

# 米奥会展 (300795)

## 全球会展第三极崛起，聚焦一带一路和中国 买入 (首次)

2023年04月20日

证券分析师 黄诗涛  
 执业证书: S0600521120004  
 huangshitao@dwzq.com.cn  
 证券分析师 汤军  
 执业证书: S0600517050001  
 021-60199793  
 tangj@dwzq.com.cn  
 证券分析师 李昱哲  
 执业证书: S0600522090007  
 liyzzh@dwzq.com.cn

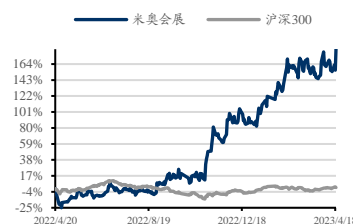
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	348	704	954	1,246
同比	92%	102%	36%	31%
归属母公司净利润 (百万元)	50	161	271	410
同比	187%	219%	69%	51%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	1.59	2.68	4.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	123.10	38.62	22.89	15.14

关键词: #出口导向 #产能扩张 #规模经济

### 投资要点

- **米奥会展: 一带一路自办展龙头, 服务中国制造出海。**公司是A股唯一一家专注于会展主办的本土民营企业。公司聚焦一带一路, 服务中国企业走出去, 历经20多年打造了“自主产权、自主品牌、独立运营”的Homelife和MachineX双品牌展会。根据全球展览业协会数据, 公司是中国出海自主办展的龙头, 主要展会的规模在当地均名列前茅。
- **会展行业是B端服务业皇冠上的明珠, 强品牌、轻资产、高盈利、强现金流。**行业规模递增效应和规模马太效应非常明显。作为城市经济的一个重要引流行业, 会展业受到政府的诸多支持, 跨境展会的举办更需要较多的境内外资源积累。头部展会具有强品牌和高复购率, 推广成本和销售费用边际为负, 利润率弹性显著。
- **中国会展业面临历史性机遇, 有望形成全球第三极势力。**全球龙头会展公司以英资和德资为主, 中国会展行业规模近千亿元, 但格局分散, 尚未形成跨行业且跨地区的全球品牌。疫后会展业迎来一轮洗牌, 兼并重组, 寻找新的增长点。类似于欧美会展业的品牌国际化, 随着中国制造、品牌文化的输出对象转向一带一路和RCEP区域, 中国会展公司的品牌国际化也将迎来长足发展机遇, 有望跻身龙头行列, 形成全球第三极势力。
- **逆势卡位, 顺势崛起, 展会+数据, 合作共赢。**1) 公司依托长期的数字化理念和研发, 疫情期间逆势扩张, 引进人才, 开创“双线双展”新模式, 拓展了展会的场次和区域, 品牌影响力实现较大提升, 从而赢得疫后领先卡位优势。2) 充分利用数字化工具和努力自研数字化产品, 公司降低办展成本, 不断提升客户的参展效果, 从而走出了一条有别于传统会展公司的快速发展道路。3) 顺应国内会展的国际化需求, 公司对外采取合资、合作和并购的方式, 助力其在海外的落地和壮大, 从而实现中国会展品牌的崛起。
- **盈利预测与投资评级:**公司主要收入驱动来自于境外自办展, 该业务有望在2023年迅速复苏, 我们预计公司2023-2025年营业收入为7.0/9.5/12.5亿元, 同比增长102.0%/35.5%/30.6%。预计公司2023-25年归母净为1.6/2.7/4.1亿元, 同比增长218.7%/68.7%/51.3%, 当前收盘价对应3年动态PE为39/23/15倍。相比检测、MRO等B端服务业态, 会展业具有更轻资产、更好的盈利能力及现金流的特点, 且公司处于快速发展期, 一带一路发展空间广阔, 国内合作机会涌现, 我们看好公司业务充足的弹性与较强确定性, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**国际经济贸易波动, 新冠疫情反复风险, 行业竞争加剧客户拓展不及市场预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	61.40
一年最低/最高价	15.94/63.74
市净率(倍)	13.86
流通A股市值(百万元)	3,536.37
总市值(百万元)	6,202.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.43
资产负债率(% ,LF)	22.97
总股本(百万股)	101.02
流通A股(百万股)	57.60

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 米奥会展：中国会展第一股，布局全球新兴市场</b>	<b>5</b>
<b>2. 境外展受益行业三重复苏，龙头优势明显</b>	<b>9</b>
2.1. 会展行业：经济贸易晴雨表，头部效应明显	9
2.2. 中国境外自办展：集中度提升，空间广阔	11
2.2.1. 米奥会展龙头地位稳固，但对标国际仍有差距	11
2.2.2. 疫情加速行业出清，疫后复苏面临新挑战	14
2.2.3. 一带一路、RCEP 与稳外贸政策东风助推扩张	15
2.3. 境内会展业：市场较为分散，行业洗牌带来新机遇	17
<b>3. 后疫情时代迎曙光，米奥乘风而上</b>	<b>19</b>
3.1. 超常规自主发展，迎接疫后需求	19
3.1.1. 逆势扩张团队规模，聚焦大展和数字展	19
3.1.2. 股权激励高度绑定核心人才，促进业绩稳增长	21
3.2. 两大系列展助力打造品牌 IP，UFI 认证使认可度再提升	22
3.2.1. 两大系列展加强自有品牌建设，匹配出口助力制造业走出国门	22
3.2.2. 规模优势+UFI 认证，助力米奥知名度再提升	24
3.3. 业绩拐点已现，增长势能充足	26
3.3.1. 22 年底出海井喷式增加，22Q3 业绩拐点已现	26
3.3.2. 政策支持、人才储备、合作并购打开中长期天花板	28
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>32</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 米奥会展发展历程.....	5
图 2: 米奥举办的境外展遍布全球 13 个国家.....	6
图 3: 公司股权结构 (截止 2022 年 12 月 31 日) .....	6
图 4: 米奥会展 2013 年-2022 年总营收及利润率 .....	8
图 5: 米奥会展 2020Q1-2022Q4 单季度净利润 .....	8
图 6: 米奥会展 2013 年-2022 年营业收入按产品划分 .....	8
图 7: 美国会展业景气指数与实际 GDP 呈高度正相关.....	9
图 8: 会展行业产业链.....	10
图 9: 展会交流具有多边网络效应.....	10
图 10: 2014-2021 年中国主办方境外办展统计 .....	11
图 11: 2019 年中国境外办展数量份额.....	12
图 12: 2019 年中国境外办展面积份额.....	12
图 13: 2019 年全球会展企业营业收入情况 (亿美元) .....	12
图 14: 米奥与国际龙头展会总面积对比 (万平方米) .....	13
图 15: 米奥与国际龙头展会展商数量对比 (家) .....	13
图 16: 米奥与国际龙头单展面积对比 (平方米) .....	13
图 17: 米奥与国际龙头人均创收对比 (万欧元) .....	13
图 18: 全球会展企业相比 2019 年营收额恢复程度分布.....	15
图 19: 全球会展企业面临的挑战.....	15
图 20: 与“一带一路”沿线国家贸易进出口额占对外贸易总额比重 .....	16
图 21: 2021 年办展总规模排名前 10 的办展机构类型.....	17
图 22: 全国 Top100 机构分类办展规模 (单位: 万平米) .....	17
图 23: 2015-2019 年中国展览数量和面积 .....	17
图 24: 2019 年中国会展业市场份额.....	17
图 25: 米奥员工规模逆势扩张 (单位: 人) .....	20
图 26: 米奥人均创收现曙光.....	21
图 27: 2021 年数字展占总营收比重高.....	21
图 28: 米奥会展 2016 年-2022 年费用率变化 .....	21
图 29: 2021 年中国进、出口额占 GDP 比重.....	24
图 30: 2012-2021 年中国出口额及增速 .....	24
图 31: 2022 年中国出口重点商品 (单位: 亿美元) .....	24
图 32: 米奥会展的数字展览新模式.....	25
图 33: 米奥会展 2020Q1-2022Q4 合同负债 (亿元) .....	27
图 34: 米奥境外布局.....	29
图 35: 2018 年米奥营业收入地区构成.....	29
图 36: 一带一路贸易额指数.....	29
图 37: 一带一路货运量指数.....	29
图 38: 中国—东盟贸易指数.....	30
图 39: 米奥会展海外合作协会.....	31
图 40: 米奥 RCEP 地区展览营销平台.....	32

表 1:	A 股上市会展企业.....	5
表 2:	米奥会展高管介绍.....	7
表 3:	疫情前会展企业与其他行业龙头指标对比.....	11
表 4:	2019 年国际展览公司在中国办展情况.....	14
表 5:	RCEP 生效前后中国与其他成员国进出口贸易额.....	16
表 6:	展会一级行业结构占比变动情况.....	18
表 7:	展会二级子行业不同增速区间的展会数量及面积统计.....	18
表 8:	米奥推出数字化服务矩阵.....	20
表 9:	米奥 2022-2023 年股权激励计划.....	22
表 10:	2022 年限制性股票激励授予情况.....	22
表 11:	截至 2019 年 Homelife 展会和 Machinex 展会举办情况.....	23
表 12:	疫前（2019 年前）米奥境外自办展.....	25
表 13:	疫情期间（2020-2021 年）米奥境外自办展.....	25
表 14:	米奥会展经 UFI 认证展览名录.....	26
表 15:	米奥 2023 年度办展预期.....	28
表 16:	2021 年中国境外自主办展服务“一带一路”倡议项目统计.....	29
表 17:	部分稳外贸相关政策.....	30
表 18:	米奥会展盈利预测.....	33
表 19:	可比公司估值对比（截止 2023 年 4 月 19 日）.....	33

## 1. 米奥会展：中国会展第一股，布局全球新兴市场

米奥会展成立于 2010 年，并于 2019 年 10 月在深交所创业板挂牌，成为 A 股唯一一家专注于会展主办的中国本土民营企业。公司主营境外会展策划、组织、推广及运营服务，聚焦中国企业走出去，打造“自主产权、自主品牌、独立运营”且布局全球的会展服务平台。公司致力于引领“中国制造”开拓全球市场，二十多年来坚持客户第一、不断创新，先后助力中国企业抢占全球热门市场，特别是“一带一路”市场、RCEP 市场等新兴市场，已累计服务“中国制造企业”二十多万家。

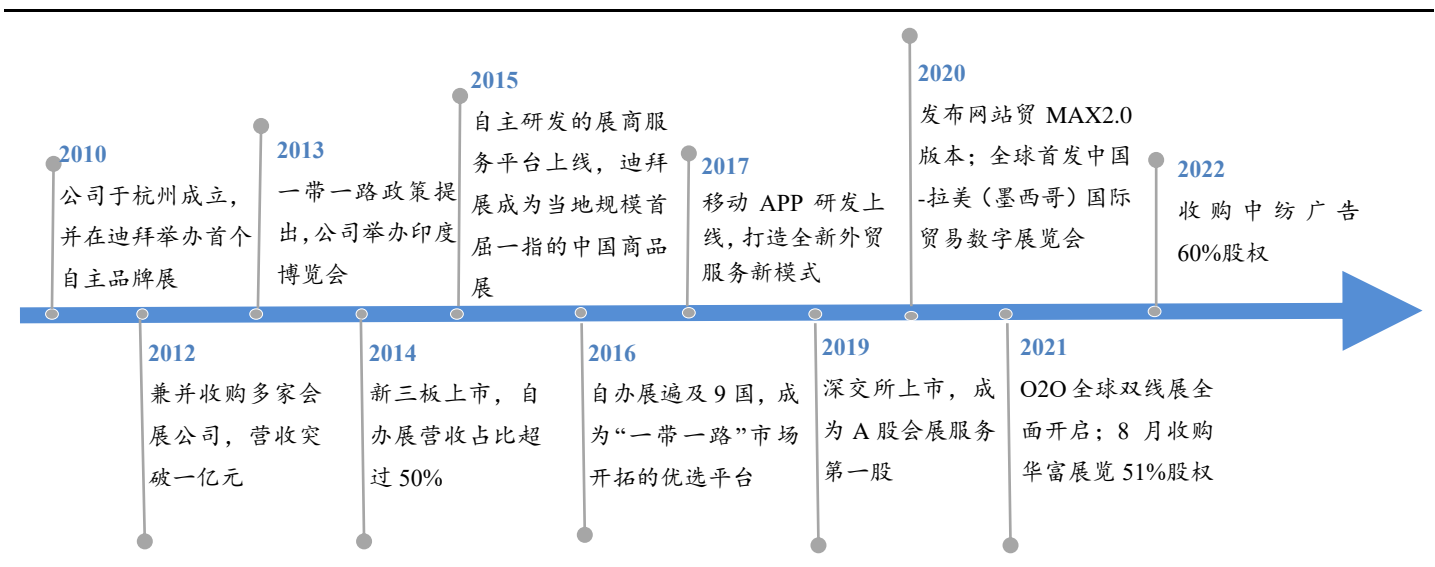
表1: A 股上市会展企业

股票代码	股票名称	上市时间	分类	所有制性质	主营业务	2021 年毛利率
300795.SZ	米奥会展	2019.10	A 股创业板	民营控股	展示主办	56.77%
300592.SZ	华凯易佰	2017.01	A 股创业板	民营控股	展示工程	39.34%
603466.SH	风语筑	2017.10	A 股主板	民营控股	展示工程	32.96%
600826.SH	兰生股份	1994.02	A 股主板	国有控股	展示全产业链	29.80%
002751.SZ	易尚展示	2015.04	A 股中小板	民营控股	展示工程	-12.96%

数据来源：中国会展经济研究会，东吴证券研究所

**深耕境外自办展，服务中国制造企业出海。**成立初期，米奥会展以境外代理展作为主要收入来源，凭借优质的展览服务及良好的展商资源，成为海外多个展会的大陆独家代理商。在大部分国内会展企业还无法独立运营境外展会的时代，米奥会展转型自办展，2014 年自办展营收占比达 57.87%。2016 年米奥举办的自办展已遍及 9 个国家，成为“一带一路”市场开拓的优选平台。截止 2022 年，米奥会展已累计服务“中国制造企业”二十万家，且大部分境外自办展已获全球展览业协会（UFI）认可。

图1: 米奥会展发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

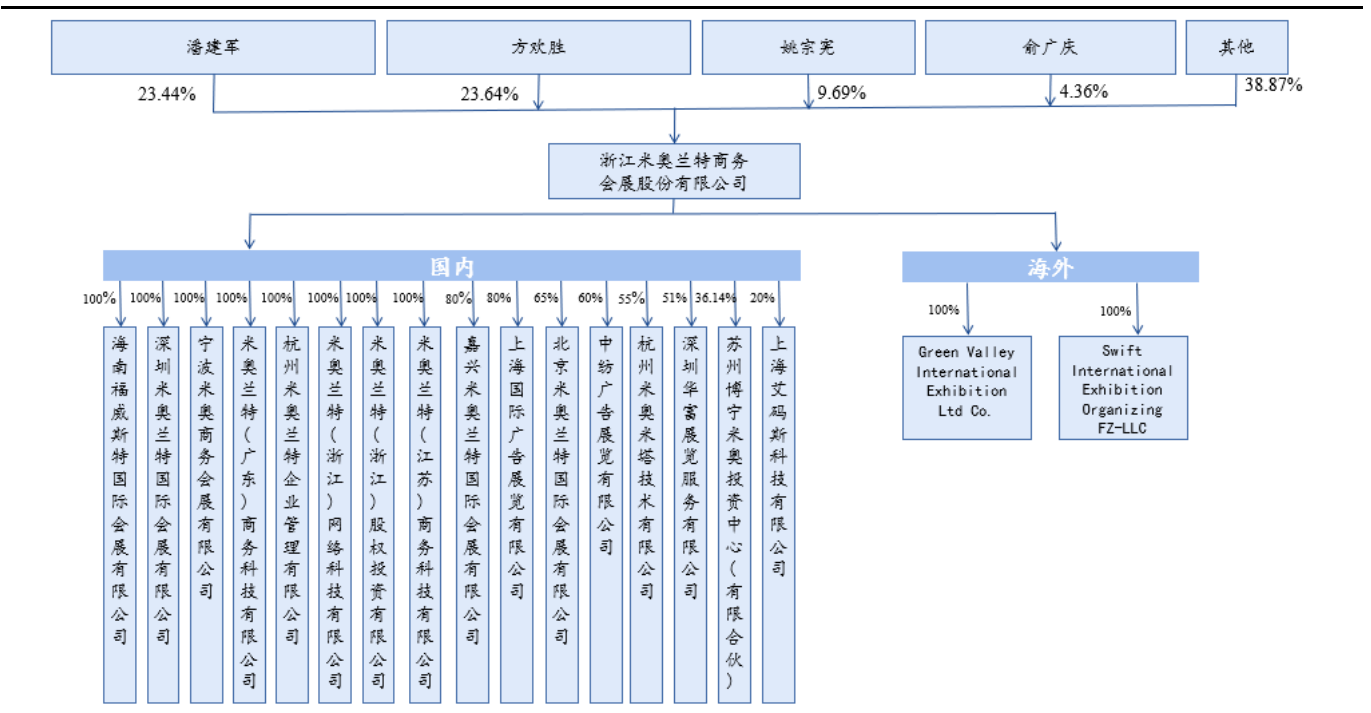
图2: 米奥举办的境外展遍布全球 13 个国家



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**股权集中, 核心团队经验丰富。**截止 2022 年 12 月 31 日, 总经理方欢胜持有公司 23.64%股份, 董事长潘建军持有公司 23.44%股份, 董秘姚宗宪持有公司 9.69%股份, 三人持股合计达 56.77%。2022 年 11 月 9 日, 公司 5%以上大股东自愿承诺 6 个月内不以任何方式减持其所持有的公司股份。公司高管拥有 20 余年会展业从业经验, 并积极吸纳曾就职于国际知名展会公司的高端人才。根据公司官网数据, 截止 2023 年 4 月, 公司共有核心研发团队 150 余人, 海归高端科技领军人 20 人, 行业高精尖人才 55 人, 硕博人才 40 人。

图3: 公司股权结构 (截止 2022 年 12 月 31 日)



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

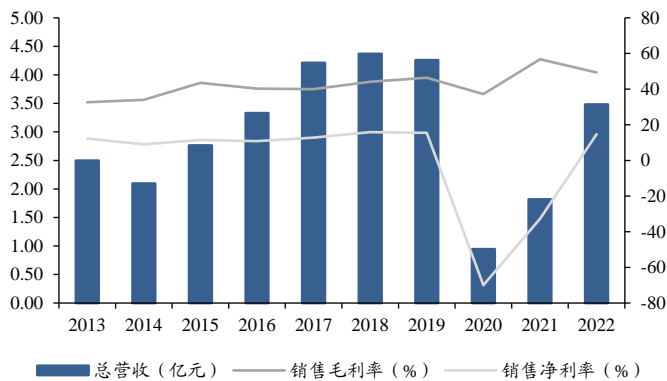
表2: 米奥会展高管介绍

姓名	职务	简介
潘建军	董事长,董事	1996年至1998年任浙江省嘉善县档案局科员;1998年至2001年任阿联酋中国商品交易中心驻华首席代表;2002年入职上海国际广告展览有限公司(以下简称“上广展”),2005年至2011年历任上广展董事兼总经理,董事;2011年至今任上广展董事长;2010年6月至今担任公司董事长
方欢胜	董事、总经理	1999年至2000年任阿联酋中国产品交易中心经理;2000年至2001年任阿联酋东方城堡贸易公司经理;2002年至2004年任东方国际集团广告展览有限公司经理;2005年至2010年任上广展经理,2010年至今任上广展董事兼总经理;2010年6月至今担任公司董事,总经理
姚宗宪	董事、董秘、财务总监	1997年至1999年任中国磁记录设备公司秘书;2000年至2001年任阿联酋中国商品交易中心经理;2002年至2010年任上广展副经理;2010年6月至今任公司董事,副总经理;2014年9月至2016年1月任公司信息披露事务负责人;2016年1月至今任公司董事会秘书
BINU SOMANATHAN PILLAI	副总经理	印度国籍,1995年至2000年任 National Exhibitions 项目经理;2000年至2003年任 International Expo-Consults LLC, Dubai 运营总监;2003年至2007年任 ExpoCentre,Sharjah 销售总监;2007年至2011年任 Informa Exhibitions 展览总监;2011年至今任米奥会展首席运营总监(COO);2014年9月至今任米奥会展副总经理
刘锋一	副总经理	1998年至2001年任黑龙江华润酒精事业有限公司(中粮集团)大客户经理;2001年至2002年任山东九九实业有限公司渠道经理;2002年至2005年任慧聪股份有限公司部门经理;2005年至2008年任苏州深海科技有限公司总经理;2008年至2010年任上广展市场部经理;2010年6月至今任米奥会展营销中心总经理;2014年9月至今任米奥会展副总经理
罗维强	副总经理	马来西亚籍,先后在英富曼(原 IIR),蒙歌玛丽等国际知名展会公司服务;2012-2015年任职慕尼黑(上海)展览有限公司 CEO;2017-2018年任职北京笔克展览展示有限公司大中国区高级副总裁;2019-2020年任职劳勿(上海)会展上海有限公司总经理. 拥有超过30年的国际会展行业从业经验,具有开阔的国际视野和投资战略眼光.先后孵化并领导了多个国际性重要的展览会诞生,尤其对亚洲市场研究颇深.现任米奥会展副总经理
郑伟	副总经理	毕业于同济大学工商管理专业.2010年10月至今,就职于浙江米奥兰特商务会展股份有限公司,历任运营总监,营销中心总经理,助理总经理

数据来源:公司公告、东吴证券研究所

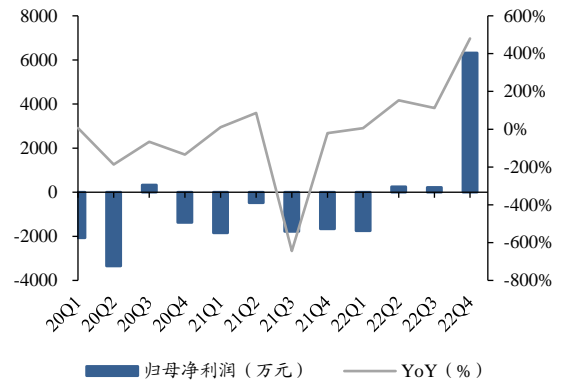
**2022年迎来业绩反转,营收与净利润大幅提升。**疫情前公司营业收入相对稳定,2019年总营收达4.26亿元,2013-2019年复合增长率约为9.3%。疫情期间公司推广数字展览新模式,由于数字展毛利率较高,因此整体毛利率仍然维持在较高水平。2022年公司营收同比增加91.76%,归母净利润同比增加187.41%,净利率基本恢复至疫前水平。

图4：米奥会展 2013 年-2022 年总营收及利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

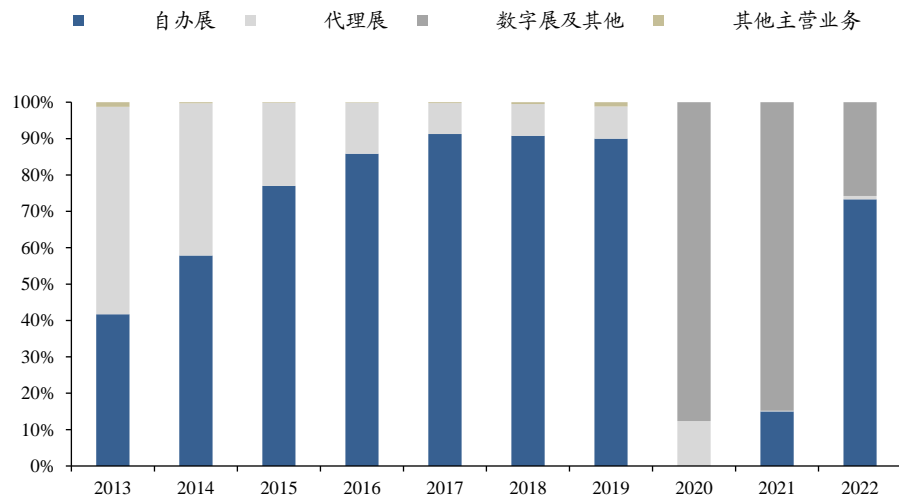
图5：米奥会展 2020Q1-2022Q4 单季度净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**疫情影响线下办展受阻，2022 年自办展逐渐恢复。**疫情前公司自办展业务稳健增长，2019 年自办展营收约为 3.8 亿元，2013-2019 年 CAGR 约为 20.5%左右。2020 与 2021 年公司数字展览业务分别实现收入 0.83/1.54 亿元，占营收比重分别为 87.65%/84.80%，成为疫情期间公司主要收入来源。伴随公司推出双线双展产品“网展贸 Meta”以及境外线下展览逐步恢复正常，2022 年自办展营收占比恢复至 73.3%。

图6：米奥会展 2013 年-2022 年营业收入按产品划分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

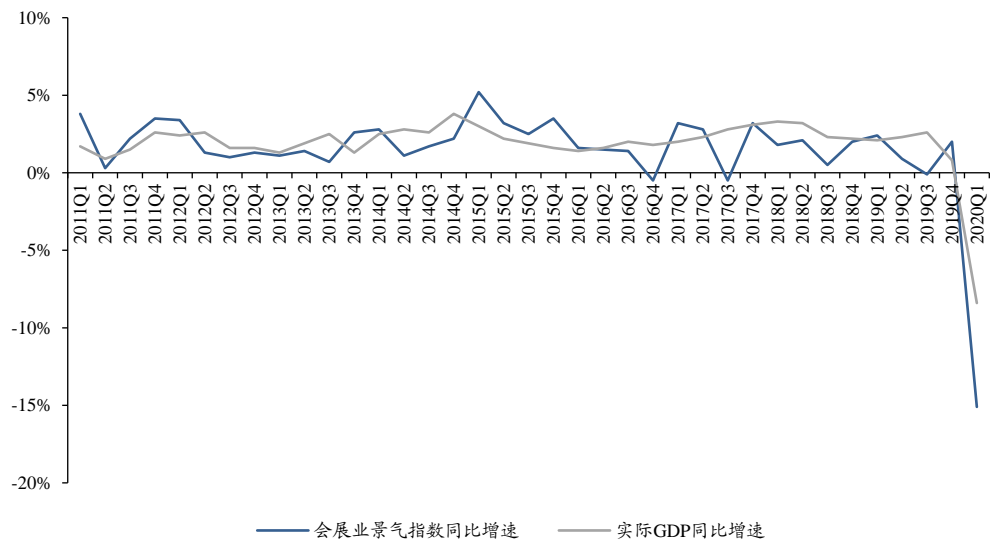


## 2. 境外展受益行业三重复苏，龙头优势明显

### 2.1. 会展行业：经济贸易晴雨表，头部效应明显

展会同时满足展商和买家从交易撮合到行业交流、品牌宣传等营销需求，拥有精准的 B 端流量和高效的互动交流，是最核心最有效的 B 端营销工具。会展业是推动经济贸易发展的先导性产业，能够通过短时间内聚集大量人流、物流、信息流，为商品生产方提供销售的平台。随着我国经济结构的调整和全球经济格局的演化，会展业对开拓市场、促进消费、加强合作交流、扩大产品出口的作用日益凸显。

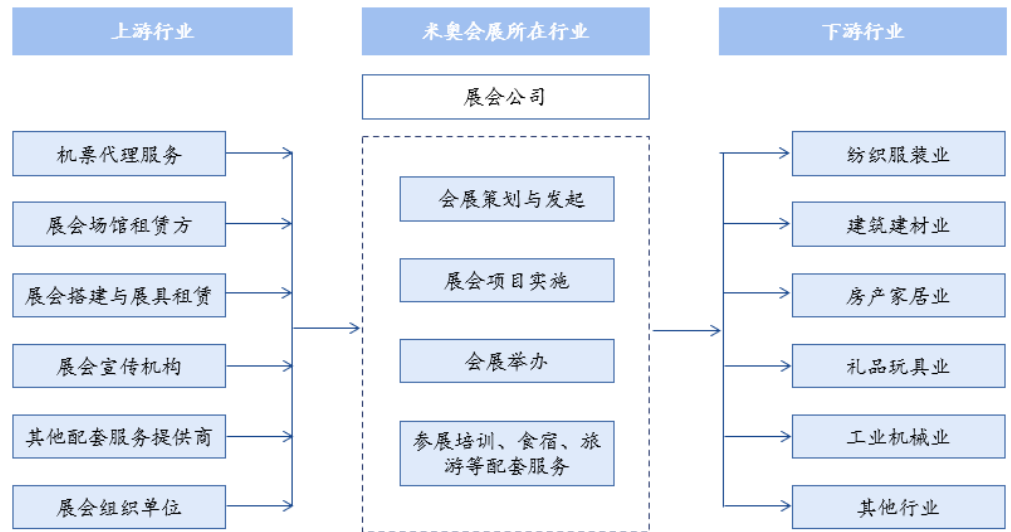
图7：美国会展业景气指数与实际 GDP 呈高度正相关



数据来源：美国会展业研究中心，美联储，东吴证券研究所

**会展产业链涉及诸多环节，影响面广、关联度高。**展会产业的上游行业是会展场馆租赁方以及会展配套服务机构，包括展位搭建、展具租赁、票务、酒店、翻译、安保、物流、媒体及广告等；产业下游是会展服务的客户方，即参展商，包括纺织服装、建筑建材、房产家居、工业机械等多个行业，境外自办展客户则主要为出口制造商；展会主办公司负责策划并发起会展活动，整合上游资源落实项目实施，对接下游企业组织企业参会，以及宣传推广、招商、政府产业协调等工作。

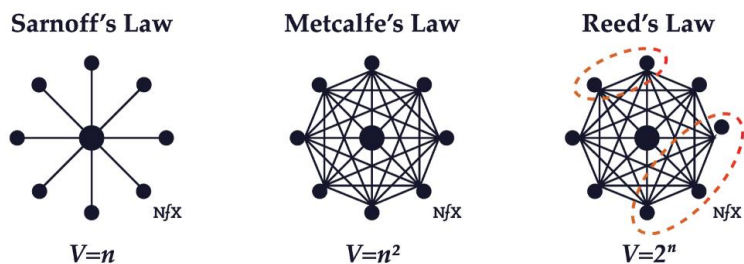
图8: 会展行业产业链



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**先发优势与品牌优势构筑企业护城河，境外自办展壁垒更高。**在同一段时间内，参加过某类型展会的买卖双方对区域内同一主题的其他展会需求低，因此会展业先发优势十分关键。头部会展品牌整合优质资源的能力更强，从而能为买卖双方提供更加高效的交易服务，具有稀缺性 IP 和高复购率。展会交流具有多边网络效应，参展效果边际递增，付费意愿边际上升，因此会展业马太效应显著，头部展会面积可占行业的 50%。对于境外自办展来说，由于还需要具备当地场馆报批、租赁和招商招展等能力，以及当地买家和推广渠道等资源，因此壁垒更高。

图9: 展会交流具有多边网络效应



数据来源：腾讯、东吴证券研究所

**会展行业毛利率可观，头部企业盈利能力优异。**会展行业是盈利能力强的纯服务业，一个展会项目所需要的人员数量少，人均创收、人均创利水平远远高于其他行业。一般展会的毛利率水平为 30-40%，随着展会 IP 的成熟以及规模的扩大，毛利率水平可以提升到 80-90%。展会业务的投入资本回报率显著高于数字营销、SAAS 服务行业龙头，如若能够达到成熟专业展会水平，投入资本回报率有进一步提升空间。

表3: 疫情前会展企业与其他行业龙头指标对比

证券代码	证券简称	ROIC	ROA	ROE	销售毛利率	销售净利率	资产负债率	PE	PB	PS
300795.SZ	米奥会展	23.51%	19.68%	23.51%	41.33%	12.59%	23.86%	42.84	4.71	6.66
CRM.N	SALESFORCE	0.96%	1.13%	0.88%	74.56%	1.14%	54.01%	-	4.26	8.44
600519.SH	贵州茅台	30.55%	28.79%	30.56%	90.01%	55.61%	24.96%	36.06	10.93	19.52
300058.SZ	蓝色光标	5.49%	5.28%	8.60%	19.74%	4.17%	61.35%	19.81	1.62	0.50
600031.SH	三一重工	7.25%	6.75%	10.69%	27.89%	6.05%	57.40%	12.82	3.23	1.91
1928.HK	金沙中国	18.77%	17.08%	34.56%	-	37.74%	54.74%	23.8	10.87	8.70
000651.SZ	格力电器	26.10%	11.22%	31.52%	31.33%	13.03%	67.23%	15.97	3.58	1.98
834316.NQ	振威会展	27.76%	24.31%	27.76%	54.90%	23.40%	20.19%	-	-	-

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 主要财务指标为 2014-2019 年均值, PE/PB/PS 为 2019 年年末数据

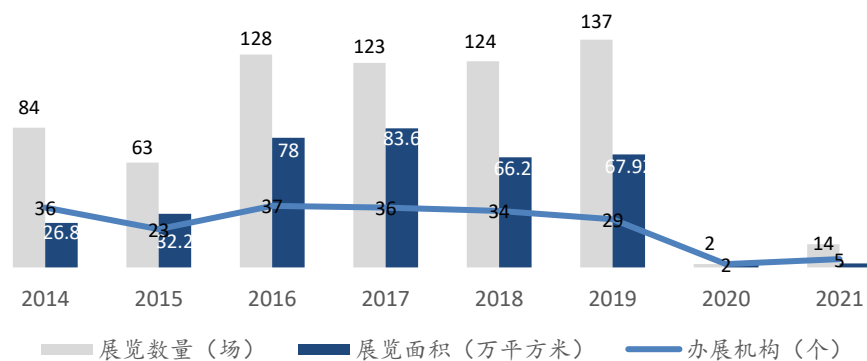
会展企业现金流充沛、轻资产、重人才, 如何提升产业链效率是龙头公司专注的核心。会展企业具有稳定持续的现金流, 下游客户离散, 并且企业规模越大对于展位价格敏感度越低。会展企业通常提前 6-9 个月收款, 资产负债率显著低于其他行业。同时, 会展企业普遍轻资本运营, 杠杆率远远低于其他行业, 企业可开拓空间大。由于展会的策划和实施对经验、资源的依赖度高, 头部公司近年来专注于利用品牌 IP、上市地位等提升对人才等资源的吸引力。

## 2.2. 中国境外自办展: 集中度提升, 空间广阔

### 2.2.1. 米奥会展龙头地位稳固, 但对标国际仍有差距

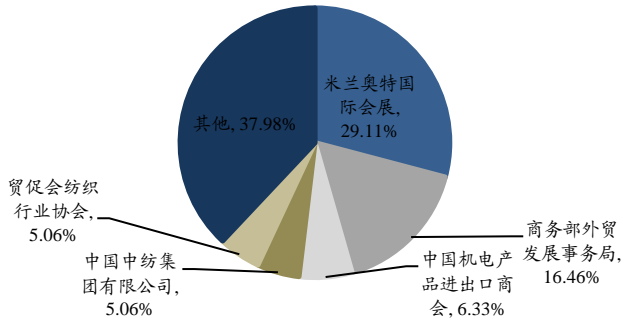
中国企业境外办展规模化趋势显著。疫情前, 中国境外办展机构数量水平维持稳定, 而展览数量和面积则增长较快, 说明单个办展机构举办展览数量增多。2019 年, 中国境外办展数量 CR3 达 51.9%, 办展面积 CR3 达 64.8%, 米奥会展是中国境外办展龙头, 2019 年境外办展数量 23 个, 占比 29.11%, 办展面积达 21.1 万平方米, 占比约 40%。

图10: 2014-2021 年中国主办方境外办展统计



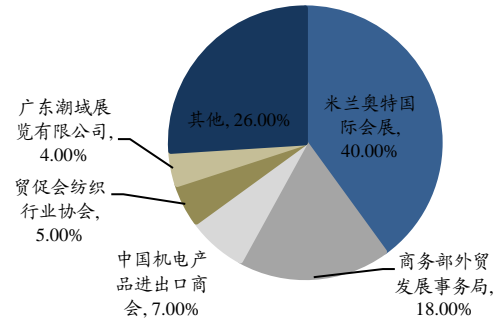
数据来源: 中国会展经济研究会、东吴证券研究所

图11: 2019年中国境外办展数量份额



数据来源: 中国会展经济研究会、东吴证券研究所

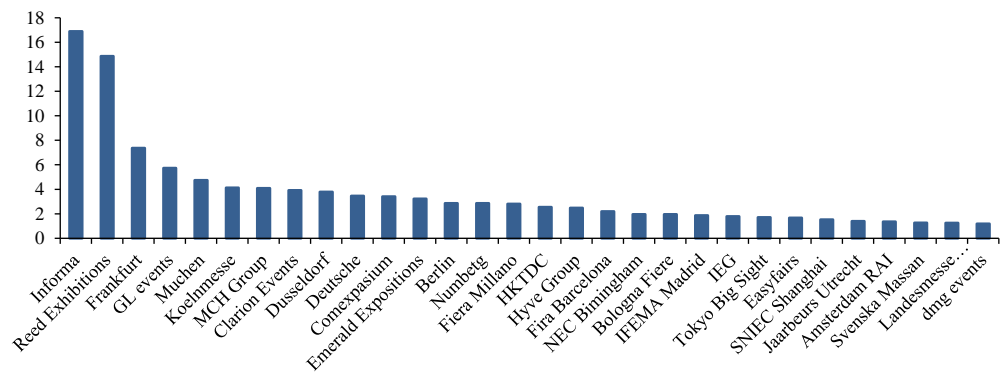
图12: 2019年中国境外办展面积份额



数据来源: 中国会展经济研究会、东吴证券研究所

米奥会展是中国境外自办展龙头, 但对标全球会展龙头仍有较大差距。根据中国会展经济研究会, 2019年, UFI认证的中国企业组织的境外展会项目共19个, 其中米奥举办的展会有16个, 占比达85%。2019年中国规模前十的境外自办展中有7个为米奥会展主办。但对标全球会展领先企业, 米奥尚有较大追赶空间: 2019年英富曼营收17.0亿美元、励展营收14.9亿美元、法兰克福营收7.4亿美元、米奥会展仅为4亿元人民币。

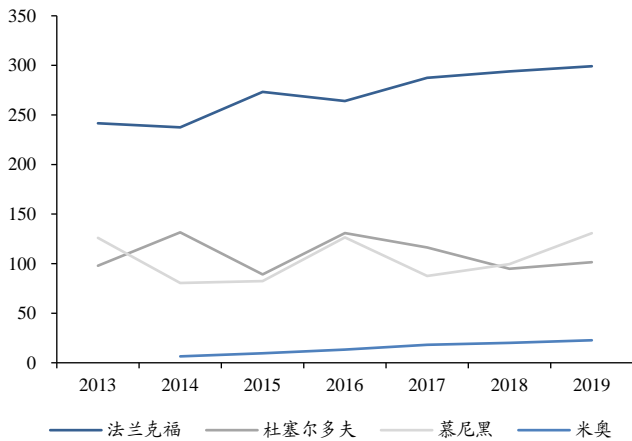
图13: 2019年全球会展企业营业收入情况(亿美元)



数据来源: 各公司公告、东吴证券研究所

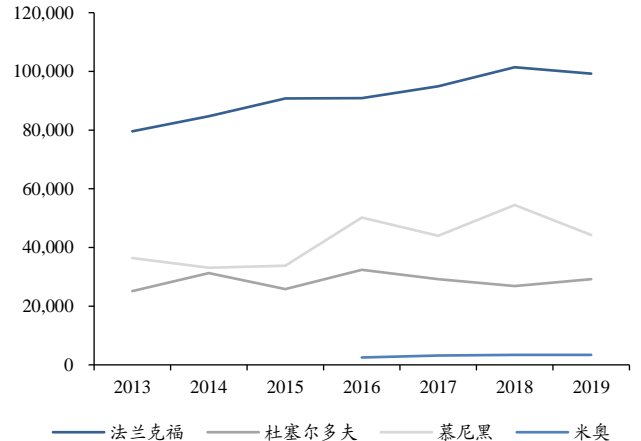
对比海外会展龙头企业, 米奥的规模和效率提升空间大。从展会面积来看, 2013-2019年国际知名会展公司展会面积普遍在100万平以上, 参展商数量普遍在2万名以上, 远远超过米奥会展; 效率方面, 2013-2019年国际知名会展公司的人均创收与单展面积均遥遥领先于米奥会展。

图14: 米奥与国际龙头展会总面积对比 (万平方米)



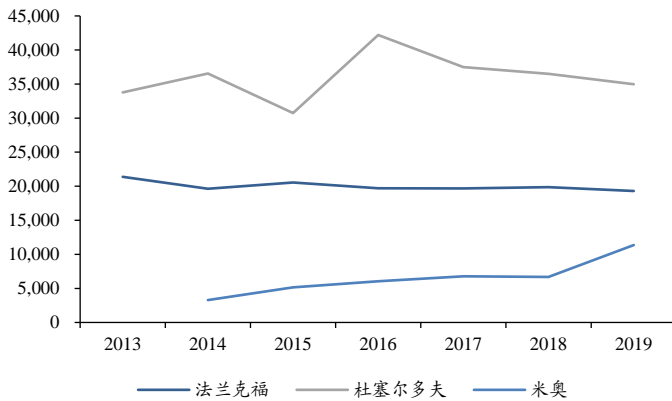
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图15: 米奥与国际龙头展会展商数量对比 (家)



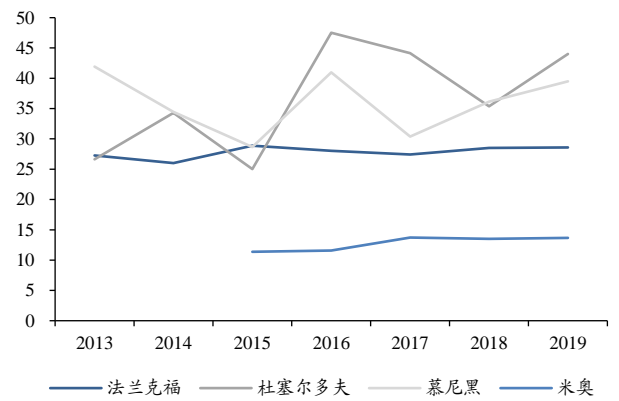
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图16: 米奥与国际龙头单展面积对比 (平方米)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图17: 米奥与国际龙头人均创收对比 (万欧元)



注: 米奥会展原始数据货币单位为人民币, 汇率按照2015-2019 欧元兑人民币平均汇率 7.5 计算

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

海外大型会展公司的发展路径通常为兼并收购(英系、美系会展公司为主)和移植复制(德系会展公司为主)。会展行业品牌壁垒较高, 品牌培育需要较高的时间成本和资源积累, 买入企业现有的基础设施和展会品牌 IP 比自己独立办展更能迅速进入目标市场, 并且大大降低进入新市场的风险。兼并重组是值得国内会展公司借鉴的路径, 也是国际会展行业历史性变局下的重大机遇。

表4：2019年国际展览公司在中国办展情况

国际展览企业	国别	企业类型	数量(场)	面积(万平)	业务模式
英富曼	英国	上市企业	41	300.19	国内收购
励展	英国	上市企业	40	179.58	国内收购
塔苏斯	英国	上市企业	20	77.84	国内收购
艾特怡-Hyve	英国	上市企业	3	11.23	国内收购
智奥会展	法国	上市企业	7	84.12	国内收购
爱博西雅	法国	上市企业	1	18.28	国内收购
万耀企龙	荷兰	上市企业	8	31.42	国内收购
荷瑞	荷兰	私有企业	5	33.13	移植合作
多特蒙德展览	德国	国有企业	1	0.63	移植合作
法兰克福	德国	国有企业	23	198.23	移植合作
汉诺威	德国	国有企业	14	124.13	移植合作
慕尼黑	德国	国有企业	10	54.17	移植合作
科隆	德国	国有企业	3	54.5	移植合作
纽伦堡	德国	国有企业	5	9.43	移植合作
杜塞尔多夫	德国	国有企业	5	8.05	移植合作

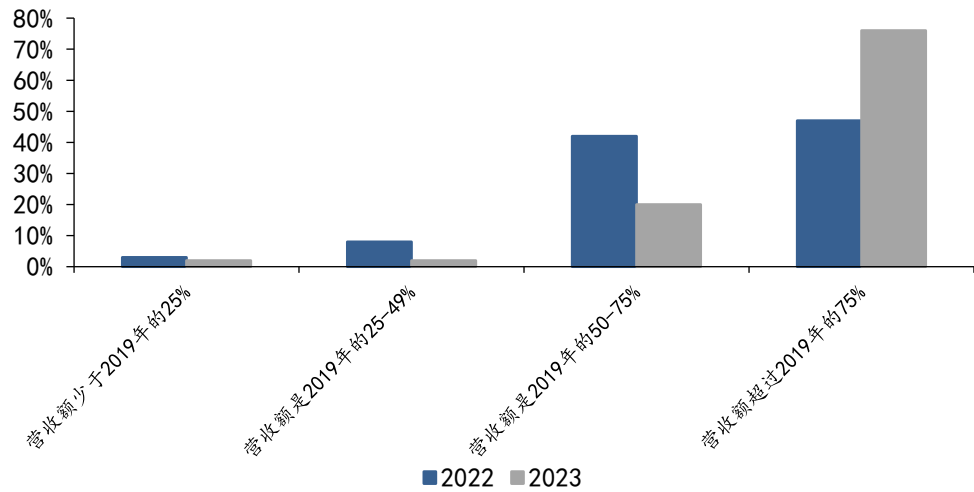
数据来源：中国会展经济研究会、东吴证券研究所

### 2.2.2. 疫情加速行业出清，疫后复苏面临新挑战

**疫情加速行业出清，龙头效应显著。**中国贸促会数据显示，2020年已取得审批，因境外展览取消而未实施的展览项目近1700个，受损面积近90万平方米，约6万家企业赴境外参展受阻。2020年3月以来中国出展业务收入急剧下滑，90%以上企业业务收入断流，截止2021年8月，超过70%出展企业进行了业务转型，但主营业务收入同比2019年依旧下降了80%以上。2021年9月份《外展业现状调查报告》显示，100%的出展企业表示公司受到了疫情的影响，超过40%的企业表示影响较大，有多达45%的企业表示影响极大，33%的企业表示因为新冠疫情在全球的持续蔓延，企业受到了致命的打击，难以为续。

**2022年，全球会展行业已恢复至疫情前7成水平，预计2023年可实现全面复苏。**根据全球展览业协会(UFI)，2022年全球会展公司的营业收入已恢复至2019年77%的水平，2023年有望恢复至91%。参展商和参观者需求已恢复到新冠疫情前的水平，72%的现有参观者及62%的参展商计划在未来以相同或更高频率参加贸易展览。

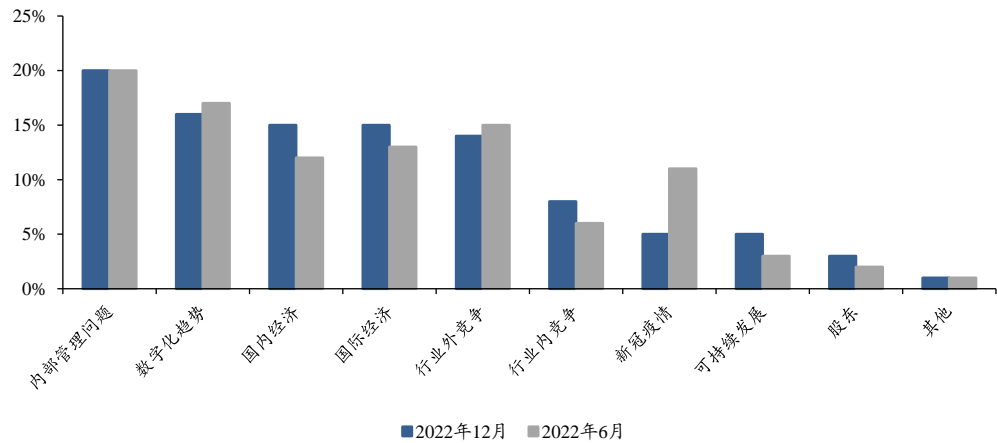
图18: 全球会展企业相比 2019 年营收额恢复程度分布



数据来源: UFI, 东吴证券研究所

内部管理优化以及数字化变革成为全球会展企业面临的主要挑战,米奥会展具有先发优势。根据 2022 年 12 月 UFI 对全球会展企业现阶段面临挑战的调研,20%的受访者认为内部管理是影响公司发展的最主要问题,“数字化趋势”(16%),“国内经济状况”和“全球经济状况”(均为 15%)也是较为常见的问题。只有 5%的公司将“疫情对业务的影响”选为最主要的问题之一(环比 22 年 6 月下降 6pct),可见会展行业受新冠疫情的影响已逐渐减缓,而提升内部效率和数字化转型成为新一轮竞争的关键因素。

图19: 全球会展企业面临的挑战



数据来源: UFI, 东吴证券研究所

### 2.2.3. 一带一路、RCEP 与稳外贸政策东风助推扩张

贸易结构转向一带一路和 RCEP,境外自办展颇具发展空间。据海关总署统计,2022 年,我国对 RCEP 其他 14 个成员国进出口 12.95 万亿元,增长 7.5%,占我国外贸进出口总值的 30.8%,对 RCEP 其他成员国进出口增速超过两位数的达到了 8 个,其中对印度尼西亚、新加坡、缅甸、柬埔寨、老挝进出口增速均超过了 20%。2016-2022 年我国对“一带一路”沿线国家贸易进出口总额 CAGR 达 14.15%,2022 年我国与沿线国家贸易

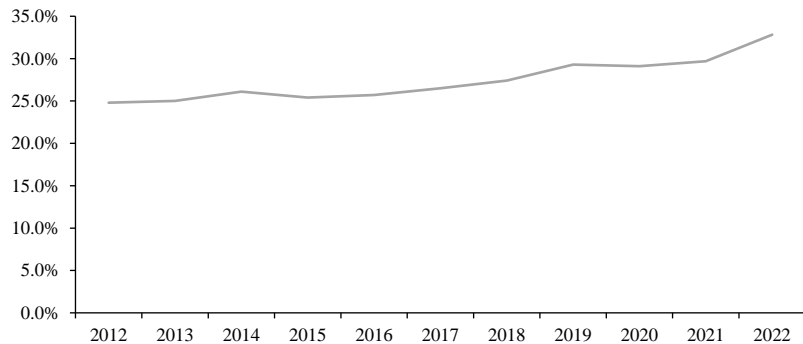
进出口 13.83 万亿元，比 2021 年增长 19.4%，高出整体增速 11.7pct。

**表5: RCEP 生效前后中国与其他成员国进出口贸易额**

进口原产国（地）/出口最终目的国（地）	2021 年进出口 （亿元）	2022 年进出口 （亿元）	同比
总值	120,714.6	129,499.5	7.28%
东南亚国家联盟	56,743.1	65,153.2	14.82%
其中：越南	14,878.3	15,697.9	5.51%
马来西亚	11,420.0	13,600.6	19.09%
泰国	8,476.9	8,994.2	6.10%
新加坡	6,077.8	7,715.4	26.94%
印度尼西亚	8,038.4	9,956.9	23.87%
菲律宾	5,301.4	5,852.9	10.40%
其他	2,550.3	3,335.4	30.78%
日本	24,019.7	23,831.1	-0.78%
韩国	23,407.5	24,120.7	3.05%
澳大利亚	14,946.8	14,722.5	-1.50%
新西兰	1,597.6	1,671.8	4.65%

数据来源：中国海关总署，东吴证券研究所

**图20: 与“一带一路”沿线国家贸易进出口额占对外贸易总额比重**



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

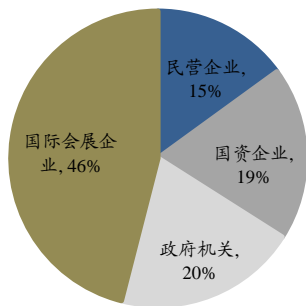
**各地企业组团出海抢单，稳外贸信心凸显。**2022 年 9 月，国务院审议通过的《支持外贸稳定发展若干政策措施》，明确提出各地要利用政策支持企业参加境外自办展，并要求有能力的出境自办展扩大规模。在《措施》提出后，各地方支持企业提升境外代参展人员服务水平和积极性，持续提升代参展成效。中共中央政治局于 2022 年 12 月 6 日召开会议，明确 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进。同时，要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。2022 年底，国家积极鼓励出海抢订单，各类包机出海新闻频上头条。2023 年 2 月 2 日，商务部再次表示全力支持外贸企业抓订单、拓市场。稳外贸对稳住经济大盘意义重大。



### 2.3. 境内会展业：市场较为分散，行业洗牌带来新机遇

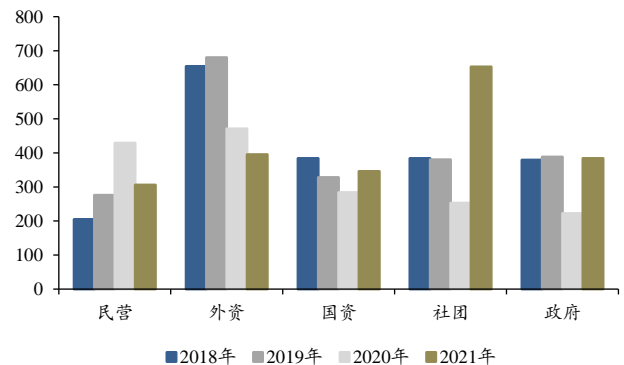
我国会展企业大体上分为外资、国有、民营三大类。外资会展企业近十年通过移植、合资、收购等方式，在中国建立了集团化网络，整体市占率最高，但近年来办展规模有所下降。国有会展企业除中展集团、中国对外贸易中心集团等原有的部委下属会展集团，地方城市近几年掀起了成立国有会展集团发展趋势，如北京、上海、成都、杭州、武汉、厦门等城市相继成立会展集团。民营会展企业近十年发展迅猛，形成了一批实力不俗的民营会展集团。

图21：2021年办展总规模排名前10的办展机构类型



数据来源：中国会展经济研究会、东吴证券研究所

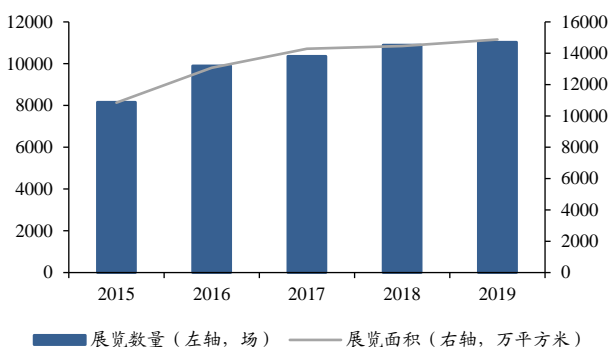
图22：全国 Top100 机构分类办展规模(单位：万平米)



数据来源：中国会展经济研究会、东吴证券研究所

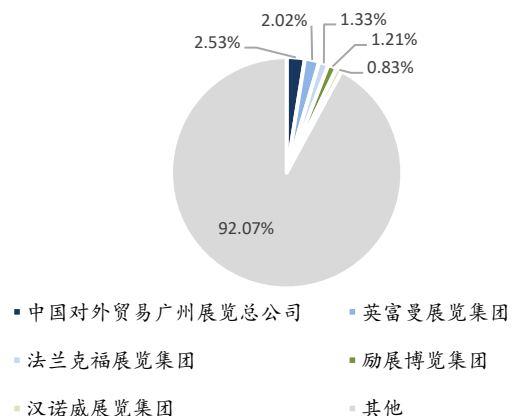
**国内会展业格局分散。**据测算，国内会展业的市场规模可达 700-800 亿元，而 2019 年全国展会展位销售收入为 581 亿元，仍有较大成长空间。疫情前，国内会展数量和面积稳步上升，2019 年全国会展业展览面积 14877 万平方米，同比增长 2.91%。2019 年国内会展业市占率前五分别为中国对外贸易广州展览总公司、英富曼、法兰克福、励展、汉诺威，CR5 为 7.93%，CR10 为 10.81%，行业集中度仍然较低。

图23：2015-2019年中国展览数量和面积



数据来源：中国会展经济研究会、东吴证券研究所

图24：2019年中国会展业市场份额



数据来源：中国会展经济研究会、东吴证券研究所

会展行业整体增速稳定，有较多新兴行业。2017-2019 年复合增速高于 10% 的子行业 2019 年合计展会面积 5149 万平方米，占比约 39%，增速高于 30% 的子行业 2019 年

合计展会面积 737 万平方米，占比约 6%，增速在 10-30%之间的子行业 2019 年合计展会面积 4411 万平方米，占比约 34%，保持较高复合增速的新兴行业仍然占据相当大的比例。而复合增速低于 10%的行业 2019 年合计展会面积 7900 万平方米，占比约 60%。

表6: 展会一级行业结构占比变动情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
IT					1.37%	1.94%
便捷出行	1.24%		1.39%	0.83%	0.68%	0.71%
纺织服装与穿戴用品	6.99%	4.58%	3.47%	4.09%	4.64%	5.11%
高新科技		0.58%	0.57%			0.66%
化工	1.18%	1.02%	1.19%	1.75%	1.28%	
环保	0.71%	0.72%	0.86%	2.69%	2.91%	2.90%
家居	11.15%	13.55%	16.62%	14.88%	13.93%	12.02%
建筑建材	9.88%	8.48%	8.84%	7.01%	8.22%	6.66%
农林牧渔	13.70%	1.31%	6.01%	1.94%	1.37%	4.67%
汽车业	16.50%	17.27%	14.53%	12.95%	10.90%	13.41%
人生消费	1.05%	0.67%	1.77%	4.78%	4.02%	4.73%
商品贸易	13.30%	21.38%	18.34%	17.52%	17.48%	5.54%
食品饮料	1.69%	1.51%	4.49%	5.40%	3.68%	6.06%
文教	3.81%	4.31%	3.75%	3.78%	3.66%	2.48%
信息电子		0.73%	0.55%	0.94%	0.91%	4.61%
休闲娱乐	8.43%	14.85%	6.24%	10.68%	13.66%	14.17%
医药业	3.76%	3.55%	7.19%	3.43%	4.71%	5.74%
装备制造	5.39%	5.46%	2.84%	7.32%	6.59%	8.60%

数据来源：中华人民共和国商务部、东吴证券研究所

表7: 展会二级子行业不同增速区间的展会数量及面积统计

17-19 年复合增速	总面积 (万平方米)	面积占比	总数量 (个)	数量占比
< 10%	7899.82	60.54%	2085	58.78%
10-30%	4411.46	33.81%	1202	33.89%
> 30%	737.18	5.65%	260	7.33%
> 10%	5148.64	39.46%	1462	41.22%

数据来源：中华人民共和国商务部、东吴证券研究所

近年来会展业国际化、专业化、年轻化趋势加速行业洗牌。2012 年，国际展览业协会(UFI)的中国内地会员有 78 家，占比约 13%；2022 年，UFI 中国内地会员有 207 家，占比约 26%，国际化水平显著提高。同时，会展企业内部组织应势求变，人员专业化程度不断提升。行业起步初期，中国会展企业采用粗放式发展，大部分企业以销售为导向，近十年，会展企业内部的分工更加精细化，市场部、运营部、技术部的完善提高了运营效率。另一方面，第一代会展人逐渐退休，“展二代”开始登上舞台中央，能否实现传承

是决定未来行业格局的重要因素。

**会展是中国文化输出的重要方式，国内展商地位有望提高。**过去 20 年中国展会被外资龙头并购，除了展商资源，其次还有文化地位的认可。“一带一路”倡议不仅能促进经济贸易的发展，而且能彰显文化自信。因此，亟需优质的本土会展企业服务中国产品出海，输出中国文化。

### 3. 后疫情时代迎曙光，米奥乘风而上

#### 3.1. 超常规自主发展，迎接疫后需求

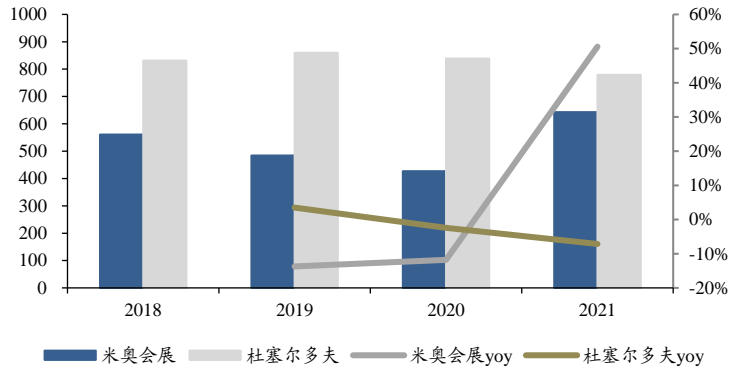
##### 3.1.1. 逆势扩张团队规模，聚焦大展和数字展

**引入外籍人才壮大管理团队，具备多元化背景与丰富会展经验。**公司高管团队背景多元，包含外籍人才，助力公司进一步拓展海外业务。副总经理 SOMANATHAN PILLAI BINU 曾任海外知名会展企业 IEC 迪拜区运营总监、Informa Exhibition 展览总监，具丰富迪拜地区办展经验。2011 年起任米奥首席运营总监，助力公司进入迪拜市场。LOH WAI KEONG（罗维强）曾任职于 Informa、蒙歌玛丽等国际知名展会公司，长期深耕国际会展行业，2020 年 8 月起任米奥副总经理，助力进一步开拓一带一路、RCEP 市场。

**打造办展各国本地化团队，赋能海外落地。**公司在迪拜、日本等地设有子公司，负责当地展览的运营及推广。同时，公司计划加快东南亚布局，日前已完成新加坡、印尼全资子公司注册登记手续。区别于其他平台对买家采购需求的归纳式粗犷定义，米奥通过展会当地搭建呼叫中心，组建本地化的运营团队。海外推广服务团队由国内跨境投放专业组和国外本地化团队构成，通过 EDM 营销、社交媒体、SEM 等渠道进行全天的推广活动，依据行业、国家/语种搭建内容板块和矩阵，打通从营销推广到成交订单的营销全流程触点。

**疫情期间逆势扩招吸纳贤才，开创“双线双展”新模式。**疫情三年间，展会行业大量裁员，而米奥员工人数从疫情前 400+人逆势增长到近 700 人。其中，主要是销售业务员翻倍、运营人员从 0 到 70-80 人。2021 年公司的人员增幅在 50%以上，绝对数值增长 200 人以上。疫情期间海内外线下办展受阻，米奥销售人数+50%，展位规划+80%，营收及人均创收展韧性，得益于米奥员工所研发的数字化平台支撑米奥率先开展“双线双展”等数字化展览，“网展贸 Pro”、“网展贸 Max”、“网展贸 Meta”、“网展贸建站通”等产品，组成独特的外贸数字化服务矩阵，作为疫情期间难以开办的线下展的补充。2020 年，公司数字化创新服务模式“网展贸”被国务院服务贸易发展部际联席会议办公室授予服务贸易创新发展试点“最佳实践案例”之首例。

图25: 米奥员工规模逆势扩张 (单位: 人)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

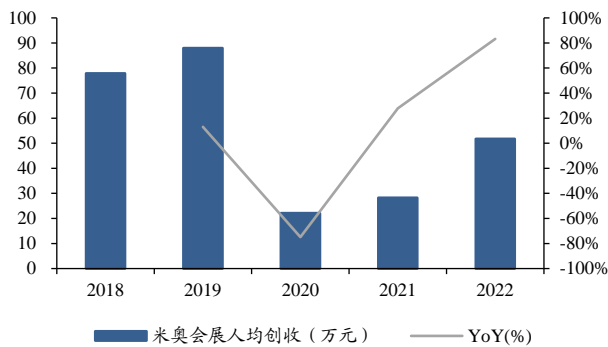
表8: 米奥推出数字化服务矩阵

名称	业务内容
网展贸 Meta	即“双线双展”，主要是针对疫情期间境外展览恢复但中国企业出展依然受阻的市场变化，为中国的外贸企业开拓国际市场量身打造的线上线下、境内境外全流程服务：展前线上搭建“数字化海外展厅”提供在线选品，展品提前出海备展；展会期间线下举办实体展会，展商上线、买家到场，买家零距离体验产品的同时，与卖家通过线上即时商洽了解产品功能；展后进行二次运营服务，帮助展商获得更多采购意向相匹配的买家客户。
网展贸 MAX	“自主产权、自主品牌、独立运营”且布局全球的集数字资讯、数字展示、数字撮合、大数据挖掘、数字商洽五大服务模块为一体的在线数字展览全新模式。其充分发挥互联网的优势，以米奥会展全球展会资源和全球办展体系为基础，海外买家服务团队收集和提供的商品需求信息为核心，依托公司的外贸大数据服务和精准配对功能，运用在线数字展览全新模式，实现中国参展企业在线做外贸、在线找客商、在线拓市场的目标。
网展贸建站通	公司数字建站产品，服务以为客户搭建独立的询盘网站及搜索引擎优化（SEO）推广为主。该产品为公司一款新开发产品，为每一个客户单独搭建一个网站，该网站具有产品展示功能，其核心是通过搜索引擎优化的方式，让买家在搜索相关产品时能够准确地搜索到该公司的产品，通过这种方式获取询盘及产品推广，服务内容包括网站建设、搜索引擎优化及系统功能使用。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

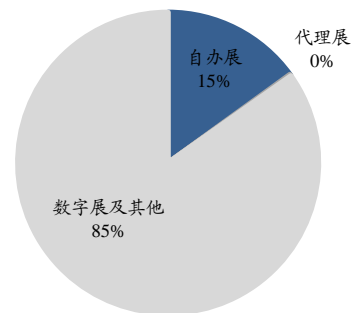
**人均创收现曙光，数字展占比高。**疫情期间，难以开展线下展且广纳贤才的米奥人均创收依然坚挺，2021 年人均创收 28.25 万元，同比上升 27.83%，2022 年人均创收 51.76 万，同比增加 83.22%。米奥员工所开创的双线双展等数字化业务助突围：经对营业收入进行拆分，其中 85%来源于数字化服务矩阵。人才的引进支撑展会发展，有望在后疫情时代释能，业绩的提升将带来人均创收的提高。

图26: 米奥人均创收现曙光



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

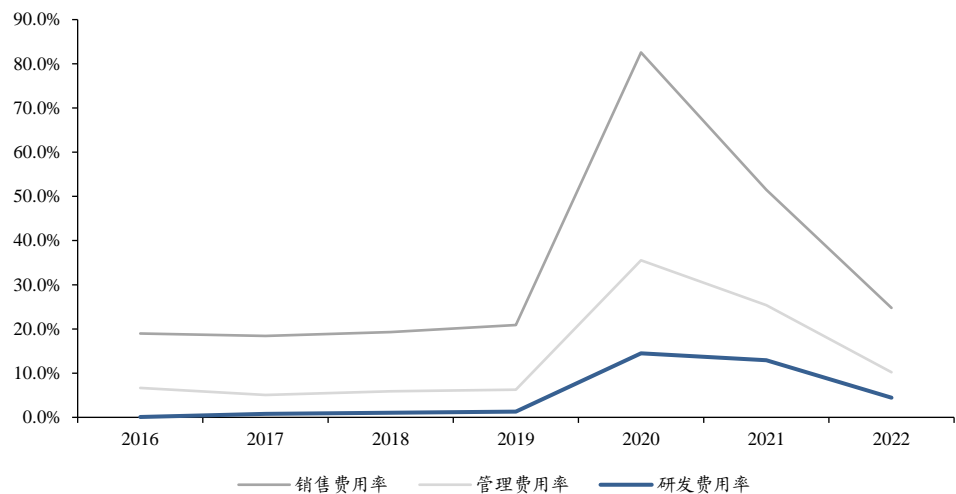
图27: 2021年数字展占总营收比重高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

人员扩张及数字业务研发导致疫情期间费用前置，看好业绩修复弹性。2016-2019年，公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率分别稳定在20%/6%/1%左右的水平。疫情期间，公司业务停滞，收入显著下降，叠加销售人员扩张，数字展览业务研发力度加大，因此费用率大幅提升。22年销售、管理、研发费用率逐渐恢复常态，分别回到24.8%/10.2%/4.5%左右，预计未来收入端修复将持续带来费用率下降。

图28: 米奥会展2016年-2022年费用率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.1.2. 股权激励高度绑定核心人才，促进业绩稳增长

股权激励高度绑定核心人才，股权激励有效落地。2014年，米奥会展新三板上市，公司投入2310万，给予核心骨干35人股权激励，总计股数84万股（转增后总股数：142.8万股）。自2020年至2023年，公司持续实行限制性股票激励计划，并灵活根据公司发展修正考核目标，使之绑定核心人才利益的同时促进公司业绩稳健发展。自2020-2022年来，授予激励对象人数分别为131/193/7人，授予的限制性股票总额为301/248/98万股。2022年10月25日，公司以12.71元/股价格授予7名激励对象共98万股限制性

股票。激励对象包括董事、高管人员 5 人，董事会认为需要激励的其他人员 2 人。股权激励的有效落地有利于公司未来深度绑定核心人才。

表9: 米奥 2022-2023 年股权激励计划

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2022 年	2022 年营业总收入目标值 (Rm) 不低于 4 亿元; 其中: 当期营业收入完成率 (R) < 75% 时, 当期限制性股票不予归属; 75% ≤ R < 100% 时, 当期限制性股票归属比例为 R; R ≥ 100% 时, 当期限制性股票全额予以归属。
第二个归属期	2023 年	2023 年营业总收入目标值 (Rm) 不低于 6 亿元; 其中: 当期营业收入完成率 (R) < 75% 时, 当期限制性股票不予归属; 75% ≤ R < 100% 时, 当期限制性股票归属比例为 R; R ≥ 100% 时, 当期限制性股票全额予以归属。

注: 1. 以上“营业总收入”是经审计的合并报表营业总收入;

2. 营业收入完成率 (R) = 该归属期营业总收入实际完成值/该归属期营业总收入目标值。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表10: 2022 年限制性股票激励授予情况

	姓名	职务	获授的限制性股票数量(股)	占授予权益总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额比例
高管团队	SOMANATHAN PILLAI BINU	副总经理	25 万	25.51%	0.25%
	LOH WAI KEONG	副总经理	18 万	18.37%	0.18%
	刘锋一	副总经理	15 万	15.31%	0.15%
	郑伟	副总经理	15 万	15.31%	0.15%
	肖斌	副总经理、财务总监	12 万	12.24%	0.12%
	其他人员(2人)			13 万	13.27%
合计			98 万	100%	0.98%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 3.2. 两大系列展助力打造品牌 IP, UFI 认证使认可度再提升

### 3.2.1. 两大系列展加强自有品牌建设, 匹配出口助力制造业走出国门

**Homelife 与 Machinex 已成重要 B2B 平台。**公司拥有丰富的境外线下展会办展经验。境外的中国贸易博览会有 Homelife 与 Machinex 两大品牌, 经过十余年的培育与境外办展时间, Homelife 与 Machinex 已经是“一带一路”国家采购中国商品的重要的 B2B 平台。其中, Homelife 以“中国品牌家居”为概念, 展出内容涵盖家具、家用电器及电子消费品、家用纺织、面料及服装、家居用品及装饰装修材料、家用灯饰及照明、家用食品及材料等; Machinex 主要针对工业机械类行业, 涵盖塑料机械、印刷包装、食品加工、五金及汽摩配、电力及新能源、焊接及切割、电梯及零部件等。截至 2019 年末, Homelife 系列展会在波兰/土耳其/巴西/南非/约旦/哈萨克斯坦/埃及/阿联酋/印度/墨西哥/尼日利亚等 13 个国家累计举办 75 场; Machinex 系列展会在波兰/巴西/南非/约旦/哈萨克斯坦/埃

及/印度/墨西哥/尼日利亚/伊朗/肯尼亚等 11 个国家累计举办 59 场。

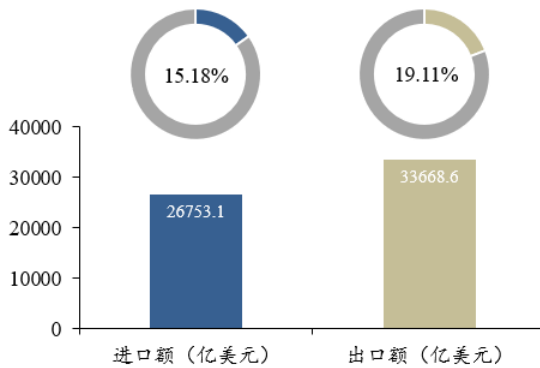
表11: 截至 2019 年 Homelife 展会和 Machinex 展会举办情况

展会名称	城市	举办时间	举办场次
Poland Homelife	波兰/波兹南、华沙	5-6 月	8
Turkey Homelife	土耳其/伊斯坦布尔	5-6 月	6
Egypt Homelife	埃及/开罗	8-9 月	5
Brazil Homelife	巴西/圣保罗	9 月	5
South Africa Homelife	南非/约翰内斯堡	9 月	4
Jordan Homelife	约旦/安曼	9 月	9
Kazakhstan Homelife	哈萨克斯坦/阿拉木图	11-12 月	5
Dubai Homelife	阿联酋/迪拜	11-12 月	9
India Homelife	印度/孟买	11-12 月	6
Mexico Homelife	墨西哥/墨西哥城	6 月	3
Iran Homelife	伊朗/德黑兰	12 月	1
Nigeria Homelife	尼日利亚/拉各斯	2018 年 9 月、 2019 年 5 月	2
Kenya Homelife	肯尼亚/内罗毕	12 月	1
Jordan Machinex	约旦/安曼	9 月	9
India Machinex	印度/孟买	11-12 月	6
Kazakhstan Machinex	哈萨克斯坦/阿拉木图	11-12 月	5
Brazil Machinex	巴西/圣保罗	9 月	5
Egypt Machinex	埃及/开罗	8-9 月	4
South Africa Machinex	南非/约翰内斯堡	9 月	4
Poland Machinex	波兰/华沙	5-6 月	4
Mexico Machinex	墨西哥/墨西哥城	6 月	3
Iran Machinex	伊朗/德黑兰	12 月	1
Nigeria Machinex	尼日利亚/拉各斯	2018 年 9 月、 2019 年 5 月	2
Kenya Machinex	肯尼亚/内罗毕	12 月	1

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

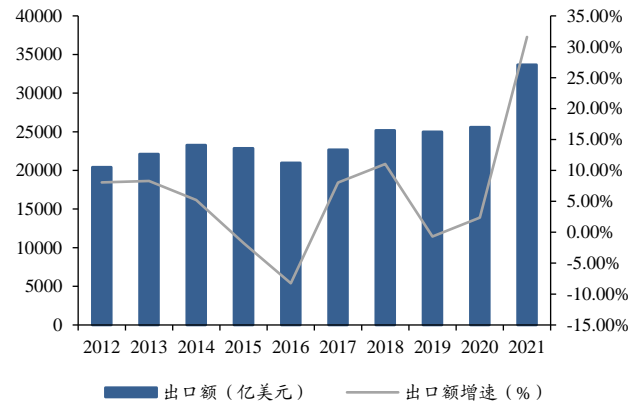
我国出口额及增速可观, 两平台匹配出口重点商品。我国是世界第一出口大国, 2021 年出口额达 33,668.6 亿美元, 增速达 31.59%, 出口额占 GDP 比重达 19.11%。且我国出口重点商品中, Homelife 展出相关商品出口额占出口总额 23.56%, Machinex 展出相关商品出口额占出口总额 15.81%。两平台所展出商品与出口需求匹配, 共达 39.37%, 比重较大。

图29: 2021年中国进、出口额占GDP比重



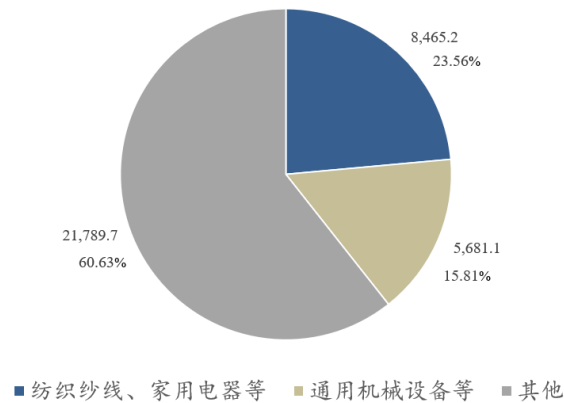
数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图30: 2012-2021年中国出口额及增速



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图31: 2022年中国出口重点商品 (单位: 亿美元)



数据来源: 中国海关, 东吴证券研究所

### 3.2.2. 规模优势+UFI认证, 助力米奥知名度再提升

**海外办展规模逐渐增大, 借规模优势进一步提高品牌影响力。**据公司招股说明书和历年中国展览数据统计报告, 疫前 (2014-2019年), 米奥境外自办展规模均为国内出境展览行业榜首, 并呈现逐年增长趋势, 2019年境外自办展数量达20个。2019年前, 国内境外展数量后期有所下滑, 2019年境外展数量反弹且举办机构数量减少, 说明疫前已逐渐展现龙头优势, 疫情加速供给出清。受疫情影响, 2020年国内仅贸促会纺织行业分会、广东新之联展览服务有限公司各举办一场境外线下展, 米奥未举办。为弥补空缺, 公司推出数字展览业务。随境外防疫逐渐放开, 境内疫情趋严, 公司率先开办“双线双展”, 加速构建数字化服务矩阵。2021年, 公司共举办363次线上展, 三次线下展。



**表12: 疫前 (2019 年前) 米奥境外自办展**

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
展会数量 (个)	9	11	12	20
展位面积 (m <sup>2</sup> )	54,365	74,439	80,055	77,627
展馆面积 (m <sup>2</sup> )	133,506	180,922	201,302	227,623
参展数量 (家)	2,505	3,193	3,399	3,383
参展企业家次	3,707	4,878	5,316	4,282
随展人次 (人次)	5,562	6,399	6,032	8,609
收入金额 (万元)	28,073.72	37,968.05	39,238.51	38308.82

注: 展位面积指公司销售的展位面积; 展馆面积指公司租赁的场地面积; 展商家数指去重后实际参展的客户, 已分拆至经销商最终客户; 公司采取 Homelife 和 Machinex 同期举办, 展会数量指公司开办展会次数。

数据来源: 公司公告, 招股说明书, 东吴证券研究所

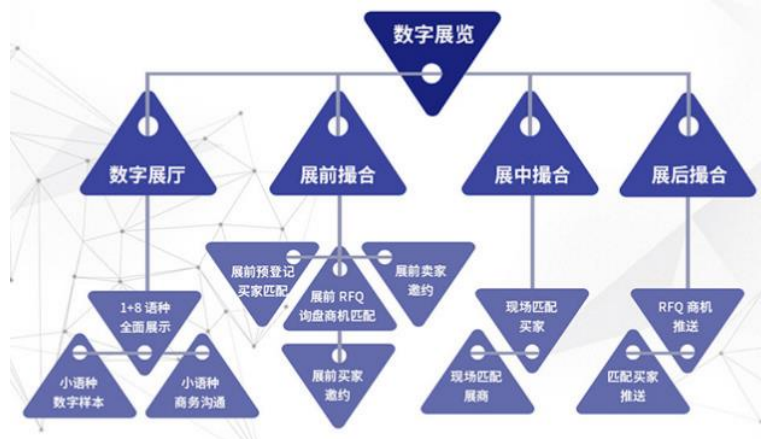
**表13: 疫情期间 (2020-2021 年) 米奥境外自办展**

年份	类型	办展名称 (次数)	展览面积 (万平方米)
2020	线上展	100 次	
	线上展	363 次	
2021	线下展	2021 年第四届中国 (墨西哥) 贸易博览会	0.46
	线下展	2021 年中国 (阿联酋) 贸易博览会	0.31
	线下展	2021 年第九届中国 (波兰) 贸易博览会	0.25

数据来源: 《中国展览数据统计报告》, 东吴证券研究所

**打造全新数字展览新模式, 引领全球会展业数字化潮流。**在外贸行业出海不便的情况下, 公司创新推出“境外线下商品展, 境内线上对口谈”, 以大数据为驱动, 通过全球海关数据和展览买家数据相结合, 线上线下推广和运营相结合的方式, 助力超 2800+ 企业以 7 万多场线上商洽, 对接全球 8 万多位精准买家。基本覆盖阿联酋、波兰、墨西哥等外贸热门市场, 同时助力数百家中国企业率先抢占 RCEP 包含印尼、越南、日本等地区的政策红利。

**图32: 米奥会展的数字展览新模式**



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**UFI 认证助力米奥提高海外知名度。**国际展览业协会 UFI 是国际展览行业最重要的国际组织之一，世界各国认为经 UFI 认证的展会具较高品质，得 UFI 认证有助于展会进一步打开知名度。截至 2021 年，中国境外自主办展通过 UFI 认证的 14 个，其中 10 个为米奥主办，是我国境内拥有 UFI 认证境外会展项目最多的公司。

**表14: 米奥会展经 UFI 认证展览名录**

展会名称	展会城市
中国（约旦）贸易博览会	安曼
中国（阿联酋）家居贸易博览会	迪拜
中国（波兰）家居贸易博览会	波兹南
中国（印度）贸易博览会	孟买
中国（土耳其）贸易博览会	伊斯坦布尔
中国（南非）贸易博览会	约翰内斯堡
中国（巴西）贸易博览会	圣保罗
中国（哈萨克斯坦）贸易博览会	阿斯塔纳
中国（埃及）贸易博览会	开罗
中国（墨西哥）贸易博览会	墨西哥城
上海国际减灾应急与安全博览会	上海

数据来源：UFI，东吴证券研究所

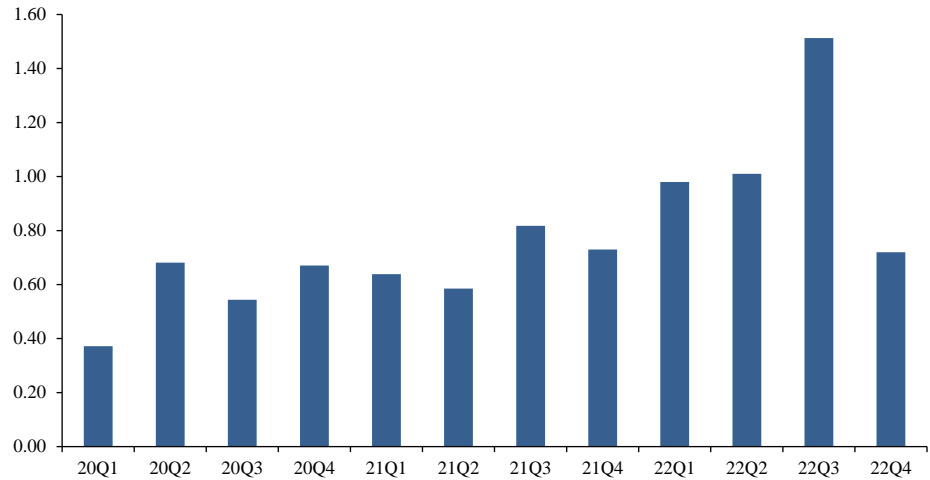
### 3.3. 业绩拐点已现，增长势能充足

#### 3.3.1. 22 年底出海井喷式增加，22Q3 业绩拐点已现

**出海抢单热潮起，线下展井喷式增加。**2022 年底，米奥主办的迪拜、巴西、波兰等展会累计实现 1000+企业主包机出海，全国最大规模包机团引发 CCTV 高频报道。佛山企业更是在波兰展现场斩获近百万美元订单。2023 年年初浙江“千团万企包机抢订单”，山东组“百企团”出海拓市场，各地掀起“千团万企”“出海”潮。再次证明了今年出海趋势一路“狂飙”。2023 年 1 月，全球最大的科技消费类电子产品展 CES 中，中国 547 家企业报名。2023 年 2 月的法兰克福春季消费品博览会，400 多家来自中国的企业报名参展。

**22Q3 合同负债大幅增长，经营拐点已经出现。**公司展会销售主要执行预收款政策，一般在展会开展前 3-6 月收取参展商一定比例预付款，截止 2022 年 Q3，公司合同负债为 1.5 亿元左右，环比增长 50%左右。剔除会展行业季节性因素的影响，同比增加 85.1%左右，23 年销售规模有望大幅增加。

图33: 米奥会展 2020Q1-2022Q4 合同负债 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

今年以来, 我国进出口增速逐月提升, 3月出口大超预期。今年3月, 我国进出口总值3.71万亿元人民币, 同比增长15.5%, 环比增长32.8%, 其中, 出口2.15万亿元, 同比增长23.4%, 环比增长48.4%。一季度外贸出口总值5.65万亿元, 同比增长8.4%。分区域来看, 一季度我国对东盟/拉丁美洲/非洲等新兴市场进出口分别增长16.1%/11.7%/14.1%, 规模合计占比提升2.4pct, 达到28.4%。其中对东南亚国家联盟中的新加坡和菲律宾, 出口分别累计增长78.2%和23.3%; 对“一带一路”沿线国家进出口增长16.8%, 占进出口总值的34.6%, 提升了3.5pct; 对RCEP其他成员国进出口增长7.3%。分产品来看, 机电产品和劳动密集型产品出口均实现增长。一季度, 我国机电产品出口3.27万亿元, 同比增长7.6%, 占出口总值的57.9%; 劳动密集型产品出口9474.6亿元, 增长5.7%, 其中, 服装/塑料制品/家具分别出口2418.5亿/1702.4亿/1072.6亿元, 分别增长6.7%/11.1%/0.8%。

**2023年米奥境外办展升级, 数量多, 范围广。**2023年公司计划的境外自办展遍布全球12个国家及地区, 总计20余场。展览品类包括纺织服装、消费电子、工业机械、家居礼品、家用电器、建材五金、美容美发、汽车摩托车零配件等。境外自办展在拓展“一带一路”、RCEP市场多年的基础上, 首次进入美国、德国和日本发达市场, 进一步完善自办展的全球布局。TradeChina全球自办展全新升级为8大专业展同档期举办。日本AFF亚纺展开售不到两周均已售罄, 再一次证明了市场对其看好程度。

表15: 米奥 2023 年度办展预期

展会举办国	展会英文名	城市	展会项目名称	展会时间
印尼	CHINA (Indonesia) TRADE FAIR	雅加达	2023 年第三届中国(印尼)贸易博览会	3.16-3.18
日本	AFF	大阪	2023 年日本亚洲纺织成衣展(大阪)	4.11-4.13
印尼	CHINA (Indonesia) TRADE FAIR	雅加达	2023 年第四届中国(印尼)贸易博览会	5.24-5.26
波兰	CHINA (Poland) TRADE FAIR	华沙	2023 年第十二届中国(波兰)贸易博览会	5.31-6.2
德国	CHINA (Germany) TRADE FAIR	埃森	2023 年第一届中国(德国)贸易博览会	6.5-6.7
阿联酋迪拜	CHINA (Dubai) TRADE FAIR	迪拜	2023 年第十四届中国(阿联酋)贸易博览会	6.13-6.15
越南	CHINA (Vietnam) TRADE FAIR	胡志明市	2023 年第二届中国(越南)贸易博览会	6.15-6.17
巴西	CHINA (Brazil) TRADE FAIR	圣保罗	2023 年第九届中国(巴西)贸易博览会	6.21-6.23
墨西哥	CHINA (Mexico) TRADE FAIR	墨西哥城	2023 年第七届中国(墨西哥)贸易博览会	6.27-6.29
日本	AFF	东京	2023 年日本亚洲纺织成衣展(东京)	9.6-9.8
土耳其	CHINA (Turkey) TRADE FAIR	伊斯坦布尔	2023 年第八届中国(土耳其)贸易博览会	9.7-9.9
美国	CHINA (USA) TRADE FAIR	洛杉矶	2023 年第一届中国(美国)贸易博览会	9.13-9.15
南非	CHINA (South Africa) TRADE FAIR	约翰内斯堡	2023 年第七届中国(南非)贸易博览会	9.20-9.22
印尼	CHINA (Indonesia) TRADE FAIR	雅加达	2023 年第五届中国(印尼)贸易博览会	11.23-11.25
印度	CHINA (India) TRADE FAIR	孟买	2023 年第九届中国(印度)贸易博览会	11.28-11.30
波兰	CHINA (Poland) TRADE FAIR	华沙	2023 年第十三届中国(波兰)贸易博览会	11.29-12.1
墨西哥	CHINA (Mexico) TRADE FAIR	塞西哥城	2023 年第八届中国(墨西哥)贸易博览会	12.5-12.7
巴西	CHINA (Brazil) TRADE FAIR	圣保罗	2023 年第十届中国(巴西)贸易博览会	12.11-12.13
阿联酋迪拜	CHINA (Dubai) TRADE FAIR	迪拜	2023 年第十五届中国(阿联酋)贸易博览会	12.18-12.20

数据来源: 东吴证券研究所预计

### 3.3.2. 政策支持、人才储备、合作并购打开中长期天花板

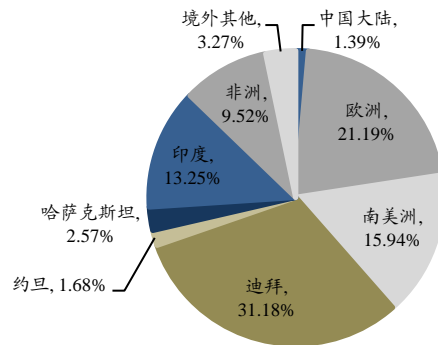
**重点布局 RCEP、一带一路地区占先发优势，举办展会数量、规模远超国内企业。**疫情前，米奥每年固定在境外土耳其、波兰、埃及、南非、尼日利亚、肯尼亚、约旦、墨西哥、巴西、哈萨克斯坦、印度、阿联酋、印尼等 13 个国家举办展览会，深拓一带一路、RCEP 蓝海。

图34: 米奥境外布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图35: 2018年米奥营业收入地区构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表16: 2021年中国境外自主办展服务“一带一路”倡议项目统计

办展单位名称	展览数量(场)	展览面积(万平方米)
米奥兰特国际会展	2	0.56
山东百特展览工程有限公司	3	0.27

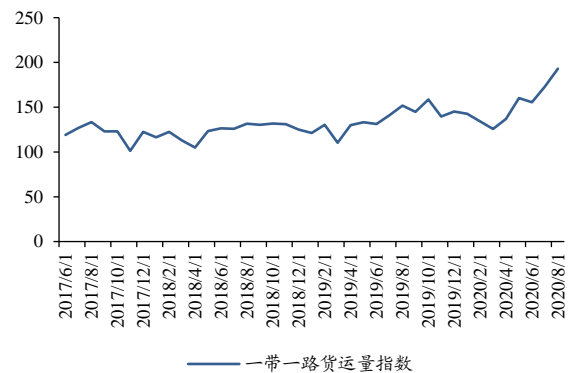
数据来源: 《2021年中国展览数据统计报告》, 东吴证券研究所

图36: 一带一路贸易额指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 一带一路货运量指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**RCEP 政策红利释放打开中长期增长空间。**2020年11月15日, RCEP 协议正式签署。根据中国商务部数据, RCEP 协定覆盖人口 23.7 亿、区域 GDP 总值 25.6 万亿美元、进出口总额 10.2 万亿美元, 在全球总量中三项占比均达 30% 左右, 已经成为北美、欧盟、RCEP 世界三大自贸区中规模最大、活力最强、潜能最具预期的自贸区。2022 年我国对 RCEP 其他 14 个成员国共进出口 12.95 万亿元/YoY+7.5pct, 占我国外贸进出口总值的 30.8%。RCEP 政策红利的持续释放将带动 RCEP 地区展览举办。据彼得森经济研究所测算, 到 2030 年 RCEP 有望带动出口净增 5190 亿美元, 国民收入净增 1860 亿美元, 为区域经济一体化注入强劲动力, 造福各国人民。

图38: 中国—东盟贸易指数



数据来源: 中国海关, 东吴证券研究所

**出海政策支持境外自办展渗透率快速提升。**商务部、国务院、发改委等部门近期出台一系列稳外贸政策, 有利于中国境外自办展持续发展。各地方政府加大赴海外参展企业补贴, 积极响应国家“各地要用好外经贸发展专项资金, 支持中小微企业参加境外展会”指导。政策的出台一方面鼓励需求端企业出海参展, 另一方面促进会展行业龙头扩张海外办展规模。作为国内境外自办展龙头企业, 米奥有望凭借数字化能力、规模化效应随政策支持持续提升渗透率。

表17: 部分稳外贸相关政策

发布时间	标题	主要内容
2022/5/9	商务部等 14 部门关于开展内外贸一体化试点的通知	支持商贸、物流企业“走出去”, 整合市场资源, 建立国际化营销、物流和售后服务网络, 支持举办内外贸融合展会, 促进内外贸企业、第三方服务机构对接合作。
2022/5/17	国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见	各地方积极利用外经贸发展专项资金等相关资金, 支持中小微企业以“境内线上对口谈、境外线下商品展”等方式参加境外展会。商协会、贸促机构、驻外机构、海外中资企业协会积极帮助组展企业和参展企业对接海外买家。
2022/5/17	外贸外资协调机制办公室关于建立完善与在华外国商协会常态化交流机制的通知	建立完善与在华外国商协会常态化交流机制, 在符合疫情防控要求的前提下, 组织开展重点引资来源地在华外国商协会交流, 常态化组织开展外国商协会交流活动。
2022/9/27	商务部关于印发支持外贸稳定发展若干政策措施的通知	各地方积极利用外经贸发展专项资金等相关资金, 支持企业参加本地区、其他地区或贸促机构、会展企业举办的各类境外自办展会, 鼓励有条件的地方扩大境外自办展会规模。各地方加强指导, 支持企业提升境外代参展人员服务水平和积极性, 持续提升代参展成效。对外贸企业人员常态化疫情防控下出国出境进行参展、商洽等商务活动的, 各地方外事、商务主管部门和移民管理机构要进一步加强服务保障。

数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

**合作办展提升展览专业化水平。**米奥会展积极与专业展览公司和专业行业协会合作, 举办专业化展会。2021年8月, 米奥兰特与华富展览集团达成战略合作签约, 华富展览

旗下拥有知名专业全国系列展览 CEET 创教展, 每年为超过 20 万人次的专业观众服务, 年度展览面积超 10 万平方米, 公司借此机会切入教育装备专业展领域。2022 年 1 月, 公司与中纺广告展览有限公司达成战略合作协议, 中纺主营业务是组织出国纺织服装展览, 核心项目是日本 AFF 展会, AFF 展是日本最大的纺织服装 OEM 展会, 展会复购率达 60% 以上, 买家则覆盖了几乎所有业内主流企业。

图39: 米奥会展海外合作协会



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**加大投资并购力度, 强大资源整合能力加速规模化。**早在成立初期的 2010-2013 年, 米奥会展便通过 4 次重大资产重组, 收购北米、上广展、嘉米、上米四家会展公司, 实现了营收从不足千万到过亿的转变。2021 年 2 月, 米奥会展投资 1 个亿, 成立全资子公司米奥兰特(浙江)股权投资有限公司, 利用资本杠杆为“米奥会展”和“米奥科技”两块核心业务整合资源, 2021-2022 年, 公司收购华富展览和中纺广告 51%/60% 的股权。未来有望进一步并购壮大, 提升品牌力。

**数字化转型提升参展效果和办展效率。**公司作为行业数字化先锋, 构建了包括在线数字资讯、在线数字展示、在线数字撮合、在线大数据挖掘和在线数字商洽“五位一体”的数字展览服务模式。O2O 数据服务给予展商精准的客户画像, 截至 2022 年底公司掌握全域买家 424 万家信息, 提升了展前预约有效性, 展中交流效率和展后整理效率。传统展会公司依靠品牌力提升效率, 管理宽度有限, 而数字化销售和客服工具提高管理幅宽, 公司销售人均单产有望进一步提高。

**米奥紧随政策发展。**1) 2021 年在日本、印尼、越南、泰国、马来西亚等 5 个 RCEP 国家举办疫情下的数字展览; 2) 2022 年 1 月 1 日 RCEP 正式生效, 米奥该年在日本、越南、印尼等 3 个 RCEP 国家举办“双线双展”; 3) 2021-2022 年, 公司分别收购华富展览和中纺广告 51%/60% 的股权, 切入教育展、纺服专题会展赛道, 并补充 RCEP 地区展会市场。中纺广告的核心项目是日本 AFF 展会, 截止 2022H1 已举办 35 届。收购加快资源整合, 实现协同发展; 4) 2023 年 1 月米奥拟以自有资金在新加坡投资设立全资子公司, 以加快开拓 RCEP 东盟市场, 2 月新加坡子公司已完成注册登记手续, 注册资本

500 万美元。公司持续深耕 RCEP 市场，为境外线下展业务带来新增量。

图40：米奥 RCEP 地区展览营销平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

**收入端：**1) 公司主要收入驱动来自于境外自办展，该业务 2022 年底迅速复苏，并有望在未来持续贡献公司 80%以上业务收入，我们预计公司该业务 2023-25 年收入为 6.1/8.0/10.5 亿元。2) 公司在疫情下推出双线双展数字业务表现良好，但伴随放开，我们预计数字展未来将承担辅助自办展顺利开展的功能，收入增长逐步趋于平稳。3) 我们预计代理展将迅速复苏至疫前水平。

**成本费用端：**1) 由于单位会展价格持续走高、会展等营业成本主要为会场租赁&人员组织等刚性成本，疫情复苏之下公司持续扩张境外自办展业务，规模效应将使得公司毛利率持续走高。2) 费用项目绝对值不大幅增长，各项费用率将显著受益于公司收入复苏&疫情下降本增效及规模效应带来摊薄，费用率持续走低，逐步趋于疫前水平。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 7.0/9.5/12.5 亿元，同比增长 102.0%/35.5%/30.6%。考虑到公司收入复苏&成本费用精进，预计公司 2023-25 年归母净为 1.6/2.7/4.1 亿元，同比增长 218.7%/68.7%/51.3%，当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 39/23/15 倍。我们选取国内会展服务商兰生股份、景区及会展服务商中青旅、文艺及会展服务商锋尚文化、国内大型文化创意布展企业华凯易佰等企业作为可比公司。米奥会展 2023-25 年业绩增速处于行业中上游，且中长期潜力空间较大，成长性值得期待。疫情下公司创造性推出双线双展有效弥补损失；逆势扩充人才梯队有望在疫后展现较强会展开发、组织及运营能力；提前布局一带一路和 RCEP 沿线国家把握我国出口结构转型东风；规模效应之下公司盈利能力有望快速提升，国内合作机会亦持续涌现。我们看好公司业绩充足的弹性与较强确定性，首次覆盖给予“买入”评级。



表18: 米奥会展盈利预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>总营收</b>	<b>181.6</b>	<b>348.3</b>	<b>703.8</b>	<b>953.9</b>	<b>1246.2</b>
yoy		91.8%	102.0%	35.5%	30.6%
其中: 自办展收入	27.3	255.3	608.2	798.3	1045.9
yoy		835.7%	138.2%	31.3%	31.0%
毛利率	42.3%	47.3%	52.4%	56.8%	58.4%
代理展收入	0.3	3.3	14.8	38.5	48.1
yoy		888.8%	350.0%	160.0%	25.0%
毛利率	-1111.7%	-1.2%	31.1%	32.5%	33.1%
数字展及其他收入	154.0	89.7	80.8	117.1	152.2
yoy		-41.7%	-10.0%	45.0%	30.0%
毛利率	61.9%	57.0%	63.1%	63.5%	64.4%
<b>综合毛利率</b>	<b>56.8%</b>	<b>49.3%</b>	<b>53.1%</b>	<b>56.7%</b>	<b>58.2%</b>
销售费用率	51.5%	24.8%	17.4%	13.3%	10.4%
管理费用率	25.4%	10.2%	8.0%	6.4%	5.2%
研发费用率	12.9%	4.5%	3.4%	2.0%	1.5%
财务费用率	-2.5%	-2.5%	-1.6%	-1.5%	-1.7%
所得税率	12.8%	7.3%	18.0%	24.0%	24.0%
<b>归母净利润</b>	<b>-57.6</b>	<b>50.4</b>	<b>160.6</b>	<b>270.9</b>	<b>409.8</b>
yoy		187.4%	218.7%	68.7%	51.3%
归母净利率	-31.7%	14.5%	22.8%	28.4%	32.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预计

表19: 可比公司估值对比 (截止 2023 年 4 月 19 日)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润同比增速			PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
兰生股份	53	1.2	0.2	1.6	2.1	(86.7%)	868.8%	36.8%	44	328	34	25
中青旅	113	0.2	-3.3	3.9	6.0	(1670.9%)	217.4%	54.1%	532	-	29	19
锋尚文化	77	0.9	0.7	3.8	4.6	(20.6%)	424.3%	20.5%	83	105	20	17
华凯易佰	80	(0.9)	2.1	3.2	4.1	340.8%	52.1%	27.9%	-	38	25	20
平均									<b>220</b>	<b>157</b>	<b>27</b>	<b>20</b>
米奥会展	<b>62</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>1.6</b>	<b>2.7</b>	<b>187.4%</b>	<b>218.7%</b>	<b>68.7%</b>	<b>-</b>	<b>123</b>	<b>39</b>	<b>23</b>

注: 未覆盖标的采用 Wind 一致预期。米奥会展、中青旅、华凯易佰 2022 业绩已披露, 表中列示实际数。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 5. 风险提示

**国际经济贸易波动。**公司主营业务为境外展的策划、组织和运营, 若由于宏观经济波动, 地缘政治危机等因素, 导致终端参展需求不及预期, 公司的盈利能力可能受到负

面影响。

**新冠疫情反复。**新冠疫情大规模爆发可能会导致国际旅行及物流受阻，公司无法正常开展海外线下展业务。

**客户拓展不及预期。**行业竞争加剧、自办展品牌影响力下降、出海办展企业数量不及预期等情形可能导致公司客户拓展不及预期。

米奥会展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>464</b>	<b>651</b>	<b>945</b>	<b>1,338</b>	<b>营业总收入</b>	<b>348</b>	<b>704</b>	<b>954</b>	<b>1,246</b>
货币资金及交易性金融资产	443	560	871	1,222	营业成本(含金融类)	176	330	413	521
经营性应收款项	12	63	56	74	税金及附加	1	1	1	2
存货	0	7	2	10	销售费用	86	122	126	130
合同资产	0	0	0	0	管理费用	36	56	61	65
其他流动资产	9	21	16	31	研发费用	16	24	19	19
<b>非流动资产</b>	<b>132</b>	<b>156</b>	<b>179</b>	<b>202</b>	财务费用	-9	-11	-14	-22
长期股权投资	11	11	11	11	加:其他收益	5	11	14	15
固定资产及使用权资产	26	26	27	27	投资净收益	4	7	3	4
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	15	18	21	23	减值损失	-4	0	0	0
商誉	66	86	106	126	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	3	3	3	<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>199</b>	<b>364</b>	<b>550</b>
其他非流动资产	12	12	12	12	营业外净收支	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>595</b>	<b>807</b>	<b>1,124</b>	<b>1,540</b>	<b>利润总额</b>	<b>55</b>	<b>199</b>	<b>364</b>	<b>550</b>
<b>流动负债</b>	<b>129</b>	<b>245</b>	<b>286</b>	<b>333</b>	减:所得税	4	36	87	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	<b>净利润</b>	<b>51</b>	<b>163</b>	<b>276</b>	<b>418</b>
经营性应付款项	19	18	24	20	减:少数股东损益	1	2	6	8
合同负债	72	132	165	208	<b>归属母公司净利润</b>	<b>50</b>	<b>161</b>	<b>271</b>	<b>410</b>
其他流动负债	33	90	92	99	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	1.59	2.68	4.06
非流动负债	7	7	7	7	EBIT	38	181	347	525
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	49	182	348	526
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.34	53.14	56.68	58.18
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	14.47	22.82	28.40	32.88
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	91.76	102.05	35.54	30.65
<b>负债合计</b>	<b>137</b>	<b>252</b>	<b>293</b>	<b>341</b>	归母净利润增长率(%)	187.41	218.73	68.71	51.26
归属母公司股东权益	448	541	812	1,172					
少数股东权益	11	14	19	27					
<b>所有者权益合计</b>	<b>459</b>	<b>555</b>	<b>831</b>	<b>1,199</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>595</b>	<b>807</b>	<b>1,124</b>	<b>1,540</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	76	202	334	421	每股净资产(元)	4.43	5.36	8.04	11.60
投资活动现金流	-37	-18	-22	-20	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	0	0	0	-50	ROIC(%)	8.16	28.74	37.57	38.94
现金净增加额	41	184	311	351	ROE-摊薄(%)	11.26	29.68	33.37	34.97
折旧和摊销	11	1	1	1	资产负债率(%)	22.97	31.29	26.09	22.12
资本开支	-2	-25	-25	-24	P/E(现价&最新股本摊薄)	123.10	38.62	22.89	15.14
营运资本变动	17	45	59	6	P/B(现价)	13.86	11.46	7.64	5.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

