

2017年04月05日

公司研究·证券研究报告

拓尔思 (300229.SZ)

动态分析

非结构化信息处理技术领导者，内生与外延齐驱完善布局

【事件】2017年3月30日，公司发布2016年年报。报告期内，公司实现：主营业务收入68012.27万元，同比增长75.31%；归属于上市公司股东的净利润为13700.53万元，同比增长13.21%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润12690.15万元，同比增长15.62%。公司坚定执行“大数据+行业”和“大数据+服务”的长期发展战略，取得了较为明显的成效。

◆ **国家战略加持，大数据市场规模增长迅猛：**“十三五”规划指出，实施国家大数据战略，根据《2016年中国大数据交易产业白皮书》预计到2016年末，市场规模将达到2485亿元，而随着各项政策的配套落实及推进，到2020年，中国大数据产业规模或达13626亿元的高点。

◆ **非结构化信息处理技术领导者，内生外延齐驱完善布局：**公司在非结构化信息处理技术领域的处于领导者位置，并采用内生增长和外延扩张双轮驱动战略，自上市以来，相继出资设立或参股5支产业投资基金，兼并和控股5家行业公司，投资参股10多家高速成长的新兴公司，并形成了各有所长的团队布局，在不同行业拥有互补优势能力，以支撑全公司和集团的业务拓展需要。公司具备国内领先的数据处理技术、具备大量的行业和优质客户资源，大数据+行业和大数据+服务的双轮发展战略已经取得一定成功，随着大数据应用在国内市场的进一步爆发，预计公司业绩将有进一步增长的机会。

◆ **投资建议** 我们预测2017-2019年公司营业收入分别为95620.07万元、130943.30万元和177317.60万元；EPS分别为0.37元、0.47元和0.63元。维持买入-B建议，6个月目标价为20元。

◆ **风险提示：**大数据产业发展不及预期；公司大数据行业应用、服务业务发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	388.0	680.1	956.2	1,309.4	1,773.2
同比增长(%)	33.7%	75.3%	40.6%	36.9%	35.4%
营业利润(百万元)	102.5	123.2	169.3	225.9	320.3
同比增长(%)	24.4%	20.1%	37.4%	33.5%	41.8%
净利润(百万元)	121.0	137.0	172.3	220.2	295.7
同比增长(%)	26.1%	13.2%	25.8%	27.8%	34.3%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.37	0.47	0.63
PE	59.7	52.8	42.0	32.8	24.5
PB	4.8	4.4	4.1	3.6	3.2

数据来源：Wind，华金证券研究所

计算机 | 基础软件及套装软件 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

6个月目标价 20元

股价(2017-04-04) 15.33元

交易数据

总市值(百万元) 7,230.20

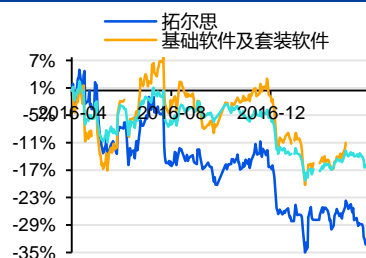
流通市值(百万元) 6,671.97

总股本(百万股) 471.64

流通股本(百万股) 435.22

12个月价格区间 14.47/25.90元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.99	-7.31	-18.25
绝对收益	-9.07	-11.54	-31.76

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

相关报告

拓尔思：双轮战略初现成效，2016年Q3归母净利润同比增速达56% 2016-10-27

拓尔思：行业+服务双轮驱动，内生+外延齐头并进 2016-08-23

内容目录

一、行业+服务双轮发展成果显著，营收同比增长 75.31%	3
二、大数据应用前景广阔，内生+外延布局有望助力业绩增长	3
（一）国家战略加持，大数据市场规模增长迅猛	3
（二）非结构化信息处理技术领导者，内生外延齐驱完善布局	4
1、政府行业	4
2、金融行业	5
3、媒体行业	5
4、公安行业	6
三、预计净利润将稳健增长，维持买入-B 评级	6
四、风险提示	6

图表目录

图 1：2012 年-2016 年公司主营业务收入情况	3
图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况	3
图 3：中国大数据产业市场规模预测	4
图 4：中国政府大数据应用市场规模预测	4
图 4：贵州政务服务综合门户	5
图 5：中华人民共和国国家发展和改革委员会政务公开	5

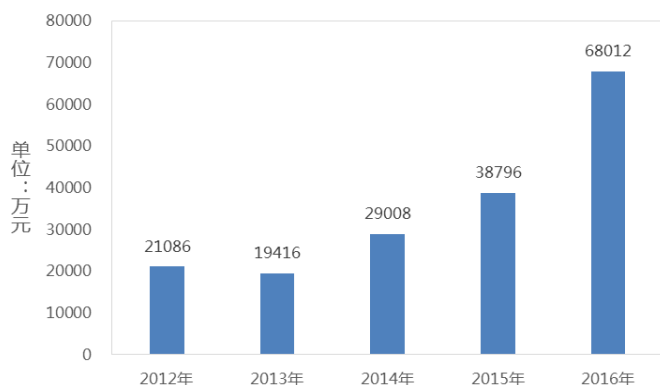
一、行业+服务双轮发展成果显著，营收同比增长 75.31%

2017 年 3 月 30 日，公司发布 2016 年年报。报告期内，公司实现：主营业务收入 68012.27 万元，同比增长 75.31%。公司坚定执行“大数据+行业”和“大数据+服务”的长期发展战略，积极推行大数据行业应用落地，主动开拓大数据云服务业务，取得了较为明显的成效。

依托深厚的技术实力和丰富的客户资源，公司在媒体融合、警务和网信大数据、金融大数据以及电子政务领域的业务进展顺利，主要子公司天行网安、耐特康赛等也分别在网络安全、互联网营销等相关业务领域完成了符合预期的业务经营目标。

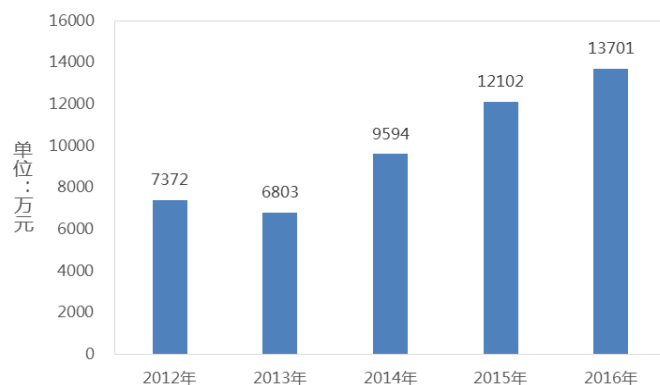
报告期内，由于子公司耐特康赛、天行网安的相关业务成本较高，降低了整体毛利率水平，同时业务拓展所需的人员、研发费用同比上升明显，公司最终实现：归属于上市公司股东的净利润为 13700.53 万元，同比增长 13.21%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12690.15 万元，同比增长 15.62%。

图 1：2012 年-2016 年公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

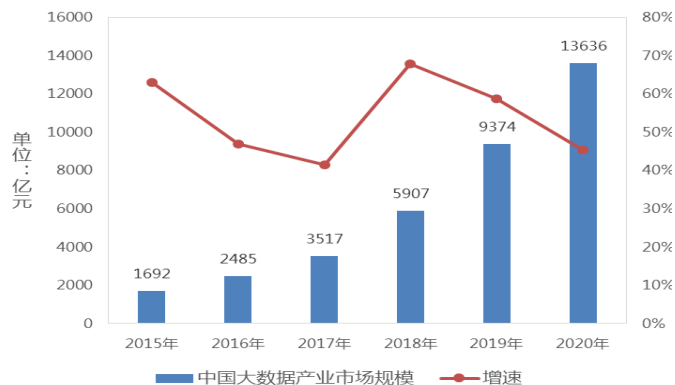
二、大数据应用前景广阔，内生+外延布局有望助力业绩增长

（一）国家战略加持，大数据市场规模增长迅猛

“十三五”规划指出，实施国家大数据战略，把大数据作为基础性战略资源，全面实施促进大数据发展行动，加快推动数据资源共享开放和开发应用，助力产业转型升级和社会治理创新，深化大数据在各行业的创新应用，探索与传统产业协同发展新业态新模式，加快完善大数据产业链。

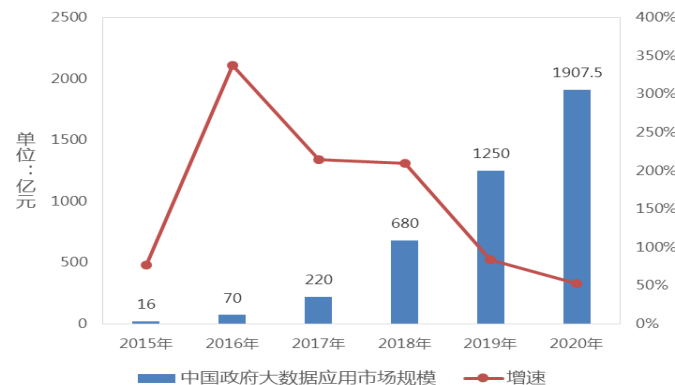
根据《2016 年中国大数据交易产业白皮书》预计到 2016 年末，市场规模将达到 2485 亿元，而随着各项政策的配套落实及推进，到 2020 年，中国大数据产业规模或达 13626 亿元的高点。

图 3：中国大数据产业市场规模预测



资料来源：《2016 年中国大数据交易产业白皮书》，华金证券研究所

图 4：中国政府大数据应用市场规模预测



资料来源：《2016 年中国大数据交易产业白皮书》，华金证券研究所

（二）非结构化信息处理技术领导者，内生外延齐驱完善布局

公司是国内领先的大数据和内容管理技术和服务提供商，是中文全文检索技术的创始者，研发实力和产品转化能力居于国内领先水平，也是国内首家推出自主中文文本挖掘和中文内容管理软件产品的企业，在非结构化信息处理技术领域的处于领导者位置。

公司积极推行内生增长和外延扩张双轮驱动战略。自上市以来，相继出资设立或参股 5 支产业投资基金，兼并和控股 5 家行业公司，投资参股 10 多家高速成长的新兴公司，并形成了各有所有的团队布局，分别在政务、传媒、金融、安全、企业等行业拥有互补优势能力，以支撑全公司和集团的业务拓展需要。

1、政府行业

2015 年国务院常务会议通过《关于促进大数据发展的行动纲要》，指出大数据已经成为国家竞争力的重要体现，明确要求在 2018 年底建成国家政府数据统一开放平台的具体目标，要求率先在气象、环境、信用、交通、医疗、卫生等 20 余项重要领域，通过政府投入大数据基础平台建设和应用服务创新来推动大数据在整个社会经济增长中发挥龙头作用。

过去十多年来政府投资建设大量电子政务系统，后台积累了海量数据，这些数据和公众的生产生活息息相关。政府所掌握的数据使其成为国家最重要的信息保有者，有 70%-80% 的核心数据存在于政府的后台。可以预见，未来政府大数据市场空间很大。据《2016 中国大数据交易产业白皮书》统计，2015 年，政府大数据应用市场规模达到 16 亿元。预计今后的 2~3 年内，政府大数据应用市场规模将成倍增长，2020 年政府大数据应用市场规模将达 1907.5 亿元。

目前，公司已为 80% 的部委和 60% 的省级政府用户提供持续的技术和数据服务，典型项目包括贵州政府门户网站云、兰州智慧城市大数据项目、厦门的 i 厦门一站式惠民服务平台项目、深圳“深圳政府在线”和“福田政府在线”项目以及国土资源部、环境保护部、国家知识产权局、工信部等重要用户的相关大数据应用项目；公司还作为 G20 峰会官网（含新闻中心网站）的建设与运维项目指定厂商，圆满完成 G20 官网建设和运维安全保障工作。

图 5：贵州政务服务综合门户



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 6：中华人民共和国国家发展和改革委员会政务公开



资料来源：公司官网，华金证券研究所

2、金融行业

据贵阳大数据交易所统计，2015 年中国的数据总量达到 1700EB 以上，同比增长 90%，预计到 2020 年这一数值将超过 8000EB。受行业特性影响，金融大数据占据了其中无可替代的数据量和应用价值。以银行业为例，每创收 100 万元，银行业平均产生 130GB 的数据，数据强度高居各行业之首。当前，面对中国经济下行压力以及国际金融环境的周期性变革，中国金融行业面临发展方式的转型，风险和困难逐渐增多，对风险管理和监管的要求日益提高，对金融创新的需求日益迫切。而随着大数据在各行业的逐渐推广，金融行业找到了创新增长的新方式，2015 年中国金融大数据应用市场规模达到 16 亿元，预计这一数字在 2020 年将突破 1300 亿元。

公司服务金融行业已有多年的经验和大量实践案例，进入大数据时代拓尔思结合自身创新发展及技术优势，推出 TRS 金融大数据解决方案，满足互联网金融企业、金融监管机构、传统金融企业在互联网风控、金融打非、舆情监测、精准营销、智能客服等领域的业务需求。

3、媒体行业

2013 年 11 月党的十八届三中全会提出，整合新闻媒体资源，推动传统媒体和新兴媒体融合发展；2014 年 8 月，中央全面深化改革领导小组会议审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，习近平总书记发表重要讲话，强调坚持传统媒体和新兴媒体优势互补、一体发展；2016 年 2 月，习总书记在党的新闻舆论工作座谈会上，对推动媒体融合发展提出明确要求，并指出，要推动媒体融合发展，借助新媒体传播优势，要从“相加”到“相融”，着力打造新型主流媒体。

公司自 1993 年创立以来，一直服务于中国的传媒行业用户数字化网络化转型升级，拥有超过 300 家媒体机构用户。结合多年为媒体服务的经验，公司将大数据技术、非结构化数据处理和融媒体业务场景相结合，为传媒机构提供基于大数据智能传播的全套解决方案。公司推出的 TRS 融媒体智能生产传播平台和出版知识服务解决方案，涵盖了中央厨房、媒体大数据、传播分析、知识服务和内容运营等核心系统，在传媒领域得到了众多用户的肯定和实践，用户覆盖中央媒体（新华社、经济日报等）、区域媒体（浙江日报、重庆日报、南方日报、四川日报、宁夏日报、云南日报等）和行业媒体（中国教育报、中国民航报、中国医药报等）。

4、公安行业

据不完全统计,截至 2015 年底,全国公安机关掌握的数据资源已达数百类、上万亿条、EB 级的大数据规模。同时,数据产生汇集的速度越来越快,数据呈阶梯式增长。目前,公安数据的年增长率超过 50%,增长速度远超以往任何时期。公安信息化“十三五”规划已将云计算、大数据等新技术应用作为优化基础性技术设施、提升信息化支撑能力的重要建设内容。

公司在报告期内控股的广州科韵和新谷两家子公司,分别与母公司和天行网安形成优势互补,拓尔思公司拥有丰富完善的各种大数据基础技术产品,和先进成熟的重量级安全大数据方案;天行网安公司凭借网络边界安全产品在公安行业取得广泛应用和丰富的客户资源;广州科韵公司的关联分析与数据可视化技术得到业内认可;广州新谷公司面向一线警队的警务研判应用系统在全国范围内均有应用,公司面向公安行业大数据应用生态圈基本形成。

在行业应用之外,公司还基于在技术产品销售的业务中主动积累和建设的大数据资产,发展大数据+服务战略,开发和运营基于数据的增值服务,拓展基于数据的新的商业模式,包括在线 SaaS 和 DaaS 服务、数据咨询报告、以及数据驱动的增值业务,尤其是面向互联网营销、互联网金融等新业务领域的服务。公司收购耐特康赛、参股花儿绽放、微梦传媒等媒体领域的企业,通过精准营销变现公司数据资产。

三、预计净利润将稳健增长,维持买入-B 评级

公司具备国内领先的数据处理技术、具备大量的行业和优质客户资源,并通过并购、参股等方式进行外延扩张,完善不同行业和领域的布局,公司大数据+行业和大数据+服务的双轮发展战略已经取得一定成功,随着大数据应用在国内市场的进一步爆发,预计公司业绩将有进一步增长的机会。

我们预测 2017-2019 年公司 营业收入分别为 95620.07 万元、130943.30 万元和 177317.60 万元;EPS 分别为 0.37 元、0.47 元和 0.63 元。维持买入-B 建议,考虑到市场行情,调低 6 个月目标价为 20 元。

四、风险提示

大数据产业发展不及预期;公司大数据行业应用、服务业务发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	388.0	680.1	956.2	1,309.4	1,773.2	年增长率					
减:营业成本	77.5	209.4	296.3	421.5	584.6	营业收入增长率	33.7%	75.3%	40.6%	36.9%	35.4%
营业税费	3.9	6.0	9.1	12.5	16.5	营业利润增长率	24.4%	20.1%	37.4%	33.5%	41.8%
销售费用	71.1	118.2	174.5	243.3	320.8	净利润增长率	26.1%	13.2%	25.8%	27.8%	34.3%
管理费用	130.7	202.2	296.8	397.2	521.0	EBITDA 增长率	21.5%	22.1%	25.9%	26.9%	35.8%
财务费用	-5.7	3.6	-0.9	-2.5	-3.7	EBIT 增长率	43.4%	30.9%	32.8%	32.7%	41.7%
资产减值损失	12.7	16.0	12.0	13.0	14.0	NOPLAT 增长率	40.9%	38.9%	27.3%	32.7%	41.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.1%	28.4%	1.9%	1.5%	3.6%
投资和汇兑收益	4.8	-1.4	0.9	1.4	0.3	净资产增长率	8.2%	10.1%	8.8%	12.4%	14.3%
营业利润	102.5	123.2	169.3	225.9	320.3	盈利能力					
加:营业外净收支	35.8	35.2	34.5	34.5	29.4	毛利率	80.0%	69.2%	69.0%	67.8%	67.0%
利润总额	138.3	158.4	203.8	260.5	349.7	营业利润率	26.4%	18.1%	17.7%	17.3%	18.1%
减:所得税	17.3	11.3	22.4	28.7	38.5	净利润率	31.2%	20.1%	18.0%	16.8%	16.7%
净利润	121.0	137.0	172.3	220.2	295.7	EBITDA/营业收入	34.4%	23.9%	21.4%	19.9%	19.9%
						EBIT/营业收入	25.0%	18.6%	17.6%	17.1%	17.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	15.2%	18.2%	14.2%	14.8%	15.2%
货币资金	536.5	364.5	478.1	654.7	886.6	负债权益比	18.0%	22.3%	16.5%	17.4%	17.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.68	2.72	4.15	4.33	4.61
应收帐款	367.3	438.5	539.5	609.9	721.2	速动比率	3.63	2.50	3.87	4.03	4.30
应收票据	0.4	8.6	0.9	9.6	8.7	利息保障倍数	-17.12	35.08	-179.60	-89.79	-86.61
预付帐款	0.4	8.3	11.1	17.5	21.4	营运能力					
存货	12.6	77.5	77.4	100.6	123.5	固定资产周转天数	132	90	63	43	30
其他流动资产	0.0	75.1	50.0	65.0	81.0	流动营业资本周转天数	192	154	145	123	105
可供出售金融资产	61.9	135.4	66.8	88.0	96.7	流动资产周转天数	774	500	401	359	335
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	311	213	184	158	135
长期股权投资	20.0	18.5	18.5	18.5	18.5	存货周转天数	8	24	29	24	23
投资性房地产	25.5	4.3	4.3	4.3	4.3	总资产周转天数	1,566	1,024	791	627	528
固定资产	166.6	172.8	163.0	153.2	143.5	投资资本周转天数	902	597	482	358	271
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	92.0	97.9	71.1	44.4	17.6	销售费用率	18.3%	17.4%	18.3%	18.6%	18.1%
其他非流动资产	523.4	660.1	657.1	656.5	655.5	管理费用率	33.7%	29.7%	31.0%	30.3%	29.4%
资产总额	1,806.6	2,061.6	2,137.8	2,422.4	2,778.5	财务费用率	-1.5%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	98.5	102.3	20.4	8.4	0.9	三费/营业收入	50.5%	47.7%	49.2%	48.7%	47.3%
应付帐款	87.6	171.6	174.1	234.2	295.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	8.3%	9.7%	11.0%	13.0%
其他流动负债	63.1	84.0	84.2	94.3	103.4	ROA	6.7%	7.1%	8.5%	9.6%	11.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	8.9%	11.9%	11.8%	15.4%	21.5%
其他非流动负债	25.7	17.6	24.4	22.5	21.5	分红指标					
负债总额	275.0	375.4	303.1	359.4	421.0	DPS(元)	0.05	-	0.05	0.05	0.05
少数股东权益	20.6	42.7	51.7	63.3	78.9	分红比率	19.2%	0.0%	14.5%	11.3%	8.6%
股本	465.9	471.6	471.6	471.6	471.6	股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%
留存收益	1,044.4	1,232.6	1,311.3	1,528.0	1,807.0						
股东权益	1,531.6	1,686.1	1,834.7	2,062.9	2,357.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	121.0	147.1	172.3	220.2	295.7	EPS(元)	0.26	0.29	0.37	0.47	0.63
加:折旧和摊销	37.5	38.0	36.6	36.6	36.6	BVPS(元)	3.20	3.48	3.78	4.24	4.83
资产减值准备	12.7	16.0	-	-	-	PE(X)	59.7	52.8	42.0	32.8	24.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.8	4.4	4.1	3.6	3.2
财务费用	-0.2	4.5	-0.9	-2.5	-3.7	P/FCF	38.1	-51.7	109.9	38.2	30.0
投资损失	-4.8	1.4	-0.9	-1.4	-0.3	P/S	18.6	10.6	7.6	5.5	4.1
少数股东损益	-0.0	10.1	9.1	11.6	15.6	EV/EBITDA	105.8	45.5	32.9	25.2	17.9
营运资金的变动	-66.6	-198.6	-58.2	-55.0	-83.1	CAGR(%)	24.2%	28.4%	23.6%	24.2%	28.4%
经营活动产生现金流量	94.6	89.6	157.9	209.5	260.8	PEG	2.5	1.9	1.8	1.4	0.9
投资活动产生现金流量	-79.5	-312.2	69.5	-19.8	-8.4	ROIC/WACC	0.8	1.1	1.1	1.5	2.1
融资活动产生现金流量	75.1	37.5	-113.8	-13.0	-20.5						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn