



未有评级

300229 SZ

价格: 人民币 25.44

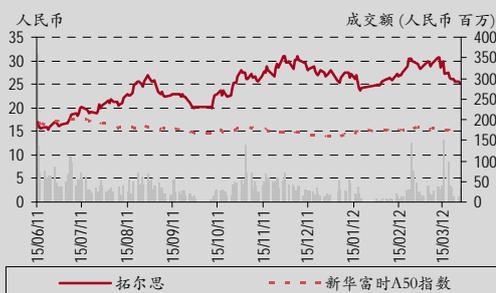
板块评级: 中立

拓尔思

市场地位稳固，成长性好

拓尔思是一家优秀的企业软件和服务提供商。公司从事以企业非结构化信息的处理为核心的软件开发和服务，是产品型软件企业。公司核心产品企业搜索、垂直搜索、舆情监控软件市场占有率位居第一，另一重要产品内容管理软件市场占有率国内第四。公司是细分市场的领先企业，市场地位稳固，成长性好。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2)	(14)	(4.3)	-
相对新华富时 A50 指数	(10)	(9)	(12.6)	-

发行股数(百万)	120
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	763
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%) (12E)	净现金
主要股东(%)	
北京信科互动科技发展有限公司	56.7

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

板块: 软件服务

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*周中为本报告重要贡献者

要点

- 11年公司净利润0.73亿元, 同比增长22%, 每股收益0.61元。公司录得营业收入1.91亿元, 同比增长29%。扣非后净利润0.70亿元, 同比增长23%。公司毛利率79.7%, 保持稳定; 净利润率38.4%, 较10年略下滑2.4个百分点, 主要系税率上升所致。每股经营现金流量0.32元, 同比下滑29%, 应收账款快速增长是主要原因。
- 我们认为公司未来2-3年的增长主要源自: (1) 新产品推广: 重点在老产品线升级和舆情云服务产品的推广; (2) 大企业客户需求释放, 重点行业的突破; 以及(3) 铺建营销网络, 扩大中小型客户基础。
- 股权激励费用计提影响12年1季度业绩。公司预计12年1季度收入同比下滑75.5%-96.5%, 主要原因是公司预计1季度将摊销314万元股权激励成本, 摊销之后预计盈利10-70万元。预计12年将计提1,500万股股权激励成本, 而上半年对业绩的压力最大。
- 公司管理层给出12年增长目标: 营收目标: 2.28亿-2.48亿, 同比增长19.3%-29.7%; 净利润目标: 0.87亿-0.95亿, 同比增长18.5%-29.4%。
- 公司竞争优势: (1) 标杆客户: 公司掌握一批优质客户, 竞争对手很难撬动, 客户转换成本高, 标杆客户项目有助于公司开拓新客户; (2) 技术领先: 公司拥有同业中最为深厚的技术积累, 深厚的技术积累来自十年的项目实践和基础技术的研发突破; (3) 管理层对行业发展方向有较深的把握。

主要风险

- 舆情监控云服务业务拓展低于市场预期; 新客户开拓慢于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	124.59	147.66	191.19	287.18	404.72
变动(%)	20.27	18.52	29.48	50.21	40.93
净利润(人民币 百万)	51.81	60.3	73.39	112.07	159.85
全面摊薄每股收益(人民币)	0.5756	0.6701	0.6116	0.9339	1.3321
变动(%)	16.35	16.4	21.7	52.71	42.63
市场预期每股收益(人民币)				0.9339	1.3321
全面摊薄市盈率(倍)	44.2	38.0	41.6	27.2	19.1
每股现金流量(人民币)	0.4900	0.6100	0.3200	0.2600	0.8000
价格/每股现金流量(倍)	52	42	80	99	32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50	43	35	34	21
每股股息(人民币)			0.30	0.35	0.35
股息率(%)			49	37	26

资料来源: 万得资讯

公司概况

公司简介

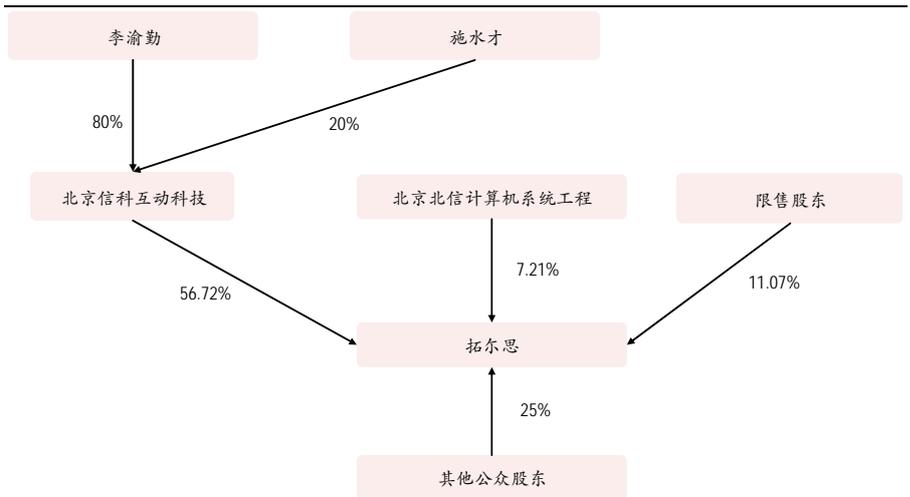
拓尔思以“搜索信息、整合内容、发现知识”的技术理念，专注于海量非结构化信息处理为核心的软件研发、销售和技术服务。据2009年6月独立第三方调查数据表明，拓尔思在中国企业搜索软件、Web内容管理软件、垂直搜索和舆情监测软件领域的市场占有率均为第一名，是国内非结构化信息处理技术领域的领导者，公司的发展目标是研发一流的非结构化信息智能处理技术，领导中国乃至亚洲非结构化信息处理技术的发展潮流，成为中国信息技术服务业的领先厂商。

股权结构

公司实际控制人是李渝勤女士，现为公司董事长。李女士是拓尔思全文检索系统2.0和3.0版本的主要开发者，96年获得电子工业部科技进步一等奖，97年获得国家科技进步二等奖。

施水才先生现任公司副董事长、总经理。施先生在中文信息处理和信息检索领域具有长期的研究和开发经验，曾先后主持20项国家和北京市重点项目，发表学术论文50余篇，2001年获中国十大软件企业领军人物称号。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司年报，中银国际研究部

公司在非结构化信息处理领域处于领先地位

拓尔思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，相关行业的信息工程咨询、开发、实施和维护服务以及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。公司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，已经被国内外3,000多家企业级用户采用，覆盖了众多国家部委和省级政府部门、国家涉密单位、国内主要新闻媒体以及大型企业集团。

图表 2. 公司市场占有率情况

国内细分市场	2009 年		2008 年		2007 年	
	占有率	份额排名	占有率	份额排名	占有率	份额排名
企业搜索软件	29.00%	1	34.00%	1	33.90%	1
内容管理软件	9.30%	4	9.60%	4	9.50%	4
Web 内容管理软件	14.80%	1	15.30%	1	15.20%	1
知识管理和竞争情报软件	5.00%	4	4.80%	4	3.50%	4
垂直搜索及舆情监测软件	8.10%	1	8.00%	1		

资料来源：公司年报，中银国际研究部

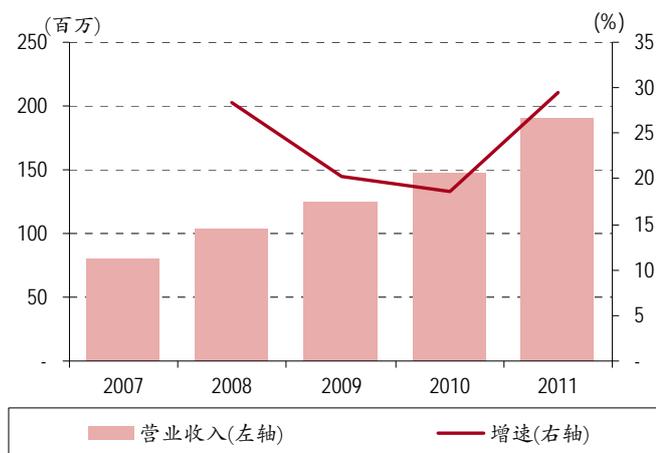
11 年增长良好，核心竞争力进一步强化

公司 2011 年获得营业收入 1.91 亿元，同比增长 29%；净利润 0.73 亿元，同比增长 22%；剔除税收变动和利息收入对公司业绩的影响，公司 11 年息税前利润为 0.8 亿元，较 10 年的 0.67 亿元增长 20%。

图表 3. 2011 年年报摘要

(单位：百万)	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	148	191	29.5
减：营业成本	30	39	30.2
营业毛利	118	152	29.3
减：营业税费及附加	4	6	29.2
减：销售费用	26	34	27.3
减：管理费用	36	49	35.5
减：财务费用	(1)	(6)	1,106.3
减：资产减值损失	0	(0)	(107.1)
营业利润	51	70	37.9
加：营业外收入	17	16	(4.7)
减：营业外支出	1	0	(69.3)
利润总额	67	86	28.3
减：所得税	7	13	84.8
净利润	60	73	21.7

资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 4. 07-11 年营业收入及增速


资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 5. 07-11 年净利润及增速


资料来源：公司年报，中银国际研究部

从收入结构上看, 11年公司软件销售 1.13 亿元, 同比增长 16.1%; 技术服务收入达 0.74 亿元, 同比增长 55.8%, 增速远高于软件销售, 这主要是因为: (1) 大型客户对二次开发和后续增值服务认同度提高, 11 年签署服务合同增长; (2) 部分客户将软件销售并入了服务收入中, 导致了软件收入偏低而服务增速偏高。这一点可以从 11 年公司增值税退税金额低于 10 年得到部分印证; (3) 新模式 SaaS 服务开始贡献收入。

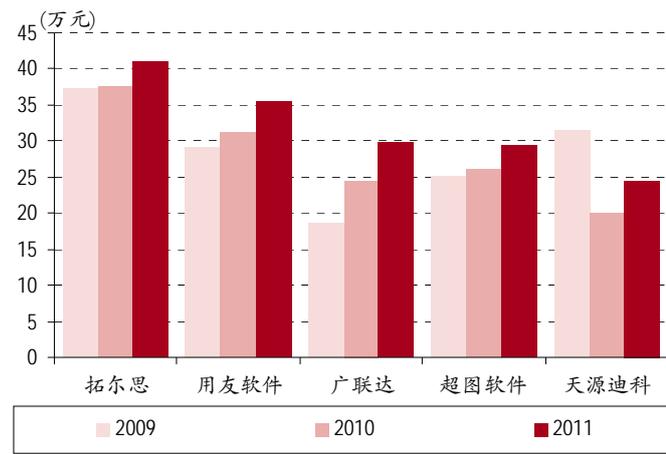
分地域来看, 11 年华东地区销售收入增长 2.29 倍, 西部地区增长 1.85 倍。这两个地区贡献了 11 年公司收入的主要增量, 华东地区收入增长迅速主要是分销机构增加取得了不错的效果, 市场开拓得力, 同时期间获得了海尔这个大客户的大笔投入。西部地区成功的关键是理顺了和代理的关系, 并且针对西部地区的客户特点大力开拓军工、烟草、公安等客户。未来公司将在东部地区继续着力企业市场的开拓, 而中西部地区的增长潜力主要来自大客户、重点行业拓展。

公司管理比较稳健, 费用控制较好。09-11 年, 公司的销售费用增速分别为 19%、17%和 27%, 基本同收入增速相匹配, 近 3 年销售费用率基本稳定在 17.6%-18.1%之间。公司的管理费用的波动性较大, 09 年公司管理费用率下降至 19.5%, 10-11 年回升至 24.4%和 25.5%。总体来看, 拓尔思是一家技术导向的软件企业, 研发占比较高。公司费用纪律性较强, 对管理费用的控制比较出色。

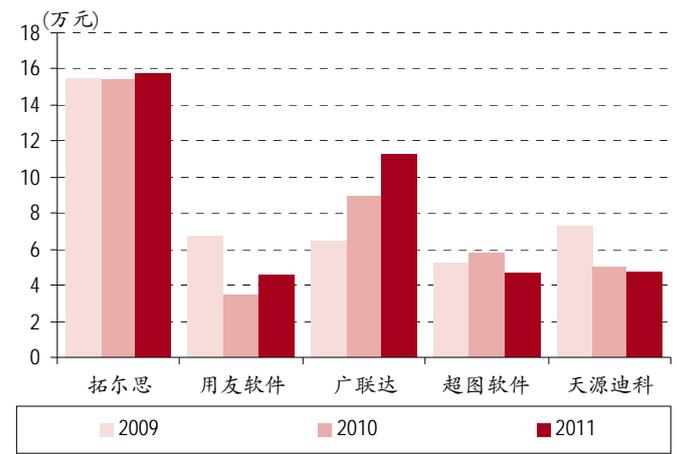
分析公司传统业务, 我们认为公司客户群体的特性以及公司所处行业的特质决定了公司收入增长还主要依赖于销售人员的扩张, 公司向空白区域市场扩张也需要加派人手, 公司处于成长期, 市场远未饱和, 销售网络扩张具有较好的成效。预期 12 年销售费用将较快增加。研发费用方面, 我们认为公司产品发布节奏控制较好, 对当期利润的影响不会很大, 整体来看, 公司的费用率应当可控。

(1) 11 年管理费用中包含了 280 万的上市费用, 12 年这一因素将消除; (2) 11 年是按照 15%的所得税税率计算税后净利润, 而公司实际上获得国家重点软件企业的资格的可能性非常大, 税率按照 10%计算后的所得税减少 457 万元将计入 12 年利润; (3) 公司 12 年将努力使得更多的客户将软件销售单独列出开具发票, 增值税返还/软件业务收入有望恢复到正常的水平。上述几个因素将对 12 年财务报表构成潜在利好。

截至 2011 年 12 月 31 日, 公司共有员工 506 人, 是中小型软件企业。其中研发和服务人员合计达到 413 人, 占比高达 82%, 属于典型的技术型公司。销售人员为 62 人, 连续 3 年保持较为稳定的水平, 未来 2 年销售人员增长速度应该最快。公司 2011 年人均薪资 7.2 万元, 较 10 年增长 8.6%, 在目前 A 股软件企业中属于中等偏上水平。公司员工平均单产达到 40.9 万元, 人均利润水平达到 15.7 万元, 与同业相比处于比较高的水平, 体现了公司的竞争力。激励机制方面, 公司上市不久即推动了股权激励, 向 125 名核心员工授予 348 万份股票期权, 被激励员工占总员工数的 25%。股权激励授予日 2012 年 1 月 16 日。行权的业绩条件是 11-14 年业绩年增长 20%, 行权价格 19.9 元, 低于目前股价。总体来说, 公司的激励机制已经较为完备。

图表 6. 员工平均单产比较


资料来源：公司年报、中银国际研究部

图表 7. 员工平均利润比较


资料来源：公司年报、中银国际研究部

12 年增长动力足

新产品推出是 12 年的亮点

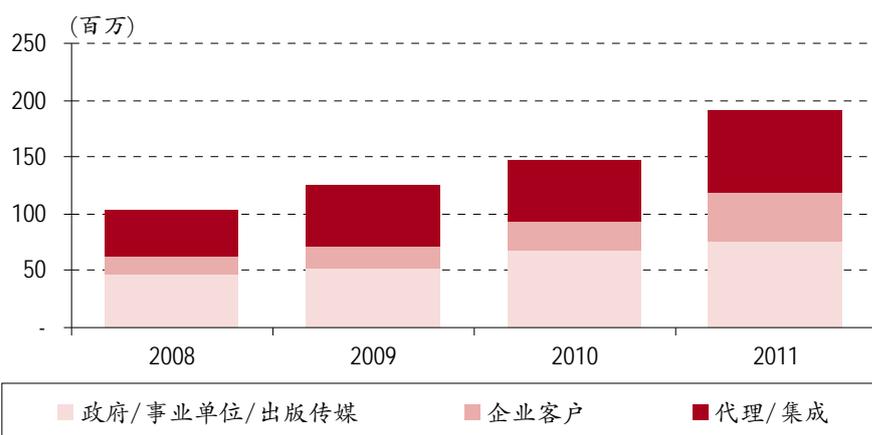
11 年公司重点推出了舆情云服务，传统软件业务领域发布了三款产品：TRS 网络信息雷达系统 V4.6、TRS 互联网舆情管理系统 V3.0 和 TRS 知识管理系统 V6.5。新产品推出数量较之 08-10 年的 9 个、5 个和 11 个有所减少。12 年公司的新产品推出力度将超过 11 年，12 年公司将有身份服务器系统 V3.5、企业搜索引擎软件的升级版本、TRS 图像检索系统、下一代多搜索引擎、移动互联网版本的 TRS 内容管理软件和知识管理软件，TRS 垂直搜索软件也将推出在线配置、集群管理和微博采集等新功能。这些新产品有望推动公司的收入再上一个台阶。此外，舆情云 11 年的推广低于此前市场的预期，12 年将是舆情云大力开拓市场的重要时间点。但是我们提醒投资者注意这一新模式的风险：（1）客户认可程度。云服务对于国内非 IT 企业来说还是非常新的领域，客户的认识度较低，推广的难度也较大。而开拓中小企业客户需要面对客户教育问题；（2）舆情成为热点后很多竞争对手相继推出了舆情云服务，目前各家产品的差异化并不显著，市场门槛也并不高，未来还需考验公司的产品开发的创新能力；（3）舆情基础数据来自微博，如何处理和微博运营商之间的关系也较为关键。

来自企业的需求有望快速释放

从行业角度分析公司过去经营情况：

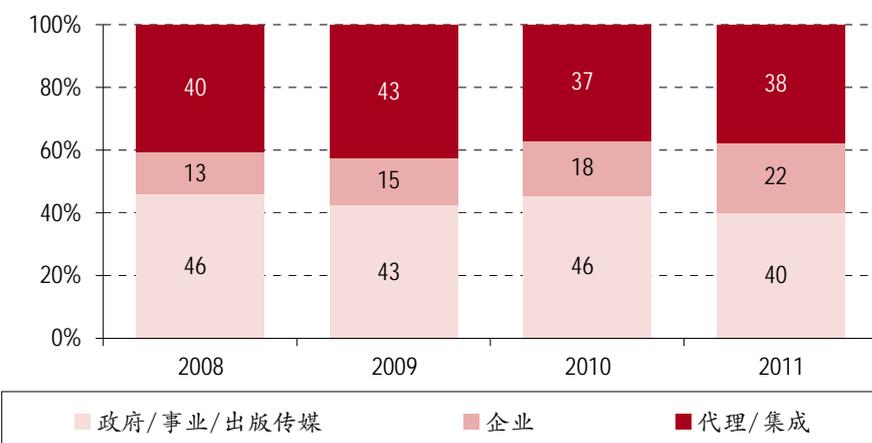
传统上，企业（垂直）搜索/内容管理软件市场的主要客户是政府机关和新闻媒体，如国家知识产权局、人民卫生出版社等。这类客户是企业搜索/内容管理市场的主要需求方，客户结构相对稳定，需求增长的驱动力主要来自客户自身业务的自然增长以及软件供应商新产品/新技术的推出，具有一定的刚性。这部分收入占公司总体收入的比重达到 70% 以上（08-10 年的数据，代理/集成的收入主要也是来自政府/传媒类客户的需求）。从行业情况，目前业内主要客户都已经实现了覆盖，未使用垂直搜索/内容管理软件的客户较少。拓尔思在政府/媒体类客户中市场占有率较高，客户的口碑比较好，较之竞争对手具有一定的优势。

图表 8. 公司客户类别



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 9. 公司收入占比



资料来源：公司年报，中银国际研究部

企业单位采用公司的产品以实现：（1）内部信息杂乱信息的搜索、整合以及知识发现；（2）外部信息的搜索、分析以帮助决策。未来随着数据量的几何级增加，企业对此类软件的需求将不断增长。其增速将快于政府/媒体类客户，在搜索/知识管理软件占据重要地位。

11年海尔电器成为公司最大客户，采购金额达1,047万元，这是公司首次实现单一客户销售收入突破1,000万。我们认为这预示着企业端市场的启动。

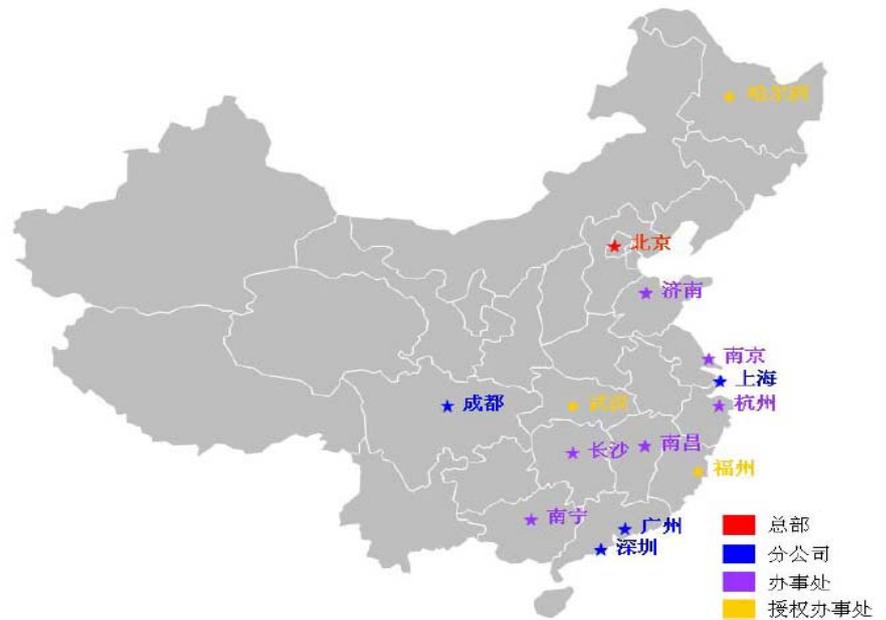
从08-11年，公司的企业客户直销收入占比从08年的13%上升到11年的22%，并且代理/集成收入中最终用户来自企业的比例也在上升，我们估计来自企业单位的总体收入已经占公司收入的30%以上，这一比例有望在未来2-3年内提升到50%的水平。我们认为企业端需求的释放将是公司业绩增长的主要动力。

行业方面，公司11年有效渗透军工、烟草行业客户，取得了不错效果。12年公安、税务和金融企业将是公司重点客户开拓领域，未来有望在这些行业中产生千万级订单的客户。

区域营销网络扩张

12年公司的重要战略方向是铺建营销分支机构网络。目前企业搜索/内容管理/舆情服务市场还处于快速成长期，市场空间远未饱和。目前公司代理网络覆盖了13个省会城市（包括直辖市），还有相当多的区域未深入挖掘。公司目前的客户数量在500家左右，公司产品线齐全，产品的通用性很强，客户群的成长潜力非常大。

图表 10. 公司销售网络并不完善



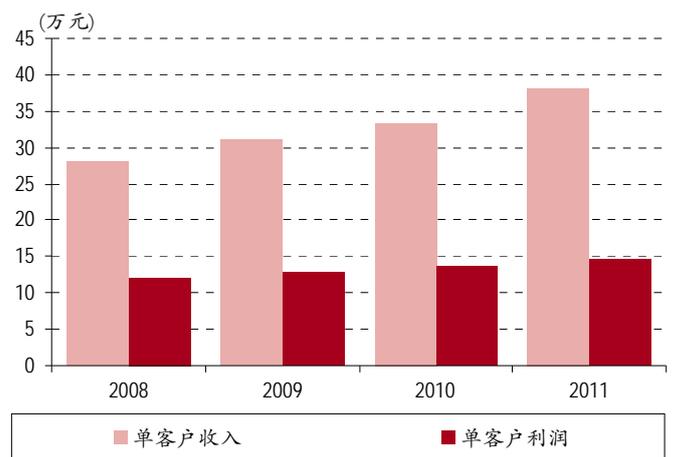
资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 11. 08-11 年客户数增长稳健



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 12. 单客户收入和利润稳步增长



资料来源：公司年报，中银国际研究部

初步结论

我们认为拓尔思是一家非常优秀的企业软件提供商。公司是在企业搜索/内容管理这一细分市场具有较强竞争优势，市场份额位居前列。公司通过（1）专注技术研发；（2）提升品牌和拓展重点行业；（3）通过云服务平台进军互联网服务；（4）提升人才绩效四大措施，其竞争力有望持续。建议投资者重点关注。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371