

拓尔思（300229）公司研究报告

深入行业推动技术货币化，收购布局数据全生命周期

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

联系人：黄继晨

日期：2014年7月9日

www.lxzq.com.cn

要点：

一、核心逻辑：深入行业核心推动技术货币化，借收购布局数据全生命周期

十余年的积累使得公司在非结构化数据处理和企业搜索应用领域具备较强的技术优势，中期而言，公司将采取“合作伙伴+行业定制”的深入行业核心的经营战术，建立专业化的团队，将产品及服务不断下沉，通过挖掘并满足泛金融业、政府、媒体及能源等行业的数据服务需求来获得持续的增长。长期来看，公司将凭借率先登陆资本市场的优势持续整合产业链，践行纵向一体化战略成长为覆盖数据全生命周期的解决方案提供商。伴随着数据成为“新经济时代”的核心资产，拓尔思覆盖整个大数据价值链的商业模式将得到市场认可，企业价值有望获得重估。

二、成长渐入佳境，给予“增持”评级

公司短期的增长动力包括：1）政府 IT 投资步入景气周期所带来的订单回暖；2）来自海尔集团、南方电网等客户的大额订单逐步确认；3）并入“天行网安”带来的协同性增长。假设“天行网安”在 Q3 完成并表，14 年将并入 70% 的净利润。我们测算，公司 14-16 年 EPS 有望达到 0.48 / 0.59 / 0.67 元，对应市盈率分别为：53X / 43X / 38X（已考虑定向增发的影响）。

三、数据安全上升战略高度，本土厂商有望长期受益

中美之间网络摩擦的升级以及新一届政府对信息安全的高度重视将有利于本土大数据服务商拓展业务，在众多关乎国家战略的产业中，服务及产品国产化将成为未来数年的主旋律。市场普遍预计，即将出台的《网络安全审查制度》将借鉴美国国家安全系统委员会发布的《国家信息安全保障采购政策》，对涉及国家安全的信息系统采购项目的供应商进行全方位、综合性的审查。

四、风险提示：

大非减持风险（66.11% 股份新近解禁）、员工薪酬攀升挤压软件企业利润空间、并购进展不及预期、创业板系统性风险



联讯证券

一、公司概况

1.1 文本数据挖掘龙头向“全生命周期服务”延伸

公司业务主要聚焦于以海量非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务，产品涵盖企业搜索、垂直搜索内容管理和垂直搜索 SaaS 服务。目标是成为大数据时代中国软件和专业互联网服务领域的领导厂商。作为国家核高基专项“非结构化数据管理系统”的参与研制单位之一，公司有三项成果被列入核高基非结构化数据库管理系统典型成果，对技术研发的重视奠定了拓尔思中国非结构化信息管理领军企业的地位。

2014 年上半年，公司通过外延并购“天行网安”100%股权，将业务延伸到了数据安全传输交换领域，未来有望进一步整合产业链成长为“覆盖数据全生命周期的一体化服务商”。

图表 1 公司产品体系架构



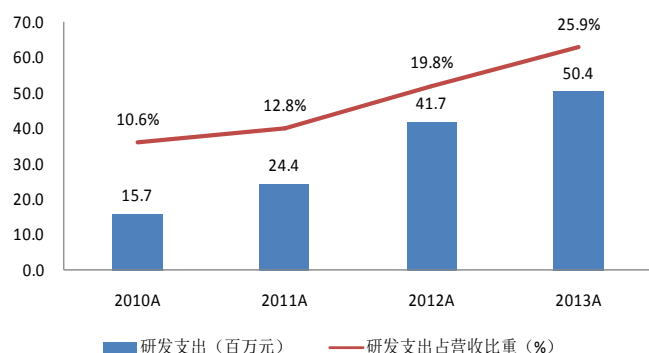
资料来源：公开资料、联讯证券投资研究中心

1.2 立足研发树立竞争壁垒，政府客户居多加大业绩波动

公司立足研发，在中文信息检索和文本挖掘领域具有国内外领先的原创技术，树立了强有力的竞争壁垒。公司在企业搜索软件市场始终领军，在有公开资料的 07 至 09 年，公司市占率连续三年排名第一。另一主营业务内容管理产品份额也仅次于 IBM、微软和 EMC 这三大国际 IT 巨头，在国内厂商中排名首位，市场份额近 10%；而未来随着在线内容管理 SaaS 服务的推广，内容管理产品市占率有望进一步提升。

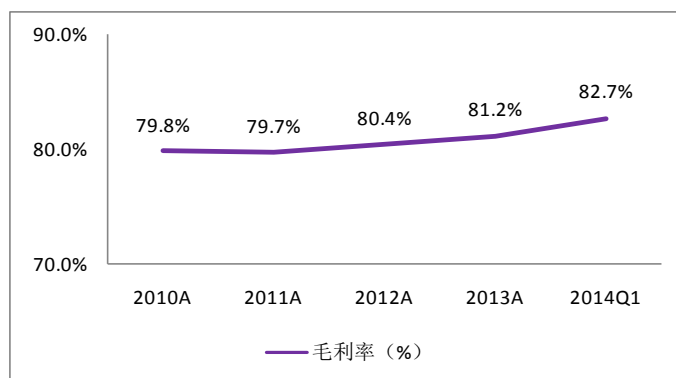
在收入下滑的大背景下,其13年研发支出不降反升,投入超过5000万元,占营收比重攀升至25.9%,主要用于升级海贝大数据管理系统、机器数据挖掘引擎、SMAS 社交媒体服务平台等产品,并顺利推出新品一移动全媒体门户解决方案。较高的技术壁垒护航公司毛利率始终维持在较高水平,未来随着产品和行业应用方案日趋成熟,标准化程度的提升将继续支撑其毛利率维持在80%以上。

图表2 立足研发,投入连年增加



资料来源: 联讯证券投资研究中心

图表3 毛利率维持高位



资料来源: 联讯证券投资研究中心

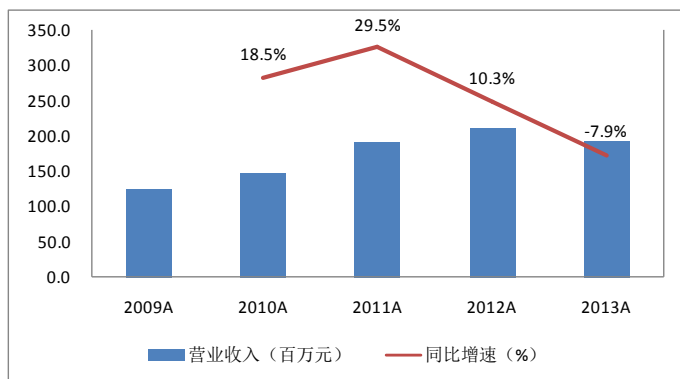
图表4 2009年市场份额国内领先

| 产品 | 营业收入 (万元) | 市场份额 | 市场排名 |
|-------------|-----------|-------|-----------------|
| 企业搜索软件 | 3304 | 29.0% | 第一 |
| 内容管理软件 | 3503 | 9.3% | 第四 (在国内厂商中排名第一) |
| 知识管理和竞争情报软件 | 592 | 14.8% | 第一 (Web 内容管理市场) |
| 垂直搜索软件 | 730 | 5.0% | 第四 |
| 垂直搜索软件 | 730 | 8.1% | 第一 |

资料来源: 赛迪顾问, 联讯证券投资研究中心

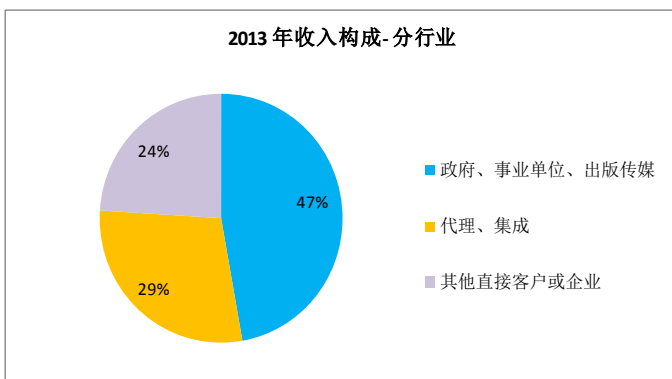
公司收入主要来自软件销售以及技术服务,从下游客户的构成来看,其近半营收来自政府部委及大型传媒企业,易受政府投资周期性波动的影响。由于政府换届导致信息化需求推后等原因,公司2013年收入首次下滑,同比萎缩近8%。

图表5 政府信息化需求推后致公司业绩首遭下滑



资料来源：联讯证券投资研究中心

图表6 近半收入来自政府部委及大型传媒企业



资料来源：联讯证券投资研究中心

二、时代来临，数据意识觉醒助推产业腾飞

2.1 “大数据”魅影初现，“非结构化”数据考验政企技术能力

互联网、社交网络、物联网、移动互联网、云计算等的迅猛发展不仅改变了传统的生产与社交方式，同时也产生了巨量的附属物，比如视频、音频、图片、文档等（一切的最终表现及存储形式即为“数据”），其庞大已经远超人们的想象，权威数据公司 IDC 的报告指出，2011 年全球创建和复制的数据总量已达到 1.8ZB（约 1.8 万亿 GB），预计全球数据量大约每两年翻一番，到 2020 年有望超过 35ZB。如此庞大的数据量，已非原有的存储与分析架构所能及，市场开始呼唤具有更强的决策力、挖掘力和流程优化能力的海量数据处理模式。

与此同时，视频、音频、图片、文档等信息的爆发式增长改变了互联网时代初期“数据”的构成，大量的“非结构化”和“半结构化”数据的产生（非结构化数据占比 75%-85%），成为推动大数据时代的另一个重要因素。相对于传统的主流结构化数据（可用二维表结构来表达实现的数据），非结构化数据打破了原有关系数据库结构中定义不易改变和数据定长的限制，难以用数据库二维逻辑表来表现，因而以往的数据库技术（如 SQL 语言）的有效性将被大打折扣。

图表7 你搞不定的“大数据”



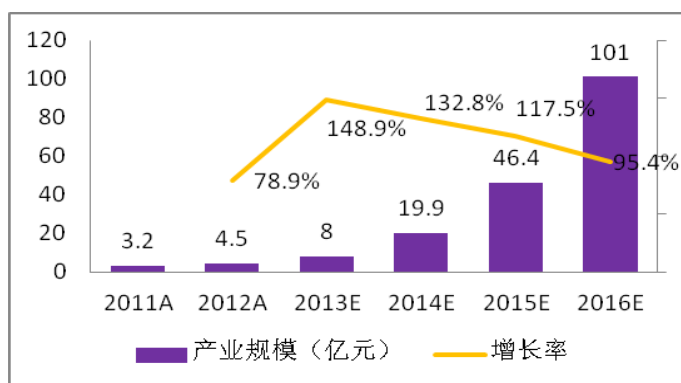
资料来源：Oracle，联讯证券投资研究中心

2.2 数据意识觉醒催生百亿市场空间

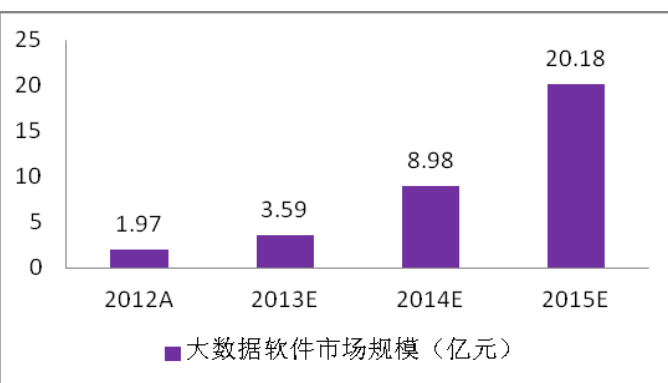
随着上述问题的出现，人们对“大数据”也有了更为全面的认识，这绝不是一个虚拟的概念，相反其已经呈现出如下四个特点：1) 庞大的数据量 (Volume)，从 TB 级跃升至 PB 级别；2) 数据类型繁多 (Variety)，如视频、音频、图片、文档等；3) 价值密度低 (Value)，单条数据价值无多，但庞大的数据交织蕴含巨大价值；4) 处理速度快 (Velocity)，海量数据的及时有效分析。清晰界定了“大数据”的含义后，产业已正式步入高速增长阶段。

赛迪顾问的数据显示，未来三年国内大数据市场将呈现几何倍数增长，整体规模到 2016 年有望突破 100 亿元大关，连续 4 年复合增速超过 100%；其中软件类收入约占整体规模的 20%。我们认为随着大数据相关技术与行业需求的深度定制，未来在政府公共管理、商业零售、互联网、金融业以及电信领域都将迎来一场数据革命，大数据应用的推广将大幅提升企业运营效率并改变、优化原有的内部决策模式。上述行业中的企业有望分享“数据增量价值”，拥抱新的成长机会。

图表8 国内大数据市场规模将步入高速增长



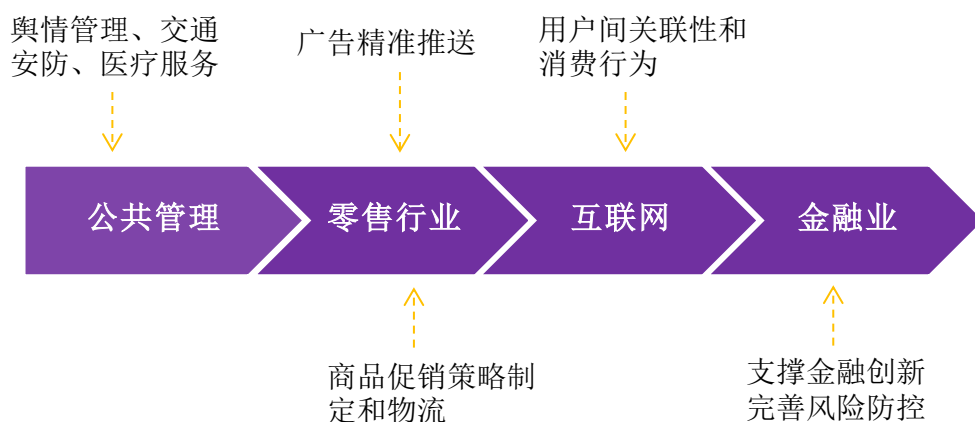
图表9 国内大数据软件市场空间即将打开



资料来源：赛迪顾问、联讯证券投资研究中心

资料来源：赛迪顾问、联讯证券投资研究中心

图表10 行业应用快速推广



资料来源：联讯证券投资研究中心

三、合纵连横深入行业核心，技术货币化空间广阔

十余年的积累使得公司在非结构化数据处理和企业搜索应用领域具备较强的技术优势，但对于下游客户需求的了解仍然主要集中在媒体和部分政府应用领域，对于金融、零售、电信等行业激增的信息化和数据挖掘需求，公司尚难以精准满足。基于上述原因，公司当前已采取“合作伙伴+行业定制”的深入行业核心的经营战术，先后通过参股“广州科韵”、收购“天行网安”、投资设立“慧思拓”和“金信网银”将产品及服务不断下沉，深入洞悉泛金融业、政府及媒体等行业的数据服务需求，并开发了符合客户需求的定制化解决方案。

中长期看，上述经营战术的优势在于：1) 将大数据理念和技术与行业应用创新结合，有望为公司探索出新的价值增长点；2) 深入行业，精耕客户并培育一系列长期的合作伙伴，有助于公司获取高价值密度的行业数据资产，为后续开展基于数据资产的运维服务及增值数据服务打下基础。

图表 11 深入行业核心，技术货币化空间广阔



资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

最后，我们认为中美之间网络摩擦的升级以及新一届政府对信息安全的高度重视也将有利于国内大数据服务商业业务的开展，在众多关乎国家战略的产业中，服务及产品国产化将成为未来数年的主旋律。市场普遍预计，即将出台的《网络安全审查制度》将借鉴美国国家安全系统委员会发布的《国家信息安全保障采购政策》，对涉及国家安全的信息系统采购项目的供应商进行全方位、综合性的审查，不仅仅是产品的性能指标，还将囊括研发、程序、步骤、方法等。这将极大的利好于本土的软硬件及技术服务提供商。

图表12 数据安全受到政府高度重视—国内重大事件盘点

| 日期 | 事件 | 影响 |
|----------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 2012. 10 | 美国众议院情报委员会指出：电信设备商华为和中兴可能威胁美国国家通信安全 | 信息设备安全引发各界关注。 |
| 2013. 6 | “棱镜门”事件爆发：美国通过网络设施对海外进行大规模监听 | 保卫国家信息安全成为全球性的共识。 |
| 2013. 8 | 大量酒店开房记录遭泄露 | 企业级数据存储及传输安全性引人担忧。 |
| 2013. 11 | 十八届三中全会提出设立国家安全委员会 | 完善国家安全顶层设计，信息安全战略地位再度提升。 |
| 2013. 11 | 海量腾讯 QQ 群关系数据失窃 | 数据存储及传输安全性隐患凸显。 |
| 2014. 2 | 中央网络安全和信息化领导小组成立 | 显示出中央在保障网络安全、维护国家利益、推动信息化发展的决心。 |
| 2014. 4 | 微软停止向 XP 系统提供安全更新 | 基础软件领域缺乏“自主可控”。 |
| 2014. 5 | 美方以网络窃密为由起诉 5 名中国军官 | 中美之间的信息安全争端升级 |
| 2014. 5 | 我国发布《美国全球监听行动纪录》全文 | 中美之间的信息安全争端升级 |
| 2014. 7 | 赛门铁克因窃密后门被公安部门禁用 | 数据安全受到政府高度重视 |
| 2014 下半年 | 网络安全审查制度有望出台 | 借鉴西方经验，完善制度：将全方位的供应链安全审查上升至国家战略高度。 |

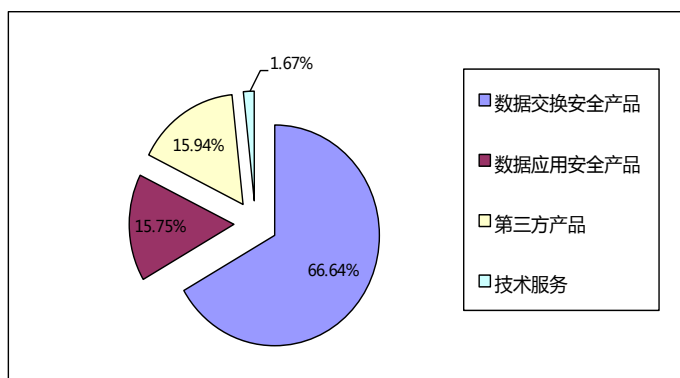
资料来源：互联网公开信息、联讯证券投资研究中心

四、借收购延伸数据服务产业链，数据全生命周期服务模式呼之欲出

4.1 收购“天行网安”，补足数据安全产品短板

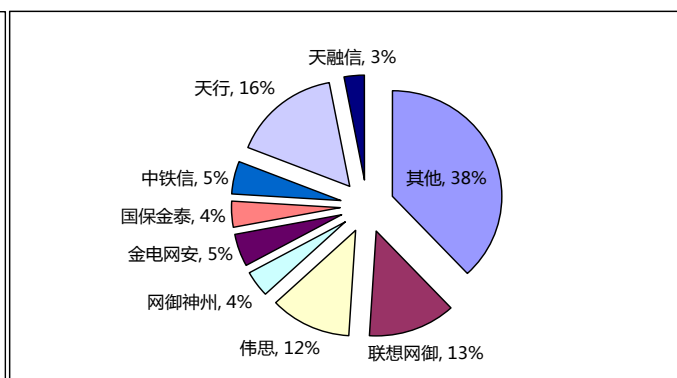
公司当前正在积极推进对数据安全交换与应用厂商“天行网安”的并购项目，如能顺利过会将在如下 4 方面对公司经营构成支撑：1) 数据安全类产品占“天行网安”总收入的 80% 以上，并购后公司产品线得以迅速丰富，将在信息安全产品国产化浪潮中占据先发优势；2) 客户资源互补，渠道下沉：“天行网安”在地方公安、工商部门客户较多与拓尔思（中央部委和党政机关客户较多）互补性较强；3) 资质壁垒，“天行网安”是公安部认证的具有边界接入平台资质的 5 家企业之一，在公安数据安全服务领域具备极强的竞争力；4) 与拓尔思经营战略高度一致：立足自有技术研发，输出高毛利的软件产品及服务，低毛利的集成业务较少。

图表13 数据安全类产品占收入比重超 82%



资料来源：公司公告、联讯证券投资研究中心

图表14 天行网安在网闸市场份额领先



资料来源：公司公告、联讯证券投资研究中心

公司给予本次收购对价 6 亿元，按照 2014 年承诺净利润 4100 万元计算，对应市盈率 14.6 倍。考虑到标的较大的收入规模、良好的成长性以及在公安行业的份额优势，我们认为本次收购价格较为合理。未来通过渠道共享，“天行网安”有望进一步拓展下游客户至其他政府部门、甚至部委，内生增长仍然值得期待。

业绩承诺：根据双方合同，天行网安承诺 2014 - 2016 年实际净利润（扣非后）数额不低于：0.41 亿 / 0.51 亿 / 0.62 亿。

图表 15 可比公司收购对价

| 上市公司 | 收购标的 | 主营业务 | 持股比例 | 对价（亿元） | 首年业绩承诺 | 对应估值 |
|------|------|-----------------|------|--------|--------|------|
| 太极股份 | 慧点科技 | 中高端企业的 GRC 管理软件 | 91% | 4.9 | 0.4 亿 | 13.5 |
| 启明星辰 | 书生电子 | 数据安全（安全文档软件） | 51% | 0.92 | 0.18 亿 | 10.0 |
| 拓尔思 | 天行网安 | 政企数据安全交换与应用 | 100% | 6.0 | 0.41 亿 | 14.6 |

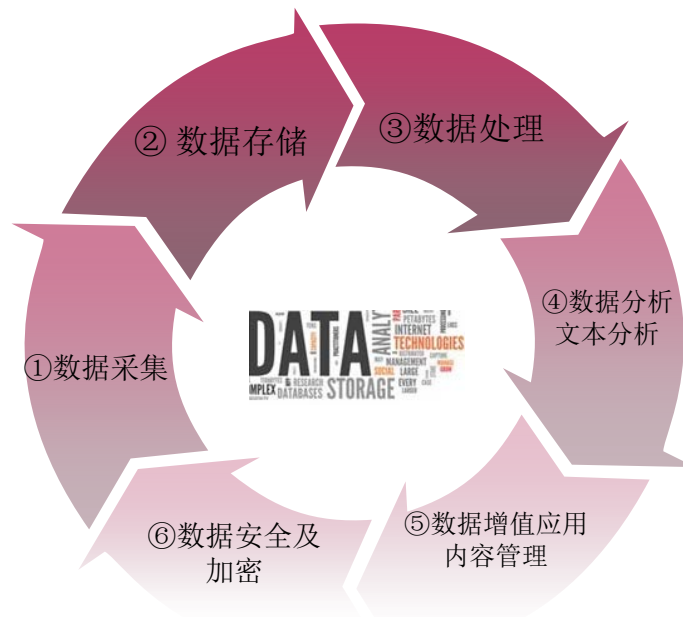
资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

4.2 乘先发优势纵向整合产业链，一体化大数据服务商雏形初显

随着大数据时代的到来，产业先驱赋予了数据新的使命，引述世界经济论坛报告的观点，“大数据将成为人类社会的新财富，其价值堪比石油”。海量数据分析技术的产生使得数据能够间接的为企业带来经济利益的流入，从而进一步确认了其“类资产”的属性，我们认为数据将成为“新经济时代”企业的重要资产。

随着电子商务交易的崛起、web2.0 时代互联网交互应用的普及和物联网快速萌发所带来的数据井喷，对海量数据的存储与处理成为大数据价值链上首要解决的问题；业内调研得知，数据处理是目前产业链上的薄弱环节，如何从海量的价值密度偏低的数据中筛选出高度相关的真实数据成为产业链发展的关键环节。经过处理和过滤后的数据，通过联机处理分析、数据挖掘等工具的分析后，将被用于满足政府、零售、电信、金融等行业的决策需求，从而进一步创造价值。除此之外，基于上述分析结果，大数据分析企业还可以有效的开展舆情管理、网络口碑管理等高附加值的增值服务。最后，在数据存在的整个生命周期内，在存储、传输、计算、展示等各个环节都会存在安全与保密的需求。因此，定制化、一体化的覆盖数据全生命周期的服务将受到市场的认可与追捧。

图表 16 数据成为重要战略资产，全生命周期服务前景看好



资料来源：赛迪顾问、联讯证券投资研究中心

当前，拓尔思的大数据中心已经积累了超过 200 亿条各类公开数据信息，并通过 10 余年的研发与实践，掌握了大量非结构化数据处理技术、数据挖掘技术、文本分析技术、搜索引擎技术和内容管理解决方案。通过外延并购与投资合营，其已将业务迅速扩展至数据安全（以天行网安为主体）和在线舆情服务（以慧思拓为主体）等领域。我们看好公司纵向一体化的发展逻辑，凭借率先登陆资本市场的优势，公司具备极强的产业链整合能力，未来继续开展并购是大概率事件。公司披露的投资者调研纪要与我们上述对大数据价值链的梳理不谋而合，行业细分领导厂商与下游增值服务商（如互联网营销服务商）有望成为公司下一步的整合重点。

五、成长渐入佳境，给予“增持”评级

我们认为, 公司短期的增长动力包括：1) 政府 IT 投资步入景气周期所带来的订单回暖；2) 来自海尔集团、南方电网等客户的大额订单逐步确认；3) 并入“天行网安”带来的协同性增长。假设“天行网安”在 Q3 完成并表，14 年将并入 70% 的净利润。我们测算，公司 14-16 年 EPS 有望达到 0.48 / 0.59/ 0.67 元，对应市盈率分别为：53X/ 43X/ 38X（已考虑定向增发的影响）。

当前偏高的估值隐含了投资者对其进一步整合大数据及增值服务产业链的预期，我们认为公司未来将沿如下两个方向加速技术货币化进程：1) 通过合营公司推广垂直行业应用，定制化服务行业客户；2) 通过外延并购整合产业链，提供覆盖数据全生命周期的一体化解决方案。随着数据成为“新经济时代”的核心资产，拓尔思覆盖整个大数据价值链的商业模式将得到市场认可，企业价值有望获得重估。首次覆盖，给予“增持”评级。

六、股价催化剂：

- 1) 行业应用在金融、政务、媒体等领域迅速落地，获得政企客户大额订单
- 2) 通过外延扩张将业务延伸至下游增值服务业务或互联网业务

七、风险提示：

大非减持风险（66.11% 股份新近解禁）、员工薪酬攀升挤压软件企业利润空间、并购进展不及预期、创业板系统性风险

图表17 盈利预测表

| 单位：百万元 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业收入（未计天行网安） | 194 | 212 | 244 | 284 |
| 增长率(%) | -8.09% | 9.08% | 15.23% | 16.30% |
| 减：营业成本 | 37 | 40 | 49 | 57 |
| 毛利率(%) | 81.00% | 81.00% | 80.00% | 80.00% |
| 营业税金及附加 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 减：销售费用 | 51 | 51 | 54 | 62 |
| 占收入百分比(%) | 26.30% | 24.00% | 22.00% | 22.00% |
| 管理费用 | 61 | 64 | 68 | 79 |
| 占收入百分比(%) | 31.50% | 30.00% | 28.00% | 28.00% |
| 财务费用 | (11) | (10) | (6) | (6) |
| 资产减值损失 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 加：投资收益 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 二、营业利润 | 51 | 62 | 75 | 87 |
| 营业利润率(%) | 26.29% | 29.36% | 30.82% | 30.70% |
| 营业外收入 | 18 | 22 | 25 | 25 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、利润总额 | 69 | 84 | 100 | 112 |
| 减：所得税 | 3 | 8 | 10 | 11 |
| 四、净利润 | 66 | 76 | 90 | 101 |
| 归属净利润 | 66 | 76 | 90 | 101 |
| 净利润率(%) | 34.02% | 35.78% | 36.96% | 35.56% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股收益（元）（未计天行网安） | 0.32 | 0.37 | 0.44 | 0.49 |
| 天行网安 EPS 增厚（元） | - | 0.11 | 0.15 | 0.18 |
| 每股收益总计（元） | 0.32 | 0.48 | 0.59 | 0.67 |

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。