

## 拓尔思 (300229): 低估值, 质地好, 国内企业搜索细分行业龙头

投资要点:

### 1. 事件

拓尔思是中国最大的搜索和内容管理技术提供商, 是一家专注于海量非结构化信息处理, 拥有自主知识产权的研发型软件企业, 其核心产品包括企业搜索、内容管理和文本挖掘等相关平台和应用软件。我们对公司进行了持续的跟踪和研究。

### 2. 我们的分析与判断

#### Google/百度“主外”, 拓尔思“主内”

拓尔思主要核心产品之一即企业搜索, 与大众熟知的 Google、百度相比, 在客户和需求、商业模式、技术方面都有很大不同。互联网搜索主要面向个人用户, 搜索对象为互联网上的“公开外部信息”, 而企业搜索则应用于政府、媒体、科研及大型企业等企业级用户, 搜索的对象主要是异构信息系统或“防火墙内信息”。

#### 非结构化信息暴增已使企业信息化管理面临“困境”, “搜索-整合-发现”已势在必行

信息管理 = 数据管理(结构化信息) + 内容管理(非结构化信息)。据 IDC 分析, 非结构化信息占信息总量的 80% 以上, 并且, 还在以每年 60% 的复合增长率急剧增长。

企业信息化发展一路走来, 从“业务流程自动化”需求已经逐渐转向“决策支持智能化”的需求上来, 而面对汹涌而至的非结构化数据的困扰, “搜索-整合-发现”已经势在必行。

#### 自主创新+优质本土服务+高市占率, 优势明显

公司是中文全文检索技术的创始者, 在核心技术上拥有完全自主知识产权, 在全国有 60 家左右的战略合作伙伴。公司在企业搜索、Web 内容管理、垂直搜索及舆情监测软件产品细分市场份额稳居第一名, 2009 年分别为 29.0%, 14.8%, 8.1%, 在内容管理软件、知识管理和竞争情报软件市场份额居国内前列。仍有提升空间。

#### 行业拓展性极强, 已积累 3000 余家优质客户资源

拓尔思作为一个技术领先的平台型软件供应商, 其产品具有通用性, 各行各业都能找到用武之地。公司已经积累政府、媒体、金融等行业 3000 余家优质客户资源。

#### 公司战略路线清晰, 未来有望成为行业整合者

### 3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年公司盈利 0.85 亿元, 1.23 亿元, 1.72 亿元, 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71, 1.02, 1.43。作为一家软件互联网新兴细分行业龙头, 目前估值显著偏低。

首次给予推荐评级。

拓尔思 (300229.sz)

推荐 首次评级

#### 分析师



王家炜

☎: (8610) 6656 8272  
✉ wangjiawei@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511020001



王莉

☎: (8610) 8357 4039  
✉ wangli\_zb@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511020008

#### 联系人



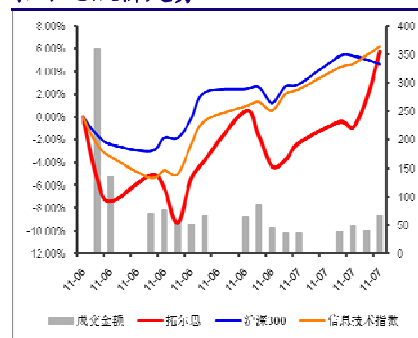
吴砚靖

☎: (8610) 6656 8330  
✉ wuyanqing@chinastock.com.cn

#### 市场数据 时间 2011.07.07

A 股收盘价(元)	16.64
总股本(亿股)	1.2
实际流通 A 股(万股)	2400
总市值(亿元)	19.97
流通 A 股市值(亿元)	3.99

#### 拓尔思股价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

## 一、专注于非结构化信息管理处理的国内龙头公司

公司专注于非结构化信息处理的核心技术研发与市场拓展，是中文全文检索技术的创始者，公司的主要创业人员早在 80 年代末就已开展中文全文检索技术的研究，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，率先在国内推出平台化内容管理软件和文本挖掘软件。公司对这些核心技术和产品拥有完全自主知识产权。

信息化发展的目的不是信息本身，而是驱动业务发展，不断提升业务竞争力。随着信息化与各行各业的结合，信息化已经成为政府、企业发展的重要组织战略之一。然而随着信息化办公进程的不断加快，CIO 们猛然发现有一股急速膨胀的数据流汹涌而来，那就是非结构化数据占据企业业务信息组成的绝大部分。面对海量的非结构化数据，如文件服务器、员工 PC、移动办公电脑等等的信息累积，信息分享、信息安全、信息归档、信息价值挖掘等都是摆在用户面前的主要难题。对这些信息有效管理并挖掘信息价值，能够给企业带来超值回报。非结构化数据信息处理目前在国内尚处于市场培育阶段，未来空间广阔。

图 1：非结构化信息占信息总量的 80%以上



资料来源：公司资料

根据赛迪顾问的统计，2009 年公司在中国企业搜索市场中占有 29.0%的市场份额，排名第一。公司在高端用户市场优势明显，高端市场主要是指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、科研院所、大型企业集团等领域记录条数千万级以上的数据搜索应用。公司已经实施的代表性项目案例包括：媒体行业的新华社多媒体数据库系统、专利行业的国家知识产权局专利检索服务平台、公安综合查询系统等。

表 1: 拓尔思 2007-2009 年产品及服务细分市场市场占有率

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

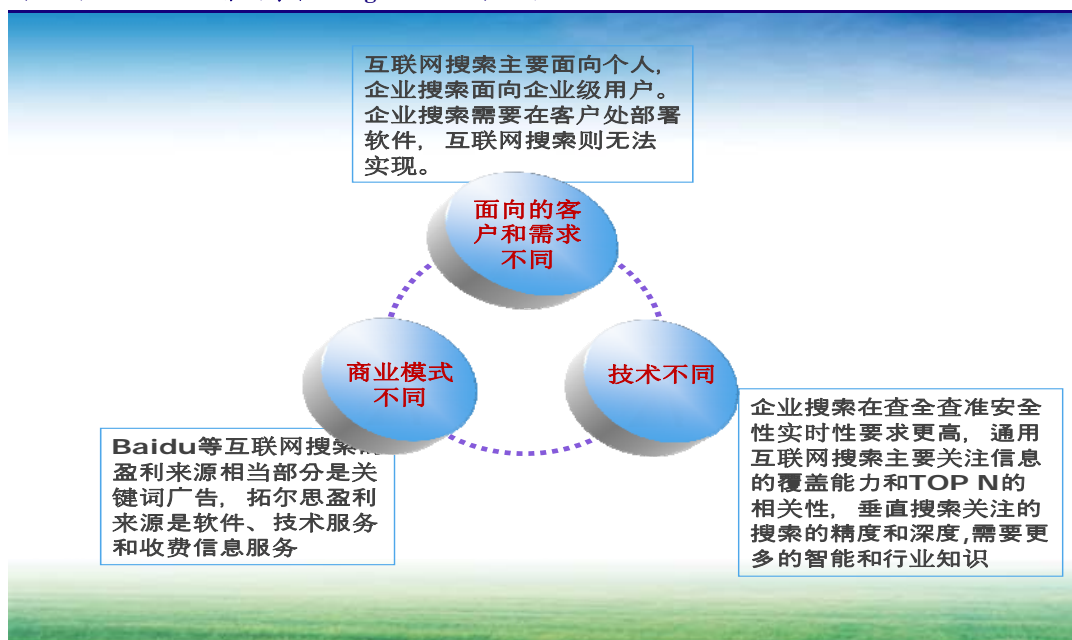
资料来源: 公司招股说明书

## 二、区别互联网搜索，专注于企业“内部”信息处理

公司与人们熟知的 Google、百度等互联网搜索引擎在客户和需求方面、技术方面和商业模式有所区别，其业务绝大多数针对企业级内部搜索，这些信息通常被称为“Deep-Web”或者“防火墙内的信息”。

随着信息化程度的提高，政府机构、国家涉密单位、新闻媒体和大型企业集团等积累了大量的各种类型的数据，整合企业内部分布式异构信息的要求日益迫切，信息资源对运行业务的价值更加显现，在信息化建设从“业务流程自动化”到“决策支持科学化”转换背景下，快速而准确的发现信息对于企业来说越来越重要，搜索的需求越来越迫切，由此拉动企业搜索行业的用户数量大幅增加，企业搜索市场呈现出快速增长的态势。

图 2: 拓尔思企业搜索引擎和 Google/Baidu 的区别

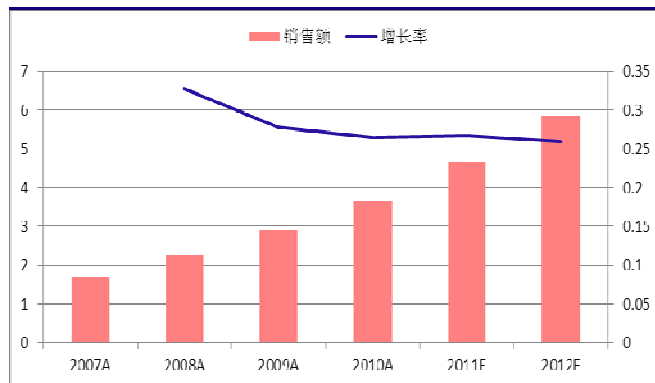


资料来源: 中国银河证券研究部

根据赛迪顾问的统计，中国企业搜索软件市场 2009 年市场规模达 2.90 亿元，同比增长 27.6%，市场依然保持高速增长，明显高于中国软件市场整体的增长速度，成为软件产业新的应用亮点。2010—2012 年，在行业应用需求持续性强势拉动下，中国企业搜索软件市场将继续

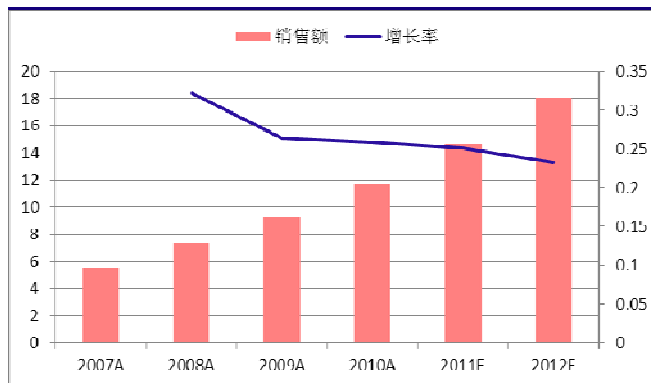
续保持较快增长,到2012年市场规模将达5.86亿元。而中国内容管理软件市场2009年市场规模达9.29亿元,同比增长26.4%,到2012年市场规模将达18.03亿元。

图3: 2007-2012 中国企业搜索软件市场规模(单位:亿元)



资料来源: CCID, 中国银河证券研究部

图4: 2007-2012 中国内容管理软件市场规模:(单位:亿元)



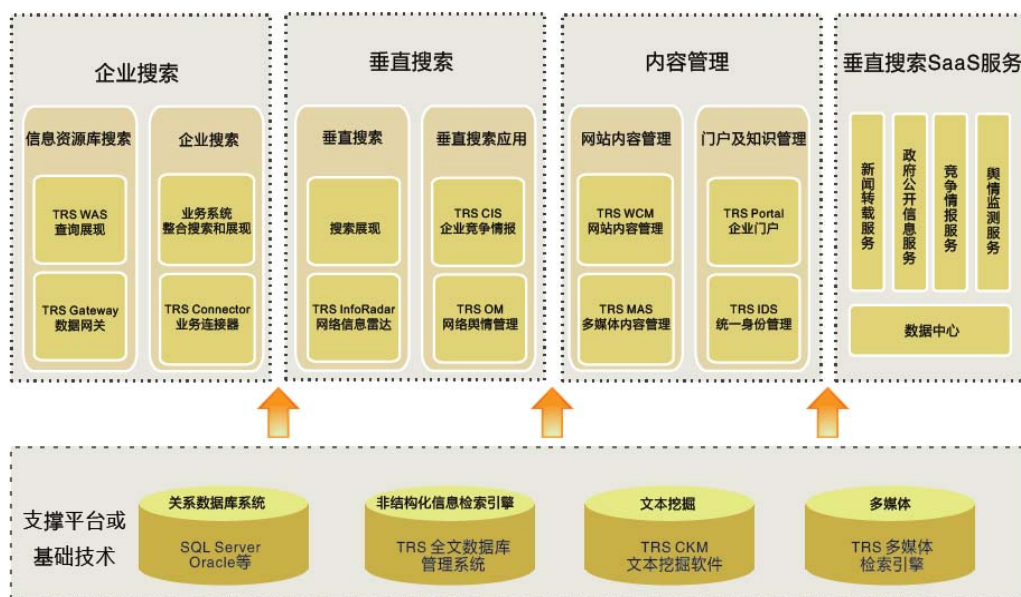
资料来源: CCID, 中国银河证券研究部

### 三、自主创新+优质本土服务+高市占率, 竞争优势明显

公司是中文全文检索技术的创始者, 提供独特、先进、全面的系列产品, 包括企业搜索、垂直搜索、内容管理、文本挖掘等软件, 并提供软件服务化(SaaS)服务模式, 帮助客户应对海量非结构化信息的自动化、智能化处理领域的所有挑战。在核心技术上拥有完全自主的知识产权。

公司在非结构化信息处理领域拥有较高的市场份额, 核心竞争优势明显, 主要体现在以下几个方面: 1、市场地位和客户资源优势; 2、研发创新优势; 3、产品技术优势; 4、技术团队优势; 5、特殊行业准入优势。

图5: 拓尔思产品体系结构



资料来源: 公司资料



公司在全国有 60 家左右的战略合作伙伴。公司在企业搜索、Web 内容管理、垂直搜索及舆情监测软件产品细分市场份额稳居第一名，2009 年分别为 29.0%，14.8%，8.1%，在内容管理软件、知识管理和竞争情报软件市场份额居国内前列。仍有提升空间。

## 四、行业拓展性极强，已积累 3000 余家优质客户资源

拓尔思作为一个技术领先的平台型软件供应商，其产品具有通用性，各行各业都能找到用武之地。不依赖于特定的客户和行业，这是拓尔思软件的优势，也是拓尔思过去十年能够获得持续高速成长的关键。随着拓尔思软件在 3000 余家用户得到成功的应用，更多的用户希望在拓尔思获得一站式整体应用的诉求越来越强烈，公司围绕行业应用需求，推出面向行业的全生命周期应用级产品，未来产品空间广阔。

图 6：拓尔思行业拓展及应用



资料来源：公司资料

## 五、公司战略路线清晰，未来有望成为行业整合者

公司从 90 年代开始，从潜心研发、成果转化、市场拓展、到升级布局、发力扩张，稳健发展，不断提高市场影响力。而其所在市场处于快速发展期，目前集中度偏低，公司通过上市带来的资金和品牌优势，极有可能成为未来行业整合者，实现规模化经营，为用户提供针对非结构化信息内容的全生命周期的管理。

## 六、盈利预测及投资建议

我们预计 2011-2013 年公司盈利 0.85 亿元，1.23 亿元，1.72 亿元，2011-2013 年 EPS 分别为 0.71，1.02，1.43。作为一家软件互联网新兴细分行业龙头，目前估值显著偏低。

首次给予推荐评级。

表 2: 拓尔思 (300229) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	97.8	172.0	180.1	225.1	295.7	营业收入	124.6	147.7	207.0	289.0	396.6
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	27.7	29.8	40.2	52.9	68.0
应收账款	61.9	73.4	102.9	143.7	197.2	营业税金及附加	3.1	4.4	5.2	7.3	10.0
预付款项	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	销售费用	22.5	26.5	37.5	52.3	71.8
其他应收款	8.0	4.4	6.2	8.7	11.9	管理费用	24.3	36.0	49.9	69.6	95.6
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.4	0.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	46.8	513.6	546.0	587.2	629.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	60.3	90.5	105.5	113.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	45.4	51.0	74.7	107.4	151.8
无形资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	营业外收支净额	12.2	16.3	20.7	28.9	39.7
长期待摊费用	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	税前利润	57.6	67.3	95.4	136.3	191.4
资产总计	223.2	1283.8	1385.7	1530.1	1707.0	减: 所得税	5.8	7.0	9.6	13.7	19.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	51.8	60.3	85.8	122.5	172.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	51.8	60.3	85.8	122.5	172.1
应付账款	10.1	10.7	14.4	19.0	24.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	0.2	9.1	21.5	38.8	62.6	基本每股收益	0.58	0.50	0.71	1.02	1.43
应付职工薪酬	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	稀释每股收益	0.58	0.50	0.71	1.02	1.43
应交税费	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	<b>财务指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他应付款	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	<b>成长性</b>					
其他流动负债	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	营收增长率	20.3%	18.5%	40.2%	39.6%	37.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	34.0%	8.7%	45.6%	44.1%	41.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	16.4%	16.4%	42.2%	42.9%	40.5%
负债合计	26.3	35.8	51.9	73.8	103.0	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	196.9	336.7	422.4	544.9	692.6	销售毛利率	77.8%	79.8%	80.6%	81.7%	82.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	41.6%	40.8%	41.4%	42.4%	43.4%
净利润	51.8	60.3	85.8	122.5	172.1	ROE	26.3%	17.9%	20.3%	22.5%	24.9%
折旧与摊销	3.2	52.6	58.1	64.4	71.2	ROIC	21.40%	13.56%	15.79%	17.63%	19.64%
经营活动现金流	44.3	114.8	128.2	165.1	215.3	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-3.8	-120.6	-120.6	-120.6	-120.6	PE	29.7	34.1	24.0	16.8	11.9
融资活动现金流	-23.4	80.0	0.5	0.5	-24.0	P/S	12.4	13.6	9.7	6.9	5.1
现金净变动	17.1	74.2	8.1	45.0	70.7	P/B	7.8	5.9	4.7	3.7	2.9
期初现金余额	80.7	97.8	172.0	180.1	225.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
期末现金余额	97.8	172.0	180.1	225.1	295.7	EV/EBITDA	28.8	17.7	13.8	10.4	7.7

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**王家炜，计算机/电子元器件行业证券分析师，总监。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

**王莉，计算机/电子元器件行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908