

焦点科技(002315):

比商业股更具爆发力的网络股

比网络股更具确定性的商业股

评级:

买入

目标价(元):

120-131

联系人

分析师

陈永倬/许彬

刘江啸

021-20315115/5198

S0740210070003

chenyz@qlzq.com.cn

021-20315167

xubin@qlzq.com.cn

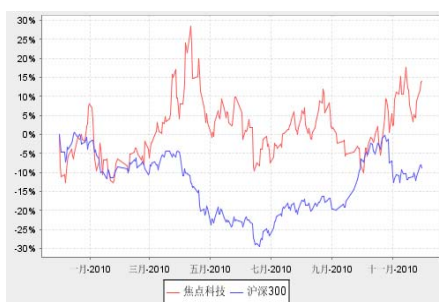
liujx@qlzq.com.cn

2010年12月16日

基本状况

总股本(百万股)	117.50
流通股本(百万股)	33.45
市价(元)	82.98
市值(百万元)	9750.15
流通市值(百万元)	2775.78

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	171.66	229.95	315.22	495.24	748.23
营业收入增速	36.32%	33.96%	37.08%	57.11%	51.09%
净利润增长率	17.27%	21.03%	58.81%	50.30%	57.53%
摊薄每股收益(元)	0.85	0.78	1.23	1.85	2.91
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	1.27	1.92	2.87
偏差率(本次-市场/市场)	-	-	-2.97%	-3.46%	1.46%
市盈率(倍)	0.00	89.25	66.27	44.09	27.99
PEG	0.00	4.24	1.13	0.88	0.49
每股净资产(元)	2.22	12.53	13.76	15.61	18.52
每股现金流量	1.07	1.21	2.36	2.64	3.99
净资产收益率	38.41%	6.19%	8.95%	11.85%	15.74%
市净率	0.00	5.52	5.93	5.23	4.40
总股本(百万股)	88.12	117.50	117.50	117.50	117.50

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 本篇报告的中心思想: 焦点科技是比商业股更具业绩爆发力的网络股, 比网络股更具增长确定性的商业股, 比领先者更具备超额收益的追随者。
- 我们的核心观点之一是: B2B 电子商务企业兼具网络股的爆发性和商业股的确定性, 市值严重低估。
 - B2B 电子商务企业商业模式高度类似小商品城、海宁皮城等专业市场公司, 都是为中小商家搭建商业交易平台; 但其成长速度更快、成长空间更大、边际成本更低、业绩增长更为确定。
 - B2B 行业渗透率低, 且租金与交易额比例远低于专业市场, 未来具备巨大的量(付费用户数)、价(ARPU 值)提升空间。
 - B2B 电子商务企业市值被严重低估: 中国三家电子商务上市公司总市值只有中国六家专业市场上市公司的 3/4, 但是其总交易额是后六者的 5 倍, 平均净利润率和净资产收益率都是后六者的 2 倍。
- 我们的核心观点之二是: 在中国 TO B 的互联网领域曾经出现过的, 追随者二级市场投资收益率远超领先者这一现象, 会在焦点科技身上再度上演。
 - 数据显示 B2B 电子商务用户往往选择多平台接入, 焦点科技的理论规模可以做到阿里巴巴一样大。
 - TO B 的互联网行业优秀的追随者往往具备超额收益: 综合门户和搜索引擎领域的追随者搜狐和百度, 开始阶段在品牌影响力、营收规模等方面远逊领先者新浪和谷歌, 但 5 年投资收益率分别是领先者的 2 倍和 33 倍。
 - 焦点科技确定性的高增长来自于“量、价”齐升: 公司付费用户保有量在 B2B 行业的低渗透率和焦点科技的低用户基数, 及直销分支机构建设和销售力提升的背景下将保持 30% 左右的复合增速; 而公司 ARPU 值在提高增值服务渗透率的努力下, 将保持 20% 左右的复合增速, 从而推动公司未来三年净利润复合增速超过 50%。
- 投资建议: 预计 2010~12 年, 公司 EPS 分别为 1.23、1.85 和 2.91 元, 基于公司相对低估的市场价值以及高速、确定的增长预期, 我们认为公司应该享受高估值。给予公司 2011 年 PE65 倍, 2012 年 PE45 倍的估值, 未来 12 个月目标价 120-131 元, 推荐买入。

内容目录

公司简介	2 -
中国领先的综合型 B2B 电子商务服务企业	3 -
组织与主要业务架构	3 -
盈利模式：会员费+增值服务	3 -
回归商业本质，重估 B2B 电子商务行业投资价值	4 -
商业模式：类商业物业运营企业	4 -
B2B 电子商务行业量价提升空间巨大	5 -
短期趋势：增值服务促升 ARPU 值	6 -
长期趋势：模式转型，从卖方收费到双方收费	7 -
B2B 电子商务市值整体存巨大提升机遇	8 -
B2B 电子商务企业存在巨大估值鸿沟	8 -
估值差异的根源	9 -
追随者：超额收益定律	10 -
TOB 行业不会赢者通吃	10 -
TOB 的互联网行业追随者往往具有超额收益	11 -
追随者的超额收益定律现象背后的原因	12 -
焦点科技：比领先者具有超额收益的追随者	12 -
阿里巴巴的成长路径分析	12 -
焦点科技：业绩确定性高成长来自于“量、价”齐升	13 -
图表目录	
图表 1：焦点科技组织与业务架构	3 -
图表 2：焦点科技营收结构（亿元）	4 -
图表 3：焦点科技付费用户规模	4 -
图表 4：焦点科技利润及主要财务比率	4 -
图表 5：B2B 电子商务与专业市场交易额增长率	5 -
图表 6：B2B 电子商务中小企业应用规模（万家）	5 -
图表 7：B2B 电子商务中小企业应用规模（万家）	6 -
图表 8：阿里巴巴服务体系	7 -
图表 9：B2B 电子商务贸易流程深度服务	8 -
图表 10：B2B 电子商务企业与专业市场企业核心数据比较	8 -
图表 11：企业使用 B2B 电子商务平台的数量	10 -
图表 12：企业使用付费 B2B 电子商务平台的数量	10 -
图表 13：新浪和搜狐营收规模（百万美元）	11 -
图表 14：Google 和百度营收规模（百万美元）	11 -
图表 15：新浪和搜索 5 年投资收益率	12 -
图表 16：Google 和百度 5 年投资收益率	12 -
图表 17：阿里巴巴主要营业数据	13 -
图表 18：焦点科技国际版付费用户保有量增长情况	15 -
图表 19：焦点科技国际版 ARPU 值增长情况	15 -
图表 20：焦点科技递延收益	16 -

公司简介

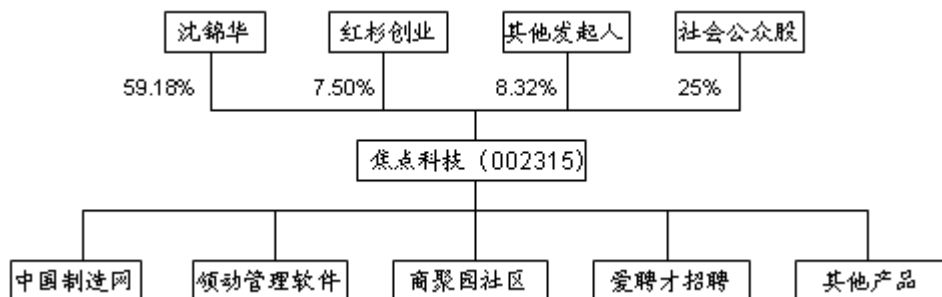
中国领先的综合型 B2B 电子商务服务企业

- 焦点科技成立于 1996 年 1 月 9 日，于 2009 年 12 月登陆深圳中小板，公开发行 2938 万股，融资约 12.3 亿元，流通股本占发行后总股本的 25%。
- 焦点科技是国内领先的综合型第三方 B2B 电子商务平台运营商，运营的中国制造网(www.made-in-china.com)包括英文版和中文版两部分，为中国供应商和全球采购商(供求双方)提供发布供求信息和寻找贸易合作伙伴的服务。

组织与主要业务架构

- 公司实际控制人为创始人沈锦华先生。公司上市后，沈锦华持股比例为 59.18%，为第一大股东；红杉创业持股 7.50%，为第二大股东；其他发起人持股比例为 8.32%。

图表 1：焦点科技组织与业务架构



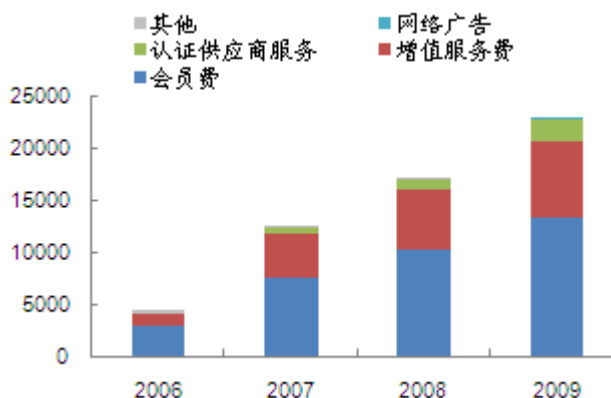
来源：公司财报，齐鲁证券研究所

盈利模式：会员费+增值服务

- 焦点科技旨在利用互联网将中国制造的产品介绍给全球采购商。供应商注册成为用户后，可发布产品和公司信息，并使用竞价排名、Banner 等服务进行产品推广；采购商可发布求购信息，并可通过目录和关键词搜索寻找自己需要的产品和公司信息。
- 供应商和采购商通过“线上洽谈+线下交易”的方式，供求双方在线上实现信息匹配和初步确定交易意向，其他诸如验货、物流、支付等环节都在线下进行。
- 公司主要通过“会员费+增值服务”的方式获取收入。主要收费方式包括会员费、增值服务和企业认证收费。从营收结构来看，会员收费是主要收入来源，占整体营收比重在 60% 左右，但持续下降，从 2006 年的 64.1% 下滑至 2009 年的 58.2%。会员收费比重降低主要原因在于增值服务和认证收费增长快速。
- 会员数量快速增长是推动公司营收增加的动力，截至 2010 年 9 月底，焦点科技收费会员数量为 12406 名，其中英文版付费会员 11443 名，中

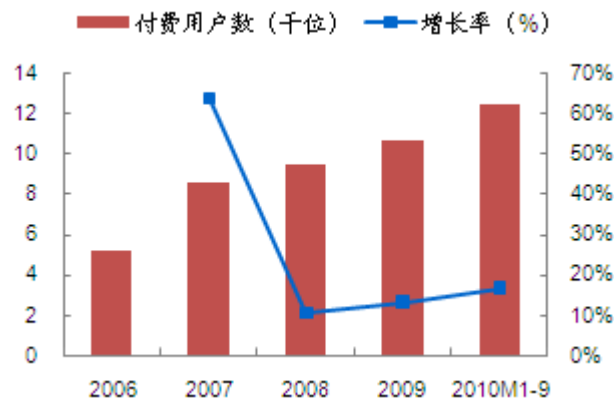
文版会员 963 名。2006~09 年付费用户保有量复合增长率为 26.9%。

图表 2：焦点科技营收结构（亿元）



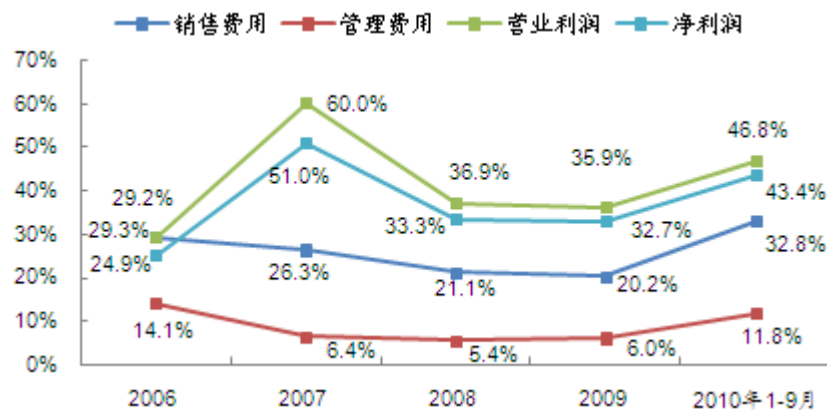
来源：公司财报，齐鲁证券研究所

图表 3：焦点科技付费用户规模



来源：公司财报，齐鲁证券研究所

图表 4：焦点科技利润及主要财务比率



来源：公司财报，齐鲁证券研究所

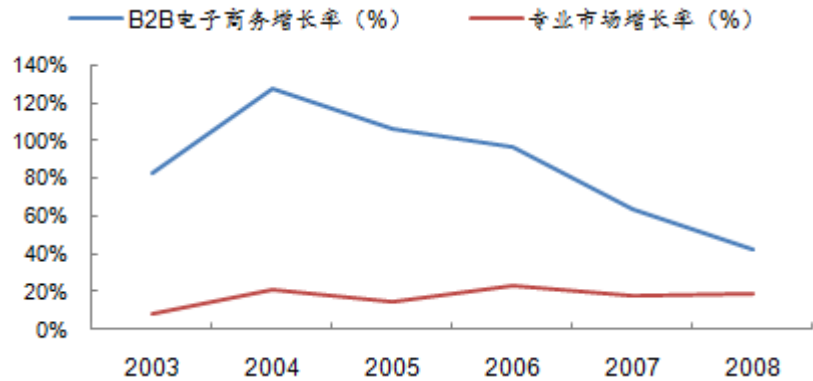
回归商业本质，重估 B2B 电子商务行业投资价值

商业模式：类专业市场运营企业

- 比商业股成长更迅速的网络股，比网络股增长更为确定的商业股。我们认为，B2B 电子商务企业在商业模式上类似于小商品城、海宁皮城、农产品、海印股份等专业市场运营企业，都是为买卖双方搭建商业交易平台。但是 B2B 电子商务成长速度更快、成长空间更大、边际成本更低、业绩增长更为确定。2003~2008 年，B2B 电子商务市场交易额增长率一直保持在 40% 以上，传统专业市场交易额增长率则基本维持在 20% 左右。
- 商业交易市场的租金标准特点是“低开高走”。如海宁皮城一期市场 2006 年平均租赁价格为 91.2 元/平米，2009 年增长至 163.6 元/平米，三年增

加了 79.1%；海印股份下属专业市场每年对下游商户稳定提租 5-8%；焦点科技 2007 年 ARPU 值为 14778 元，至 2009 年增长至 21616 元，两年增加了 46.3%。

图表 5：B2B 电子商务与专业市场交易额增长率



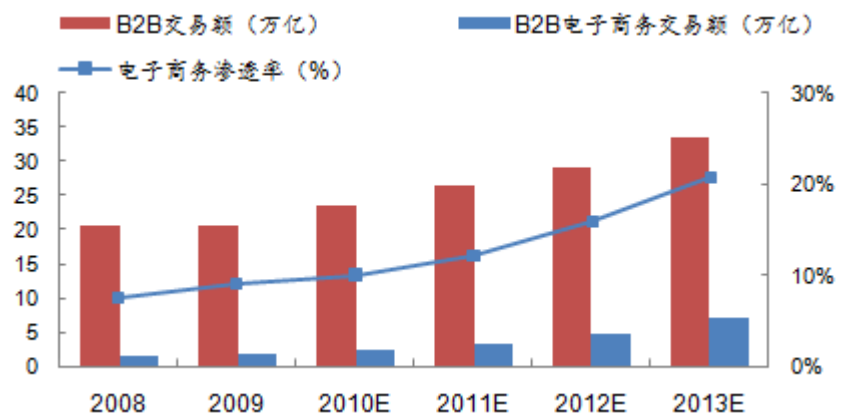
来源：国家统计局，艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

B2B 电子商务行业量价提升空间巨大

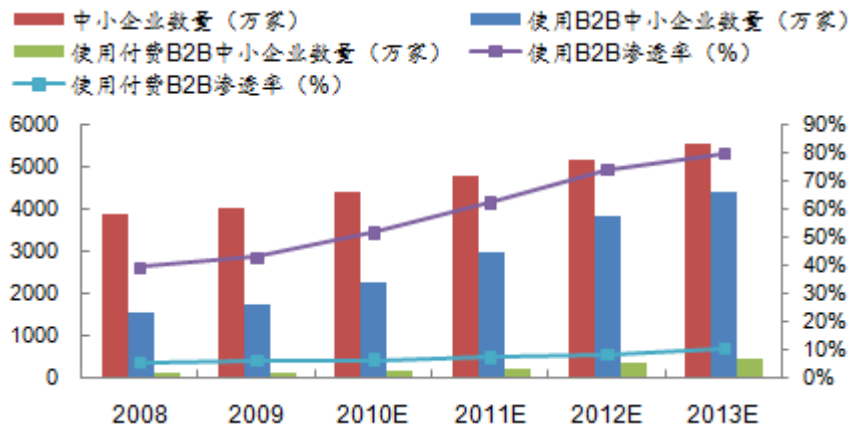
■ 量（付费用户数）的提升——低渗透、高增长

- 2009 年 B2B 电子商务交易额为 1.86 万亿，占 B2B 整体交易额的比重仅为 9.1%，还有很大的成长空间。根据艾瑞咨询预测，B2B 电子商务将呈现加速增长的态势，未来四年复合增长率将达到 39.1%，2013 年渗透率提升至 20.8%。
- 2009 年使用 B2B 电子商务的企业数量为 1702 万家，其中付费用户仅为 100.7 万家，渗透率不足 6%。根据艾瑞咨询预测，未来四年付费 B2B 电子商务用户规模复合增速将达到 44.9%，2013 年渗透率将突破 10%。

图表 6：B2B 电子商务中小企业应用规模（万家）



来源：艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

图表 7：B2B 电子商务中小企业应用规模（万家）


来源：艾瑞咨询，齐鲁证券研究所

■ 价（ARPU 值）的提升——低租售比

- 对于商户来说，看重的是商业交易平台上其租金成本与平台产生交易额之比，即商业行业通常所说的租售比。B2B 电子商务业态的租金收入/交易额的比例仅为传统专业类市场公司的五分之一，具有巨大的提升空间。
- 从竞争的角度分析，B2B 电子商务行业 ARPU 值也将长期处于一个稳健提升的通道上。B2B 电子商务行业格局基本稳定，对新进入者形成了较强的壁垒，使得新进入者通过低价格获取市场份额的策略基本不可行；而行业领头羊阿里巴巴由于平台挤出效应明显，会员数已经到达瓶颈，量的增长空间已经大为放缓，稳步提升 ARPU 值（包括会员费提升和增值服务升级）也成为其业绩增长的核心途径。在这个背景下，整个行业的 ARPU 值存在稳健的提升基础。

■ 较强的抗周期性

- 以租金收入为主的专业市场公司具备较强的抗周期性，业绩确定性高，2008 年全年小商品城跌幅仅为 10% 左右。
- B2B 电子商务公司也具备较强的抗周期性。2009 年全球范围内经济环境恢复缓慢以及人民币升值压力对外贸出口产生较大影响，也造成部分外贸型中小企业生存恶化。但阿里巴巴、焦点科技的运营数据证明，在面临出口压力的时候，企业更加需要扩大营销途径，电子商务在投入少、信息传递迅速等方面的优势也更加凸显，在所有营销渠道中的地位明显提升：2009 年阿里巴巴外贸付费会员数量同比增长 92.5%，远远高于 2008 年的 49.6%（外贸付费会员的大幅增加与阿里巴巴采取的产品降价、销售人员增加有直接关系，但根本原因还在于外贸企业对 B2B 电子商务需求更加旺盛）；2009 年焦点科技在继续取消低价会员产品的同时，付费会员增长率比 08 年增加了 3 个百分点。

短期发展趋势：通过增值服务提升 ARPU 值

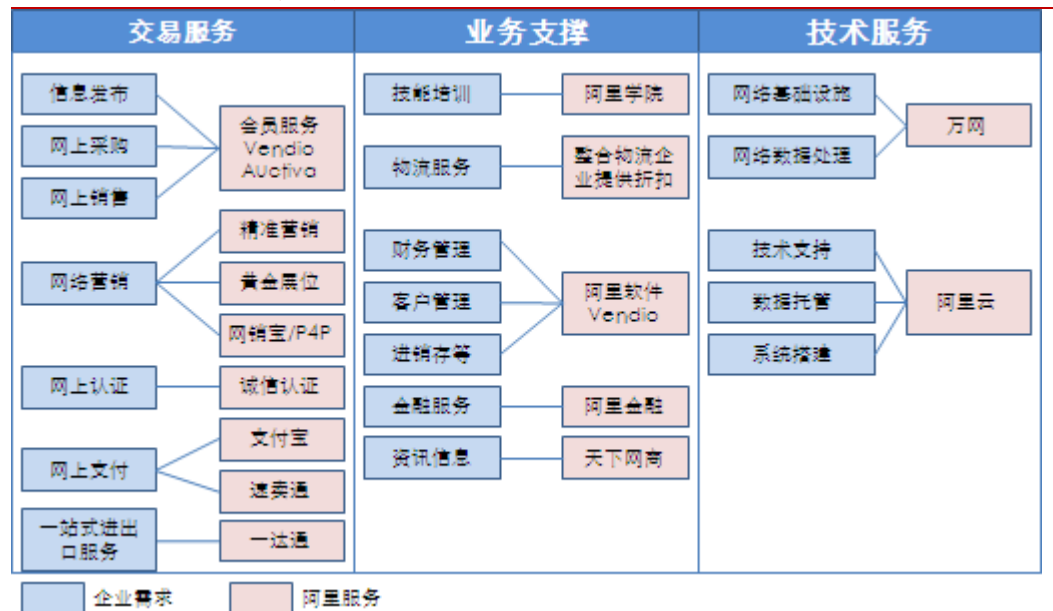
■ ARPU 值高者交易额更高

- 通过对阿里巴巴和焦点科技的调研我们发现,在 B2B 电子商务平台上, ARPU 值高的中小企业交易额也更高。
- 原因在于,客户 ARPU 值高表明更重视电商平台,在上面的投入多也意味着更多的资源,如购买更多的增值服务产品,使用更多的推广服务,从而吸引更多的流量,带来更多的交易;交易量的提升又反过来提升企业对平台的满意度和投入程度,形成正向循环。

■ 增值服务: 交易流程全覆盖

- B2B 平台对企业提供的服务,开始从提供交易信息向技术、物流、报关、金融、交易等全流程覆盖。
- 阿里巴巴开始从 Meet@Alibaba 向 Work@Alibaba 转型,服务涵盖业务、技术、交易等多个领域的不同环节,并收购了阿里软件、中国万网、Vendio、Auctiva 和一达通等企业,增强其服务提供能力。
- 焦点科技于 2010 年 6 月决定投资一亿元人民币设立全资网络保险代理公司,向客户提供更低费率的在线保代服务,与保险公司按比例分成,预计分成比例为 15~20%。同时公司正推进船运、航运等物流服务,目前已经实现与物流企业的信息对接,未来用户可实现集装箱、航班、船次等的在线预订。
- 服务的全面覆盖,一方面满足企业交易流程中的多种需求,使平台成为企业不可或缺的商业平台,增加用户黏性,提升用户 ARPU 值;另一方面掌握更全面、更真实的企业信息,建立基于真实交易的企业信用评价体系,保证交易环境的诚信与透明。同时,也有助于打通网络金融环节,低成本、低风险地为小企业提供小额贷款,获取基于用户平台的复合增值收益。

图表 8: 阿里巴巴服务体系

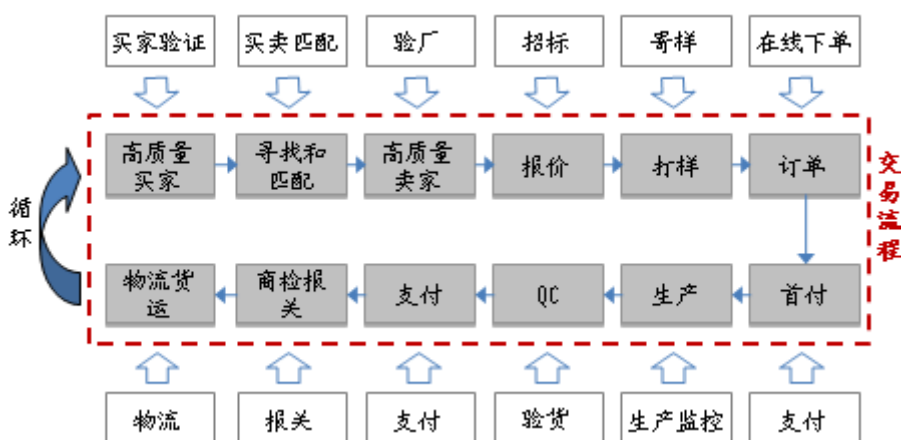


来源: 公司财报, 齐鲁证券研究所

长期趋势: 模式转型, 从卖方收费到双方收费

- 未来随着服务对整个交易流程的全面覆盖，买卖双方会更加依赖电子商务平台，商业模式将不仅仅是通过卖方收费，还可以向买方收费，市场空间将更为宽广。
- 买家面对海量的产品信息，出于降低筛选成本、规避采购风险的考虑，会采用委托采购的方式，包括前期卖家选择、企业认证、产品认证以及购买后的报关、金融、物流等服务。
- 根据阿里巴巴内部测算，服务买家的市场价值是服务卖家市场价值的三倍以上。近期阿里巴巴收购了一达通，一达通的主要业务为借助互联网一站式为中小企业提供通关、运输、保险、码头、外汇、退税、融资、认证等全程的进出口服务，全面满足企业需求的同时，为未来向买家收费铺平了道路。

图表 9：B2B 电子商务贸易流程深度服务



来源：齐鲁证券研究所

B2B 电子商务市值整体存巨大提升机遇

B2B 电子商务企业存在巨大估值鸿沟

- 我们把中国三家电子商务上市公司（阿里巴巴、焦点科技、生意宝）看作一家 B2B 电子商务上市企业 A，把中国六家专业市场上市公司（小商品城、海宁皮城、东方市场、轻纺城、农产品、海印股份）看作一家专业市场上市企业 B，对比之后我们发现：前者的市值是后者的四分之三，但是其交易额是后者的 5 倍，平均净利润率和平均净资产收益率都是后者的 2 倍。同时 A 占有 B2B 电子商务整个行业交易额的 43.4%，而 B 仅占有专业市场总成交额的 3.16%。

图表 10：B2B 电子商务企业与专业市场企业核心数据比较

	A	B	A/B
	阿里巴巴+焦点科技+生意宝	小商品城+海宁皮城+东方市场+轻纺城+农产品+海印股份	
市值 (亿元)	792	1071	0.74
市场交易额 (亿元)	8185	1579	5
租赁收入 (亿元)	42	34	1.3
占整体交易量比例 (%)	43.40%	3.16%	13.7
净利润率 (%)	32.1%	17.1%	2
扣非后净资产收益率 (%)	19.2	8.7	2
租赁收入/交易额 (%)	0.5%	2.1%	0.2

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

估值差异的根源

- 仅仅从 PE 和 PEG 来看，B2B 电子商务公司（例如焦点科技）估值似乎也并不低。但是，Amazon 曾经连续亏损，但股价居高不下；优酷亏损，但是在美国资本市场仍然可以高价上市，这就给我们一个思考：**市盈率估值对于网络类公司是合适的吗？**
- 我们认为一个商业交易平台的价值，并不是由它即期的盈利来决定的，而是由它未来现金流的折现来决定的，而商业交易平台未来的现金流则是跟市场的交易额及其增长紧密挂钩的。因为成交额是客户考虑是否投入以及愿意投入多少的关键要素，也是交易市场业主利润的源泉。由于商业交易平台的租金收入具备典型的“低开高走”特性，因此当期的盈利不是最重要的估值指标。投资者应该把关注盈利转向关注市场交易额以及市场交易额的增长，从而在其中发现交易平台未来盈利之源的变动趋势。
- 相对专业市场类公司，B2B 电子商务公司市值严重低估的原因，在于市场高估了 B2B 电子商务公司业绩的周期性，低估了其业绩的确定性高增长能力以及租金提升能力。

追随者：超额收益定律

TO B 行业不会赢者通吃

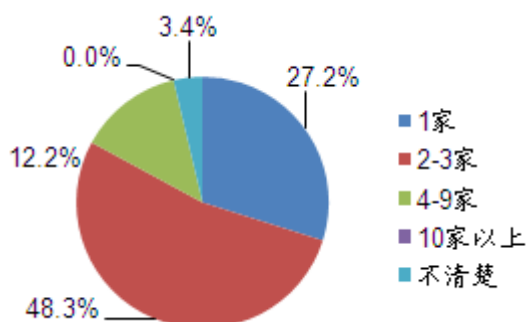
■ 一个普遍现象：To B 的行业基本都不会赢者通吃

- 电力设备行业、电信设备行业、铁路设备行业都没有出现赢者通吃现象，而是由两家以上企业共分市场。主要原因在于，B（企业）比 C（个人）的商业行为更理性，出于风险管理和控制，不会将鸡蛋都放在一个篮子里。

■ B2B 电子商务行业更不会赢者通吃

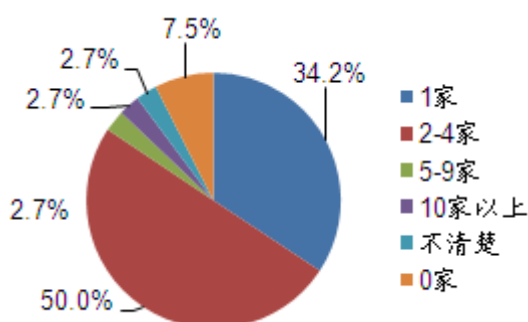
- 根据易观国际数据，60.5%的中小企业使用两家以上 B2B 电子商务服务，55.4%的中小企业使用两家以上付费电子商务服务。这个现象也比较容易理解，我们在中小型专业市场最为发达的广州调研发现，一个商家同时在多个专业市场开设店铺的情形非常普遍。对于他们而言，考虑的只有一个核心因素：投入的租金是否可以换来有足够回报率的交易额。而在 B2B 电子商务网站租售比相当于传统专业市场五分之一的背景下，精明的商家自然不会错过任何一个优秀的交易平台。

图表 11：企业使用 B2B 电子商务平台的数量



来源：易观国际，齐鲁证券研究所

图表 12：企业使用付费 B2B 电子商务平台的数量



来源：易观国际，齐鲁证券研究所

- 不会赢者通吃的原因之一是挤出效应：B2B 网站付费会员规模增长迅速，买家资源被快速稀释，询盘/交易转化率持续降低，规模大的 B2B 平台如阿里巴巴将出现挤出效应，中小企业需要到别的平台寻求交易机会。
- 不会赢者通吃的原因之二是各平台买家并不完全重合：不同 B2B 平台买家资源总会有所区别，卖家需要多平台接入，从而尽可能实现全面覆盖；多一个销售平台对中小企业来说即多一个营销通路，不存在排他性。
- 不会赢者通吃的原因之三是市场发展空间足够容纳多个参与者：无论是从渗透率来看，还是中小企业应用电子商务的深度来看，B2B 电子商务还在非常初级的阶段，巨大的市场空间可以容得下多个参与者共同壮大这一市场。

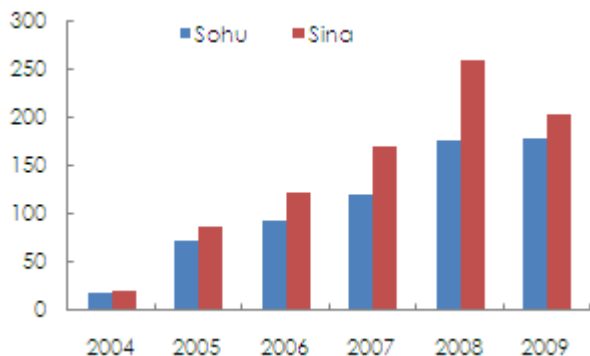
- 从这个意义上来讲，焦点科技与阿里巴巴并非竞争对手，而是共同培育用户使用习惯的市场参与者。对于任何一个阿里巴巴的付费客户而言，无论其在阿里巴巴平台上效果如何，都不阻碍其继续成为焦点科技的付费会员：如果其在阿里巴巴上做生意的投入产出比不划算，可以尝试焦点科技，因为那里单个客户的询盘量和交易转化率更高（后文会阐述这个现象背后的原因）；如果效果好，他已经体会到了电子商务的好处，完全可以到焦点科技新开一个商铺，使其生意额实现更大增长。正如我们调研时阿里巴巴专家所言，焦点科技理论上可以做到阿里巴巴那么大。

TO B 的互联网行业追随者往往具有超额收益

■ 新浪 VS 搜狐、Google VS 百度

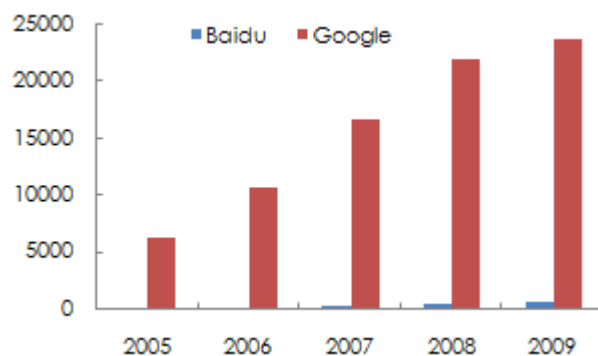
- 我们以综合门户网站中的新浪、搜狐，以及搜索引擎领域的 Google 和百度为例。这两个行业虽然是向个人用户提供服务，但是都是典型的 TO B 行业，盈利模式都是广告主付费：新浪和搜狐主要提供面向大中型企业的品牌广告；Google 和百度主要提供面向中小企业的关键字广告。
- 开始阶段，综合门户网站中新浪在品牌知名度、流量和营收等方面与搜狐相比都有很大的领先优势，但是我们发现，2006-09 年，新浪和搜狐营收规模的年均复合增长率（CAGR）分别为 16.7% 和 47.7%，净利润 CAGR 分别为 12.8% 和 47.0%，两者 5 年投资收益率则分别是 138% 和 266%，搜狐是新浪的两倍。
- 搜索引擎领域，Google 在全球领域的影响力以及整体营收能力远超百度，当谷歌成为资本市场的宠儿的时候，百度离上市还非常遥远。但我们发现，2006-09 年，Google 和百度营收规模的 CAGR 分别是 49.1% 和 101.6%，两者净利润 CAGR 分别是 45.2% 和 146.7%，两者的 5 年投资收益率分别是 42% 和 1280%，百度是 Google 的 33 倍。

图表 13：新浪和搜狐营收规模（百万美元）



来源：公司财报，齐鲁证券研究所

图表 14：Google 和百度营收规模（百万美元）



来源：公司财报，齐鲁证券研究所

图表 15：新浪和搜索 5 年投资收益率



来源：Google Finance, 齐鲁证券研究所

图表 16：Google 和百度 5 年投资收益率



来源：Google Finance, 齐鲁证券研究所

追随者的超额收益定律现象背后的原因

- 股票投资回报并非取决于企业实际的盈利增长，更不是取决于企业的市场地位，而是取决于企业实际盈利增长率与投资者预期之间的差异。地位领先者比追随者有着更好的市场地位和综合实力，从而容易给投资者带来更高的预期，给予更高的股价；但是在一个并非赢者通吃的行业，地位领先者要受到追随者的挑战和干扰，从而成长速度不达预期，进而影响投资收益率。追随者往往有着比领先者更少的综合优势和垄断地位，投资者给予比较低的预期，但是却有着更高的成长速度，从而容易超越预期，进而影响投资收益率。
- 领先者承担了较高的引导市场认知和培育用户习惯的成本，从而为追随者营造了良好的行业发展氛围。比如新浪培育了企业用户网络广告推广的使用习惯，方便了搜狐；谷歌培育了企业用户关键词广告的使用习惯，方便了百度；阿里巴巴专门设立阿里学院提升中小企业对 B2B 的认知和认可程度，也为焦点科技这样的追随者铺平了市场道路。

焦点科技：比领先者具有超额收益的追随者

阿里巴巴的成长路径分析

- 销售力和服务力：B2B 企业的竞争核心

- **B2B 电子商务行业两个核心要素是付费用户数和 ARPU 值，两者的提升直接关系到 B2B 企业营收的增长。**现阶段与之对应的企业核心优势分别是销售力和服务力：以销售提升新签付费用户数量，以服务力提升续签率，增加付费用户保有量；同时以服务提升用户 ARPU 值。

■ 阿里巴巴：从销售驱动到服务转型

- **阿里巴巴通过销售驱动公司早期成长。**在 2004-2008 年，营收年均复合增长率为 70%，净利润年均复合增长率为 100%（焦点科技当前的营收规模与阿里巴巴 2004 年的营收规模基本一致）。其核心就是通过销售驱动，这四年中其销售费用的年均复合增长率为 54%。截至 2010Q3 销售人员总规模达到 7300 人，其中针对外贸客户的直销人数为 4800 人，分别比 2007 年提升了 151.7% 和 140.0%。阿里巴巴将销售团队针对客户群体分为新签（提升新签付费用户）和续签（针对老用户）两个部门。同时为销售部门配备了数量众多的销售策划、运营支持、技术支撑团队，形成完善的销售体系。
- **阿里巴巴开始向服务型公司转型。**随着付费用户数量快速提升，阿里巴巴新签用户数量、续签率、用户在平台上的效果等方面的提升都面临较大压力，续签率由 2009 年的 60% 左右下滑至 2010 年的 50% 左右。阿里巴巴将 2010 年定为服务年，客户服务团队人数由 2007 年的 550 人提升至目前的 1100 余人。并提出由 Meet@Alibaba 转向 Work@Alibaba，建设覆盖整个交易流程的服务体系。

图表 17：阿里巴巴主要营业数据

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010年1-9月
营收规模 (亿)	3.59	7.38	15.50	21.63	30.01	38.74	40.36
国内 (亿)	1.05	2.11	3.72	6.15	10.94	14.15	13.68
国际 (亿)	2.55	5.27	9.92	15.48	19.07	24.07	23.57
增长率 (%)		106.9%	88.1%	56.0%	23.2%	26.2%	45.7%
销售费用 (亿)	1.95	3.94	6.1	7.41	11.08	16.24	14.91
占比 (%)	54.3%	53.4%	39.3%	34.3%	36.9%	41.9%	36.9%
净利润 (亿)	0.7	0.7	2.2	6.79	12.05	10.13	10.59
净利润增长率 (%)		-5%	212%	208%	78%	-16%	45%
会员数 (个)	77922	141614	200416	305545	432031	615212	750937
增长率 (%)		81.7%	41.5%	52.5%	41.4%	42.4%	22.1%
国际诚信通 (个)	5015	7791	10843	12152	16136	17786	11017
国际 Gold Supplier (个)	6435	12192	18682	27384	43028	96110	108572
中国诚信通 (个)	66472	121631	189573	266009	372867	501316	631348
销售人数 (个)				2900	4300	6200	7300
增长率 (%)					48.3%	44.2%	17.7%
直销人员 (个)				2000	3000	4300	4800
中国诚信通电话销售 (个)				900	1300	1900	2500
客服 (个)				550	1000	1000	1100

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

焦点科技：业绩确定性高成长来自于“量、价”齐升

■ 焦点科技的核心是服务力

- 焦点科技以服务为导向，更加看重中小企业在平台上的询盘转化率、服务质量，企业风格稳健，务实、低调、理性。
- 中国制造网目前付费用户数为 12406 位，是阿里巴巴外贸客户数量的 10.4%，单个客户所承接的询盘量和交易可能性更高。焦点科技续签率从 2009 年的 50% 左右上升至 2010 年的 60% 左右，已经超越了阿里巴巴 50% 左右的续签率。2009 年焦点科技 ARPU 值为 21616 元，超过了阿里巴巴的 21113 元。

■ 量的空间：加强销售力提升付费用户保有量

- 付费用户保有量的提升来自于新客户获得数量的提升以及续签率的稳定。
- 焦点科技的销售能力提升空间巨大。从销售人员和用户比例角度来看，焦点科技英文版为 1:17，全网为 1:18；阿里巴巴外贸为 1:25，全网为 1:103。焦点科技销售人员目前平均销售转化率仅为 1~2%，与 TOP 销售人员 10% 以上的转化率相比还有很大提升空间。相比而言，焦点科技的销售能力有非常大的提升空间。公司将持续加强销售团队的体系建设和管理，扩大销售团队规模，并增强销售人员拿单能力。
- 在持续推动销售的同时，公司继续强化服务整体能力，将老用户续约率稳定在 60% 左右。
- 新签用户及老用户留存率的稳定，将保证公司未来三年付费用户保有量复合增长 25% 以上。

图表 18：焦点科技国际版付费用户保有量增长情况

用户数预测	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
付费用户数 (位)	8521	9410	10638	12652	15872	20464
增长率 (%)		10.4%	13.0%	18.9%	25.5%	28.9%
其中：老用户留存 (个)		4261	5176	6383	7591	9523
续签率 (%)	62%	50%	55%	60%	60%	60%
其中：新签用户数 (位)		5150	5463	6269	8777	11849
增长率 (%)				14.8%	40.0%	35.0%

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

■ 价的空间：基于增值服务的 ARPU 值提升

- 无论是从客户的接受度，还是从行业格局的分析出发，电子商务行业的 ARPU 值都有长期稳健提升的基础。
- **ARPU 值提升的第一个动力来自于增值服务渗透率的提升。**焦点科技付费客户增值服务的渗透率只有 40% 左右，而根据焦点科技内部的分析，ARPU 值高者交易额更高，随着用户对电子商务使用习惯和投入程度的提升，未来增值服务的渗透率还有较大提升空间。
- **ARPU 值提升的第二个动力来自于稀缺性增值服务价格的提升。**随着增值服务渗透率的提升，名列前茅、产品展台、横幅推广等增值服务，资源的稀缺性将凸显，具备稳定的提价基础。
- 综合以上两点判断，预计未来三年焦点科技 ARPU 值复合增长率将保持 15% 左右。

图表 19：焦点科技国际版 ARPU 值增长情况

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
付费会员贡献 ARPU 值 (元)	8907	10815	12553	14040	16200	18360
认证费贡献 ARPU 值 (元)	856	1170	2065	3800	4750	5700
增值服务贡献 ARPU (元)	4796	6206	6759	7388	8834	9593
网络广告贡献 ARPU (元)			196	296	425	593
总 ARPU 值 (元)	14559	18191	21573	25524	30209	34246

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

■ 开拓新业务，为公司发展带来更大想象空间

➢ 新的增值业务

1. 保险业务：公司将与中信保及其他保险公司合作，为付费客户提供保险服务，保险代理资质预计将在 2011 年第一季度下发。公司将借助平台与客户优势，吸引客户实现在线投保，公司可从保险费中获得 15~20% 的提成，更重要的是，可以获得客户真实的交易信息，为提供增值服务和升级交易模式奠定基础。
2. 物流服务：公司目前已经能够为客户提供船运公司的实时信息，下一步计划使客户实现在线预定船次、航班、集装箱等。预计该项服务短期内不会为公司带来收入，主要用于增加客户对平台的黏性。

3. 公司计划借助增值服务进一步延伸产品线，对各交易环节实现覆盖，增强对客户的黏性；同时可掌握更加准确、翔实的客户信息，为给客户提供更具针对性的服务打下坚实基础。
- **中文站建设：**中文版网站已经上线，会员产品收费 4800 元/年，并提供 4000 多元的通标认证服务。公司将为中文站建立电话销售+渠道代理的销售体系，在南京设立的规模为几十人的电话销售团队计划在 2011 年初正式运营。目前中文版网站收入占整体的 1%左右，预计 2011 年将达到 3%，未来计划提升至 15%左右。

■ 管理团队：确定性高成长的保障

➤ 团队的稳定性，是公司持续成长的保障

公司核心管理层基本都是伴随企业一同成长的创业元老，整个团队具有很强的稳定性和忠诚度，其踏实和稳健是公司持续成长的保障。

➤ 团队逐步开放，是未来超预期的潜在看点

公司正逐步加强吸纳外部优秀人才的加入，尤其是销售和技术型人才，新鲜血液的加入，能使整个团队更具活力和激情，推动业绩超预期增长。

■ 未来两年业绩概览

- **2010Q4 业绩。**2010Q3 公司营收环比增长达到 20%，Q4 公司继续按往年一样进行大规模的促销活动，再加上由于年终奖金刺激，Q4 新增付费会员数量将会大幅增长，营收环比增幅超过 20%应该问题不大。同时公司在营销策略上将会员与认证服务捆绑销售，认证服务当期就进行收入确认，将对 Q4 业绩贡献大幅增加。
- **公司“递延收益”再创新高，预示未来业绩高成长态势已经确定。**公司会员费分 12 个月确认收入，未确认收入计入“递延收益”科目。2010Q3 公司递延收益再创新高，达 1.27 亿，比年初增长 23.6%，全年增长将突破 30%，将对 2011 年业绩提供确定性的保障。

图表 20：焦点科技递延收益

	2008	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3
递延收益(万元)	7299	10234	11022	11878	12651
增长率(%)		40.2%	7.7%	7.8%	6.5%
会员及增值递延(万元)	7561	9819		11314	
政府补贴递延(万元)	0	755		958	
预交税金及附加递延(万元)	-262	-339		-395	

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

- **估值建议。**预计 2010~12 年，公司 EPS 分别为 1.23、1.85 和 2.91 元，基于公司相对低估的市场价值以及高速、确定的增长预期，我们认为公司应该享受高估值。给予公司 2011 年 PE65 倍，2012 年 PE45 倍的估值，未来 12 个月目标价 120-131 元，推荐买入。

附录：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	126	172	230	315	495	748
增长率	188.64%	36.3%	34.0%	37.1%	57.1%	51.1%
营业成本	-17	-26	-36	-50	-64	-81
% 销售收入	13.2%	15.2%	15.8%	15.9%	13.0%	10.9%
毛利	109	146	194	265	431	667
% 销售收入	86.8%	84.8%	84.2%	84.1%	87.0%	89.1%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-11	-18	-27
% 销售收入	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
营业费用	-33	-46	-70	-101	-158	-239
% 销售收入	26.3%	27.0%	30.2%	32.0%	32.0%	32.0%
管理费用	-8	-14	-20	-35	-38	-44
% 销售收入	6.4%	8.1%	8.7%	11.0%	7.6%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	64	79	96	118	217	356
% 销售收入	50.6%	46.2%	41.6%	37.5%	43.8%	47.6%
财务费用	1	3	4	33	39	46
% 销售收入	-0.5%	-1.9%	-1.8%	-10.5%	-7.8%	-6.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	19	0	0
投资收益	11	0	0	0	0	0
% 税前利润	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	76	83	100	170	256	403
营业利润率	60.0%	48.1%	43.4%	54.0%	51.6%	53.8%
营业外收支	0	1	1	0	0	0
税前利润	76	84	101	170	256	403
利润率	60.0%	48.7%	44.1%	54.0%	51.6%	53.8%
所得税	-11	-8	-10	-26	-38	-60
所得税率	15.0%	10.0%	10.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	64	75	91	145	217	342
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	64	75	91	145	217	342
净利率	51.0%	43.8%	39.6%	45.9%	43.9%	45.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	75	91	145	217	342
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	6	13	9	8	7
非经营收益	0	0	-1	-19	0	0
营运资金变动	0	13	39	142	85	119
经营活动现金净流	0	95	142	277	311	469
资本开支	41	28	13	0	0	0
投资	0	0	0	-38	0	0
其他	11	0	0	19	0	0
投资活动现金净流	-30	-28	-13	-19	0	0
股权募资	38	0	1,195	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-8	0	0	0
筹资活动现金净流	38	0	1,187	0	0	0
现金净流量	8	66	1,317	259	311	469

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	136	203	1,519	1,778	2,088
应收款项	2	2	1	3	4
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	36	7	2	3	4
流动资产	174	212	1,523	1,783	2,096
% 总资产	88.8%	75.3%	95.6%	94.8%	95.9%
长期投资	0	0	0	38	38
固定资产	14	39	39	36	32
% 总资产	7.2%	14.0%	2.5%	1.9%	1.5%
无形资产	8	30	29	23	19
非流动资产	22	69	70	98	90
% 总资产	11.2%	24.7%	4.4%	5.2%	4.1%
资产总计	197	281	1,593	1,881	2,186
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	3	5	5	147	230
其他流动负债	71	75	110	113	117
流动负债	73	80	116	260	347
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	5	5	5	5
负债	76	85	121	265	352
普通股股东权益	121	196	1,472	1,616	1,834
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	197	281	1,593	1,881	2,186

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E
每股指标					
每股收益(元)	0.728	0.854	0.775	1.231	1.850
每股净资产(元)	1.369	2.223	12.526	13.757	15.607
每股经营现金净流(元)	0.000	1.073	1.209	2.359	2.643
每股股利(元)	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	53.17%	38.41%	6.19%	8.95%	11.85%
总资产收益率	32.65%	26.75%	5.72%	7.69%	9.94%
投入资本收益率	-353.56%	-1115.34%	-181.34%	-50.39%	-63.09%
增长率					
营业总收入增长率	188.64%	36.32%	33.96%	37.08%	57.11%
EBIT增长率	401.74%	24.27%	20.82%	23.45%	83.68%
净利润增长率	491.26%	17.27%	21.03%	58.81%	50.30%
总资产增长率	844.50%	43.14%	466.12%	18.13%	16.19%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0
存货周转天数	0.2	—	—	0.0	0.0
应付账款周转天数	2.3	1.5	4.2	1.0	1.0
固定资产周转天数	27.0	56.9	62.5	43.5	25.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-113.11%	-103.40%	-103.22%	-109.98%	-113.88%
EBIT利息保障倍数	-94.9	-23.7	-22.7	-3.6	-5.6
资产负债率	38.60%	30.35%	7.58%	14.08%	16.11%

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308