

焦点科技 2011 年一季报点评:

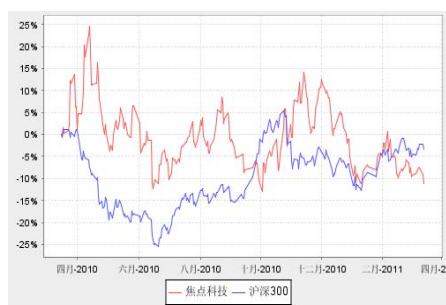
业务增长维持高位, 盈利增长受费用压制

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **71-80**
 分析师: 陈永倬 联系人: 许彬
 S0740511020001
 021-20315115 02120315198
 chenyz@qlzq.com.cn xubin@qlzq.com.cn
 2011 年 4 月 26 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)	66.66
市值(百万元)	7832.55
流通市值(百万元)	2229.85

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	229.95	332.94	491.35	706.33	1,017.0
营业收入增速	33.96%	44.78%	47.58%	43.75%	43.99%
净利润增长率	21.03%	65.10%	38.81%	45.76%	41.48%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.28	1.78	2.59	3.66
前次预测每股收益(元)	-	-	1.85	2.91	-
市场预测每股收益(元)	-	-	1.92	2.87	-
偏差率(本次-市场/市场)			-7.48%	-9.78%	-
市盈率(倍)	89.25	60.13	37.53	25.75	18.20
PEG	4.24	0.92	0.97	0.56	0.44
每股净资产(元)	12.53	13.23	14.21	16.80	20.46
每股现金流量	1.21	2.15	1.97	2.97	4.04
净资产收益率	6.19%	9.67%	12.50%	15.41%	17.90%
市净率	5.52	5.81	4.69	3.97	3.26
总股本(百万股)	117.50	117.50	117.50	117.50	117.50

备注: 市场预测取 聚源一致预

投资要点

- 4 月 26 日晚, 焦点科技公布 2011 年一季报, 营业收入 9,460.69 万元, 较去年同期增长 45.72%; 归属于上市公司股东的净利润为 2957 万元, 较去年同期增长 30.66%; 基本每股收益 0.25 元。
- 公司业务增长维持高位。虽然公司营收和净利润出现环比下滑, 但这属于正常的季节性现象(2010 年公司一季度营收占全年 20%, 净利占全年 15%), 最能反映公司经营情况的“预收账款+递延收益”2011 年第一季度为 10117 万元, 比去年同期 11453 万元增长 48.49%, 这反映 2011 年营收高增长确定性高。
- 利润增长低于收入增长, 主要是管理费用大幅增长。一季度销售费用同比增长 37.02%, 低于收入的增长; 但是管理费用同比增长 53.51%, 环比增长 39.57%, 高于收入的增长幅度。管理费用的增长主要源自于研发支出的增加和人员薪酬的提升。一季度管理费用的高增长, 预示全年管理费用高企。在此背景下, 公司全年管理费用将超出我们此前预期。
- 根据一季报情况, 我们上调管理费用, 略微下调盈利预测。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.78、2.59、3.66 元, 给予一年内相当于 2011 年 40-45 倍的估值, 目标价 71-80 元, 维持“买入”评级。

公司一季度业绩回顾

简明情况

- 第一季度，公司实现营业收入 9,460.69 万元，较去年同期增长 45.72%；归属于上市公司股东的净利润为 2957 万元，较去年同期增长 30.66%；基本每股收益 0.25 元。
- 虽然公司一季度营收和净利润环比下滑，但这属于正常的季节性现象。2010 年公司一季度营收占全年 20%，净利占全年 15%。

业务增长维持高位

- 最能反映公司经营情况的“预收账款+递延收益”2011 年第一季度为 10117 万元，比去年同期 11453 万元增长 48.49%，这反映 2011 年营收高增长确定性高。

图表 1：一季度主要财务数据同比、环比情况

项目	1Q10	4Q10	1Q11	同比	环比
营业收入	6492	10680	9461	45.72%	-11.41%
营业成本	1125	1546	1762	56.64%	13.98%
销售费用	2292	3596	3141	37.02%	-12.66%
管理费用	1042	1146	1599	53.51%	39.57%
财务费用	-861	-893	-879	2.02%	-1.64%
归属于母公司的净利润	2263	5764	2957	30.66%	-48.71%
递延收益+预收款	11453	17797	17007	48.49%	-4.44%

来源：齐鲁证券研究所

费用高企吞噬利润

- 一季度销售费用同比增长 37.02%，低于收入的增长；但是管理费用同比增长 53.51%，环比增长 39.57%。管理费用的增长主要源自于研发支出的增加和人员薪酬的提升。
- 我们分析，公司管理费用季度之间变化不明显，一季度管理费用的高增长，预示全年管理费用高企。在此背景下，公司全年管理费用将超出我们此前预期。

未来业绩预测

- 维持前述报告中收入、毛利率假设

图表 2: 基本业务收入、毛利率假设

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
英文版					
ARPU(万元/人)	2.29	2.65	3.02	3.44	3.93
增长率 (YOY)	13.93%	15.72%	14.00%	14.00%	14.00%
付费会员数	9,872.00	12,365.00	15,456.25	19,320.31	24,150.39
增长率 (YOY)	17.34%	25.25%	25.00%	25.00%	25.00%
销售收入	22,606.88	32,767.25	46,693.33	66,538.00	94,816.65
增长率 (YOY)	33.69%	44.94%	42.50%	42.50%	42.50%
毛利率	84.18%	84.77%	85.00%	85.00%	85.00%
中文版					
ARPU(万元/人)	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
付费会员数	766.00	981.00	1,962.00	3,531.60	6,356.88
增长率 (YOY)	37.28%	28.07%	100.00%	80.00%	80.00%
销售收入	367.68	470.88	941.76	1,695.17	3,051.30
增长率 (YOY)	37.28%	28.07%	100.00%	80.00%	80.00%
毛利率	84.18%	84.77%	85.00%	85.00%	85.00%
其他业务(保险代理+文笔网)					
销售收入	0.00	13.89	1,500.00	2,400.00	3,840.00
增长率 (YOY)	—	—	10699.14%	60.00%	60.00%
毛利率	0.00%	0.00%	80.00%	80.00%	80.00%
销售收入小计	22974.56	33252.02	49135.09	70633.17	101707.95
销售成本小计	3634.58	5076.06	7445.26	10714.97	15448.19
毛利	19339.98	28175.96	41689.83	59918.19	86259.76
平均毛利率	84.18%	84.73%	84.85%	84.83%	84.81%

来源: 齐鲁证券研究所

■ 费用假设情况

图表 3: 费用假设

	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	11012.25	15293.62	21543.12	30512.38
营业费用率	33.08%	31.13%	30.50%	30.00%
管理费用	3819.67	5896.21	7063.32	10170.79
管理费用率	11.47%	12.00%	10.00%	10.00%

来源: 齐鲁证券研究所

■ 业绩与估值

➤ 根据以上假设, 2011-2013 公司 EPS 分别为 1.78、2.59、3.66。

附录：财务预测简表

损益表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	17,166	22,995	33,294	49,135	70,633	101,708
增长率	36.32%	34.0%	44.8%	47.6%	43.8%	44.0%
营业成本	-2,610	-3,632	-5,146	-7,445	-10,715	-15,448
%销售收入	15.2%	15.8%	15.5%	15.2%	15.2%	15.2%
毛利	14,556	19,364	28,148	41,690	59,918	86,260
%销售收入	84.8%	84.2%	84.5%	84.8%	84.8%	84.8%
营业税金及附加	-600	-826	-1,212	-1,781	-2,564	-3,691
%销售收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
营业费用	-4,642	-6,954	-11,012	-15,294	-21,543	-30,512
%销售收入	27.0%	30.2%	33.1%	31.1%	30.5%	30.0%
管理费用	-1,390	-2,008	-3,820	-5,896	-7,063	-10,171
%销售收入	8.1%	8.7%	11.5%	12.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	7,925	9,575	12,104	18,719	28,747	41,886
%销售收入	46.2%	41.6%	36.4%	38.1%	40.7%	41.2%
财务费用	334	422	3,369	4,395	4,991	5,890
%销售收入	-1.9%	-1.8%	-10.1%	-8.9%	-7.1%	-5.8%
资产减值损失	0	-10	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8,259	9,987	15,473	23,114	33,738	47,776
营业利润率	48.1%	43.4%	46.5%	47.0%	47.8%	47.0%
营业外收支	104	149	1,243	100	100	100
税前利润	8,363	10,136	16,716	23,214	33,838	47,876
利润率	48.7%	44.1%	50.2%	47.2%	47.9%	47.1%
所得税	-838	-1,028	-1,684	-2,345	-3,415	-4,833
所得税率	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
净利润	7,525	9,108	15,032	20,869	30,423	43,043
少数股东损益	0	0	-5	-3	0	0
归属于母公司的净利润	7,525	9,108	15,037	20,872	30,423	43,043
净利率	43.8%	39.6%	45.2%	42.5%	43.1%	42.3%

现金流量表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	7,525	9,108	15,032	20,869	30,423	43,043
少数股东损益	0	0	0	-3	0	0
非现金支出	646	1,325	1,998	2,060	1,995	1,784
非经营收益	-14	-105	-95	-100	-100	-100
营运资金变动	1,296	3,880	8,369	358	2,558	2,799
经营活动现金净流	9,453	14,207	25,303	23,185	34,876	47,526
资本开支	2,837	1,257	4,369	424	563	517
投资	0	0	-1,950	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,837	-1,257	-6,319	-424	-563	-517
股权募资	0	119,494	490	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-8	-774	-6,985	0	-9,400	0
筹资活动现金净流	-8	118,720	-6,495	0	-9,400	0
现金净流量	6,608	131,671	12,489	22,760	24,913	47,009

资产负债表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	20,257	151,928	164,417	187,180	212,093	259,102
应收款项	245	149	226	331	454	664
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	690	213	595	732	876	1,110
流动资产	21,192	152,290	165,237	188,244	213,423	260,876
%总资产	75.3%	95.6%	93.3%	94.8%	96.0%	97.1%
长期投资	0	0	3,867	3,867	3,867	3,867
固定资产	3,944	3,931	2,538	1,348	126	-909
%总资产	14.0%	2.5%	1.4%	0.7%	0.1%	-0.3%
无形资产	2,995	2,950	5,285	4,938	4,828	4,696
非流动资产	6,939	6,967	11,873	10,337	9,005	7,838
%总资产	24.7%	4.4%	6.7%	5.2%	4.0%	2.9%
资产总计	28,131	159,257	177,110	198,580	222,428	268,713
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	503	549	2,346	2,450	3,834	5,364
其他流动负债	7,531	11,044	18,289	28,186	20,226	21,939
流动负债	8,034	11,594	20,635	30,636	24,061	27,303
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	505	479	479	479	479	479
负债	8,539	12,073	21,115	31,115	24,540	27,782
普通股股东权益	19,592	147,184	155,511	166,984	197,407	240,450
少数股东权益	0	0	485	481	481	481
负债股东权益合计	28,131	159,257	177,110	198,580	222,428	268,713

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.854	0.775	1.280	1.776	2.589	3.663
每股净资产 (元)	2.223	12.526	13.235	14.211	16.801	20.464
每股经营现金净流 (元)	1.073	1.209	2.153	1.973	2.968	4.045
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.41%	6.19%	9.67%	12.50%	15.41%	17.90%
总资产收益率	26.75%	5.72%	8.49%	10.51%	13.68%	16.02%
投入资本收益率	-1115.34%	-181.34%	-88.58%	-71.36%	-143.02%	-170.88%
增长率						
营业总收入增长率	36.32%	33.96%	44.78%	47.58%	43.75%	43.99%
EBIT增长率	24.27%	20.82%	26.42%	54.65%	53.58%	45.70%
净利润增长率	17.27%	21.03%	65.10%	38.81%	45.76%	41.48%
总资产增长率	112.65%	466.12%	11.21%	12.12%	12.01%	20.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	1.5	4.2	21.5	15.7	17.6	17.0
固定资产周转天数	56.9	62.5	35.5	14.4	3.8	-1.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.40%	-103.22%	-105.40%	-111.77%	-107.18%	-107.54%
EBIT利息保障倍数	-23.7	-22.7	-3.6	-4.3	-5.8	-7.1
资产负债率	30.35%	7.58%	11.92%	15.67%	11.03%	10.34%

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: 18616512309
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: 021-20315112
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