

米奥兰特 (300795)

证券研究报告
2020年02月26日

国内会展公司龙头，外延扩张空间广阔，规模效应显著盈利提升可期

米奥兰特是一家从事于会展行业及电子商务、贸易业务的专业机构。公司的主营业务按照举办地可分为境内境外两块，按会展类型又可分为自办展及代理展两种形式。公司正逐渐从原先的代理展业务向开展更多的自办展业务转移。目前境外自办展为主要运营业务，公司直接向展馆经营者租赁场地，以自有品牌办展，并负责会展项目的策划与发起、会展实施、招商招展等工作，拥有会展品牌的所有权。2018年自办展成本占总办展成本的89.81%，其中境外自办展为88.56%。

公司选择具有广大市场潜力的新兴发展中国家为办展国家，主要涉及 Homelife 及 Machinex 两大行业主题。公司是我国境内拥有 UFI 认证境外会展项目最多的公司。目前公司在海外细分之下的主要包括在“米奥兰特国际会展”品牌承办的 Homelife 及 Machinex 两大系列。主要客户为境内有出口需求的中小型企业。

全球会场市场规模逐渐扩大，新兴市场高速增长，市场集中度低。作为现代服务业的重要支柱之一，全球性会展市场的规模正在逐渐扩大。欧洲北美公司领先地位稳固，将保持稳定增长，新兴市场如亚太和中东非地区将迎来高速增长，中南美地区市场规模较小，有待开发。欧美市场会展行业集中度低，我国会展行业呈现“以政府机构为主体，民营企业、中外合资企业多元参与”的格局。

公司在办展资源、办展经验、上下游关系方面优势突出，未来有望完成全球布局。发展战略将围绕国家“一带一路”和“金砖国家”等重要节点国家布局。未来三年内，境外自办展业务将初步完成在各贸易节点国自办展布局；之后三年到五年时期将办展重点由布局转移至已办会展的深耕拓展。

公司积极应对新型冠状病毒肺炎疫情：第一，公司延期上半年4个展览。公司上半年原定安排4个展览，时间在5月末6月初。为应对疫情，公司将2个展览延期至6月末举行，2个展览延期至9月举行。公司2020H1业绩受影响，但全年业绩基本不受影响。第二，公司加快推出数字展览业务。公司已研发多年数字展览业务，为应对疫情较原计划提前推出该业务。数字展览业务成为公司业绩增长新引擎。

首次覆盖，给予买入评级。综合预计公司2019-2021年收入为4.88亿/5.26亿/5.57亿元，净利润为0.74亿/0.97亿/1.28亿元，同比增长7.9%/31.6%/31.8%。2020-2021年净利增长提速主要系公司推出电子展览业务，毛利率增长，提升公司盈利能力。2019-2021年2年CAGR为31.74%，按照国际龙头做法，公司后续或展开并购，并购或推动公司营收业绩加速增长。基于peg=1，2020年pe给出32倍估值，对应目标价31.04元。

风险提示：境外办展地政治经济风险，产业政策变化风险，核心业务人员流失或缺乏的风险，疫情对公司2020H1业绩或有影响

投资评级

行业	综合/综合
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25.44元
目标价格	31.04元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.16
流通A股股本(百万股)	25.04
A股总市值(百万元)	2,548.17
流通A股市值(百万元)	637.04
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	20.32
一年内最高/最低(元)	40.06/17.12

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	421.01	436.67	487.78	526.20	557.12
增长率(%)	26.48	3.72	11.70	7.88	5.88
EBITDA(百万元)	71.01	88.22	96.86	125.99	164.98
净利润(百万元)	52.78	68.37	73.79	97.13	128.05
增长率(%)	50.06	29.56	7.92	31.63	31.83
EPS(元/股)	0.53	0.68	0.74	0.97	1.28
市盈率(P/E)	48.28	37.27	34.53	26.23	19.90
市净率(P/B)	11.85	10.96	7.78	6.00	4.61
市销率(P/S)	6.05	5.84	5.22	4.84	4.57
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.65	16.70	11.95

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内会展公司龙头，成功转型主营境外自办展业务	4
1.1. 国内会展行业领跑者，多业务多品牌多地区办展	4
1.2. 主营境外自办展，加速业务升级与拓展	4
1.2.1. 境外自办展布局新兴市场国家，聚焦 Homelife 及 Machinex 两大系列	5
1.2.2. 逐步缩小境外代理展业务，境内自办展主要为“丝博会”系列会展	6
1.2.3. 三大销售模式并行，高效销售展览位	6
1.3. 管理层高度控股，三大股东为一致行动人	7
1.4. IPO 募集资金主要投资于营销服务网络及信息化建设项目	8
2. 全球市场集中度低，欧洲北美公司领先地位稳固	8
2.1. 经济增长带动行业发展，欧洲北美公司领先地位稳固	9
2.1.1. 全球范围以欧美为领导，亚太、中东非高速发展	9
2.1.2. 境内迅速发展，多因素促行业升温	12
2.2. 会展行业产业链长，受下游行业景气度影响	12
2.3. 全球市场集中度低，中国市场多元参与竞争	14
2.3.1. 励展博览集团：协同技术的领先者	14
2.3.2. Informa：快速扩张与增长	15
2.3.3. EEX 翡翠展览：高密度收购抢占市场	16
3. 境外自办展运营能力强，未来完成全球布局可期	17
3.1. 中小型企业客户为主，直销、非买断式经销与协议代销并行	17
3.2. 境外展独立运营能力强，项目规模快速增长	19
3.3. 新兴市场先发优势，未来完成全球布局	20
4. 财务情况：营收持续上涨，境外自办展为主要来源	20
5. 盈利预测与估值	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司历史进程	4
图 2：境内自办展“丝博会系列会展”	6
图 3：经销模式	7
图 4：代销模式	7
图 5：公司股权结构	8
图 6：公司组织结构	8
图 7：全球会展市场规模 2013-2018 年	9
图 8：欧洲会展市场规模 2013-2018 年	10
图 9：北美会展规模 2013-2018 年	10
图 10：亚太会展市场规模 2013-2018 年	10
图 11：中东会展市场规模 2013-2018 年	11

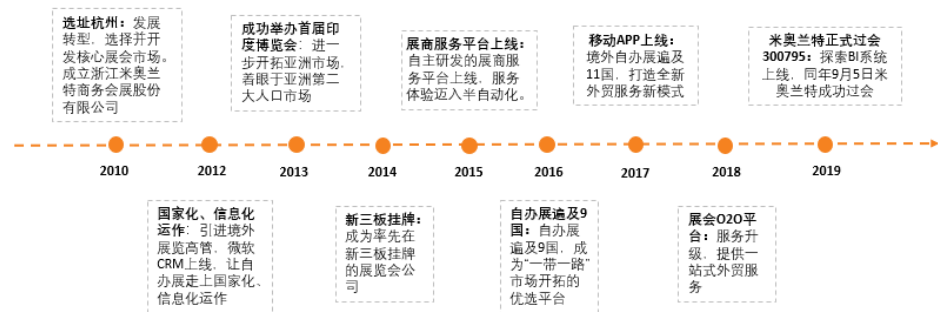
图 12: 中南美会展市场规模 2013-2018 年.....	11
图 13: 会展行业产业链.....	12
图 14: 公司与上下游行业关系.....	13
图 15: 励展集团收入细分 (百万元).....	15
图 16: Informa 历史进程.....	15
图 17: 翡翠展览历史进程.....	16
图 18: 2018 境外展会项目三条线路.....	19
图 19: 公司营业收入 (亿元, %).....	20
图 20: 营收主要来自境外展 (%).....	21
图 21: 公司毛利率不断提升 (%).....	22
图 22: 公司期间费用率 (%).....	22
图 23: 公归母净利 (万元, %).....	23
表 1: 公司单展收入规模 (万元, %).....	5
表 2: 2016/2017/2018/2019H1 公司境外自办展数据.....	5
表 3: 全球会展行业分地区规模.....	9
表 4: 十大直销客户及其营收占比 (%).....	17
表 5: 公司十大经销商及其占经销收入比例 (%).....	18
表 6: 公司协议代销展位情况.....	18
表 7: 公司营收拆分与预测 (万元).....	23

1. 国内会展公司龙头，成功转型主营境外自办展业务

1.1. 国内会展行业领跑者，多业务多品牌多地区办展

米奥兰特是一家从事于会展行业及电子商务、贸易业务的专业机构，从事会展业务包括策划发起、组织承办、推广及运营业务。公司 2010 年发展转型，选择并开发核心展会市场。选址杭州，成立浙江米奥兰特商务会展股份有限公司。2012 年引进境外展览高管，微软 CRM 上线，让自办展走上国家化、信息化运作。2013 年成功举办首届印度博览会，进一步开拓亚洲市场，着眼于亚洲第二大人口市场。2014 年新三板挂牌，成为率先在新三板挂牌的展览会公司。2015 年公司自主研发的展商服务平台上线，服务体验迈入半自动化。2016 年公司自办展遍及 9 国，成为“一带一路”市场开拓的优选平台。2017 年移动 APP 上线，境外自办展遍及 11 国，打造全新外贸服务新模式。2018 年公司服务升级，提供一站式外贸服务。2019 年公司探索 BI 系统上线，同年 9 月 5 日成功过会。

图 1：公司历史进程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

按照承办会展的业务类型分，公司主要运营业务可以分为境外自办展、境内自办展以及境外代理展，并致力于打造具有自主特色的会展运营。从早期主办方展位不零售、企业无法独立或者参展展位，只能通过展览公司形式的代理展，到逐渐开始承办多个自办展。

按海外展会品牌分，公司以“米奥兰特国际会展”品牌运营境外自办展项目，目前细分主题会展包括 Homelife 及 Machinex 两大系列。其中 Homelife 系列会展以“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 系列会展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。随着海外办展次数的累积以及覆盖区域的扩大，公司的 Homelife 及 Machinex 系列展已成为行业内具有较高知名度和国际影响力的会展品牌。

从办展地区看，公司自设立以来已在波兰、土耳其、巴西、南非、约旦、哈萨克斯坦、埃及、阿联酋、印度、墨西哥、伊朗、尼日利亚、肯尼亚这十三个国家累计举办 64 场境外自办展，目前伊朗展会已经取消。公司不断寻求海外办展的发展机会，选择方向也主要集中在新兴发展中国家，从而避免在成熟且饱和的市场中面对价格战的风险，“一带一路”境外自办展近年来已成为引领中国国内中小企业开拓海外市场的会展服务平台。

1.2. 主营境外自办展，加速业务升级与拓展

公司的主营业务按照举办地可分为境内境外两块，按会展类型又可分为自办展及代理展两种形式。公司正逐渐从原先的代理展业务向开展更多的自办展业务转移。目前境外自办展为主要运营业务，公司直接向展馆经营者租赁场地，以自有品牌办展，并负责会展项目的策划与发起、会展实施、招商招展等工作，拥有会展品牌的所有权。2018 年自办展成本占总办展成本的 89.81%，其中境外自办展为 88.56%。

随着展会愈加趋于成熟，观众认可度提高，公司招揽成本下降，效用提升。公司在 13 个国家和地区开展自办展项目，部分地区尚处于发展阶段，随着进度的不断推进，展会所带来的收益效益将逐渐体现，包括为了树立品牌形象开始投入的宣传推广手段，以提高展会影响力、提高展商参展效率等。由于规模效应，毛利随着单展规模的扩大有所上升。2018 年度新增展会实现毛利 401.91 万元，原有展会毛利增长 2617.68 万元，原有展会毛利较 2017 年度增长 17.93%。2018 年单展收入 3.92 亿元，毛利率 44.91%；2019H1 单展收入 1.43 亿元，毛利率 45.53%。

表 1：公司单展收入规模（万元，%）

单展收入规模	2019 年 1-6 月			2018 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
>4000	10,917.79	76.41	49.35	26,145.42	66.63	49.5
>3000 且 <4000	-	-	-	3,215.51	8.19	39.38
>1000 且 <3000	2,598.19	18.18	36.91	7,716.34	19.67	35.77
<1000	771.87	5.41	20.45	2,161.24	5.51	30.22
合计	14,287.85	100	45.53	39,238.51	100	44.91
单展收入规模	2017 年度			2016 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
>4000	14,529.87	38.27	47.06	15,847.25	56.45	50.75
>3000 且 <4000	7,234.25	19.05	39.19	-	-	-
>1000 且 <3000	16,203.93	42.68	34.68	12,226.47	43.55	32.5
<1000	-	-	-	-	-	-
合计	37,968.05	100	40.27	28,073.72	100	42.8

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.1. 境外自办展布局新兴市场国家，聚焦 Homelife 及 Machinex 两大系列

境外自办展业务为米奥兰特的核心业务，其“一带一路”系列展旨在为中国与国际市场之间实现“走进来”和“请出去”的贸易促进作用。2018 年前公司境外自办展 12 个，参展厂商 3399 家，收入 3.92 亿元，收入占比 89.86%，2017 年境外自办展 11 个，参展厂商 3193 家。

表 2：2016/2017/2018/2019H1 公司境外自办展数据

项目	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
展会数量（个）	4	12	11	9
展位面积（m2）	27,990	80,055	74,439	54,365
展馆面积（m2）	98,399	201,302	180,922	133,506
展商数量（家）	1,360	3,399	3,193	2,505
参展企业家次	1,579	5,316	4,878	3,707
随展人次（人次）	2,127	6,032	6,399	5,562
收入金额（万元）	14,287.85	39,238.51	37,968.05	28,073.72
收入占比（%）	84.65	89.86	90.18	84.4

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主要选择具有广大市场潜力的新兴发展中国家为办展国家。截至 2019 年 6 月末，公司已在 9 个国家，包括约旦、阿联酋、波兰、土耳其、印度、巴西、南非、埃及、哈萨克斯坦，共计 14 个会展项目得到了 UFI（全球展览业协会）认证，是我国境内拥有 UFI 认证境外会展项目最多的公司。境外公司主要考察商业环境、旅游环境、展会成熟度等，与国家级展馆取得联系，推动办展进程。办展筹备工作一般要求提前一年开展，季节性活动明显。客户资源主要来自于广东、浙江、江苏，其次是山东、福建等出口贸易型企业。

目前公司在海外细分之下的主要包括在“米奥兰特国际会展”品牌承办的 Homelife 及 Machinex 两大系列。①Homelife 系列主要面向中国生产家居系列产品的企业，宣传概念“中国品牌家具”，内容涵盖包括家具、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，目前已在 13 个“一带一路”或金砖市场重要贸易节点国举办自办展。②Machinex 系列会展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，目前已在 10 个国家累计展出 44 场。

公司拟对境外自办展业务进行升级与扩展。会展服务内容包括目前的展前准备国际展览、展中服务及展后服务三个部分。①公司正在寻求会展当地更多的考察行程，通过展会外贸 O2O 撮合平台达到更加有效的推广、沟通与对接，为参展商提供展前在线买家筛选及推荐。②平台支持多国语言，展中也能精准匹配买卖双方并预约见面洽谈等多项服务。在传统的会展服务基础上，提供了包括投资论坛、买手论坛、个性化定制邮件推广、贸易配对会、现场翻译等服务。③会展结束之后，进行数据整合与分析，总结亮点经验以为各参展商进一步推广提供可靠的数据支撑。

1.2.2. 逐步缩小境外代理展业务，境内自办展主要为“丝博会”系列会展

境外代理展由其他单位发起并主办，公司购买展位并将展位销售给参展商。米奥兰特与世界上多家著名展览集团如与德国杜塞尔多夫展览集团、德国法兰克福展览、迪拜世贸中心等均保持着长期有效的合作关系。随着近年来代理展市场的逐渐成熟，国际上及本土品牌的竞争加剧。公司开始谋求加大自有展品牌的建设，逐步缩小由于参与程度受限而效益相对较低的代理展业务。2016、2017、2018 年，公司代理展数量分别为 23、7、6 个，呈明显减少趋势。2019H1 公司代理展为 2 个，与去年同期数量持平。

公司近期主要承办的国内大型自办展包括“丝博会”系列会展。该系列展响应国家“一带一路”号召的国际丝绸博览会，为国家级展会之一，为国际丝绸行业公认。公司控股子公司杭州市丝绸女装展览有限公司通过公开招标的方式中标，并顺利获得公安主管部门的安全许可而成为展会策划及执行服务方。通过举办一系列的展览，公司迅速抢占国内丝绸会展行业市场，并且在丝绸海外需求旺盛的情况下扩大纺织服装行业在海外办展的规模，有利于全球办展战略的推进。

图 2：境内自办展“丝博会系列会展”



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.3. 三大销售模式并行，高效销售展览位

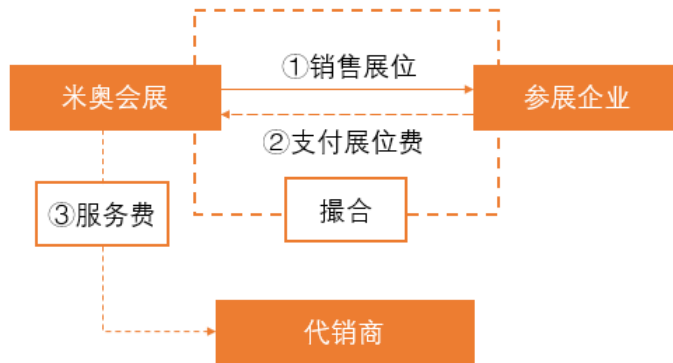
展位销售活动基本在会展开始前 6-9 月启动, 出展前 1 月结束, 销售模式分为直销、经销、代销三种。直销模式由公司直接出售组织, 一般收取一定比例预收款, 展前收取全部参展费用, 于展会结束当月确认收入。经销则为非买断式经销, 即与经销商按实际销售情况结算。公司经销商有赚取差价和赚取返利两种方式。代销模式使得公司可拓宽销售渠道、避免大范围建设营销中心。代销商以公司名义对外销售展会并撮合公司与客户签订合同, 根据不同义务及销售规模给予不同比例的代理服务费率。

图 3: 经销模式



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 4: 代销模式

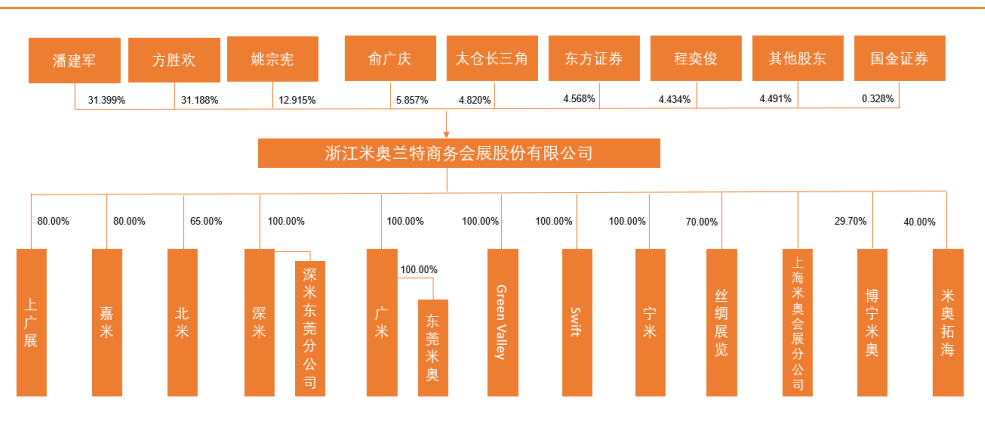


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.3. 管理层高度控股, 三大股东为一致行动人

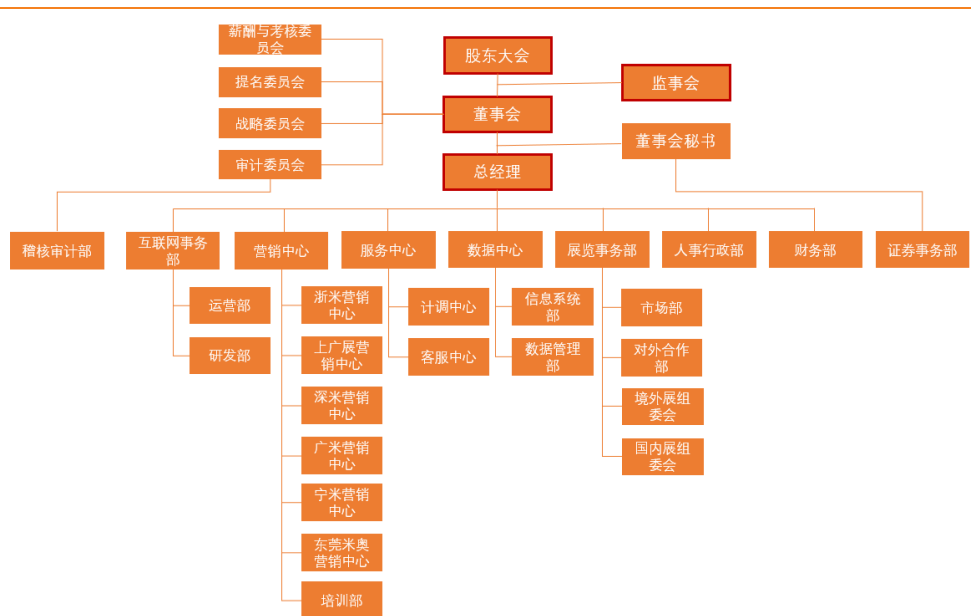
公司实际控制人潘建军、方欢胜、姚宗宪 2019Q3 末合计持股 75.50%, 为一致行动人, 对于公司经营决策能高效地施加重大影响, 保证对公司共同控制的稳定性和有效性。第一大股东潘建军持股 31.40%, 担任公司董事长; 第二大股东方欢胜持股 31.19%, 担任公司董事、总经理; 第三大股东姚宗宪持股 12.92%, 担任公司董事、副总经理和董事会秘书。公司无持股 50%以上股东, 未有单一股东可依其实际持有可支配股份表决权对公司股东大会决议产生重大影响, 故公司无控股股东。公司各职能部门包括互联网事业部、营销中心、服务中心、数据中心、展览事业部、人事行政部、财务部及协助董事会秘书履行职务的证券事业部。

图 5：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：公司组织结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4. IPO 募集资金主要投资于营销服务网络及信息化建设项目

2019Q3 米奥兰特公开发行新股，实际募集资金扣除发行费用之外，将用于投资三个大方向的项目：

- ①境外自办展业务升级与拓展项目投资总额 2.01 亿元，募集资金拟投入 0.38 亿。该项目旨在增强公司在疆外新兴市场国家的办展服务广度与深度，实现行业细分领域展会规模的扩大，增强品牌影响力，扩大业务市场。
- ②“China Homelife 247”展会外贸 O2O 撮合平台项目投资总额 1.23 亿元，募集资金拟投入 0.23 亿元。有助于打造线上线下互补的营销服务模式，增加公司展会品牌的附加值。
- ③营销服务网络及信息化建设项目投资总额 2.41 亿元，募集资金拟投入 2.41 亿元。系基于公司现有业务，新建营销网点及扩容已有营销网点，扩大公司市场占有率，提高竞争力及持续经营能力。募集资金超出部分将用于补充流动资金。

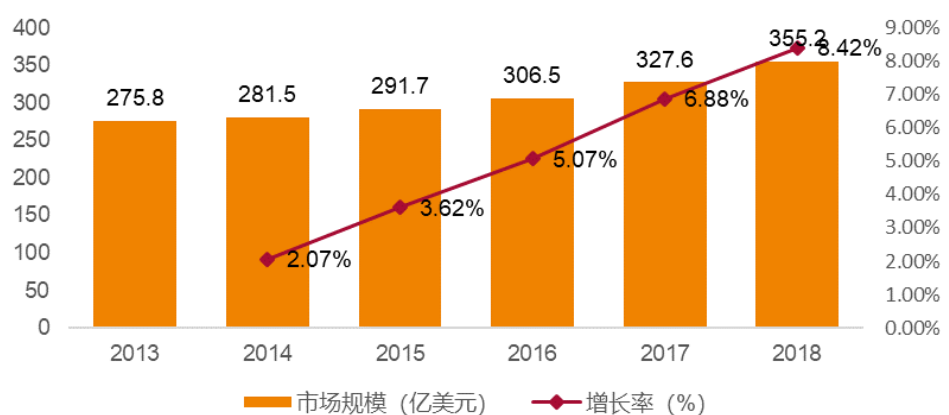
2. 全球市场集中度低，欧洲北美公司领先地位稳固

2.1. 经济增长带动行业发展，欧洲北美公司领先地位稳固

2.1.1. 全球范围以欧美为领导，亚太、中东非高速发展

全球范围上，欧洲的世界级大型会展展出规模、参展商数量、贸易效果及相关服务质量均处于世界领先地位。①作为现代服务业的重要支柱之一，全球性会展市场的规模正在逐渐扩大，成为全球贸易重要的营销渠道。据《中国展览经济发展报告 2018》，2013-2018 年全球会展行业以 5.19% 的年复合增长率增长，到 2018 年，全球会展行业市场规模达到 355.2 亿美元。②其中，新兴市场如亚太和中东非地区将迎来高速增长，欧美等成熟市场将会保持稳定的增长。据 2017 年国际展览产业协会统计，欧洲/亚太/北美地区占全球会展市场份额分别为 45.3%/23.6%/23.5%。在欧美等发达国家，会展行业组建了国际展览局、国际展览业协会、国际展览与项目协会、独立组展商协会等国际性的行业协会组织。

图 7：全球会展市场规模 2013-2018 年



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

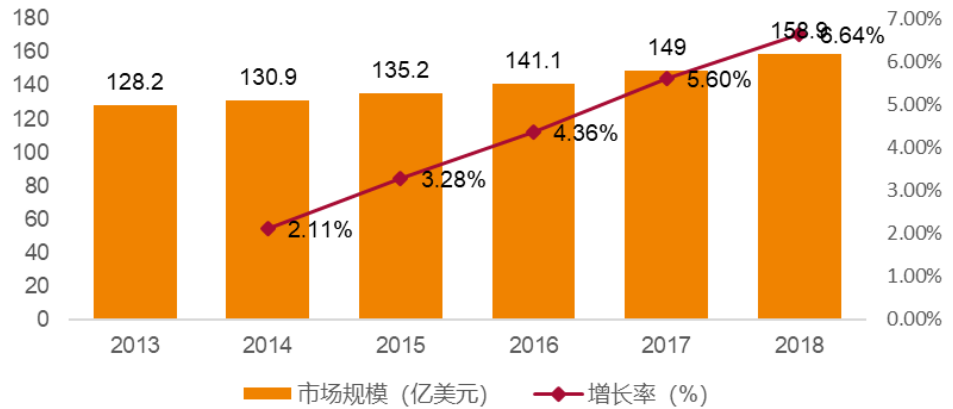
表 3：全球会展行业分地区规模

地区	展馆总面积 (百万平方米)	全球市场份额 (%)
欧洲	15.8	45.3
亚太	8.22	23.6
北美	8.17	23.5
中东与非洲	1.4	4
中南美洲	1.2	3.6
合计	34.79	100

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

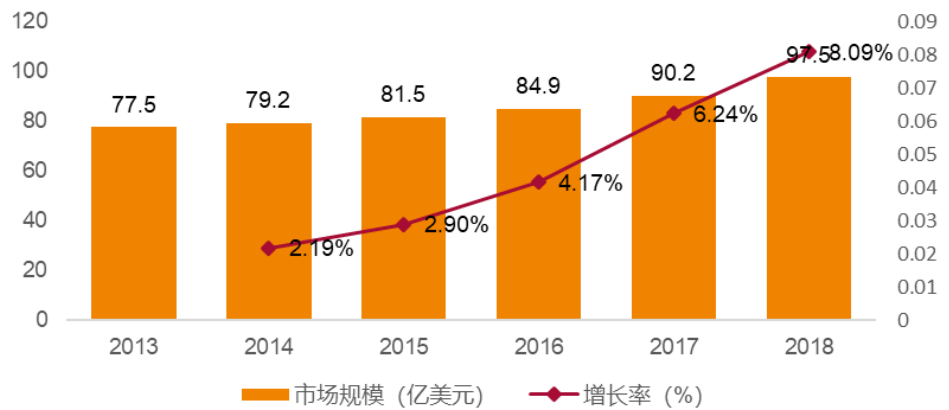
在欧美市场上，地位巩固，稳定增长成为基调。①Technavio 发布的研究报告显示，2018 年欧洲会展行业市场规模将达到 158.9 亿美元，2013 年至 2018 年年复合增长率 4.39%。博闻等大型展会企业仍然是行业领导者，主导地位不变。由于市场日趋成熟，欧洲市场加快“数字化”进程，不断加深在展出形式、互动与信息分析上的创新。虽然增长率低于发展中国家，欧洲会展企业也在寻求将本土办展经验输送到新兴市场以谋求利润增长的机会，利用品牌影响力占据市场。②2018 年的北美会展行业市场规模为 97.5 亿美元，2013-2018 年年复合增长率为 4.7%。市场上存在着大量的竞争企业，且趋于成熟。北美自由贸易协定对于区域性货物与服务贸易起到了积极的作用，先进科技技术的运用也给展商提供潜在的收益。

图 8: 欧洲会展市场规模 2013-2018 年



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

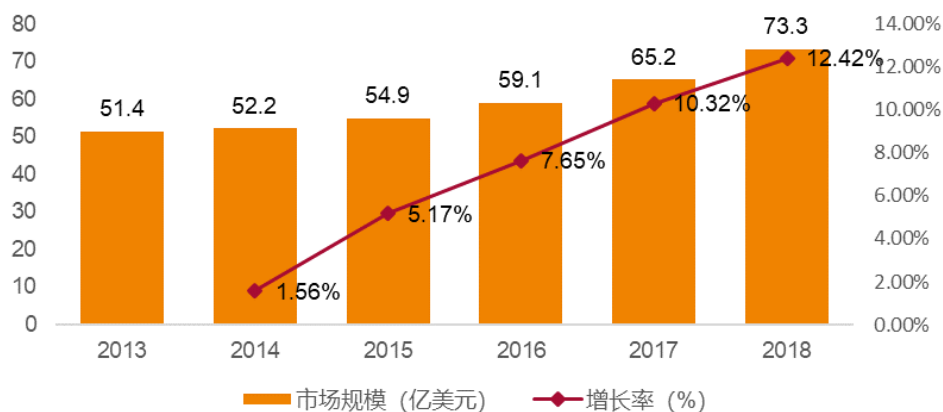
图 9: 北美会展规模 2013-2018 年



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

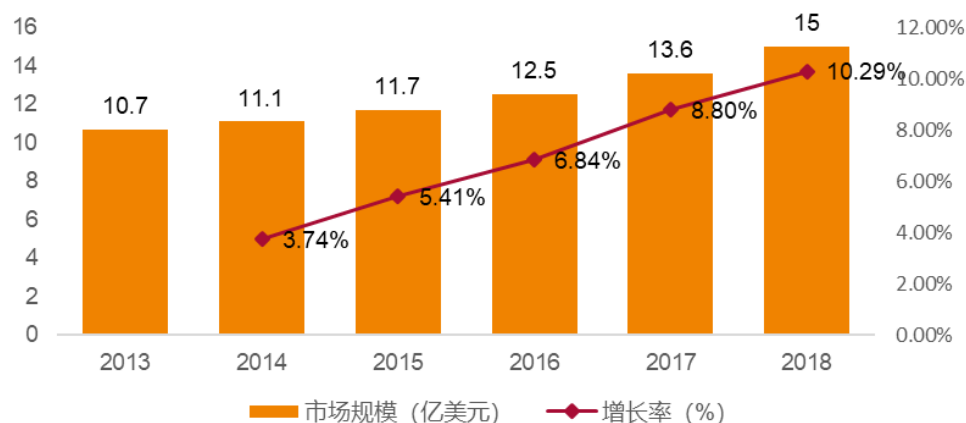
亚太、中东非地区经济增长带来会展行业的高速发展。欧洲北美等成熟的会展市场带来的辐射效应使得许多知名品牌商纷纷进入新兴国家市场, 并通过行业细分、跨地域协调延伸业务。同时亚太、中东非地区居民可支配收入和生活水准上升, 当地贸易需求增加, 更多的参展商希望加入当地市场, 会展行业规模亦随之增长。根据 Technavio 发布的研究报告显示, 2018 年亚太地区市场规模达到 73.3 亿美元, 2013 至 2018 年年复合增长率达 7.36%, 年复合增长率居全球首位。中东非地区预计 2018 年市场规模达 15 亿美元, 国家的财政政策倾向和现代化进程加快也使得地区展览中心逐步增多, 其会展行业的潜力正逐步体现。

图 10: 亚太会展市场规模 2013-2018 年



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

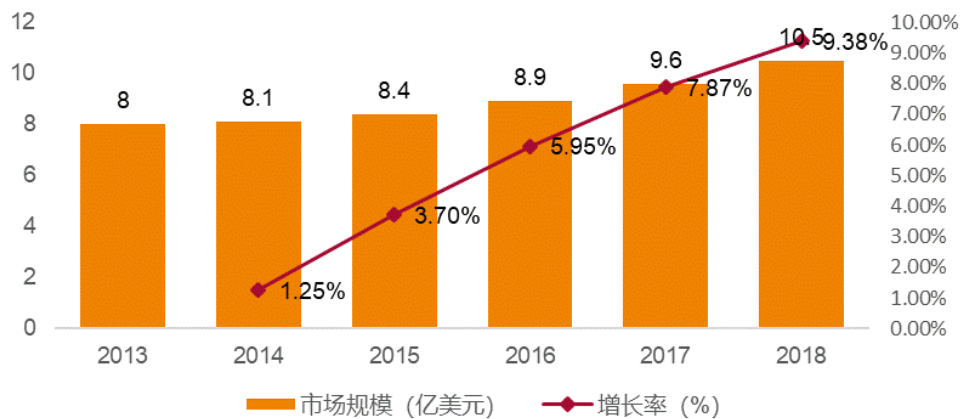
图 11：中东会展市场规模 2013-2018 年



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

中南美地区市场规模较小，有待开发。2018 年中南美地区市场规模为 10.5 亿美元，2013 年至 2018 年年复合增长率 5.59%。当地经济的动荡及形势不明朗成为减少投资者信心的主要因素，其会展行业的经济发展及政策支持相较其他地区较弱。但是以巴西、墨西哥、智利、哥伦比亚等新兴市场国家经济稳步增长，人民生活水平提高，该地区会展行业仍然是一个有待开发、可稳健增长的趋势。

图 12：中南美会展市场规模 2013-2018 年



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1.2. 境内迅速发展，多因素促行业升温

境内展会行业发展迅速，展览面积、展会数目快速增长。2017/2018年，我国境内举办展览面积 14285 万/14456 万平方米，同比增长 9.3%/1.2%。中国贸促协会发布《中国展览经济发展报告 2018》显示，全国 76 个组展单位共赴 33 个“一带一路”沿线国家组织参办展 718 项，占参展项目总数的 42.9%，较 2017 年同比增长 14.3%；展出总面积 37.7 万平方米，其中米奥兰特会展实施办展项目 15.41 万平方米，占“一带一路”总展出面积的 40.88%。

国内企业对于境外展的需求不断增长，出国参展项目不断增加。国内经济形势总体稳定，质量提升，结构不断优化。在此大背景下近年来中国展商出国办展的数目及规模都有提升，参展项目不断增多。截至 2018 年 11 月 13 日，我国 92 家组展单位共赴 66 个国家举办展（博）览会，参展 1,672 项，较 2017 年同比增长 4.89%。2015 至 2018 年，我国出国参展企业数从 4.6 万家增至 5.9 万家。

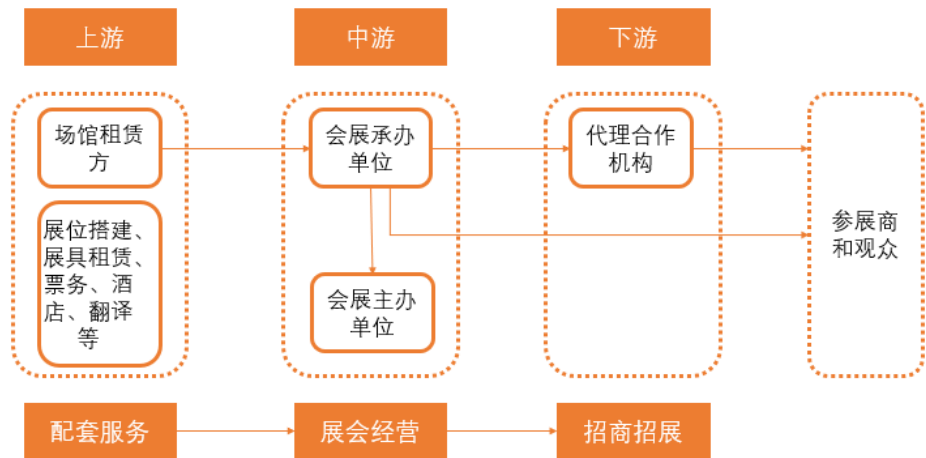
经济全球化、技术提升、产业升级带动对外贸易及会展行业升温。经济全球化浪潮对国际形势产生了极大的影响，给我国经济带来了机遇与挑战。2015 年 3 月 28 日，国家发改委、外交部和商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，由我国发源，连接包括东南亚、南亚、西亚、北非、欧洲的东亚经济圈与欧洲商业圈。在与新兴经济体和发展中国家加强贸易合作的过程中，集商业洽谈、商品展示与交易为一体的会展行业，将成为各大参展企业“走出去”的极佳平台。随着国家经济发展和新技术的运用，会展行业将迎来重大机遇。

政府的政策支持将加速行业发展。国家工商总局、国家经济贸易委员会、商务部等政府部门针对会展业发展中的各类问题制定了相关的政策，为我国会展业发展提供了政策保障。2001 年“中小企业国际市场开拓资金”旨在鼓励广大企业开展包括境外参展在内的开拓国际市场行动。2014 年财政部和商务部出台《关于印发〈外经贸发展专项资金管理办法〉的通知》（财企[2014]36 号），2015 年国务院出台《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》，并对进一步促进展会行业改革作出部署。同年，商务部牵头建立促进展览业改革发展部际联席会议制度，说明展览业作为发展现代服务业的重要组成部分，已成为各级政府“转方式、调结构”的重要抓手。

2.2. 会展行业产业链长，受下游行业景气度影响

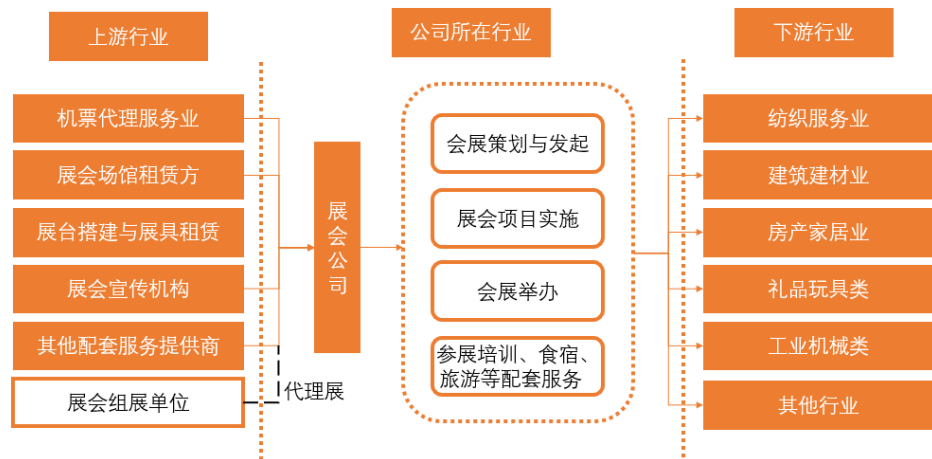
会展行业具有产业链长、产业关联度大的特点。会展产业链中游为以展览公司和展览场馆为核心的展会经营方；上游包括场馆租赁方、展位搭建、展具租赁、票务、酒店、翻译等配套服务产业；下游的招商招展方包括各大合作的代理机构，对接参展商和参观观众等。

图 13：会展行业产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：公司与上下游行业关系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

会展行业的上游企业包括会展场馆租赁方及会展配套服务机构。各组织机构的通力合作及配合确保会展及其经营活动的顺利实施得到保障，所提供的技术、人才、信息及现场运营服务是会展行业持续发展的基础和必要条件。在米奥兰特的自办展业务中，上游服务提供商的价格变化会直接影响到办展项目的成本，而上游服务的质量也会直接影响会展服务的效果。目前米奥兰特与境外办展国家的会展场馆供应、展台搭建与展具租赁服务供应商均保持了良好的合作关系，即使个别服务商无法继续提供服务，公司也能迅速寻找替代方。而在代理展业务中，上游除一般配套服务提供单位外，还包括展会组展单位，多为境外知名会展机构，包括德国杜塞尔多夫展览集团、德国法兰克福展览、迪拜世贸中心等。在负责代理展的同时，加强经验借鉴及潜在展商客户培养，为拓展自办展品牌做好铺垫。

会展行业的下游企业即为会展服务的各个行业、各终端制造业。米奥兰特下游企业主要包括纺织服装业、工业机械业、电子消费业、建筑建材业和机电产品业等，下游行业的快速增长或出展需求增加将直接推动会展行业向规模化、专业化方向发展。

①**纺织行业**为我国主要制造业之一，作为民生刚需，发展强劲。根据中国会展经济研究会发布的《2018 年中国展览数据统计报告》，2018 年全年纺织服装行业海外办展的场次为 12 次，办展面积为 11.20 万平方米，占比 16.9%。

②米奥兰特 Machinex 系列展即**工业机械系列展会**，展品包括塑料机械、食品加工、包装、印刷、电力新能源、电梯及零部件、汽摩配件、金属加工、缝制设备等，细分差异大。2018 年工业机械业海外出展次数为 12 次，办展面积为 4.62 万平方米，占比 6.98%。

③**电子消费业**为近年来快速发展、需求扩张大的多元化、定制化产业。全球科技产品消费由智能手机主导。2018 年全年消费电子行业海外办展的场次为 7 次，办展面积为 4.38 万平方米，占比 6.62%。

④随着改革开放后房地产行业的飞速发展，我国已发展为**建筑建材业**大国，已成为世界上最大的建筑建材生产、消费和出口国。不少企业开始实施“走出去”战略，2018 年全年举办建筑建材展会 13 次，办展面积为 8.21 万平方米，占比 12.40%，行业加速对外输出产能将进一步促进建筑建材企业出国参展。

⑤中国的**机电产品**正处于门类逐步齐全，行业特色发展，追求以高新技术、高附加值产品为主导的结构阶段，2018 年全年机电产品行业海外办展的场次为 1 次，办展面积为 0.04 万平方米，占比 0.06%。

2.3. 全球市场集中度低，中国市场多元参与竞争

会展行业中，**欧美发达国家在世界上占据了绝对的主导地位**。大型展览集团具有深远的品牌影响力及展商资源，形成类似“寡头”的竞争格局。但在市场区域结构上，发达国家的会展已趋于成熟，会展行业碎片化，加之近年来西欧美经济衰退的影响，各大扎根于此的会展集团增长率已趋于长期平稳。励展博览集团是全球最大的全球活动组织者之一，2018 年财报中披露的市占率不足 10%。在美国市场中包括翡翠展览等四家最大的公司仅占整个美国市场的 9%，贸易展览仍是一个高度分散的行业。在新兴经济体和发展中国家，经济增速高，展会产业市场规模有较大的提升，市场潜力大。越来越多的国际知名会展企业将策略转向亚太和中东非地区，国内会展行业因此也受到竞争的冲击。我国会展行业市场化程度加深，具体体现在政府展会项目外包、行业中介组织建设和行业标准建设三个方面取得的突破。有利于形成行业优胜劣汰的竞争格局，进而使得诸多会展业企业有机会在相对公平的竞争环境中得以发展和壮大。

从构成类型上看，我国会展行业呈现“**以政府机构为主体，民营企业、中外合资企业多元参与**”的格局。政府正在逐步退出并转让外包会展服务，例如武汉光博会、亚欧博览会、绵阳科博会、沈阳制博会等一批政府展会项目均已开始采取服务外包制度。而国内主要是民办类的会展企业，规模小、竞争力弱，所能承办的展览规模也较小，数量多且分散，没有国际知名品牌。部分国外会展企业收购国内展会项目或成立合资企业运营展会，以此形成的中外合资会展品牌已成为国内展览行业的重要力量。同时中国境内会展企业也开始寻求在境外办展。

2.3.1. 励展博览集团：协同技术的领先者

经营多业务带来客户信息资源，协同会展业务发展。励展博览集团是英国励德爱思唯尔 (Elsevier) 集团下属企业之一，目前为止全球最大的展览企业。励展集团下设四个市场领域，分别为科学、技术和医疗、风险与业务分析、法律及会展。来自其他业务的客户信息资源带来的协同效应刺激会展业务发展。

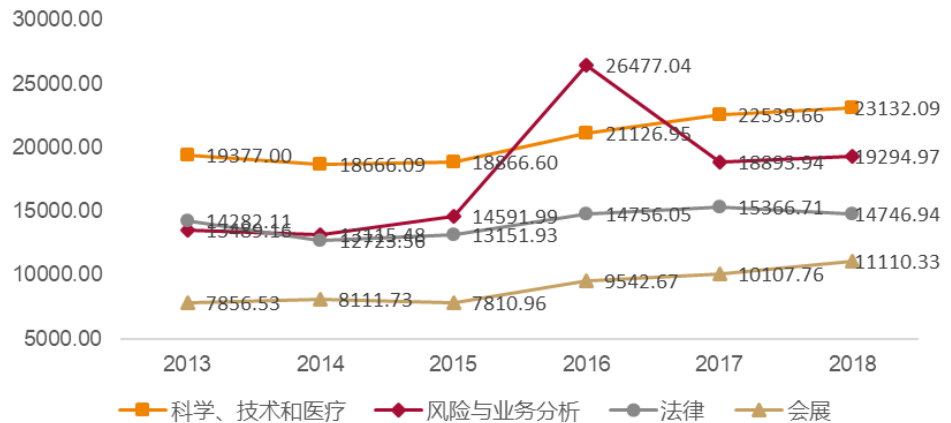
①其中，科学、技术和医疗领域研究重要性关乎经济和政府竞争力，尤其在集团主要市场的欧洲北美地区，科学研究和医疗保健资助的比例得到保障。励展提供的服务包括基础研究（出版期刊 Cell、Lancet 等）、权威研究数据库（Scopus、Reaxys、Knovel）、参考文献（Gray's 解剖学、Nelson's 儿科、Netter's 人图谱解剖学）和药物营销等。在科研领域具有强大的影响力及号召力。

②在风险与业务分析领域中，利用技术，数据，高级链接和分析以帮助银行，电信和电子商务公司，零售商和其他组织防止欺诈，管理身份风险，遵守金融法规并评估信用风险。利用机器学习 (ML) 和人工智能 (AI) 算法为客户提供决策方案。对于政府提供涉及身份管理、身份信息收集调查、税务及金融犯罪的分析支持。合作方包括 75% 的世界 500 强公司、全球十大顶级银行中的七家及前 100 家个人专线保险公司的 95 家。

③法律领域为法律和商业人士提供分析成文法、判例法的分析工具 Lexis Advance，涵盖教育、新闻、公司备案、公开信息记录、法律分析工具、指南及效率解决方案的创新服务网络，为 130 个以上的国家或地区客户提供法律服务。

以上涉及科技、医疗、商业、管理、法律及各细分领域的业务为企业发展会展领域的地域扩张、市场进入及品牌塑造均提供了助力。同时通过兼并与收购，励展博览集团已成为囊括建筑，化妆品，电子，能源和替代能源，工程，娱乐，礼品和珠宝，医疗保健，室内设计，物流，制造，媒体，制药，房地产，娱乐，安全和保障，运输和旅行的全球最大国际活动组织者之一。

图 15：励展集团收入细分（百万元）

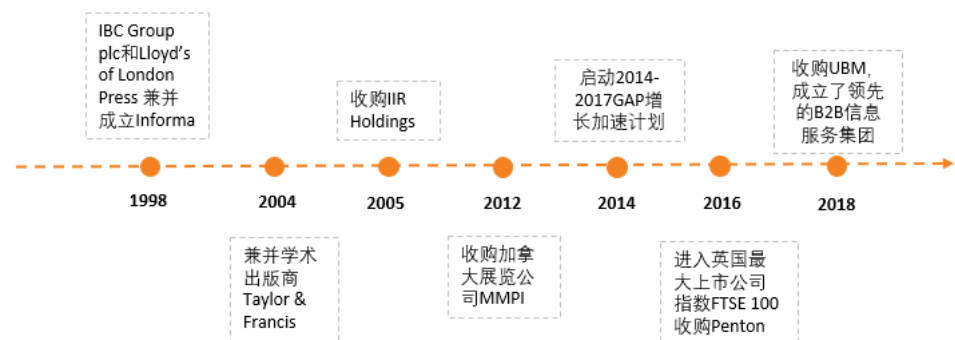


资料来源：公司公告，天风证券研究所

优先发展基于信息分析和决策的工具为办展提供强大技术支持和有效平台。公司旨在长期的全球增长市场中建立领先地位，发展战略集中于基于信息的分析和决策工具的发展，以此为所服务行业的专业和商业客户提供更高的效率和更好地解决方案。优先发展并利用包括深度学习和机器学习在内的 AI 技术来保持竞争力成为技术竞赛重点。励展博览集团利用其全球网络和技术平台实现快速开发和创新部署，不断改进基于行业数据库和数字工具技术平台的分析，提供提高客户价值和满意度。包括为参观者和参展商提供展览之前的互动机会和在展出后使用在线工具检索配对等。2018 年，有 247 个会展项目提供了在线主动对接服务。

2.3.2. Informa：快速扩张与增长

图 16：Informa 历史进程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

Informa 主要从事商业、学术出版、知识和活动业务。是世界上最值得信任的会展供应商之一。2005 年以前主要业务分为出版（占收入 40%）、绩效咨询（占收入 22%）和会展三项。2005 年前后收购会议会展企业 IIR Holding 与学术出版商 Taylor & Francis，利用高度互补的业务扩大公司在更多国家与地区，包括美国、英国、迪拜、德国的影响力。同时合并数据库和客户档案，公司会展业务得到快速拓宽和发展，其中由 IIR 整合后举办的多个大型活动涵盖 200 多个行业，会展活动遍及六大洲。

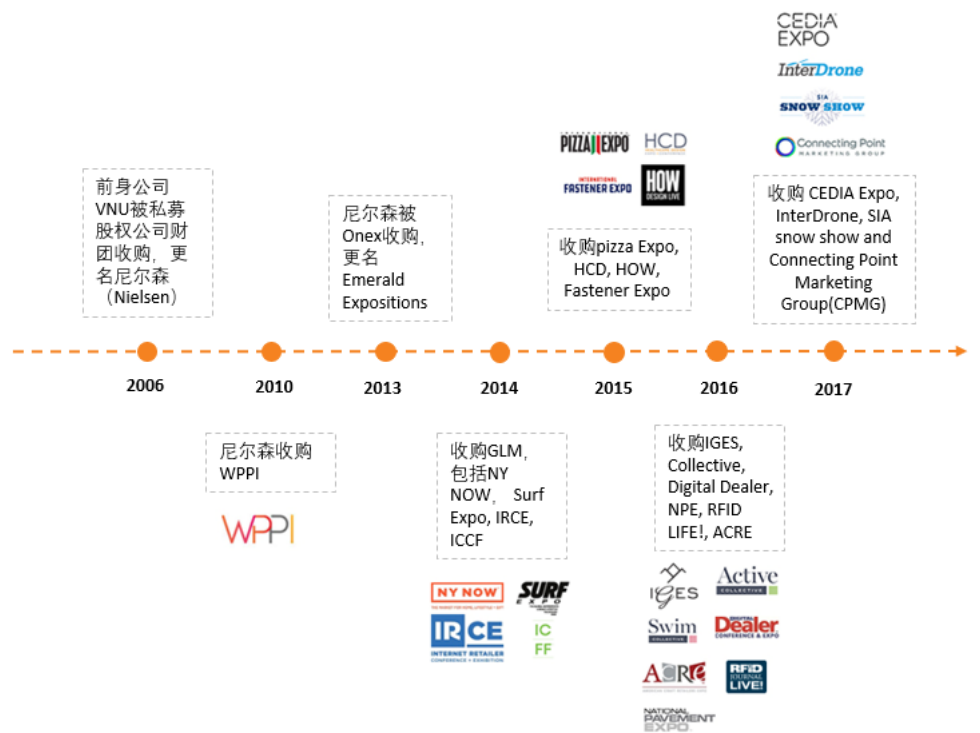
公司 2014 年推出一项为期四年的计划 GAP，旨在衡量业务的变化，改进和投资，旨在使本集团的所有部门恢复增长，集中精力并在最大的未来潜力的市场中建立位置，同时建立平台以及 Informa 长期增长和发展的能力。

- ①展览会：一系列有针对性的收购进行了大幅扩张，使一家集中在中东的小型企业成为全球领先的展览会运营商，具有相当大的国际规模并吸引了有吸引力的企业对企业客户市场。
- ②学术出版：投资并重新调整了业务范围。包括将业务整合到一个单一的全球性运营中，并建立一个数字平台。
- ③商业智能：对业务进行了重组，以使其更接近客户市场，并专注于提高订阅，对产品和平台进行大量投资。这使得低至-8.5%的负增长转为持续的正基础增长。
- ④“知识与网络”领域：将业务重点放在自身，而不是作为批量会议生产者。专注于建立每年度大型活动品牌（TMT，生命科学和金融领域）

公司 2017 年推出 Markitmakr 线上展览系统，将参展商与参展观众联系起来，客户能通过该系统快速浏览并获得展览产品信息，极大地提高了办展效率。2018 年公司完成收购 UBM 博闻，是亚洲包括中国、印度、马来西亚市场最大的商展主办商，进一步拓展北美及中国等目标市场。

2.3.3. EEX 翡翠展览：高密度收购抢占市场

图 17：翡翠展览历史进程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

美国最大展览商，会展行业覆盖多个领域，高密度并购驱动增长。公司会展行业包括礼品、

家居和一般商品、体育运动、设计与建造技术、珠宝首饰以及其他，包括摄影、食品、保健、工业和军事。2013年起公司完成了多达17项的战略收购。包括GLM、HCD group、IGES及多个涉及零售贸易、设计、工业材料、运动服饰、汽车、无人机、披萨、餐饮医疗、视频音频及通讯、酒店设计贸易展等多个会展品牌及项目。通过高密度的收购拓宽市场，公司旨在成为美国最大的展览商、扩大在所涉行业的领导地位，在技术、食品和工业等新领域占据领导地位，同时向共同领域的现有客户交叉销售新购买的会展来促进协同效应，使得收购成为未来增长的驱动力。

3. 境外自办展运营能力强，未来完成全球布局可期

3.1. 中小型企业客户为主，直销、非买断式经销与协议代销并行

公司主要客户为境内有出口需求的中小型企业，经营类型多为纺织、家居、五金等行业。由于面向新兴市场，参展商目的为考察及试探开发市场机会，导致客户数量多、单一客户交易金额小且变动较大。2019年1-6月相比2016-2018年新增客户858家，2016年至2018年，交易金额大于营业收入1%的客户占当年度客户数量的比例平均为2.29%。2018年度公司向单个客户收取销售金额约14.07万元。

表4：十大直销客户及其营收占比（%）

2019H1		2018		2017		2016	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
浙江恒逸石化有限公司	0.5	杭州市商务委员会	0.67	杭州市商务委员会	1.45	杭州市商务委员会	2.01
浙江春风服装集团有限公司	0.38	杭州市经济和信息化委员会	0.64	杭州市经济和信息化委员会	0.79	山东省商务厅	1.53
杭州旗奥实业有限公司	0.34	廊坊市商务局	0.49	山东省商务厅	0.63	杭州市经济和信息化委员会	0.99
杭州骑客智能科技有限公司	0.31	浙江恒逸石化有限公司	0.33	中国国际贸易促进委员会河南省委员会	0.37	中国国际贸易促进委员会河南省委员会	0.68
浙江杭叉进出口有限公司	0.27	杭州羽春家纺有限公司	0.24	杭州天元宠物用品股份有限公司	0.27	浙江恒逸石化有限公司	0.26
杭州市商务局	0.27	温岭市商务局	0.24	淳安千岛湖恒搏纺织有限公司	0.27	杭州金鱼电器集团有限公司	0.19
杭州中沛电子有限公司	0.27	中国国际贸易促进委员会河南省委员会	0.22	杭州睿纳宠物用品有限公司	0.26	嘉兴远畅家具用品有限公司	0.18
浙江竞达齐泰科技有限公司	0.26	桐庐弘昌服饰有限公司	0.21	浙江洁诺新材料有限公司	0.25	浙江正辉照明工程有限公司	0.15
杭州德力西进出口有限公司	0.26	杭州恒力传动件有限公司	0.18	廊坊市商务局	0.24	杭州大田进出口有限公司	0.13
东莞市三龙行机电设备有限公司	0.24	浙江瑞邦日化有限公司	0.17	杭州恒力传动件有限公司	0.23	杭州花之城纺织有限公司	0.13
合计	3.1	合计	3.4	合计	4.76	合计	6.25

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

非买断式经销，保证经销商积极性。公司销售模式中的经销为非买断式经销，即按照实际销售情况结算，有利于降低经销商经营风险，提高积极性。2018年度通过经销商向参展企业销售展位收入占比为30.73%。

表 5：公司十大经销商及其占经销收入比例（%）

2019H1		2018		2017		2016	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
宁波欧德国际商务 咨询服务有限公司	45.4	宁波市对外贸易服 务中心有限公司	27.99	宁波市对外贸易服务 中心有限公司	33.85	宁波市对外贸易服务 中心有限公司	36.17
永康市诚展展览有 限公司	5.3	宁波欧德国际商务 咨询服务有限公司	12.08	广东征途展览有限公 司	12.37	宁波欧德国际商务咨 询服务有限公司	15.7
东莞市会议展览业 协会	5.18	广东征途展览有限 公司	8.62	宁波欧德国际商务咨 询服务有限公司	10.57	安徽省进出口商会	5.84
山东百特国际商务 会展有限公司	5.17	东莞市会议展览业 协会	7.76	广东潮域展览有限公 司	5.2	山东百特国际商务会 展有限公司	5.45
江苏力卉国际展览 有限公司	4.26	永康市诚展展览有 限公司	6.07	江苏省国际高新技术 展示交易中心有限公 司	3.82	福建省新瑞会展有限 公司	5.32
上海贸通展览服务 有限公司	4.17	厦门拓企嘉商务会 展有限公司	2.78	福建省新瑞会展有限 公司	3.81	山东林轩国际商务展 览有限公司	3.63
江苏省环球国际会 展服务有限公司	3.4	江苏省跨国采购促 进中心	2.41	安徽省进出口商会	2.79	深圳市电子商会	3.55
广东潮域展览有限 公司	3.38	广东潮域展览有限 公司	2.07	绍兴市外经贸服务中 心	2.66	江苏省国际高新技术 展示交易中心有限公 司	2.59
福建省欣悦会展有 限公司	3.13	绍兴市外经贸服务 中心	2.07	山东百特国际商务会 展有限公司	2.57	中国国际商会南通商 会	2.31
深圳市 LED 产业联 合会	2.39	湖南省商务厅商务 展览中心	1.92	江苏省跨国采购促进 中心	2.25	绍兴市外经贸服务中 心	2.15
合计	81.78	合计	73.77	合计	79.89	合计	82.71

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

协议代销展位，拓宽销售渠道。代理销售模式下，由主办方与展位代理合作机构签署合作协议或招商招展代理协议，由代理合作机构依靠自身渠道进行招商招展撮合主办方与参展企业达成合作。2008 年度通过代理商向参展企业销售展位获得的收入占比为 6.72%。

表 6：公司协议代销展位情况

2019H1		2018		2017		2016	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
江西省对外贸 易促进中心	85.56	苏州博远国际会展服务有 限公司	30.99	郑州旭东展览展示 有限公司	26.12	江西省对外贸易促 进中心	40.41
湖州旅投商务 会展有限公司	8.05	安徽亿思特会展有限公司	17.64	江西省对外贸易促 进中心	21.91	广东征途展览有限 公司	21.31
安徽亿思特会 展有限公司	6.39	郑州旭东展览展示有限公 司	15.88	安徽亿思特会展有 限公司	17.89	郑州旭东展览展示 有限公司	12.73
合计	100	江西省对外贸易促进中心	10.56	苏州博远国际会展 服务有限公司	7.73	山东博厦会展服务 有限公司	11.32
		中国南通国际商会	9.45	广东征途展览有限	7.62	湖州远达会展有限	4.87

		公司			公司
安徽省进出口商会	4.61	中国国际商会南通商会	3.49	海宁华博会展服务有限公司	2.58
淄博奥威进出口有限公司	4.38	江苏省环球国际会展服务有限公司	3.45	东华国际展览服务(北京)有限公司	2.01
中国国际贸易促进委员会天津市分会会展服务中心	2.55	河北妙行文化传播有限公司	2.31	合计	99.63
杭州西湖国际博览有限公司	2.46	嵊州市领带协会	1.94		
湖州旅投商务会展有限公司	0.91	中国国际贸易促进委员会天津市分会	1.74		
合计	99.43	合计	94.2		

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 境外展独立运营能力强，项目规模快速增长

多年积淀，公司在办展资源、办展经验、上下游关系方面优势突出。公司具备完整的包括会展项目策划、会展报批、境外场馆、招展招商等的办展资源，同时在长期的经验过程中积累了丰富的海外办展经验，也与海外的展览中心、客户等建立了长期稳定的合作关系，在出国办展领域具有较为明显的优势。同时办展品牌“米奥兰特国际会展”已取得国际 UFI 国际认证，为目前国内认证海外会展项目最多的公司。

公司依靠专业的展览服务经验以及优质的展商资源代理海外多个区域的展览，包括迪拜广告展、迪拜塑胶展、印度孟买塑料展、迪拜海湾食品展、俄罗斯汽配展、南非能源展、巴西塑料展、波兰建材展、墨西哥塑料展、俄罗斯塑料展等展会，涉及工业、纺织、塑料、食品、电子、汽配、建材、美容、广告等数十个行业，并与诸多全球知名展览公司保持了良好的长期合作关系。

公司在境外展上设计了可供参展商选择的三条线路，提高展会资源利用效率，保证参展商连续参展的效果。如 2018 年情况：6 月份土耳其、波兰及墨西哥，8 月底至 9 月份尼日利亚、埃及、南非、约旦及巴西，11 月底至 12 月份哈萨克斯坦、阿联酋、印度及肯尼亚，每个组合展会间仅相隔几天。这种流程设计是基于公司运营能力、内部流程制的组织结构，便于管理层控制项目进展，提高展会资源利用效率，保证参展商连续参展的效果，最终使得公司境外会展项目规模快速扩大。

图 18：2018 境外展会项目三条线路



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

面对境外展普遍存在的现场语言、文化障碍导致的匹配效率问题，针对性提供包括展前培训（帮助企业快速了解目标市场）、O2O 展前配对、付费买家计划、现场贸易配对和现场翻译等多项服务。①其中线上系统“China Homelife 247”展会外贸 O2O 撮合平台，通过该系统可以大幅提升参展商与买家观众之间的匹配效率。由于做到行业类别、采购需求精准推送给参展商和买家观众双方，辅以高效的即时通讯邀请等手段，提高参观及贸易谈判的效率。②付费买家计划为对具有较大采购意向的周边城市及周边国家买家提供包括免费住宿、免费餐饮、现场见面会等多重增值服务，以有效吸引目标国及其周边区域的目标买家参加展会。

3.3. 新兴市场先发优势，未来完成全球布局

公司在“一带一路”新兴市场国家拥有先发优势。公司在四大洲 12 个国家境外办展近十年，已在 12 个地域经济辐射中心布局，切合目标国家潜在买方对“中国制造”产品的贸易需求。公司提前切入新兴国家展会市场，有利于培养参展企业和境外买家的客户黏性。

公司拥有流水制的组织运营模式。针对境外展复杂流程，公司通过拆解会展组织与运营的各个环节，提炼并标准化各项作业流程，分设组委会、对外合作部、计调部、市场部及营销中心等职能部门，各司其职打造工业化流水线办展运营体系。也为公司未来业务拓展和复制提供了经验。

公司能够稳定获得境外展馆排期资源。特定主题展在某一地区一般一年之内仅能容纳一到两次，展馆资源属于稀缺资源。公司凭借多年维护的合作和品牌力与各办展国展馆维持良好关系，保证公司能在黄金办展时期获得展馆排期。

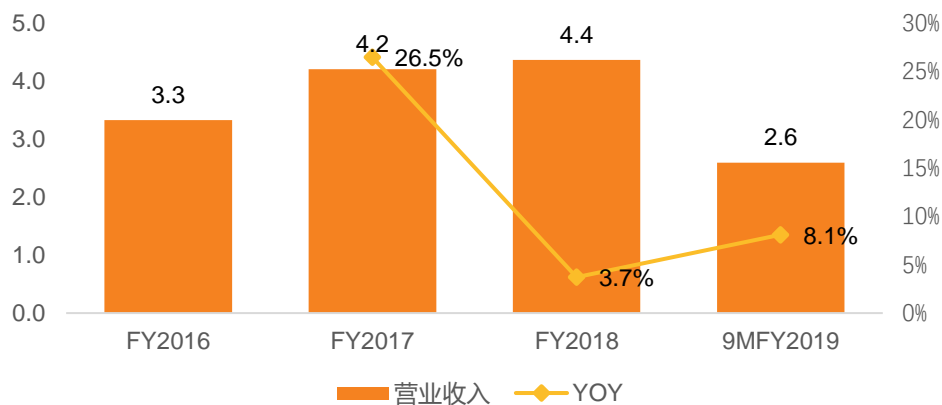
公司发展战略将围绕国家“一带一路”和“金砖国家”等重要节点国家布局，支持中国制造业“走出去”。以独立自主办展的基础上打造线下全球营销服务平台、线上数字会展营销服务平台为一体的会展营销服务为目标，细化在现有 Homelife、Machinex 两大主题展基础上，细化、拓宽办展行业，丰富办展形式。

未来三年内，境外自办展业务将初步完成在各贸易节点国自办展布局；之后三年到五年时期将办展重点由布局转移至已办会展的深耕拓展。细分和孵化更多的专业主题展，同时加大品牌植入，提升市场影响力。在打造各专业主题的展览平台中，注重整合与创新，打通会展服务和贸易服务，实现服务资源数字化，致力于建设在线数字展览平台、跨境 B2B 综合服务平台。扩展国内营销服务中心，在目前浙江、上海、深圳、广东、宁波、东莞营销中心基础上，向多元化、多层次布局。升级公司信息化管理系统，实行人才引进、培训、激励计划，提高业务领域、服务水准和经营效率。

4. 财务情况：营收持续上涨，境外自办展为主要来源

营业收入持续上涨。FY18 公司营收达 4.4 亿元，同比增长 3.7%。FY19M9 营收 2.6 亿元，同比增长 8.1%。随着公司办展经验、办展资源累积及营销能力提升，营收呈现持续增长状态。展会行业具有明显的季节性特征，圣诞节前后（12 月下旬-1 月）、年中度假期（7-8 月）及我国春节（2 月）为行业淡季，此外一年两度的广交会期间（春季 4-5 月、秋季 10-11 月），外贸企业出国参展意愿不强，对大规模组织中国外贸型企业参加境外展会也会避开这个时间段。公司展会主要集中在 6 月、9 月、12 月。2017-2018 年度，公司第四季度营业收入占全年收入比例分别为 45.96%和 45.00%。

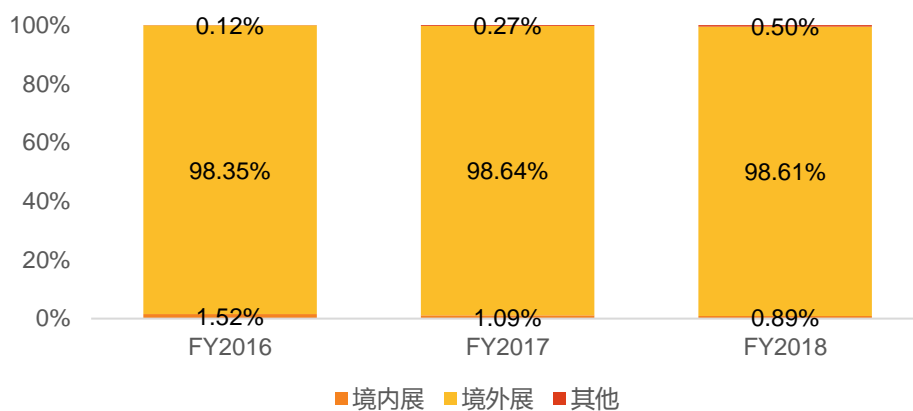
图 19：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

主要的收入来自于境外展,境外自办展为主要的收入来源。FY2018 境外自办展收入 3.9 亿, 占总营收 89.86%、境外代理展收入 0.4 亿占 8.75%、境内自办展收入 0.04 亿占 0.89%、其他收入 0.02 亿占 0.50%。境外自办展业务收入逐年上升, 2016/2017/2018/2019H1 收入占比分别为 84.34%/90.18%/89.86%/84.65%, 主要系境外自办展规模增长及新增展会项目变动。公司主营业务之外还包括其他与展会业务相关的随团考察服务、咨询服务、数字展等业务收入。

图 20: 营收主要来自境外展 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分地区看,内公司境外自办展项目覆盖 13 个国家。FY2018 迪拜收入 13,616.34 万元(31.18%)、波兰收入 5,912.45 万元 (13.54%)、印度收入 5,786.87 万元 (13.25%)、墨西哥收入 4,523.24 万元 (10.36%)、土耳其收入 3,340.46 万元 (7.65%)、巴西收入 2,435.56 万元 (5.58%)、南非收入 2,305.77 万元 (5.28%)、埃及收入 1,851.77 万元 (4.24%)、哈萨克斯坦收入 1,123.24 万元 (2.57%)、约旦收入 734.45 万元 (1.68%)、境外其他展会收入 1,429.69 万元 (3.28%) 公司主营业务收入主要由迪拜展、波兰展、印度展销售规模增长带动, 销售收入增长 5,058.91 万元, 受到政策经济变动影响埃及、哈萨克斯坦、约旦展收入有下滑。公司在境内的客户则主要分布在浙江、江苏、广东、山东等外贸经济活跃省份, 有出口需求的中小型企业为主要目标客户。2016/2017/2018/2019H1, 公司在上述地区的合计收入占同期营业收入的比重分别为 73.78%/78.85%/83.50%/82.63%。

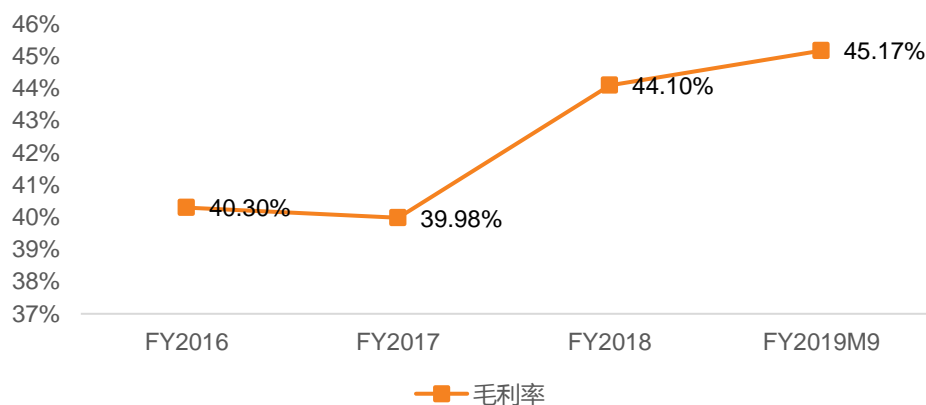
分收费类型看, 对于主要从事的境外会展服务可将营业收入划分为展位收入、人员收入、

其他收入等三项收费内容。2018 年度展位收入 32,290.65 万元(73.95%)、人员收入 6,090.84 万元 (13.95%)、其他收入 5,285.86 万元 (12.10%)。展位收入变动来源于拓展办展国家及展会不断成熟、影响力扩大，以及公司加大随展人员赠送比例、推出一系列联展优惠活动等带动展位销量。

分销售模式看，有直销（直接向参展企业销售展位）、经销（通过经销商向参展企业销售展位）与代销（通过代理商向参展企业销售展位）三种模式。2018 年度直销收入 27,314.66 万元（62.55%）、经销收入 13,419.44 万元（30.73%）、代销收入 2,933.24 万元（6.72%）。公司销售以直销为主，通常在会展前 6-9 月启动，出展前 1 月结束。

公司综合毛利率不断提升，2019M9 公司毛利率 45.17%，同比增加 1.95pct。2019H1 综合毛利率 45.24%，其中自办展毛利率 45.53%、代理展毛利率 42.25%。2016/2017/2018/2019H1 境外自办展毛利率分别为 42.80%、40.27%、44.91%和 45.53%。随着单展规模扩大，毛利率上升。

图 21：公司毛利率不断提升（%）

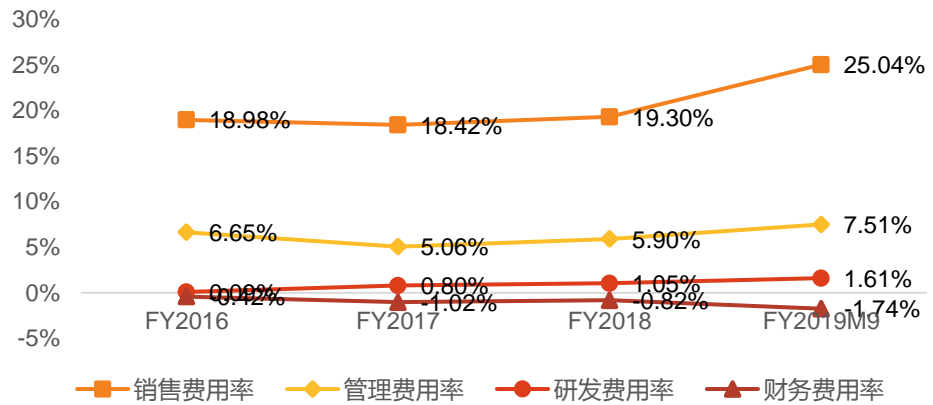


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分地区看，2018 年迪拜展毛利率 49.34%、波兰展毛利率 51.16%、印度展毛利率 50.33%、墨西哥展毛利率 46.59%、土耳其展毛利率 39.38%、巴西展毛利率 24.84%、南非展毛利率 39.99%、埃及展毛利率 47.17%、哈萨克斯坦展毛利率 32.02%、约旦展毛利率 34.19%、尼日利亚展毛利率 25.26%、肯尼亚展毛利率 31.25%。

公司 FY2019M9 各项期间费用率同比均有所下降。FY2019M9 销售费用率 25.04%，同比下降 0.30pct；管理费用率 7.51%，同比下降 0.14pct；研发费用率 1.61%，同比下降 0.09pct。公司 FY2019M9 财务费用率-1.74%，同比下降 1.08pct。

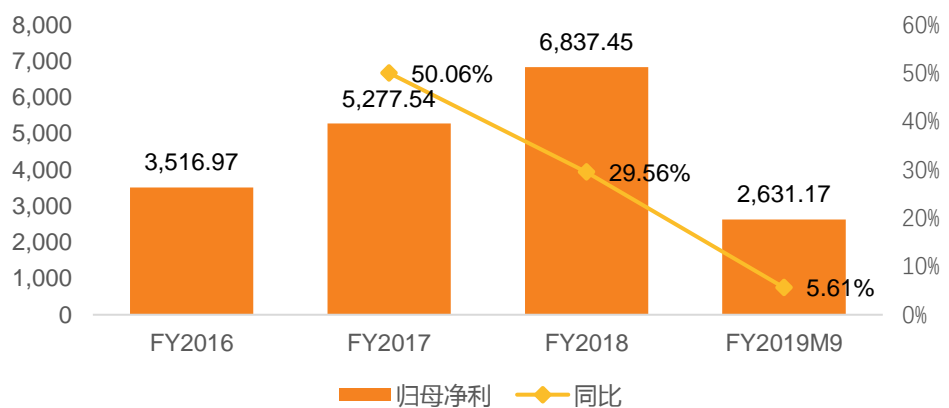
图 22：公司期间费用率（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2019M9 公司归母净利 2631 万元，同比增长 5.61%；FY2018 公司归母净利 6837 万元，同比增长 29.56%。随着公司境外自办展业务规模的增长，同时主要展会规模效益显现，展会毛利随之增长，带动公司整体盈利能力提升。

图 23：公归母净利（万元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

假设 2019/2020/2021 境内自办展每平方米收入为 503/518/534 元；境内自办展租赁面积为 7200/6480/5832 平方米；境外自办展每平方米收入为 1910/1872/1834 元；境外自办展租赁面积为 229484/252433/272627 平方米；境外代理展每平方米收入为 8411/9252/9992 元；境外代理展采购面积为 4929/4731/4542 平方米；其他收入为 433.68 万/650.52 万/845.68 万元。

综合预计公司 2019-2021 年收入为 4.88 亿/5.26 亿/5.57 亿元，净利润为 0.74 亿/0.97 亿/1.28 亿元，同比增长 7.9%/ 31.6%/ 31.8%。2020-2021 年净利增长提速主要系公司推出电子展览业务，毛利率增长，提升公司盈利能力。2019-2021 年 2 年 CAGR 为 31.74%，且按照国际龙头做法，公司后续或展开并购，并购或推动公司营收业绩加速增长。基于 peg=1，2020 年 pe 给出 32 倍估值，目标价 31.04 元。

表 7：公司营收拆分与预测（万元）

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
境内自办展	506.82	459.99	390.68	362.16	335.72	311.21
境外自办展	28073.72	37968.05	39238.51	43837.26	47256.57	50016.35
境外代理展	4664.46	3559.01	3821.32	4145.37	4377.51	4538.60
其他	41.01	114.01	216.84	433.68	650.52	845.68
营业收入	33286.01	42101.06	43667.35	48778.47	52620.32	55711.85

资料来源：公司公告，天风证券研究

6. 风险提示

境外办展地政治经济风险：公司业务收入主要来自的境外展会业务，公司境外自办展已在 13 个国家举办，均为“一带一路”及金砖市场贸易节点国。尽管公司在这些国家具有多年自办展办展或代理展代理经验，对办展国家及周边区域的政治、贸易稳定性有充分了解，但仍然存在由于政治环境变动、经济政策调整、汇率波动、动乱及战争等突发性因素导致境外会展无法按期举办或者会展规模下降的风险。同时，公司已支付的办展成本可能因此无法收回。另外，地区性的经济周期和全球性经济波动等系统性风险因素也会影响办展国家的经济发展及贸易活动，对公司开展境外办展业务可能产生不利影响，进而影响公司整体经营业绩。

产业政策变化风险：公司收入主要来自境外自办展会。境外参展是中小企业“走出去”重要路径，中央及地方政府通过外经贸发展专项资金等形式为中小企业开拓国际市场的各种活动给予支持，包括对中小企业境外参展给予一定的参展补贴。鼓励本国企业拓展国际市场并给予参展补贴是美国、欧盟、日本、中国香港等地区长期的政策措施，属于国际惯例。我国自 2001 年加入 WTO 以来出台相关扶持政策已连续近二十年。尽管政府支持中小企业境外参展政策具有长期、稳定的特点，但不排除未来因不可预见因素导致补贴政策的临时性调整，影响中小企业获得参展补贴，境外参展成本有所增加，间接对本公司的自办展会销售及经营业绩造成不利影响。

核心业务人员流失或缺乏的风险：会展业务尤其是境外办展对于从业人员的综合素质有较高的要求，因而具备丰富海外办展经验的展会运营团队是公司业务开展的重要资源，也是公司核心竞争力的关键要素。未来一旦发生核心业务人员大范围流失，将对公司业务开展造成不利影响，从而影响公司的持续盈利能力。

疫情对公司 2020H1 业绩或有影响，但公司积极应对新型冠状病毒肺炎疫情：

第一，公司延期上半年 4 个展览。公司上半年原定安排 4 个展览，时间在 5 月末 6 月初。为应对疫情，公司将 2 个展览延期至 6 月末举行，2 个展览延期至 9 月份举行。公司 2020H1 业绩会受到影响，但全年业绩基本不受影响。

第二，公司加快推出数字展览业务。公司已经研发多年数字展览业务，为应对疫情较原计划提前推出该业务。数字展览业务成为公司业绩增长新引擎。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	203.57	206.11	327.95	421.07	556.37
应收票据及应收账款	1.33	0.28	1.49	0.37	1.64
预付账款	14.93	22.47	32.09	14.70	31.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.15	4.99	8.32	5.03	7.46
流动资产合计	223.98	233.85	369.85	441.17	596.46
长期股权投资	1.82	0.64	0.64	0.64	0.64
固定资产	21.20	21.59	20.53	19.47	18.41
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.84	3.51	2.24	0.96	0.00
其他	32.74	33.30	32.64	32.22	32.07
非流动资产合计	59.59	59.04	56.05	53.29	51.13
资产总计	283.57	292.89	425.90	494.46	647.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	4.93	12.07	5.77	7.69	6.33
其他	55.84	36.70	76.15	46.98	69.91
流动负债合计	60.78	48.77	81.91	54.66	76.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.39	7.65	10.91	7.65	8.73
非流动负债合计	4.39	7.65	10.91	7.65	8.73
负债合计	65.17	56.42	92.82	62.31	84.98
少数股东权益	3.30	4.04	5.65	7.58	9.99
股本	75.12	75.12	100.16	100.16	100.16
资本公积	23.17	23.17	23.17	23.17	23.17
留存收益	137.69	153.48	227.27	324.40	452.45
其他	(20.89)	(19.34)	(23.17)	(23.17)	(23.17)
股东权益合计	218.40	236.47	333.08	432.14	562.61
负债和股东权益总	283.57	292.89	425.90	494.46	647.58

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	53.98	69.39	73.79	97.13	128.05
折旧摊销	4.14	4.37	2.34	2.34	2.02
财务费用	0.00	0.00	(6.01)	(8.42)	(10.99)
投资损失	1.33	(2.40)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	33.60	(31.41)	22.89	(8.28)	2.82
其它	(27.77)	17.42	1.61	1.93	2.41
经营活动现金流	65.28	57.37	94.62	84.69	124.31
资本支出	19.94	(0.40)	(3.26)	3.26	(1.09)
长期投资	1.82	(1.18)	0.00	0.00	0.00
其他	(19.91)	(1.93)	3.26	(3.26)	1.09
投资活动现金流	1.85	(3.51)	0.00	0.00	0.00
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(1.14)	5.69	27.76	8.97	11.54
其他	(30.32)	(58.56)	(0.55)	(0.55)	(0.55)
筹资活动现金流	(31.45)	(52.87)	27.21	8.42	10.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.68	0.99	121.84	93.11	135.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	421.01	436.67	487.78	526.20	557.12
营业成本	252.68	244.10	268.28	270.99	259.06
营业税金及附加	0.45	0.53	0.49	0.53	0.56
营业费用	77.57	84.27	91.70	97.87	100.28
管理费用	21.32	25.77	28.10	28.41	29.53
研发费用	3.37	4.61	4.68	4.74	4.74
财务费用	(4.33)	(3.60)	(6.01)	(8.42)	(10.99)
资产减值损失	0.37	0.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.33)	2.40	0.00	0.00	0.00
其他	1.01	(10.07)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	69.90	88.53	100.54	132.08	173.95
营业外收入	0.11	0.06	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	69.95	88.17	100.54	132.08	173.95
所得税	15.97	18.78	25.13	33.02	43.49
净利润	53.98	69.39	75.40	99.06	130.46
少数股东损益	1.21	1.02	1.61	1.93	2.41
归属于母公司净利润	52.78	68.37	73.79	97.13	128.05
每股收益(元)	0.53	0.68	0.74	0.97	1.28

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.48%	3.72%	11.70%	7.88%	5.88%
营业利润	40.49%	26.64%	13.56%	31.38%	31.70%
归属于母公司净利润	50.06%	29.56%	7.92%	31.63%	31.83%
获利能力					
毛利率	39.98%	44.10%	45.00%	48.50%	53.50%
净利率	12.54%	15.66%	15.13%	18.46%	22.98%
ROE	24.54%	29.42%	22.54%	22.88%	23.17%
ROIC	-722.14%	-395.40%	-3680.61%	-349.95%	-607.23%
偿债能力					
资产负债率	22.98%	19.26%	21.79%	12.60%	13.12%
净负债率	-93.21%	-87.16%	-98.46%	-97.44%	-98.89%
流动比率	3.69	4.80	4.52	8.07	7.82
速动比率	3.69	4.80	4.52	8.07	7.82
营运能力					
应收账款周转率	608.51	544.24	552.92	567.18	554.62
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	1.51	1.52	1.36	1.14	0.98
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.68	0.74	0.97	1.28
每股经营现金流	0.65	0.57	0.94	0.85	1.24
每股净资产	2.15	2.32	3.27	4.24	5.52
估值比率					
市盈率	48.28	37.27	34.53	26.23	19.90
市净率	11.85	10.96	7.78	6.00	4.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.65	16.70	11.95
EV/EBIT	0.00	0.00	23.21	17.01	12.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com