

调研咨询行业数字化升级, 打造数据要素全产业链服务商

核心观点

调研咨询行业周期波动小、存量规模大, 整体市场规模在持续提升, 洞悉消费者行为变化新趋势、部分行业存量竞争加剧、全党大兴调查研究以及咨询领域“国产替代”促使传统调研咨询业务稳定成长, 尤其于经济复苏初期。随着咨询行业竞争日益加剧以及客户的需求升级延伸, 咨询类企业开启数字化转型, 零点有数将多年积淀的调研咨询优势与软件服务相结合, 开发出数据智能软件, 该业务处于快速发展期, 数字中国建设深入, 公司数据智能软件仍然具有较大潜在发展空间。同时公司参股大数据交易企业, 布局数据要素产业链, 进一步挖掘新的业绩增长点。

零点有数: 厚积薄发, 深耕调研咨询行业, 服务公共与商业两大领域。公司深耕调研咨询行业, 以董事长袁岳为代表的管理层经验丰富、对行业理解深刻。公司在“在线数据集成技术”和“垂直应用算法”两大核心技术的基础上持续进行技术创新与业务转型, 聚焦公共和商业多个细分领域提供数据分析和决策支持服务, 根据用户需求提供决策分析报告和数据智能应用软件两种产品, 多年积累了丰富的客户资源。

调研咨询行业需求持续提升, 公司传统业务基本功扎实。调研咨询行业具有周期波动小、存量规模大的特征, 整体市场规模持续提升。我们认为传统调研咨询仍具有增长空间, 主要基于以下判断: 1.宏观事件冲击后消费者行为可能发生变化, 企业需要明晰消费新趋势; 2.部分下游行业增长放缓, 存量竞争加剧使得调研咨询需求增加; 3.全党大兴调查研究, 公共领域需求稳定增长。4. 在咨询和辅助决策层面国家数据安全日益重要, 公共事业及央企国企相关的存量市场中大量业务空间释放对公司后续赶超传统强势国际企业提供契机。同时公司持续开拓商业领域业务, 收入占比逐渐提升。

数据智能软件赋能, 数据要素产业布局, 发掘数据中介应用场景。调研咨询行业竞争日益激烈, 随着客户的需求升级延伸, 参考国际知名咨询类企业开启数字化转型的演变进程, 技术升级成为破局竞争的关键所在。公司将多年积淀的调研咨询优势与软件服务相结合, 开发出的数据智能软件应用性强、应用场景丰富, 符合行业智能化的发展趋势。

零点有数 (301169.SZ)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期: 2023 年 05 月 17 日

当前股价: 41.82 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-26.76/-25.14	-1.97/-3.05	12.06/5.21
12 月最高/最低价 (元)		59.39/26.28
总股本 (万股)		7,223.98
流通 A 股 (万股)		2,812.21
总市值 (亿元)		30.21
流通市值 (亿元)		11.76
近 3 月日均成交量 (万)		399.51
主要股东		
上海智数实业合伙企业(有限合伙)		41.49%

股价表现



相关研究报告

公司优势体现在：1.数据智能软件辅助决策能够化静态为动态，提供高效精准的解决方案；2.利用咨询行业理论基础的积累和各类开发的持续投入，强适配性的应用落地，快速挖掘中小企业数字化转型需求；3.国家加大对数字经济的战略性投入，政策利好频出对于国内头部咨询企业的发展持续提供良好的环境；4.公司参股大数据交易企业，布局数据要素产业链，具有数据要素变现渠道和效率，其作为重要数据中介的价值有待挖掘。

投资建议：我们认为公司把握咨询行业数字化升级的机遇，守住传统咨询基本盘，加快数据智能应用，有望在数据要素的全产业链布局中率先实现成熟的商业模式而产生新的价值。预计 2023-2025 年实现收入 4.13、4.96、5.62 亿元，实现归母净利润 0.72、0.93、1.19 亿元，对应 PE 为 42、33、25 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

目录

投资要件	1
关键假设	1
深度观点	1
股价上涨的催化因素	1
投资风险	1
一、零点有数：厚积薄发，依托核心技术，服务于公共与商业领域.....	2
1、公司历史积淀较深，产品和服务类型多样，专注多个细分领域.....	2
2、管理层人员履历丰富，助力公司持续增长.....	5
二、调研咨询业务仍有增长空间	9
1、调研咨询：周期波动小，存量规模大	9
2、传统调研咨询仍然具有增长空间，具有“国产替代”逻辑	11
3、零点有数：政务领域积淀深厚，商业领域不断突破.....	15
三、数据智能软件赋能，数据要素产业布局，公司发展前景广阔.....	18
1、行业竞争日益激烈，企业需要谋变创新，数字化为发展新方向.....	18
2、公司注重技术积淀，数据智能软件为新动力.....	21
3、数字化中国建设带来全新发展机遇	25
4、参股大数据交易企业，布局数据要素产业链，发掘数据关键中介定位.....	28
四、财务表现有望改善	31
投资评价和建议	35
风险分析	36
报表预测	37

图目录

图 1:公司产品和服务整体框架	2
图 2:公司业务发展历史	3
图 3:公司的主要数据产品	4
图 4:公司数据采集方式	4
图 5:公司决策分析报告产出模式	5
图 6:公司 SaaS 服务交付形式	5
图 7:公司股权结构图	6
图 8:政府公共预算支出	9
图 9:头部咨询企业传统咨询业务收入增速	10
图 10:中国内地调查行业规模持续增长（2014-2021E）	10
图 11:外生事件对调研行业的负面影响	10
图 12:商业领域调研咨询市场规模（亿元）	11
图 13:商业领域调研咨询市场占比	11
图 14:消费者信心指数明显下降	12

图 15:消费者消费意愿下降的原因	12
图 16:中国美妆个护市场规模及增速	12
图 17:中国服饰市场规模及增速	12
图 18:全党大兴调查研究方法步骤	13
图 19:零点有数推出大调研平台	14
图 20:2008-2021 年麦肯锡为美国政府部门提供的服务占比	15
图 21:2009-2021 年麦肯锡为美国政府提供的服务（万美元）	15
图 22: Palantir 分业务类型收入占比	15
图 23: Palantir 分地区收入占比	15
图 24:公司商业领域传统业务主要服务	16
图 25:公司不同领域收入及同比增速(2018-2022)	17
图 26:公司不同领域收入占比	17
图 27:中国市场调查行业中民营企业占比	18
图 28:中国调研咨询行业竞争格局	18
图 29: 中国调查咨询行业客户类型	19
图 30:行业毛利率呈现下降趋势(%)	19
图 31:调研咨询公司关心的趋势议题	19
图 32:大数据在调研咨询行业的应用	20
图 33:德勤数字化转型路径	20
图 34:波士顿咨询公司创建 BCG X	21
图 35:中小企业 PMI2022 年下降趋势	22
图 36:大中小企业数字化转型进程对比	22
图 37: 中小企业与公司互利共赢良性循环	22
图 38:公司研发费用占比高于行业平均水平	23
图 39:公司数据智能软件落地应用举例	23
图 40:公司不同产品营收及增速（万元）	25
图 41: 公司不同产品营收占比	25
图 42:公司数据智能应用软件毛利率高于决策分析报告	25
图 43:数据智能应用软件贡献公司近半数毛利	25
图 44:我国数字经济规模快速增长	27
图 45: 2017-2021 年我国数字产业营收增长情况（亿元）	27
图 46:公司数据智能软件服务主要项目	28
图 47:公司投资相数科技	28
图 48:公司积累大量商业优质客户	30
图 49: 2014-2022 年公司营业收入	31
图 50: 2020Q3-2023Q1 公司单季度营业收入	31
图 51:公司归母净利润（2014-2022 年）	31
图 52:公司扣非后归母净利润（2014-2022 年）	31
图 53:零点有数销售费率低于行业其他公司	32
图 54:零点有数研发费率高于行业其他公司	32
图 55:公司期间费用（万元）	32

图 56:公司毛利率和净利率	32
图 57: 公司员工整体学历水平较高	33
图 58:公司研发和技术人员占比呈上升趋势	33
图 59:公司研究与咨询人员平均月薪水平达 3.53 万元	33
图 60:公司技术人员平均月薪水平普遍较高	33
图 61:公司离职率情况	34
图 62:可比企业离职率情况对比	34
图 63:公司当期离职多为新入职员工	34

表目录

表 1:公司服务的主要客户群体	3
表 2:公司高级管理人员履历情况	6
表 3:公司核心技术人员情况	7
表 4:公司 2022 年限制性股票激励计划激励对象名单	8
表 5:公司的主要数据服务	16
表 6:传统的信息化与数字化转型的区别	21
表 7:公司主要技术优势与竞争力	24
表 8:公司与竞争企业对比情况	24
表 9:Palantir 产品展示	26
表 10:公司参股情况	29
表 11:按照产品交付形式公司收入拆分（万元，%）	35

投资要件

关键假设

- 1、**政府和企业需要借助独立第三方开展部分调研咨询。**第三方调研机构具备一定的独立性，调研结果更为客观真实，政府和企业需要参考第三方调研机构调研结果与建议，而在行业内项目口碑和经验积累越多，其竞争优势也会越明显。
- 2、**政府和企业推进数字化建设。**数字要素的积累具备乘数效应，能够产生放大其他生产要素的效果，因此政府和企业积极推进数字化建设。

深度观点

调研咨询的数字化升级是在各行各业日趋成熟竞争环境下的发展方向，我们认为调研咨询结果以软件形式部署并非是交付形式的简单改变，也并不是技术与调研结果的简单叠加。虽然科技公司以开发软件技术见长，但是其缺少对于特定垂类行业的洞见。对于特定行业或者特定问题的深刻理解是以数字软件交付的基础。因此，我们看好具备深刻行业洞见的咨询企业提供软件产品进行智力输出。

股价上涨的催化因素

- 1、**企业数字化建设加快，公司数据智能软件订单快速增加。**企业增加数字化投入，加大采购数据交互类软件产品，推动相应战略落地，公司有望获得相应订单从而实现业绩快速增长。
- 2、**政府推出力度更大的支持政策。**政府进一步推出数字中国建设支持政策，企业和政府数字化需求有望进一步增加，并且出现从外资咨询向国内咨询切换的趋势。

投资风险

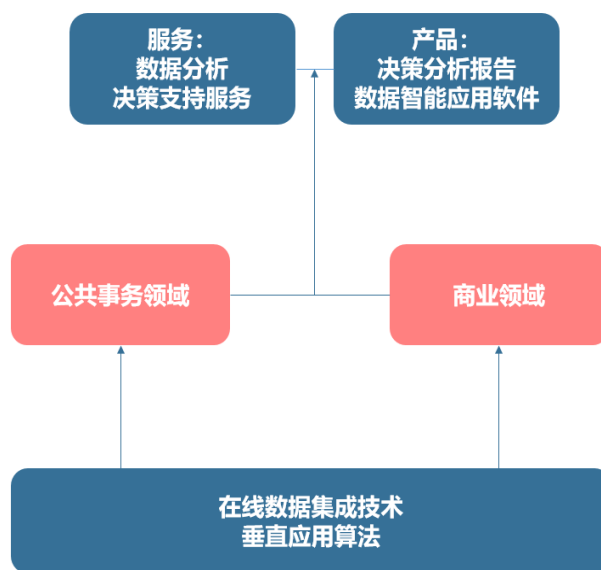
- 1、**传统调研咨询业务增长迟缓。**伴随技术进步，可以使用丰富的形式获得相应数据，同时数据提供商提供的数据产品丰富度提高，因此企业和政务部门可能减少对于传统调研咨询的需求。
- 2、**行业竞争加剧。**数据智能软件业务利润率较高，可能吸引众多企业加入数据智能软件行业，行业学习效应下技术壁垒或将降低，因此行业竞争可能加剧继而引发利润率下降。
- 3、**企业和政务数字化建设不及预期。**数字化建设需要投入大量资金，由于部分企业增长面临一定压力，因此数字化投入可能较低。

一、零点有数：厚积薄发，依托核心技术，服务于公共与商业领域

1、公司历史积淀较深，产品和服务类型多样，专注多个细分领域

公司深耕调研咨询行业，聚焦公共和商业领域提供数据分析和决策支持服务。零点有数是本土调研咨询行业的早期进入者，倡导“决策以调研数据先行”的理念。目前，公司利用在线数据集成技术和垂直应用算法向公共和商业领域提供数据分析和决策支持，主要交付形式为决策分析报告和数据智能应用软件。

图 1:公司产品和服务整体框架



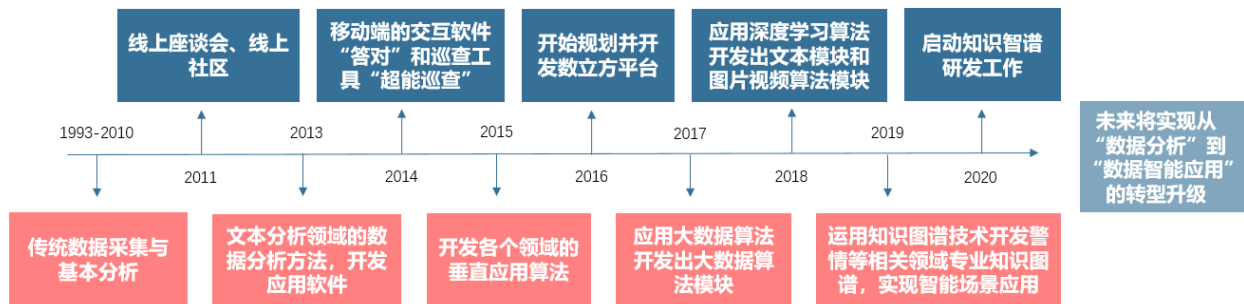
数据来源：公司公告，中信建投证券

持续进行技术创新，不断实现业务转型。1993-2010年，公司主要采取传统市场调研手段和统计学分析方法进行数据采集、整理和分析。2011年以来公司进行技术创新，升级调研咨询业务，逐步形成了在线数据集成技术和垂直应用算法两大技术。

1、在线数据集成技术方面，2011年，公司开发了线上座谈会、线上社区；2014年开发了移动端的交互软件“答对”和巡查工具“超能巡查”；2017年起运用大数据技术整合集成了消费、位置、地图、舆情等数据。

2、垂直应用算法方面，2015年，公司运用统计分析方法开发出统计基础算法模块；2017年起开发出大数据算法模块；2018年起逐步应用深度学习算法开发出文本分析算法模块和图片视频算法模块。

2017年，公司整合在线数据集成技术和垂直应用算法，逐步开发出数据技术平台——数立方平台，数立方平台集数据集成、传输、存储、分析和可视化展示为一体，可供不同业务场景使用。未来，公司将继续加大研发投入和技术创新力度，努力实现从“数据分析”向“数据智能应用”的转型升级。

图 2:公司业务发展历史


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

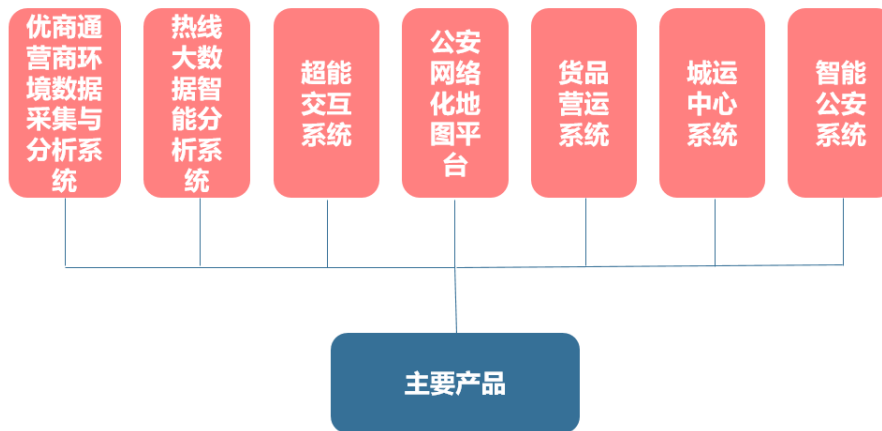
聚焦垂直领域数据服务, 覆盖公共事务和商业服务的多细分领域。公司是国务院多个部委相关工作的第三方评估机构, 客户涵盖中央到基层的各级党政机关、事业单位、研究机构及社团组织, 在公共事务中公司优势较为明显的领域包括公安、工商、税务、城管等; 同时公司服务大型国内外知名企业, 主要涉及快时尚、金融保险、商业地产、移动通信等领域, 包括建设银行、农业银行、中信银行、中国人寿、中国移动、中国邮政 EMS、中国石油、贵州茅台、百度、美团、奇虎科技、一汽集团、北汽集团、华润集团、万科集团、远洋集团等, 为其制定管理决策提供支持,

表 1:公司服务的主要客户群体

业务	主要客户群体
公共事务数据分析与决策支持服务	主要服务于从中央到基层的各级党政机关、事业单位、研究机构及社团组织, 通过调查研究、数据分析, 直接或间接为其决策提供支持服务
商业数据分析与决策支持服务	主要服务于消费品、金融、汽车、房地产、TMT、物流等行业的大型企业, 通过调查研究、数据分析, 为其商业决策提供支持服务

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

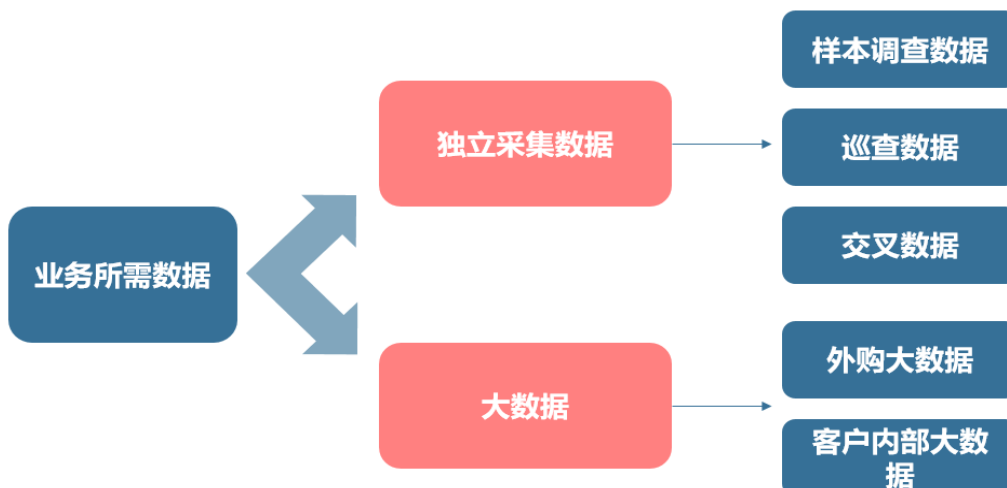
图 3:公司的主要数据产品



数据来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

数据采集方式多样，已经发展成为多源数据分析。独立采集数据包括样本调查数据、巡查数据、交叉数据，公司根据项目需求确定所需数据的类型、内容、数量，并与客户沟通确定数据采集方案。对于样本调查数据和巡查数据，实地执行时采取自行采集和供应商采集两种方式，公司与独立采集数据供应商通常签订年度框架协议，在执行具体项目时，再签订项目委托协议，约定具体的项目内容、工作量、结算价格和合同金额等事项；对于交互数据，则由公司在线自行采集。大数据包括外购大数据和客户内部大数据，在大数据采购环节，公司与智慧足迹、银联智策、国信宏数、高德云图等拥有基础大数据的公司达成采购协议，采购脱敏后的消费、位置、舆情等数据信息。

图 4:公司数据采集方式

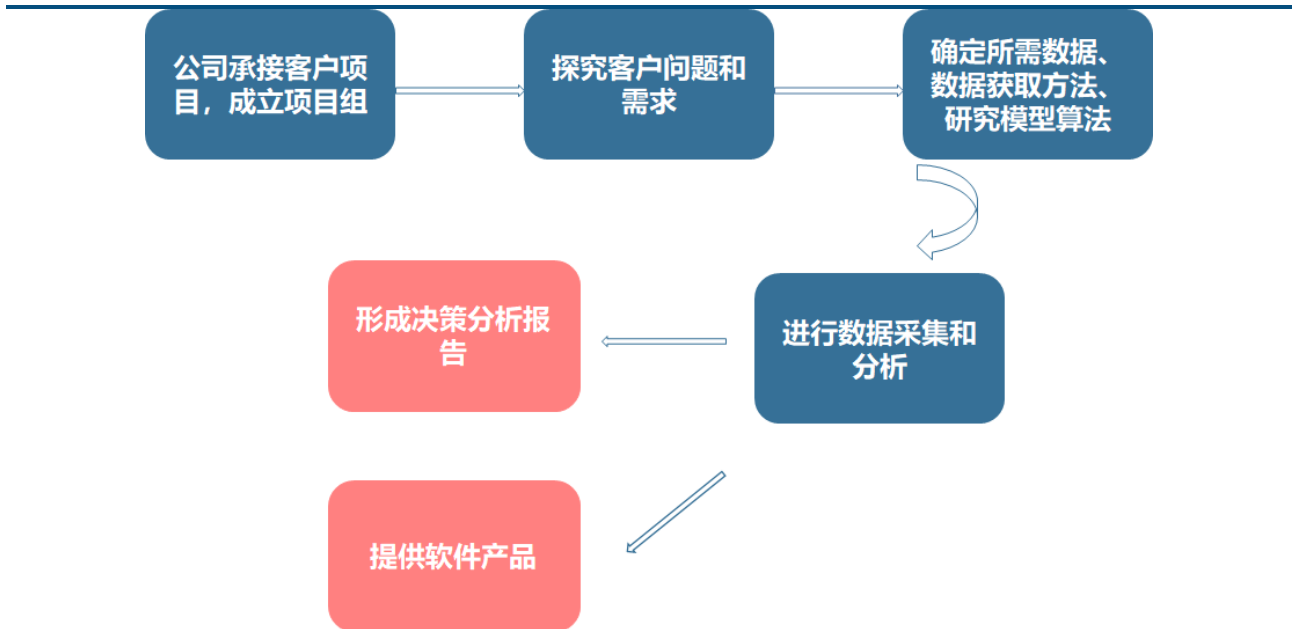


数据来源：公司公告，中信建投证券

基于采集数据，公司根据客户的需求提供决策分析报告和数据智能应用软件两种产品。其中决策分析报告均为定制化生产，公司承接客户项目，成立项目组，探究客户问题和需求，确定项目研究所需数据、数据获取

方法、研究模型算法等，方案确定后进行数据采集和数据分析，最终生成决策分析报告。数据智能应用软件为公司开发的标准化软件，通过定制化部署在客户系统中或为客户提供 SaaS 服务的方式交付。

图 5:公司决策分析报告产出模式



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:公司 SaaS 服务交付形式



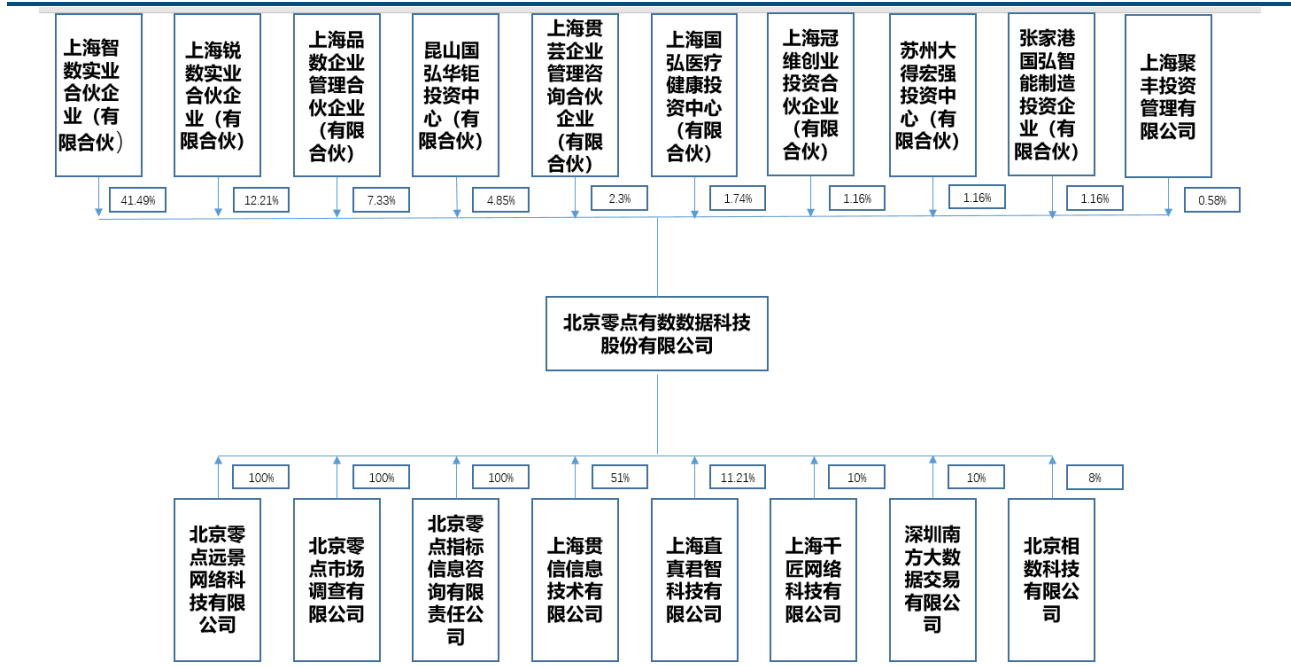
数据来源：公司公告，中信建投证券

2、管理层人员履历丰富，助力公司持续成长

管理层稳定，行业经验丰富。根据公司 2022 年年报，目前董事会成员 7 人，监事 3 人，高管人员 8 人，管理层相对稳定。高管人员专业背景及履历涉及调查分析、数据业务、政府事务等相关领域，覆盖公司业务的核心要点，为公司的稳健成长保驾护航。

董事长袁岳先生对于行业理解深刻。袁岳曾于 1992 年任中国市场调查所所长助理，对于调研咨询行业的运

转规律有较为深刻的理解，为公司稳健发展打下基础；同时曾在国家司法部任职，助力公司在公共领域处于行业领先地位。

图 7:公司股权结构图


数据来源: Wind, 中信建投证券

表 2:公司高级管理人员履历情况

高管	主要履历
袁岳 董事长	北京大学法学博士、美国哈佛大学肯尼迪政府学院公共管理硕士、西南政法大学法学硕士。 1988年7月至1992年2月，任国家司法部办公厅干部。 1992年3月至1992年11月，任中国市场调查所所长助理。 1993年1月正式创办北京分析，并历任北京分析总经理、北京调查董事长、零点有限执行董事；现任公司董事长。
张军 总经理（首席执行官）	美国乔治华盛顿大学 MBA、中国人民大学经济学硕士。 1997年11月加入公司，历任项目经理、上海调查总经理、公司业务总裁、公司总经理。 现任公司董事、总经理（首席执行官）。
周林古 董事会秘书	复旦大学医学硕士、中欧国际工商学院 EMBA。 2001年4月至2003年2月，任上海调查项目经理、业务经理。 2003年3月至2003年12月，任安徽环宇家居博览中心有限公司企划经理。 2004年1月至2012年12月，任上海调查总经理。 2013年1月至2018年4月，任飞马企业服务首席运营官。 2018年5月至2019年8月，任上海调查高级副总裁。

请参阅最后一页的重要声明

		2019 年 5 月至 2019 年 9 月，任公司财务总监；现任公司董事、董事会秘书。
		新加坡南洋理工大学工商管理硕士、中南工业大学哲学硕士。
陈晓丽	首席运营官	2000 年 5 月加入公司，历任项目经理、广州零点总经理、北京调查总经理、公司首席运营官；现任公司董事、首席运营官。
		同济大学管理学博士、西安建筑科技大学工学硕士。2003 年 10 月加入公司，历任上海调查客户经理、副总经理、总经理，公司商业业务负责人。
杨轶	商业业务负责人	1993 年 7 月至 2000 年 3 月，任西安建筑科技大学土木工程学院讲师。 现任公司商业业务负责人。
		中国政法大学法学博士、中国政法大学管理学硕士。
		2000 年 8 月至 2001 年 8 月，任山西省机械设备进出口公司职员。
		2003 年 8 月至 2004 年 8 月，任北京天下为学文化发展有限公司总经理。
闫晶	公共事业业务负责人	2010 年 10 月至 2013 年 2 月，任中国政法大学博士后流动站博士后研究人员。 2013 年 3 月加入公司，历任北京调查研究总监、公司公共事务业务负责人；现任公司公共事务业务负责人。
		1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，清华大学管理科学与工程硕士。
宋志远	数据业务负责人	2006 年 7 月加入公司，历任北京调查项目经理、部门经理，北京远景部门经理、研究总监、副总经理、总经理，公司数据业务负责人。 现任公司数据业务负责人。
		东北师范大学经济学硕士，高级会计师，国际注册内部审计师（CIA）。
		2002 年 2 月至 2004 年 2 月，任北京华夏正风会计师事务所项目经理。
		2004 年 3 月至 2005 年 6 月，任 LG 电子（中国）有限公司财务经理。
		2005 年 7 月至 2011 年 7 月，任华为技术有限公司内控经理、海外区域项目财务负责人。
刘升	财务总监	2011 年 10 月至 2014 年 5 月任东方网力科技股份有限公司总裁助理。 2014 年 7 月至 2015 年 10 月任金蝶软件有限公司沈阳分公司首席财务顾问。 2015 年 11 月至 2018 年 12 月任中林信达（北京）科技信息有限公司首席财务官。 2019 年 4 月加入公司，现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，中信建投证券

公司的核心技术人员中，陈军主导设计与开发了“数立方”平台；包利安负责多源数据整合及价值体系挖掘；王瑾负责公司数据交互产品线，是“答对”及“超能交互系统”的主要负责人；朱叶峰负责上海贯信产品架构和基础框架设计。核心技术人员专业能力强，是公司业绩增长的主要动力之一。

表 3:公司核心技术人员情况

主要人员	简历及负责项目
陈军	北京化工大学计算机应用技术硕士学位，持有 Sun 认证的 J2EE 企业架构师 SCEA、Sun 认证的 Java 程序员 SCJP、PMI 认证的项目管理 PMP 等技术资质。 陈军先生加入公司后，主要负责公司的研发规划、设计了公司整体技术架构体系、优化了公司的系统运维体系，主导设计与开发了“数立方”平台；目前负责公司在研项目的开发推进与募投项目的规划与设计。

西安统计学院经济学学士，中级统计师。

包利安先生擅长多源数据整合及价值体系挖掘，CRM 多元数据整合与挖掘、基于内外部数据挖掘的商业解决方案（数据应用系统建构）、数据产品研发（包括热线智能分析系统、潜客预测、生命周期营销产品、用户流失预警及基于机器学习或深度学习的综合数据决策应用模块研发等）、市场研究模型研发应用（价格模型、品牌模型、联合分析等）。

中国人民大学管理学博士、中国科学院经济学硕士。

王瑾女士负责公司数据交互产品线的市场定位、产品线规划、需求分析与规格定制及产品落地与上线运营，是交互数据采集系统——“答对”的主要开发负责人；2019 年至今，负责公司“超能交互系统”的架构与研发工作。

上海交通大学工学硕士。

朱叶峰先生负责上海贯信产品架构和基础框架设计；拥有 16 年 Java/ERP 相关项目开发、设计和管理经验，对 ERP、SCM、CRM 等系统的开发和实施管理有丰富经验；作为主要负责人开发了贯信订货会产品 1.0、2.0 版和 Lifecycle RCP 开发平台。

资料来源：公司公告，中信建投证券

核心技术人员持股，促进业务发展，具备持续驱动力。2022 年公司首次实施了向激励对象授予限制性股票的激励方案，采用第二类限制性股票的激励方式，合计计划授予 74 万股。其中，首次向包括财务总监刘升以及多名核心技术人员在内的 39 名激励对象授予了 59.25 万股，预留 14.75 万股用于本期激励期内引入新的激励对象。股权激励计划通过将核心人员与公司长远利益绑定，激励高管与技术团队发挥优势为公司赋能，同时维持团队的稳定性有利于公司长期稳定发展。公司通过研发投入和研发成果等项目对核心技术人员进行绩效考核，通过职级晋升和员工持股措施提升对核心技术人员的粘性，以增加核心技术人员的工作积极性，并吸引更多的高素质人才。

表 4:公司 2022 年限制性股票激励计划激励对象名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占首次授予限制性股票 总数的比例	占本激励计划公告时公 司总股本的比例
刘升	财务总监	3.00	5.06%	0.04%
核心技术（业务）骨干（38 人）		56.25	94.94%	0.78%
合计		59.25	100.00%	0.82%

资料来源：公司公告，中信建投证券

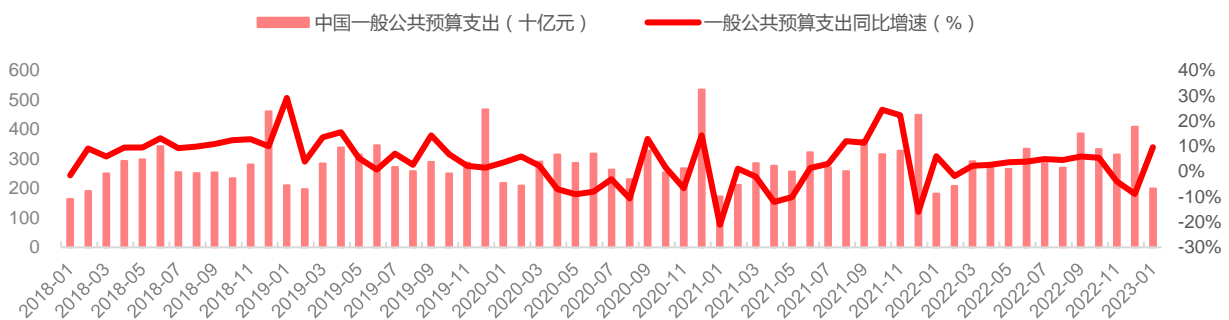
二、调研咨询业务仍有增长空间

1、调研咨询：周期波动小，存量规模大

政府和商业领域业务均需要独立第三方介入，以实现客观评估，传统业务需求得以保障。公共事业部门和企业都需要利益不相关的独立第三方的客观评估，以验证预定项目是否有足够的社会意义和市场价格。这使得无论是公共部门还是企业都有持续稳定的调研咨询需求，保障公司传统业务有持续的盈利空间。

政府商业需求交替，咨询行业周期性波动较小。**1、经济压力较大时**，政府承担着调节经济的责任，需要投入更多的公共预算支出到相关智库与咨询研究中；**2、经济繁荣时**，企业发展空间更加广阔，需要更多、更深入的咨询研究支撑其把握机遇，发展业务。政府与商业板块同时涉足使得公司具备了对于经济冲击的防范与缓冲能力，保证公司业绩的稳定增长。

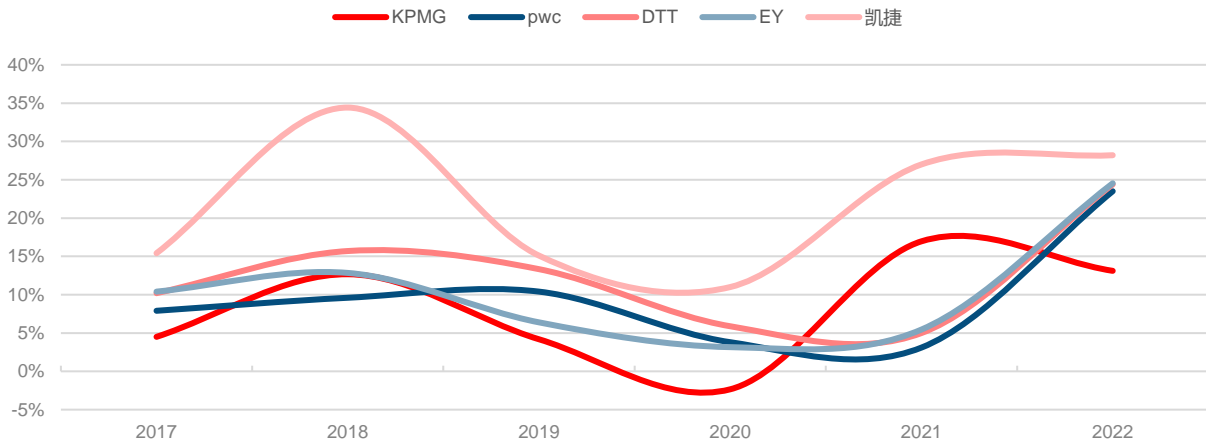
图 8:政府公共预算支出



数据来源: Wind, 中信建投证券

头部咨询企业传统咨询业务维持较高增长。毕马威、普华永道、德勤、安永、凯捷等作为知名咨询企业，其传统咨询业务营收增速连续多年保持正值，且 2022 年随着全球经济的逐渐好转，营收增速有所提升。验证了传统咨询业务仍然存在一定的增长空间。

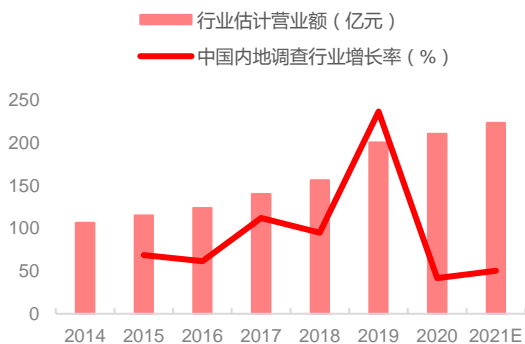
图 9:头部咨询企业传统咨询业务收入增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

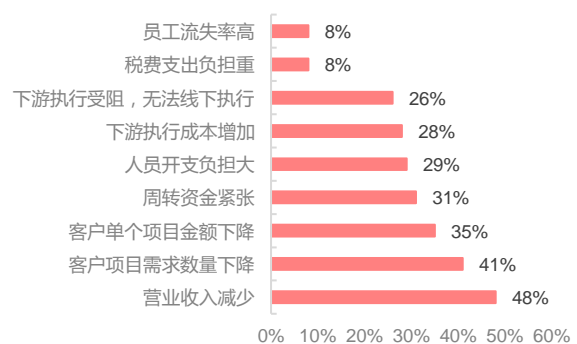
中国调研咨询行业规模持续增长, 经济复苏或促使行业增速提升。根据《2020 年中国市场调查行业发展趋势报告》数据, 2020 年中国内地调查行业规模达到了 210 亿人民币, 实现了 5% 的微增长。数据表明, 57% 的企业经营情况受到了宏观事件冲击的负面影响。随着经济复苏, 中国调研咨询行业规模有望进一步扩大市场空间。

图 10:中国内地调查行业规模持续增长 (2014-2021E)



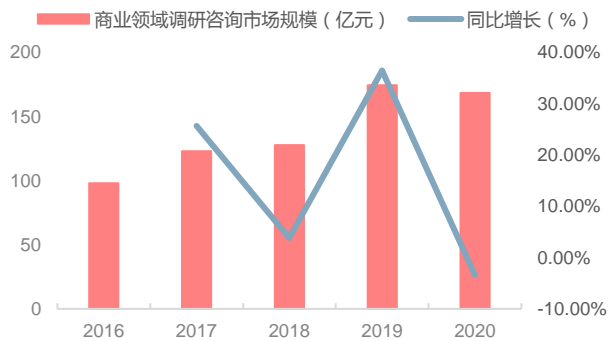
数据来源: 中国信息协会市场研究业分会, 《2020 年中国市场调查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

图 11:外生事件对调研行业的负面影响

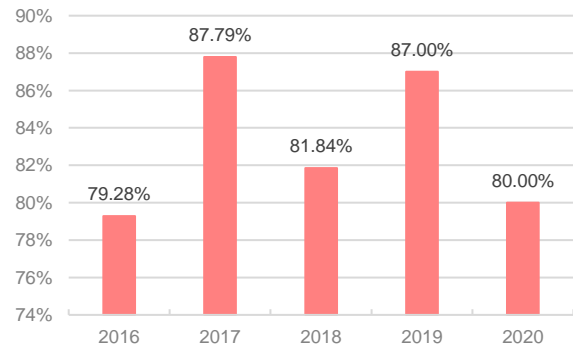


数据来源: 中国信息协会市场研究业分会, 《2020 年中国市场调查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

商业领域调研咨询市场规模持续提升。内地调查咨询行业的主要涉及的领域包括商业领域和公共事务领域。其中商业领域调研咨询市场规模稳步增长, 是调研咨询行业的主要客户来源。根据中国信息协会市场研究业分会数据, 2019 年我国内地商业调查研究市场规模达到 174.25 亿元, 同比增长 36.45%, 占比 87%, 20 年有所回落但仍较高, 为 168.25 亿元, 占比 80%, 2016-2020 年复合增长率达 14.50%。

图 12:商业领域调研咨询市场规模 (亿元)


数据来源: 2018、2020 年《中国市场调查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

图 13:商业领域调研咨询市场占比


数据来源: 2018、2020 年《中国市场调查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

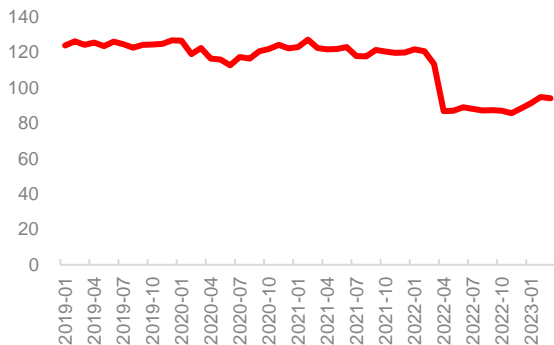
国家现代化建设进程加快, 促进公共领域需求增加。公共领域职能覆盖面较广, 涉及法治与公安、市场监管、文化与旅游、城市管理、政务服务等多个领域, 需求稳定增长。根据《中国咨询业发展蓝皮书》数据, 2018 年公布了具体采购额的政府服务性项目约为 5000 亿元, 其中公共咨询类服务的采购额度约为 120 亿元, 比 2017 年公共咨询类服务采购额增加了 67%。随着国家现代化建设的推进, 公共部门的需求或将进一步增加, 保持稳定增长。

2、传统调研咨询仍然具有增长空间, 具有“国产替代”逻辑

我们认为传统调研咨询仍然具有增长空间, 主要基于以下判断:

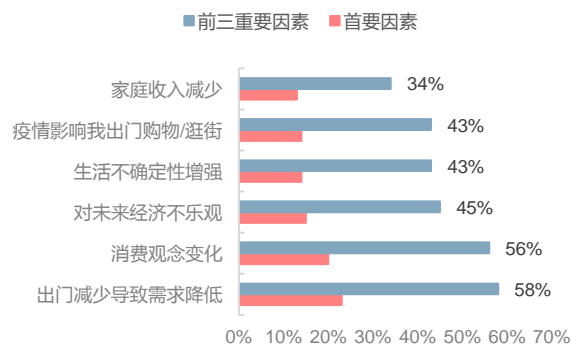
1、在一定程度上消费者行为可能发生改变, 企业需要明晰消费新趋势。在宏观事件冲击下, 我国消费群体消费行为可能发生变化, 目前消费者信心仍然较低。考虑到消费群体可能产生新的消费观念与消费行为, 为了适应新的消费趋势, 企业或产生新的调研需求, 为传统调研咨询业务提供新的增长机会。

图 14:消费者信心指数明显下降



数据来源: Wind, 中信建投证券

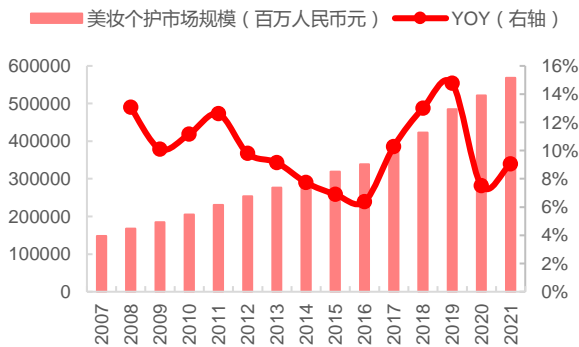
图 15:消费者消费意愿下降的原因



数据来源: 德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望白皮书》, 中信建投证券

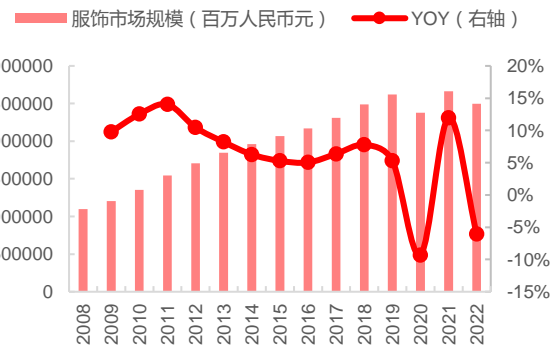
2、部分下游行业增长放缓, 存量竞争加剧使得调研咨询需求增加。美妆个护、服装等快消行业是调研咨询的主要需求方。这两个已经开始从增量市场逐渐转化为存量市场, 行业增速趋缓, 存量竞争加剧。企业破局存量竞争需要更加具有前瞻性的战略规划, 为调研咨询行业提供了发展机遇与空间。

图 16:中国美妆个护市场规模及增速



数据来源: 欧睿, 中信建投证券

图 17:中国服饰市场规模及增速



数据来源: 欧睿, 中信建投证券

3、全党大兴调查研究, 公共领域需求稳定增长。2023 年 3 月 19 日, 中共中央办公厅印发了《关于在全党大兴调查研究的工作方案》, 强调了调查研究工作的重要性, 催化调研咨询需求进一步复苏, 为公司在公共事物领域的传统调查研究服务提供机遇。

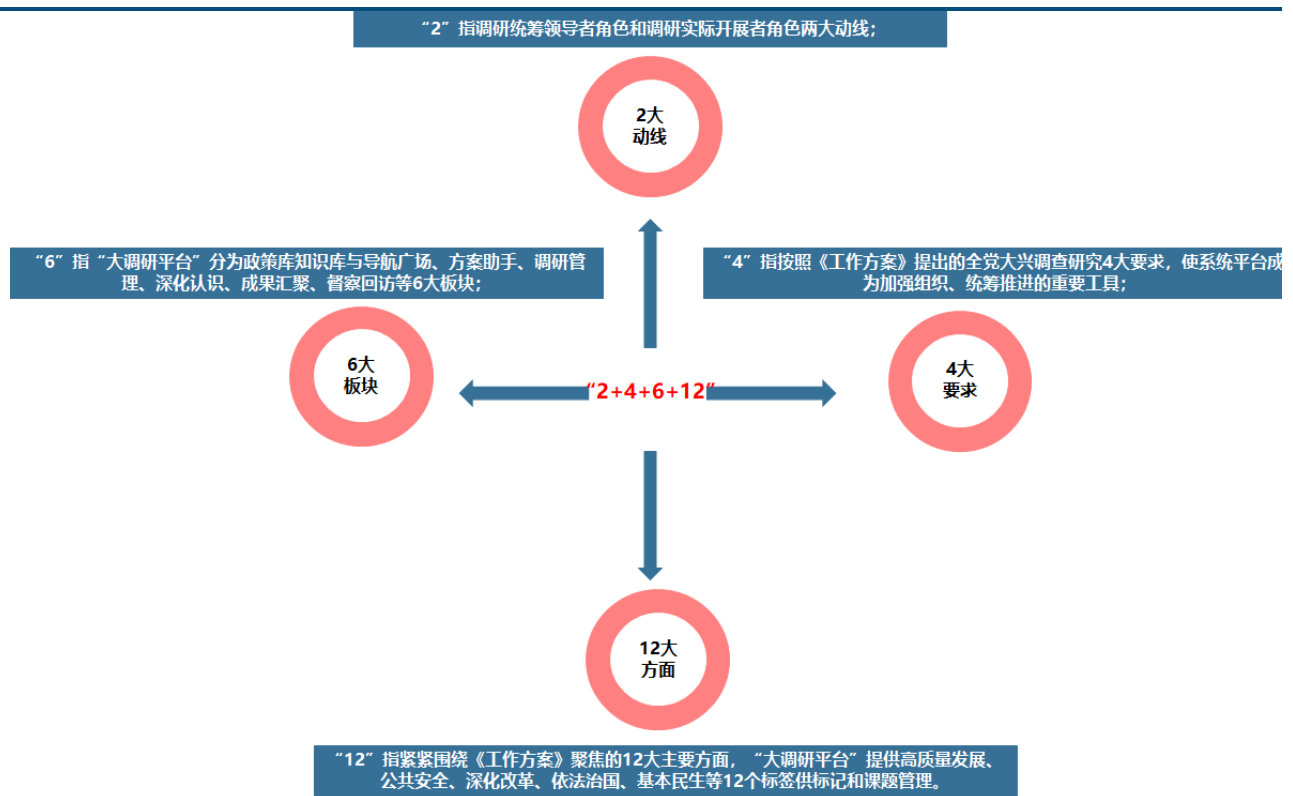
图 18:全党大兴调查研究方法步骤



数据来源：人民网，中信建投证券

积极响应中央文件精神，开放使用“大调研平台”。公司基于 30 年的调查研究经验和政府服务经验，积极响应中央文件精神，迅速搭建研发“大调研平台”，并于近日正式向全社会开放使用。平台以其专业化、全景化的特征，有望成为常态化调查研究工作助手和智能平台，长期驱动传统业务的增长。该平台以零点有数自主研发的 EAS 系统和 DCEM 系统为基础，从开展调查研究工作的痛点、难点出发，打通调查研究工作全流程，提供专业化的知识政策方案赋能、全景化的调查研究管理工具，旨在成为常态化调查研究工作助手和智能平台。

图 19:零点有数推出大调研平台

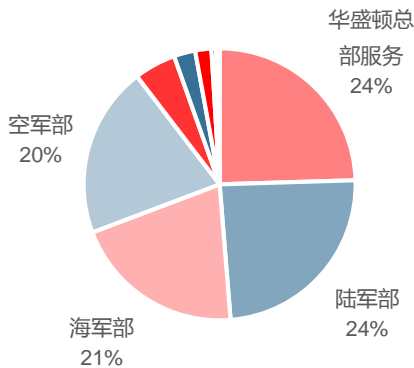


数据来源：零点有数科技公众号，中信建投证券

咨询领域国家安全问题愈加受到重视，公司符合“国产替代”的未来主旋律。近期国家安全机关会同相关部门，对国内咨询行业龙头企业进行公开执法，显示了咨询领域的国家安全问题受到进一步的关注与重视。而公司作为深耕政府服务领域多年的国产咨询企业，在国家信息安全角度具备与老牌咨询企业相比的竞争优势，有利于进一步拓展在公共事业部门、国企央企等相关业务上的空出的大量业务空间。

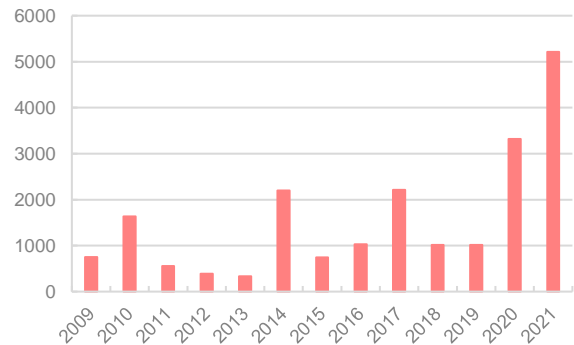
世界范围来看，本土咨询公司与国家安全关系甚密。根据 NBC 报道，自 2008 年以来，麦肯锡已为美国联邦政府承担了价值超过 8.51 亿美元的咨询工作，国防部是最大的客户，产生了公司近三分之一的政府收入。由于麦肯锡与美国国防部关系紧密，因此麦肯锡与中国国企合作招致了美国两党议员批评，担心美国数据泄露至美国。随着中美之间的紧张局势加剧，麦肯锡在两国的业务运营正受到越来越多的审视。Palantir 为创立于美国的数据分析公司，虽然公司向欧洲等地区扩张，但是公司的主要业务仍然集中于美国政府领域。

图 20:2008-2021 年麦肯锡为美国政府部门提供的服务占比



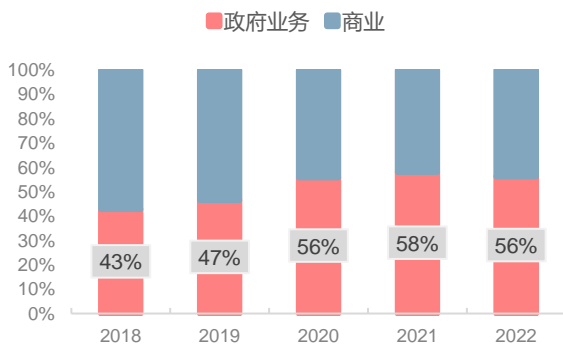
数据来源: NBCnews, 中信建投证券

图 21:2009-2021 年麦肯锡为美国政府提供的服务(万美元)



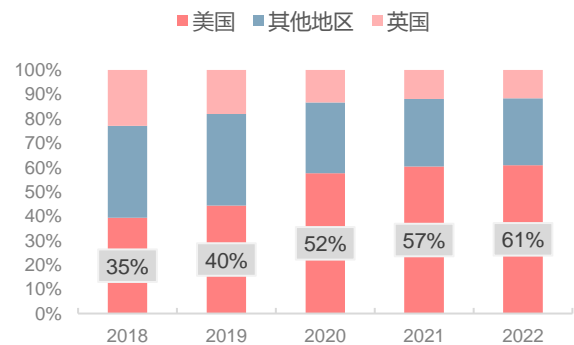
数据来源: USAspending.gov, 中信建投证券

图 22: Palantir 分业务类型收入占比



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 23: Palantir 分地区收入占比



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

3、零点有数：政务领域积淀深厚，商业领域不断突破

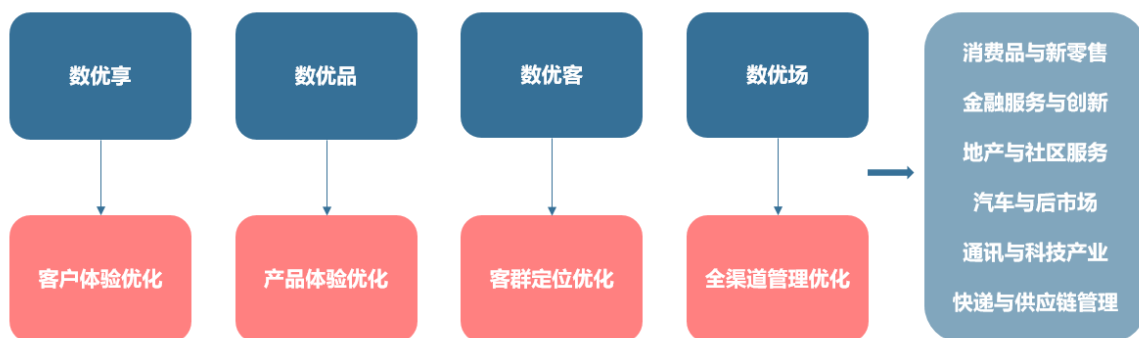
零点有数在公共领域业务覆盖广泛，研究深入。公司是国务院多个部委相关工作的第三方评估机构，客户涵盖中央到基层的各级党政机关、事业单位、研究机构及社团组织。与同业可比公司信索咨询、立信数据等相比，公司公共领域业务更为广泛，除了与可比公司重叠的公众满意度评估、政策绩效第三方评估、普查核查等业务外，还包括城市管理、市场监管、公安、文化旅游、“一带一路”等其他企业未覆盖完全的领域，同时有 800 家合作媒体扩散在政府业务中的知名度，具有较强的广度优势。公司具有丰富的调研咨询经验，对专业知识、模型与算法、国家政策走向的理解与认识更为深刻，长期积累下具有更为优质的客户资源、良好的品牌形象，提升了在公共领域业务的行业地位，为公司的可持续发展提供保障。

表 5:公司的主要数据服务

公共领域		商业领域	
类别	案例	类别	案例
政务服务	《上海市静安区“一网通办”服务提升项目》	战略管理与决策	某共享经济客户“城市进入决策模型”项目
城市管理	《北京市海淀区城市服务管理指挥中心城市管理综合考核评价工作第三方现场检查机构服务项目》	客户定位与描摹	某制造业客户“手表用户人群画像及潜在客户触点研究”项目
市场监管	《中国消费者协会 70 个城市消费者满意度调查服务项目》	产品定位与开发	某地产行业客户“客户洞见系统研发及顾问服务”项目
营商环境	《中国民营企业营商环境评价与期待研究》	服务体验管理与优化	某汽车行业客户“CS 调查-在线调查”项目
法治与公安	《上海市公众安全感暨公安工作满意度项目》	销售管理与优化	某汽车行业客户“互联化调研”项目
文化与旅游	《第三批国家公共文化服务体系示范区创建第三方调查》	货品与供应链管理	某鞋服行业客户“AI 智能商品运营管理系统”项目
社会群体研究	《新的社会阶层人士统战资源大省工作精细化策略研究》	卖场管理与优化	某银行客户“网点‘神秘人’检查”项目
“一带一路”	《“一带一路”沿线中国民营企业现状调查研究》	渠道布局与管理优化	某物流行业客户“网点流失预警数据模型及系统支持”项目

资料来源：公司公告，中信建投证券

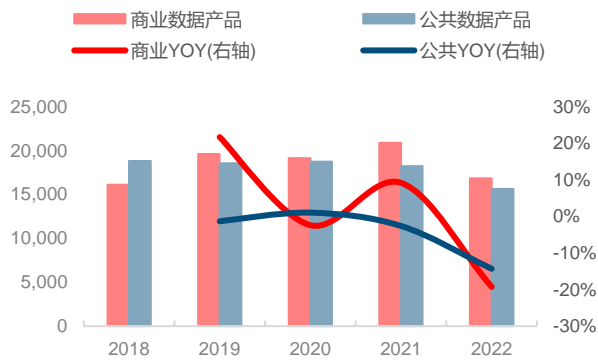
公司持续开拓商业领域业务。公司基于多年积累的零点商务系列算法，为商业领域提供数据分析与决策分析等传统服务项目，主要包括“数优享”“数优品”“数优客”“数优场”四种业务类型，分别主打客户体验优化、产品体验优化、客群定位优化、全渠道管理优化四个方面，涉及消费品与新零售、金融服务与创新、地产与社区服务、汽车与后市场、通讯与科技产业、快递与供应链管理等多个领域。

图 24:公司商业领域传统业务主要服务


数据来源：公司官网，中信建投证券

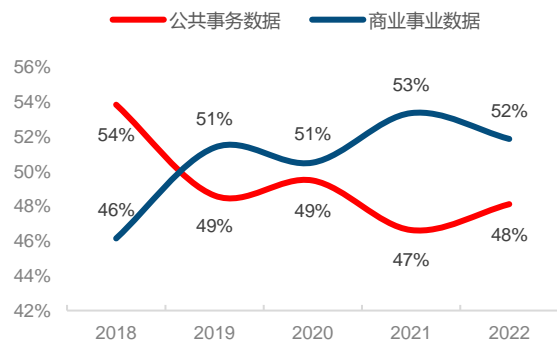
公共事务领域收入为基本盘，商业领域收入占比逐渐提升。2018 年公司的公共事务领域收入占比高于商业领域，2018-2022 年商业领域收入的 CAGR 为 1.12%，超过公共事务领域的 CAGR。2022 年商业领域收入对于公司营收贡献已经超过公共事务领域，达到 52%。

图 25:公司不同领域收入及同比增速(2018-2022)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 26:公司不同领域收入占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

三、数据智能软件赋能，数据要素产业布局，公司发展前景广阔

1、行业竞争日益激烈，企业需要谋变创新，数字化为发展新方向

中国调查研究行业参与主体多为民营企业。中国调研咨询行业可分为三大梯队-世界知名外资企业、本土或合资领先企业、本土知名企业。近年来本土市场调研企业业务水平逐步提升，市场份额有所上升。根据《2020年中国市场调查行业发展趋势报告》数据，2019、2020年调研咨询公司中民营企业占比分别为84%、81%，民营企业新进入者数量不断增多，市场竞争日益充分。

图 27:中国市场调查行业中民营企业占比

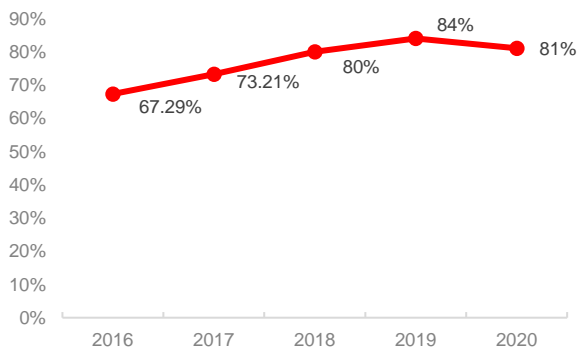


图 28:中国调研咨询行业竞争格局



数据来源：《2020年中国市场调查行业发展趋势报告》，中信建投证券

数据来源：头豹研究院《2020年中国市场调研行业概览》，中信建投证券

中国咨询企业国际化程度低。根据中国信息协会市场研究业分会数据，2020年行业境内客户营业额占总体营业额的94.4%，是内地调查研究行业的主要客户来源，国际客户占比持续下滑，2020年占比5.6%。对中国调查咨询公司而言，内地市场具有更强的市场韧性与市场活力。

行业竞争程度加深，企业需谋求破局方式。随着信息技术的不断发展，各企业加大对技术升级的投入，以筑造自身的竞争优势。信索咨询、立信数据和零点有数等同业竞争企业的毛利水平近年来显著下降，从2014年的42.17%下降到2022年的30.54%，整体行业竞争愈加激烈。

图 29: 中国调查咨询行业客户类型

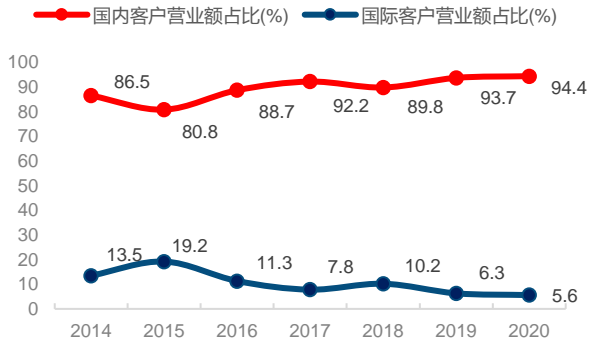
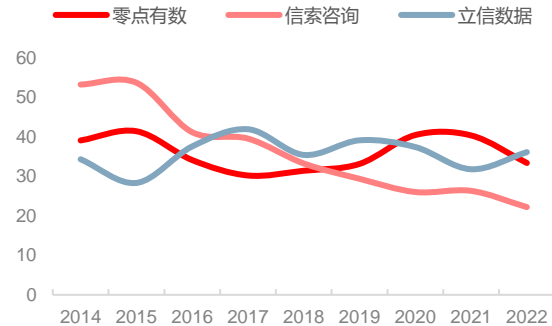


图 30: 行业毛利率呈现下降趋势(%)



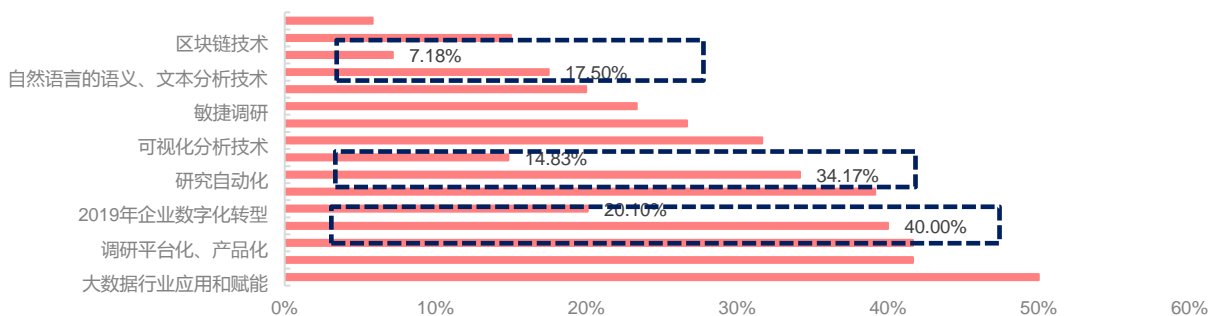
数据来源: 中国信息协会市场研究业分会, 《2020 年中国市场调查行业
查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

客户需求升级延伸, 对行业要求逐渐提高。随着互联网与人工智能技术的成熟, 客户需求从定期获取调研咨询报告升级为搭建动态预警与实时响应数据智能平台, 这对行业的技术水平提出了更高的要求, 需要调研咨询行业深入理解客户的业务模式, 并具备成熟的软件开发与系统建设能力, 行业技术壁垒逐渐提升。

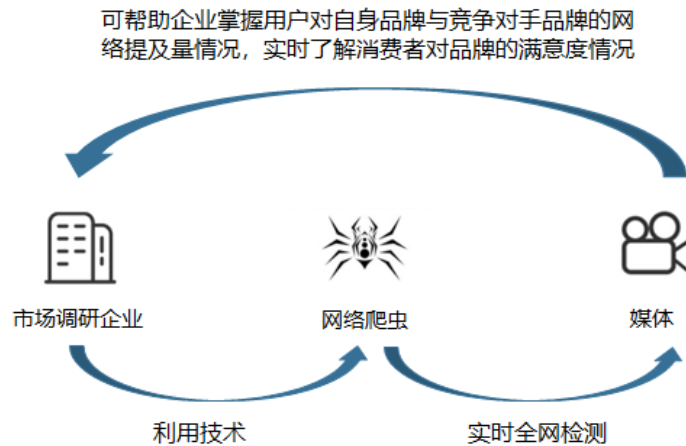
技术升级或是破局关键。随着新一代信息技术的不断发展与客户需求的升级, 技术水平与技术应用或将成为破局市场竞争的关键所在。通过对互联网、大数据等技术的融合应用, 为客户提供全面、精准、高效、即时、智能的决策支持服务, 占领竞争高地。近年来互联网技术与大数据渗透率不断升高, 调研咨询行业逐渐有传统市场调研方式过渡至互联网市场调研方式, 具有调研费用低、调研范围广、调研速度快、调研时效性强等优势; 同时对大数据技术的应用逐渐加深, 进一步提升市场调研企业的运作效率。根据《2020 年中国市场调查行业发展趋势报告》数据, 2020 年关心企业数字化转型的企业达总样本量的 40%, 比 2019 年上升 19.90%, 企业对技术的重视程度逐渐提高。

图 31: 调研咨询公司关心的趋势议题



数据来源: 中国信息协会市场研究业分会, 《2020 年中国市场调查行业发展趋势报告》, 中信建投证券

图 32:大数据在调研咨询行业的应用

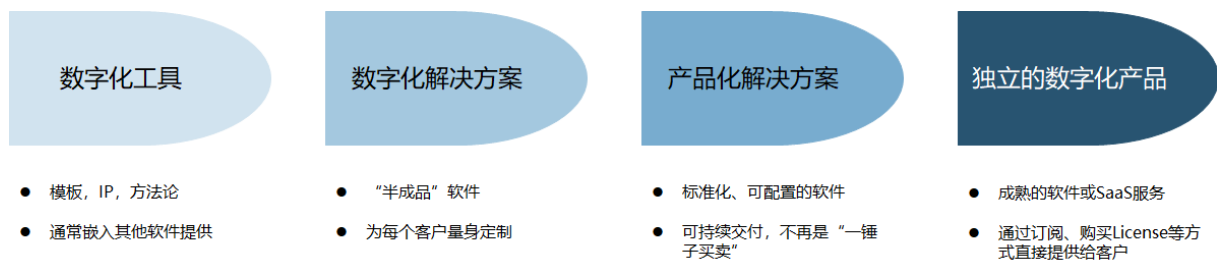


数据来源：头豹研究院《2020 年中国市场调研行业概览》，中信建投证券

国际知名咨询类企业开启数字化转型，提供智能服务业务。

1、德勤从提供专业服务到提供独立数字化产品。德勤提供咨询、审计、税务等方面专业服务。一些科技企业逐渐加入专业服务市场中参与竞争，通过技术提供之前由德勤等专业服务商提供的部分服务，比如通过自然语言处理执行人工检查工作。德勤成立了数字化及研发中心推动数字化转型，从提供专业服务到提供独立数字产品。

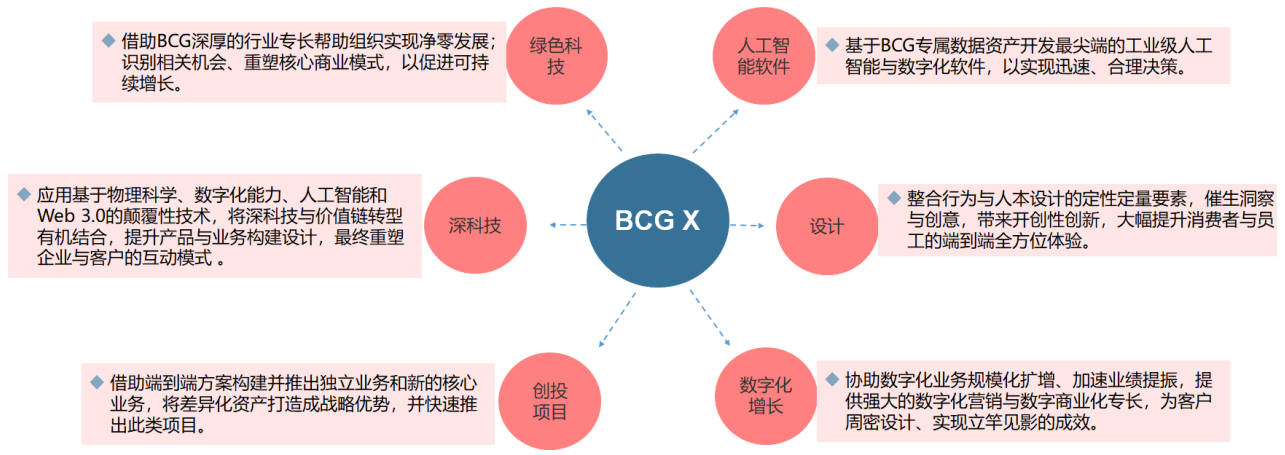
图 33:德勤数字化转型路径



数据来源：德勤官网，中信建投证券

2、波士顿咨询成立数字化相关部门，加速推进企业数字化进程。波士顿咨询重视行业的数字化机遇以及企业的数字化需求，相继在旧金山、纽约、巴黎、深圳建立数字化中心。2022 年 12 月 BCG 宣布成立数字化构建与设计部门 BCG X，该组织集数字化构建、商业战略与能力加速于一体，为客户提供独有的工具组合以加速促进其数字化转型。

图 34:波士顿咨询公司创建 BCG X



数据来源: Radian, 中信建投证券

2、公司注重技术积淀，数据智能软件为新动力

企业数字化转型进程加快，对软件服务需求增加。在 5G、AI 技术等多重因素叠加下，企业更加注重对数字化转型的需求。相比传统企业，数字化企业在业务、组织、IT 等诸多方面展现出不同特征，同时企业的数字化转型还存在定义不清、目标难定、选项过多等战略性问题，催生了对于数据智能分析软件服务的需求。

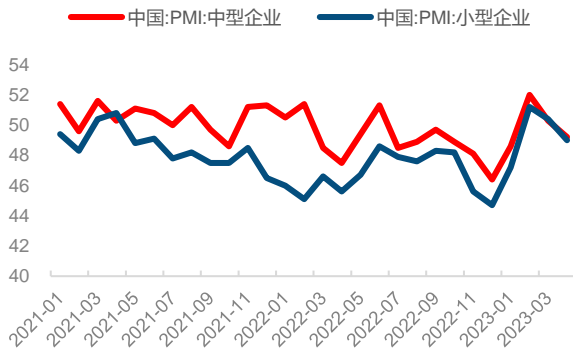
表 6:传统的信息化与数字化转型的区别

	传统的信息化	数字化转型
定位	支撑业务, 由业务给出明确需求	驱动和引领业务, 与业务共同创造企业价值
技术	ERP、OA、BI 等传统的信息技术	包括各种新兴数字技术, 包括互联网、大数据、云、移动应用、AI 等; 也包括传统信息技术
抓手	技术	技术应用和业务模式变革双轮驱动
持续性	阶段性升级	随技术更新, 持续发生
范围	以企业内部管理为主	涵盖所有对内对外业务和运营领域
主要特征	以产品为中心, 流程驱动	以客户为中心, 数据驱动, 面向场景

资料来源: 普华永道思略特分析《新形势下, 企业如何进行数字化转型》, 中信建投证券

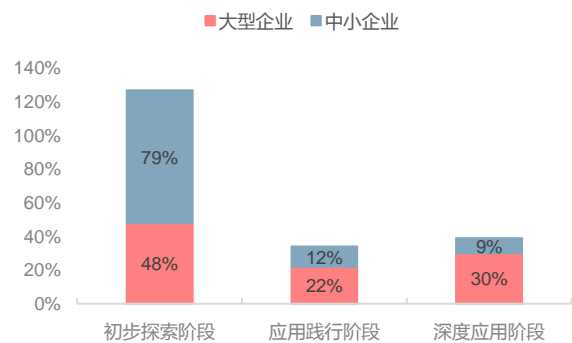
中小企业发展压力较大，数字化转型亟待更深一步探索。2022 年上游原材料价格持续处于高位、宏观事件冲击市场需求受限，且对比大型企业的数字化程度，中小企业大部分还处于初步探索阶段，中小企业发展压力增加。在我国进行数字化转型的大环境下，升级生产方式、管理模式、业务模式、组织形式成为了中小企业的必然选择。

图 35: 中小企业 PMI2022 年下降趋势



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 36: 大中小企业数字化转型进程对比



数据来源: 中国电子技术标准化研究院《中小企业数字化转型分析报告(2021)》, 中信建投证券

数据智能软件业务逐渐推广, 中小企业数字化需求得以满足。大型企业数字化建设较早, 数字化水平相较中小企业更加完善, 中小企业的数字化转型尚处于初步阶段。我们认为, 随着行业技术水平的不断进步以及规模效应下成本下降, 中小企业对于战略规划和数据智能软件的需求将逐步释放。

图 37: 中小企业与公司互利共赢良性循环



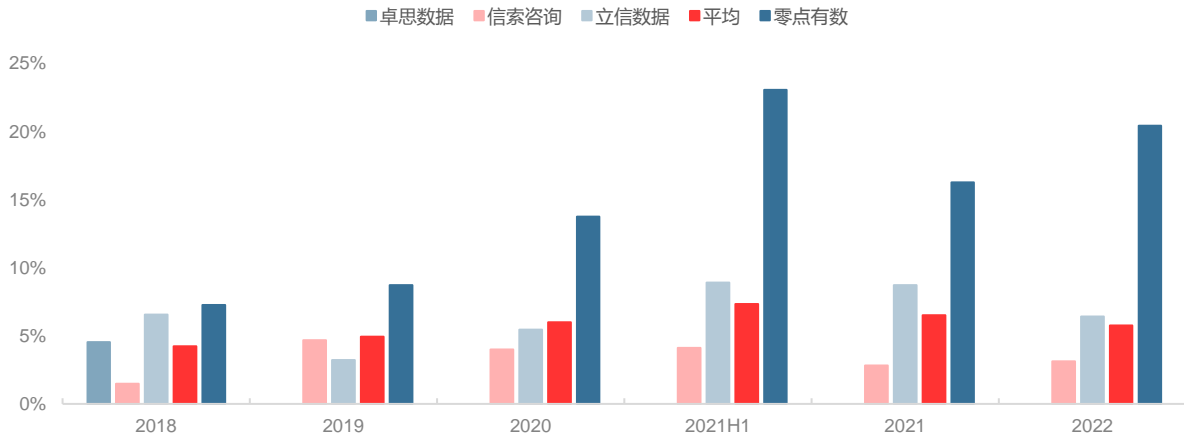
数据来源: 中信建投证券

零点有数在调研咨询行业积淀较深, 持续加大研发投入, 推出数据智能软件。公司作为链接数据供应方和数据需求方的中游环节企业, 深耕调研咨询行业 20 余年, 既能够快速、深入的理解客户需求, 确定适宜的数据类型并获取高质量的多源数据, 又基于其多年的算法积累与强大的数据处理能力, 通过不断完善更新的数据智能软件, 得以最大程度的利用从数据供应方获取的数据要素, 进而向客户交付经济合理高质量的解决方案。

软件服务落地应用, 得以更直接快速地响应用户需求。公司的数据智能软件服务一方面可以为客户开发标准化软件, 一方面亦可以通过定制化部署在客户系统中或为客户提供 SaaS 服务的方式交付, 交付后客户可以

直接投入应用，相对比决策分析报告仅给出分析与建议的模式的传统业务模式，软件服务产品的体验感更佳，有利于吸引客源，提升客户粘性。

图 38:公司研发费用占比高于行业平均水平



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 39:公司数据智能软件落地应用举例



数据来源：公司官网，中信建投证券

调研+软件分析深度融合，技术壁垒助力公司把握发展机遇。随着经济和技术的不断发展进步以及行业竞争的日益激烈，客户的决策周期缩短、对服务的期待提高，调研咨询行业需要更强的技术属性满足用户的需求。公司将数据集成系统与垂直应用算法模块、可视化组件封装，开发出智能数据应用软件，同时基于多年积淀的“咨询基因”，快速深入理解客户需求，实现了调研与软件分析的深度融合，将产品深度植入到具体的应用场景，形成了一定的技术壁垒。公司对标客户软件化需求，提高决策效率，成为行业竞争中的技术亮点。

表 7:公司主要技术优势与竞争力

经验优势	公司深耕调研咨询行业 20 余年，对于客户解决特定管理问题的数据框架、内容、类型、来源拥有更为全面的积累
数据集成技术优势	公司自主研发了适用多种数据采集场景的在线集成技术，实现多源数据集成的 1“线上线下一体化、自动化、场景化”
模型优化	公司对于经典统计分析开发了自有知识产权的分析模型
多格式数据处理	公司具备同时多种来源、格式数据的规模处理、分析能力
算法开发模块化	公司基于研究模型将不同应用场景拆解为问题单元，针对不同的应用场景，将相关应用算法模块组合、封装成为特定的垂直应用算法
前沿算法	公司同时关注着互联网、大数据等新技术的发展，将其与公司数据分析与决策支持业务不断的进行深入融合
软件化	公司将数据集成系统与垂直应用算法模块、可视化组件封装，开发出智能数据应用软件，实现了数据分析软件化，提升复用率，降低成本
平台化	公司将数据采集与分析一体化，形成数立方平台，全面实现数据采集、处理、集成、分析、调用以及加密管理的平台化，提升了数据管理效率

资料来源：公司公告，中信建投证券

软件化应用业务场景不断丰富，成长前景向好。公司与行业内可比企业错位竞争，具有独特的竞争优势。公司的数据智能应用软件针对具体业务场景进行数据分析、提供预警、指导并推进行动，实现客户快速响应、科学决策和高效行动，降低成本，提高复用率，增强用户黏性。随着我国数字化转型的不断深入，业务场景将持续丰富，生成新的业务增长点。随着公司软件化技术的不断进步以及新业务场景的丰富，客户范围有望进一步扩大，复用率或继续提升，用户数量和用户黏性的或将同步增加，促使公司快速稳健成长。

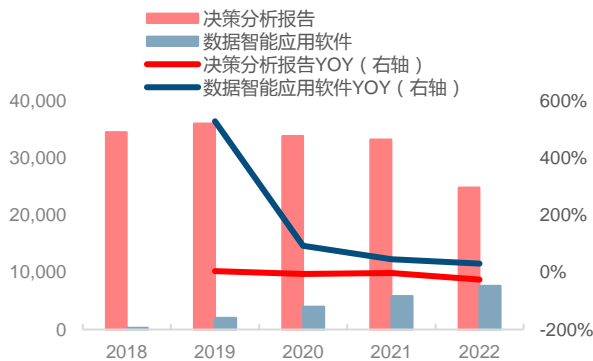
表 8:公司与竞争企业对比情况

	竞争企业名称	竞争企业具体情况	零点有数
业务领域	尼尔森	擅长媒介监测	为消费品、金融、汽车、房地产、TMT、物流等行业中的知名客户提供数据分析与决策支持服务
终端客户性质	卓思数据	专注汽车行业	公司在公共事务领域的优质客户资源、品牌与影响力，形成了公司这一市场领域的优势
	艾瑞咨询	专注网络媒体、电子商务、网络游戏、无线增值等新经济领域	
核心技术	尼尔森	有围绕媒介研究的系列工具与分析模型	公司除多源数据在线集成技术外，还注重基于研究模型的不断算法化、模块化、软件化研发，开发数据智能应用软件，实现数据分析软件化
	益普索	有围绕线上调研的系列工具与分析模型	
产品交付形式	尼尔森	拥有围绕媒介研究监测的产品解决方案	公司的数据智能应用软件是针对具体业务应用场景，进行数据分析，提供预警、指导并推进行动，助力实现客户快速响应、科学决策和高效行动的软件产品
	益普索	拥有针对新品牌或新产品、价格与促销、广告推广方案的快速创意测试解决方案	

资料来源：公司公告，中信建投证券

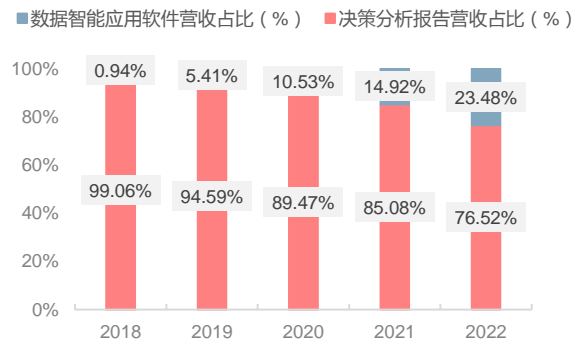
数据智能应用软件收入快速增长，已经贡献半数毛利。数据智能应用软件收入快速起量，已经由 2019 年的 2063 万元增长至 2022 年的 7620 万元，占公司营业收入的比重由 2019 年的 5% 提升至 2022 年的 23%。由于数据智能应用软件毛利率明显高于决策分析报告，因此该业务对于毛利的贡献高于对于收入的贡献，2022 年公司毛利的 50.37% 来自于数据智能应用软件。

图 40: 公司不同产品营收及增速 (万元)



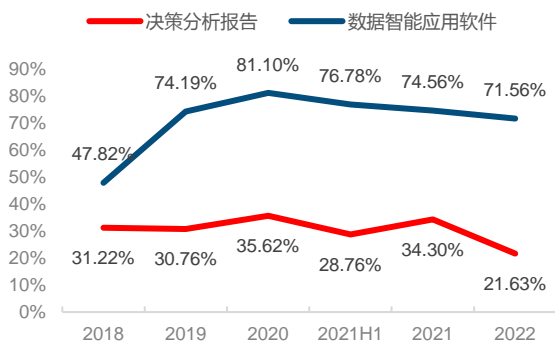
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 41: 公司不同产品营收占比



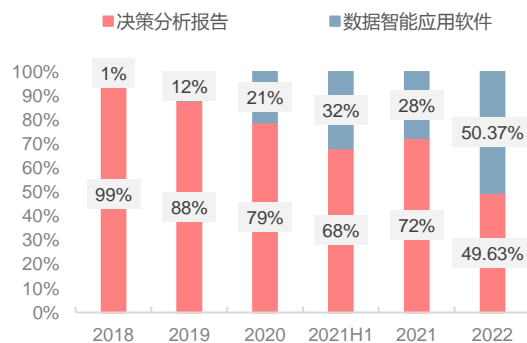
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 42: 公司数据智能应用软件毛利率高于决策分析报告



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 43: 数据智能应用软件贡献公司近半数毛利



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

3、数字化中国建设带来全新发展机遇

政府数字化发展前景广阔，市场潜力巨大。国内一体化政务服务平台的建立和投入使用标志着我国进入数字政府建设时期，未来将在政务平台统建共用、数据资源价值释放、数字履职高效协同、安全保障提质可控、运行管理多元一体等方向继续挖掘发展。美国 Palantir 以政府机构和金融机构为主要客户，已经表明政府数字化进程的潜力与空间。

表 9: Palantir 产品展示

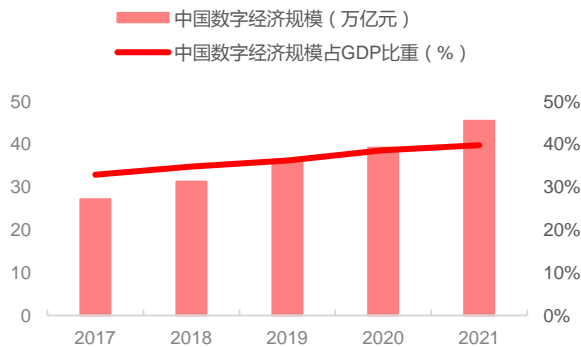
平台	功能与应用	技术亮点	界面展示
Foundry	数据整合及管理平台	批量数据快速自动整合，搭建初步模型	
	已应用于金融合规、法律检索等	多个决策同时模拟，进行对比	
Apollo	连接软件开发端和用户使用端，对交付成果做自动化处理	保证处于不同云环境的客户即时使用到新的产品 降低软件工程师的工作量，提高更新效率	
	全球决策指挥操作系统	将数据、专家领域知识和人工智能生成的决策建议实时融合	
Gotham	向部队提供大规模数据并向部队部署经过实战验证的 AI 模型	行动方案模拟仿真	
		持续的策略影响分析与自学习	
		可跨域和跨梯队进行系统集成融合，全方位布局	

资料来源: plantir 官网, 公司公告, 中信建投证券

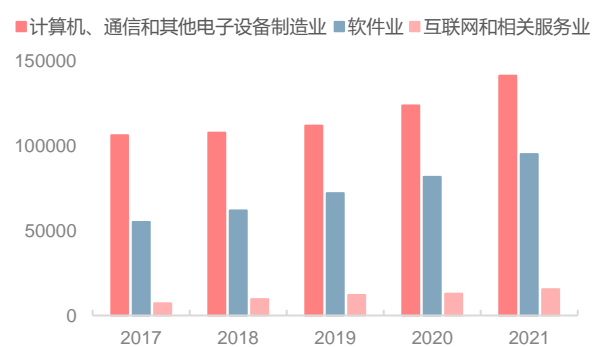
请参阅最后一页的重要声明

政府对我国数字建设持续注入新动力，系我国长期性的战略目标，为公司提供持久的发展机遇。2021年12月《“十四五”国家信息化规划》提出，到2025年，数字中国建设取得决定性进展，信息化发展水平大幅跃升；2022年6月23日，国务院发布《关于加强数字政府建设的指导意见》，提出要构建协同高效的政府数字化履职能力体系以及到2035年与国家治理体系和治理能力现代化相适应的数字政府体系框架更加成熟完备的战略目标。我国数字建设任重道远，为公司提供了长期性的发展机遇。

数字中国建设取得显著成效，利于公司借势上行。我国数字经济规模持续快速增长，2017年到2021年，我国数字经济规模从27.2万亿增至45.5万亿元，年均复合增长率达13.6%，数字产业规模快速壮大，数字化转型明显加快。我国数字政府建设更大范围、更深程度推进，电子政务在线服务指数全球排名提升至第9位，“掌上办”“指尖办”“一网通办”“跨省通办”等平台均取得积极成效。数字化建设已经成为我国各个领域的必然发展趋势与长期目标，直接对标公司数据智能软件服务业务，为公司发展提供有利的宏观环境。

图 44:我国数字经济规模快速增长


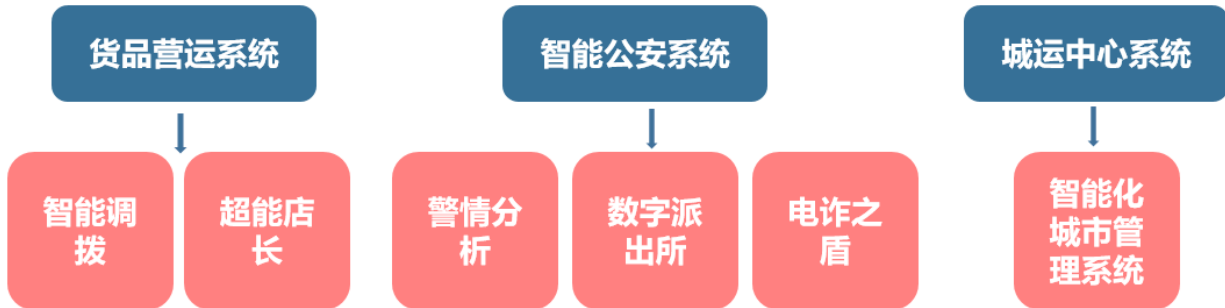
数据来源：中国信息通信研究院，中信建投证券

图 45: 2017-2021 年我国数字产业营收增长情况（亿元）


数据来源：工业和信息化部，中信建投证券

零点有数技术水平与时俱进，助力公司长久把握“数字建设”机遇，促成新的业务增长点。公司持续进行技术创新与算法积累，以保证自身技术水平满足社会发展趋势并符合市场预期。公司目前已经产出多项产品和服务满足我国的数字建设的市场需求，如智能公安系统为公安部门提供警情分析、内务管理、反诈措施等。公司技术足以满足当下数字建设的业务需求，随着算法的持续积累，未来将长期性把握市场机遇，实现业绩的持续增长。

图 46:公司数据智能软件服务主要项目



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

公司投资相数科技, 强强联手为业绩增长注入新力量。公司为时空大数据及数字孪生技术服务商相数科技融资。相数科技与公司在业务层面有着天然互补性以及契合点, 未来双方将在国家数字建设不断加深的积极环境下将优势融合, 通过数据的深度应用解决城市及行业问题, 升级传统城市大脑产品, 助力国家加快数字化转型步伐, 刺激公司进一步成长。

图 47:公司投资相数科技



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

4、参股大数据交易企业，布局数据要素产业链，发掘数据关键中介定位

公司参股企业均与核心业务相关, 打造更利于公司发展的投资结构。公司共有 5 家直接/间接参股公司, 主营业务分别为数据信息服务、政府绩效评估与咨询、海外咨询服务、数据分析软件, 公司参股的企业均与公司主营业务具有较强的联动性, 促进企业间互利共赢, 有利于公司进一步挖掘新的业务增长点。

表 10: 公司参股情况

公司名称	持股比例	出资金额（万元）	入股时间	主营业务
相数科技	8%	59.572	2022 年 8 月	时空大数据及数字孪生技术服务
深圳南方大数据交易有限公司	10%	150	2019 年 2 月	数据信息服务
上海闻政管理咨询有限公司	8.23%	450	2015 年 11 月	政府绩效评估与咨询
技慕驿动市场调查（上海）有限公司	40%	60	2013 年 6 月	海外咨询服务
深圳市搜社社区服务发展研究院有限公司	10%	30	2016 年 8 月	咨询服务
上海直真君智科技有限公司	11.21%	1000	2019 年 5 月	数据分析软件
		500	2019 年 9 月	

资料来源：公司公告，中信建投证券

借力大数据交易公司，开拓数据要素流通渠道，促进业务增长。公司于 2019 年出资 150 万元参股深圳南方大数据交易有限公司，持股比例 10%，旨在于与其共同探索数据交易的可能突破方向，布局数据要素产业链，寻求新的增长点，同时为公司经验模型化-模型算法化-算法软件化的战略带来丰富的数据资源。公司作为依托数据要素开展业务的企业，数据要素产权明晰、流通性好、数据的丰富性高及有效性强有助于赋能公司高效运转。参股深圳南方大数据交易有限公司助力公司借助二者间天然的业务联动性，促进公司业务水平的提高。

公司积淀丰富的客户资源，数据要素各环节均具有落地变现渠道。公司掌握多源数据，同时具备连接数据供应方和需求方以及利用数据要素形成产品向客户进行交付的能力。作为数据流通的中介方，公司自身积累有一部分委托对脱敏数据进行采购以辅助进行管理决策的客户；作为产品交付方，公司积淀大量不同领域、不同类型的优质客户使得各种以数据要素为基础的应用产品得以变现。对数据要素较高的利用率减少了不必要的费用支出，提高公司盈利水平。

作为数据交易中介的交易成本低，具有数据交易商业化的开发潜力。由于公司在参与项目的同时对于数据生成、分析、应用都具有第一手的了解，也便于公司直接参与到数据交易中关键的价值评估环节，其交易成本能够显著降低。因此，公司在数据要素变现的效率使得其后续数据中介的壁垒不断构筑。

图 48:公司积累大量商业优质客户

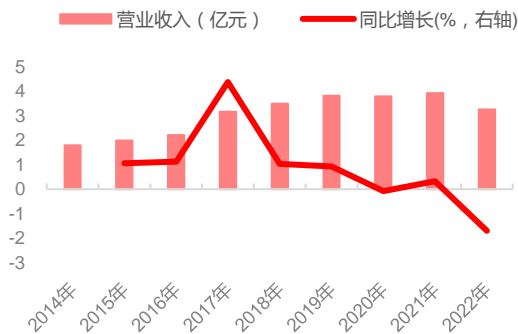


数据来源: 公司官网, 中信建投证券

四、财务表现有望改善

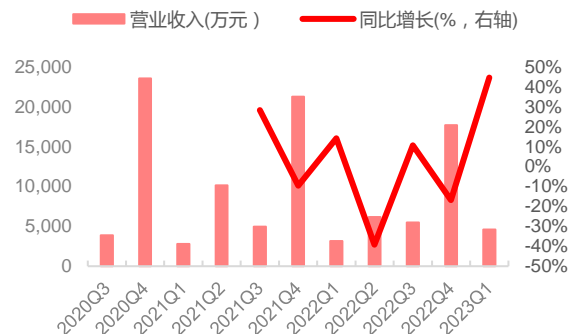
收入季节性波动明显，同时宏观事件冲击影响交付，公司去年营收下降。公司客户的服务采购多以年度为周期，通常在第四季度完成项目进行验收确认，存在收入季节性波动，一般 Q4 单季度收入占比较大。2022 年 Q4 压力较大，主要为项目开展和验收交付受到限制，全年收入受到一定影响。

图 49: 2014-2022 年公司营业收入



数据来源: Wind, 中信建投证券

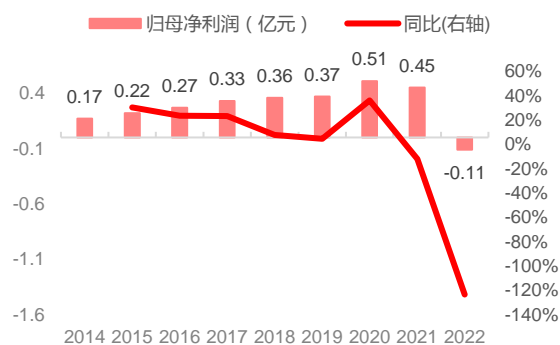
图 50: 2020Q3-2023Q1 公司单季度营业收入



数据来源: Wind, 中信建投证券

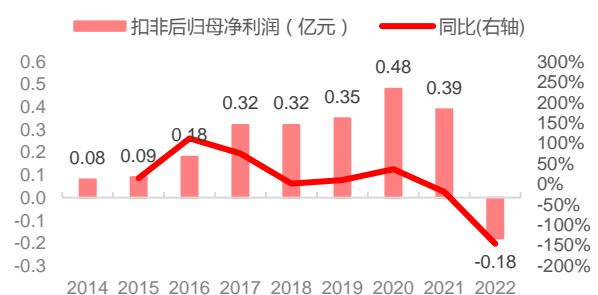
研发开支等费用支出刚性，收入确认推迟，归母净利润短期下降，长期有望回升。如上所述，项目推进及交付受宏观事件冲击致使收入下降，然而公司依然保持较高研发投入，员工成本等费用支出较为刚性，叠加实施股权激励产生费用，同时被投公司亏损致使投资收益下降，因此 2022 年公司利润下降较多，2022 年归母净利润亏损 0.11 亿元。随着调研咨询项目持续恢复，同时公司软件新业务快速起量，公司盈利有望回转。

图 51: 公司归母净利润 (2014-2022 年)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

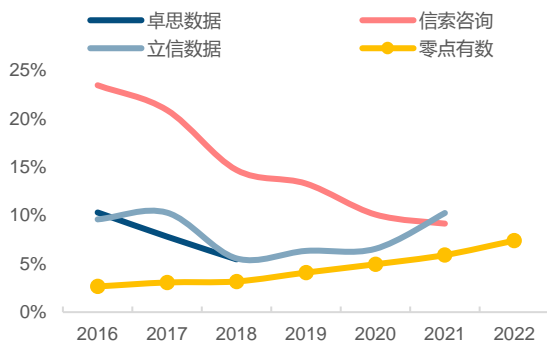
图 52: 公司扣非后归母净利润 (2014-2022 年)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

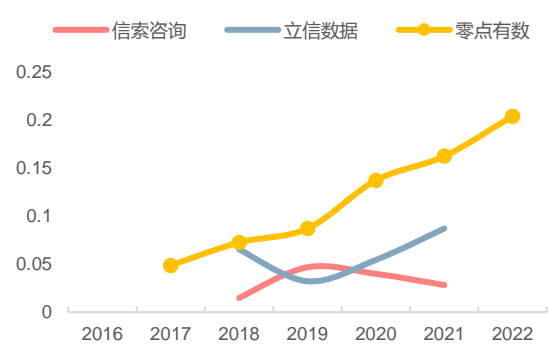
公司注重研发投入，品牌效应及公益研究扩大影响力销售费率较低。公司加大研发投入推进业务转型构建核心竞争力，研发费率高于同业。公司经常发布公益性研究成果，多位高级管理人员受聘于各类社会团体或者协会，经常受邀作为论坛嘉宾发表行业演讲，公益性研究成果及高管的社会影响力具备一定品牌宣传效果，因此，公司销售费率低于同业水平。

图 53:零点有数销售费率低于行业其他公司



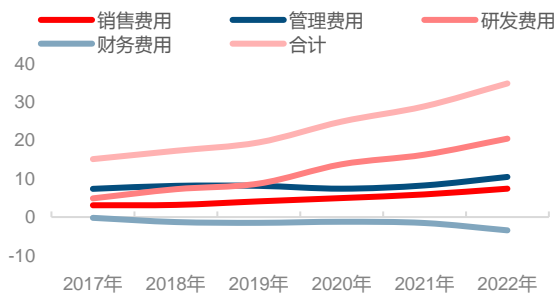
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 54:零点有数研发费率高于行业其他公司



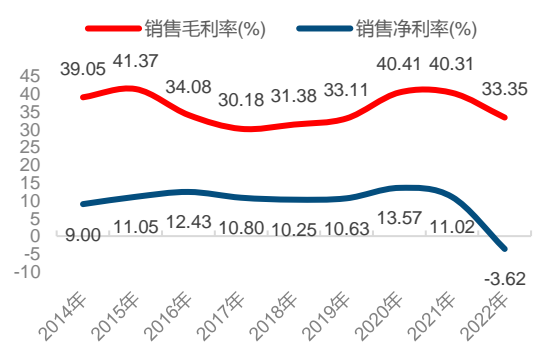
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 55:公司期间费用 (万元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 56:公司毛利率和净利率

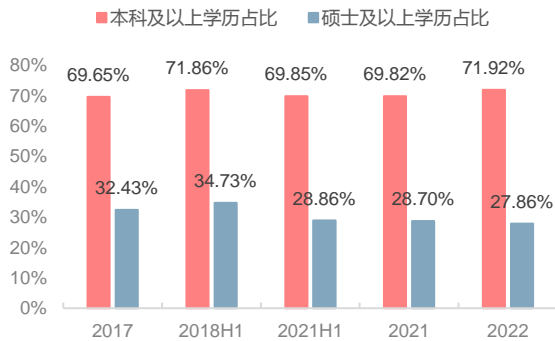


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注重人力资源建设, 人力结构调整助推公司业务转型。整体上公司员工学历水平较高, 保证了公司技术的更新迭代以及业务的高效运转。公司通过较高薪酬吸引人才, 增加激励。2021 年公司研究与咨询人员平均月薪达到 3.53 万元, 研发人员平均月薪达到 3.6 万元。

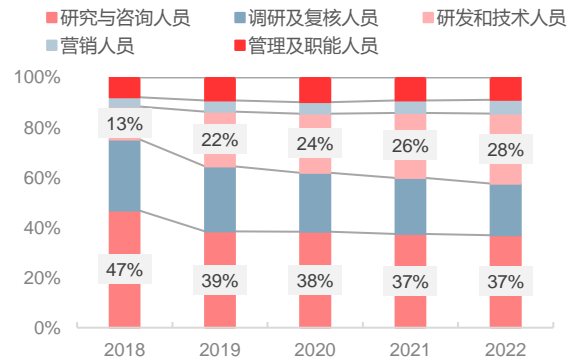
公司积极调整人才结构, 贴合业务结构发展方向。向“经验模型化-模型算法化-算法软件化”的数据智能服务转型对于技术要求日益提高。公司加大力度建设研发人力资源, 研发和技术人员占比呈上升趋势, 2022 年研发人员占比为 28%, 2018 年仅为 13%。

图 57: 公司员工整体学历水平较高



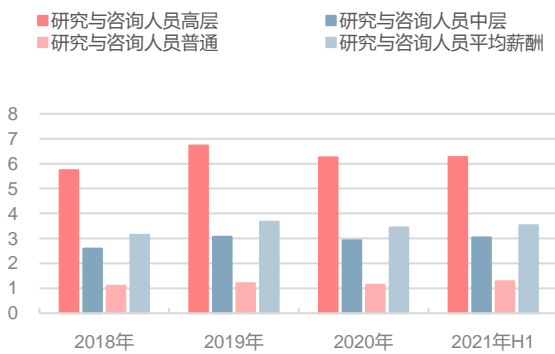
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 58: 公司研发和技术人员占比呈上升趋势



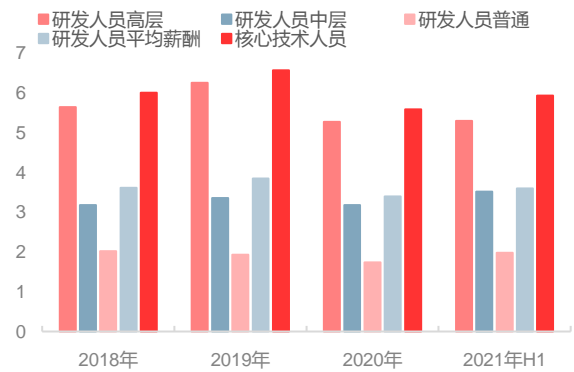
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 59: 公司研究与咨询人员平均月薪水平达 3.53 万元



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

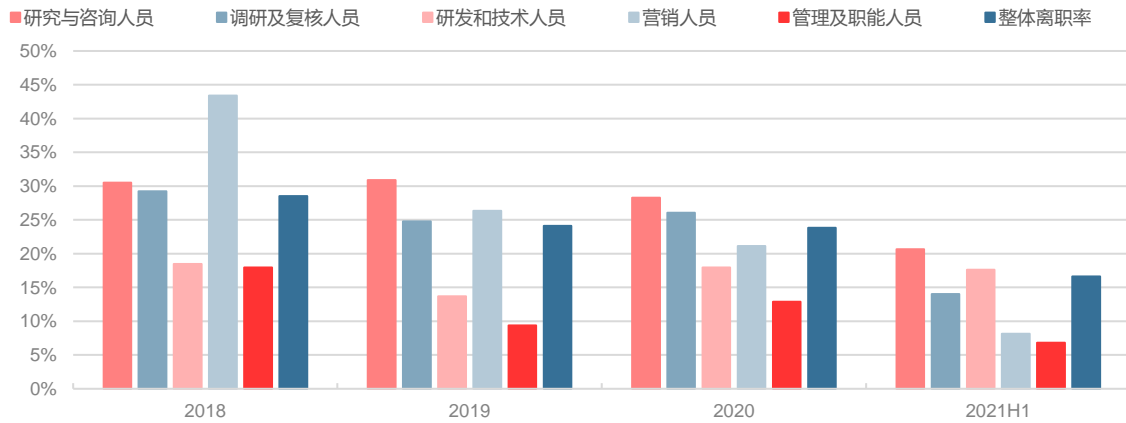
图 60: 公司技术人员平均月薪水平普遍较高



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

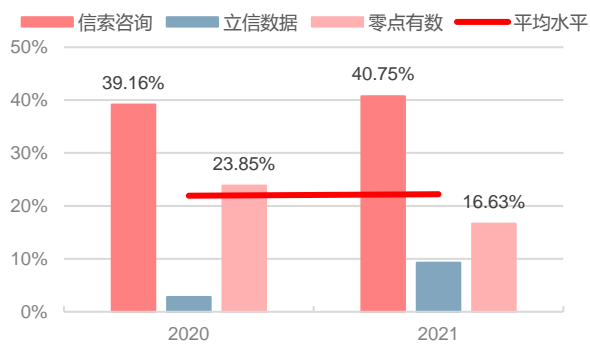
公司离职率整体水平呈现持续下降趋势, 离职员工多为新入职员工。受到咨询行业特征的影响, 公司整体离职率水平相对较高, 但近年来一直持续降低, 到 2021 年上半年, 研发与技术人员离职率为 17.60%, 整体离职率为 16.63%, 略低于平均水平。2021 年上半年离职员工中 60% 为司龄 2 年以下的新入职员工, 较资深员工离职率相对较低。公司引进人才与优胜劣汰兼顾, 在保持人员稳定性的同时, 实现公司可持续发展。

图 61:公司离职率情况



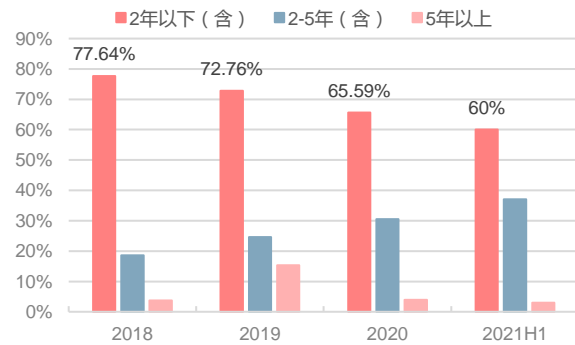
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 62:可比企业离职率情况对比



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 63:公司当期离职多为新入职员工



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

投资评价和建议

我们认为公司把握咨询行业数字化升级的机遇，守住传统咨询基本盘，加快数据智能应用，有望在数据要素的全产业链布局中率先实现成熟的商业模式而产生新的价值。预计 2023-2025 年实现收入 4.13、4.96、5.62 亿元，实现归母净利润 0.72、0.93、1.19 亿元，对应 PE 为 42、33、25 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11:按照产品交付形式公司收入拆分（万元，%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
决策分析报告	34,564	36,061	33,853	33,259	24,837	31,046	35,703	37,488
数据智能应用软件	328	2,063	3,984	5,835	7,620	10,287	13,888	18,749
合计	34,892	38,125	37,837	39,093	32,457	41,333	49,591	56,237
YOY								
决策分析报告		4%	-6%	-2%	-25%	25%	15%	5%
数据智能应用软件		529%	93%	46%	31%	35%	35%	35%
合计		9%	-1%	3%	-17%	27%	20%	13%
占比								
决策分析报告	99%	95%	89%	85%	77%	75%	72%	67%
数据智能应用软件	1%	5%	11%	15%	23%	25%	28%	33%

资料来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

- 1、**传统调研咨询业务增长迟缓。**伴随技术进步，可以使用丰富的形式获得相应数据，同时数据提供商提供的数据产品丰富度提高，因此企业和政务部门可能减少对于传统调研咨询的需求。
- 2、**行业竞争加剧。**数据智能软件业务利润率较高，可能吸引众多企业加入数据智能软件行业，行业学习效应下技术壁垒或将降低，因此行业竞争可能加剧继而引发利润率下降。
- 3、**企业和政务数字化建设不及预期。**数字化建设需要投入大量资金，由于部分企业增长面临一定压力，因此数字化投入可能较低。
- 4、**敏感性分析：**如果 23-25 年公司毛利率分别下滑 5%，那么公司 23-25 年的归母净利润将由 0.72、0.93、1.19 亿元下降至 0.55、0.72、0.95 亿元。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	751.48	705.89	662.39	695.26	758.39
现金	599.13	536.63	493.33	494.36	533.99
应收票据及应收账款合	86.92	89.33	99.64	119.55	135.57
其他应收款	5.02	4.54	5.69	6.83	7.75
预付账款	4.85	1.36	4.52	5.42	6.15
存货	52.59	72.20	57.09	66.55	72.05
其他流动资产	2.97	1.84	2.12	2.54	2.88
非流动资产	81.13	135.85	234.89	307.00	362.33
长期投资	27.08	34.25	129.25	199.25	254.25
固定资产	11.14	24.33	25.88	26.85	27.23
无形资产	13.17	28.28	26.90	28.19	28.14
其他非流动资产	29.73	48.99	52.85	52.72	52.72
资产总计	832.61	841.75	897.28	1,002.27	1,120.72
流动负债	128.24	158.36	153.58	180.78	199.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	28.25	42.36	35.60	41.50	44.93
其他流动负债	99.98	116.00	117.99	139.28	154.10
非流动负债	2.55	16.08	13.82	11.45	8.98
长期借款	0.46	12.11	9.85	7.48	5.01
其他非流动负债	2.09	3.97	3.97	3.97	3.97
负债合计	130.78	174.44	167.41	192.23	208.00
少数股东权益	15.66	14.50	16.37	18.78	21.85
股本	72.24	72.24	72.24	72.24	72.24
资本公积	402.06	402.72	402.72	402.72	402.72
留存收益	211.86	177.85	238.54	316.30	415.91
归属母公司股东权益	686.17	652.81	713.50	791.26	890.87
负债和股东权益	832.61	841.75	897.28	1,002.27	1,120.72

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7.41	21.77	53.80	81.28	112.76
净利润	43.10	-11.74	74.29	95.19	121.93
折旧摊销	13.07	13.90	8.97	10.89	12.67
财务费用	-6.07	-11.22	-13.63	-13.16	-13.84
投资损失	-1.30	5.35	-15.00	-10.00	-5.00
营运资金变动	-46.83	6.82	-4.58	-4.64	-5.26
其他经营现金流	5.45	18.66	3.76	3.01	2.26
投资活动现金流	-5.54	-50.97	-96.76	-76.01	-65.26
资本支出	6.67	16.64	13.00	13.00	13.00
长期投资	0.00	-32.50	-80.00	-60.00	-50.00
其他投资现金流	-12.21	-35.11	-29.76	-29.01	-28.26
筹资活动现金流	293.39	-33.87	-0.35	-4.24	-7.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.46	11.65	-2.25	-2.37	-2.47
其他筹资现金流	292.93	-45.52	1.90	-1.86	-5.41
现金净增加额	295.21	-63.07	-43.30	1.04	39.63

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	390.93	324.57	413.33	495.91	562.37
营业成本	233.37	216.32	233.18	271.85	294.29
营业税金及附加	2.07	1.81	2.36	2.84	3.22
销售费用	23.06	24.00	24.80	27.28	28.12
管理费用	32.21	33.91	35.13	37.19	39.37
研发费用	63.52	66.27	66.13	74.39	78.73
财务费用	-6.07	-11.22	-13.63	-13.16	-13.84
资产减值损失	-0.29	-1.75	-0.92	-1.10	-1.25
信用减值损失	-1.85	-6.29	-2.07	-2.48	-2.81
其他收益	8.78	8.52	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.30	-5.35	15.00	10.00	5.00
资产处置收益	-0.07	0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.65	-11.34	87.36	111.95	143.42
营业外收入	0.11	0.13	0.21	0.21	0.21
营业外支出	0.02	0.11	0.17	0.17	0.17
利润总额	50.74	-11.32	87.40	111.98	143.45
所得税	7.64	0.42	13.11	16.80	21.52
净利润	43.10	-11.74	74.29	95.19	121.93
少数股东损益	-1.52	-1.16	1.88	2.40	3.08
归属母公司净利润	44.61	-10.58	72.41	92.78	118.86
EBITDA	57.74	-8.64	82.73	109.71	142.28
EPS (元)	0.62	-0.15	1.00	1.28	1.65

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	3.32	-16.98	27.35	19.98	13.40
营业利润(%)	-20.90	-122.39	870.28	28.14	28.11
归属于母公司净利润	-12.10	-123.71	784.66	28.13	28.10
获利能力					
毛利率(%)	40.31	33.35	43.58	45.18	47.67
净利率(%)	11.41	-3.26	17.52	18.71	21.13
ROE(%)	6.50	-1.62	10.15	11.73	13.34
ROIC(%)	39.22	-16.69	40.38	31.37	31.23
偿债能力					
资产负债率(%)	15.71	20.72	18.66	19.18	18.56
净负债比率(%)	-85.30	-78.60	-66.24	-60.11	-57.96
流动比率	5.86	4.46	4.31	3.85	3.81
速动比率	5.39	3.98	3.90	3.43	3.40
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.39	0.46	0.49	0.50
应收账款周转率	4.53	3.68	4.27	4.27	4.27
应付账款周转率	8.26	5.11	6.55	6.55	6.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	-0.15	1.00	1.28	1.65
每股经营现金流(最新)	0.10	0.30	0.74	1.13	1.56
每股净资产(最新摊薄)	9.50	9.04	9.88	10.95	12.33
估值比率					
P/E	67.71	-285.64	41.72	32.56	25.42
P/B	4.40	4.63	4.23	3.82	3.39
EV/EBITDA	39.64	-193.98	31.13	23.54	17.92

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

刘乐文

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

研究助理

孙英杰

sunyingjie@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk