

2010 年 11 月 30 日

生意宝

“小门户+联盟”模式

A

未有评级

002095.SZ - 人民币 28.23

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	15	6	0	51
相对新华富时 A50 指数(%)	36	14	(5)	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	134
流通股(%)	51.3
流通股市值(人民币 百万)	1,942
3 个月日均交易额(人民币 百万)	72
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
杭州中达信息技术有限公司	48.75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

生意宝是中国领先的第三方 B2B 电子商务平台。公司是“小门户+联盟”战略的实行者,在化工、纺织服装等行业具有优势地位。生意宝平台收费客户数量稳步增长,公司立足于内贸,逐步向外贸领域扩展,未来前景看好。我们预计公司 2010-12 年每股收益为人民币 0.40 元、0.55 元和 0.80 元。目前估值合理。

主要发现:

- B2B 电子商务网站发展空间依然广阔。2009 年中小企业电子商务渗透率仅为 9% 左右,未来进一步上升的空间较大。
- 公司的“小门户+联盟”的商业模式在国内 B2B 电子商务领域独树一帜。目前公司既拥有多个专业化的垂直电子商务平台,又运营综合 B2B 平台生意宝。经过数年的建设和推广布局,我们预计 2011-12 年公司将进入收获期。
- 公司生意宝和生意通业务发展状况良好。2010 年上半年收入占总收入比重达到 17.2%。随着公司技术准备的成熟,付费用户数量未来有望较快增长。另外公司多项增值服务业务推进顺利,提高了用户黏性的同时也创造了新的利润来源。
- 公司 2011 年的估值水平为 51 倍,与目前 A 股互联网公司 2011 年市盈率(约 50 倍)持平,估值合理。

图表 1. 投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	105.59	134.46	178.44	255.42	304.76
增长率(%)	34.95	27.35	32.70	43.14	19.32
归属母公司股东的净利润(百万元)	31.23	41.00	60.29	84.80	106.24
增长率(%)	(25.93)	31.27	47.05	40.66	25.28
市盈率(倍)	81.35	61.98	63.21	44.95	35.87
每股经营现金流量	0.3470	0.4555	0.4466	0.6281	0.7869

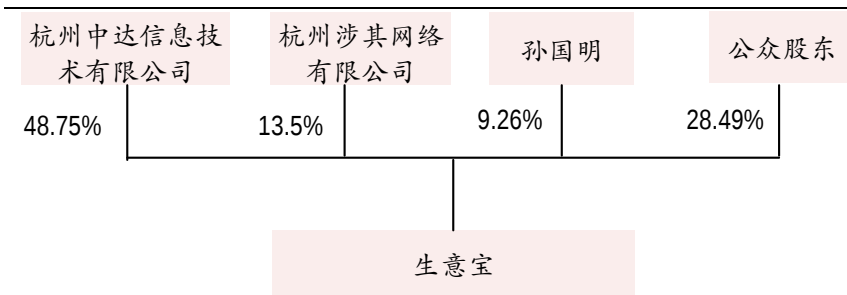
资料来源: 公司数据及万得资讯

公司简介及股权结构

生意宝(前身为浙江中化网络技术有限公司)成立于2000年8月7日。公司旗下主要运营:中国化工网、全球化工网、中国纺织网、医药网站等行业性网站以及生意宝网站(www.toocle.cn)从事综合电子商务运营。公司业务线还扩展至线下,如公司为中小化工企业出口欧盟提供化工毛利服务(reach认证服务)和线下会展服务。

公司的控股股东是杭州中达信息技术有限公司,持有公司48.75%的股权,公司的实际控制人是董事长孙德良先生。

图表 2. 公司股权结构图

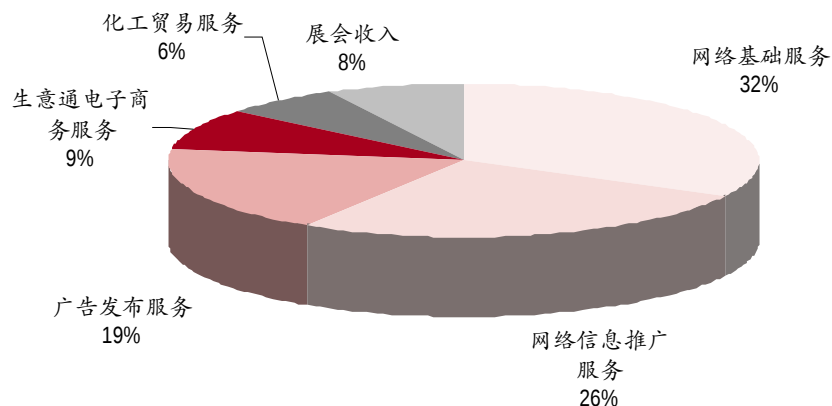


资料来源: 公司数据, 中银国际研究部

公司是目前国内市场份额排名第五的B2B电子商务平台运营商。目前国内主要的第三方B2B平台运营商为阿里巴巴(1688.HK/港币13.14, 未有评级)、环球资源网、焦点科技(002315.SZ/人民币85.60, 未有评级)、慧聪网(8292.HK/港币0.80, 未有评级)和生意宝。

公司2010年上半年总营业收入为7,485万元人民币。其中网络基础服务、网络信息推广服务和广告发布服务收入分别为2,453万元、1,949万元和1,389万元, 占总收入比重为32%、26%和19%。从未来发展来看, 生意通业务、化工贸易服务和展会服务为公司带来了新的业务增长点, 其中生意通电子商务服务收入比去年同期增长109.7%, 化工贸易服务收入比去年同期增长332.2%, 展会服务收入比去年同期增长148.5%。

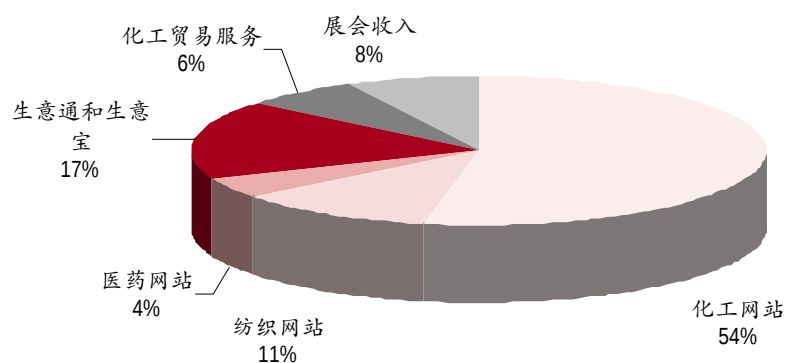
图表 3. 2010 年上半年分业务收入



资料来源：公司年报，中银国际研究部

公司运营的网站包括：(1)中国化工网、全球化工网、中国纺织网、中国服装网、医药网等行业网站；(2)小门户联盟网站生意宝；(3)中国展会网等增值服务网站。另外公司还运营生意通电子商务服务、贸易展会服务等线下服务业务。按照产品类别来看，2010 年上半年，公司的化工网站收入达到了 3,967 万元，同比增长 20%。生意宝和生意通业务收入已经达到 1,281 万元，同比增长 103.4%。纺织网站、医药网站各自贡献了 853 万元和 329 万元的收入。

图表 4. 2010 年上半年分产品收入



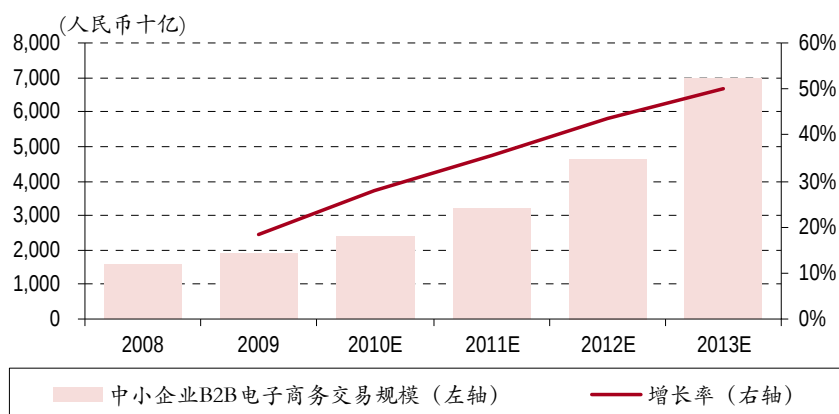
资料来源：公司年报，中银国际研究部

行业分析

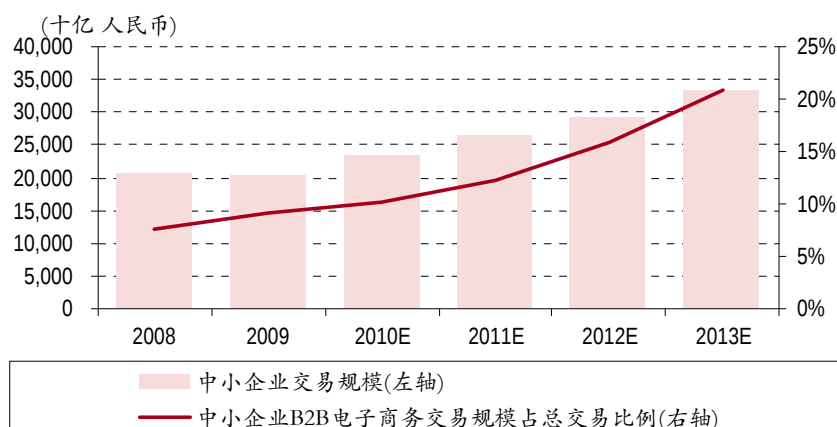
B2B 电子商务依然值得看好

我国中小企业的数量超过 4,200 万家，占全国企业总数 99%，工业总产值、实现利税总额分别占全国总量的 60% 和 40%，所提供的就业岗位达全国城镇就业总数的 75%。根据国家工商总局数据，截至 2009 年，我国具有电子商务应用能力的中小企业数量已经达到了 3,995.6 万家，同比增长 3.8%。其中使用第三方 B2B 电子商务服务的中小企业数量为 1,702 万家，占比达到 42.6%。不同于大中型企业，中小企业在自身市场开拓和获取行业信息方面有较强的劣势。因此，中小企业对 B2B 电子商务平台所提供的中介服务和信息服务有巨大的商业需求。我们认为未来 B2B 电子商务平台有很大的发展空间，主要基于：(1) 经济结构转型将有利于中小企业快速成长。中小企业数量和业务量的增长将加大中小企业对电子商务服务的需求；(2) 电子商务渗透率的提升。根据艾瑞咨询，2009 年中小企业电子商务渗透率为 10% 左右，未来将稳步增长，预计 2013 年达到 20%。

图表 5. 中小企业 B2B 电子商务交易规模



资料来源：iResearch，中银国际研究部

图表 6. 中小企业 B2B 电子商务交易渗透率


资料来源: iResearch, 中银国际研究部

垂直类电子商务和综合电子商务

根据 B2B 平台的涉及行业不同,可以分为:综合性平台和垂直性平台两大类。综合性平台可以为用户提供多个行业的信息和电子商务服务,用户覆盖面广,但是行业深度不足。这一领域的代表公司为阿里巴巴。垂直性平台主要是为客户提供一个或者几个行业的 B2B 电子商务服务,专业性是客户选择垂直性电子商务平台的首要因素。这一领域的代表公司为生意宝。

垂直电子商务平台的优势在于能够提供比综合类平台更加专业和精细的信息,同时目标客户更加的集中,便于同业内的企业进行交流。目前我国垂直类电子商务网站数量较多,但是大多很难做大规模。于是就诞生了行业联盟性质的网站,为诸多小型行业门户网站提供统一的用户接口,生意宝就是这一方式的执行者。

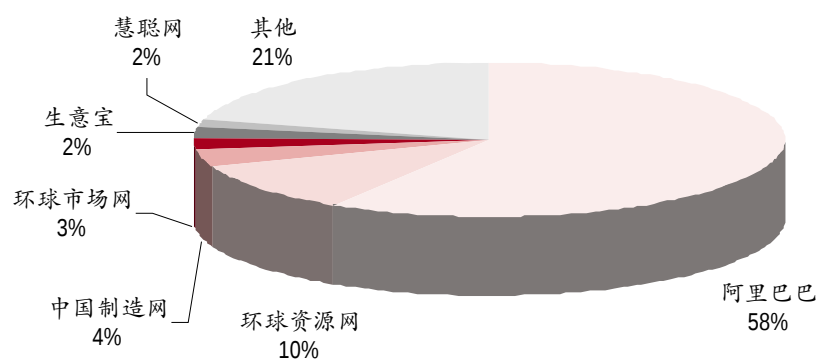
垂直类 B2B 网站在专业搜索、信息资讯等方面精耕细作,将行业专业性的优势发挥到最大,从而在竞争激烈的电子商务网站中占据一席之地。我们认为未来电子商务网站将向纵深化方向发展,垂直类电子商务网站将得到快速发展的机会。

图表 7. 代表性企业总结

企业	企业特点	客户	业务	类型
阿里巴巴	线上服务发达,市场份额最大	中小企业	内外贸	综合型电子商务平台
环球资源网	线下展会业务优势明显	高端会员	外贸	综合型电子商务平台
生意宝	小门户+联盟,“一横到边,一纵到底”	中小企业	内外贸	垂直型电子商务平台
慧聪网	线上线下结合,以线下为主	中小企业	内贸	综合型电子商务平台
66 网	企业官网链接	中小企业	内外贸	综合型电子商务平台
环球市场网	营销解决方案	高端供应商	外贸	综合型电子商务平台
金银岛	“三流合一”:信息流、资金流、物流	大宗商品企业	内外贸	垂直型电子商务平台

资料来源: 中银国际研究部

图表 8. 2009 年 B2B 电子商务运营商市场份额



资料来源：公司数据，中银国际研究部

公司业务分析

生意宝和生意通业务：

驱动因素：付费用户数量。

生意宝生意通业务的付费用户分三个部分：中国供应商、国贸通和生意通。中国供应商于 2009 年推出，目前付费用户数量已经达到 1 万户左右。生意通目前收费用户达到 7-8 万户。国贸通今年刚刚推出，目前推广进度一般。

中国供应商主要是面向国内贸易客户的业务，前期用户数量的增加主要依靠销售人员的执行力。随着注册用户规模不断上升，公司提供的增值服务对收费用户数量增加的作用加大。公司的多项增值服务业务逐渐展开并且得到客户的认同，我们认为公司逐步逼近收费用户快速增长的阶段。我们预计公司的中国供应商业务付费用户数量 2011 年将达到 3 万户。

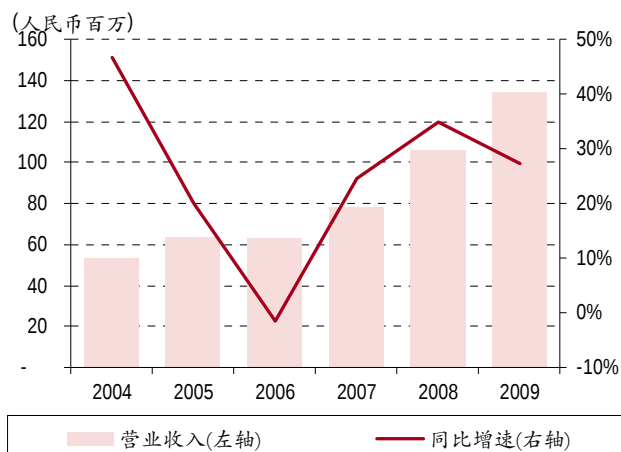
生意通业务是同浙江电信合作开展的业务，公司收取一定的月租和流量分成。浙江省内的客户增长动力不足，未来主要看省外扩张的速度。我们预计 2011 年底生意通付费用户能够达到 15 万左右。由于公司本身的优势是在国内贸易，加之未来战略重点也是放在内贸，预计国贸通的用户数量将会比较缓慢。

ARPU：中国贸易商的收费是人民币 1,800 元/年，同竞争对手相比较低，未来将保持稳定。生意通业务则是采取“固定月租+收入提成”的模式，每个客户收入基本稳定在 30 元左右。国贸通的收费标准则是 9,800 元/户。预计公司的 ARPU 值将保持稳定。

传统垂直电子商务网站

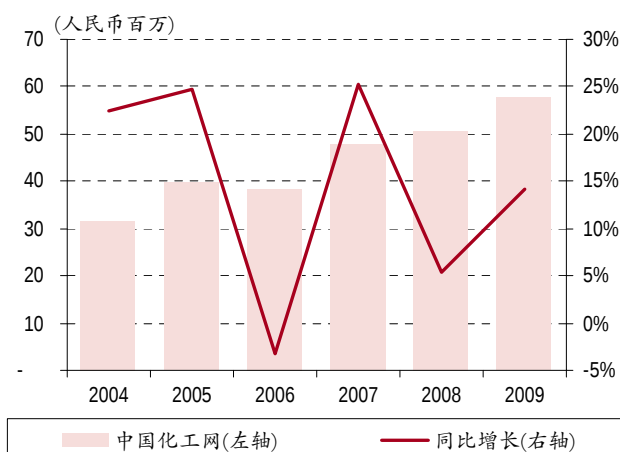
化工网仍然是公司目前的主要收入和利润来源，发展较为稳健。目前收费客户数量为 1 万左右，ARPU 值约为人民币 7,000-8,000 元。公司在化工等网站具有很强的专业能力，不仅仅为客户提供供求信息和广告服务，还能深入了解客户需求，提供行业资讯等增值服务。公司在化工等行业深耕十多年，积累的行业经验构成了公司的核心竞争优势。化工网客户极低的流失率证明了这一点。我们预计垂直型网站未来将保持稳定增长，年增长率 20% 左右。

图表 9. 总营业收入及增速



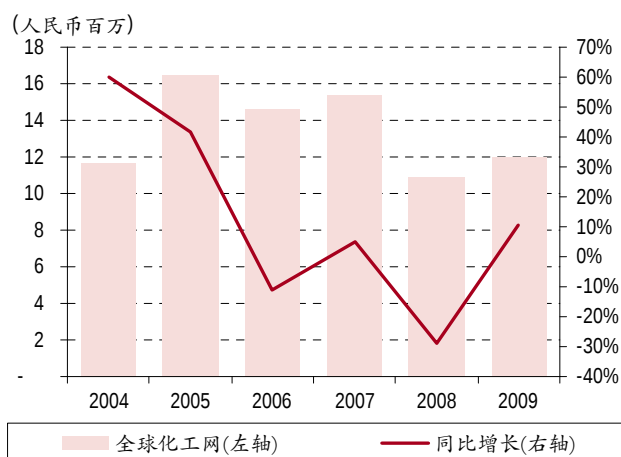
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 10. 中国化工网收入及增速



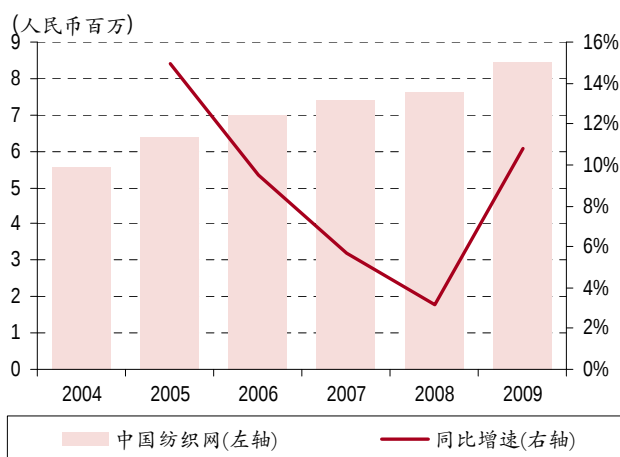
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 11. 全球化工网收入及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 12. 中国服装网收入及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究部

增值服务

公司近年来围绕化工网、服装网、纺织网、医药网等领域大力开拓增值服务，该举措有助于：(1)依靠多样的增值服务吸引新收费用户；(2)提高原有客户黏性；(3)增值服务本身也能够成为新的利润来源。

目前公司主要开展了化工行业贸易服务和展会业务。化工贸易服务主要是帮助国内中小化工企业通过欧盟的 reach 认证,收取认证金额一定比例的服务佣金(5-10%)。展会业务依托公司在石化、纺织等行业的地位,同政府部门和行业协会合作举办大型展会。一年一度的中国精细化工展是其中的代表,预计今年将有超过 700 家企业参展。根据有关部门测算,我国会展行业每年增速超过 30%,潜在市场约为人民币 1,000 亿元。会展行业正在从传统的线下集会逐步演变成为线上+线下并线运营的模式。生意宝于 2009 年上线了中国行业会展网(expo.toocle.com),同时依托公司在优势行业中的地位积极开拓相关行业的会展服务,公司未来会展业务的发展值得看好。

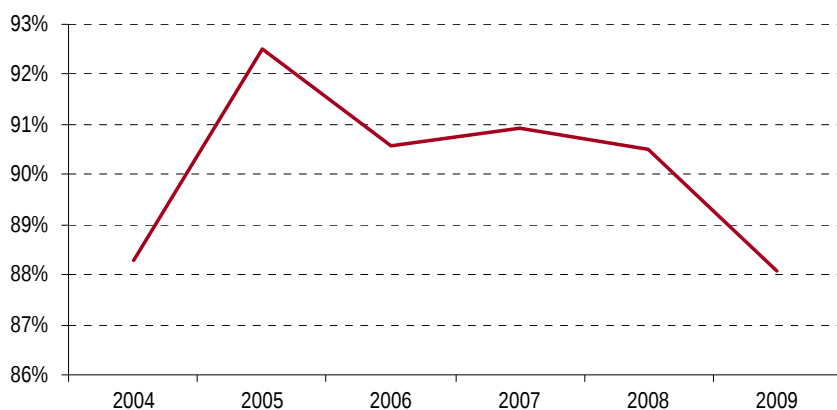
新业务领域

目前国内主要 B2B 网站主要的服务还是提供信息服务和推广服务,垂直型网站还能够提供行业资讯,商业咨询等增值业务,但是这些都是在信息流层面的解决方案。从产业的发展趋势来看,完整的电子商务业务不仅仅包含信息流,还应该扩展到资金流和物流领域。公司目前在积极寻找机会进入这些领域。

费用情况

公司最近 5 年的毛利率一直保持在 88% 以上的水平,这与公司的行业属性密切相关。近年来,随着公司的业务向线下增值服务拓展,综合毛利率有所下降,我们认为公司未来线上业务发展速度有望加快,毛利率继续下降的风险不大。

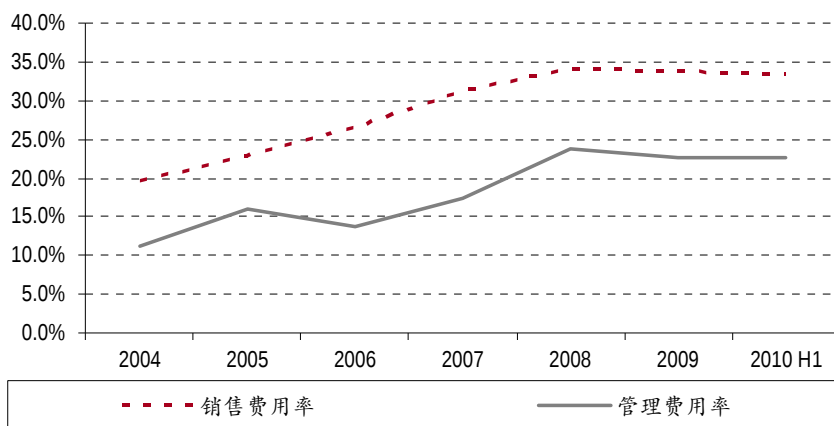
图表 13. 公司毛利率情况



资料来源: 公司数据, 中银国际研究部

公司 2007-09 年销售费用增速分别为 47%、47%和 26%，而同期销售收入增长分别为 25%、35%和 27%。销售费用快速增长主要是公司销售人员的扩张和分公司渠道建设导致，随着公司销售团队规模逐步稳定，渠道建设取得一定的成果，销售费用增速将放缓。同时由于公司互联网公司的行业属性，当公司收入规模扩大到一定程度之后，单个用户开拓的边际成本会显著降低，尤其是在综合性电子商务领域。因此我们预计未来 3 年销售费用的增速将慢于收入增速。管理费用方面，公司不断开拓新的盈利点会加大公司对管理人员和开发人员的需求，人力资源成本有进一步抬高的空间。我们预计管理费用率将总体保持稳定。

图表 14. 公司费用率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究部

初步结论

我们认为公司的“小门户+联盟”的商业模式符合 B2B 电子商务产业发展未来的方向。我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.40 元、0.55 元和 0.80 元人民币，同比增长 32.1%、37.5%和 45%。公司目前股价 28.23 元，对应 2011 年 51 倍市盈率。我们认为目前股价已经基本反映了公司的投资价值。

风险

行业竞争加剧。B2B 行业目前竞争较为激烈，虽然出现赢家通吃的可能性很小，但是激烈的竞争可能影响公司的盈利能力。

人力成本上升。公司是高新技术公司，对人才的要求较高，人力成本占总成本比重较大。人力成本上升可能给公司盈利带来一定压力。

外汇风险。公司 30%左右的收入来自于外贸型中小企业，人民币升值将直接影响到这部分中小企业的生存发展，从而可能对公司外贸业务造成较大负面影响。

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 2010 年 11 月 26 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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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