

双管齐下放大大数据技术杠杆

——中小市值个股精选之拓尔思（300229）

2015年12月08日

强烈推荐/维持

拓尔思

报告摘要：

- **结构化技术壁垒高筑。**数据已经成为具备折旧、收益及重组和可扩展价值的资源和资本。国务院印发的《促进大数据发展行动纲要》，一方面旨在消除政府大数据应用信息孤岛的弊端；另一方面强化了企业为主体的大数据应用核心地位，与公司一体两翼的业务布局十分契合。公司目前最核心的技术是非结构化数据的搜索及挖掘（信息总量的90%以上），同时也正在通过开源模式积极储备结构化技术。公司未来关注两方面：一是技术变现（B端），主要集中于政府、媒体、安全、金融四大行业；另一个是数据变现（B-C端），互联网营销、互联网征信是重中之重。
- **贴近DMP身份坐享行业红利。**目前唯一得到充分商业化和规模化的大数据应用就是基于互联网的精准营销广告。今年以来公司通过一系列资本布局，全面发力互联网大数据精准营销市场，在产业链中的角色更贴合DMP，布局该领域主要是通过数据+技术的优势，最终把控流量入口资源。而未来收购的方向不是纯粹的DSP、DMP，流量的共享、数据源的拓展和技术的协同是主要突破点。就DMP最关键的数据来源而言，公司建设了互联网海量数据中心；二是泛舆情业务的积累；未来还包括战略合作方的数据共享。
- **风险监控是金融双重切入点。**互联网金融基础层中的支付、IT运维、征信以及信息安全四大块中，公司主要涉足后两者。考拉征信是央行指定的8家个人征信筹备机构之一，基于个人征信的有价值信息或是公司探索的变现模式之一。就传统金融而言，打击非法集资等风险监控产品仍是公司的主导。线下金融领域收入规模目前仅千万级别，但服务银行家数已经从去年的2-3家，拓展至今年的10家左右，未来会逐步从贷后向贷前产品过渡。
- **外延式并购依然是业绩主要驱动力。**公司上半年收入高达59%的大幅增长主要是天行网安并表的贡献。预计全年传统媒体信息化升级订单接近亿元规模，一定程度上对冲了传统政府端业务的颓势。作为A股非结构化数据应用的龙头，存在一定的估值溢价，给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	194.16	290.08	448.89	588.03	760.55
增长率（%）	-7.92%	49.40%	54.75%	31.00%	29.34%
净利润（百万元）	68.03	95.94	132.99	172.08	219.41
增长率（%）	-7.73%	41.04%	38.61%	29.39%	27.50%
净资产收益率（%）	7.90%	6.79%	7.53%	8.96%	10.36%
每股收益（元）	0.33	0.45	0.29	0.37	0.47
PE	99	73	116	89	70
PB	5.67	3.93	6.29	5.79	5.25

高坤

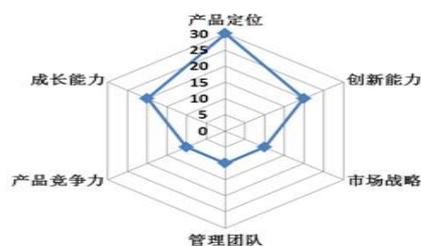
010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051111000

六位评价体系之服务业



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

大数据、信息安全

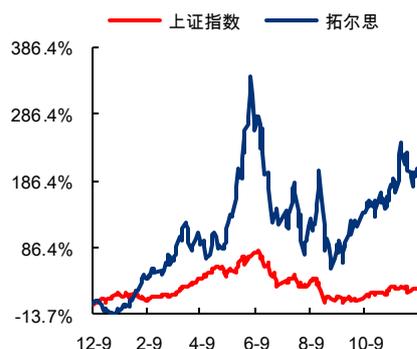
东兴分类：

大科技

核心护城河、商业模式概括

- 技术优势是海量信息处理和中文语义理解
- 智慧城市背景下客户渠道优势明显；企业应用层面处于蓝海市场格局
- 资本先发引致的应用层收购契机

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 非结构化技术壁垒高筑.....	3
2. 贴近 DMP 身份坐享行业红利.....	4
3. 风险监控是金融双重切入点.....	6
4. 外延式并购依然是业绩主要驱动力.....	7

表格目录

表 1:公司今年精准营销产业链布局事件明细.....	5
表 2:八家首批个人征信机构明细.....	6

插图目录

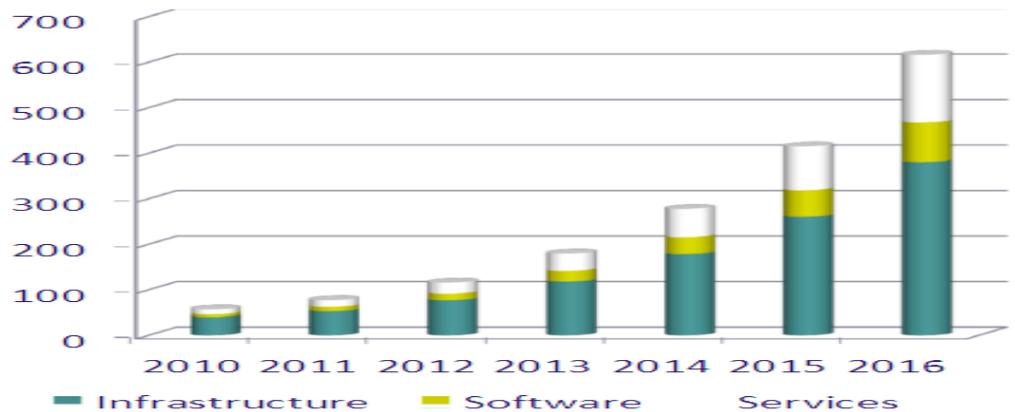
图 1:大数据市场规模预测分解.....	3
图 2:大数据行业应用二维图谱.....	4
图 3:拓尔思盈利能力相关指标年度变化趋势.....	7

1. 非结构化技术壁垒高筑

在大数据时代，数据已经成为具备折旧、收益及重组和可扩展价值的资源和资本。大数据的核心是基于一系列的数据推演的预测，而数据商业化变现模式的初期则是基于预测结论通过优化、前置资源配置进行传统互联网广告、电商、服务、金融的变现模式的嫁接。

IDC 预测中国大数据技术与服务市场将会从 2011 年的 7760 万美元快速成长到 2016 年的 6.16 亿美元，市场空间增长近 7 倍，未来 5 年的复合增长在 50% 以上。国务院今年年中印发的《促进大数据发展行动纲要》，一方面旨在消除政府大数据应用信息孤岛的弊端；另一方面强化了企业为主体的大数据应用、创新的核心地位，与拓尔思目前一体两翼的业务布局十分契合。

图 1: 大数据市场规模预测分解



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

基于大数据的 3V 特点，非结构化信息占机构中信息总量的 90% 以上，公司目前最核心的技术是非结构化数据的搜索及挖掘。同时基于 B 端的倒逼式结构化数据处理技术，公司也正在通过开源的模式积极储备。国内大数据发展与以美国为代表的发达国家主要体现在三个层面：互联网（C 端）、政府（G 端）、企业（B 端）：

- 国外从互联网企业做起，从概念到金融、营销广告等领域实践如火如荼；国内互联网 C 端目前仍处于商业模式雏形的烧钱阶段，BAT 把控了产业链的主导权，与国外差距甚微；

- 政府层面，美国数据获取更加全面、反馈更加及时、应用更广阔，同时对于安全方面也较为重视，以 PALANTIR 为例，主要应用于金融和安全领域，数据来源较为广泛和公开。国内政府不会像美国一样公开数据，且各部门之间的数据并非互通，但大数据的基础不是各部门之间的割裂，而是整合利用的倍增效应，所以未来大部制改革的推进和智慧城市的信息化投入将成为政府大数据领域重要的引擎。

- 企业层面大数据的应用，利用大数据进行如营销、竞争情报分析、产品开发决策的

“反馈经济”。对于高利润的垄断行业（如军工、金融）和部分集中度较高的大制造业进行软硬应用的全面推广和多层级开发；对于小行业、小企业则可能从局部做起，从营销、网站等节点切入，也是公司近年来发力的主要方向。

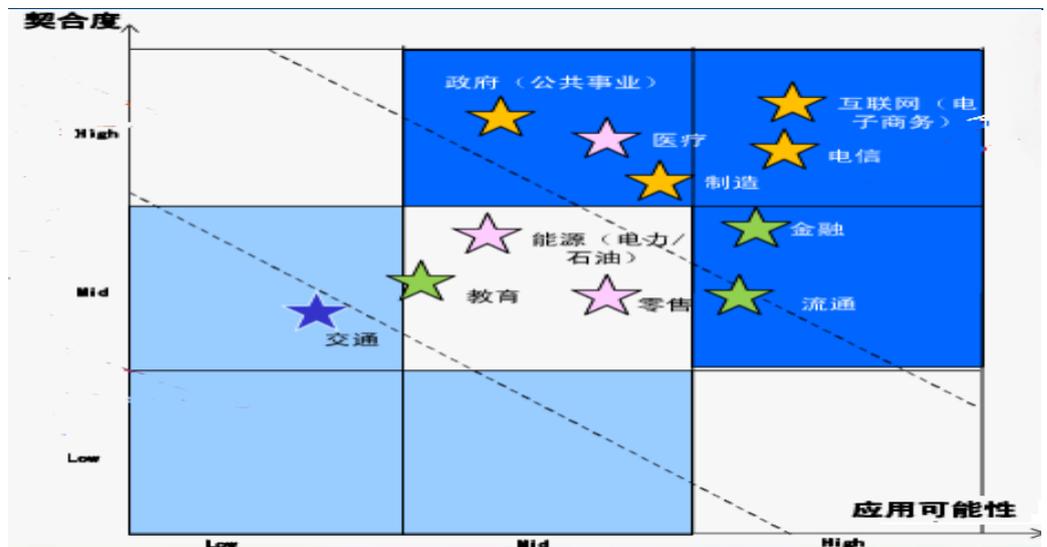
公司主要产品和技术体系规划为三层：底层作为支撑的是公司的基础技术；中层是平台型软件产品，主要有 TRS Hybases 大数据管理系统、TRS WCM 内容管理平台以及面向企业门户应用集成的 TRS 身份服务器系统；顶层面向应用和行业，主要包括 TRS 企业搜索软件、TRS 机器数据挖掘软件、TRS 垂直搜索引擎软件、TRS 知识管理软件、TRS 舆情管理软件以及 TRS SMAS 社交媒体分析云服务（在线舆情服务）等。

公司的大数据技术是通用的平台化技术。未来关注两方面：一个是技术变现（B 端），作为通用软件最后一公里与行业应用相结合，公司大数据+行业的战略将政府、媒体、安全、金融确立为重点行业进行拓展；另一个是数据变现（B-C 端），公司是数据管理分析商，互联网营销、互联网广告、互联网征信、O2O 等新的创新模式发展都将是公司中长期的发展空间。

2. 贴近 DMP 身份坐享行业红利

随着移动互联网流量的快速提升以及移动营销方式的不断优化，移动搜索和移动社交广告将逐渐成为行业增长动力，而非结构化的大数据技术无疑成为数字营销的核心技术支持。

图 2:大数据行业应用二维图谱



资料来源：工业和信息化部电子科学技术情报研究所，东兴证券研究所

在相当长的一段时期内，唯一得到充分商业化和规模化的大数据应用就是基于互联网的精准营销广告。以个性化推荐为代表的营销推送，无法只采用其中的部分样本处理，因此才会产生基于 HADOOP 基础设施和 NOSQL 数据存储技术的大数据应用分析。互联网广告是典型的个性化系统，其与搜索系统都是互联网时代具有挑战性的大规模计算

问题。个性化系的特点在于大量的用户特征使用，这一过程中需要用到大规模的分布式数据处理平台，如 HADOOP。在广告系统中，HADOOP 主要承担着离线数据的存储和计算需求，可以说是互联网广告系统进行大规模数据处理不可或缺的基础平台。

公司在精准营销产业链中的角色更贴合 DMP，布局该领域主要是通过结合自身数据+技术的优势，切入企业级 B 端市场，最终把控流量入口资源，实现商业化变现。而未来收购的方向可能不是纯粹的 DSP、DMP，流量的共享、数据源的拓展和技术的协同是主要突破点，基于广告业的垫资特点，业绩相对于估值是公司更看重的收购标的评价体系。

经历了过去两年的 DSP 热潮之后，DMP 或是精准营销的下一个风口；对 DMP 来说，1) 如何收集和处理作为判断依据的数据；2) 如何建立一种 ID 体系来使得收集的数据和使用方的数据能够对应起来。DMP 的发展促使广告的程序化投放向 RTB 演进，随着长尾 APP 媒体端逐渐占据了流量的入口，原通过 JS 和 Cookie 获取数据的 DMP 模式需要改变。未来 DSP+DMP 的模式或将成为主流。

就 DMP 最关键的数据来源而言，公司建设了互联网海量数据中心，一是来自互联网上的采集数据，二是公司前些年做泛舆情业务形成的积累，与现有的政府大企业客户结构主导形成良性互补。未来还包括战略合作伙伴的数据共享。

除了公司自营的社会化媒体分析服务“SMAS”（主要用于舆情、品牌把关）、网站用户体验评测及用户行为分析服务“网脉”以外，今年以来通过一系列资本布局，全面发力互联网大数据精准营销市场，收购花儿绽放、北京微梦、Netconcepts 55% 股权。其中，花儿绽放，作为微信公众号服务 SAAS 平台，未来会把品牌口碑覆盖和 H5 等技术 and 公司对接；北京微梦作为自媒体监测平台，目前覆盖 10 万个大 V，主要通过和牌广告主进行精确匹配；而作为移动端目前最大的广告类型搜索广告，收购 Netconcepts，主要为在技术协同的基础上通过服务优化实现 B 端用户体验的提升。

此外，公司新推出的面向移动互联网和跨屏终端内容应用的在线内容创作和发布云平台——“思图云”，是一个在线的可视化内容制作和发布平台；思图云最终制作出的作品可以在手机、平板、PC 甚至户外大屏上展现，主要可应用到社交媒体传播和跨屏广告展示等互联网营销领域。

表 1: 公司今年精准营销产业链布局事件明细

首次披露日	交易标的	投资标的的目的	交易总价值(万)	最新进度
2015-07-14	花儿绽放 40.4271% 股权	提高对花儿绽放控制权	6,064.07	达成转让意向
2015-07-04	北京微梦 5% 股权	基于其社交媒体广告程序化购买和投放交易平台实现客户、技术资源的优势互补	1,000.00	董事会预案
2015-06-11	Netconcepts 55% 股权	拥有全国领先的搜索引擎优化 (SEO) 技术，为双方目标客户群提供网站体验优化、网络流量提升、互	11,000.00	达成转让意向

联网营销等高增值服务

2015-03-16	花儿绽放 19.792%股权	把控企业级移动端数据资源数据变现 (平台注册用户超过 30 万家)	1,480.00	董事会预案
------------	----------------	-----------------------------------	----------	-------

资料来源: 东兴证券研究所

3. 风险监控是金融双重切入点

我们较为看好公司在银行等金融体系内的深耕细作。互联网金融的基础层中的支付、IT 运维、征信以及信息安全四大块中, 公司主要涉足后两者, B 端的金融主要涉足提供金融风险预警服务、C 端的互联网金融征信服务, 考拉征信是央行指定的 8 家个人征信筹备机构之一。相对于精准营销产业链, 互联网金融产业链的盈利模式和主体定位还较为模糊, 基于个人征信的有价值信息或是公司探索的变现模式之一。

表 2: 八家首批个人征信机构明细

八家个人征信机构	背景机构	数据源优势	主要应用场景
芝麻信用管理有限公司	蚂蚁金服集团	“芝麻信用分”, 接入了电商交易数据、网络金融数据及公共机构(最高法、教育部、公安网、工商等)数据、合作伙伴数据, 以及用户上传的数据	金融和生活不同的应用场景
腾讯征信有限公司	腾讯集团	运用社交网络上的海量信息, 为用户建立基于互联网信息的征信报告。	包括人脸识别和欺诈测评两个主要的应用场景
深圳前海征信中心股份有限公司	平安集团	数据源 60% 为平安集团旗下的金融数据, 50 多家合作金融公司数据。	着眼于银行和金融
鹏元征信	是中国最早成立的商业征信机构之一 (人行深圳分行征信处和深圳市政府的支持)	数据源多来自于自主研发的个人信用征信系统所带来的公共大数据。	
中诚信征信有限公司	隶属于中国诚信信用管理集团 (中国人民银行总行批准设立)	全国百余家中小银行(中诚信征信 2003 年开始帮助银行建设信贷风控模型);	从事信用评级、金融证券咨询和信息服务等业务的股份制非银行金融机构
中智诚征信有限公司	董事长盛希泰与俞敏洪共同成立了洪泰基金, 并任职全国青联常委并金融界副秘书长, 中央国家机关青联副主席	作为反欺诈征信的倡导者, 其数据多源自于 P2P 网贷和互联网金融机构专门研发的反欺诈云平台。	于 P2P 网贷和互联网金融机构
拉卡拉信用管理有限公司 (考拉征信)	拉卡拉网络技术有限公司持股 40%; 北京旋极信息持股 15%; 上海蓝色光标持股 15%; 拓尔思持股 15%; 北京梅泰诺持股 15%	拉卡拉十年积累起来的便民、电商、金融及近亿级个人用户和百万线下商户日常经营的相关数据 (40 余万家线下便利店等), 且能共享其四大股东的	生活、个人金融领域
		数据源	

北京华道征信有限公司	银之杰、北京创恒鼎盛、清控三联、新奥资本分别持有北京华道征信 40%、30%、15%、15% 的股权。	道征信收集的数据主要拥有五个方面的数据来源：银行信贷数据、公安司法数据、运营商数据、公共事业数据、网络痕迹数据	精准的定位在了租房客的身上
------------	---	---	---------------

资料来源：互联网，东兴证券研究所

而就传统金融而言，我国目前金融体系的数据产品模式依然是买系统的模式，还没有到对接数据的 PALANTIR 模式。打击非法集资等风险监控产品仍是公司的主导。线下金融领域收入规模目前仅千万级别，但服务银行家数已经从去年的 2-3 家，拓展至今年的 10 家左右，包括光大、建行部分分行，从贷后监控产品的特点来看，目前公司的产品需求最大的仍集中在分支行，很难在总行拓展，未来会逐步尝试贷前产品，从而成为类似于 B 端征信的通用型产品。

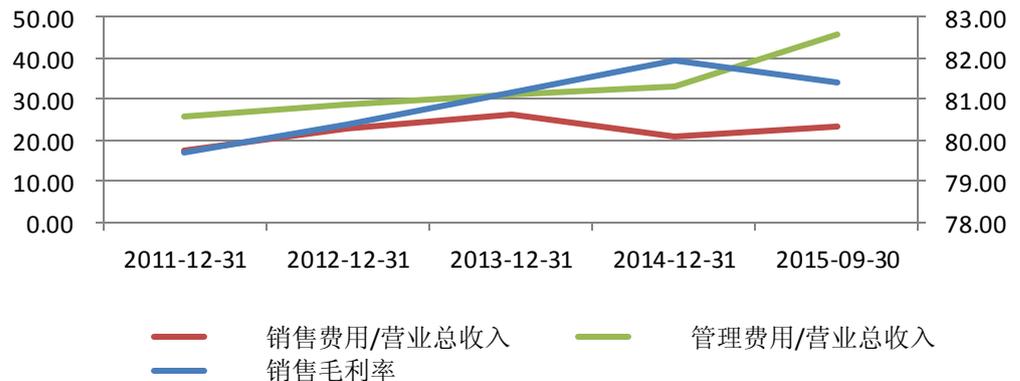
4. 外延式并购依然是业绩主要驱动力

公司上半年整体收入高达 59% 的大幅增长主要是天行网安并表对于政府行业应用的贡献，我们估算大概贡献了整体增速的大半。而公司自身传统业务占比 60% 以上的政府行业应用也得到了一定程度上的恢复；另外从收入结构看，上半年公司的企业直接企业客户 (77.9%) 相比较政府、传媒的行业应用增速明显 (36.2%)，除了低基数因素之外，企业级尤其是互联网 B 端的定制化开发成为主要贡献。

而在双刃剑的另一面，天行网安软硬一体化的定位、大型媒体项目的定制化开发、毛利水平较低的企业直接客户业务占比的提升共同促成了公司整体应毛利率的下行。而随着公司 B 端客户的拓展和行业应用的深化，研发费用引致的管理费率会逐年走高。

上半年公司相继签约云上贵州“媒体云”项目，浙江日报集团的“媒立方”（中标金额 1536 万元）等大型媒体综合型项目。2015 年来自媒体行业市场的销售合同会达到近年的新高，预计全年传统媒体信息化升级订单接近亿元规模，一定程度上对冲了传统政府端业务的颓势。

图 3: 拓尔思盈利能力相关指标年度变化趋势



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

作为 A 股非结构化数据挖掘、应用的龙头, 存在一定的估值溢价; 而相较之美股主要竞争、类似公司的市值 (SPLUNK: 91 亿美元、PALANTIR: 估 200 亿美元), 伴随着企业级应用的拓展, 也有望存在翻番的空间。我们预计 2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.29、0.37 元, 对应的 PE 分别为 116 和 89 倍, 给予“强烈推荐”的评级。

风险提示:

- 1、在 C 端互联网营销布局处于市场拓展初期, 存在不确定性风险;
- 2、部分收购事宜仅处于达成转让意向阶段, 存在一定的风险和不确定性。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	698	750	1199	1384	1606	营业收入	194	290	449	588	761
货币资金	477	443	748	809	871	营业成本	37	52	91	115	138
应收账款	196	283	430	556	719	营业税金及附加	2	3	4	6	8
其他应收款	7	19	30	39	50	营业费用	51	61	91	120	158
预付款项	14	0	-9	-20	-34	管理费用	60	96	147	191	248
存货	0	4	0	0	0	财务费用	-11	-15	-6	-8	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.78	9.99	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	262	818	732	710	689	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18	22	22	22	22	投资净收益	2.23	-0.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	79.09	118.62	185.16	169.25	153.33	营业利润	53	82	122	164	217
无形资产	60	57	51	45	40	营业外收入	17.83	25.81	26.00	27.00	27.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.18	0.51	0.00	0.00	0.00
资产总计	960	1568	1931	2094	2295	利润总额	71	108	148	191	244
流动负债合计	84	123	160	189	218	所得税	3	12	15	19	24
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	68	96	133	172	219
应付账款	51	58	91	115	138	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	68	96	133	172	219
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	108	138	137	178	230
非流动负债合计	14	30	-24	-44	-70	BPS (元)	0.33	0.45	0.29	0.37	0.47
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	99	152	136	144	148	成长能力					
少数股东权益	0	3	3	3	3	营业收入增长	-7.92%	49.40%	54.75%	31.00%	29.34%
实收资本 (或股	205	233	466	466	466	营业利润增长	-25.14%	55.50%	47.69%	34.85%	32.03%
资本公积	341	778	778	778	778	归属于母公司净利润	38.62%	29.39%	38.62%	29.39%	27.50%
未分配利润	276	355	462	599	775	获利能力					
归属母公司股东	861	1413	1765	1920	2118	毛利率 (%)	81.16%	81.95%	79.80%	80.50%	81.80%
负债和所有者权	960	1568	1931	2094	2295	净利率 (%)	35.04%	33.07%	29.63%	29.26%	28.85%
现金流量表					单位:百万元						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	总资产净利润 (%)	7.08%	6.12%	6.89%	8.22%	9.56%
						ROE (%)	7.90%	6.79%	7.53%	8.96%	10.36%
经营活动现金流	67	120	38	92	101	偿债能力					
净利润	68	96	133	172	219	资产负债率 (%)	10%	10%	7%	7%	\
折旧摊销	65.81	70.67	0.00	21.59	21.59	流动比率	8.26	6.12	7.50	7.33	7.37
财务费用	-11	-15	-6	-8	-8	速动比率	8.26	6.09	7.50	7.33	7.37
应收账款减少	0	0	-147	-125	-163	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.21	0.23	0.26	0.29	0.35
投资活动现金流	-141	-145	65	0	0	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.19	5.33	6.04	5.73	6.01
长期股权投资减	0	0	3	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	2	-1	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.45	0.29	0.37	0.47
筹资活动现金流	0	-6	202	-30	-39	每股净现金流 (最新	-0.36	-0.13	0.65	0.13	0.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.20	6.06	3.79	4.12	4.55
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1	28	233	0	0	P/E	71.66	52.70	83.55	64.57	50.64
资本公积增加	10	437	0	0	0	P/B	5.67	3.93	6.29	5.79	5.25
现金净增加额	-74	-31	304	61	62	EV/EBITDA	41.04	36.99	75.43	57.88	44.53

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值大消费及互联网领域研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。