

# 焦点科技 (002315.SZ)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 跨境 B2B+AI 赋能商业化增量

### 公司简介

公司业务主要包括中国制造网、新一站保险代理业务和部分其他跨境业务，收入占比分别为 86%、8%、6%。中国制造网连接供应商及采购商，促成 B2B 外贸交易，平台提供信息展示、精准营销推广等全链路外贸服务。

### 投资逻辑：

一、行业：海外需求区域间分化，运价回落

2023 年 1-7 月，我国出口金额累计增速-5.0%。其中北美、东南亚、欧盟、非洲增速分别为-13.2%、-2.0%、5.7%、20.0%。上半年高增速品类为陆路汽车(增速 40%)、通用工业机械设备及零件(增速 13%)。物流运价于 2023 年 1 月左右回归正常水平。当前人民币贬值周期内，出口商品价格竞争力提升。根据网经社，我国跨境电商行业 B2B 占比超七成，2022 年出口跨境电商市场规模 12 万亿，增速 12%。

二、公司：聚焦跨境 B2B，AI 模块打开商业化新路径

中国制造网：2018-2022 年收入复合增速 18.6%，其中付费会员数复合增速 13.7%，2022 年达 2.5 万；年付费金额复合增速为 7.9%，2022 年会员年平均贡献收入约 5 万元，目前仅向供应商收费。与同业相比，中国制造网品类以工业品为主，会员权益性价比更高。AI 麦可助手带来商业化新的增长点，预计拉升会员年平均付费金额。AI 模块在美工、营销优化、智能客服、商机跟进等方面持续迭代。中性假设下，若 24 年付费会员数增速 12%，AI 模块持续渗透，AI 模块年付费金额 1 万元，预计年付费金额增速 10%，B2B 收入增速预计为 23%。

保险代理：收入占比收窄，主要由于保险产品结构调整，2022 年人身险优化低利润和经营不稳定的部分，财产险开拓外贸财险市场，与中国制造网协同。近两年毛利率在 95%左右，盈利能力改善。

### 盈利预测、估值和评级

公司深耕跨境 B2B 多年，付费用户数量持续增长，我们预计公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.55 亿元、4.60 亿元、5.82 亿元。考虑到公司 AI 应用预计带来新的商业化潜力，采用 PE 估值法，给予公司 2023 年 32x PE 估值，对应市值 113.70 亿元，目标价 36.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济弱恢复，行业竞争加剧，海外国家市场环境及政策变化，汇率波动，新技术应用不及预期等。

传媒与互联网组

分析师：廖馨瑶 (执业 S1130522060005)

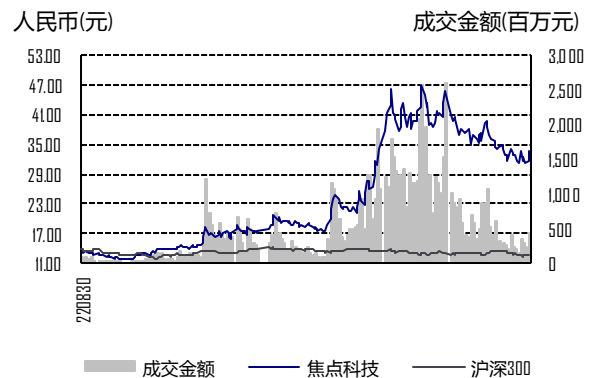
liaoxinyao@gjzq.com.cn

分析师：陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.63 元

目标价 (人民币)：36.52 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,475	1,475	1,648	2,004	2,468
营业收入增长率	27.30%	0.00%	11.71%	21.65%	23.15%
归母净利润(百万元)	245	300	355	460	582
归母净利润增长率	41.33%	22.60%	18.28%	29.40%	26.65%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.97	1.14	1.48	1.87
每股经营性现金流净额	1.69	1.56	0.92	1.81	3.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.70%	13.36%	13.59%	14.88%	15.77%
P/E	21.21	18.64	29.36	22.69	17.91
P/B	2.48	2.49	3.99	3.38	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

一、跨境出口：需求区域间分化，运价回落.....	5
1.1 需求：修复程度东南亚>欧盟>北美，陆路车辆商品高增速.....	5
1.2 运价：物流成本降低，海运运价回归正常.....	8
1.3 汇率：人民币贬值周期内，出口商品价格力提升.....	8
1.4 关税：若加征关税，可向下游传导，对出口负面影响有限.....	9
1.5 渠道：政策鼓励贸易数字化，跨境 B2B 占跨境电商交易额近八成.....	10
二、公司分析：聚焦中国制造网，科技赋能外贸企业.....	11
2.1 中国制造网：付费用户增长，AI 助手打开商业化新路径.....	11
2.2 保险代理：经营聚焦，盈利能力有望提升.....	15
2.3 跨境业务：海外子业务革新重构，亏损收窄.....	16
三、财务分析：收入稳健增长，盈利能力提升.....	19
四、盈利预测与估值分析.....	22
4.1 核心假设及盈利预测.....	22
4.2 估值及投资建议.....	24
五、附录.....	25
六、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：中国出口金额及增速.....	5
图表 2：广交会和华交会对比.....	5
图表 3：广交会成交金额及增速.....	6
图表 4：广交会采购商人数.....	6
图表 5：华交会成交金额及增速.....	6
图表 6：华交会到会境外客商数.....	6
图表 7：2022 年中国出口商品区域结构.....	6
图表 8：2022 年中国出口商品前十大主要国家.....	6
图表 9：东南亚、北美、欧盟出口金额增速.....	7
图表 10：东南亚、北美、欧盟 CPI 同比增速.....	7
图表 11：我国出口金额增速-分商品构成.....	7
图表 12：我国出口金额占比 TOP 10 商品增速表现.....	8
图表 13：中国出口集装箱运价指数（CCFI）回归正常.....	8
图表 14：美元兑人民币汇率变化.....	9

图表 15: 人民币贬值对于出口型企业的汇兑收益有积极作用 .....	9
图表 16: 美国加征关税对中国出口金额影响 .....	10
图表 17: 中国出口跨境电商市场规模 (亿元) .....	10
图表 18: 中国跨境电商 B2B vs B2C 比例 .....	10
图表 19: 跨境电商相关政策梳理 .....	11
图表 20: 公司主营业务 .....	11
图表 21: 中国制造网营业收入及同比增速 (百万元, %) .....	12
图表 22: 中国制造网英文站会员数及增速 (位, %) .....	12
图表 23: 中国制造网发展历程 .....	12
图表 24: 中国制造网与可比 B2B 出口平台业务模式及商业模式对比 .....	13
图表 25: 中国制造网会员权益 .....	13
图表 26: 阿里巴巴国际站会员权益 .....	13
图表 27: 中国制造网与可比 B2B 出口平台访问量、停留时长对比 .....	14
图表 28: AI 外贸助手“麦可”产品路线.....	15
图表 29: AI 外贸助手“麦可”功能模块.....	15
图表 30: 新一站保险代理业务发展历程及收入表现 .....	16
图表 31: inQbrands Inc 发展历程.....	17
图表 32: Doba.com 发展历程.....	18
图表 33: Grov.com 发展历程.....	18
图表 34: 公司营业收入及同比增速 (百万元, %) .....	19
图表 35: 公司营业收入分业务占比 (%) .....	19
图表 36: 公司营业成本及同比增速 (百万元, %) .....	19
图表 37: 公司营业成本分业务占比 (%) .....	19
图表 38: 公司毛利率 (%) .....	20
图表 39: 公司分业务毛利率 (%) .....	20
图表 40: 公司开支情况 (%) .....	20
图表 41: 公司净利润与净利润率 (百万元, %) .....	20
图表 42: 公司在职工专业构成 .....	21
图表 43: 公司在职工数量及增速 .....	21
图表 44: 可比公司销售费用率 .....	21
图表 45: 可比公司销售人员数量及占比 .....	21
图表 46: 可比公司研发费用率 .....	21
图表 47: 可比公司研发人员数量及占比 .....	21
图表 48: 公司货币资金与经营性现金流净额 (百万元) .....	22
图表 49: 与可比公司未确认收入/营业收入比较 (%) .....	22

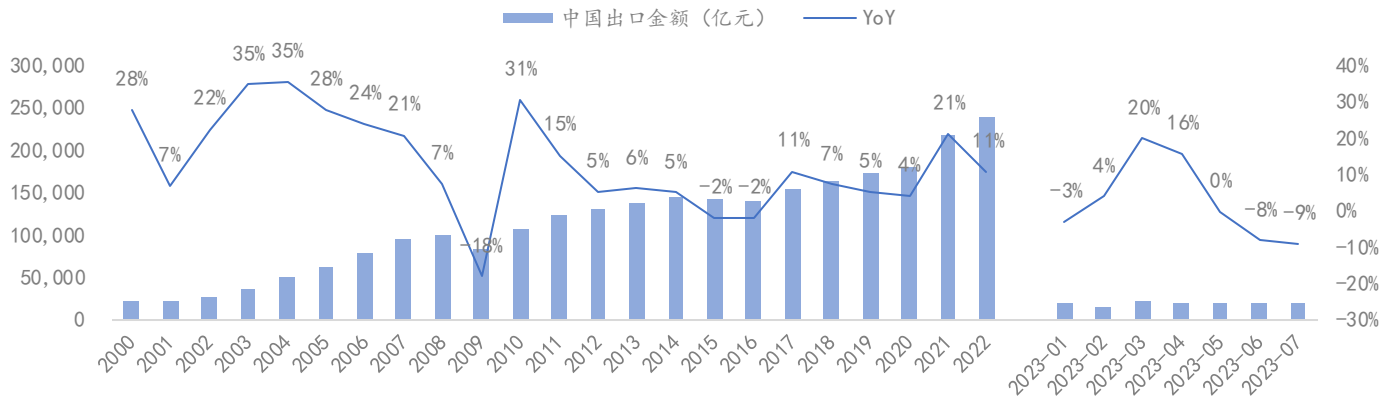
图表 50: 公司分红总额及分红率 .....	22
图表 51: 可比公司股息率 .....	22
图表 52: AI 模块带来的收入测算 .....	23
图表 53: 2024 年 B2B 业务收入敏感性测算 .....	23
图表 54: 2024 年 B2B 业务收入增速敏感性测算 .....	23
图表 55: 公司利润表 (百万元人民币) .....	24
图表 56: 可比公司估值 .....	25
图表 57: 百卓网发展历程 .....	25
图表 58: 文笔天天网发展历程 .....	26

## 一、跨境出口：需求区域间分化，运价回落

### 1.1 需求：修复程度东南亚>欧盟>北美，陆路车辆商品高增速

我国出口保持稳定增长，2022年在疫情、宏观经济等诸多冲击下实现高基数增长。据海关总署数据，我国出口金额2019年至2022年复合增速11.6%，2022年出口金额达23.97万亿元，同比11%。2023上半年出口金额11.46万亿元，同比3.7%，3月出口金额增速冲高，同比20%，主要由于积压订单在春节后统一交付以及中国贸易结构优化，对东盟、“一带一路”沿线国家等新兴市场出口大幅增长所致。

图表1：中国出口金额及增速



来源：海关总署，国金证券研究所

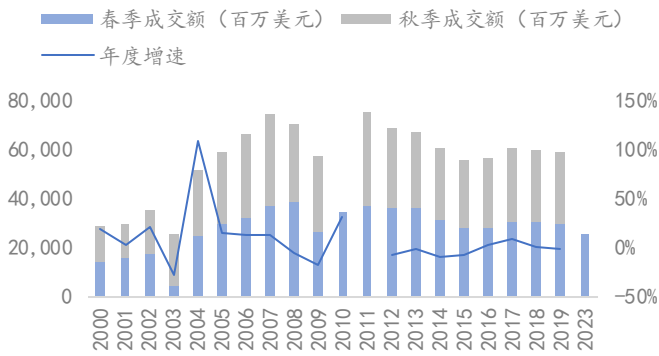
2023年广交会及华交会的成交金额分别恢复至2019年的85%、95%的水平。广交会是对外贸易的“晴雨表”和“风向标”，是外贸企业重要的拓客渠道。2023年春季展为疫情以来第一个线下大型贸易活动，线上+线下参会采购商达51.96万人。线上+线下成交额达251.1亿美元，恢复至疫情前2019年春季约85%的水平，未恢复部分主要由于乌克兰战争对欧美市场消费需求的冲击等因素所致。线下展闭幕后，线上平台将继续开放，有望继续成交。华交会是我国规模最大、客商最多、辐射面最广、成交额最高的区域性国际经贸盛会之一。2023年第31届华交会亦是疫情后首次线下办展，吸引了来自119个国家和地区的采购商，到会的境内外客商超过3.5万人，累计进馆5.1万人次，成交额达到21.8亿美元，恢复至疫情前2019年的95%水平。本次华交会新增RCEP专场，对“一带一路”和东盟自由贸易协议区企业的贸易增长给予高度重视。

图表2：广交会和华交会对比

	广交会	华交会
主办方	商务部和广东省人民政府联合主办	中华人民共和国商务部支持，9省市联合主办
创办时间	1957年，已举办133届	1991年，已举办30届
举办时间	每年3月	每年春秋两季
主要品类	2023年，一期：工业类；二期：日用消费品、礼品装饰品等；三期：聚焦纺织服装和食品等	纺织服装、工艺和轻工产品中，高新技术产品、名特产品
峰值阶段	早期广交会为重要出口渠道，1972、1973年广交会成交额/全年出口金额达50%以上。	90年代，华交会成交额/全年出口金额达1%以上，随着线上渠道增加及客户间良好关系的建立，占比逐渐回落。
成交额/全年出口金额		

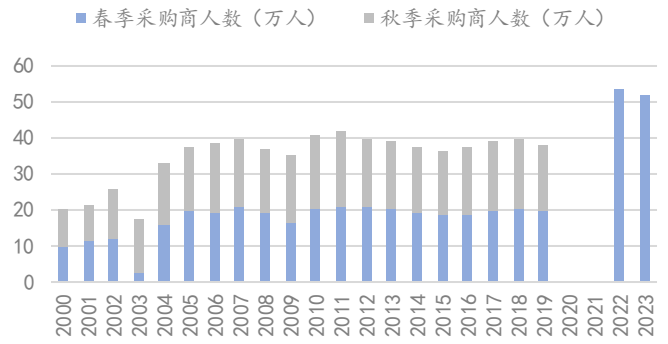
来源：中国进出口商品交易会，中国华东进出口商品交易会，网络公开资料，国金证券研究所

图表3: 广交会成交金额及增速



来源: 中国进出口商品交易会, 国金证券研究所

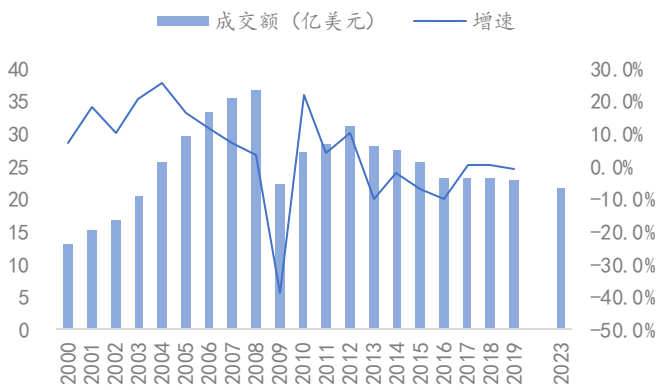
图表4: 广交会采购商人数



\*采购商人数 22 年为线上人数, 23 年为线上+线下人数

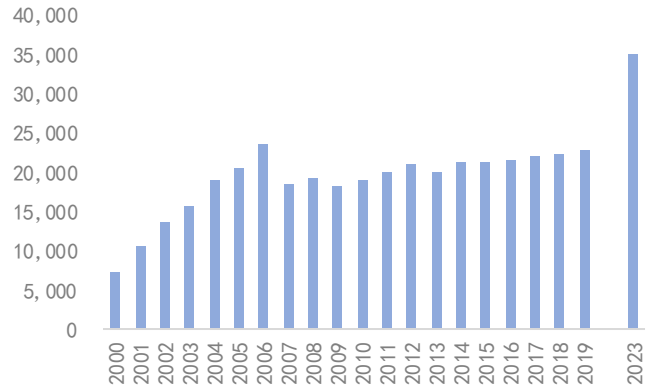
来源: 中国进出口商品交易会, 国金证券研究所

图表5: 华交会成交金额及增速



来源: 中国华东进出口商品交易会, 国金证券研究所

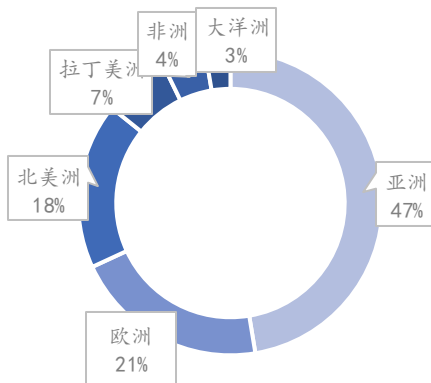
图表6: 华交会到会境外客商数



来源: 中国华东进出口商品交易会, 国金证券研究所

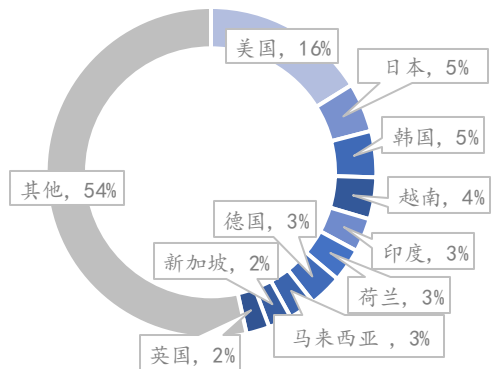
年初至今年出口修复程度东南亚>欧盟>北美。出口区域结构来看, 亚洲、欧洲、北美占比分别为 47%、21%、18%, 为出口主要区域。出口主要国家来看, 美国占比 16%, 日本、韩国占比分别为 5%, 东南亚国家占比 16%, 其中越南、马来西亚占比居前, 欧盟占比 16%, 其中荷兰、德国占比居前。2023 年 1-6 月中国出口金额累计增速 4%, 其中东南亚国家增速 8.6%、欧盟增速 0.0%、北美增速-12.2%。2023 年 7 月, 中国出口金额同比-9%, 其中东南亚国家同比-16.6%、欧盟同比-15.6%。

图表7: 2022 年中国出口商品区域结构



来源: 海关总署, 国金证券研究所

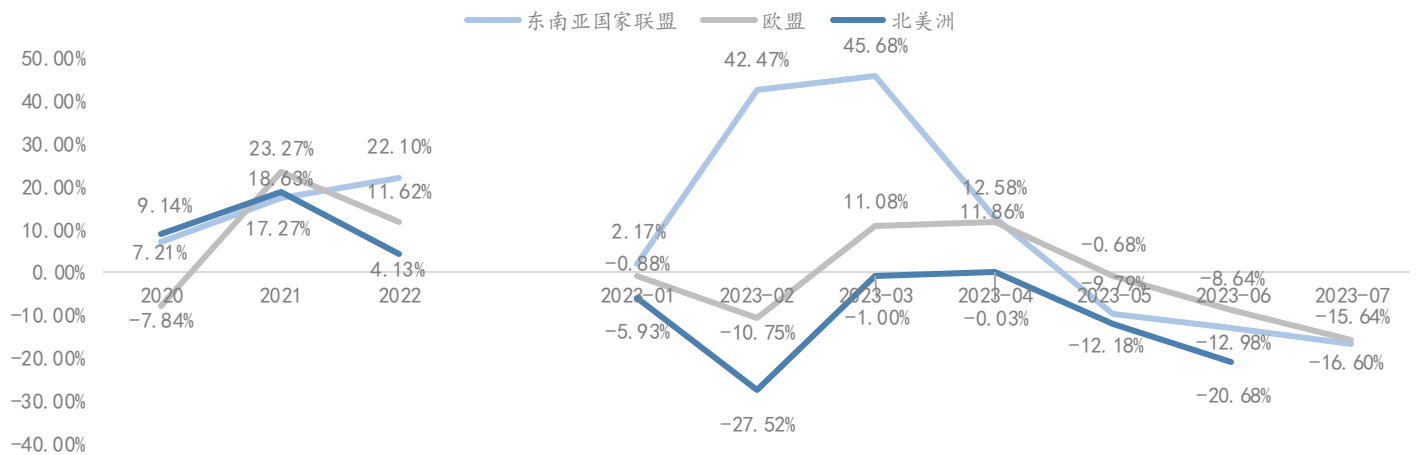
图表8: 2022 年中国出口商品前十大主要国家



来源: 海关总署, 国金证券研究所

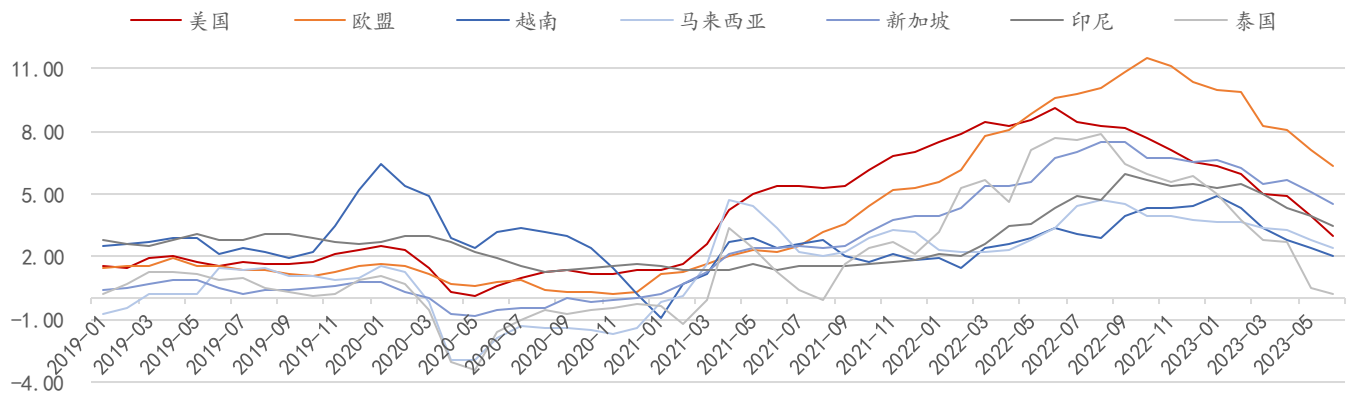


图表9: 东南亚、北美、欧盟出口金额增速



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表10: 东南亚、北美、欧盟 CPI 同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

分商品构成: 工业制品占我国出口金额 95%, 初级产品占 5%。2023 年上半年我国出口金额增速 3%, 其中初级产品增速 13%, 表现好于工业制品。工业制品中, 增速居前的品类为陆路汽车、通用工业机械设备及零件, 增速分别为 40%、13%。

图表11: 我国出口金额增速-分商品构成

	出口金额占比 (%)	出口金额增速 (%)				
	2023年1-6月	2019	2020	2021	2022	2023年1-6月
总值		5%	4%	21%	10%	3%
一、初级产品	5%	4%	-13%	13%	25%	13%
0类 食品及活动物	2%	4%	-2%	3%	9%	7%
1类 饮料及烟类	0%	-2%	-28%	3%	15%	25%
2类 非食用原料(燃料除外)	1%	0%	-7%	31%	16%	-2%
3类 矿物燃料、润滑油及有关原料	2%	5%	-31%	24%	55%	29%
4类 动植物油、脂及蜡	0%	13%	23%	54%	57%	-5%
二、工业制品	95%	5%	5%	22%	10%	2%
5类 化学成品及有关产品	8%	1%	5%	46%	22%	-12%
6类 按原料分类的制成品	17%	5%	7%	16%	14%	0%
7类 机械及运输设备	48%	3%	6%	20%	9%	5%
8类 杂项制品	20%	8%	1%	21%	3%	2%
9类 未分类的商品	2%	120%	130%	33%	26%	52%

来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表12: 我国出口金额占比 TOP 10 商品增速表现

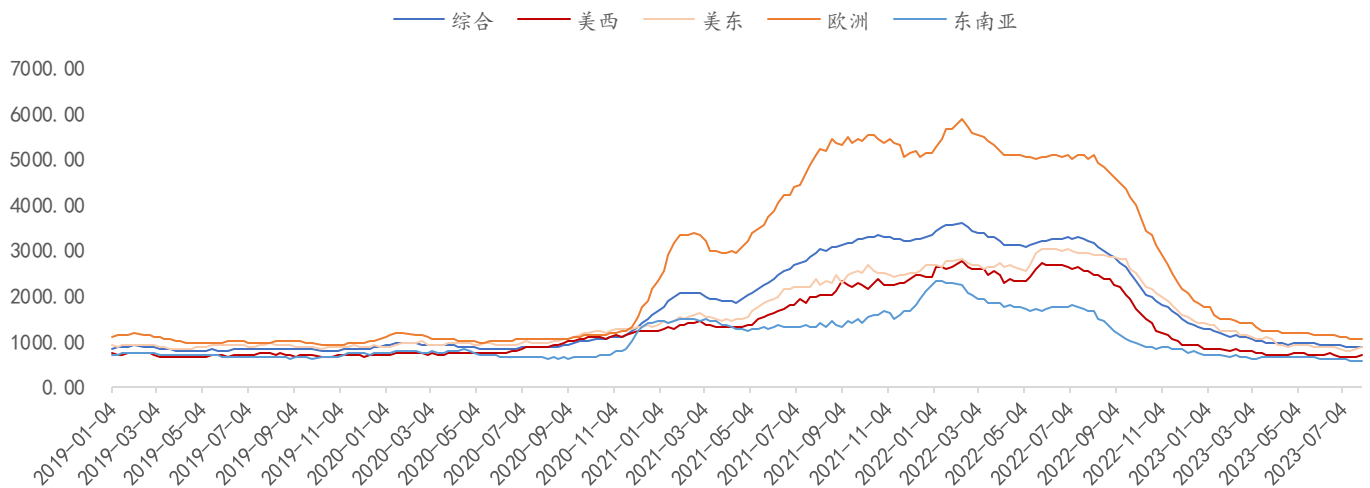
	出口金额占比 (%)		出口金额增速 (%)				
	2023年1-6月	2019	2020	2021	2022	2023年1-6月	
总值		5%	4%	21%	10%	3%	
77章 电力机械、器具及其电气零件	17%	13%	11%	25%	19%	4%	
76章 电信及声音的录制及重放装置设备	8%	-2%	1%	9%	-5%	-6%	
89章 杂项制品	7%	15%	6%	29%	7%	2%	
78章 陆路车辆(包括气垫式)	6%	-1%	4%	61%	19%	40%	
75章 办公用机械及自动数据处理设备	6%	-5%	9%	11%	-4%	-16%	
74章 通用工业机械设备及零件	6%	7%	5%	19%	10%	13%	
84章 服装及衣着附件	5%	0%	-6%	16%	7%	0%	
69章 金属制品	4%	11%	6%	26%	12%	3%	
65章 纺纱、织物、制成品及有关产品	4%	5%	30%	-12%	5%	-5%	
67章 钢铁	3%	-8%	-15%	69%	23%	3%	

来源: 海关总署, 国金证券研究所

### 1.2 运价: 物流成本降低, 海运运价回归正常

我国出口运输方式主要有海运、航空、铁路和公路运输。根据 2021 年交通运输部的数据, 海上运输承担了我国 95% 以上的外贸货物运输量, 2020 年, 全国港口货物吞吐量完成 145.5 亿吨, 港口集装箱吞吐量完成 2.6 亿 TEU, 港口货物吞吐量和集装箱吞吐量均居世界第一。根据上海航交所数据, 2022 年 8 月起中国出口集装箱运价指数逐步下跌, 在 2023 年 1 月左右回归到正常水平。

图表13: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 回归正常



来源: wind, 国金证券研究所

### 1.3 汇率: 人民币贬值周期内, 出口商品价格力提升

人民币贬值使得出口商的产品价格更具竞争力, 也有助于改善出口企业财务状况。在人民币贬值的通道中, 如果美金出口单价不需调整, 可以帮助按美金对客户计价的出口型企业额外赚取汇率上升带来的结汇收益, 因此人民币贬值对公司的汇兑收益有积极作用。



图表14: 美元兑人民币汇率变化



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表15: 人民币贬值对于出口型企业的汇兑收益有积极作用

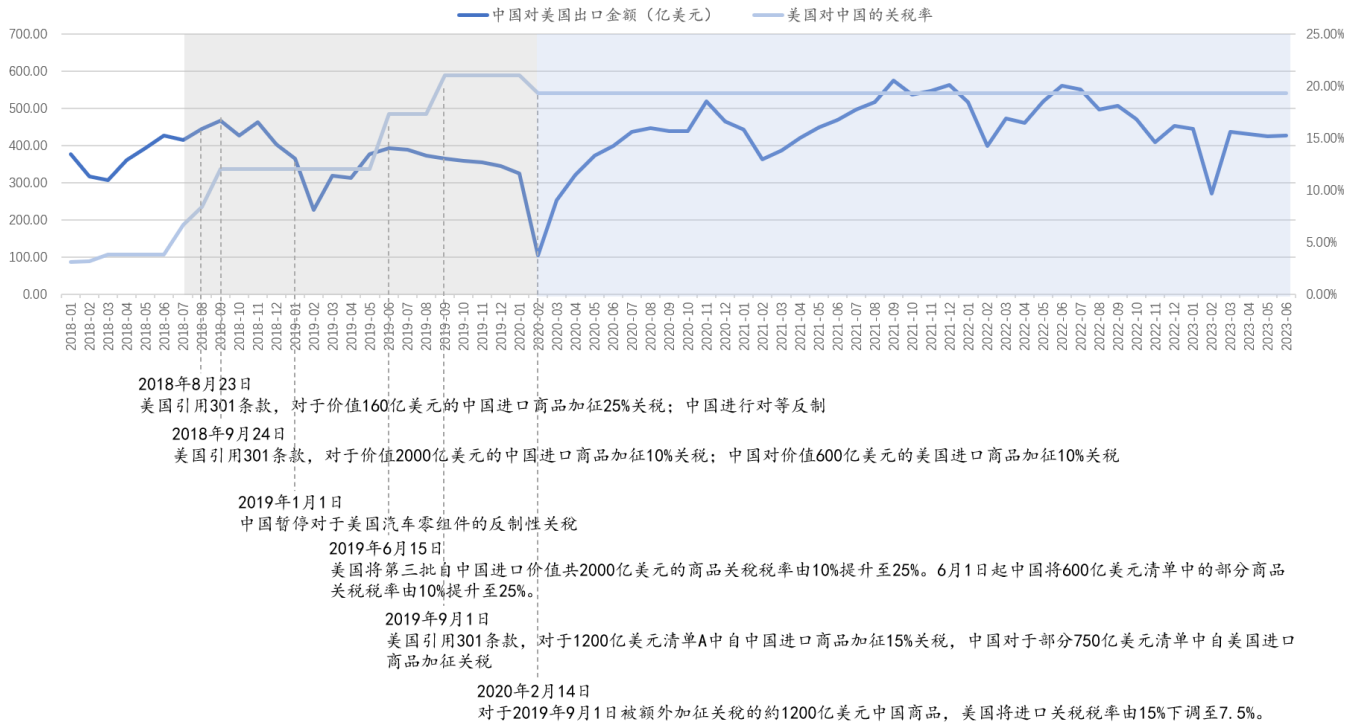
所属行业	证券代码	公司名称	2022年海外收入占比 (%)	汇兑损益 (百万元)							
				2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报	2021年报	2022中报	2022年报
跨境电商	601113.SH	华鼎股份	60.54%	-6.21	-1.70	0.05	-72.00	-33.87	-62.41	14.00	43.84
	301381.SZ	赛维时代	96.76%	0.00	0.00	0.00	-63.34	0.00	-27.41	0.00	21.97
	300592.SZ	华凯易佰	99.25%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-22.85	-3.51	8.33
	300464.SZ	星徽股份	76.66%	2.36	7.39	5.55	-69.47	-23.59	-46.35	52.93	119.14
	002803.SZ	吉宏股份	59.25%	-3.36	-2.97	-2.94	-11.96	-7.20	-17.37	-2.11	10.74
家居家具	002640.SZ	跨境通	43.06%	24.46	91.11	47.20	-170.24	-20.07	-65.22	8.79	13.98
	002280.SZ	联络互动	92.06%	-2.28	-7.93	-5.85	-6.73	-8.43	-21.01	9.84	1.52
	603610.SH	麒盛科技	90.11%	0.00	23.04	10.18	-71.98	-9.82	-30.87	90.97	123.86
	603661.SH	恒林股份	76.09%	1.33	9.51	10.33	-74.07	-25.67	-37.44	43.71	83.13
	603313.SH	梦百合	84.76%	-0.89	12.34	15.53	-105.27	-39.10	-72.14	64.63	120.64
	603816.SH	顾家家居	39.06%	4.70	6.29	6.03	-98.00	-17.12	-57.13	114.96	162.36
纺织服装	300994.SZ	久祺股份	97.24%	0.00	5.85	0.00	-34.37	-6.59	-17.50	41.13	65.83
	300729.SZ	乐歌股份	90.99%	-0.56	1.10	0.00	-20.00	-7.17	-16.54	7.22	36.78
	603908.SH	牧高笛	46.73%	0.31	1.72	0.78	-6.03	-0.98	-1.93	6.95	6.84
	300577.SZ	开润股份	76.89%	-1.71	2.18	9.41	-8.16	-2.02	-6.26	11.24	15.00
	603558.SH	健盛集团	86.79%	2.93	7.40	5.32	-12.40	-0.36	2.68	25.24	35.98
家用电器	002003.SZ	伟星股份	30.69%	0.25	2.50	3.61	-19.09	-2.52	-9.93	19.24	47.89
	300979.SZ	华利集团	97.86%	0.00	7.66	-8.22	-18.64	3.53	30.51	84.18	82.17
	605555.SH	德昌股份	95.81%	0.00	3.31	3.56	-61.92	-12.02	-24.85	73.35	150.70
	603355.SH	莱克电气	66.32%	14.05	19.88	21.67	-156.57	-30.47	-73.99	160.61	309.30
	603486.SH	科沃斯	33.84%	-0.81	14.21	13.40	-61.72	-41.44	-77.40	58.34	152.55
宠物	688169.SH	石头科技	52.54%	-1.87	-0.29	-0.62	-19.54	-6.70	-13.93	15.35	22.25
	002705.SZ	新宝股份	71.06%	-13.63	18.41	7.85	-235.27	-37.14	-63.59	126.81	245.00
	300673.SZ	佩蒂股份	84.10%	0.89	7.62	1.88	-23.68	-6.12	-22.57	25.02	52.84
消费电子	002891.SZ	中宠股份	69.07%	1.58	6.29	-0.14	-17.62	-1.98	-6.83	18.06	7.27
	300866.SZ	安克创新	96.34%	0.00	10.76	0.00	-63.29	-12.46	-30.49	-9.93	-46.04

来源: wind, 各公司公告, 国金证券研究所

#### 1.4 关税: 若加征关税, 可向下游传导, 对出口负面影响有限

加征关税对中国出口产生的负面影响, 可以通过①出口企业进行结构调整和寻找新的出口市场机遇, ②将关税传导至当地买家等途径, 来降低影响。加征关税会增加中国商品在目标市场的价格。2018年起, 美国政府对中国的数百亿美元商品加征关税, 包括钢铁、铝材、机械设备、电子产品等。2018年第三季度, 中国对美国的出口额为1326.15亿美元, 同比下降了7.9%。面对加征关税的压力, 中国出口企业调整出口产品的结构, 寻找其他市场或转向生产高附加值产品, 从而促进中国出口企业的升级和转型。到2021年, 中美的贸易总额为5766.04亿美元, 已经超过了2018年的4778.71亿美元。

图表16: 美国加征关税对中国出口金额影响

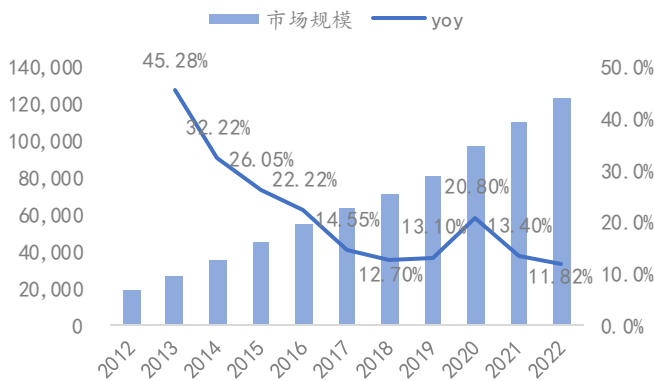


来源: wind, PIIE, 国金证券研究所

### 1.5 渠道：政策鼓励贸易数字化，跨境 B2B 占跨境电商交易额近八成

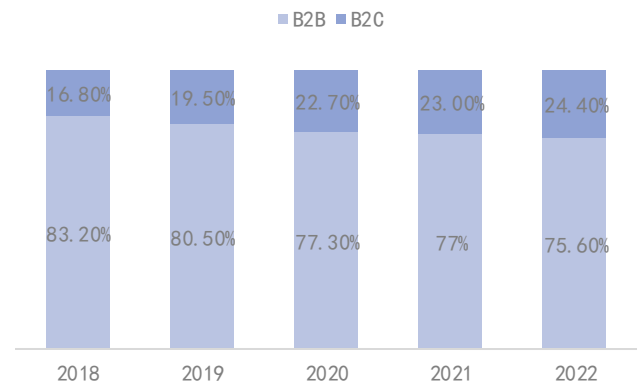
据网经社数据，2022 年中国出口跨境电商市场规模达 12.3 万亿元，同比 11.82%。跨境电商 B2B 交易占比 75.6%。2021 年疫情冲击消费力、通货膨胀、汇率波动、国际物流受阻，2022 年俄乌战争、欧洲能源危机，受这些因素影响，2021-2022 年跨境电商交易规模增速放缓。2023 年，新冠疫情管控常态化，随着海外需求修复，跨境电商增速有望逐步恢复。

图表17: 中国出口跨境电商市场规模 (亿元)



来源: 网经社, 国金证券研究所

图表18: 中国跨境电商 B2B vs B2C 比例



来源: 网经社, 国金证券研究所

受多项政策支持以及区域合作持续深入的利好，有望推动跨境电商高质量+数字化发展。2022 年 1 月 1 日，区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP) 正式生效，该协定明显扩大了企业对外投资的范围，进一步降低了市场准入门槛，并建立了投资便利化促进机制等。根据财政部、海关总署、国家税务总局 2023 年 2 月发布的《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》，出口商品退运或可实现“零税负”，降低了跨境电商的经营成本。2023 年 4 月，国务院办公厅发布关于推动外贸稳规模优结构的意见，推进贸易数字化，鼓励各地方结合产业和禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区。

图表19: 跨境电商相关政策梳理

发布时间	发布机构	政策名称	内容
2023年4月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》	提出了五方面政策措施,包括加强贸易促进、稳定和扩大重点产品进出口规模、加大财政金融支持力度、加快对外贸易创新发展以及优化外贸发展环境。要求各地方和相关部门切实推动外贸稳规模优结构工作,实现进出口促稳提质目标任务。同时,鼓励各地方出台配套支持政策,加强政策协同效应,帮助企业稳定订单拓展市场。
2023年2月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	因滞销、退货原因,自出口之日起6个月内原状退运进境的商品(不含食品),免征进口关税和进口环节增值税、消费税;出口时已征收的出口关税准予退还,出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。
2022年9月	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	保生产保履约,支持产品开拓国际市场;支持企业参加展会抓订单;开展线上展会,增加展示时间;发挥外贸创新平台作用;支持跨境电商发展;提高港口运输效率;加强通关便利化服务保障。
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策,将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下。
2022年1月	国家发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	促进跨境贸易多元化发展,鼓励跨境电商平台完善功能,引导企业优化海外仓布局,提高商品跨境流通效率。
2022年1月	国家发展改革委等部门	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	支持平台企业出海,为平台企业及其国际化服务生态体系发展营造良好环境,对于促进更多中小企业、产品与服务“走出去”,提升中国数字经济国际竞争力,实现高水平对外开放具有重要现实意义。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	第十条规定,要有效拓展数字经济国际合作,首先要加快贸易数字化发展,以数字化驱动贸易主体转型和贸易方式变革。完善数字贸易促进政策,加强制度供给和法律保障;加大服务业开放力度,探索放宽数字经济新业态准入,引进全球服务业总部等;培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区,打造跨境电商产业链和生态圈。
2022年1月生效	东盟	RCEP《区域全面经济伙伴关系协定》	协定将覆盖世界近一半人口和近三分之一贸易量,成为世界上涵盖人口最多、成员构成最多元、发展最具活力的自由贸易区。协定削减贸易限制,优化贸易流程,倡导贸易便利化;协定制定了一套与电信服务贸易相关的规则框架,为数字经济的发展奠定基础;利好如电子商务等产业发展,鼓励为电子商务发展创造有利条件。
2021年10月	商务部、中央网信办、发展改革委	《“十四五”电子商务发展规划》	基于高水平对外开放的基础上,充分发挥电子商务的集聚全球资源和高效配置要素的优势,推动相关产业深度融入全球产业链供应链,以促进产业链供应链的安全稳定。同时,加强电子商务的国际交流合作层次,推动电子商务领域的规则谈判,与世界各国实现互通、互鉴、互容,共同努力建立互利共赢、公开透明的电子商务国际规则标准体系。

来源: 国务院, 财政部, 海关总署, 国家税务总局, 商务部, 中国人民银行, 国家发改委, 东盟, 中央网信办, 国金证券研究所

## 二、公司分析: 聚焦中国制造网, 科技赋能外贸企业

目前公司业务主要分为全链路外贸服务综合平台、线上线下融合的保险代理业务、跨境 B2B 电子商务业务。

图表20: 公司主营业务



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.1 中国制造网: 付费用户增长, AI 助手打开商业化新路径

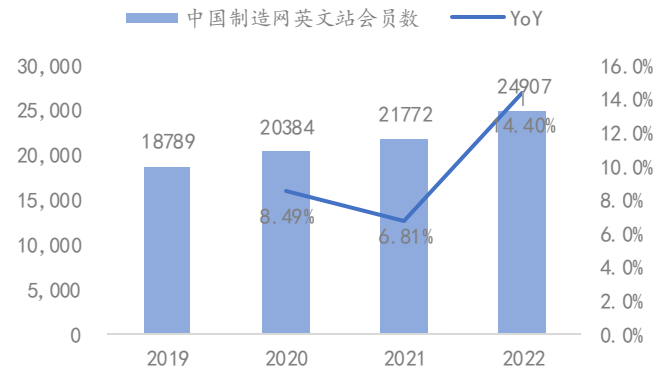
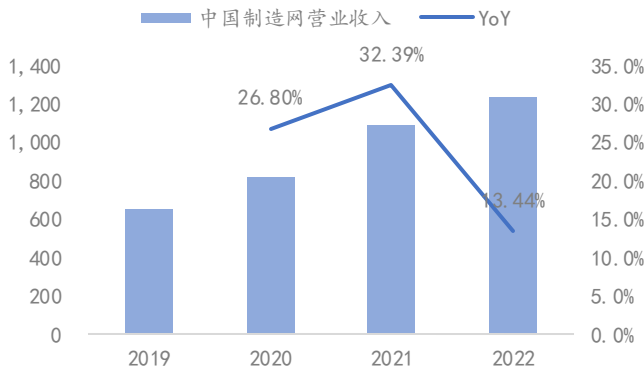
中国制造网是国内领先的跨境 B2B 电商平台, 2018 年至 2022 年收入年复合增速 18.6%, 增长主要来自于付费会员数量的增长。付费会员数量从 2018 年的 14908 位增长至 2022 年



的 24907 位，年复合增速 13.7%，会员年平均贡献收入的复合增速为 7.9%，2022 年会员年平均贡献收入 5.05 万元（B2B 收入除以会员数量计算得出）。中国制造网（Made-in-China.com）为公司核心业务，2022 年贡献收入的 85.99%，平台为中国供应商和海外采购商挖掘全球商机，为双方国际贸易的达成提供一站式外贸服务，为会员企业提供信息展示、精准营销推广、TM 洽谈在线翻译、在线交易支付、物流报关、融资退税等全链路外贸服务。2022 年，在中国制造网服务的基础上，进一步形成了以领动建站、孚盟 CRM、企业培训为主的“X 业务”和以交易、收款、物流等服务为主的“链路生态业务”的一站式全链路综合贸易服务体系。

图表21：中国制造网营业收入及同比增速（百万元，%）

图表22：中国制造网英文站会员数及增速（位，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：中国制造网发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

商业模式上，中国制造网采用 SaaS 收费方式，仅对供应商收费。主要通过预收平台服务费，再根据客户开通的服务逐月确认为收入。收费会员主要分为金牌会员和钻石会员两种类型，金牌会员的价格是 31,100 元/年，钻石会员价格是 59,800 元/年。在此基础上，增值服务费为向注册收费会员提供在中国制造网电子商务平台上的“名列前茅 (TopRank)”服务、“产品展台 (Spotlight Exhibits)”服务、“横幅推广 (Banner Pro)”服务等附加服务收取的服务费。此外，公司还提供“认证供应商”的服务，由有关专家或本公司对注

册收费会员进行实地或远程认证，除了进行基本面信息的确认之外，还将对该注册收费会员的生产能力、外贸能力、持续质量改进等多方面进行全面认证，公司就该认证服务向注册收费会员收取认证服务费。

中国制造网打造差异化竞争优势，品类以工业品为主。收费模式上，中国制造网会员性价比较高，基础会员包含了大部分的权益，而阿里巴巴国际站普通和高端会员权益差异较大，为获得全面功能，用户需支付较高的费用。运营规则上，相较于阿里巴巴国际站需要竞价，中国制造网运营规则对用户更友好，推出的名列前茅 TopRank 服务采用一次性付费。询盘上，中国制造网采用“一对一询盘”模式，针对性和精准性更强，较其他平台有效询盘回复率也更高。

图表24：中国制造网与可比 B2B 出口平台业务模式及商业模式对比

	中国制造网	阿里巴巴国际站	敦煌网	环球资源
业务模式	B2B撮合交易模式	B2B撮合交易模式	B2小B撮合交易模式	B2B推广平台+展会
买家数量	千万级全球采购商，年访问量超过22亿人次	2022年，来自190多个国家的4,000多万买家	5960万+活跃买家数	拥有超过1,000万注册买家及用户，其中包括20万为已核实优质客户
覆盖国家/地区	截止2023年4月，已经开放了15个小语种站点，包括印地语、泰语、土耳其语、越南语和印度尼西亚语	截止2023年5月，已经开放了16个站点，所涵盖的市场包括了亚太、中东、欧洲、南美和北美。	覆盖225个国家和地区，截止2020年末，主要分布在美国（66.7%）和欧洲（27.3%）。	覆盖全球240个国家，主要分布在北美洲、欧洲、印度、亚洲
供应商数量	截至2022年3月31日，英文站会员数 24,907位	截至2022年3月31日，全球范围内超过24.5万名付费供应商会员	254万+注册供应商	
行业偏向	以工业品为主	以快消品为主	以日用消费品为主	以消费电子为主
收费模式	会员费：金牌会员31100元/年；钻石会员59800元/年 增值服务：“名列前茅”服务、“产品展台”服务、“横幅推广”服务、“认证供应商”服务	会员费：出口通29800元/年；金品诚企80000元/年 增值服务：升级版的店面管理工具、CRM SaaS服务、P4P营销服务、贸易担保和履约服务（主要包括物流和清关服务）	佣金收入：按净额基准确认，以销售金额的固定百分比计算 增值服务：物流服务、营销服务、支付服务和其他服务	会员费：按星级收费，共分6星
询盘	一对一询盘模式	一对一+群发功能	一对一+群发	一对一+群发

来源：焦点科技公司公告，焦点科技公众号，阿里巴巴公司公告，XTransfer，敦煌网公司公告，敦煌网官网，环球资源官网，国金证券研究所

图表25：中国制造网会员权益

功能	金牌	钻石	
客户目标			
认证图标			
产品	产品数量	1000条(产品详情页最多添加12张图片)	3000条(产品详情页最多添加25张图片)
	主打产品	7个	10个
	优化助手	√	√
	产品分类	20(一级)+30(二级)+1(加粗)	20(一级)+50(二级)+1(加粗)
	产品相册	在线生成200个(仅支持证书模式本地上传10个)	在线生成200个(仅支持证书模式本地上传10个)
展示升级包	产品排序	√	√
	图片相册	×	可选,最多100张
	高清全景	×	可选,最多4张
英文展示厅	企业模板	3(普通)	3(普通)+1(金品)
	企业模板制作工具	×	√
	公司 Logo	√	√
	产品展台	3组	4组
素材库	自选栏目版式	1种	3种
	企业风采栏目	7*20个	7*20个
	二微科名片	×	√
多语	Discover频道	×	√
	图片容量	1GB	10GB
	视频容量	10GB	50GB
	系统翻译	√	√
用户	管理产品信息(商家版)	√	√
	管理公司信息(商家版)	√	√
	10个多语言展示厅	√(金牌版)	√(钻石版)
询盘	子账户	7	7
	下载认证报告	√	√
	发送询盘	100封/天	100封/天
自主营销	下载询盘	√	√
	主动报价	10个/天	10个/天
	访客画像	×	√
	SNS营销	√	√
	视频推广	√	√
数据罗盘	在线咨询	×	√
	在线咨询	×	√
	在线咨询	×	√
交易服务体系	在线交易订单服务	√	√
	Global Pay跨境收结工具	√	√
	STP资金担保服务	√	√
	970云中报	√	√
价格	31,100元/年	59,800元/年	

来源：中国制造网，国金证券研究所

图表26：阿里巴巴国际站会员权益

	出口通 (基础会员)	金品诚企 (高端会员)
开品牌电通	实地认证	●
	工厂视频	●
	企业能力评估报告	●
	360全景工厂	●
	360全景认证	10个
独立站点	基础建站	●
	专属旺铺	●
	免费旺铺模板	●
展示商品	MA后台专属权益中心	●
	商品多媒体表达	●
	产品认证详情页展示	●
数据指导优化	智能橱窗	●
	专属商品详情页卡片	●
	数据分析	●
商机沟通/客户管理	询盘沟通	基础版
	客户通	基础版
	子账号	5个
商机获取	证书实力徽章及展示	●
	橱窗	2组
	商家实力标签	●
	丰富专属权益 (金品专区)	●
	网站活动优先权	●
服务保障	跨境履约保障体系	●
	专属课程培训体系	●
	客服一对一服务 (咨询/培训/成长陪伴)	●
售后服务	85分	85分
智能报关	阿里智能报关平台免费使用	阿里智能报关平台免费使用+专家团队服务
服务时效优先	正常服务时效	针对「客户准入、商品审核、财务转账、文件操作」实现「4小时」响应时效

来源：阿里巴巴国际站，国金证券研究所

图表27: 中国制造网与可比 B2B 出口平台访问量、停留时长对比

	中国制造网	阿里巴巴国际站	环球资源
每月访问量	14.76M	88.16M	2.455M
平均访问停留时间	0:03:54	0:06:13	0:02:48
每次访问页数	3.74	5.86	3.79
跳出率	54.23%	45.03%	49.27%
页面浏览量	55.21M	516.4M	9.316M

\*数据为 2023 年 5 月至 7 月平均值

来源: similarweb, 国金证券研究所

AI 麦可助手带来商业化增量。公司为国内出口型中小企业提供电子商务服务长达 26 年，积累了大量数据沉淀。公司研发 AI 外贸助手“麦可”于 23 年 4 月 25 日推出试用，产品能力比肩外贸业务员；5 月 15 日对外正式发布，产品能力可及 10 年外贸专家；7 月 26 日发布迭代版本，“AI 营销团队+24 小时客服”上线，塑造企业的 AI 管家。长期来看，AI 数字员工预计在技术侧整合图像处理、语音处理、文本处理等能力，向“企业私域数智大脑”发展。

功能模块包括信息发布、产品优化、商机跟进。交互形式在供应商的后台，右下角以机器人的形式在页面露出。

- 信息发布: 包括 AI 美工、AI 业务员和 AI 运营员等功能，可以一键抠图、多语翻译、智能润色。
- 产品优化: 包括 SEO 及关键词优化、描述撰写及优化功能，未来预计在现有功能基础上，优化多轮互动能力，对文本进行个性化调整，形成产品描述上的用户的偏好。以及增加人工语音的交互方式进一步完善，以及多轮互动的功能。
- 商机跟进: 包括社媒创作、开发信、买家背调、商机解析、智能回复等功能。麦可以①进行社媒创作来触达用户，覆盖 6 大主流国内外社媒，包括 Facebook、LinkedIn、Ins、Twitter、微博、小红书，依据社媒平台特征创作文案。②获得用户询盘后，通过买家背调了解是否值得进一步沟通。结合平台积累的数据、全球贸易数据及互联网数据多方联动，梳理买家画像，包括访问路径、所处行业、采购偏好等。全网挖掘会在几分钟内分析更深层信息，包括公司地址、联系方式、是否上市等信息，相比过去的搜索引擎查询的方式大幅提效。③商机解析，迅速生成中文的询盘要点提炼，了解买家需求。④智能回复，根据买家需求自动生成回复，确认后即可发送。⑤针对已经取得联系方式的买家做客情维护，可以撰写新的开发信来再次触达，开发信打开率提升 20%。

今年的业务布局重点聚焦 AI 应用的市场教育，目前麦可定价为 1980 元/月，5980 元/半年。由于 B 端业务属性，从销售人员清晰地理解并介绍商品，到买家试用并认可功能，到说服外贸企业或工厂采购需要一定时间周期，对于客单价提升的传导或需要一定时间。公司持续收集客户的用户体验反馈，不断更新迭代，随着应用的成熟度提升及供应商使用平台的粘性增加，长期有望拉升客单价。



图表28: AI 外贸助手“麦可”产品路线



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表29: AI 外贸助手“麦可”功能模块

### 信息发布

**图片处理:** 一键抠图, 消除图片背景。支持一键替换。

也可以同步到素材库 或者 一键替换到产品中

**多语翻译:** 可设定语气, 支持英文、中文及15个小语种站点。

**智能润色:** 产品介绍的文案拓展、重点提炼等

### 产品优化

**SEO及关键词优化:** 结合推广趋势, 检测产品信息, 提供优化建议

**描述撰写:** 个性化生成产品描述, 支持中英文及15个小语种

**描述撰写:** 提取产品亮点, 让文案更吸引买家

### 商机跟进

**社媒创作:** 覆盖6大国内外主流社媒, 包括FB、LinkedIn、Twitter、Ins、微博、小红书, 打造适合平台的营销文案, 实现品牌曝光、买家线索手机及用户维护

**开发信:** 已经取得联系的买家, 撰写新的开发信再次触达, 支持单发及群发

**买家背调:** 收到询盘信息后, 买家背调可形成买家行为画像 (包括访问路径、所属行业特征、采购偏好)、全网挖掘功能 (包括行业、公司地址、是否上市、联系方式、年收入等)

**商机解析:** 解析询盘内容, 生成中文重点, 快速了解买家关注点及诉求

**智能回复:** 结合询盘内容及买家需求, 自动生成回复。

来源: 中国制造网视频号, 国金证券研究所

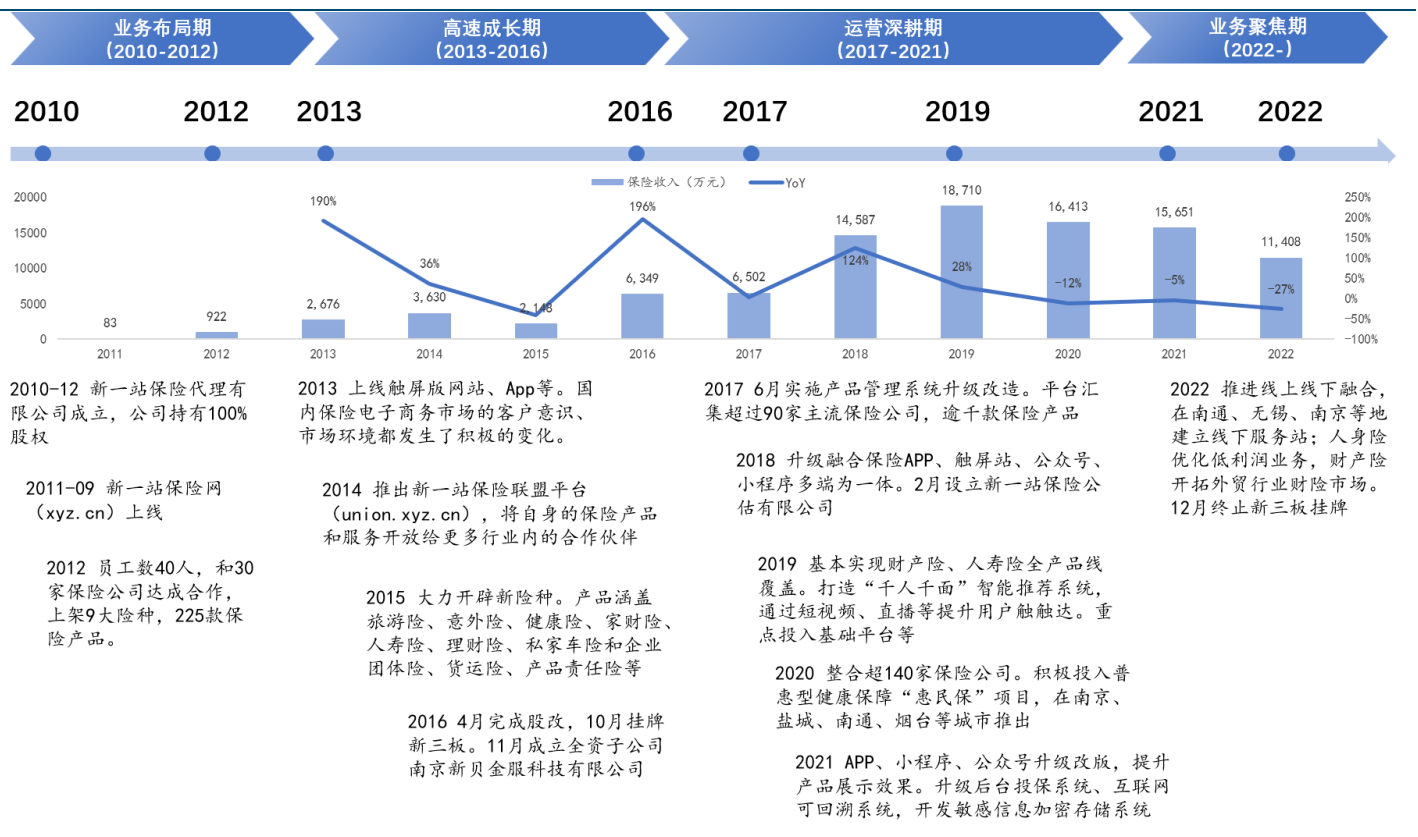
## 2.2 保险代理: 经营聚焦, 盈利能力有望提升

新一站保险代理公司于2010年设立, 为公司的全资控股子公司, 主营互联网保险业务。新一站通过互联网、电话、上门推广、线下活动等线上线下融合模式, 为企业和个人提供

各类保险产品的代理销售服务、保险损失勘察和理赔服务、提供保险智能化整体解决方案，以及从事其他经银保监会批准的业务。新一站保险网（xyz.cn）于2011年9月上线，

- 2013年至2016年为国内保险行业和互联网保险的高速发展期，从客户意识到市场环境均有积极变化，公司推动保险产品的丰富度提升，保险服务质量改善等举措，享受行业发展红利。2016年公司主力险种和客户需求主要集中于健康险、意外险类产品，其余保险产品也包括旅游险、家财险、人寿险、理财险、私家车险和企业团体险、货运险、产品责任险等，2019年经营险种基本实现财产险和人寿险的全覆盖。
- 2017年至2021年公司深耕运营，对App、触屏站、小程序、公众号等多次升级，提升展示效果，并专注内部基础平台建设，包括产品管理系统、“千人千面”智能推荐系统、互联网可回溯系统、敏感信息加密存储系统等。
- 2022年保险业务更加聚焦，人身险优化低利润和经营不稳定的部分，财产险开拓外贸财险市场，与中国制造网协同。2022年全年收入为1.14亿元，同比-27.11%，占比为7.80%。近两年毛利率保持在95%左右，盈利能力改善。

图表30：新一站保险代理业务发展历程及收入表现



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 跨境业务：海外子业务革新重构，亏损收窄

公司跨境业务打造以交易为核心、供应链基础、平台为支撑的完整跨境 B2B 服务生态链。2022年跨境业务收入8458万元，同比-52.55%，占收入比例5.78%，逐渐降低。基于可提供一站式落地美国服务的 inQbrands Inc.，美国商品一件代发服务平台 Doba.com，以及跨境 B2B 在线交易平台开锣（Crov.com）帮助中国供应商以集约化、低成本的方式出海。

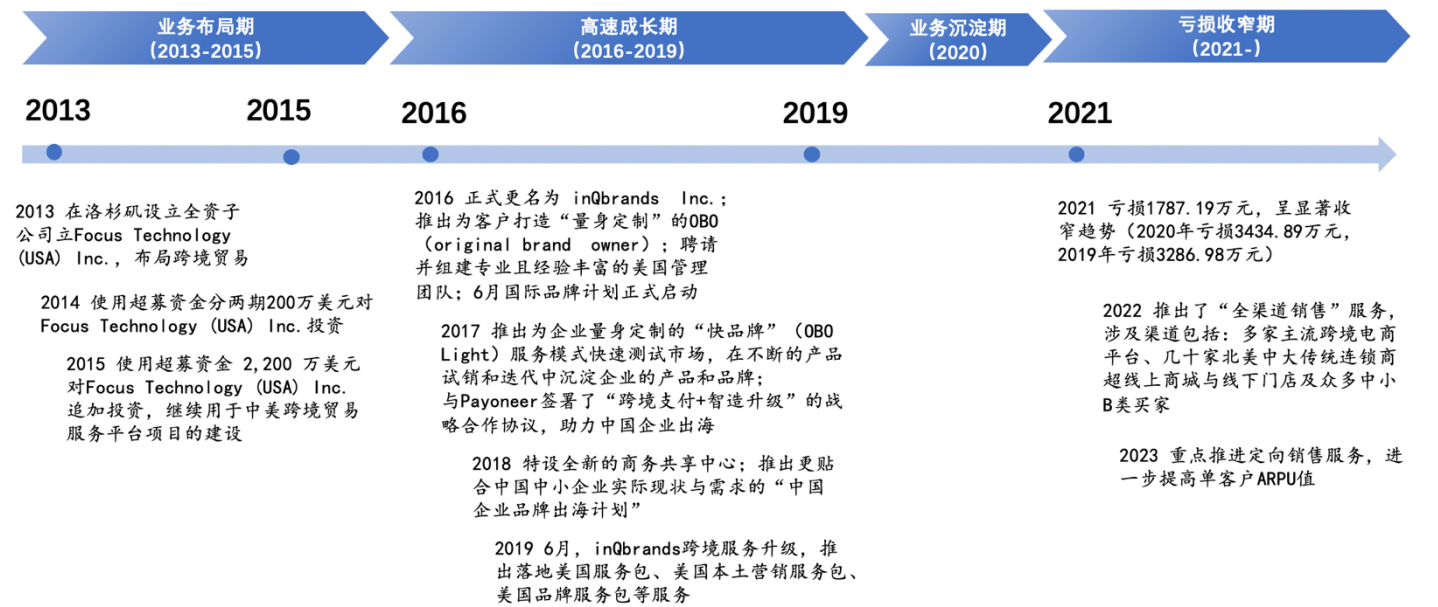
inQbrands Inc. 成立于2013年，焦点科技在美国设立全资子公司，开始布局跨境贸易，为中国供应商提供品牌策划、营销推广、全渠道销售、供应链管理等落地北美市场的一站式跨境出海全流程服务。2015年度追加2200万美元投资。2016年焦点科技美国公司正式更名为 inQbrands Inc.。

- 2016年至2019年为业务高速发展期，公司推出了多项创新业务和跨境服务。公司推出了“量身定制”的 OBO 服务和“快品牌”服务模式。此外，公司与 Payoneer 签署了战略合作协议，为中国企业出海提供跨境支付和智造升级的支持，并推出了“中国企业品牌出海计划”，更贴合中国中小企业的需要。2019年6月，inQbrands 跨境服务升级，推出了落地美国服务包、美国本土营销服务包和美国品牌服务包等服务，进

一步提升了跨境服务的能力。

- 2021年，inQbrands 亏损 1787.19 万元，2022 年亏损 1113.69 万元，亏损显著收窄（2016 年至 2020 年间，inQbrands 每年亏损额在 3000~4500 万元）。2022 年，针对中国中小出口企业面临的挑战和买家痛点，结合自身在美国本土的优势和经验，inQbrands 推出了“全渠道销售”服务，有针对性的为中国出口企业提供面向数字化转型中的北美市场的产品市场多渠道进入与销售服务。2023 年 InQbrands Inc. 将重点推进“定向销售”服务，为中国出口企业提供专有的北美专业销售人才及市场开拓与销售服务，有望进一步提高单客户 ARPU 值。

图表31: inQbrands Inc 发展历程



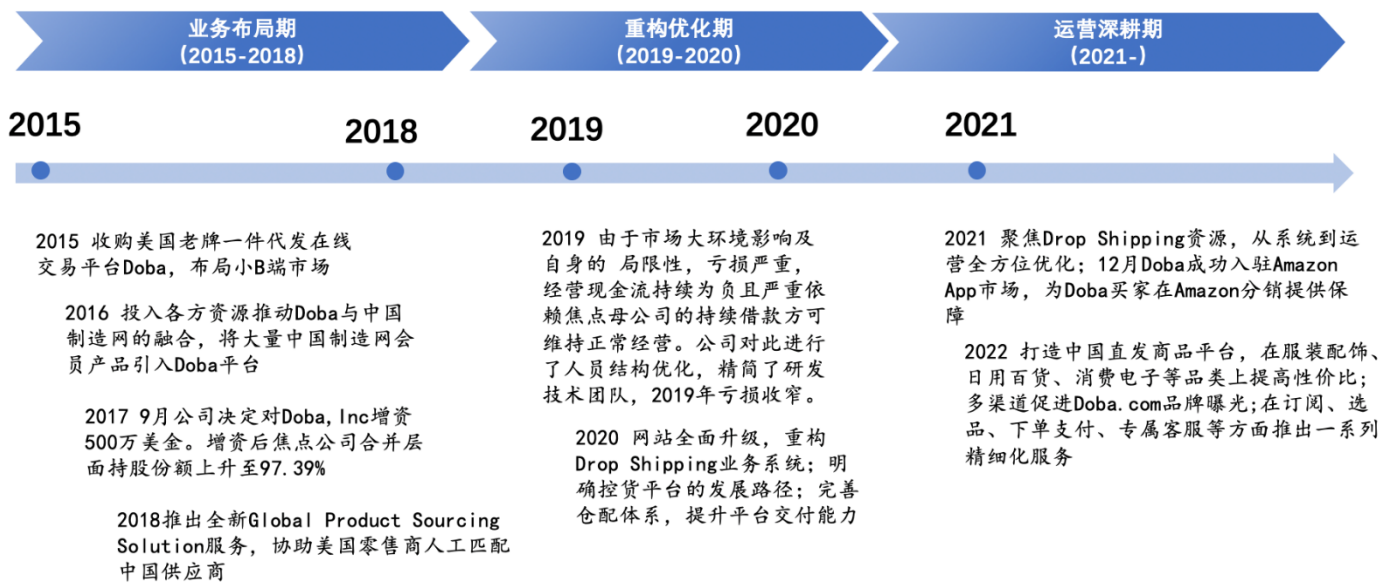
来源：公司公告，国金证券研究所

一件代发电商平台 Doba, Inc. 成立于 2002 年。焦点科技于 2015 年底完成对 Doba 的收购。Doba 通过开放平台接口，有效地连接供应商与零售商，提供了便捷、有效的渠道和资源，帮助供应商利用众多的零售商资源增加订单，拓展线上销售渠道。

- 2016 至 2018 年公司积极布局业务，投入各方资源推动中国制造网和 Doba 的融合，并追加对 Doba 的投资。2018 年，公司推出全新 Global Product Sourcing Solution 服务，助力美国零售商快速对接中国企业。
- 2019 至 2020 年公司优化人员结构、重构业务，亏损收窄。由于市场大环境影响及自身的局限性，亏损严重，经营现金流持续为负且严重依赖焦点母公司的持续借款。2019 年，公司进行了人员结构优化，精简研发技术团队，亏损 1337.39 万元。2020 年，网站全面升级，重构 Drop Shipping 业务系统，亏损 497.44 万元，呈收窄趋势。
- 2021 至 2022 年公司深耕运营，多渠道促进品牌曝光，推出一系列精细化服务，与优质物流服务商的全流程对接，积极推进美国本土优质物流对接，从系统到运营全面优化流程、改善体验、强化功能。



图表32: Doba.com 发展历程

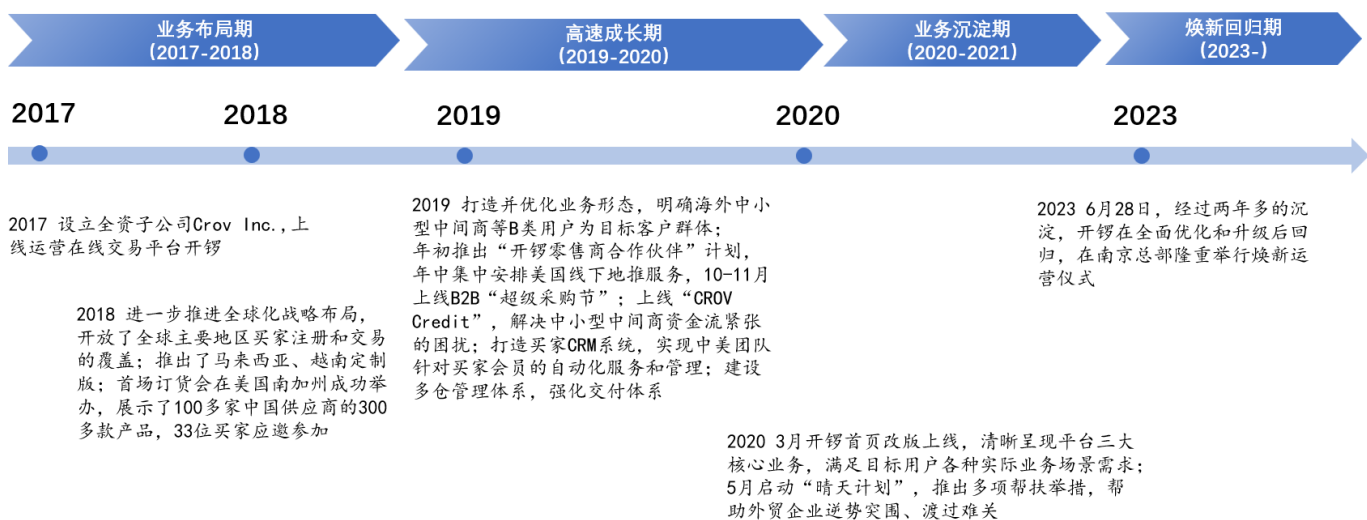


来源: 公司公告, 国金证券研究所

跨境 B2B 在线批发交易平台开锣 (Crov.com) 成立于 2017 年, 旨在帮助中国优质供应商的优质产品跨过海外进口商、分销商、批发商等中间环节, 分销给海外本土的以零售商为主的线下小 B 买家, 提升中国供应商销售额和利润。

- 2019 年至 2020 年开锣进入高速成长期。2019 年公司重点打造并优化了开锣的业务形态, 明确以海外中小型中间商等 B 类用户为目标客户群体; 在分销业务搭建方面, 公司推出了“Crov Retailer Partnership”计划; 在系统功能及服务方面, 公司推出了“CROV Credit” (买家信用额度) 服务和买家 CRM 系统、多仓管理体系, 且强化了交付体系。2020 年 3 月, 开锣首页改版上线。
- 2023 年 6 月 28 日, 经过两年的全面优化和升级后, 开锣在南京总部举行焕新运营仪式, 目前专注于基于现货库存的跨境小额批发交易。

图表33: Crov.com 发展历程



来源: 公司公告, 国金证券研究所

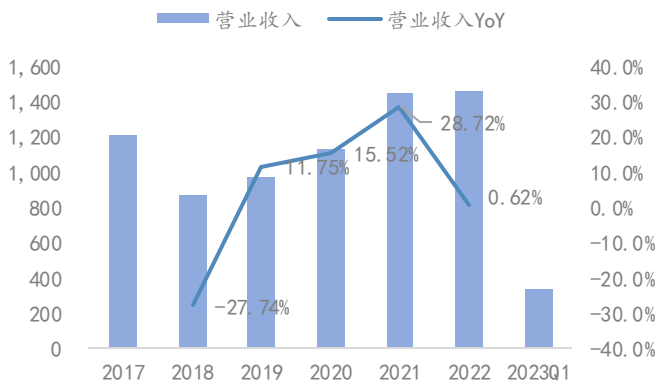
### 三、财务分析：收入稳健增长，盈利能力提升

公司营收稳步增长，核心驱动为中国制造网会员数及付费金额的增长。2022 年公司营业总收入 14.75 亿元，增速有所回落，主要系公司对跨境业务及保险业务调整所致。

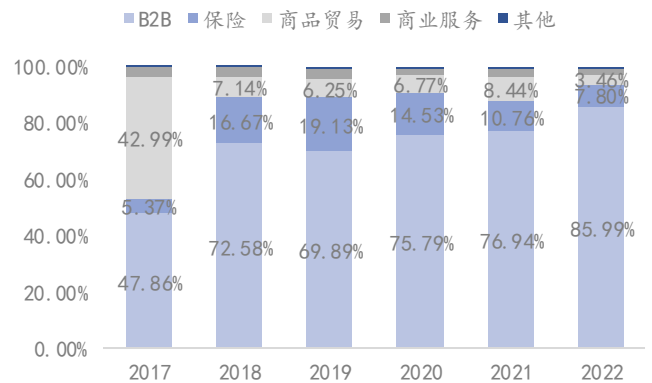
从收入结构来看：

- **B2B 业务**：为主要收入来源，占比呈上升趋势，2022 年占比达 85.99%。中国制造网为公司 B2B 业务主体，2019 年至 2022 年营业收入自 6.50 亿元增长至 12.38 亿元，CAGR 为 24%。2019 年至 2022 年中国制造网英文站会员数自 18789 位增长至 24907 位，CAGR 为 10%，会员平均年收入贡献 CAGR 为 12%。
- **保险**：2022 年收入为 1.14 亿元，同比-27.11%，占比为 7.80%。收入占比收窄主要由于公司调整保险产品结构，淘汰了部分利润率低、业务质量不稳定的意外险业务，转型发力高利润率的人身险产品。随着业务模式的改进，该板块盈利能力有望得到提升。
- **商品贸易**：2022 年该板块营业收入为 5063.74 万元，同比-58.74%，占比 3.46%。收入占比收窄主要由于公司业务调整所致。2017 年至 2018 年该板块营业收入占比下降主要系商品贸易模式变更所致。由原来的商品贸易模式变更为按照外贸综合服务确认业务收入，导致商品贸易收入大幅下降。
- **商业服务**：主要包括咨询服务和仓储物流收入等。营收占比较低，2017 年至 2022 年占比均低于 5%。

图表34：公司营业收入及同比增速（百万元，%）



图表35：公司营业收入分业务占比 (%)

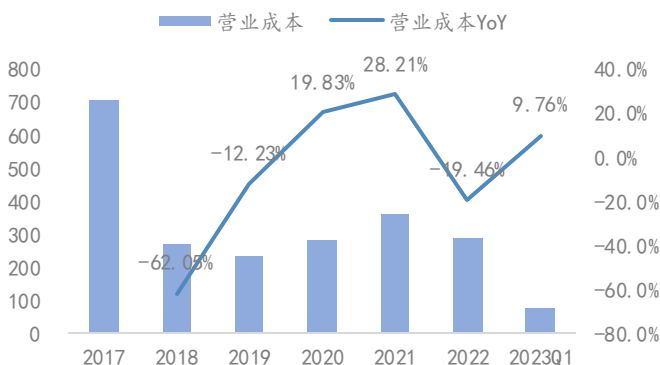


来源：公司公告，国金证券研究所

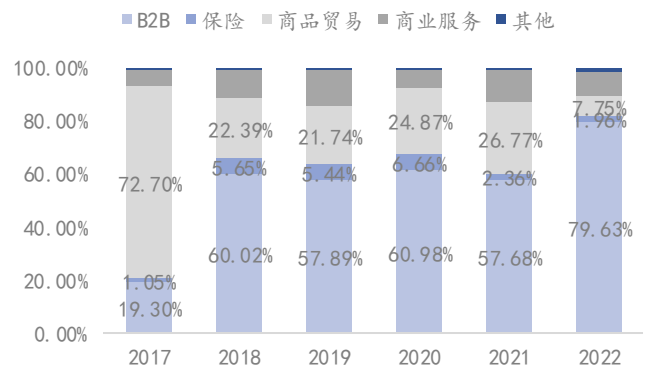
来源：公司公告，国金证券研究所

公司聚焦 B2B 主业，毛利率表现改善。2022 年公司毛利率为 81.02%，主要由于 B2B 业务毛利相对较高且收入占比提升。B2B 业务毛利率近三年逐渐优化，2022 年 B2B 业务毛利率 81.69%。保险业务毛利率近两年约为 95%，商品贸易、商业服务二者毛利率相对较低，业务质量不稳定，规模收缩，公司经营更加聚焦 B2B 业务。

图表36：公司营业成本及同比增速（百万元，%）



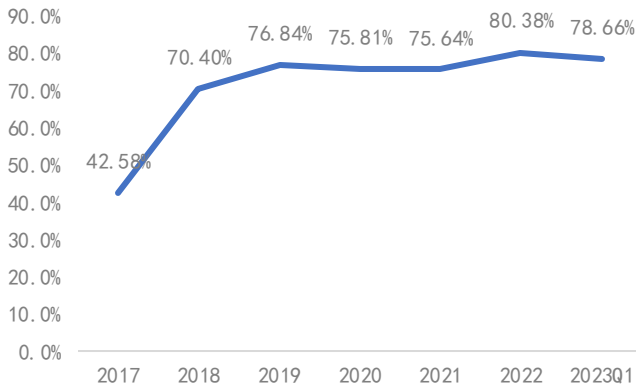
图表37：公司营业成本分业务占比 (%)



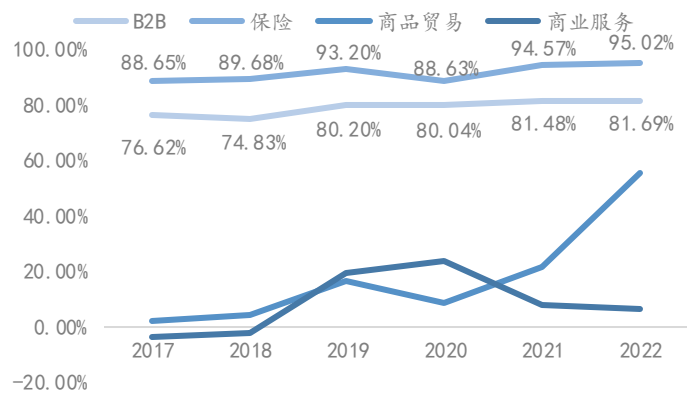
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表38: 公司毛利率 (%)



图表39: 公司分业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

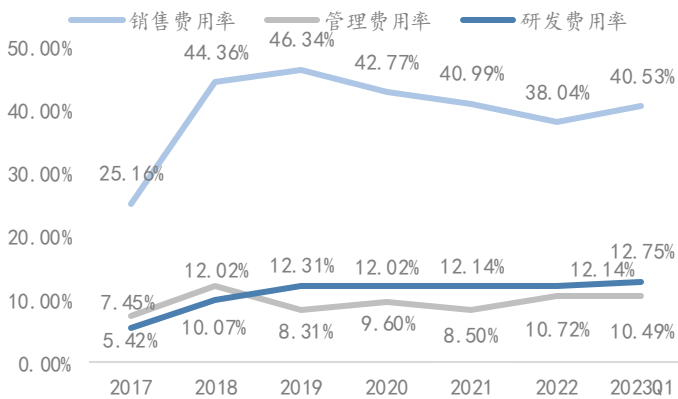
来源: 公司公告, 国金证券研究所

降本增效见成效, 整体费用率下降主要由于销售费用率显著优化。

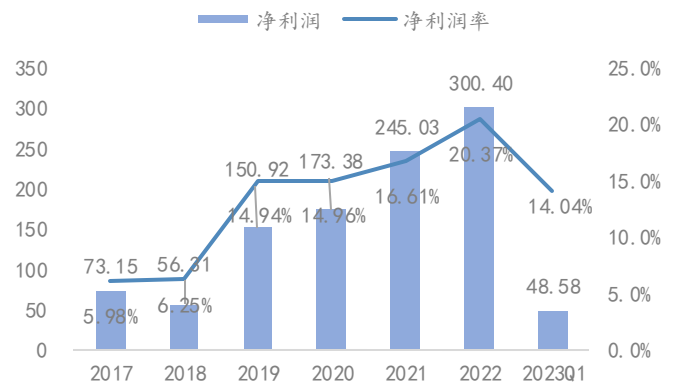
- 销售费用: 2022 年为 5.57 亿, 销售费用率为 38.04%。1Q2023 销售费用率为 42.19%, 较 2022 年同期下降 1.66%。公司的销售费用率显著高于同类 SaaS 可比公司广联达、金山办公、税友股份等 (2022 年平均销售费用率为 21.31%), 主要由于销售人员占比较高, 2022 年销售人员 1177 名, 占总员工约 48.78%。公司销售费用率自 2020 年起持续下降, 主要由于公司自 2020 年公司以深圳为试点对销售人员进行合伙制改革, 并在 2021 年推广至全国, 激发销售团队活力。并且公司研发智能销售系统, 于 2022 年 6 月通过验收, 目前已给 MIC 直销部门及各地销售分公司销售人员使用, 提升销售效率及管理能力, 降低销售成本。
- 管理费用: 2022 年为 1.57 亿, 管理费用率为 10.72%, 同比 26.96%, 增长主要由于工资及福利费增加及设立业绩激励基金 2941 万。1Q2023 管理费用率为 10.49%, 较 2022 年同期下降 0.96%。
- 研发费用: 2022 年为 1.78 亿, 研发费用率较为稳定, 2019 年以来持续在 12% 左右。截至 2022 年年报, 正在进行中的研发项目包括智能图片设计系统、智能定向推广系统、第三方跨境电商收结汇平台等多个项目。

净利率持续增长。2022 年公司归属于上市公司股东的净利润和扣除非经常性损益的净利润分别为 3.00 亿元和 2.79 亿元, 较上年同期分别增长 22.60% 和 37.44%, 主要系公司中国制造网业务的增长所致。1Q2023 公司实现归属于上市公司股东的净利润 4858.44 万元, 同比 19.79%。

图表40: 公司开支情况 (%)



图表41: 公司净利润与净利润率 (百万元, %)

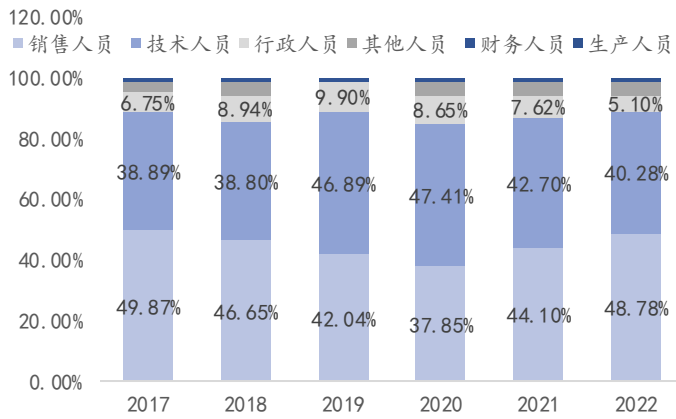


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

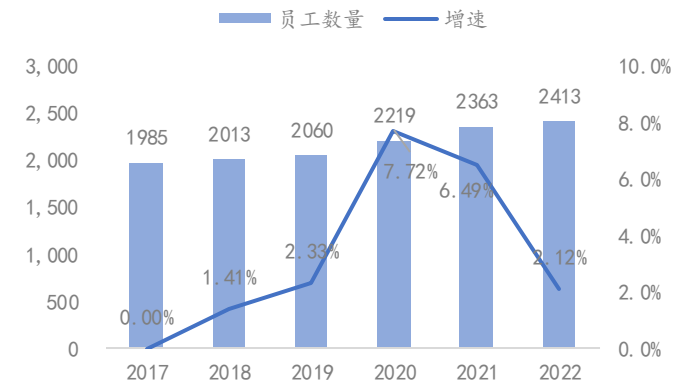


图表42: 公司在职员工专业构成



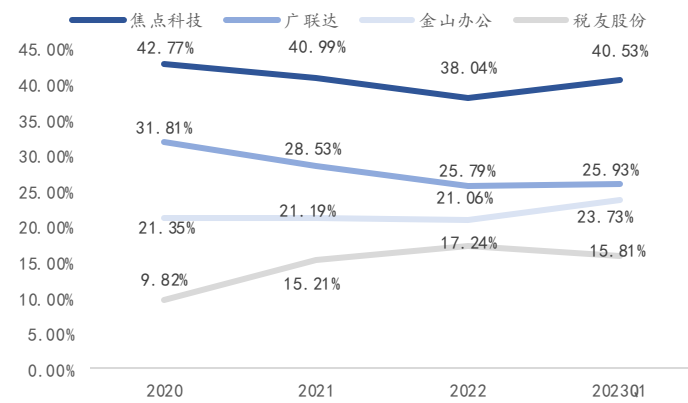
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 公司在职员工数量及增速



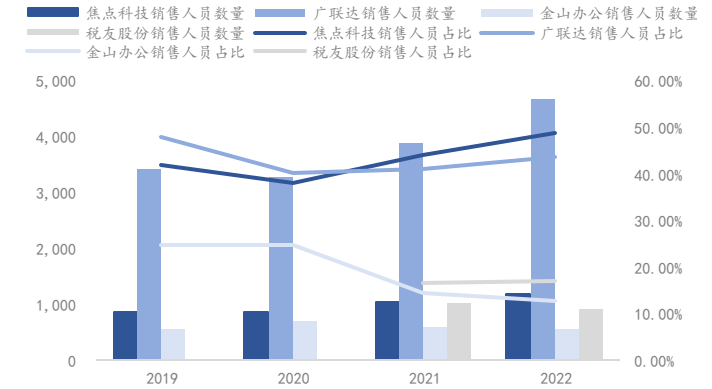
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表44: 可比公司销售费用率



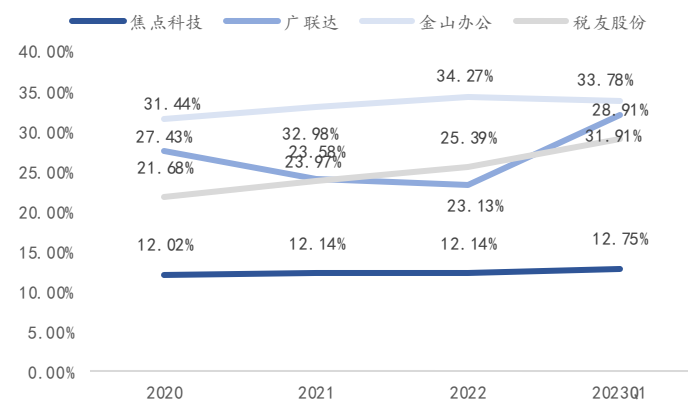
来源: 广联达、金山办公、税友股份公司公告, 国金证券研究所

图表45: 可比公司销售人员数量及占比



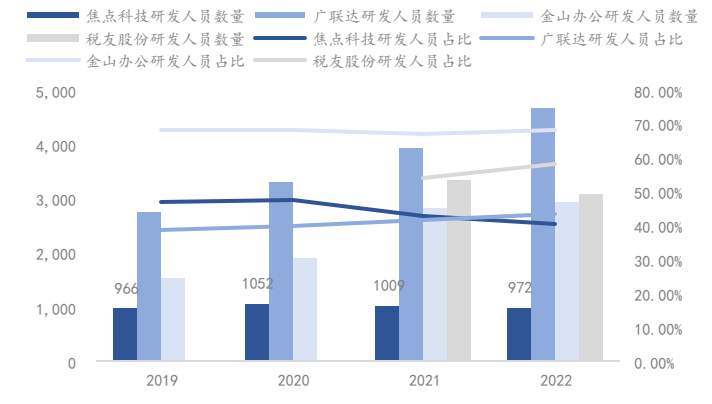
来源: 广联达、金山办公、税友股份公司公告, 国金证券研究所

图表46: 可比公司研发费用率



来源: 广联达、金山办公、税友股份公司公告, 国金证券研究所

图表47: 可比公司研发人员数量及占比



来源: 广联达、金山办公、税友股份公司公告, 国金证券研究所

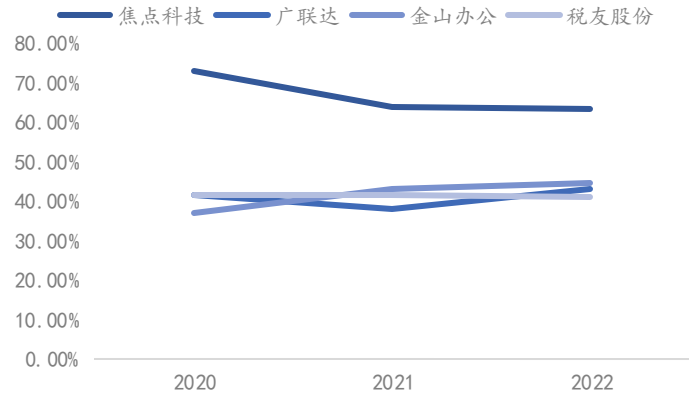
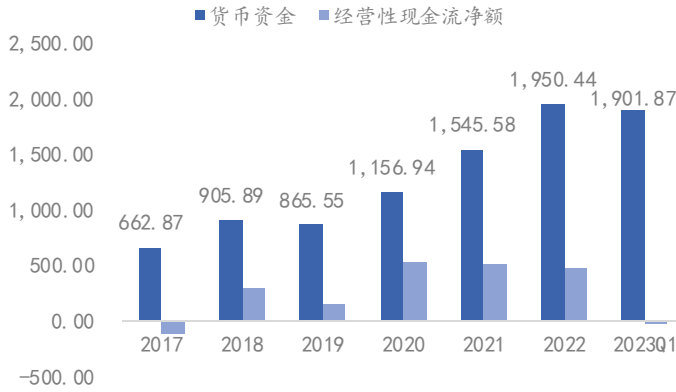
公司现金流充盈, 主营业务的平台服务费为预收形式。2017年, 经营活动产生的现金流量净额为-1.18万元, 主要是报告期内子公司南京市焦点互联网科技小额贷款有限公司发放贷款增加所致。1Q23经营活动产生的现金流量净额为-3112.96万元, 主要系本报告期内发放上年度业绩奖励基金所致。

公司将已收取但未到期的会员费和增值服务费等确认为合同负债等预收科目, 将滞后计入

营业收入。2020年至2022年，公司未确认收入/营业收入比值均高于60%，远高于广联达、金山办公、税友股份等同类SaaS可比公司（行业均值约40%）。2022年末合同负债、其他流动负债合计为9.3亿元。

图表48：公司货币资金与经营性现金流净额（百万元）

图表49：与可比公司未确认收入/营业收入比较（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

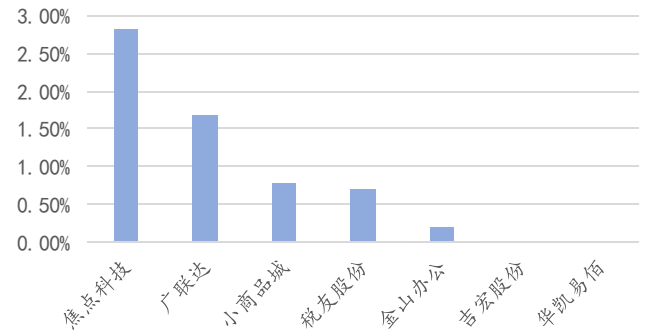
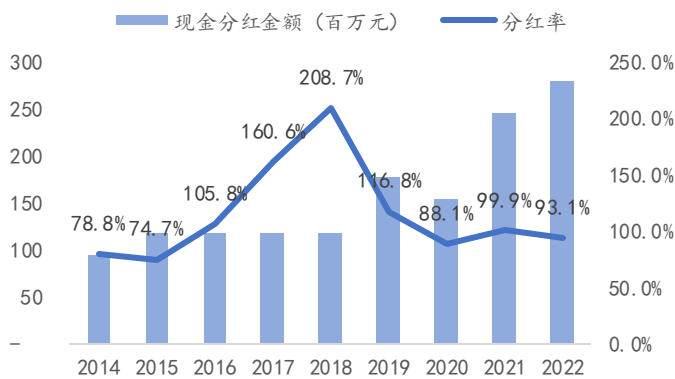
来源：焦点科技、广联达、金山办公、税友股份公司公告，国金证券研究所

\*三家可比公司未确认收入仅计入合同负债。

公司重视股东回报，保持高分红率，股息率优于可比公司。2011年12月31日公司分红承诺，在制定利润分配方案时，优先采用现金分红方式。每年以现金方式分配的利润不少于当年合并报表及母公司报表中可分配利润孰低者的30%。2022年公司现金分红金额2.80亿元，分红率为93.1%，每股股息为0.9元。公司在2023年8月28日股息率为2.83%，高于可比公司。若按照公司近三年平均分红率测算，2023年至2025年每股股息预计为1.07元、1.41元、1.76元。

图表50：公司分红总额及分红率

图表51：可比公司股息率



\*股息率=2022年每股税前股利/2023年8月28日收盘价

来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 四、盈利预测与估值分析

### 4.1 核心假设及盈利预测

收入端：公司经营聚焦中国制造网，预计收入贡献进一步提升，成为收入主要来源。2023年至2025年预计公式营业收入分别位16.48亿元、20.04亿元、24.68亿元，对应增速11.7%、21.65%、23.15%。

- B2B业务收入的增长主要来自付费会员数量增加及年付费金额的增加。2018年至2022年，公司付费会员数量增速13.69%，我们预计未来三年付费会员数量年复合增速为12%。AI麦可助手的付费模块预计拉升会员年平均付费金额。我们预计2023年至2025年AI模块付费用户数量分别为9764位、15622位、22745位，对应用户渗透率35%、50%、65%，2023年5月AI麦可助手发布，前期市场教育仍需时间，2023年至2025年会员年付费金额增速预计为4%、10%、11%。B2B业务整体收入增速预计为17%、23%、25%。

图表52: AI 模块带来的收入测算

	2022	2023E	2024E	2025E	备注
付费会员数量 (位)	24,907	27,896	31,243	34,993	假设2023-2025年付费会员数量复合增速12%
AI 模块价格 (元/年)		6000	10000	10000	应用发布第一年用户的付费金额不足一年, 以及暂未考虑未来版本更新迭代带来的AI模块的提价空间
AI 模块用户渗透率	0%	35%	50%	65%	若渗透率再提升, 或可作为标准服务加入会员权益中, 会员订阅费或有提价空间
AI 模块付费用户数 (位)	-	9,764	15,622	22,745	
付费会员年平均贡献收入 (元)	50,514	52,614	57,614	64,114	
付费会员年平均贡献收入增速 (%)		4%	10%	11%	
B2B业务收入 (百万元)	1,258	1,468	1,800	2,244	
B2B业务收入增速 (%)		17%	23%	25%	

来源: 国金证券研究所整理

图表53: 2024 年 B2B 业务收入敏感性测算

2024年B2B业务收入 规模 (百万元)	AI 模块付费渗透率				
	30%	40%	50%	60%	70%
8%	1,676	1,707	1,738	1,769	1,800
10%	1,706	1,737	1,769	1,800	1,832
12%	1,736	1,768	1,800	1,832	1,864
14%	1,766	1,799	1,831	1,864	1,897
16%	1,796	1,829	1,863	1,896	1,929

来源: 国金证券研究所整理

图表54: 2024 年 B2B 业务收入增速敏感性测算

2024年B2B业务 收入增速	AI 模块付费渗透率				
	30%	40%	50%	60%	70%
8%	14%	16%	18%	20%	22%
10%	16%	18%	20%	23%	25%
12%	18%	21%	23%	25%	27%
14%	21%	23%	25%	27%	29%
16%	23%	25%	27%	29%	31%

来源: 国金证券研究所整理

- 保险业务、跨境服务业务等预计规模收缩, 收入占比缩窄。

成本端: 预计公司毛利率改善, 主要原因是 B2B 业务收入贡献增加, 且该业务毛利相对较高。B2B 业务毛利率近三年逐渐优化, 2022 年 B2B 业务毛利率 81.69%。保险业务毛利率近两年约为 95%, 商品贸易、商业服务二者毛利率相对较低, 业务质量不稳定, 规模逐渐收缩。预计 2023 年至 2025 年毛利率为 80.61%、80.88%、81.08%。

费用端: 2023 年至 2025 年预计销售费用率分别为 37.51%、37.21%、37.24%, 基本与收入规模同趋势增长, 主要由于 AI 模块的市场教育及推广仍需要一定数量的销售人员支撑。管理费用率分别为 9.65%、9.29%、9.30%, 研发费用率分别为 11.19%、11.18%、10.74%, 主要由于目前 AI 方面的研发投入相对可控, 主要为结合业务场景训练相应的小模型。

基于以上假设, 我们认为在利润端, 公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.55 亿元、4.60 亿元、5.82 亿元。归母净利润率稳中有升, 分别为 21.57%、22.94%、23.59%。

**图表55：公司利润表（百万元人民币）**

单位（百万元人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,475	1,475	1,648	2,004	2,468
YoY	27.30%	0.00%	11.71%	21.65%	23.15%
<b>收入拆分</b>					
B2B	1,119	1,258	1,468	1,800	2,244
YoY	30.68%	12.45%	16.66%	22.64%	24.64%
占收入比例	75.86%	85.31%	89.09%	89.81%	90.89%
保险	157	114	91	104	115
YoY	-4.64%	-27.11%	-20.41%	15.00%	10.00%
占收入比例	10.61%	7.74%	5.51%	5.21%	4.65%
商品贸易	123	51	40	46	50
YoY	60.44%	-58.74%	-21.30%	15.00%	10.00%
占收入比例	8.32%	3.43%	2.42%	2.29%	2.04%
商业服务	47	27	21	22	23
YoY	94.93%	-43.95%	-20.67%	5.00%	5.00%
占收入比例	3.22%	1.81%	1.28%	1.11%	0.94%
利息收入	21	12	12	13	13
YoY	-28.21%	-43.75%	5.00%	5.00%	5.00%
占收入比例	1.40%	0.79%	0.74%	0.64%	0.55%
其他	9	14	16	19	23
YoY	0.34%	59.95%	15.35%	20.00%	20.00%
占收入比例	0.58%	0.93%	0.96%	0.95%	0.92%
毛利润	1,116	1,186	1,328	1,621	2,001
YoY	75.64%	80.38%	80.61%	80.88%	81.08%
销售费用	-596	-557	-618	-746	-919
YoY	23.36%	-6.61%	11.02%	20.68%	23.27%
销售费用率	40.41%	37.74%	37.51%	37.21%	37.24%
管理费用	-124	-157	-159	-186	-229
YoY	13.94%	26.96%	1.30%	17.11%	23.27%
管理费用率	8.38%	10.64%	9.65%	9.29%	9.30%
研发费用	-176	-178	-184	-224	-265
YoY	29.98%	0.61%	3.83%	21.57%	18.29%
研发费用率	11.97%	12.04%	11.19%	11.18%	10.74%
营业利润	275	331	387	509	645
YoY	42.74%	20.38%	17.04%	31.65%	26.62%
营业利润率	18.62%	22.41%	23.48%	25.41%	26.13%
净利润	248	300	356	462	585
YoY	44.95%	21.06%	18.44%	29.87%	26.64%
净利润率	16.81%	20.35%	21.58%	23.04%	23.69%
归母净利润	245	300	355	460	582
YoY	41.33%	22.60%	18.28%	29.40%	26.65%
归母净利润率	16.61%	20.37%	21.57%	22.94%	23.59%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 估值及投资建议

采用 PE 估值法，公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.55 亿元、4.60 亿元、5.82 亿元。参照可比公司跨境电商行业公司吉宏股份、华凯易佰、小商品城及垂直行业软件及信息技术服务商企业广联达、金山办公、税友股份，行业 2023 年 PE 估值中位数为 25.45x，考虑到公司 AI 应用预计带来新的商业化潜力，我们给予公司 2023 年 32x PE 估值，对应市值 113.70 亿元，目标价 36.52 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表56: 可比公司估值

公司名称	证券代码	净利润 (百万元)					P/E				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
吉宏股份	002803.SZ	209	172	396	526	653	22.02	33.64	16.56	12.46	10.04
华凯易佰	300592.SZ	-82	244	368	527	672	-90.99	60.00	19.72	13.77	10.80
小商品城	600415.SH	1,329	1,104	2,534	2,727	3,110	25.95	16.48	17.88	16.62	14.57
广联达	002410.SZ	719	1,012	1,266	1,635	2,108	132.07	86.68	31.29	24.23	18.79
金山办公	688111.SH	1,069	1,131	1,472	1,983	2,648	108.04	121.20	112.33	83.40	62.43
税友股份	603171.SH	230	143	302	407	522	55.96	72.60	48.64	36.13	28.18
		行业最高值					132.07	121.20	112.33	83.40	62.43
		行业中位数					40.96	66.30	25.51	20.42	16.68
		行业最低值					-90.99	16.48	16.56	12.46	10.04
焦点科技	002315.SZ	248	300	355	460	582	22.67	19.05	27.82	21.50	16.97

\*收盘价及市值截至 2023 年 8 月 28 日

来源: wind, 国金证券研究所

## 五、附录

图表57: 百卓网发展历程

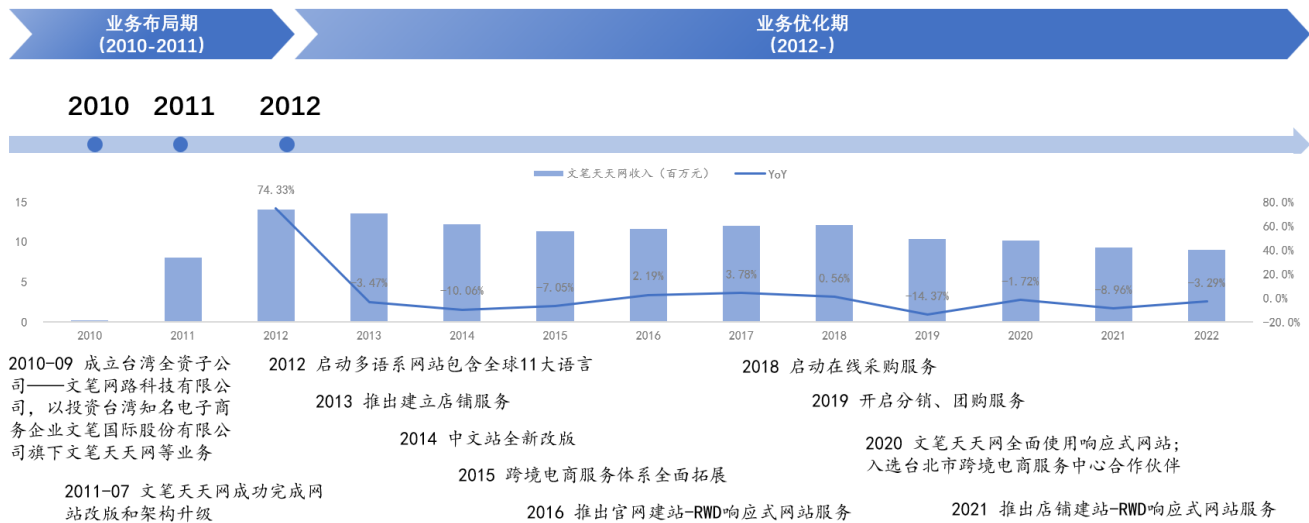
百卓网络科技有限公司主要为中小企业提供内贸采购数字化管理平台与服务, 包括百卓优采供应链云平台和百卓优采云进销存软件。2022年收入415万元, 占收入比例0.28%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表58: 文笔天天网发展历程

文笔天天网(ttnet.net) 结合网络服务、展会推广、平面宣传、企业建站、整合广告以及在线采购B2C 服务, 为厂商提供全渠道贸易服务及信息。2022年收入893万元, 占收入比例0.61%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 六、风险提示

宏观经济弱恢复。全球通货膨胀持续走高, 主要的跨境电商市场(欧美、东南亚等)的 CPI 指数均接近五年最高点。海外用户消费意愿下行, 需求端的减少也让供给端价格议价能力下降。公司主营跨境 B2B 平台, 更易于受到国际政治、经济环境因素及上游客户景气度的影响, 若宏观经济整体下行, 或对公司产生不良影响。

行业竞争加剧风险。海内外科技龙头公司纷纷布局 AIGC, 进一步加剧行业竞争。

海外国家市场环境和政策变动风险。在跨境经营过程中, 对于不同国家和地区的政治、经济、文化、法律、税务融合问题, 很大程度上制约着公司业务的开展。如果公司不能及时根据当地市场环境和政策变动调整自身的产品及业务, 可能对公司的业务开展产生不利影响。

外汇汇率波动相关风险。主营业务中国制造网依赖于外贸业务, 外币业务按业务发生日的即期汇率将外币金额折算为人民币入账, 因此外汇汇率变动或对公司经营业绩产生一定影响。

新技术应用不及预期风险。公司积极拥抱 AI 技术, AI 技术仍在发展中, 或存在新技术应用效果不及预期的风险。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,159</b>	<b>1,475</b>	<b>1,475</b>	<b>1,648</b>	<b>2,004</b>	<b>2,468</b>	货币资金	1,157	1,546	1,950	2,199	2,705	3,709	
增长率		27.3%	0.0%	11.7%	21.7%	23.2%	应收款项	43	54	75	59	63	67	
<b>主营业务成本</b>	<b>-280</b>	<b>-359</b>	<b>-289</b>	<b>-320</b>	<b>-383</b>	<b>-467</b>	存货	26	22	13	15	16	18	
%销售收入	24.2%	24.4%	19.6%	19.4%	19.1%	18.9%	其他流动资产	663	477	238	424	626	629	
<b>毛利</b>	<b>878</b>	<b>1,116</b>	<b>1,186</b>	<b>1,328</b>	<b>1,621</b>	<b>2,001</b>	流动资产	1,888	2,098	2,276	2,697	3,410	4,423	
%销售收入	75.8%	75.6%	80.4%	80.6%	80.9%	81.1%	%总资产	54.7%	61.7%	64.0%	68.7%	73.5%	78.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	长期投资	896	641	660	675	700	722	
%销售收入	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	547	500	463	435	408	379	
<b>销售费用</b>	<b>-483</b>	<b>-596</b>	<b>-557</b>	<b>-618</b>	<b>-746</b>	<b>-919</b>	%总资产	15.9%	14.7%	13.0%	11.1%	8.8%	6.7%	
%销售收入	41.7%	40.4%	37.7%	37.5%	37.2%	37.2%	无形资产	79	77	69	79	87	94	
<b>管理费用</b>	<b>-108</b>	<b>-124</b>	<b>-157</b>	<b>-159</b>	<b>-186</b>	<b>-229</b>	非流动资产	1,562	1,305	1,282	1,226	1,229	1,228	
%销售收入	9.4%	8.4%	10.6%	9.6%	9.3%	9.3%	%总资产	45.3%	38.3%	36.0%	31.3%	26.5%	21.7%	
<b>研发费用</b>	<b>-136</b>	<b>-176</b>	<b>-178</b>	<b>-184</b>	<b>-224</b>	<b>-265</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,450</b>	<b>3,403</b>	<b>3,558</b>	<b>3,923</b>	<b>4,640</b>	<b>5,652</b>	
%销售收入	11.7%	12.0%	12.0%	11.2%	11.2%	10.7%	短期借款	0	15	20	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>145</b>	<b>208</b>	<b>284</b>	<b>354</b>	<b>449</b>	<b>568</b>	应付款项	226	175	179	195	232	281	
%销售收入	12.5%	14.1%	19.2%	21.5%	22.4%	23.0%	其他流动负债	933	895	915	1,021	1,252	1,543	
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	流动负债	1,159	1,085	1,114	1,216	1,484	1,824	
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-2.1%	-0.9%	-1.9%	-2.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>-10</b>	<b>-17</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	其他长期负债	79	206	177	74	46	114	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-8</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	负债	1,237	1,290	1,291	1,291	1,531	1,938	
<b>投资收益</b>	<b>14</b>	<b>29</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,198</b>	<b>2,094</b>	<b>2,249</b>	<b>2,614</b>	<b>3,089</b>	<b>3,691</b>	
%税前利润	7.5%	10.4%	0.7%	5.7%	0.8%	0.8%	其中：股本	306	306	311	311	311	311	
<b>营业利润</b>	<b>192</b>	<b>275</b>	<b>331</b>	<b>387</b>	<b>509</b>	<b>645</b>	未分配利润	449	524	577	933	1,393	1,975	
营业利润率	16.6%	18.6%	22.4%	23.5%	25.4%	26.1%	少数股东权益	14	19	18	18	20	23	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,450</b>	<b>3,403</b>	<b>3,558</b>	<b>3,923</b>	<b>4,640</b>	<b>5,652</b>	
<b>税前利润</b>	<b>192</b>	<b>274</b>	<b>329</b>	<b>386</b>	<b>507</b>	<b>643</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	16.6%	18.6%	22.3%	23.4%	25.3%	26.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-46</b>	<b>-58</b>	每股收益	0.568	0.801	0.966	1.141	1.477	1.871	
所得税率	10.9%	9.6%	8.8%	7.9%	9.0%	9.0%	每股净资产	7.195	6.843	7.235	8.398	9.923	11.858	
<b>净利润</b>	<b>171</b>	<b>248</b>	<b>300</b>	<b>356</b>	<b>462</b>	<b>585</b>	每股经营现金净流	1.767	1.687	1.560	0.920	1.809	3.069	
少数股东损益	-2	3	0	0	2	2	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>173</b>	<b>245</b>	<b>300</b>	<b>355</b>	<b>460</b>	<b>582</b>	<b>回报率</b>							
净利率	15.0%	16.6%	20.4%	21.6%	22.9%	23.6%	净资产收益率	7.89%	11.70%	13.36%	13.59%	14.88%	15.77%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.03%	7.20%	8.44%	9.06%	9.91%	10.30%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	5.65%	8.75%	11.18%	12.13%	13.02%	13.55%	
<b>净利润</b>	<b>171</b>	<b>248</b>	<b>300</b>	<b>356</b>	<b>462</b>	<b>585</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-2	3	0	0	2	2	主营业务收入增长率	14.73%	27.30%	0.00%	11.71%	21.65%	23.15%	
<b>非现金支出</b>	<b>36</b>	<b>74</b>	<b>91</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	EBIT 增长率	23.55%	43.86%	36.12%	24.64%	26.99%	26.43%	
<b>非经营收益</b>	<b>-20</b>	<b>-39</b>	<b>-18</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	净利润增长率	14.88%	41.33%	22.60%	18.28%	29.40%	26.65%	
<b>营运资金变动</b>	<b>352</b>	<b>233</b>	<b>111</b>	<b>-125</b>	<b>49</b>	<b>315</b>	总资产增长率	18.92%	-1.35%	4.53%	10.28%	18.27%	21.81%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>540</b>	<b>516</b>	<b>485</b>	<b>286</b>	<b>562</b>	<b>954</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-118</b>	<b>-85</b>	<b>-45</b>	<b>42</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	应收账款周转天数	12.0	8.2	7.8	8.0	7.5	7.0	
<b>投资</b>	<b>-68</b>	<b>-355</b>	<b>444</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	存货周转天数	19.2	24.2	21.8	20.0	20.0	20.0	
<b>其他</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	应付账款周转天数	227.8	171.4	174.4	175.0	173.0	171.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-173</b>	<b>-430</b>	<b>406</b>	<b>60</b>	<b>-25</b>	<b>-14</b>	固定资产周转天数	172.4	123.8	114.6	96.5	74.2	56.1	
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-92</b>	<b>-25</b>	<b>70</b>	净负债/股东权益	-70.13%	-86.88%	-90.12%	-85.79%	-89.68%	-100.21%	
<b>其他</b>	<b>-178</b>	<b>-170</b>	<b>-269</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	EBIT 利息保障倍数	-31.4	-15.5	-9.2	-23.6	-12.1	-11.7	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-177</b>	<b>-160</b>	<b>-229</b>	<b>-95</b>	<b>-28</b>	<b>66</b>	资产负债率	35.87%	37.92%	36.28%	32.90%	32.99%	34.29%	
<b>现金净流量</b>	<b>179</b>	<b>-77</b>	<b>672</b>	<b>252</b>	<b>509</b>	<b>1,006</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

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%；  
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806