服务。典型案例：开普云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。（2）大数据服务主要是通过异地多点多线路地对互联网内容服务平台数据进行高效采集和智能分析，为客户提供网站监测、内容安全和智能搜索等 SaaS 运营服务。运维服务保障互联网内容服务平台的稳定运行。因此，公司业务覆盖了互联网内容服务平台的建设、运营和运维的全生命周期，形成了完整的业务体系，能够有效提升客户黏性并深挖客户价值。大数据服务包括云监测，内容安全，政务新媒体监测和云搜索四大主要板块。①云监测：以 SaaS 服务方式通过全国政府网站的数据采集和分析，为政府网站提供连通性、应用可用性、内容保障等 5 类、10 余个指标的 7×24 小时持续、稳定监控。典型客户包括：国家发改委、商务部、国家林业局、海关总署、国家税务总局、北京市政府、广东省政府、甘肃省政府、河北省政府、山西省政府、海南省政府和山东省政府等。②内容安全：以 SaaS 服务方式为政府网站提供包含错敏信息、信息泄密、隐私泄露等 5 类、20 余个指标的 7×24 小时全时监测。目前，北京市政府、江西省政府、新华社、重庆税务局、武汉民政局、成都高新区正在使用开普云的内容安全云服务。③政务新媒体监测：以 SaaS 服务方式，对微博、微信、今日头条内容进行监测，包含内容安全、内容不更新、互动回应等 3 类、8 个指标的监测。④云搜索：以 SaaS 服务方式为政府网站提供体验友好的垂直搜索服务，解决政府网站内容搜不到、搜不全、搜不准的问题。目前，国家最高人民检察院、国家卫健委、国家质检总局、北京市政府、四川省政府、天津政务网使用了公司的云搜索服务。（3）运维服务主要是指公司在内容服务平台建设完成后为客户提供的运维保障服务，服务形式为以非现场为主、现场长期值守为辅，服务内容主要包括定期巡检、漏洞扫描、故障处理、重大活动系统应急保障、突发事件及时响应以及年度运维总结等，服务目标为保障平台系统安全稳定地运行。

表 1 公司产品和服务情况

| 产品和服务分类 | | 主要用途 |
|-----------|--------------|--|
| 类别 | 应用场景/SaaS 服务 | |
| 互联网内容服务平台 | 互联网智慧门户 | 基于互联网内容服务平台，为党政机关、大中型企业提供全媒体数字内容采集、编辑、管理、存储、检索和多渠道发布的平台工具，并完成产品安装部署、前端设计、个性化功能定制以及整体系统的安装联调、测试、上线等服务，包括政务智慧门户和企业智慧门户 |
| | 政务服务平台 | 基于互联网内容服务平台，为政府构建一体化政务服务平台，通过后台的跨部门信息共享，为公民和企业提供基于互联网的全流程电子化服务，实现政务服务线上申请、在线核验、在线办理、在线支付、物流对接等服务 |
| | 融媒体平台 | 基于互联网内容服务平台，按照“媒体+”的理念，建立全媒体资源库，汇聚全媒体内容，为党政机关、媒体单位提供多渠道统一的全媒体内容策划、采集、编辑、发布和全流程实时监控等服务 |
| 大数据服务 | 云监测 | 以 SaaS 服务方式，通过全国政府网站的数据采集和分析，为政府网站提供连通性、应用可用性、内容保障等 5 类、10 余个指标的监测 |
| | 内容安全 | 以 SaaS 服务方式，为政府网站提供包含错敏信息、信息泄密、隐私泄露等 5 类、20 余个指标的监测 |
| | 政务新媒体监测 | 以 SaaS 服务方式，对微博、微信、今日头条内容进行监测，包含内容安全、内容不更新、互动回应等 3 类、8 个指标的监测 |
| | 云搜索 | 以 SaaS 服务方式，为政府网站提供体验友好的垂直搜索服务，解决政府网站内容搜不到、搜不全、搜不准的问题 |
| | 其他 | 包括政府网站健康指数、云分析等产品 |
| 运维服务 | | 为互联网内容服务平台提供运行保障支撑服务 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

1.2. 技术与客户共振驱动，“互联网+政务”领先

1.2.1. 自主研发的六大核心技术具显著竞争优势，是营收创造核心驱动力

相较于国内外竞争对手，开普云自有研发的覆盖数字内容采集、存储、分析和应用全生命周期管理的六大核心技术具有明显的竞争优势，是公司营收创造的主要驱动力。(1) 大规模多形态高性能采集技术。由于政府网站存在格式不规范、互动应用多等问题，一般的互联网爬虫难以实现政府网站内容的全面及时采集。为满足全国政府网站内容的采集和汇聚需求，实现“全面、快速、准确”的监测和搜索服务目标，公司研发了具备自身特点的大规模多形态高性能采集技术。先进技术主要包括：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。⑦总结：形成4项发明专利。基于该技术，公司实现了全国政府网站全面、长期、稳定、高效采集，在最快5分钟、最慢两小时的周期内完成全国政府网站首页和重要栏目的更新检查和网页收录，在24小时的周期内完成全国政府网站的更新检查和网页收录，每天采集网页超过2亿次，总采集有效网页链接超过200亿条，为大规模用户提供了实时监测和预警服务。

(2) 基于平衡语料库的文本智能分析技术。随着互联网和移动互联网的快速发展，各种新词、敏感规则及句子语义的不断变化，传统的全人工方式分词、标注词性、发现新词和敏感规则都难以适应大规模敏感信息监测和理解用户搜索意图的要求。平衡语料库技术大幅降低了人工搜集新词、敏感规则的成本，有效提升了文章关键词抽取和中文分词的准确度，提高了错别字、敏感词的监测准确率，并提高了云搜索的智能化水平。

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；③小结：共形成公司2项发明专利和5项软件著作权。目前，公司平衡语料库达千亿字规模的文本素材，训练输出结果包括海量的Bigram/Trigram、依存语法关系且该等内容的规模仍处在快速增长中，为文本智能分析奠定了坚实的数据基础——基于无监督方式为主训练的N-Gram计算已基本接近人工标注的精度；依存关系计算结果的可信度达到80%以上。

(3) 大规模互联网敏感信息实时监测技术。主要包括：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；④小结：已取得1项发明专利和4项软件著作权。其先进性具体表征如下：第一，监测准确率高——目前，针对政务领域的监测应用，公司对严重的敏感信息、负面信息、错别字的监测准确率分别在90%、90%、80%以上，达到了较高的实用水平。第二，监测效率高、时效性强——公司每天采集数亿网页内容，监测技术需要具备较高的执行效率，以便为用户提供及时的监测和预警服务。单台8核16G内存服务器的敏感信息扫描速度达到50万字/秒，单台16核32G的内存服务器的错别字扫描速度达到10万字/秒，单台8核16G内存16G*2显卡服务器负面信息扫描速度达到10万字/秒，能够满足大规模网页文本实时监测的要求。

(4) 政务领域智能搜索技术。主要包括：①政务领域通用词和特定网站关键词的融合；②智能化检索技术。③小结：已取得1项发明专利和2项软件著作权。

(5) 集约化环境下数字内容全生命周期管理技术。公司研发了集约化环境下数字内容全生命周期管理技术，有效解决了内容服务平台海量异构数据的采集、存储、分析、交换、安全审计的难题。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基于微服务架构的开放接口技术和弹性可伸缩平台；⑥目前，该技术内置于统一信息资源库、内容管理系统等产品中，在政府网站集约化平台中得到广泛应用。基于该技术，公司已取得3项发明专利，获得了10项软件著作权。

(6) 一体化在线政务服务平台的异构数据交换关键技术。由公司研发了一体化在线政务服务平台的异构数据交换关键技术，有效解决异构数据交汇难题。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小结：目前，该技术内置于统一信息资源库等产品中，在政务服务平台的建设中得到广泛应用。基于该技术，公司已取得3项发明专利，获得了5项软件著作权。

总之，六大核心技术对公司业务的开发与拓展起到重要的支撑作用——基于公司研发的数字内容管理和大数据相关的核心技术，为客户提供互联网内容服务平台的建设、运维以及大数据服务，并成为长期以来公司营业收入的主要来源，2017年度到2019年度核心技术相关营业收入占比均在97%以上。

表 2 大数据采集技术先进性体现

| 技术指标 | 公司爬虫技术 | Nutch爬虫技术 |
|----------|--|---|
| 采集规模 | 大规模采集，目前已经支持百亿级网页采集，可以扩展到千亿级 档 | 大规模采集，通过扩展节点可以采集千 亿级网页 |
| 实时性 | 5分钟到2小时的周期内完成全国政府网 站首页和重要栏目的更新检查和网页收 录 | Nutch基于hadoop技术实现，无法实现大 规模网页的实时性采集，采集周期为一 天 |
| 多形态 | 自动识别静态网页和动态网页，有效降 低动态网页采集频次、控制采集成本 | 默认只能采集静态网页，需要开发人员 识别是否是动态网页并通过配置采集模 板实现动态网页采集 |
| 网页相似性判断 | 通过自有专利技术实现DOM剪枝，结合公 司改进的Simhash算法对海量网页进行相 似性判断，执行速度快，准确度高 | 对网页源码进行指纹提取，通过指纹匹 配判断网页是否相似，准确度比较低 （目前网页大多数为模板生成，对指纹 提取带来干扰） |
| 网页正文自动提取 | 基于公司专利技术实现网页正文自动抽 取，准确率高 | 无，所有采集的网页仅仅存储网页源码 |
| 采集效率 | 效率高。采集节点和爬虫服务器通过专 用技术进行高效协同工作，单机每天可 以采集200万网页，通过增加采集节点可 以线性增加采集速度。 | 效率低。节点间通信和网页消重、链接 消重均基于hadoop技术，结构复杂，执 行效率低。单机每天采集网页小于100 万，且增加采集节点无法线性提升采集 速度。 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 3 平衡语料库先进性体现

| 名称 | 发布时间 | 语料库规模 |
|----------------|-------|-------------|
| 北京大学语料库 | 2000年 | 约2,600万字 |
| 清华大学依存句法语料库 | 2013年 | 约20,000句 |
| 腾讯词向量模型 | 2018年 | 800万词汇，数千亿字 |
| 哈工大BERT增强预训练模型 | 2019年 | 54亿词 |
| 公司平衡语料库 | 未公开发布 | 近千亿字 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 4 敏感信息监测技术先进性体现

| 技术指标 | | 泰得科技 | 公司 |
|------|----------|---------------|--|
| 功能 | | 错别字 | 有 |
| | | 敏感词 | 有 |
| | | 句子负面信息检测 | 无 |
| | | 外链/暗链检测 | 有 |
| | | 隐私/机密信息 | 无 |
| | | 广告 | 无 |
| | | DNS过期 | 无 |
| 性能 | 准确率 | 未知 | 政务领域的内容监测应用：错别字>80%、敏感词>90%、句子负面信息>90% |
| | 稳定性 | 未知 | 长期高并发稳定运行 |
| | 处理速度 | 未知 | >10万字/秒 |
| 技术 | 发明专利 | 无 | 有 |
| | 智能文本分析技术 | 未知 | 基于平衡语料库的智能文本分析技术；高效的文本敏感信息识别技术；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；句子负面信息发现技术； |
| 数据规模 | 服务客户 | 较少 | 众多省级政府、国务院组成部门和直属机构、地级政府 |
| | 网页规模 | <10亿（从客户规模推断） | 100亿级 |
| | 语料库规模 | 未知 | 近千亿字 |
| | 敏感词规模 | 未知 | >40,000个词 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 5 云搜索技术先进性体现

| 技术指标 | TRS Hybase | 公司云搜索 |
|--------------------|--------------------------|------------------------------------|
| 通用语言模型 | 未知 | 有，基于平衡语料库 |
| 针对网站自动训练语言模型 | 未知 | 有，基于公司智能文本分析技术 |
| 索引分词 | 支持字、词混合，可以在召回率和准确度之间自由选择 | 智能分词，较高查全率，更高的准确度 |
| 分类搜索 | 有 | 有 |
| 数据采集 | 文件批量导入，数据库对接，ETL 工具 | 爬虫，CMS 接口，数据精灵可视化 ETL 工具 |
| 智能短语识别和短语搜索 | 未知 | 支持 |
| 用户画像 | 支持，算法未知 | 支持，结合用户协作推荐和基于内容的推荐 |
| 场景搜索 | 通过应用实现 | 支持 |
| 智能 query parser 技术 | 未知 | 支持 |
| 全网敏感词禁搜功能 | 支持配置禁搜词 | 有，基于公司“大规模互联网敏感信息实时监测技术”，敏感词禁搜功能全面 |
| 文档消重 | 基于关键词指纹 | 基于分布式 Simhash 技术 |
| 搜索纠错 | 有 | 有，基于公司“大规模互联网敏感信息实时监测技术”中的错别字检测技术 |
| 权限管理 | 权限控制、物理隔离、逻辑隔离 | 细粒度权限控制 |
| 安全管理 | 未知 | IP 限制，敏感词禁搜功能，搜索次数限制 |
| SaaS 服务 | 无 | 提供 SaaS 搜索服务 |
| 技术指标 | TRS Hybase | 公司云搜索 |
| 通用语言模型 | 未知 | 有，基于平衡语料库 |
| 针对网站自动训练语言模型 | 未知 | 有，基于公司智能文本分析技术 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 6 数字内容管理先进性体现

| 技术指标 | 公司 | 拓尔思Wcm |
|---------|--------------------------------------|---------------|
| 资源汇聚 | 接口、批处理、ETL、桌面端自动同步 | 接口、批处理、ETL |
| 元数据管理 | 支持，并自动提取 | 支持 |
| 多维度资源分类 | 支持 | 支持 |
| 分布式存储 | 支持 | 支持 |
| 存储消重 | 支持 | 未知 |
| 结构化数据提取 | 支持 | 支持 |
| 协议支持 | http/https、WebDaV、CIMS、CIFS、RESTFull | Http、RESTFull |
| 多渠道发布 | Web、微博、微信、头条号、人民号 | Web、微博、微信 |
| 静态发布性能 | 2,000 网页分钟 | 未知 |
| 权限控制 | 目录级、内容级 | 栏目级 |
| 审计追踪 | 支持 | 支持 |
| 微服务架构 | 支持 | 未知 |
| 单点登录 | 支持 | 支持 |
| 发明专利 | 有 | 有 |
| 技术指标 | 公司 | 拓尔思Wcm |
| 资源汇聚 | 接口、批处理、ETL、桌面端自动同步 | 接口、批处理、ETL |
| 元数据管理 | 支持，并自动提取 | 支持 |
| 多维度资源分类 | 支持 | 支持 |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 7 开普云核心技术产生收入（万元）及其占营业收入的比例（%）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|----------|-----------|-----------|-----------|
| 核心技术产生收入 | 29,686.16 | 22,337.24 | 15,642.49 |
| 营业收入 | 29,806.77 | 22,803.43 | 15,668.13 |
| 比例 | 99.60% | 97.96% | 99.84% |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

1.2.2. 数据资源及客户占有的积累提升行业进入壁垒

作为大数据服务提供商，数据的基础性价值在行业内已经得到共识，数据规模和质量很大程度决定了深度学习算法的训练模型优劣，进而影响算法精度直至用户体验。(1) 数据资源优势：公司自 2015 年开始持续对政府网站进行采集和监测，截至上市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》、《第 44 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。**高质量的政府网站大数据已经成为了公司的战略资源。**其中，公司掌握了全国各个地区、各个行业的政策文件、法律法规内容数据，对该数据进行深入挖掘，可以为政府、企业、科研单位提供完整、深入、专业的政策文件主题大数据服务。(2) 客户资源优势：公司自成立以来专注于为党政机关提供软件产品和服务，承担了中国政府网等一系列典型项目的建设，大数据 SaaS 服务获得了政府客户的广泛认可。根据公司招股说明书的披露：截至 2019 年年底，公司互联网内容服务平台及大数据服务共有省、部委、地市级以上政府客户数量 198 个，客户占有率约为 49.13%。(3) 市场地位：开普云拥有广泛和优质的客户资源，在互联网内容服务平台建设和政府网站内容监测领域取得了较为领先的市场地位，截至 2019 年，开普云在政府网站内容监测领域市场占有率第一，是该细分领域的领导厂商。这种强势的市场地位还为处于快速起步阶段的政务大数据业务奠定先进——公司早于竞争对手推出政府网站云监测、内容安全和云搜索等 SaaS 服务模式并积累一定数量的客户。

表 8 2019 年公司不同业务类型累计服务的政府机关的数量（单位：个）

| 业务类型 | 项目 | 省级政府 | 国务院组成部门和 直属机构 | 地级政府 |
|-------------|--------|--------|------------------|--------|
| 互联网内容服务平台建设 | 服务数量 | 10 | 8 | 28 |
| | 总数量 | 31 | 38 | 334 |
| | 服务数量占比 | 32.26% | 21.05% | 8.38% |
| 大数据服务 | 服务数量 | 20 | 16 | 146 |
| | 总数量 | 31 | 38 | 334 |
| | 服务数量占比 | 64.52% | 42.11% | 43.71% |
| 合计 | 服务数量 | 24 | 19 | 155 |
| | 总数量 | 31 | 38 | 334 |
| | 服务数量占比 | 77.42% | 50.00% | 46.41% |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

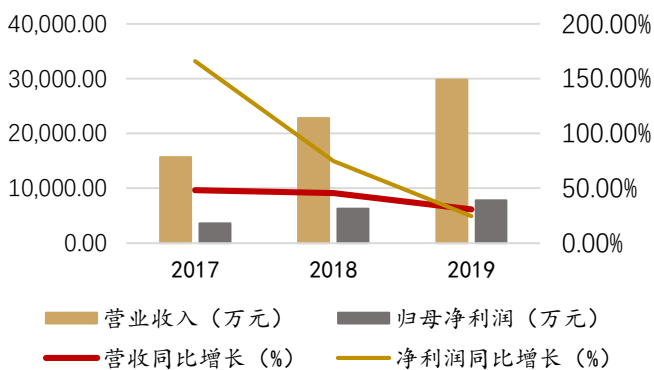
1.3. 研发是主要驱动，近 3 年归母净利润年复合增速 79.60%

研发费用率持续超过 30%，成为公司业绩增长的核心驱动。近三年开普云营收年复合增速 41.25%，归母净利润年复合增速为 79.60%，经营净利润持续为正且保持增长、应收及预收质量较高。(1) 公司净利润年复合增速 79.64%，业绩质量较为理想：2017-2019 年营收分别为 1.57/2.28/2.98 亿元，同比增速分别为 48.13%/45.54%/30.71%，年复合增速 41.25%。归母净利润分别为 0.36/0.63/0.78 亿元，同比增速分别为 165.69%/74.84%/24.71%，年复合增速 79.60%。归母净利润年均复合增速高于营收年均复合增速，显示开普云的利润创造呈现较强的规模效应。我们进一步注意到，2017-2019 年的经营净现金分别为 0.44/0.55/0.49 亿元，经营净现金持续为正，尽管增速低于净利润增速，但仍显示较好的经营质量。分具体业务看：根据 2019 年公司年报，公司的三类主营业务互联网内容服务平台建设业务、大数据服务和运维服务的营收占公司营收的比重分别为 67.68%、21.23%和 11.09%。各业务营收均实现快速增长，其增长动力主要包括：国家大力推进“互联网+政务”发展带来良好的市场机遇、公司在长期发展中积累了数字内容全生命周期管理的核心技术、公

司坚持研发驱动进行产品和服务升级和有效的市场拓展策略。其中互联网内容服务平台建设业务是公司业务收入的主要来源，2017-2019 年互联网内容服务平台建设业务营收占公司业务营收的比例分别为 60.50%、65.93%和 67.68%，呈现逐年增长的趋势。

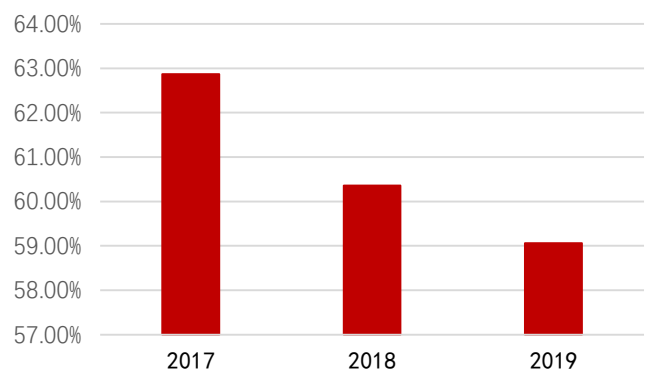
(2) 2017-2019 年的综合毛利率分别为 62.87%、60.36%和 59.06%，毛利率基本稳定，显示公司具备较强的定价权，高毛利率亦是领先的互联网产品&服务型公司的通常特征，具备此类特征的公司成长为大市值公司的概率更大。具体而言：互联网内容服务平台建设业务的毛利率分别为 50.54%、51.24%和 51.88%。随着集约化智慧门户、一体化政务服务平台以及融媒体平台建设业务的快速推进，毛利率呈现稳中有增。大数据服务的毛利率分别为 85.27%、81.78%和 77.91%，该业务毛利率较高主要因为公司开发、升级大数据服务平台的投入已计入研发费用，平台投入使用后可以自动对政府网站进行监测、分析，该类业务运营的成本主要为云服务器租赁费、少量人工复核费用以及基于平台监测结果的绩效评估费用，运营成本较低。运维服务的毛利率分别为 72.05%、66.51%和 66.81%，公司运维服务的毛利率处于较高水平，主要系公司提供的运维服务基本是针对公司自身开发完成的互联网智慧门户以及政务服务平台，由于对自身产品更为了解，运维服务的响应更为精准，服务更为高效，实际发生故障的频率和修复成本均较低。(3) 研发费用持续保持高位，是支撑公司发展的重要驱动；管理费用与销售费用的规模效用正在释放：2017-2019 年销售费用率依次为 11.43%/11.54%/10.08%，销售费用率下降的背后，体现公司经营效率的不断提高。公司采取有效的市场拓展策略积极争取全国主要市场区域的各级党政机关客户合作机会。目前，公司各类业务均收获丰厚回报，实现了较快增长。2017-2019 年管理费用率依次为 12.28%/9.98%/8.55%。管理费用率逐步下降主要系初期固定费用占公司营业收入比重较大，随着公司业务的快速增长，公司的固定管理支出并未大幅增长。管理费用率的下降，彰显公司在行政、后勤、财务等领域的成本控制相对到位。研发费用率依次为 36.50%、32.60% 和 38.01%，研发投入始终占到当年营收的 30%以上，高强度的研发投入是开普云保持技术优势得以实现可持续发展的强有力基石。(4) 尽管应收账款项目显著上升，主要系一年内地方政府的待收款项，预收余额显著提升反映良好的结算条件：2019 年年底应收账款余额显著上升到 8878.13 万元，但主要系湖南、安徽、西安等地政府的一年内待收款项，风险可控；预收款项持续保持较高位置，2019 年年底达到 8831.33 万元，显示对公司较为有利的结算条件。

图 5 2017-2019 年营收及净利润情况 (万元/%)



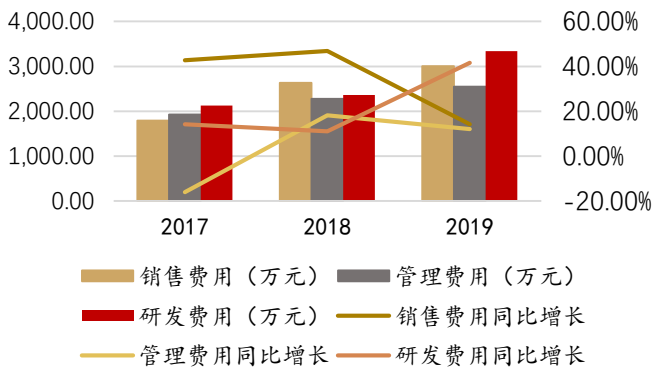
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 6 2017-2019 毛利率变动趋势图



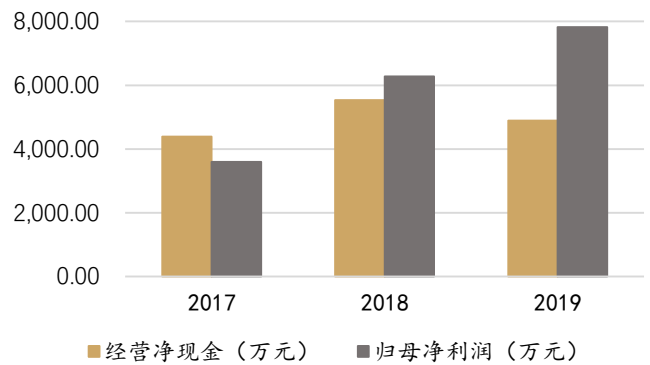
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 7 2017-2019 销售费用、管理费用和研发费用情况 (万元/%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 8 2017-2019 经营净现金&归母净利润对比图 (万元)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

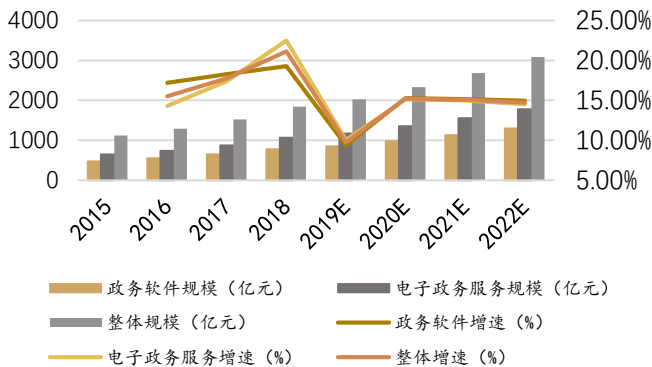
2. 行业分析：预计电子政务及大数据未来年增速不低于 15/31%

开普云两大主营业务为面向政府的互联网内容服务平台建设和大数据内容监测服务，均属于“互联网政务”范畴——“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。“互联网+政务”建设的主要载体是政务智慧门户和政务服务平台，以及为上述平台提供的大数据等运营服务。“互联网+政务”的发展目标是打造更加全面的政务公开平台、更加及时的回应关切和便民服务平台，建设整体联动、高效惠民的数字政府。

电子政务现状与需求差距仍然较大，预计 2020-2022 年电子政务建设与服务市场年复合增速不低于 15%，电子政务大数据市场年复合增速不低于 31.09%。(1) 互联网政务的发展动力在于其发展现状与预期的发展目标相比还有较大差距。主要体现在：①在信息公开方面，政府虽然在其网站公开了政策法规、规划计划等信息，但是在建设透明型政府、公众日益高涨的参政议政热情和不断增强的民主意识背景下，信息公开的规范性、范围的广度和深度还存在较大的提升空间；②在办事服务方面，“一网通办”还处在起步阶段，政务服务平台建设管理分散、办事系统繁杂、事项标准不一、数据共享不畅、业务协同不足等问题较为普遍，政务服务整体效能不强，办事难、办事慢、办事繁的问题还不同程度存在，与构建方便快捷、公平普惠、优质高效的网上政务服务体系目标相比仍有较大差距；③在互动交流、解读回应方面，以在线留言、领导信箱等间接互动方式为主，与公众共同参与、多元协商共治的治理新模式相比还有较大的发展空间；④在大数据服务方面，政务大数据方兴未艾，还未实现数据的全面共享和深度融合，与数字政府要求的“用数据决策、用数据服务”的模式相比，更有明显的发展差距。(2) 预计 2020-2022 年电子政务建设及服务的年复合增速不低于 15%。根据前瞻研究院的预测，2020-2022 年以软件、服务为展现形式的电子政务市场的年复合增速将为 15%。①软件方面：政务软件市场的规模由 2015 年的 471 亿元增长至 2018 年的 779 亿元，年复合增速 18.26%；预计 2020-2022 年政务软件的市场规模分别为 982/1131/1300 亿元，年复合增速 15.12%；②电子服务方面：电子政务服务市场规模由 2015 年的 649 亿元增加到 2018 年的 1067 亿元，年复合增速 18.02%，预

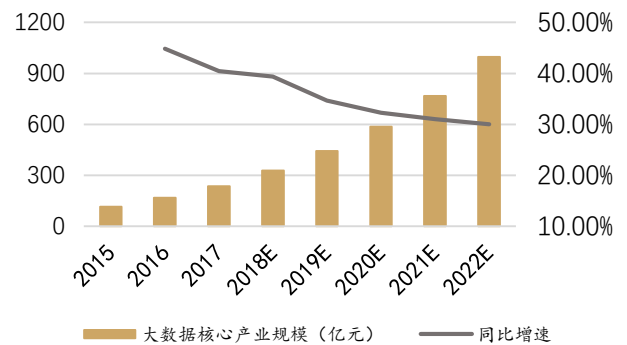
计 2020-2022 年电子政务服务市场规模分别为 1352/1555/1781 亿元，年复合增速达 14.90%。③ 整体测算：2015-2018 年电子政务市场的规模分别为 1120/1294/1524/1846 亿元，年复合增速 18.12%；预计 2020-2022 年电子政务市场的整体规模为 2334/2686/3081 亿元，年复合增速 15.00%。(3) 2020-2022 年电子政务大数据市场年复合增速预计不低于 31.09%。根据中国信通院的预测，我国大数据核心产业规模由 2015 年的 116 亿元增加至 2018 年的 329 亿元，结合信通院的预测，我们判断 2020-2022 年大数据核心产业规模分别为 586/768/998 亿元，未来 3 年的年复合增速 31.09%，政务大数据的增速将不低于整体大数据核心产业增速。

图 9 电子政务产业发展情况



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

图 10 核心大数据产业发展情况



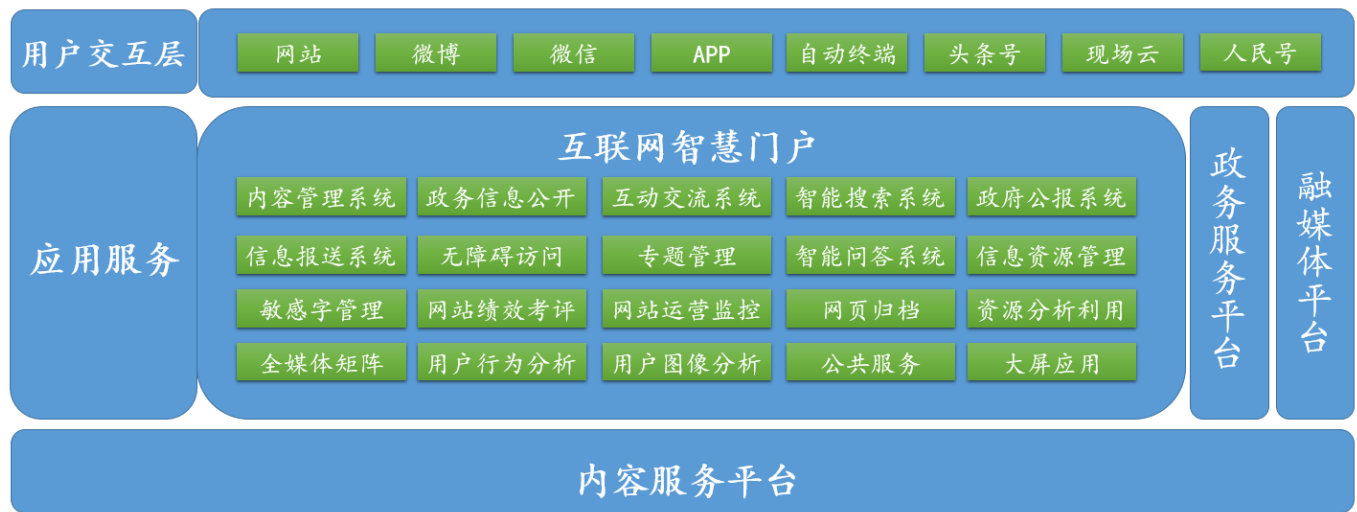
资料来源：中国信通院、华西证券研究所

开普云在政务互联网内容服务平台建设与运维领域、大数据领先的市场份额相对优势明显，预计未来增速不低于行业增速。(1) 互联网内容服务平台建设方面：这一领域的国际供应商包括：Oracle、IBM、Microsoft，国内供应商包括：拓尔思、南京大汉、科创信息、太极股份与南威软件。相较于竞争对手，公司的市场占有率较高，竞争优势明显，预计将实现高于行业平均水平的增速。(2) 大数据服务方面：这一领域的竞争对手包括国双控股、泰德科技、蓝海讯通。在政府网站内容监测领域，公司市场占有率第一，是该细分领域的领导厂商。

3. 互联网平台：预计未来 3 年营收/毛利年均增速为 31.12%/30.35%

以互联网内容服务平台为中间件，开普云构筑起互联网智慧门户、政务服务平台以及融媒体平台应用三大场景。互联网内容服务平台是“互联网+”时代政府和企业向数字政府、数字企业、数字媒体转型升级的基础支撑软件系统，协助客户有效管理内外部数字内容资源，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。互联网内容服务平台提供数字内容的采集、管理、存储、分享、整合和应用的全生命周期管理能力，以及认证、签名、签章、加密、审计等访问控制手段，也提供第三方应用服务以接口方式接入的能力，协助各类组织打破数据孤岛和信息烟囱，实现数字资源的共享共用和有效治理。互联网内容服务平台的架构——互联网内容服务平台将数据流程处理、基础技术、通用技术进行抽象组合，打造组件化、服务化的中间件平台层，采用分布式的微服务架构，具备高性能、高可靠、高可扩展的特性，能够适应数据规模和服务规模快速增长的发展趋势。内容服务平台是支撑互联网智慧门户、政务服务平台和融媒体平台应用的中间支撑软件。

图 11 互联网内容服务平台架构示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

互联网智慧门户的集约化与共享化需求强劲，过往 3 年的年复合增速达 47.72%。

(1) 互联网智慧门户基于内容服务平台，以统一信息资源库为核心，以内容“采编发审管”为流程，以内容的自动分类、聚类、自动化标签、关键词和摘要自动提取等智能化工具为支撑，结合用户行为分析等手段，为跨部门的信息资源管理和集约化治理打造统一的门户和新媒体服务平台。典型案例包括：如中央人民政府门户网站、最高人民检察院门户网站，北京市、海南省、四川省、湖南省的省级政府网站集约化平台，广州市、南昌市、西安市、成都市等 10 余个地级以上城市的政府网站集约化平台。

(2) **政务智慧门户的集约化与共享化需求是根本驱动力**：①我国各级政府先后出台的政策包括：《政府网站发展指引》（国办发〔2017〕47 号）明确提出——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。②《政府网站集约化试点工作方案》（国办函〔2018〕71 号）提出——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，探索构建互联互通的平台架构，支撑新技术、新应用、新功能的无缝对接。③《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》（国办发〔2018〕123 号）提出了政务智慧门户建设目标——2022 年，需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；明确政务新媒体定位，充分发挥政务新媒体传播速度快、受众面广、互动性强等优势，以内容建设为根本，不断强化发布、传播、互动、引导、办事等功能，为企业和群众提供更加便捷实用的移动服务。

(3) **政务智慧门户发展情况**：①根据《第 44 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2019 年 6 月，我国共有政府网站 15,143 个，主要包括政府门户网站和下属部门网站。其中，部级行政单位共有政府网站 1,001 个；省级及以下行政单位共有政府网

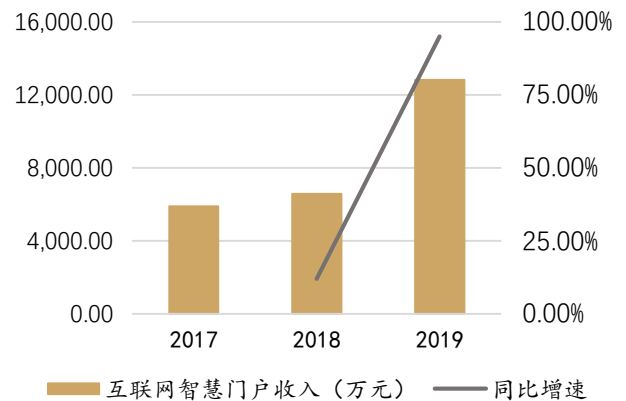
站 14,142 个，分布在 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团。2019 年上半年，各行政级别政府网站首页文章更新量均有所增长，较 2018 年底增长 20.5%。其中，部级政府网站首页文章更新量增长最为明显，较 2018 年底增长 53.1%。根据《第 44 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2019 年 6 月，微信城市已在全国 31 个省（区、市）开通并服务累计用户数 6.2 亿，经新浪平台认证的政务机构微博达到 13.9 万个，政务头条号 8.12 万个。②在 2019 年 12 月底前，10 省 1 市的试点地区要完成政府网站集约化工作，实现本地区各级各类政府网站资源优化融合、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。（4）2017-2019 年来自于互联网智慧门户的收入分别为 5880.26/6571.99/12811.82 万元，内部占比分别为 62.03%、43.71%和 63.51%；2018 及 2019 年对应增速分别为 11.76%/94.95%，年复合增速 47.72%。

图 12 智慧门户典型案例-中央人民政府网



资料来源：公开资料、华西证券研究所

图 13 智慧门户业务发展情况



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

政务服务平台助力办事效率提升，过往3年来自于政务服务平台的收入年复合增速达 23.38%。（1）政务服务平台依托于互联网内容服务平台，是政府为社会公众提供的网上办事服务平台，在国家颁布的一系列政策文件指引下，目前正在向一体化方向发展。典型案例：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等。（2）政策支持措施包括：①《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》（国发〔2016〕55 号）要求——凡是能通过网络共享复用的材料，不得要求企业和群众重复提交；凡是能通过网络核验的信息，不得要求其他单位重复提供；凡是能实现网上办理的事项，不得要求必须到现场办理；要推行网上受理、网上办理、网上反馈，做到政务服务事项“应上尽上、全程在线”；加快政务信息资源互认共享，推动服务事项跨地区远程办理、跨层级联动办理、跨部门协同办理，开展政务服务大数据分析，把握和预判公众办事需求，提供智能化、个性化服务，变被动服务为主动服务。②《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》（国办函〔2016〕108 号），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；主要实现政务服务统一申请、统一受理、集中办理、统一反馈和全流程监督等功能；目标为实现政务服务的标准化、精准化、便捷化、平台化、协同化。③《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》（国办发〔2018〕45 号）要求，加

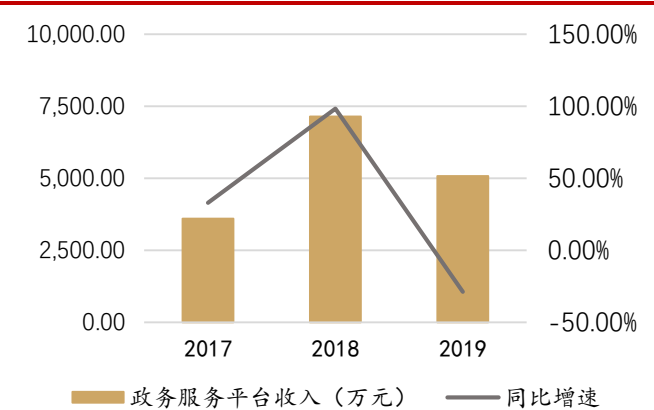
强政务信息资源跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务互联互通和协同共享，运用互联网、大数据、人工智能等信息技术，通过技术创新和流程再造，增强综合服务能力，推动企业和群众办事线上“一网通办”（一网），线下“只进一扇门”（一门），现场办理“最多跑一次”（一次）。④《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》（国发〔2018〕27号），明确全国一体化在线政务服务平台由国家政务服务平台、国务院有关部门政务服务平台（业务办理系统）和各地区政务服务平台组成；要求推进政务服务一体化，推动实现政务服务事项全国标准统一、全流程网上办理；要求推进公共支撑一体化，促进政务服务跨地区、跨部门、跨层级数据共享和业务协同。（3）政务服务平台发展情况：①我国“互联网+政务服务”得到进一步深化，各级政府运用互联网、大数据、人工智能等信息技术，通过技术创新和流程优化，增强综合服务能力，进一步提升政务服务效能。前端服务提供方面，相关部门不断推动线上线下集成融合，依托网上政务服务平台，实时汇入网上申报、排队预约、审批（审查）结果等信息，实现线上线下功能互补、无缝衔接、全过程留痕，并推动基于互联网、自助终端、移动终端的政务服务入口全面向基层延伸，让群众“最多跑一次”。后端数据管理方面，各级政府加快完善政务数据资源体系，构建多级互联的数据共享交换平台体系，强化平台功能，完善管理规范，使其具备跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的数据调度能力，让“数据多跑路”。（4）2017-2019年来自于政务服务平台的收入分别为 3599.66/7144.64/5081.41 万元，内部占比分别为 37.97%、47.52%和 25.19%；对应增速分别为 33.03%、98.48%和-28.88%，过往 3 年的年复合增速 23.38%。

图 14 政务服务平台典型案例-12309



资料来源：公开资料、华西证券研究所

图 15 政务服务平台业务发展情况



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

融媒体平台业务系 2018 年新推出的业务，新华社“现场云”业务统领地位明显，政府媒体下沉建设将陆续展开，开普云面临发展良机。（1）融媒体平台：开普云的融媒体平台致力于实现多种媒体形态在内容、渠道、机构、人员、平台、技术等多方面的融合，通过一次性采集、智能化编辑、多媒体呈现、全渠道发布，促进传播结构由矩阵型变革为集约型，强化媒体的传播力度，增强媒体的影响力、公信力和引导力。典型案例：新华社媒体资源聚合共享平台“现场云”等。（2）政策包括：《关于推动传统媒体与新兴媒体融合发展的指导意见》（中办发〔2014〕48号）、《关于加强县级融媒体中心建设的意见》（中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过）、《县级融媒体中心建设规范》（中共中央宣传部、国家广播电视总局）、《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》（国家广播电视总局）。（3）发展现状：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

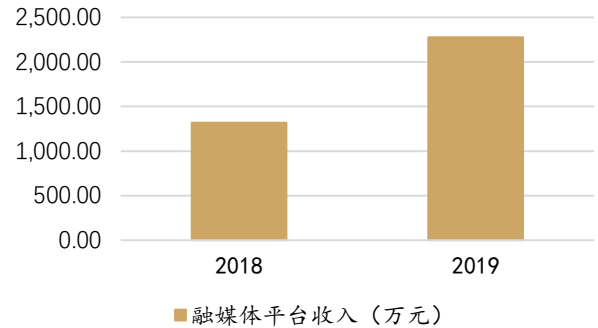
媒体宣传平台。(4) 2018 和 2019 年分别实现营收 1317.92 和 2279.42 万元，同比增速超过 70%，未来有望随着融媒体下沉建设而实现收入的井喷。

图 16 融媒体平台典型案例-现场云



资料来源：公开资料、华西证券研究所

图 17 融媒体业务发展情况



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

互联网内容平台业务仍将保持良性增长态势，预计 2020-2022 年营收和毛利的年复合增速分别为 33.96% 和 34.75%。(1) 基于公司在政务内容平台领域的突出技术优势和口碑优势，开普云实现了客户数量增长及客单价提升的良性增长：2017-2019 年的客户总数分别为 159/179/181 个，2018 和 2019 年分别同比增长 12.58% 和 1.12%；同期平均客单价分别为 59.62/83.99/111.45 万元，2018 和 2019 年分别同比增长 40.87% 和 32.69%。(2) 考虑到开普云在试点阶段的领先优势，预计在 2022 年以前仍将面临高速发展态势，考虑 2020 春季的疫情因素影响，假设 2020-2022 年的客户数量增速分别为 3%、10%、15%，客单价继续稳中有升，假设 2020-2022 年的客单价增速分别为 25%、23% 和 20%，客户数量的增长基于试点区域范围以外的省份的客户拓展，单价的上升基于日益复杂的功能集成以及跨层级、跨部门的数据交换需求，我们判断综合造价 200 万上下的政务门户平台或者政务平台的建设升级料不会超过地级政府及组成部门的财力承受力。(3) 2017-2019 年互联网服务平台业务的毛利率分别为 50.54%、51.24% 和 51.88%，保持稳中有升态势，假设 2020-2022 年对应的毛利率分别为 52.00%、52.30% 和 52.80%。(4) 基于上述假设，预计 2020-2022 年来自于互联网服务平台业务的营收分别为 2.60/3.51/4.85 亿元，同比增长分别为 28.75%/35.30%/38.00%，年复合增速 33.96%；对应毛利分别为 1.35/1.84/2.56 亿元，同比增长 29.05%/36.08%/39.32%，年复合增速 34.75%。

表 9 政务平台业务客户数量及单价变动情况

| 互联网内容服务平台建设 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------|--------|---------|---------|
| 1) 中央国家机关客户数量 | | 1 | 3 |
| 中央国家机关营收 (万元) | | 419.47 | 876.33 |
| 中央国家机关平均单价 (万元) | | 419.47 | 292.11 |
| 2) 部委及其下属机构客户数量 | 9 | 15 | 14 |
| 部委及其下属机构营收 (万元) | 535.69 | 3048.51 | 3185.58 |

| | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 部委及下属机构均价 (万元) | 59.52 | 203.23 | 227.54 |
| 3) 省级政府及其部门客户数量 | 11 | 10 | 28 |
| 省级政务及其部门营收 (万元) | 767.02 | 1958.06 | 7403.79 |
| 省级政务及其部门单价 (万元) | 69.73 | 195.81 | 264.42 |
| 4) 地级政府及其部门客户数量 | 78 | 80 | 81 |
| 地级政府及部门营收 (万元) | 4473.61 | 6566.21 | 6456.52 |
| 地级政府及部门单价 (万元) | 57.35 | 82.08 | 79.71 |
| 5) 县级政府及其部门客户数量 | 41 | 49 | 33 |
| 县级政府及部门营收 (万元) | 2083.51 | 2331.93 | 1431.97 |
| 县级政府及其部门单价 (万元) | 50.82 | 47.59 | 43.39 |
| 6) 事业单位及其他非企业单位 | 6 | 6 | 10 |
| 事业单位等非企业营收 (万元) | 116.20 | 60.93 | 233.49 |
| 事业单位等非企业单价 (万元) | 19.37 | 10.16 | 23.35 |
| 7) 企业 (不含系统集成商) | 14 | 10 | 12 |
| 企业类营收 (万元) | 1503.89 | 649.46 | 584.96 |
| 企业类单价 (万元) | 107.42 | 64.95 | 48.75 |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 10 开普云互联网服务平台业务营收及毛利预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 客户数量 | 159 | 179 | 181 | 186 | 205 | 236 |
| 同比增长 | | 12.58% | 1.12% | 3.00% | 10.00% | 15.00% |
| 客户单价 (万元) | 59.62 | 83.99 | 111.45 | 139.31 | 171.36 | 205.63 |
| 同比增长 | | 40.87% | 32.69% | 25.00% | 23.00% | 20.00% |
| 客户营收 (万元) | 9479.92 | 15034.56 | 20172.65 | 25972.29 | 35140.50 | 48493.90 |
| 同比增长 | | 58.59% | 34.18% | 28.75% | 35.30% | 38.00% |
| 毛利率 (%) | 50.54 | 51.24 | 51.88 | 52.00 | 52.30 | 52.80 |
| 毛利 (万元) | 4791.25 | 7703.00 | 10465.57 | 13505.59 | 18378.48 | 25604.78 |
| 同比增长 | | 60.77% | 35.86% | 29.05% | 36.08% | 39.32% |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

运维服务系内容服务平台建设完成之后向客户收取的运维保障性收入，具有粘性强、单价不断提升等特征，预计 2020-2022 年运维服务业务营收及毛利的年复合增速分别为 10.23% 和 8.35%。(1) 运维服务主要是指公司在内容服务平台建设完成后为客户提供的运维保障服务，服务形式为以非现场为主、现场长期值守为辅，服务内容主要包括定期巡检、漏洞扫描、故障处理、重大活动系统应急保障、突发事件及时响应以及年度运维总结等，服务目标为保障平台系统安全稳定地运行。(2) 2017-2019 年运维业务的续费率分别为 77.00%、75.96% 和 71.19%，收取运维服务费用的项目数量分别为 200/231/253 个，单一项目的年化运维费用分别为 8.20/8.27/13.07 元。续费率保持稳定，可以推断运维业务具有显著的指数增强属性，单价上涨主要系承担的后续任务更重及初始项目的金额越来越大所致。上述因素共同决定运维服务收入走势：2017-2019 年实现的运维收入分别为 1639.76/1910.20/3305.99 万元，同比增速分别为 25.30%、16.49% 和 73.07%。参考公司在手项目情况，假设 2020-2022 年收取运维服务费用的项目数量分别为 270/290/310 个，平均单价每年上涨 3%。(3) 2017-2019 年毛利率分别为 72.05%、66.51% 和 77.91%，持续保持高位，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 76.00%、75.00% 和 74.00%。(5) 预计 2020-2022 年运维服务分别实现营收 3,634.77/4,021.13/4,427.40 万元，年复合增长 10.23%，对应毛利分别为 2,762.42 /3,015.85/3,276.28 万元，年复合增长 8.35%。

表 11 开普云运维服务营收及毛利预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 运维项目数量 | 200 | 231 | 253 | 270 | 290 | 310 |
| 同比增长 | | 15.50% | 9.52% | 6.72% | 7.41% | 6.90% |

| | | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位项目收入 (万元) | 8.2 | 8.27 | 13.07 | 13.4621 | 13.866 | 14.2819 |
| 同比增长 | | 0.85% | 58.04% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 运维业务营收 (万元) | 1639.76 | 1910.2 | 3305.99 | 3634.77 | 4021.13 | 4427.4 |
| 同比增长 | 25.30% | 16.49% | 73.07% | 9.94% | 10.63% | 10.10% |
| 毛利率 | 72.05% | 66.51% | 77.91% | 76.00% | 75.00% | 74.00% |
| 毛利 (万元) | 1181.46 | 1270.48 | 2575.7 | 2762.42 | 3015.85 | 3276.28 |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

汇总互联网内容服务平台及对应的运维服务业务预测数据，可以得到与政务互联网内容服务平台相对应的预测汇总。预计2020-2022年与互联网内容服务平台相对应的营收分别为29607.1/39161.6/52921.3万元，同比增长26.10%/32.27%/35.14%，年复合增速31.12%，对应毛利16268/21394.3/28881.1万元，同比增长24.74%/31.51%/34.99%，年复合增速30.35%。

表12 开普云互联网内容服务相关的营收及毛利预测汇总

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营收汇总 (万元) | 11119.7 | 16944.76 | 23478.6 | 29607.1 | 39161.6 | 52921.3 |
| 同比增长 | | 52.39% | 38.56% | 26.10% | 32.27% | 35.14% |
| 毛利汇总 (万元) | 5972.71 | 8973.48 | 13041.3 | 16268 | 21394.3 | 28881.1 |
| 同比增长 | | 50.24% | 45.33% | 24.74% | 31.51% | 34.99% |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

4. 大数据平台：预计未来3年营收/毛利年均增速为6.41%/5.76%

以平台层的核心能力为依托，开普云大数据服务平台业务分为监测类SAAS服务和搜索类SAAS服务。大数据服务平台运用云计算、大数据和人工智能等新一代信息技术，可以全方位、立体化地对全国政府网站、政务新媒体等内容数据进行采集、处理、存储和分析，为客户提供云监测、内容安全、云搜索等一系列大数据SaaS服务。大数据服务平台整体架构主要包括平台服务层和应用服务层(SaaS)。(1)平台层是大数据服务平台的核心，包括基础服务层、技术平台层和数据平台层。(2)应用服务层(SaaS)为公司面向用户提供的标准SaaS服务，包括云监测类业务和搜索类业务等。①监测类业务：云监测是对政府网站连通性、应用可用性、内容保障问题等

类、10 余个指标的监测。内容安全是对政府网站错敏信息、信息泄密、隐私泄露等 5 类、20 余个指标的监测。政务新媒体监测可以对微博、微信、今日头条内容进行监测，包含内容安全、内容不更新、互动回应等 3 类、8 个指标的监测。大数据服务平台为用户提供基于大数据统计分析的可视化大屏应用，便于用户全面、实时掌握相关平台的内容情况。②云搜索服务依托大数据服务平台，为客户提供全站和集约化平台的信息内容搜索服务。相比其他通用搜索引擎，公司云搜索服务针对政务领域信息自动学习训练，识别人名、地名、机构名、会议、政策名称等专有词汇和短语，自动实现各种专有词汇的同义词搜索、口语化词语搜索，实现更智能的搜索词纠错、搜索词扩展推荐、搜索结果聚合服务等，从而实现政务领域信息搜得到、搜得全、搜得准，有效提升用户搜索服务体验。

图 18 监测类 SAAS 展现形式



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 19 搜索类业务示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

政务大数据服务平台具有显著的用户粘性，年收费稳中有升，预计 2020-2022 年营收及毛利年复合增速分别为 6.41%和 5.76%。(1) 大数据发展政策：①《促进大数据发展行动纲要》(国发〔2015〕50 号)——我国推进大数据发展的战略性、指导性文件。文件指出：大数据是推动经济转型发展的新动力、是重塑国家竞争优势的新机遇、是提升政府治理能力的新途径。②《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确指出“实施国家大数据战略”，成为各级政府在制订大数据发展规划和配套措施时的重要指导。③《大数据产业发展规划(2016-2020 年)》(工信部规〔2016〕412 号)——以大数据产业发展中的关键问题为出发点和落脚点，明确了大数据产业发展的指导思想、发展目标、重点任务、重点工程及保障措施等内容，成为大数据产业发展的行动纲领。(2) 政务大数据的职能：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；同时，要建立健全大数据辅助科学决策和社会治理的机制，推进政府管理和社会治理模式创新，实现政府决策科学化、社会治理精准化、公共服务高效化。(3) 政务大数据发展情况：①国务院相继制定了明确的政府网站和政务新媒体检查和考核指标，并要求政府网站提供智能搜索服务。政府对其自身网站和新媒体的内容监测服务以及智能搜索服务的需求较为刚性，该细分市场日臻成熟。②未来发展方向：全网舆情监控——将进一步关注包括互联网主流媒体和新媒体在内的互联网全媒体内容的传播路径、负面信息、敏感信息等。而随着监测范围需求的扩大，需要对包括文字、图片、视频等多种形态的更大规模的非结构化数据进行监测，将进一步深化政务大数据服务的应用，并对技术能力提出更高要求。从长远来看，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。(4) 业务发展情况：我们注意到，伴随客户政治层级的提升，大数据服务的单价呈现上涨趋势，而地、县级以下的客户数量更多。2017-2019

年大数据业务的客户数量分别为829/1033/1044个，由于SAAS服务类业务具有粘性，续约概率大；对应的客单价分别为5.49/5.67/6.06万元，呈现稳中有升态势。(5)考虑到试点以后的规模推广及建设目标的硬约束条件，预计未来3年大数据服务的客户数量将随着智慧门户网站用户数量的提升而不断提升，假设用户增速分别为3%、5%、5.5%，2020-2022年大数据服务的客单价分别增长1%、2%、2.5%；(6)2017-2019年大数据服务的毛利率分别为85.27%、81.78%和77.91%，呈现稳中有降态势，假设2020-2022年毛利率分别为77.10%、76.90%和76.50%。(7)预计2020-2022年来自大数据服务平台的营收分别为0.66, 0.71, 0.76亿元，同比增长分别为4%, 7%, 8%，年复合增速6.41%；对应毛利分别为0.51, 0.54, 0.58亿元，同比增长3%, 7%, 8%，年复合增速5.76%。

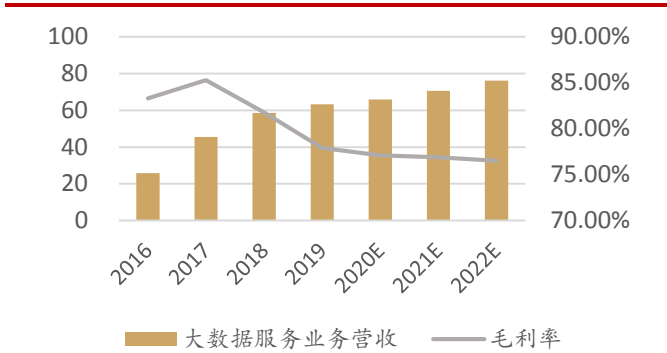
表 13 分客户政治层次的大数据服务业务情况

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------|----------|----------|----------|
| (1) 中央国家机关客户数量 | | | 1 |
| 中央国家机关营收 (万元) | | | 0.24 |
| 中央国家机关平均单价 (万元) | | | 0.24 |
| (2) 部委及其下属机构客户数量 | 73 | 92 | 93 |
| 部委及其下属机构营收 (万元) | 637.5 | 862.74 | 1,197.75 |
| 部委及下属机构平均单价 (万元) | 8.73 | 9.38 | 12.88 |
| (3) 省级政府及其部门客户数量 | 136 | 171 | 169 |
| 省级政务及其部门营收 (万元) | 1,168.66 | 1302.12 | 1257.22 |
| 省级政务及其部门单价 (万元) | 8.59 | 7.61 | 7.44 |
| (4) 地级政府及其部门客户数量 | 281 | 353.00 | 345 |
| 地级政府及部门的客户营收 (万元) | 2,047.97 | 2,735.43 | 2,723.69 |
| 地级政府及部门的客户单价 (万元) | 7.29 | 7.75 | 7.89 |
| (5) 县级政府及其部门客户数量 | 335 | 408.00 | 425 |
| 县级政府及其部门客户营收 (万元) | 681.55 | 861.51 | 1,019.39 |
| 县级政府及其部门客户单价 (万元) | 2.03 | 2.11 | 2.40 |
| (6) 事业单位及其他非企业单位 | 2 | 3.00 | 5 |
| 事业单位及其他非企业单位营收 (万元) | 4.82 | 12.37 | 13.88 |
| 事业及其他非企业单位单价 (万元) | 2.41 | 4.12 | 2.78 |
| (7) 企业 (不含系统集成商) | 2 | 6 | 6 |

| | | | |
|------------|------|-------|--------|
| 企业类营收 (万元) | 7.96 | 84.49 | 115.96 |
| 企业类单价 (万元) | 3.98 | 14.08 | 19.33 |

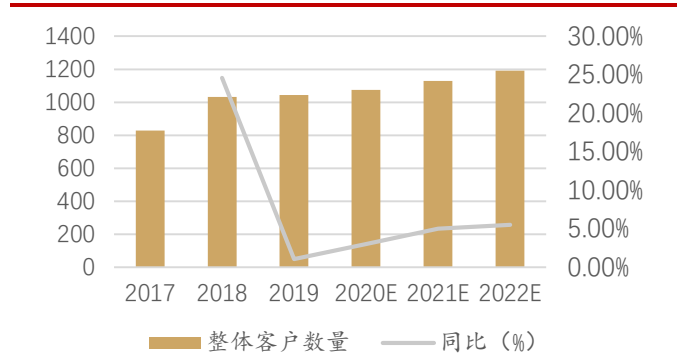
数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 20 大数据服务业务营收 (百万元) 及毛利率 (%)



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 21 大数据服务业务客户数量 (个) 及同比增长 (%)



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 14 开普云大数据业务营收及毛利预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 整体客户数量 | 829 | 1033 | 1,044 | 1075 | 1129 | 1191 |
| 同比 | | 24.61% | 1.06% | 3.00% | 5.00% | 5.50% |
| 整体客户营收 (万元) | 4,548.45 | 5,858.67 | 6,328.13 | 6583.15 | 7050.56 | 7624.30 |
| 平均客户单价 (万元) | 5.49 | 5.67 | 6.06 | 6.12 | 6.24 | 6.40 |
| 同比 | | 3.37% | 6.88% | 1.00% | 2.00% | 2.50% |
| 毛利率 | 85.27% | 81.78% | 77.91% | 77.10% | 76.90% | 76.50% |
| 毛利 (万元) | 3,878.53 | 4,791.21 | 4,930.49 | 5075.61 | 5421.88 | 5832.59 |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

5. 预计 2020-2022 年归母净利年复合增速 30.66%，买入评级

5.1. 募投分析：提高公司实力，蓄能未来长期发展

三大募投项目的实施将推动开普云研发条件的改善与实力的提升，进而带动公司互联网内容平台及大数据服务平台两大业务的模式升级及交付能力增强。三大募投项目包括：(1) 互联网内容服务平台建设项目：①该项目以技术中台、数据中台和业务中台对平台架构进行重塑，集成大数据服务平台相关计算服务能力，全面提升数

字内容采集、编辑、发布、审核、管理的全生命周期内容服务能力，有效支撑互联网智慧门户、政务服务平台和媒体融合发展的业务应用需求。②项目建设的两大目标——第一，全面提升数字内容全生命周期管理能力；第二，升级中台架构，使产品及服务更灵活、快速和智能。③根据本项目的建设进度，预计构建的办公场地费用有望于2020年6月底投入使用，项目投资总额18387.62万元，建设期24个月。(2)大数据服务平台建设项目：①该项目顺应政府运用大数据提升治理能力，加强网络空间治理的发展趋势，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，另一方面研发深度学习算法，提升大规模文本的智能分析水平，并将分析扩展至图片和视频等内容。在此基础上，项目对现有云监测、内容安全、云搜索服务进行全面升级，并将监测范围扩展至互联网主流媒体、新媒体，推出政务智能问答、政策网络传播路径与网民回应关切、网络公共热点发现与趋势分析、负面信息监测、地方政府媒体影响力分析、政策文件/法律法规主题大数据服务等新的大数据服务。②项目建设目标的两大目标——第一，提升技术水平和全面性，支撑 SaaS 服务；第二，丰富大数据服务内容，提升大数据服务市场占有率。(3)研发中心升级建设项目：①在现有核心技术的基础上，该项目主要对文本、图片、音频、视频等内容分析的深度学习算法进行研发，实现大规模多媒体内容的高效采集和实时监测。同时，本项目将致力于研发政务领域的语音智能问答技术，助力实现快捷、高效的政务服务。②项目建设的两大目标——第一，持续研发创新，保持技术先进性；第二，改善研发环境，吸引高素质研发人才。

表 15 开普云募投项目基本情况整理

| 募投项目 | | 项目投资金额 (万元) | 投入使用时间 |
|---------------|---------|-------------|------------|
| 互联网内容服务平台建设项目 | 基础设施建设 | 4665 | 2020/9/30 |
| | 设备及软件购置 | 3648.38 | 2020/9/30 |
| | 开发费用 | 2459.91 | 2021/3/31 |
| 大数据服务平台升级建设项目 | 基础设施建设 | 4850 | 2020/6/30 |
| | 设备及软件购置 | 7782.3 | 2020/9/30 |
| | 开发费用 | 5910.74 | 2021/3/31 |
| 研发中心升级建设项目 | 基础设施建设 | 2295 | 2020/7/31 |
| | 设备及软件购置 | 1660.39 | 2020/11/30 |
| | 研发费用 | 3421.55 | 2022/3/31 |
| 合计 | | 36693.27 | |

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

三大募投项目的实施与公司营收预测保持并行关系，营收取决于公司的市场机会获取。(1)三大募投项目的实施过程与项目的获取与交付呈并行关系，公司营收预测基本不受募投项目的实施进度的影响。(2)公司募投项目实施过程将伴随无形资产和固定资产的形成，需在长期资产形成之日的次月起进行相关的摊销。结合公司招股说明书披露的项目实施进度，我们判断：2020-2022年需要计提的长期资产摊销金额分别为648.45/3395.59/3604.86万元。这些长期摊销项目一方面需要通过进入期

间费用或者生产成本项目，另一方面形成事实上的现金流入，需对未来期的现金流预测进行调整。

5.2. 营收预测：预计未来 3 年营收年均复合增速达 26.65%

汇总盈利预测过程，我们测算 2020-2022 年开普云的营收分别为 3.62/4.62/6.05 亿元，分别同比增长 21.42%/27.69%/31.02%，未来 3 年的年复合增长 26.65%；对应的整体毛利分别为 2.13/2.68/3.47 亿元，分别同比增长 18.76%/25.64%/29.45%，未来 3 年的年复合增速 24.54%。预计公司 3 年仍能维持良性发展态势，主要基于：第一，各级各地政府及部门的互联网化业务的推进仍将面临绝佳发展机遇；第二，各级政府的舆情监控等大数据类委托项目保持平稳发展。公司长期的发展可能性包括：基于互联网政务进行大数据的整合及商业变现路径的探索、企业类互联网内容平台及工具软件的开发及运营。

表 16 开普云整体营收及毛利预测过程

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 互联网内容平台营收(万元) | 9,479.92 | 15,034.56 | 20,172.65 | 25,972.29 | 35,140.50 | 48,493.90 |
| 互联网内容平台毛利(万元) | 4,791.25 | 7,703.00 | 10,465.57 | 13,505.59 | 18,378.48 | 25,604.78 |
| 运维业务营收(万元) | 1,639.76 | 1,910.20 | 3,305.99 | 3,634.77 | 4,021.13 | 4,427.40 |
| 运维业务毛利(万元) | 1,181.46 | 1,270.48 | 2,575.70 | 2,762.42 | 3,015.85 | 3,276.28 |
| 大数据平台业务营收(万元) | 4,548.45 | 5,858.67 | 6,328.13 | 6,583.15 | 7,050.56 | 7,624.30 |
| 大数据平台毛利(万元) | 3,878.53 | 4,791.21 | 4,930.49 | 5,075.61 | 5,421.88 | 5,832.59 |
| 整体营收(万元) | 15,668.13 | 22,803.43 | 29,806.77 | 36,190.21 | 46,212.19 | 60,545.59 |
| 整体营收同比增长(%) | | 45.54% | 30.71% | 21.42% | 27.69% | 31.02% |
| 整体毛利(万元) | 9,851.24 | 13,764.69 | 17,971.76 | 21,343.62 | 26,816.21 | 34,713.64 |
| 整体毛利同比增长(%) | | 39.73% | 30.56% | 18.76% | 25.64% | 29.45% |
| 整体毛利率(%) | 62.87% | 60.36% | 60.29% | 58.98% | 58.03% | 57.33% |

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 22 未来 3 年营收变动趋势

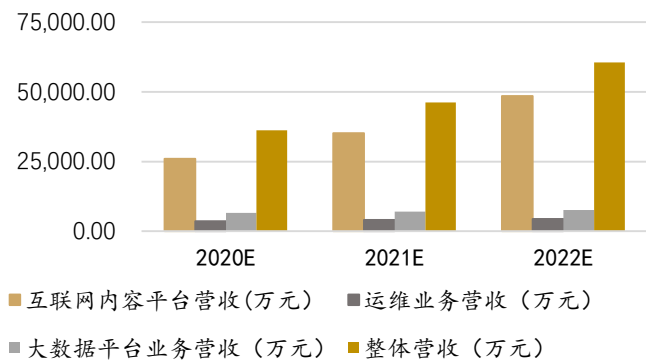
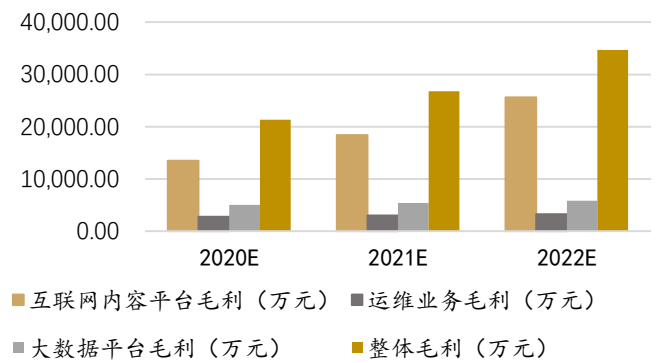


图 23 未来 3 年毛利结构变动趋势



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

5.3. 利润预测：预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速 30.66%

开普云的业务模式具有较为明显的规模效应属性，考虑到未来 3 年折旧及摊销等因素，预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速达 30.66%。（1）2017-2019 年税金及附加营收比分别为 0.46%、0.28%和 0.41%，假设 2020-2022 年的税金及附加营收比为 0.40%、0.40%和 0.40%，这种假设基于税收环境基本保持不变且公司的主营业务不发生根本性变化进而影响使用的税率条款；（2）2017-2019 年的销售费用率分别为 11.43%、11.54%和 10.08%，呈现稳步下降趋势。考虑口碑效应等因素影响，未来有望继续保持这一态势，假设 2020-2022 年的销售费用率分别为 10.50%、9.50%和 9.10%；（3）2017-2019 年的管理费用率分别为 12.28%、9.98%和 8.55%，呈现明显下降趋势。考虑到后续募投产能转固及无形资产摊销等因素，预计未来费用下降速度将放慢并有可能在某个阶段提升。假设 2020-2022 年管理费用率分别为 9.50%、9.30%和 9.20%；（4）2017-2019 年的研发费用率分别为 13.56%、10.35%和 11.21%，考虑募投转固及无形资产摊销等影响，预计 2020-2022 年研发费用率分别为 11.40%、11.00%和 11.00%；（5）上市以后带来大量的募投资金，由此产生的财务费用体现为理财收益的增加，结合公司过往的财务费用率情况，假设 2020-2022 年由募投资金剩余及业务发展驱动的财务费用分别为 -1500/-2000/-2500 万元；（6）2017-2019 年公司实际所得税率分别为 10.44%、11.46%和 11.14%，未来有望保持基本稳定，假设 2020-2022 年的所得税率分别为 11.15%、11.15%和 11.15%。（7）综合以上假设，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.03，1.34，1.75 亿元，对应年复合增速 30.66%

表 17 开普云利润预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入 (万元) | 15,668.13 | 22,803.43 | 29,806.77 | 36190.21 | 46212.19 | 60545.59 |
| 营业成本 (万元) | 5,816.89 | 9,038.75 | 12,201.74 | 14846.58 | 19395.98 | 25831.95 |
| 税金及附加 (万元) | 71.60 | 63.79 | 122.58 | 144.76 | 184.85 | 242.18 |
| 销售费用 (万元) | 1,790.92 | 2,630.71 | 3,003.23 | 3799.97 | 4390.16 | 5509.65 |
| 管理费用 (万元) | 1,924.08 | 2,274.76 | 2,547.69 | 3438.07 | 4297.73 | 5570.19 |
| 研发费用 (万元) | 2,124.18 | 2,359.74 | 3,341.92 | 4125.68 | 5083.34 | 6660.02 |
| 财务费用 (万元) | -20.18 | -27.74 | -99.49 | (1500.00) | (2000.00) | (2500.00) |
| 资产减值损失 (万元) | 147.37 | 35.23 | -16.92 | (30.00) | (30.00) | (30.00) |

| | | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 信用减值损失 | | | -383.98 | (400.00) | (500.00) | (600.00) |
| 其他收益 (万元) | 167.77 | 287.67 | 332.03 | 400.00 | 500.00 | 650.00 |
| 资产处置收益 | | | -0.34 | | | |
| 公允价值变动净收益 (万元) | | | 3.45 | | | |
| 投资净收益 (万元) | 32.41 | 324.08 | 193.24 | 240.00 | 300.00 | 400.00 |
| 营业利润 (万元) | 4,013.45 | 7,039.94 | 8,816.58 | 11,545.14 | 15,130.13 | 19,651.60 |
| 营业外收入 (万元) | 0.04 | 50.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 (万元) | 4.61 | 0.40 | 7.25 | | | |
| 利润总额 (万元) | 4,008.88 | 7,090.12 | 8,809.33 | 11,545.14 | 15,130.13 | 19,651.60 |
| 所得税 (万元) | 418.53 | 812.73 | 980.92 | 1287.28 | 1687.01 | 2191.15 |
| 归母净利润 (万元) | 3,590.35 | 6,277.39 | 7,828.41 | 10,257.85 | 13,443.12 | 17,460.45 |

资料来源：公司招股说明书、业绩快报、华西证券研究所

5.4. 估值：目标价 84.04 元，“买入”评级

作为国内政务互联网及大数据服务领域的领先企业，开普云将显著受益于“互联网+政务”行业加速发展过程中，依托政务智慧门户和政务服务平台释放的大数据等运营服务的需求爆发。考虑公司的业务属性，选取拓尔思、科创信息、广联达、易华录为可比公司，参照科创板的平均估值水平，可以给予开普云 2020 年净利润 55 倍的市盈率，对应估值 56.42 亿元，对应股价 84.04 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18 可比公司及其估值

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 | 2018P/E | 2019P/E | 2020P/E | 2021P/E |
|--------|------|----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 300229 | 拓尔思 | 79.6 | 16.40 | 67.22 | 39.22 | 37.86 | 29.80 |
| 300730 | 科创信息 | 19.9 | 12.50 | 80.33 | 62.84 | - | - |
| 002410 | 广联达 | 565 | 50.51 | 53.39 | 162.99 | 129.92 | 85.14 |
| 300212 | 易华录 | 250 | 45.71 | 30.97 | 47.17 | 41.81 | 30.15 |
| | 平均 | | | 57.98 | 78.06 | 69.86 | 48.36 |

资料来源：wind、华西证券研究所

5.5. 风险提示

以上盈利预测充分考虑到公司未来的业务发展趋势的合理场景，但面临的主要风险包括：(1) 疫情引致的不确定性——尽管目前国内疫情已经接近尾声，地方政府对互联网建设及大数据的需求正在回暖，但能否迅速回复到过往正常水平已然具有不确定性；(2) 市场竞争加剧的风险——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；(3) 技术风险——若发生核心技术泄密或者公司的研发进步难以跟上需求变化的

趋势，将引发净利润不达预期；（4）业绩季节性波动风险——公司一二季度一般都为收入确认的淡季，可能引致股价的波动；（5）系统性风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 298.07 | 361.90 | 462.12 | 605.46 | 净利润 | 78.28 | 110.22 | 143.85 | 185.80 |
| YoY (%) | 30.71% | 21.42% | 27.69% | 31.02% | 折旧和摊销 | 1.37 | 7.37 | 34.84 | 36.93 |
| 营业成本 | 122.02 | 148.47 | 193.96 | 258.32 | 营运资金变动 | -30.63 | 35.43 | -0.36 | 9.89 |
| 营业税金及附加 | 1.23 | 1.45 | 1.85 | 2.42 | 经营活动现金流 | 48.89 | 150.32 | 175.03 | 228.32 |
| 销售费用 | 30.03 | 38.00 | 43.90 | 55.10 | 资本开支 | -1.69 | -249.01 | -83.71 | 0.00 |
| 管理费用 | 25.48 | 34.38 | 42.98 | 55.70 | 投资 | -47.64 | -5.70 | -22.81 | -5.70 |
| 财务费用 | -0.99 | -15.00 | -20.00 | -25.00 | 投资活动现金流 | -47.40 | -252.31 | -103.52 | -1.70 |
| 资产减值损失 | 0.17 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | 股权募资 | 0.00 | 16.78 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 1.93 | 2.40 | 3.00 | 4.00 | 债务募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 88.17 | 115.45 | 151.30 | 196.52 | 筹资活动现金流 | -15.11 | 994.58 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收支 | -0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金净流量 | -13.61 | 892.59 | 71.51 | 226.62 |
| 利润总额 | 88.09 | 115.45 | 151.30 | 196.52 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 9.81 | 12.87 | 16.87 | 21.91 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 78.28 | 102.58 | 134.43 | 174.60 | 营业收入增长率 | 30.71% | 21.42% | 27.69% | 31.02% |
| 归属于母公司净利润 | 78.28 | 102.58 | 134.43 | 174.60 | 净利润增长率 | 24.71% | 31.03% | 31.05% | 29.88% |
| YoY (%) | 24.7% | 31.0% | 31.1% | 29.9% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.17 | 1.53 | 2.00 | 2.60 | 毛利率 | 59.06% | 58.98% | 58.03% | 57.33% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 26.26% | 28.34% | 29.09% | 28.84% |
| 货币资金 | 131 | 1,024 | 1,095 | 1,322 | 总资产收益率 ROA | 20.54% | 7.25% | 8.42% | 9.43% |
| 预付款项 | 3 | 2 | 3 | 5 | 净资产收益率 ROE | 33.46% | 8.23% | 9.70% | 11.14% |
| 存货 | 44 | 55 | 70 | 94 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 159 | 154 | 206 | 252 | 流动比率 | 2.29 | 6.78 | 6.08 | 5.54 |
| 流动资产合计 | 337 | 1,235 | 1,374 | 1,672 | 速动比率 | 1.97 | 6.46 | 5.76 | 5.21 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 0.89 | 5.62 | 4.84 | 4.38 |
| 固定资产 | 36 | 278 | 243 | 207 | 资产负债率 | 38.61% | 11.97% | 13.23% | 15.32% |
| 无形资产 | 1 | 1 | 84 | 84 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 44 | 286 | 335 | 298 | 总资产周转率 | 0.78 | 0.24 | 0.27 | 0.31 |
| 资产合计 | 381 | 1,521 | 1,709 | 1,970 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.17 | 1.53 | 2.00 | 2.60 |
| 应付账款及票据 | 24 | 25 | 34 | 46 | 每股净资产 | 3.49 | 19.94 | 22.08 | 24.85 |
| 其他流动负债 | 123 | 157 | 192 | 256 | 每股经营现金流 | 0.73 | 2.24 | 2.61 | 3.40 |
| 流动负债合计 | 147 | 182 | 226 | 302 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 56.56 | 43.16 | 32.93 | 25.36 |
| 非流动负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | PB | 0.00 | 3.31 | 2.99 | 2.65 |
| 负债合计 | 147 | 182 | 226 | 302 | | | | | |
| 股本 | 50 | 67 | 67 | 67 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 234 | 1,339 | 1,483 | 1,668 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 381 | 1,521 | 1,709 | 1,970 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年放射性药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长和科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。