



“软件+数据”，转型不停

2014.6.30

谨慎推荐(首次)

刘霞(高级分析师) 郑桂先(研究员)  
电话: 010-83226009 010-83226009  
邮箱: liuxia@gzgzhs.com.cn zhenggx@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310513070001

现价: 25.80

目标价: 27.00

股价空间: 5%

计算机软件开发行业

投资要点:

有别于市场观点: 向“软件+数据”服务商转型, 外延发展提升行业经验。

● **建设大数据研发中心, 由软件开发商向“软件+数据”服务商转型** 2014年4月公司用超募资金1.5亿及自有资金2.1亿, 共计3.6亿在成都建立大数据研发中心和运营服务中心, 公司的大数据战略进一步明确。公司最新的战略目标是从一家软件平台产品提供商升级成为软件+互联服务提供商, 成为新形势下大数据时代的领导厂商, 面向客户释放数据和信息价值的最终需求, 提供软件+信息+服务的复合模式服务, 通过大数据软件平台、SaaS服务平台、云计算平台、知识库搜索引擎、数据通道服务等多种模式满足用户需要, 从而拓宽公司核心技术应用范围, 深入客户信息处理应用的核心, 从技术研发到终端服务的产业价值链上占据最佳定位, 打造公司新的成长动力。成都大数据中心预计2016年开始投入使用, 每年大数据业务预计将有1000万的收入, 并有每年50%的增长率。

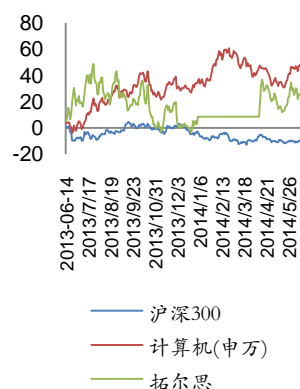
● **收购天行网安, 完善大数据战略布局, 形成协同效应** 2014年4月公司通过定增加现金支付的方式收购天行网安100%股权, 进一步完善公司的大数据战略布局。天行网安从事安全数据交换与处理, 公司一直专注于政府、企业数据安全交换与应用领域, 主营业务为向政府、企业提供安全数据交换与处理的成套软硬件设备及服务。随着今后大数据业务的深化, 数据的安全传输与交换将至关重要, 因此, 对天行网安的收购在客户资源与业务方面均形成协同效应。天行网安承诺2014年、2015年和2016年扣非净利润分别不低于4,100万元、5,150万元和6,200万元。

● **通过外延拓展, 丰富行业经验, 提升行业数据分析能力** 根据2014年6月的最新公告, 公司计划使用超募资金700万元与北京汉宇投资有限公司、北京丽泽大数据投资有限公司共同出资设立北京金信网银金融信息服务有限公司, 将开展金融大数据分析挖掘系统和风险管理综合服务平台的研发、销售, 提升公司在金融信息技术服务领域的研发和服务实力, 加速公司在金融行业的业务扩展, 投资完成后, 拓尔思公司将持有合资公司70%股权。公司过去的主要客户为政府类客户, 客户量多但过于分散, 导致谈判议价能力不强, 但通过此次投资设立合资公司, 将提升公司在金融行业的专业服务能力, 进而提高议价能力。合资公司成立后, 预计2014年将实现200万营收和50万的净利润, 并在形成规模化服务后, 预计年收入将实现50%以上的增长率, 净利润率可达50%。

● **盈利预测:** 预计公司2014~2016年EPS分别为0.54, 0.60, 0.67, 对应PE分别为48, 43, 38倍, 公司由软件开发商向“软件+数据”服务商积极转型, 首次覆盖给予“谨慎推荐”评级50倍PE, 目标价27元。

● **风险提示:** 业绩不及预期, 转型进度不及预期。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
拓尔思	6.7	21.1	32.0
计算机(申万)	4.2	-0.3	13.8
沪深300	-1.0	-1.7	-6.8

基本资料

总市值(亿元)	24.86
总股本(万股)	20,497.15
流通股比例	99.96%
资产负债率	9.27%
大股东	北京信科互动科技发展有限公司
大股东持股比例	56.45%

相关报告



## 目录

1. 公司采取“丁”字型战略：以大数据分析为平台，深耕具体行业.....	4
1.1 A股唯一非结构化数据分析企业.....	4
1.2 “丁”字型战略布局：以大数据为平台，深耕具体行业.....	7
2. 战略实施两步走：向“软件+数据”服务商转型；建立金信网银开启行业深耕序幕.....	8
2.1 第一步：由软件供应商向“软件+数据”服务商转型.....	8
2.1.1 建立大数据研发中心，为转型做前期准备.....	9
2.1.2 收购天行网安，完善大数据布局，形成协同效应.....	10
2.2 第二步：建立金信网银开启行业深耕序幕.....	12
3. 盈利预测.....	13



## 图表目录

图表 1 公司股权结构.....	4
图表 2 公司主要产品.....	5
图表 3 公司业务与目标市场关系.....	5
图表 4 公司主要产品与技术体系.....	6
图表 5 公司“丁”字型战略布局.....	7
图表 6 公司业务流程.....	8
图表 7 公司的人均产出遇到瓶颈.....	8
图表 8 SaaS模式优缺点.....	9
图表 9 成都大数据研发中心构想.....	10
图表 10 被收购前天行网安股权结构.....	10
图表 11 天行网安核心产品结构图.....	11
图表 12 天行网安分支机构布局.....	12
图表 13 拓尔思分支机构布局.....	12
图表 14 北京金信网银股权结构.....	12
图表 15 拓尔思盈利预测.....	13
图表 16 公司近年营业收入及同比增长率情况.....	13
图表 17 公司近年归母净利润及同比增长率情况.....	13
图表 18 公司近年单季销售毛利率与销售净利率走势.....	13
图表 19 公司近年期间费用率情况.....	13

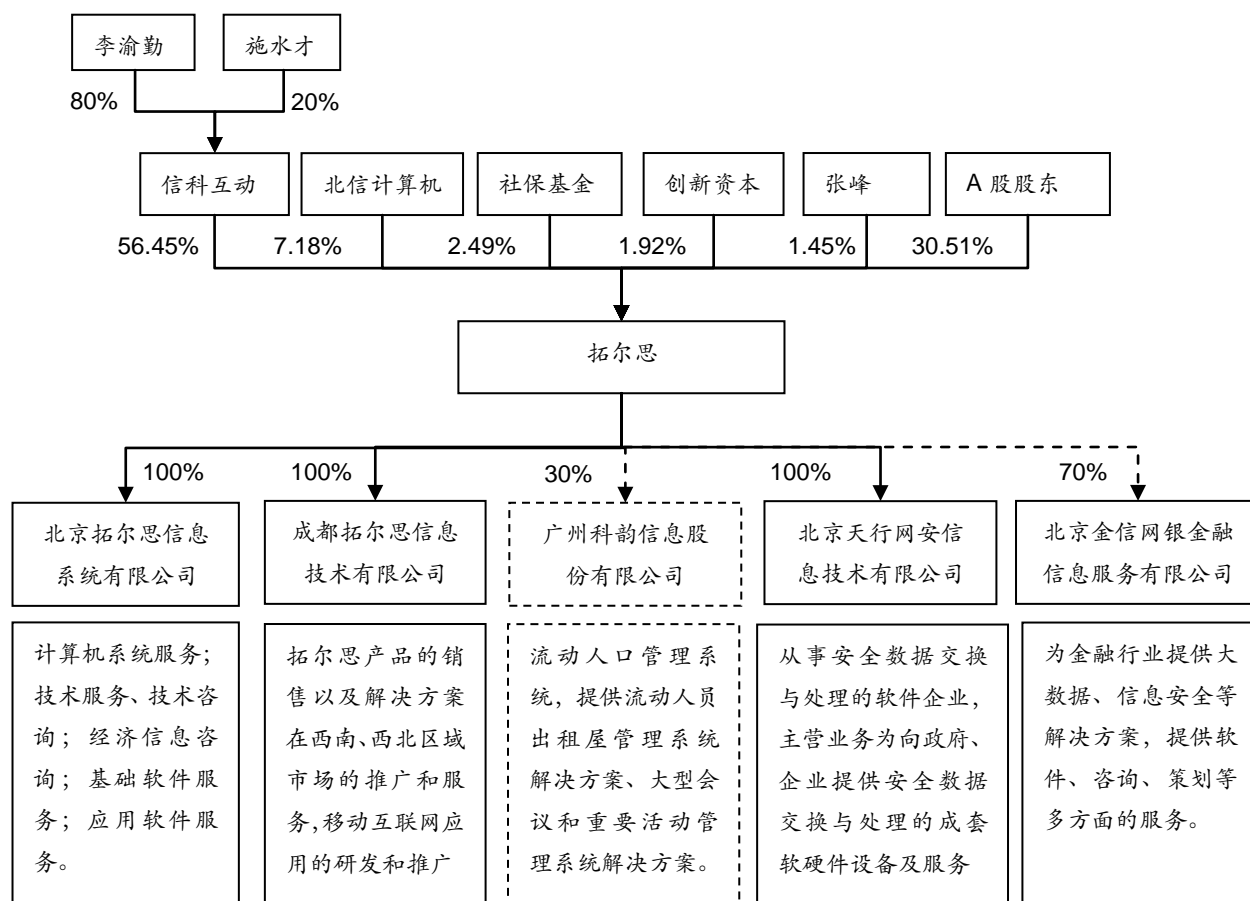


## 1. 公司采取“丁”字型战略：以大数据分析为平台，深耕具体行业

### 1.1 A 股唯一非结构化数据分析企业

拓尔思是中文全文检索技术的创始者，现主要从事以非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务，核心软件产品包括企业搜索、内容管理和文本挖掘等相关平台和应用软件；从事相关行业的信息化工程咨询、开发、实施和维护服务；提供基于非结构化信息智能处理技术的在线软件运营和信息服务。是国家规划布局内重点软件企业。公司注册资本 2.04 亿元，现有员工 644 名，总部设在北京，并已在全国主要中心城市设立了分公司或办事处。公司自主研发的 TRS 系列产品和服务已被国内外 4000 多家企业级机构客户广泛使用，覆盖了众多国家部委和地方政府部门、国内主要新闻媒体、大型企业集团等，在中国非结构化中文信息智能应用软件市场的占有率位居第一。公司的法定代表、实际控制人均为李渝勤，第一大股东为北京信科互动科技发展有限公司，第一大股东持股比例 56.45%，实际控制人李渝勤间接持有本公司 45.16% 的股权。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，广证恒生

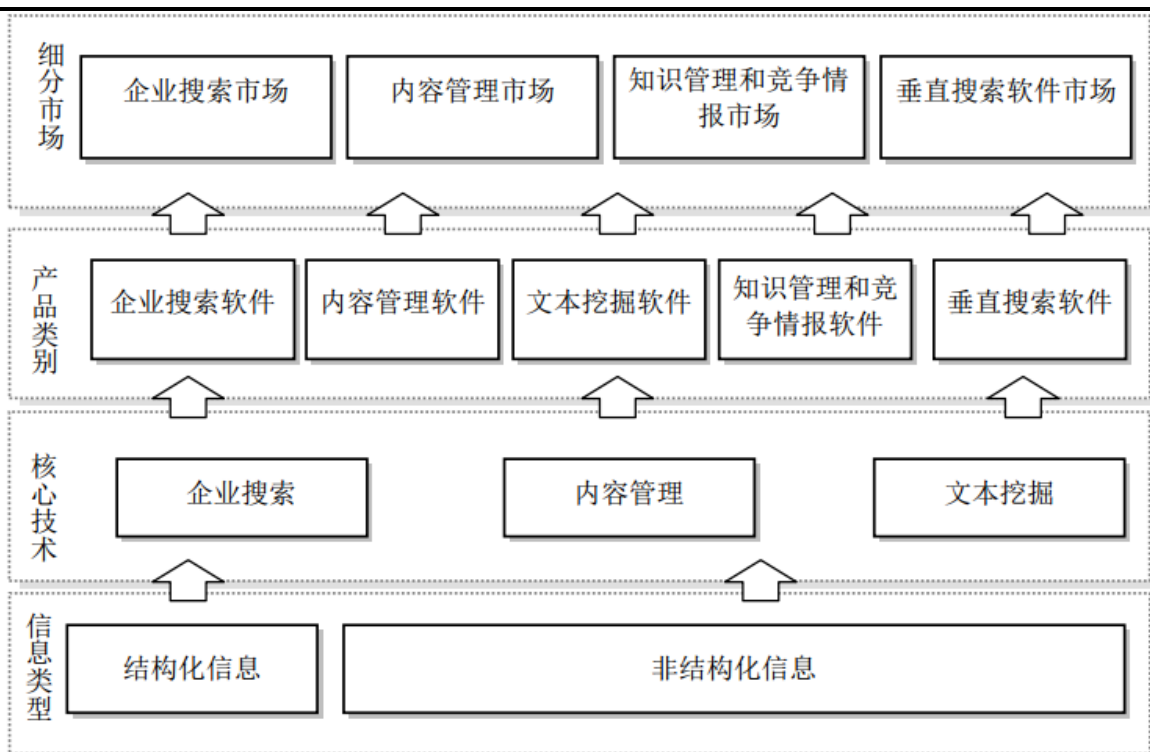


图表2 公司主要产品

产品类别	主要功能	代表性产品
TRS 企业搜索软件	实现企业搜索从信息采集到信息服务的全部功能，并支持多服务器系统的集群管理	TRS 全文数据库系统 TRS Database Server 等
TRS 内容管理软件	全面实现 Web 内容管理各类应用	TRS 内容协作平台 (TRS WCM) 等
TRS 文本挖掘软件	实现基于文本挖掘的智能化信息处理	TRS 文本挖掘软件 (TRS CKM) 等
TRS 垂直搜索软件	实现专业化和定制化的互联网信息垂直搜索应用和服务	TRS 网络信息雷达系统 (TRS InfoRadar)、TRS 互联网舆情管理系统 (TRS OM) 等
TRS 知识管理和竞争情报软件	实现企业竞争情报的采集、分析和利用以及企业知识门户应用	TRS 企业竞争情报系统 (TRS CIS)、TRS 个性化门户 (TRS Portal) 等

资料来源：公司公告，广证恒生

图表3 公司业务与目标市场关系



资料来源：公司公告，广证恒生



廣證恒生

GUANGZHENG HANG SENG

图表 4 公司主要产品与技术体系



资料来源：公司公告，广证恒生

公司是唯一在 A 股上市的非结构化数据分析及内容管理软件服务提供商，我们认为公司的在细分行业里拥有率先上市的唯一性优势，有利于拓尔思运用资金资源优势进行并购整合，进一步扩张，积累行业经验。

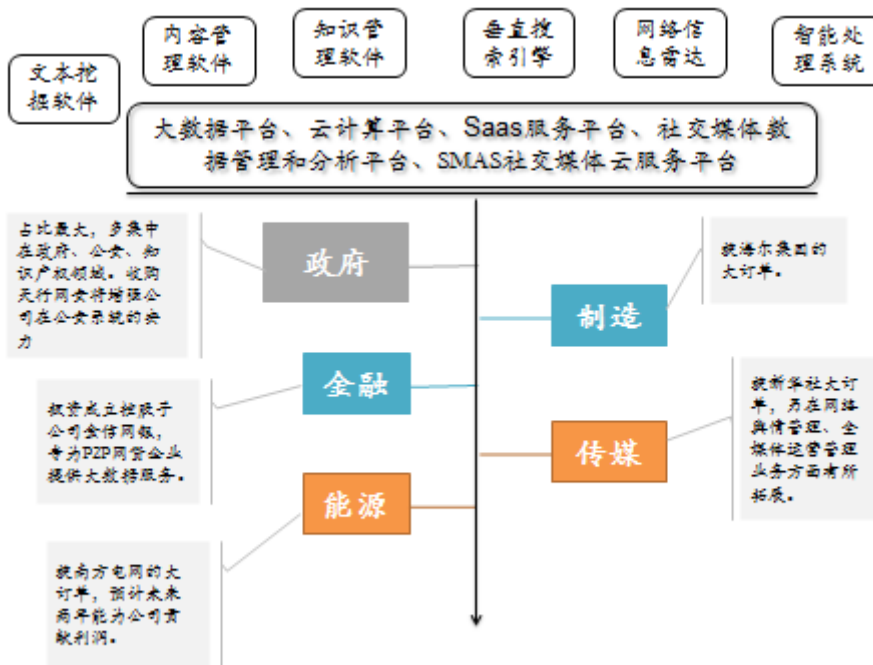




## 1.2 “丁”字型战略布局：以大数据为平台，深耕具体行业

公司致力于以大数据为核心，以云计算为平台，运用社交网络分析和机器数据挖掘技术为不同行业的客户提供服务。公司目前确立了公安、金融、制造、能源、军队等行业作为重点细分行业，从行业重点大客户的典型应用开始突破。13 年年度股东大会，公司审议通过筹建西部区域总部及大数据研发和运营服务基地，14 年 5 月公司发布公告，投资建设异构大数据分析挖掘整合技术北京市工程实验室，并获北京市政府 1070 万元的补助资金，可见公司加强大数据核心竞争力的决心。公司于今年 4 月发布公告收购从事信息安全服务公司天行网安，该公司在公安系统已建立起品牌优势，并且拥有多项信息安全产品认证证书，和公安部公共信息网络安全监察局销售许可证。另外公司 6 月 21 日发布公告，使用超募资金 700 万元，与北京汉字投资有限公司和北京丽泽大数据投资有限公司合资成立北京金信网银金融信息服务有限公司，占其注册资本的 70%。可见公司已通过外延并购向目标行业发力，开始从销售软件产品向基于软件和数据为具体行业的企业提供大数据及信息安全服务的综合服务提供商转型。

图表 5 公司“丁”字型战略布局



资料来源：公司公告，广证恒生



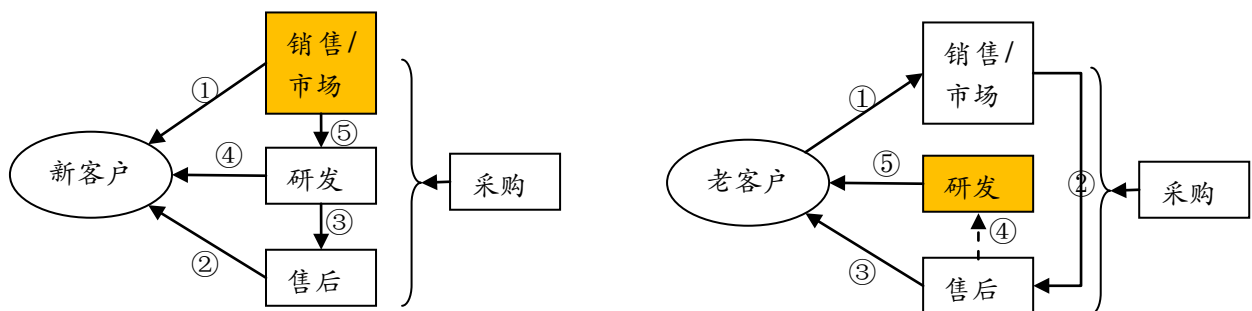
## 2. 战略实施两步走：向“软件+数据”服务商转型；建立金信网银开启行业深耕序幕

### 2.1 第一步：由软件供应商向“软件+数据”服务商转型

#### 1. 传统的业务模式：提供问题解决方案的软件供应商

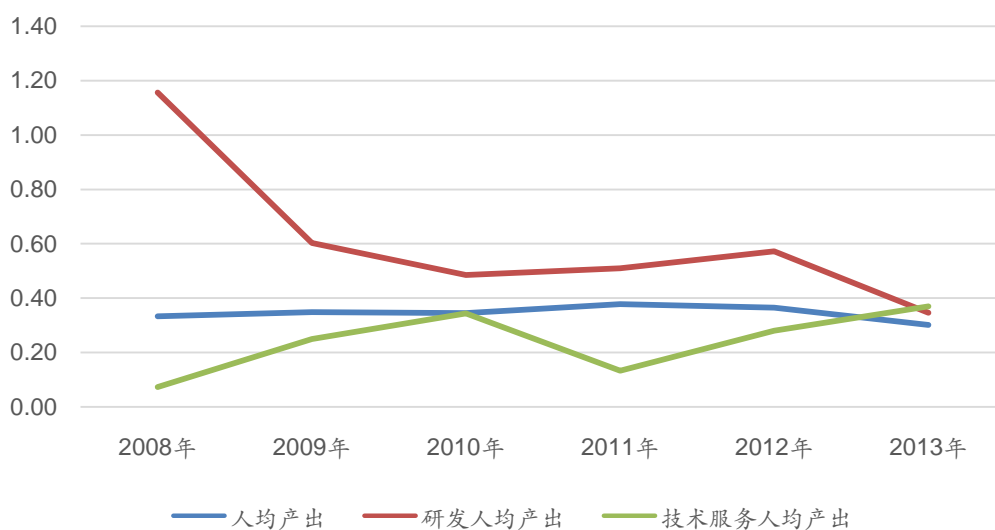
公司已有的商业模式是套装软件销售的传统业务模式，包括销售自主研发的平台型软件和应用型软件，并提供相关二次开发、定制服务和运维服务。新客户是以销售为主导，针对老客户则是研发与售后为主导。而且产品的定制化程度较高，因此，在该商业模式里，研发与技术服务人员是核心，尤其研发人员是核心的核心。而随着人力成本的提升，以扩充人员的方式提高收入的边际效益递减。**2013年**，公司的人均产出(=营业收入/全体员工)是**30万/人**，研发人员的人均产出(=软件收入/研发人员)是**35万/人**，技术服务人员的人均产出(=技术服务收入/技术服务人员)是**37万/人**，该数据已略高于行业平均水平**30万/人**。说明已有的商业模式上业务的发展遇到了瓶颈。

图表6 公司业务流程



资料来源：公司公告，广证恒生

图表7 公司的人均产出遇到瓶颈



资料来源：公司公告，广证恒生





## 2. 创新的业务模式：基于平台的“软件+数据”服务商

为了突破目前发展瓶颈，则需要找到一种运营成本更低，更可持续的商业模式。因此，公司创新的业务模式主要是基于自主技术建造的互联网运营服务平台和海量数据中心，通过在线的方式提供软件服务或信息服务（SaaS 云服务），以及咨询分析报告等多种增值服务，成为“软件+数据”的服务商。

SaaS (Software-as-a-service)，是一种基于互联网提供软件服务的应用模式。SaaS 提供商为企业搭建信息化所需要的所有网络基础设施及软件、硬件运作平台，并负责所有前期的实施、后期的维护等一系列服务，企业无需购买软硬件、建设机房、招聘 IT 人员，即可通过互联网使用信息系统。就像打开自来水龙头就能用水一样，企业根据实际需要，向 SaaS 提供商租赁软件服务。

SaaS 模式中，软件的所属权属于供应商，并由供应商来负责基础设施和软件维护升级工作，并定期与客户沟通整理客户需求，响应变化。SaaS 模式下供应商的收入主要来源于客户定期支付的软件使用费用，附加的盈利方式有广告和无线增值等。

图表 8 SaaS 模式优缺点

SaaS 模式优点	SaaS 模式缺点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 规模效应降低软件供应商的服务成本</li> <li>● 降低客户的 IT 建设与维护费用</li> <li>● 服务更加灵活</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 供应商前期投入大，要先做平台建设</li> <li>● 数据安全隐患</li> </ul>

资料来源：市场公开信息，广证恒生

而要实现 SaaS 模式，供应商所面临的问题就是：

- 1) 如何在设计时就处理好大量并发和海量数据？
- 2) 如何保证应用系统的稳定性？
- 3) 如何说服客户接收这种数据保存策略？
- 4) 如何在服务器群硬件投入和客户规模之间找到平衡？
- 5) 如何降低服务器群的前期投入和维护成本？

基于以上分析不难发现实现 SaaS 模式的必要条件是以下两点：

A) 基础平台建设：建设基础设施能够满足海量数据存储及传输的需求。

B) 确保数据安全：建立网络数据安全体系，确保数据存储与传输的安全性。

因此，公司一方面在成都设立大数据研发中心，解决前期基础平台建设问题；另一方面，收购天行网安，提升数据安全传输方面的能力，完善大数据战略布局。

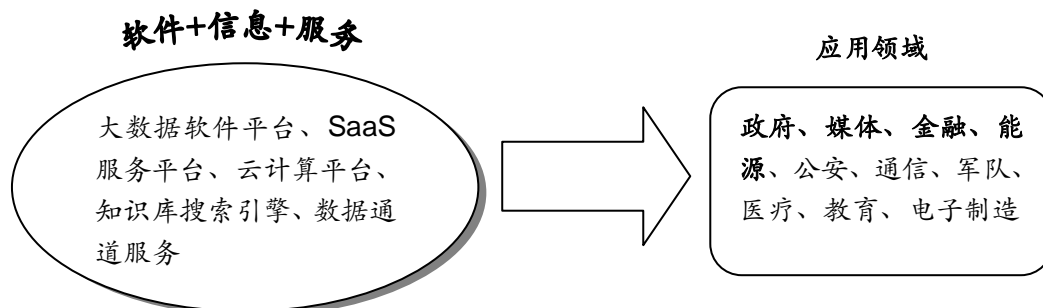
### 2.1.1 建立大数据研发中心，为转型做前期准备

2014 年 4 月公司决定用超募资金 1.5 亿及自有资金 2.1 亿，共计 3.6 亿在成都建立大数据研发中心和运营服务中心。该中心将打造成“软件+信息+服务”的综合服务平台，通过大数据软件平台、SaaS 服务平台、云计算平台、知识库搜索引擎、数据通道服务等多种模式满足客户对数据信息的需求，从而拓宽公司核心技术应用范围，深入客户信息处理应用的核心。

目前，公司已通过服务器托管的方式建立了大数据中心，存有 200 亿条数据，未来公司决定面向大数据全面升级技术路线和体系架构，即依托大数据技术和应用需要，在非结构化全文数据库管理、信息检索与挖掘分析、企业搜索引擎、垂直搜索引擎、内容管理、社交媒体分析和多媒体数据处理等关键技术成果基础上，投入研发新一代的大数据管理、检索、分析、采集等技术和软件产品，以满足应用和市场同时，公司还将基于云计算技术研发平台软件，开拓云服务业务。公司将在技术研发和业务创新活动中，逐步全面地导入云计算的理念、技术和模式，一方面面向机构用户推出具有构建私有云能力的大数据管理和应用软件平台及行业解决方案，另一方面致力于自主建设和整合数据资源，自建云计算数据中心，继续开拓社交媒体分析服务（SMAS）、网络舆情监测、企业竞争情报、新闻关联搜索等基于云计算模式的互联网在线服务业务。

成都大数据中心预计 2016 年开始投入使用, 每年大数据业务预计将有 1000 万的收入, 并有每年 50% 的增长率。

图表 9 成都大数据研发中心构想

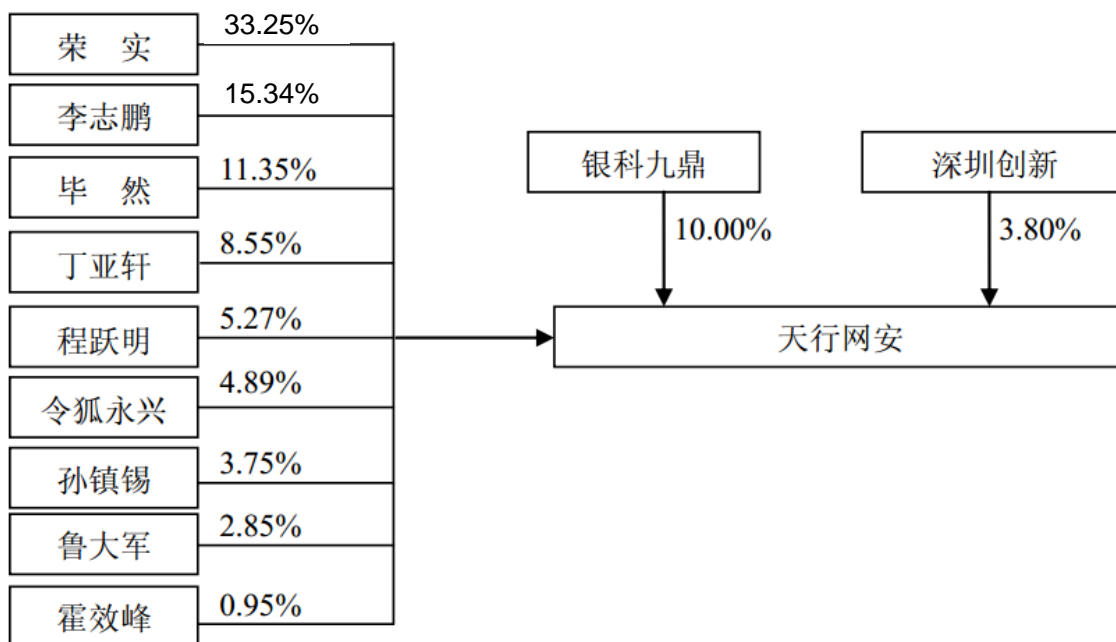


资料来源：公司公告，广证恒生

### 2.1.2 收购天行网安，完善大数据布局，形成协同效应

公司 4 月 10 日发布公告，采取定向增发和支付现金相结合的方式购买银科九鼎、深圳创新及荣实等 9 名自然人合计持有的天行网安 100% 的股份。其中向深圳创新及荣实等 9 名自然人非公开发行股份 27,890,760 股购买其持有的天行网安 80% 股权，同时支付 12,000 万元现金，购买银科九鼎、深圳创新及荣实等 9 名自然人持有的天行网安 20% 股权。

图表 10 被收购前天行网安股权结构



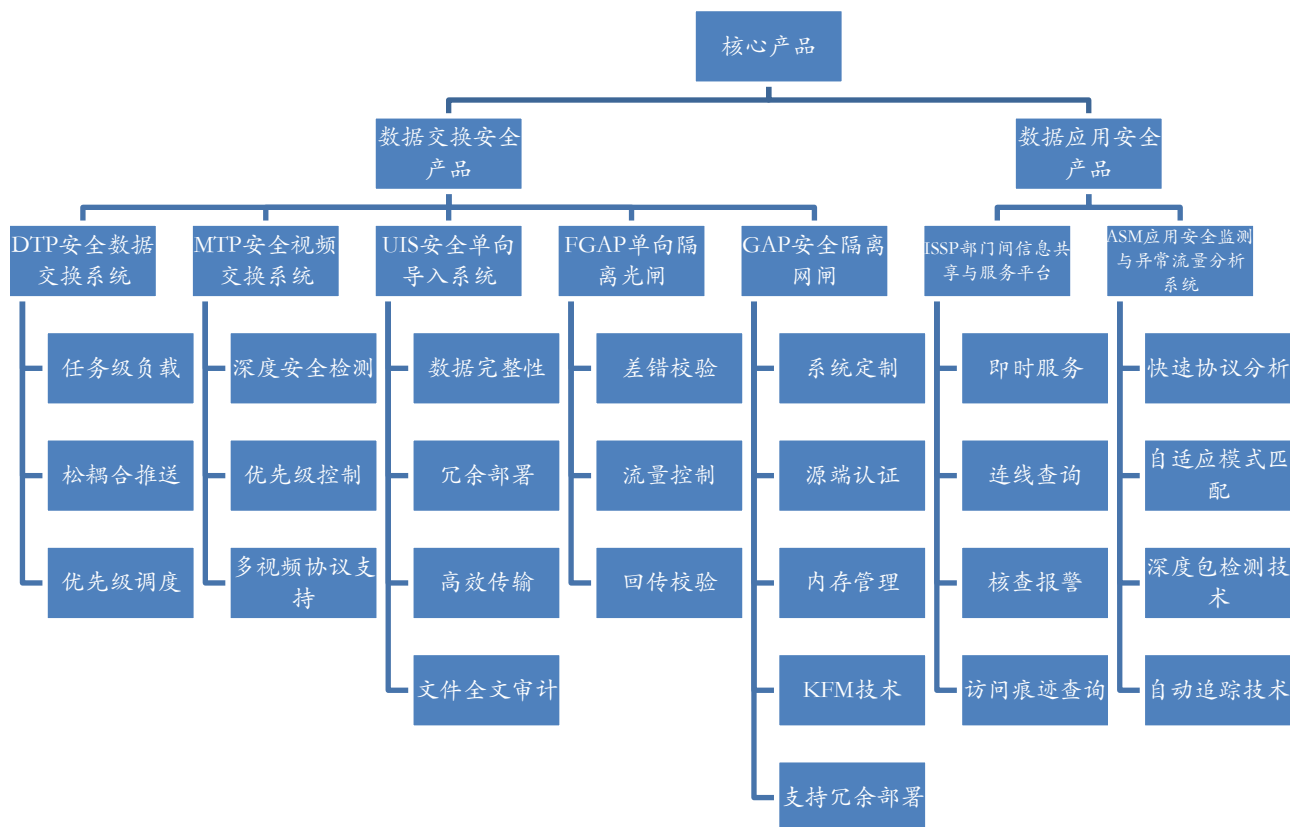
资料来源：公司公告，广证恒生



天行网安自成立以来，一直致力于安全数据交换与处理产品的研发、生产和销售。经过十余年发展，天行网安在数据交换安全技术方面，居于国内领先地位，其产品已广泛应用于公安、政府、军队、教育等众多行业。

公司收购天行网安将在业务上产生协同效应，强化和丰富公司产品线，提升产品整体解决方案能力。随着国家信息安全战略的提升和国内政府和企业去 IOE 程度的加强，国内安全数据交换和处理的市場将出现井喷，而天行网安在这一方面积累下来的竞争优势，加上拓尔思的文本挖掘、舆情管理、垂直搜索等大数据分析技术，必将能够产生出“1+1>2”的效果，更好地挖掘客户需求。

图表 11 天行网安核心产品结构图



资料来源：公司公告，广证恒生

由于公司与天行网安的主要客户群、业务内容及经营模式有所不同，本次收购完成后，公司与天行网安在应用，行业客户和区域等方面将形成优势互补，公司与天行网安优势行业都在于政府客户，双方均积累了丰富的客户资源，从具体细分而言双方又各有优势，公司在公安、军队、保密行业以外的政府机构以及大型企事业单位拥有更多更广的客户覆盖和应用经验，可以帮助天行网安在这些市场拓展客户，扩大业务规模；同时天行网安自身在公安、军队、保密行业市场中更加贴近客户业务，行业渗透度更高，也可以帮助本公司进一步深入行业市场，开发行业化应用系统，从而使本公司获得更高的细分行业市场份额和行业地位。

公司与天行网安在全国各地的分支机构的分布以及合作伙伴网络覆盖不尽相同，这使得双方可以最大范围地利用互补的资源扩充业务，在重点地区或行业加深合作，或者共同拓广分支机构范围，有利与双方产品和解决方案共同扩张区域，扩大销售规模，实现业绩上的双赢。

**根据双方合同，天行网安承诺 2014 年、2015 年和 2016 年扣非净利润分别不低于 4,100 万元、5,150 万元和 6,200 万元。**

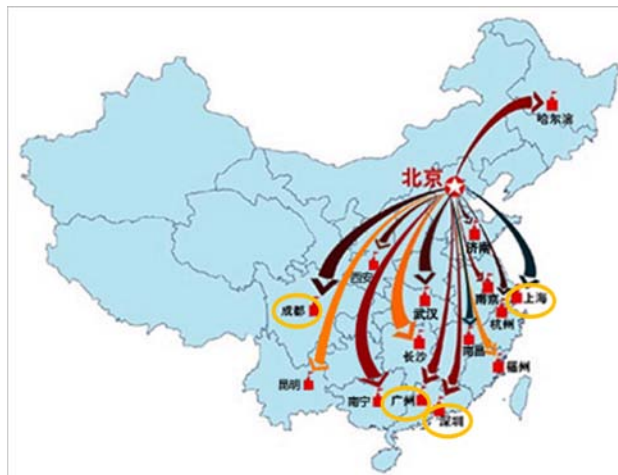


图表 12 天行网安分支机构布局



资料来源：市场公开信息、广证恒生

图表 13 拓尔思分支机构布局

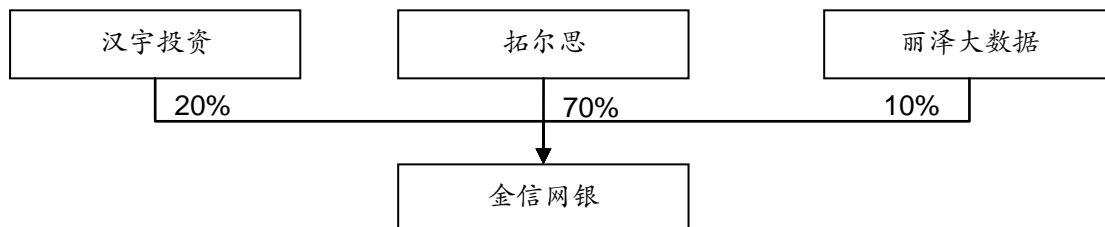


资料来源：市场公开信息，广证恒生

## 2.2 第二步：建立金信网银开启行业深耕序幕

根据 2014 年 6 月的最新公告，公司计划使用超募资金 700 万元与北京汉宇投资有限公司、北京丽泽大数据投资有限公司共同出资设立北京金信网银金融信息服务有限公司，将开展金融大数据分析挖掘系统和风险管理综合服务平台的研发、销售，提升公司在金融信息技术服务领域的研发和服务实力，加速公司在金融行业的业务扩展，投资完成后，拓尔思公司将持有合资公司 70% 股权。

图表 14 北京金信网银股权结构



资料来源：公司公告，广证恒生

公司过去的主要客户为政府类客户，客户量多但过于分散，导致谈判议价能力不强，但通过此次投资设立合资公司，将提升公司在金融行业的专业服务能力，进而提高议价能力。合资公司成立后将研究和开发针对互联网金融网贷等新型电子金融形态的信用风险监管体系建设，针对数据综合分析、信用评级、打击非法集资、金融研究报告交易、金融数据服务等方面的需求，建设金融大数据分析 & 智能决策支持系统。汇聚融合国内外证券及相关衍生品、P2P 网贷/众筹等新互联网金融市场的高通量交易数据，整合行业媒体实时资讯、舆情、结构化业务数据，为相关机构提供金融监管和风险控制等智能决策支持，为投资者提供金融市场数据和经济数据、投资方向等个性化的金融数据服务。有利于公司进军新模式金融服务领域，快速扩大生产经营规模，进一步拓宽业务领域。通过合资公司所提供的优质产品和服务将为公司带来持续稳定的收入，提高公司的盈利能力。

**根据公司备考预测合资公司成立后，预计 2014 年将实现 200 万营收和 50 万的净利润，并在形成规模化服务后，预计年收入将实现 50% 以上的增长率，净利润率可达 50%。**





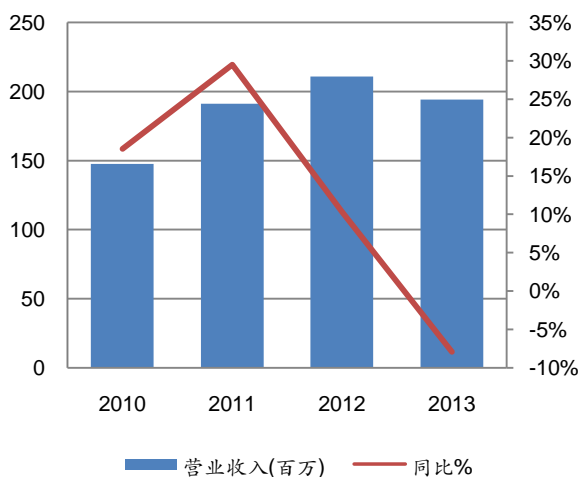
### 3. 盈利预测

图表 15 拓尔思盈利预测

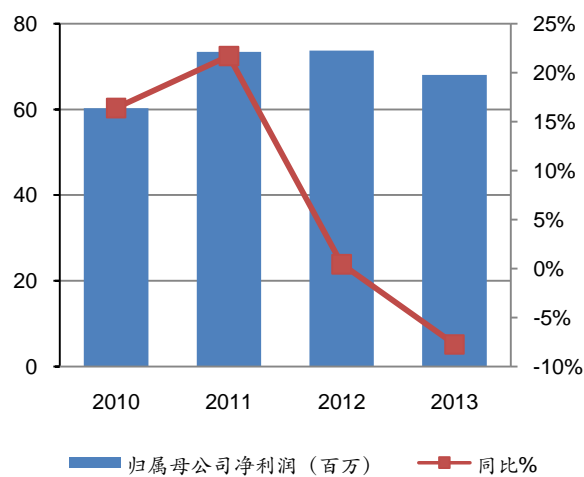
净利润(百万元)	2013 年	2014E	2015E	2016E
拓尔思	68.03	68.99	70.02	71.08
金信网银		0.35	1.4	3.5
天行网安		41	51.5	62
<b>合计</b>		<b>110.34</b>	<b>122.92</b>	<b>136.58</b>
总股本(百万股)		204.97	204.97	204.97
EPS(元)		<b>0.54</b>	<b>0.60</b>	<b>0.67</b>

资料来源：公司公告，广证恒生

图表 16 公司近年营业收入及同比增长率情况



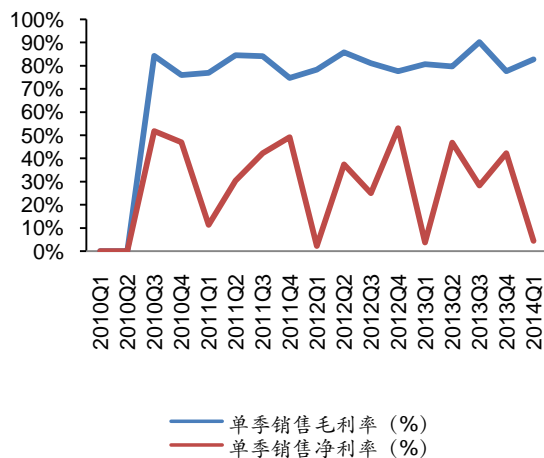
图表 17 公司近年归母净利及同比增长率情况



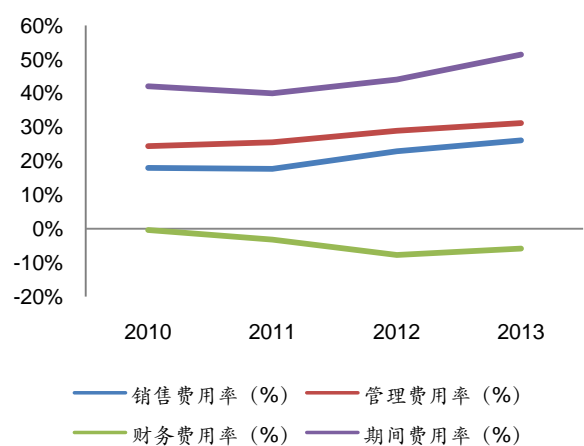
资料来源：WIND，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生

图表 18 公司近年单季销售毛利率与销售净利率走势



图表 19 公司近年期间费用率情况



资料来源：WIND，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

附表：盈利预测估值模型

单位：百万元

资料来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生





廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。