

收购主导高增长 媒体、互联应用成就戴维斯双击

——拓尔思 (300229): 2015 年中报点评

事件:

公司公布 2015 年中报, 报告期实现营业总收入 14,304.94 万元, 同比增加 58.90%, 实现净利润 2,552.94 万元, 同比增长 34.88%。天行网安并表是主因 (贡献 866.82 利润), 符合预期。不分红不送股。

主要观点:

1. 天行网安并表主导高增长, 收入结构优化下的双刃剑犹存

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 (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。

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。

但双刃剑的另一面, 报告期内公司的整体毛利率 77.99%, 同比下降 7.2 个百分点, 一方面是受天行网安软硬一体化定位的影响; 另一方面是大型媒体项目的定制化开发; 此外毛利水平较低的企业直接客户业务占比的提升及相应毛利率的大幅下行也是不容忽视的因素 (其他直接客户或企业业务毛利率下降 10.2%)。这同时是公司上半年利润增幅小于收入增幅的主导因素。

2. 行业变现稳步推进, 媒体、金融或成主力

行业应用方面公司已经通过参控结合的方式布局四大行业, 政府信息化、安全管理 (天行网安、科韵信息)、金融 (金信网银)、媒体行业。公司上半年行业应用的一大亮点来源于媒体行业的投资,

2015 年 08 月 13 日

强烈推荐/维持

拓尔思

事件点评

高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480511110001

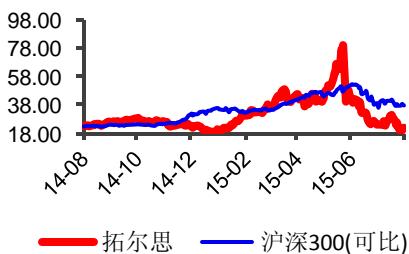
所属概念板块 核心护城河

• 大数据、信息安全

核心护城河

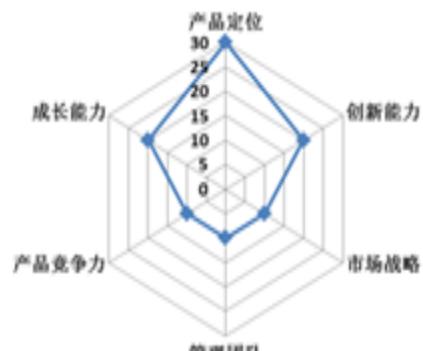
- 非结构化数据分析技术壁垒
- B 端客户资源、C 端先发优势
- 资本先发优势

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

六维评价体系



在新媒体方面产品技术储备从之前中国西藏之声项目基本完成，预期 2015 年来自媒体行业市场的销售合同会达到近年的新高，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，以及获取了来自经济日报，新华社、中国文明网，中国水利报，中国社会出版社等客户的较大的销售合同；同时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。

3. 数据变现企业端移动营销全面启航

在数据 C 端变现拓展层面，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。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、Netconcepts55% 股权。互联网营销规模 1540 亿，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撑。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。

而随着公司在该领域布局的深化，相应的研发费用及参控股互联网化公司并表后的销售费用将有所攀升，这一定程度已经体现在今年上半年公司管理费率同比 3 个百分点的小幅提升，但由于参控的公司大都尚未完成，因此报告期的销售费率整体优化明显，同比下行 6.8 个百分点。

表 1：公司近年收购及战略合作情况汇总

首次披露日	交易标的	投资标的方目的	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、互联网营销等高增值服务	11,000.00	达成转让意向
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
2014-04-10	天行网安 100% 股权	布局公安信息安全领域	60,000.00	完成
2013-02-06	科韵信息 30% 股权	布局人口管理	1,600.00	完成

资料来源：东兴证券研究所

结论:

传统媒体的倒逼式升级是公司今年行业布局的契机所在，也有望成为未来两年业绩的重要增量，而互联网金融和互联网营销则是公司未来估值提升空间的重要看点。公司基于公众化的 SAS 平台，积累了大量中小企业数据资源，企业的数据积累是大数据技术不断更新、精确、应用的关键。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 81 和 63 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。

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	38.62	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)	0.333	0.453	0.285	0.369	0.471
PE	72	53	81	63	47
PB	5.67	3.93	6.29	5.79	5.25

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。

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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。