

米奥会展 (300795.SZ)

增持

上半年业绩高增长，小而美展会龙头规模与盈利有望共振

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn

◆ 社会服务 · 专业服务

◆ 投资评级：增持(首次评级)

执证编码：	S0980511040003
执证编码：	S0980513100003
执证编码：	S0980521120002

事项：

米奥会展发布半年度业绩预告，公司预计 2023H1 归母业绩/扣非归母业绩为 6500-8500 万元。

国信社服观点：

米奥会展：A 股民营展会第一股，出海自办展龙头。公司成立于 2010 年，2014 新三板上市，2019 年深交所上市。公司最早以代理展积累客户与办展经验，2015 年后出境自办展贡献主力收入。在单展规模增长及新增展会推动下，2015-2017 年公司营收/归母业绩 CAGR=23%/29%；2017-2019 年上市申请期间发展稳健，2019 年公司营收 4.26 亿元，17-19CAGR=1%，出境自办展占 9 成；归母业绩 6612 万元，对应 17-19CAGR=12%。疫情下数字化创新，20-22 年收入恢复至 19 年的 22%、43%、82%，22Q4 达 126%，复苏领先。

我国出境自办展行业尚处发展初期，米奥差异化先发卡位并初具品牌优势。展会具备网络效应与规模经济，单展规模增加有望提升成交效率且改善盈利能力。我国出境自办展尚处于发展初期，2019 年企业出海自办展会 79 场/+34%，展会面积约 52.8 万 m²/+31%，其中米奥市占率 40%（按办展面积），疫前连续 6 年行业第一。公司竞争优势在于：1）差异化卡位战略地位提升、双边贸易增速更快的一带一路等国家，并在当地积累展会运营经验、场馆及买家资源；2）形成 Homelife 及 Machinex 双品牌、拥有国内 UFI 认证最多的境外自办展。精准差异化卡位+品牌助力下，公司具备一定领先优势，较国际龙头在规模（英富曼 2019 年展会收入约 15 亿英镑）、品牌影响力（公司复购率约 25%左右，国际龙头约 70%以上）有较大发展潜力。

成长展望：区域政策红利驱动需求高景气，供给端内生+外延共同助力规模做大。需求端：我国出境办展渗透率仍低，市场拓展仍有较大空间（2019 年末外贸企业/出境参展/米奥服务企业各 49.9/4.7/0.4 万家）；且我国与一带一路、RCEP 国家外贸高景气+政策持续加大补贴，有望催生更多出境参展需求。供给端：一看**逆势扩团队，规模经济下主业盈利释放**。疫情三年，团队规模由 2019 年 484 人增至 2022 年底的 673 人，22Q4 以来业绩高增长逐季验证。公司预计 23H1 归母业绩 6500-8500 万元，较 19H1 增长 292%-413%，估算中值对应收入约 3.5 亿元；结合疫前 H1 收入占全年不到 40%及全年展会安排，我们预计今年股权激励有望超额完成（为最后一期，考核为营业总收入不低于 6 亿；当完成率 $R < 75\%$ 、 $75\% \leq R < 100\%$ 、 $R \geq 100\%$ 时，分别不予归属、归属比例 R、全额归属）；规模经济作用下，估算 2023 年净利率 20%+，较疫前增加 4pct 以上。二看**以合作办展模式向专业展转型**。单一国家综合展举办次数有限，而从 1 个综合展向 N 个专业展裂变有望助力展位量增+价提+复购改善。公司与汉诺威合作打造 Machinex 专业展首展将于 11 月落地印尼，未来 3-5 年合作展规模有望比肩综合展。三看**收购扩张**。收购是国际展会龙头做大做强的必经之路，疫后公司收购华富 51%、中纺广告 60%股权，强化细分专业展布局，有望移植至优势市场，助力规模扩张。

投资建议：一带一路等外贸潜力与政策红利驱动行业高景气，小而美龙头规模与盈利共振的确定性高，中线看专业展转型效果。公司是聚焦国内出境自办展的小而美龙头，先发卡位一带一路及 RCEP 国家，受益于出口结构性景气及政策红利；疫情三年公司团队规模逆势增长支撑疫后展位销售，规模经济带来盈利能力显著改善，未来三年逐步进入业绩加速释放窗口期；若合作专业展模式跑通则有望进一步打开中线成长空间。我们预计公司 23-25 年营收分别为 7.89/12.26/12.85 亿元，归母净利润为 1.83/2.67/3.63 亿元，同比+263.0%/46.0%/35.9%，EPS 为 1.21/1.76/2.39，对应 PE 34/24/17x。参考可比 PEG，估算目标价为

49-51 元，较最新收盘价有 19-23%空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：贸易摩擦风险，单展销售不及预期、专业展转型不及预期，汇率波动风险，市场竞争加剧等。

评论：

◆ 米奥会展：国内出海自办展业务龙头，股权激励提升经营信心

深耕展会行业三十载，造就中国出海自办展服务龙头。米奥会展成立于 2010 年，旗下子公司最早可追溯至 1994 年成立的上广展，公司先后于 2014 年在新三板上市、2019 年深交所上市，成为 A 股展会服务第一股。由于国际展会品牌多由欧美等成熟市场玩家垄断，因此公司创立初期主要从事境外大型展会的境内代理业务，从中赚取展位价差。虽然境外代理展竞争相对红海、整体盈利相对低于自办展业务，但为公司积累的展商客户、买家数据及后续转型奠定基础。此后公司开始发力境外自办展业务，该营收于 2015 年占比过半。在单展规模增长及新增展会推动下，2015-2017 年公司快速发展，营收/归母业绩 CAGR=23%/29%；2017-2019 年因上市申请及等发展稳健，2019 年公司营收 4.26 亿元，17-19CAGR=1%，出境自办展占 9 成；归母业绩 6612 万元，对应 17-19CAGR=12%。疫情下数字化创新，20-22 年收入恢复至 19 年的 22%、43%、82%，22Q4 达 126%，复苏领先。

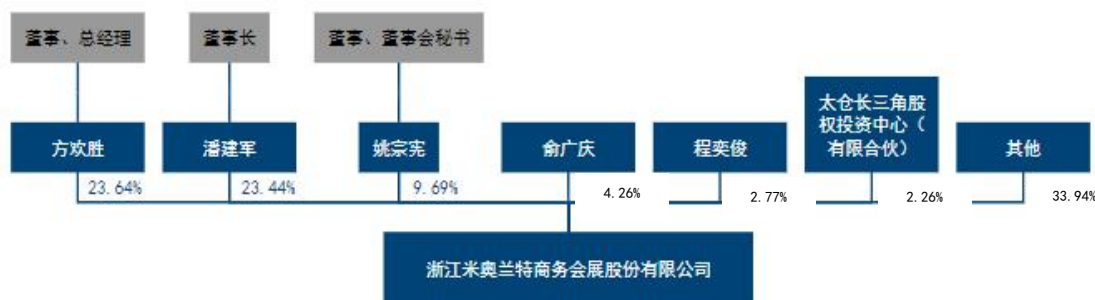
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

实控人系创始人与核心管理层，股权相对集中，决策效率高。截至 2022 年末，董事长潘建军先生，董事及总经理方欢胜先生，董事、财务总监兼董事会秘书姚宗宪先生分别持股 23.44%，23.64%，9.69%，三者系一致行动的实控人，均有多年从业经验，对展会行业发展有前瞻性理解，且多年配合决策效率较高。公司股权与管理权集中度整体较高，利益绑定良好。

图2：公司股权结构（截止 2023Q1 末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

民营机制灵活，股权激励提振经营信心。公司系 A 股唯一一家民营企业展会公司，上市后于 2020-2021 年先后设置两次三年股权激励计划，分别拟授予 134、195 位公司高级管理人员及核心技术（业务）人员等 307 万股（占比 3.06%）、250 万股（占比 2.50%），有助于激发核心团队和骨干员工的积极性，并根据经营状况及时调整激励目标。其中 2023 年为最后一期，收入目标不低于 6 亿元，较 2019 年增长 40%。未来不排除适时推出新一轮股权激励。

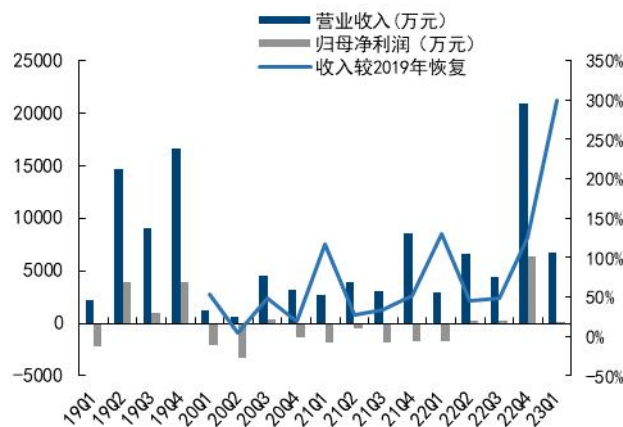
表1: 2021 年限制性股票激励计划

归属期	对应考核年度	业绩考核目标	是否完成
第一个归属期	2021 年	创新业务收入不低于人民币 1.5 亿元或 营业总收入不低于人民币 2 亿元。	新业务收入达成目标
第二个归属期	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	实际收入 3.5 亿、完成 87%
第三个归属期	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	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

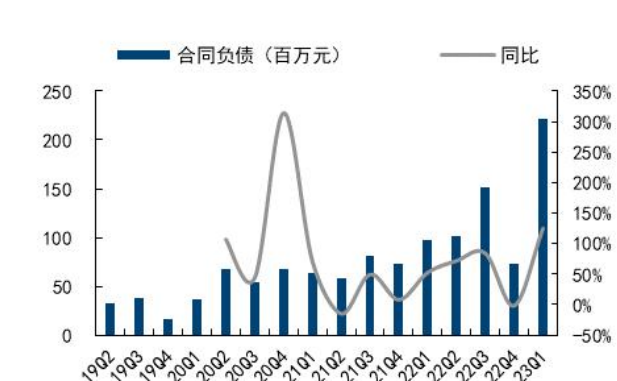
疫后复苏良好，2023 年一季度实现历史上首次盈利。由于国内外假期设置及国内主要展会举办时间因素等，公司展多集中于 6、9、12 月，整体展现为 Q1/Q3 相对淡季，Q2/Q4 则相对旺季。过往一季度皆亏损 1000-2500 万左右，2023Q1 公司实现营收 6785.01 万元/+129.76%，实现归母净利润 107.13 万元/+106.14%，扣非净利润 37.22 万元/+102.03%，同比均扭亏为盈，实现 2017 年以来首次 Q1 盈利。2023Q1 公司合同负债达到 2.21 亿元，环比 22Q4 末大幅增长 205.16%，同比 22Q1 末增长 125.67%，创历史新高，整体复苏态势积极。

图3: 米奥会展 Q1 收入与业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 米奥会展合同负债逐季表现



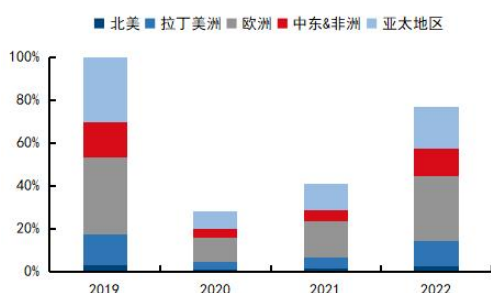
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上半年预计业绩高增长，景气度延续。近期公司发布业绩预告，2023H1 公司归母业绩预计 6500-8500 万元，同比扭亏为盈，估算净利率约 21% 左右（2019H1 归母业绩为 1658 万元，对应净利率 10%）；扣非归母业绩预计 6500-8500 万元，同比扭亏为盈，2019H1 为 1623 万元。单 Q2 公司归母业绩 6393-8393 万元，去年同期为 250 万元、2019Q2 为 3876 万元；扣非业绩 6463-8463 万元，去年同期为 77.2 万元。Q2 业绩高增长主因境内企业出境参展复苏，上半年成功举办 9 场、销售近 5500 个展位，收入增长带动业绩快速修复。

◆ 行业概况：展会业务是经济发展晴雨表，亚太增长领先全球，行业分散但头部展会壁垒不低

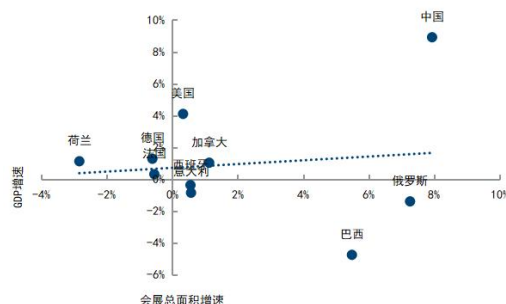
展会是经济发展晴雨表，全球展会规模发展稳健，亚太地区增长领先。展会包括会议与展览，是服务于产业研讨、销售交易的平台，是一项行业性和地域性特征明显的公众活动，一般依托于线下场馆或以 O2O 形式开展。2021 年末，全球共有 1358 个展馆、可用展会面积达 4060 万 m^2 ，其中欧洲、亚太场馆面积占比分别为 39%、32%。从规模看，2018 年全球展会行业市场规模达 355.2 亿美元，2013-2018 年 CAGR=5.19%，整体相对稳健，其中欧洲、北美（158.9、77.5 亿）占比最高，亚太地区展会规模约 73.3 亿美元，年均增长率 7.36%、领先行业。办展往往意味着经贸活动往来，一定程度上衡量经济活跃度，展会总规模往往与 GDP 挂钩，如 2022 年场馆面积前 21 个国家的面积与 GDP 增长有一定相关性。

图5：2019-2022 全球各区域展会市场规模



资料来源：UFI、国信证券经济研究所整理 注：以 2019 年全球展会市场总规模为 100%

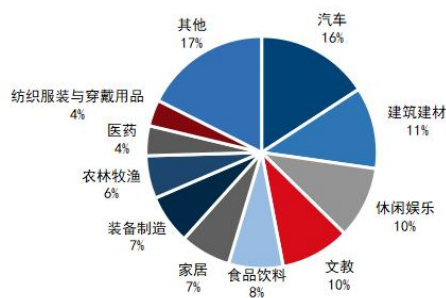
图6：展会规模增速与经济增长有一定相关性



资料来源：UFI、世界银行，国信证券经济研究所整理

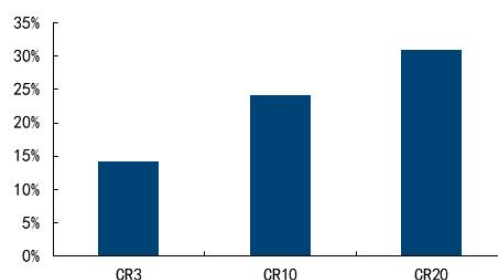
下游行业多元区域分散，全球龙头市占率低。下游来看，按照参展企业行业分类，可分为 27 个行业大类、131 个行业小类，相当分散；且考虑到不同国家经济文化差异，整体上全球展会市场集中度较低，其中 TOP3 龙头市占率仅不到 15%，TOP20 市占率约 30%+。

图7：2019 年国内展览行业分布（按展览面积）



资料来源：中国展览数据统计报告，国信证券经济研究所整理

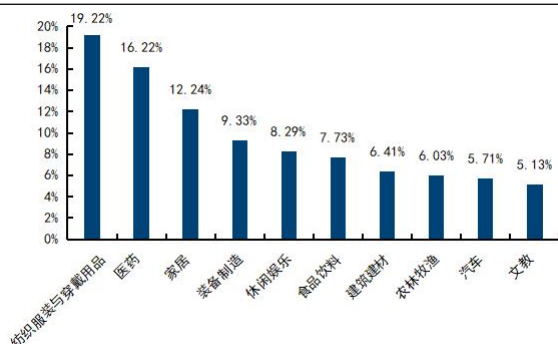
图8：全球展会龙头市占率情况



资料来源：UFI，国信证券经济研究所整理

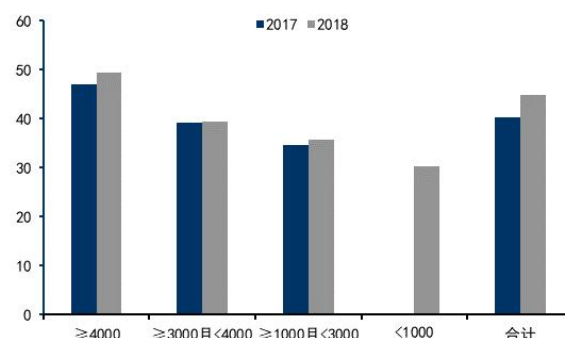
中游来看，网络效应及规模经济提升特定主题展会竞争壁垒。一方面，组织展会对办展国家及周边区域的政治、贸易稳定性需要有充分了解；另外特定主题展会在特定地区每年只能容纳有限次数，当公司开发了既定国家的某主题展会以后，伴随规模扩大，品牌知名度增强，展位单价与复购率有望提升、宣传推广成本有望改善，从而实现量价利三升，且展会成交效率及研讨质量也进一步随之强化，特定主题、特定区域下具备一定排他性。根据中企海外参展数据调研简报，中国企业出海参加的 Top10 展会展商数量占有抽样展商比达到了 41.47%，头部展会呈现出较高吸引力。

图9: 2019 年国内各行业 TOP3 市占率 (按展览面积)



资料来源: 中国展览数据统计报告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司不同单展收入规模 (万元) 对应的毛利率差异



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

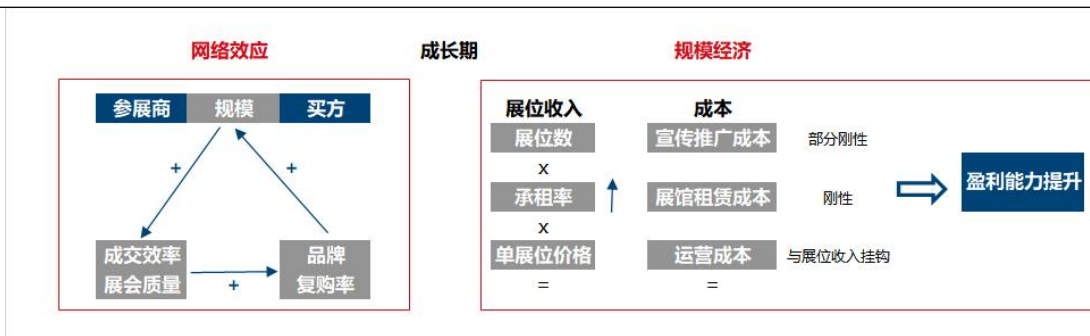
表2: 米奥会展单展模型拆分测算

展会基本情况假设			
展馆面积 (m²)	10000	10000	10000
单展位面积 (m²)	9	9	9
总展位数 (个)	1000	1000	1000
展位收入 (万元)			
实际销售展位数 (个) - 可变假设	400	700	1000
单展位售价 (万元/个)	4	4	4
展位成本 (万元)			
租赁成本 (万元)	1076	1316	1664
%展位收入	25%	14%	10%
宣传推广成本 (万元)	450	526	700
%展位收入	28%	19%	18%
运营成本 (万元)	226	395	564
%展位收入	14%	14%	14%
展位毛利 (万元)			
%展位收入	33%	53%	58%
人员收入 (万元)			
单展位平均人员 (人)	476	833	1190
人均行+住收费 (万元)	0.7	0.7	0.7
人均行+住收费 (万元)	1.7	1.7	1.7
人员毛利 (万元)			
%人员收入	95	167	238
%人员收入	20%	20%	20%
其他 (O2O 平台收入)			
单展商收费 (万元)	470	823	1176
%其他收入	1.68	1.68	1.68
%其他收入	65%	65%	65%
总收入 (万元)			
总收入 (万元)	2546	4456	6366
毛利率 (%)			
毛利率 (%)	36%	49%	52%

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 国信证券经济研究所整理 注: 不同区域、规模展会各项指标差别较大, 此处测算拆分仅供参考

此外, 规模经济作用下, 随单展规模扩大, 展会盈利能力也会增强。以米奥会展为例, 其境外自办展收入由三部分构成: 展位收入、人员收入、O2O 平台收入。由于场馆租赁一般有起租面积要求, 在租赁成本刚性、宣传推广成本部分刚性的条件下, 收入增长达到盈亏平衡点后, 边际增量成本较低, 因此随着单展规模的扩大, 展会的综合毛利率有所上升。如表 2 所示, 假设总展位数 1000 个, 若展位销售比例分别为 40%/70%/100%, 估算对应 36%/49%/52%毛利率水平 (但需要注意, 不同展会因区域、规模等差异较大)。

图11: 展会行业特点



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

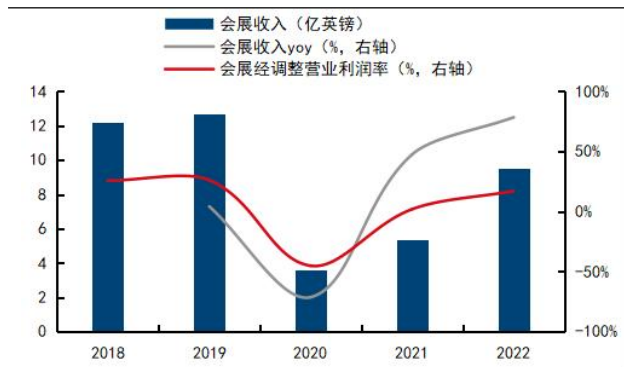
收并购成为国际龙头主要做大路径。对于某细分领域或整体展会仍有空白或薄弱的区域, 从 0 开始搭建资源体系需要前期也较大的宣传投入, 对资金、时间、机遇有一定要求。而既有品牌展会形成其竞争优势后, 并购成本往往低于初始培育成本, 外延拓展也成为展会集团做大做强的重要途径。2019 年, 英富曼/励展分别实现展会收入 15.04/12.69 亿英镑, 占其总收入分别 52%/16%, 前者于 2018 年公司收购 B2B 展会主办方博闻, 超越励展、跃居全球第一。2023 年 7 月 2 日, 英富曼/励展最新市值分别 90.84/509.64 亿英镑。

图12: 英富曼展会收入变动



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 励展收入与经调整营业利润率变动

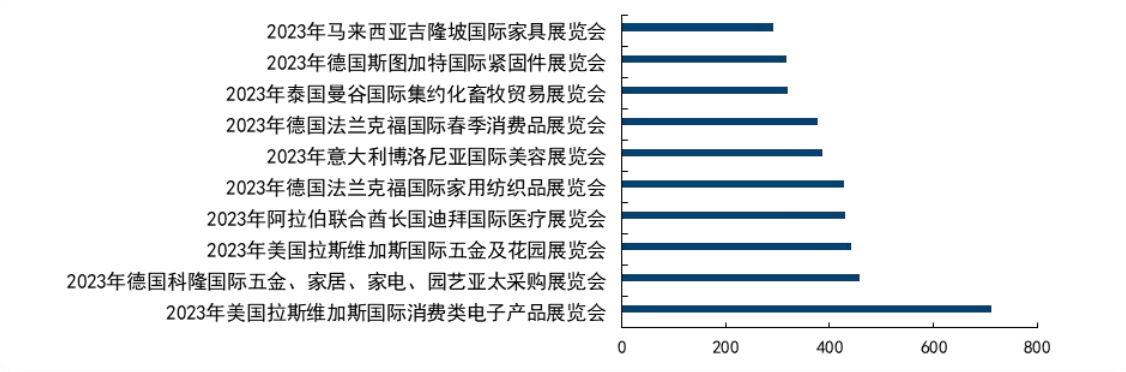


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我国出境自办展尚处于发展初期。2019 年我国展会企业出境办展场次共 137 场, 其中 79 场 (+34%) 为自办展包括独立与合作办展), 58 场为展中展 (本质上是境外展的招展代理), 对应面积分别为 67.9 万、52.8 万 (+31%)、15.1 万 m² (对比 2019 年国内展会数量为 9573 场、展会面积为 13559 万 m²)。

目前出国自办展大部分为仅有国内企业参展的综合展, 而我国企业出海参展主要集中于国际知名展, 因此国际知名展览在当地国家经过十几年甚至几十年培育而形成, 积累了众多优质专业买家资源, 具有较高的知名度; 此后通过移植到其他国家进一步提升全球影响力。而国内出境自办展仅有十余年历史, 仍以综合展为主。2023Q1《中企海外参展数据调研简报》从中企参展数量 TOP10 的国家来看, 前往德国、美国、日本、意大利、法国五个国家的参展商占比高达 72.24%, 而前往阿联酋、印尼、马来西亚、俄罗斯、泰国五个“一带一路”沿线国家参展的展商数占比 27.56%, 且 TOP10 参展展会也多为国际专业展, 即出国参展商仍主要以在发达国家举办的国际专业展为目的。

图14: 2023 年 Q1 中企海外参展展会项目 TOP10



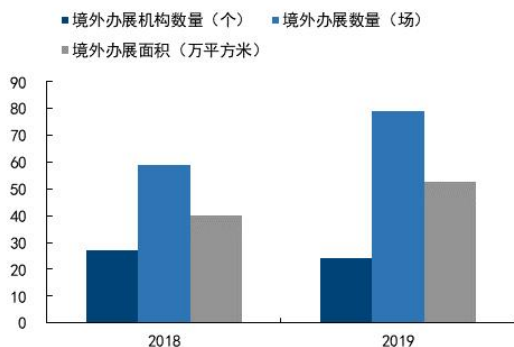
资料来源：中国贸易报，国信证券经济研究所整理

整体上，我国出境自办展尚处于发展初期，不论是在吸引本国出口企业参展还是获取当地场馆资源、招揽专业买家客户能力上都仍有较大提升潜力。在此背景下，米奥会展作为出境自办展民企领头羊，差异化卡位一带一路及 RCEP 国家，已经在品牌塑造、境外展会落地经验等方面形成一定竞争优势。我们认为，出境自办展行业发展，以及公司在自身上市平台助力下持续内生与外延扩张，共同驱动规模做大。

◆ 公司优势：先发卡位+品牌优势+标准化体系+数字化创新能力，构筑公司核心竞争优势

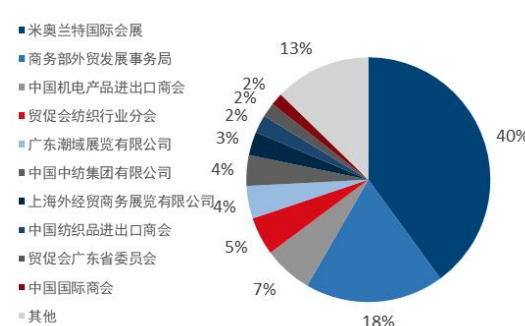
米奥在出海展会数量与规模上领先。按展会面积计，米奥会展、商务部外贸发展事务局分别以 40%、18% 市占率居前两位，其中米奥疫前已连续 6 年位居国内出境展览行业第一，且规模前十大境外自办展中，米奥已占据 7 个。

图15: 境外自办展规模



资料来源：中国展会经济研究会，国信证券经济研究所整理

图16: 2019 年境外自办展企业的市占率情况



资料来源：中国展览数据统计报告，国信证券经济研究所整理

差异化较早卡位一带一路及 RCEP 国家，逐步聚焦潜力市场。展会行业性和地域性特征明显，一方面对办展国家及周边区域的政治、贸易稳定性需要有充分了解；另外特定主题展会特定地区每年只能容纳有限次数，当公司开发了既定国家的某主题展会以后，新竞争者很难进入，具备排他性。疫情前公司聚焦“一带一路”国家，成立以来已在阿联酋、印度、南非、墨西哥、波兰、土耳其、巴西、埃及、哈萨克斯坦、约旦、尼日利亚、肯尼亚、伊朗等 13 个国家举办线下展会；根据当地展会发展情况，2023 年仅保留了空间较大的 7 个国家（巴西、墨西哥、南非、土耳其、印度、迪拜、波兰），新拓展 3 个 RCEP（越南、印尼、日本）+2 个发达国家（德国和美国）。公司在一带一路及 RCEP 区域形成先发优势，并逐步聚焦潜力市场。

表3: 公司 2023 年自办展安排

国家	日期一	日期二	综合展								专业展
			纺织服装展	消费电子展	工业机械展	家居礼品展	家用电器展	建材五金展	美容美发展	汽车、摩托车零配件展	AFF 纺织成衣展
日本	4. 11-4. 13	9. 06-9. 08									1
印尼	5. 24-5. 26	11. 23-11. 25		1	1	1	1	1	1	1	1
德国	6. 05-6. 07		1	1	1	1	1	1	1	1	
迪拜	6. 13-6. 15	12. 18-12. 20	1	1	1	1	1	1	1	1	
越南	6. 15-6. 17		1	1	1	1	1	1	1	1	
巴西	6. 21-6. 23	12. 11-12. 13	1	1	1	1	1	1	1	1	
墨西哥	6. 27-6. 29	12. 05-12. 07		1	1	1	1	1	1	1	1
土耳其	9. 07-9. 09		1	1	1	1	1	1	1	1	
美国	9. 13-9. 15		1	1	1	1	1	1	1	1	
南非	9. 20-9. 22		1	1	1	1	1	1	1	1	
越南	10 月										1
印度	11. 28-11. 30		1	1	1	1	1	1	1	1	
波兰	11. 29-12. 01		1	1	1	1	1	1	1	1	

资料来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理 注：1 表示此国家该时间规划该类展会

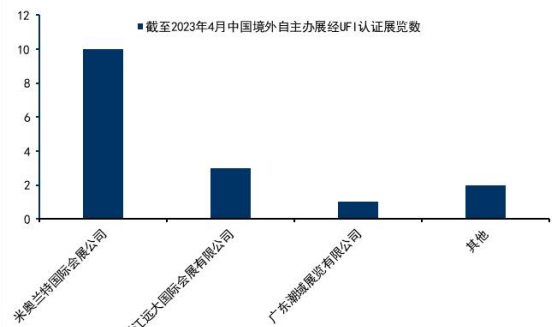
形成 Homelife 及 Machinex 两大品牌 IP。Homelife 系列展会以“中国品牌家居”为概念，涵盖家具家纺、装饰装修、灯饰照明等行业；Machinex 系列展会主要针对塑料机械、五金配件等工业机械类行业，均已发展成为具备一定影响力的海外展会品牌。同时，公司是我国获得国际展览联盟认证数量最多的企业。截止 2023 年 4 月，通过 UFI 认证的中国境外自主办展共计 16 个，其中 10 个为公司主办的展览。

图17: 公司举办的全球专业展会



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图18: 境外自主办展经 UFI 认证展览数

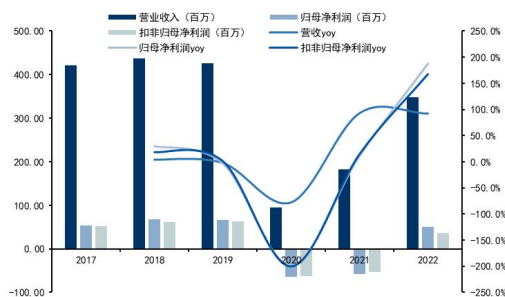


资料来源：中国展览数据统计报告，国信证券经济研究所整理

十余年出海办展经验，沉淀标准化体系。公司主营的境外展会项目相比境内展会流程更为复杂，对于业务人员的综合素质和办展经验要求更高，且出国参展效率更高的联展也对公司组织能力提出新要求。公司通过拆解展会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，不断优化办展效果并扩大办展规模。同时，流水线办展运营体系也为公司未来快速复制扩张提供可行路径。

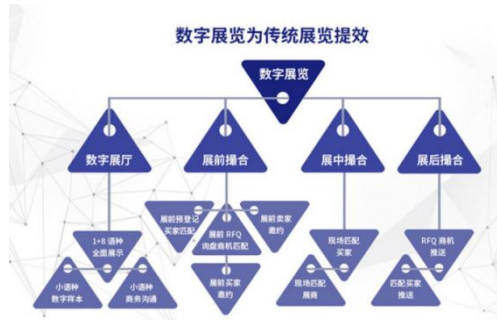
数字化创新能力强，收入业绩领先行业修复。基于多年办展经验及数字化积累，结合境内外管制放开节奏，公司业务也不断及时调整。全球展会停滞推出的纯在线数字展览“网易贸 MAX”，而境外展会基本恢复而中国企业无法正常出国参展状态下，创新推出的双线双展产品“网易贸 Meta”。2022 年公司线下自办展/数字展/代理展分别实现营收 2.55/0.9/0.03 亿元，占比分别为 73.29%/25.76%/0.95%。2022 年公司共举办双线双展 17 场，总计 4563 家企业参展，展位总数达到 6562 个，到展买家超 11 万人，总意向成交额达到 122 亿美元。2020-2022 年公司收入先后恢复至 2019 年同期的 22%、43%、82%。

图19: 米奥会展年度收入与业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 数字展览模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

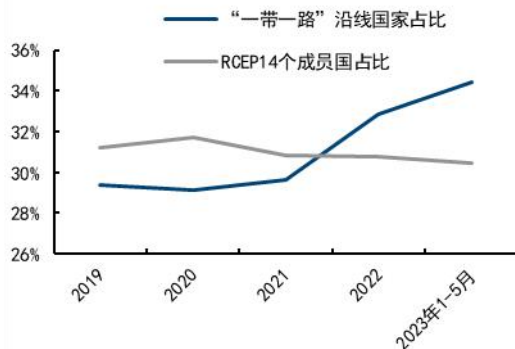
此外，立足上市平台，内生外延扩张获助力。公司是国内第一家境外自办展业务主导的上市公司，资金平台有望支持内生与外延扩张。

◆ **成长展望：区域政策红利驱动行业高景气，内生+外延共同助力规模做大，长线看品牌做强**

综合以下供需分析，我们判断公司未来3年有望进入收入与业绩快速释放阶段。

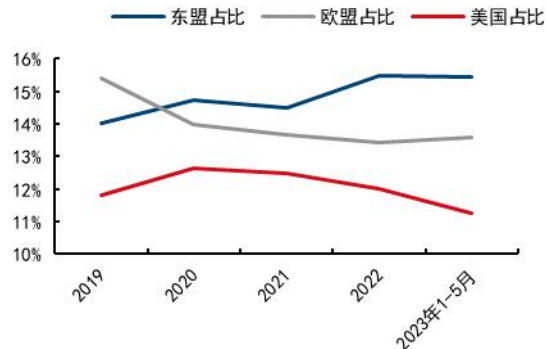
需求端：受益于我国与一带一路沿线国家、RCEP 其他成员国外贸高景气。2023 年 1-5 月，我国对“一带一路”沿线国家进出口 5.78 万亿元/+13.2%（出口+21.6%），其中对哈萨克斯坦等中亚五国+44%；对 RCEP 其他成员国进出口 5.11 万亿元/+4.5%。对比而言，整体/欧盟/美国进出口总值同比+4.7%/+3.6%/-5.5%。整体而言，我国外贸出口增速整体有所回落，但一带一路、RCEP 等重点市场仍然保持韧性。伴随区域结构持续性调整，部分外贸企业发力方向或将转变。

图21: 中国对 RCEP 与 “一带一路” 国家外贸交易额占比变化



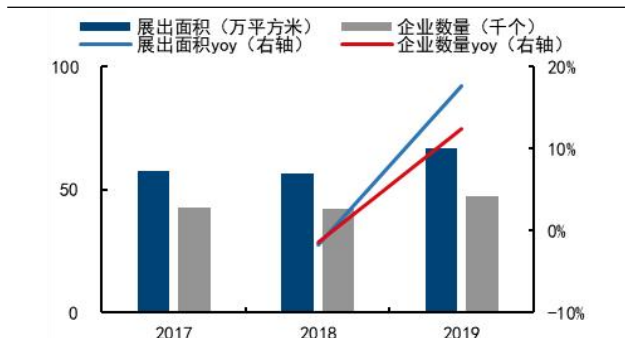
资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图22: 中国对东盟、欧盟、美国的外贸交易额占比变化

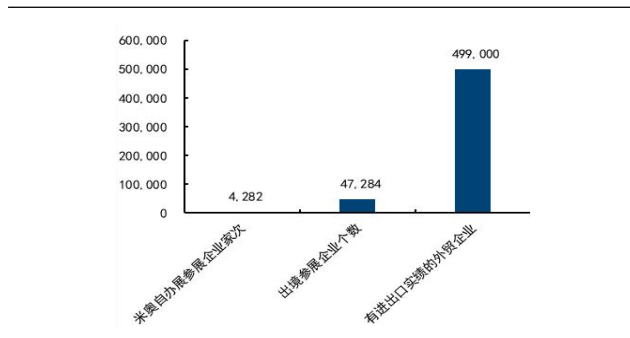


资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

出境办展渗透率仍低，公司市场拓展仍有较大空间。截止 2019 年末，我国有进出口实绩的外贸企业共 49.9 万家，2022 年末增加至 59.8 万家，外贸主体稳健增长。海外办展是中国外贸企业走出去拓市场的重要路径之一，2019 年出境参展企业个数达 4.7 万家，对应渗透率约 9.5%。其中，米奥自办展参展企业家次达 4282 家次，公司渗透率仅不到 1%，整体发展潜力较大。

图23: 我国企业出境参展情况


资料来源: 中国展览经济发展报告, 国信证券经济研究所整理

图24: 当前出境参展渗透率仍较低


资料来源: 中国展览经济发展报告, 国信证券经济研究所整理

政策加大补贴鼓励国内企业出海参展拿单，助力渗透率提升。商务部、国务院等部门近期出台一系列稳外贸政策，且各地方政府加大赴海外参展企业补贴，积极响应国家“各地要用好外贸发展专项资金，支持中小微企业参加境外展会”指导。作为国内境外自办展龙头企业，米奥有望受益于政策端的持续助力，提升行业渗透。

表4: 稳外贸相关政策

发布时间	政策标题	主要内容
2022/3/20	江苏省人民政府办公厅《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的若干措施》	创新参展办展方式，线上线下结合开拓国际市场。高质量落实 RCEP 等自贸协定。积极扩大进口。稳定加工贸易发展。加快跨境电商等外贸新业态新模式发展，增强外贸新动能。支持企业打通双循环。加强国际物流服务保障。加大出口信贷支持。强化对重点外贸外资企业的实时监测和常态化走访，“一企一策”协调解决企业实际困难。
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》	个地方积极利用外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。
2022/9/27	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、展会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。
2022/10/8	浙江省人民政府办公厅《关于进一步支持稳外贸稳外资促消费若干措施的通知》	便利商务人员往来，加大境内外参展支持力度。鼓励各地组织商业航班“包舱位”，保障商务人员出境拓市场。进一步支持海外仓发展。精准支持数字贸易高质量发展。加快服务贸易数字化转型，优化贸易结构，推动服务贸易产业高质量发展，助推形成新的增长点。

资料来源: 中国政府网, 江苏省人民政府网, 浙江省人民政府网, 国信证券经济研究所整理

表5: 各地政府出台海外参展补贴政策一览

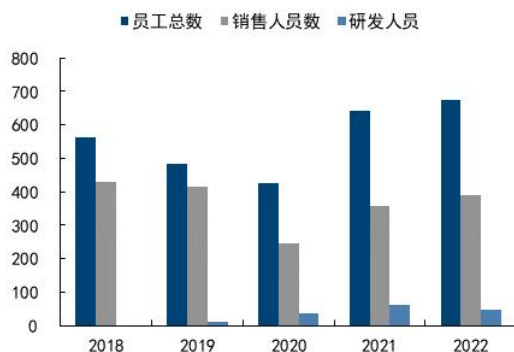
发布时间	政策标题	补贴相关内容
2023 年 5 月	黑龙江省商务厅《〈黑龙江省支持对外贸易发展的若干措施〉实施细则（修订意见稿）》	给予企业参加线下境外展会所产生的标准展位费 70% 补贴（每个展会不超过四个标准展位，每个标准展位最高不超过 5000 元补贴，每个展会最高不超过 2 万元补贴）；给予企业参加境外展会所产生展品运输费 70% 补贴；对每个展会不超过 2 名参展人员发生的国际间交通费，按经济舱标准给予 70% 补贴。住宿费按不超过国家规定公务人员出国标准给予 70% 补贴。
2023 年 3 月	湖南省商务厅、财政厅等关于发布《2023 年湖南省重点境外展会目录》的通知	按照不超过展位费的 70% 的标准给予补贴支持，单个企业单次展会单个展位补贴金额不超过 5 万元，在此基础上每增加 1 个展位增加 1.5 万元，最多支持 3 个展位，合计不超过 8 万元。
2023 年 2 月	广东省商务厅《关于做好 2023 年“粤贸全球”广东商品境外展览平台相关工作的通知》	参加境外线下展会：对参加粤贸全球广东境外商品展览会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 30,000 元的标准予以支持。对参加其他境外展会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 18,000 元的标准予以支持。每家企业对每个展会项目最多可申请 1 个标准展位（按 9 平方米计）。展位费：对参加线下境外活动的企业展位费按实际费用的 70% 支持，每个标准展位支持费用最高不超过 4.5 万元，支持每家企业参加同一个展会的展位数不超过 2 个标准展位。对参加境内线下国际性展会活动的企业展
2023 年 2 月	四川省商务厅《关于“川行天下”支持企业开拓国际市场活动的若干措施》	

		位费（每个企业3个标准展位）给予实际发生费用的70%支持，每个标准展位支持费用最高不超过1万元。人员费：参加境外活动的参展企业人员境外费用，按美洲、非洲每人1.8万元，欧洲、大洋洲每人1.4万元，亚洲每人0.8万元，港澳台每人0.45万元标准进行定额支持，每家企业限2人。参照参展人员标准，定额支持观展、考察、推介的企业1人/家。无展位活动需要提供政府有关部门的组团通知。 鼓励我市2022年有进出口实绩的外贸企业参加省、市牵头组织的组团赴境外参加线下展、拜访客户等活动。对企业参与省、市组团赴境外参展、拜访客户的机票费用给予50%补助。对企业参与境外展的展位费给予70%补助。此政策与省级政策可叠加，总补助不超出企业实际支出，单家企业单场展会市级补助最高不超过5万元。
2023年1月	福州市人民政府《关于促进当前工业经济稳增长的措施》	继续给予财政政策支持。为进一步扩大企业受益覆盖面，对2023年主办类展会和各市组织的重点类展展会位费给予不低于80%的补贴。主办类展会使用省级专项资金给予支持对企业参加展会的展位费、展位搭建、展品运输等给予展前补贴，对展会宣传推介、客户邀请费等给予支持；各市组织的重点类展会统筹使用中央外贸发展专项资金和市级专项资金给予支持，对企业参展发生的展位费、展位搭建、展品运输等给予展后补贴。
2023年1月	山东省商务厅《关于印发2023年境外百展市场开拓计划的通知》	北京市对参加境外展览会的企业提供展位费50%-70%的补贴（拓展面向拉美、非洲、中东等新兴国际市场的支持比例可达70%），不包括企业注册费和展位搭建费。30000元/每个展位（9平方米），企业可申请多个展位，补贴总额不超过30万元。对于大型展品回运费，单个展品达到体积1立方米且重量1吨以上，可申请补贴，上限为50%，10万元。
2022年10月	北京市商务局《关于支持外贸企业提升国际化经营能力申报指南的通知》	企业应按实际参展面积申请项目，展位费和公共布展费每9平方米最高限额分别为15000元和3000元。单个展会每个企业最高可申请27平方米，展位费和公共布展费最高支持限额分别为45000元和9000元。对小于27平方米的，支持限额应按每平方米支持限额进行折算（四舍五入后取整）。
2022年10月	上海市商务委、市财政局关于印发《2022-2023年度国家外贸发展专项资金（中小企业国际市场开拓资金）实施细则》的通知	企业参加重点类展会的国际贸易展览会，支持标准为展位费：最高补助70%，单个展位最高不超过5万元。单个展会单个企业最高不超过15万元。
2022年7月	浙江省商务厅、浙江省财政厅《关于印发〈浙江省商务展会及经费管理办法〉的通知》	

资料来源：黑龙江省商务厅、湖南省商务厅、广东省商务厅、四川省商务厅、福州市人民政府网、山东省商务厅、北京市商务局、上海市商务委、浙江省商务厅官网、国信证券经济研究所整理

供给端：内生角度，团队扩容及人均创收提升助力。拆解收入=团队人数*人均产值：疫情三年公司团队逆势扩张，员工人数从 2019 年的 484 人逆势增长到近 673 人，增幅近 40%；同时，利用 AI 技术应用提高销售效率、围绕展商的衍生特色服务“买家精准选定”提升客单价，助力人均产值提升。此外，公司已在上海、杭州、宁波、广州、东莞、深圳等地设立营销中心，且陆续在全国范围布点，有望覆盖更广阔的出口企业。

图25: 公司团队人员变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 公司营销中心布局

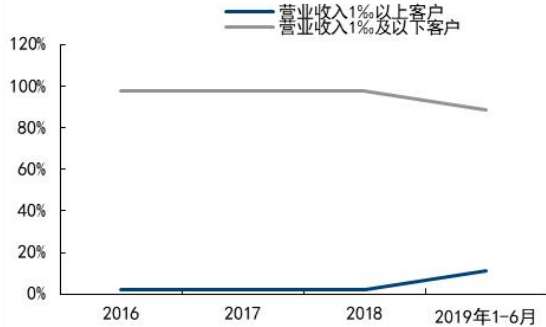


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

外延角度，一看以合作办展形式切入专业展，中线有望构筑第二成长曲线。今年5月15日，公司与工业机械展会品牌汉诺威签订合作协议，布局RCEP区域，打造Machinex工业装备和零部件类专业展。德国汉诺威展览公司成立于1947年，拥有目前世界最大的展览场馆—汉诺威展览中心，净可展出面积46.61万平方米。公司拥有1,200多名员工和58个海外代表处，在全球约100多个国家和地区开展业务。2017年公司营收为3.57亿欧元，跻身德国五大展览公司之列。米奥-汉诺威合作的第一个Machinex工业装备和零部件类展览会合作项目将落地在2023年11月23-25日第五届中国（印尼）贸易展，预计共500个展位。

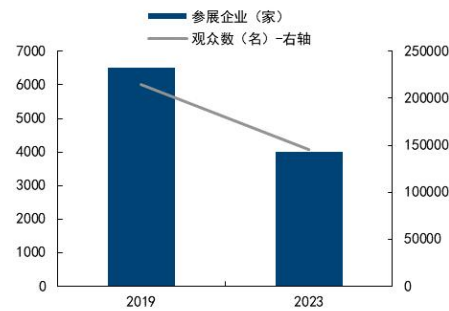
我们认为，综合展本身存在天花板，即单一国家每年举办次数有限，而从 1 个综合展向 n 个专业展裂变则有望进一步打开公司成长空间。但专业展转型本身需要一定时间培育，且此前展会以中小性参展客户为主，存活率仍有不确定性，公司借助在成熟市场的办展优势（展馆资源、买家资源积累），以与影响力品牌合作办展的模式切入专业展，有望逐步积累相关人才、项目经验，中线逐步实现从付费观众向品牌自带流量的切换，建议跟踪后续落地效果。

图 27：参展客户主要为中小企业



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理 注：报告期内，营业收入的 1% 为 33.40、42.10、43.67 和 16.88 万元。

图 28：汉诺威工业博览会规模



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

二看收购成熟专业展品牌辅助扩张。2011-2013 年间，公司股东将旗下展会控股权整合进公司以消除同业竞争，期间公司先后收购北米、上广展、嘉米和上米。此后，公司分别于 2021 年、2022 年收购华富展览服务有限公司 51% 股权、中纺广告展览有限公司 60% 股权，其中：

华富以境内教育相关展会为主，其开办的 CEET 全国连锁创教展每年为超过 20 万人次的专业观众服务，年度展览面积超 10 万平方米，公司由此切入教育专业展领域。**本次收购设立业绩承诺：2021-2025 年（预计不含 2022）平均年度税后净利润（净利润指扣除非经常性损益后净利润）应不低于人民币 974.50 万元。**

中纺旗下 AFF 展会是日本规模最大的纺织服装 OEM/ODM 展会，AFF 企业占每年中国纺服对日出口总额的 20%，覆盖日本全国的专业买家已将 AFF 作为关键采购平台。

我们认为公司逆势两轮收购，有助于强化公司细分领域专业展布局，且后续有望借助米奥全球布局的展览平台移植优势市场，协同合作办展模式助力规模扩张。

表 6：米奥会展投资收购历史

收购对象	时间	转让方	股权比例	价格（万元）
北米	2010-09	杭米	32%	96.00
北米	2011-12	上海迪拜	33%	99.00
上广展	2011-12	上海迪拜	30%	90.00
上广展	2011-12	乐清进出口	30%	90.00
嘉米	2011-12	上海迪拜	80%	8.00
上米	2011-12	上海佩特拉	51%	51.00
上米	2013-06	张桢垠	25%	25.00
上米	2013-06	冯江峰	14%	14.00
数鲲科技	2020-12	/	60%	600.00
数鲲科技	2021-10	/	40%	400.00
华富展览	2021-08	文熠、曹祥军	51%	5,253.00
中纺广告	2022-01	中国中纺集团	60%	2,992.54

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

结合上述，在行业高景气推动下，伴随综合展单展规模扩大、合作专业展扩容，公司未来 3 年收入有望迎高增长，我们预计公司境外国家的布局将维持相对稳定，收入驱动主要源于自办展单展规模提升及合作办展逐步起量贡献，具体假设如下：

表7: 公司展位数假设及展位收入预测

	2023E	2024E	2025E
假设			
自办展			
展会数量 (场)	19	19	20
单展销售数量 (个)	690	850	980
展位总数量 (个)	13110	16150	19600
合作办展			
展位总数量 (个)	1,000	4,000	7,000
展位总数 (个)	14,110	20,150	26,600
展位总数-合作办展	13,110	16,150	19,600
假设 5:5 分成 (个)			
展位单价 (万元)	4	4	4
展位收入 (万元)	54,440	72,600	92,400
YOY		33.4%	27.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

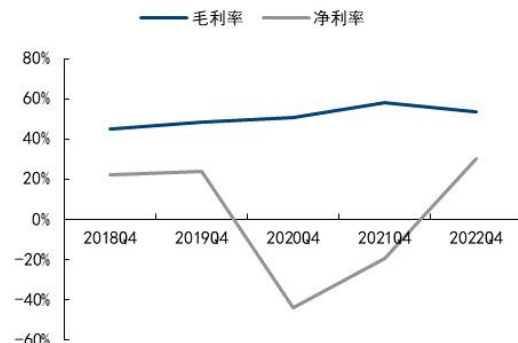
规模效应下盈利弹性有望释放, 2023 年预计净利率有望 20%-25%, 上半年已有验证。疫情前公司展位个数约 8000+, 今年预计完成 1.3-1.4 万个销售量。伴随展会规模扩大, 毛利率迅速上升, 此前已有验证: 2022Q4 公司毛利率约 54%, 较疫前增长约 6pct; 扣非净利率超 26%, 较疫前增长约 4pct。2023H1 估算净利率也已超 20%。

图29: 公司团队人员变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

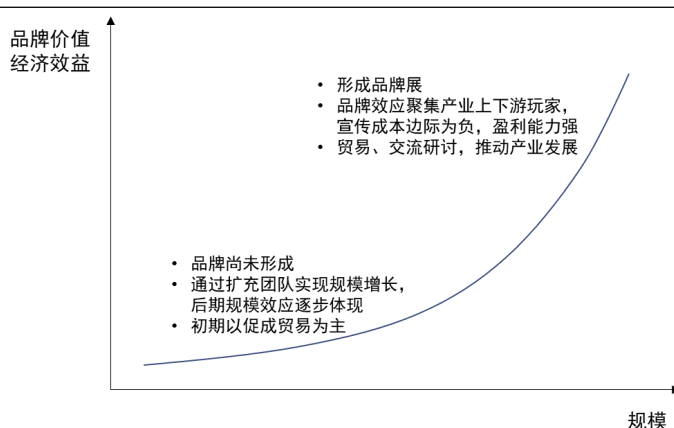
图30: 往年 Q4 公司毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

长线看, 从规模做大到品牌做强, 实现横纵产业覆盖、产业赋能。展会最基础的功能即促成贸易成交。在从 0 发展为成熟展, 甚至形成品牌的过程中, 宣传推广成本占比仍较高; 伴随单展规模逐步增长, 如面积、展位数、买家、成交金额等, 规模效应有望逐步凸显、对应盈利能力增强。而后期向成熟展、品牌展发展过程中, 展会的复购率增强、边际宣传成本为负, 功能在贸易之上演变为全产业链赋能, 成为反映行业最新动向、发布最新前沿科技和研发成果的平台。米奥会展尽管已初步形成双强势 IP, 但对比国际知名展会集团等仍有较大差距。考虑到公司系国内出境展龙头, 且政策推动&自身差异化先发卡位下有望逐步做强品牌; 当前公司已逐步从综合展向专业展侧重, 细分领域品牌价值有望逐步凸显。

图31：展会规模扩大、品牌价值强化



资料来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 未来3年盈利预测

综合前述，出境参展低渗透+政策推动下，公司差异化定位高景气区域，通过内生外延助力规模扩张，我们对未来3年盈利预测如下：

收入端假设与预测：

- 1) **自办展**：结合表7，假设公司自办展及合作办展总展位销量逐年增加，2023-2025年分别为1.4/2.0/2.7万个，展位单价维持当前4万元/个，计算展位收入5.4/7.3/9.2亿元；结合人员与平台收费，预计自办展收入分别为6.9/9.3/11.8亿元。考虑到场馆租赁与部分宣传成本刚性摊薄作用，毛利率有望逐年增加，预计2023-2025年分别为53.2%/53.8%/54.8%。
- 2) **代理展**：考虑到代理展业务并非公司发展主线，我们预计2023-2025年收入分别为5/6/7百万元，毛利率维持2019年水平约39%。
- 3) **数字展及其他**：假设数字展维持小幅增长，我们预计2023-2025年收入分别为90/94/99百万元，毛利率维持约59%。

费用端假设与预测：鉴于预计公司收入较2019年显著增长，假设销售费用率、管理费用率有所下降，2023-2025年分别为16.0%/13.8%/12.0%、6.2%/5.9%/5.7%；研发费用率分别为2.0%/1.6%/1.4%；财务利息对应收入比例分别为1.1%/0.8%/0.7%。

业绩端假设与预测：综合来看，我们预计公司2023-2025年总收入为7.89/1.26/12.85亿元，同比分别增长126.5%/30.1%/25.2%，毛利率分别为53.9%/55.1%/56.2%；归母净利润分别为1.83/2.67/3.63亿元，同比分别增长263.0%/46.0%/35.9%，EPS为1.21/1.76/2.39。

◆ 投资建议与估值

一带一路等外贸潜力与政策红利驱动行业高景气，小而美龙头规模与盈利共振的确定性强，中线看专业展转型效果。公司是聚焦国内出境自办展的小而美龙头，先发卡位一带一路及RCEP国家，受益于出口结构性景气及政策红利；疫情三年公司团队规模逆势增长支撑疫后展位销售，规模经济带来盈利能力显著改善，未来三年逐步进入业绩加速释放窗口期；若合作专业展模式跑通则有望进一步打开中线成长空间。我们预计公司23-25年营收分别为7.89/1.26/12.85亿元，归母净利润为1.83/2.67/3.63亿元，同比+263.0%/46.0%/35.9%，EPS为1.21/1.76/2.39，对应PE 34/24/17x。

我们选取同一行业兰生股份（国内会展全产业链龙头，卡位上海），以及同处于快速发展期的民企龙头同庆楼（国内宴会赛道龙头）、君亭酒店（中高端酒店龙头）作为参考，可比公司PEG均值1.13。考虑到公司合作专业展效果今年仍处于验证中，我们暂给予其1-1.03xPEG，计算目标价为49-51元，较最新收盘价

有 19-23%空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表8: 米奥会展盈利预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自办展							
收入	383	-	27	255	695	926	1,179
毛利率(%)	46.6%	0.0%	42.3%	47.3%	53.2%	53.8%	54.8%
业务收入比例(%)	90.0%	0.0%	15.0%	73.3%	88.0%	90.3%	91.8%
代理展							
收入	38	12	0	3	5	6	7
毛利率(%)	39.3%	41.6%	-1111.7%	-1.2%	39.0%	39.0%	39.0%
业务收入比例(%)	8.9%	12.4%	0.2%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
数字展及其他							
收入	5	83	154	90	90	94	99
毛利率(%)	78.1%	36.6%	61.9%	57.0%	59.5%	59.5%	59.5%
业务收入比例(%)	1.2%	87.7%	84.8%	25.8%	11.4%	9.2%	7.7%
营业收入	426	94	182	348	789	1,026	1,285
YOY	-2.5%	-77.8%	92.5%	91.8%	126.5%	30.1%	25.2%
毛利率(%)	46.3%	37.2%	56.8%	49.3%	53.9%	55.1%	56.2%
归属于母公司所有者的净利润							
YOY	66	-65	-58	50	183	267	363
YOY		-197.8%	-10.8%	-187.4%	263.0%	46.0%	35.9%
净利率(%)	15.5%	-68.5%	-31.7%	14.5%	23.2%	26.0%	28.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

表9: 可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 2023/7/6	市值 亿元	EPS				PE				PEG 2023	投资 评级
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
300795.SZ	米奥会展	41	63	0.50	1.21	1.76	2.39	83	34	24	17	0.84	增持
600826.SH	兰生股份	11	56	0.21	0.30	0.42	0.51	50	35	25	21	1.19	无评级
605108.SH	同庆楼	37	96	0.55	1.06	1.46	1.89	67	35	25	19	1.04	买入
301073.SZ	君亭酒店	38	73	0.36	0.63	1.01	1.46	105	60	37	26	1.15	增持
平均值												1.13	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：兰生股份盈利预测来自 wind 一致预期，其余为国信社服预测

◆ **风险提示：**贸易摩擦风险，单展规模扩张、专业展转型不及预期、宣传推广成本高于预期等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	298	440	1120	1136	1329	营业收入	182	348	789	1026	1285
应收款项	8	8	20	26	33	营业成本	79	176	364	461	563
存货净额	0	0	15	19	23	营业税金及附加	1	1	1	1	1
其他流动资产	59	12	39	51	64	销售费用	94	86	127	141	154
流动资产合计	400	464	1198	1236	1453	管理费用	46	36	50	61	75
固定资产	19	17	21	25	22	研发费用	24	16	16	17	17
无形资产及其他	17	15	15	16	16	财务费用	(5)	(9)	(8)	(10)	(20)
投资性房地产	78	90	90	90	90	投资收益	1	4	3	3	3
长期股权投资	9	11	13	15	17	资产减值及公允价值变动	(16)	4	5	4	(4)
资产总计	523	595	1336	1381	1597	其他收入	(18)	(11)	(16)	(17)	(17)
短期借款及交易性金融负债	1	5	500	300	200	营业利润	(66)	56	248	363	493
应付款项	5	19	27	34	41	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	113	105	215	264	316	利润总额	(68)	55	248	363	493
流动负债合计	119	129	742	598	557	所得税费用	(9)	4	62	91	123
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	1	3	5	7
其他长期负债	6	7	4	1	(2)	归属于母公司净利润	(58)	50	183	267	363
长期负债合计	6	7	4	1	(2)	现金流量表（百万元）					
负债合计	125	137	746	600	556	净利润	(58)	50	183	267	363
少数股东权益	14	11	14	19	25	资产减值准备	8	(5)	1	1	(1)
股东权益	384	448	576	763	1017	折旧摊销	5	5	3	3	3
负债和股东权益总计	523	595	1336	1381	1597	公允价值变动损失	16	(4)	(5)	(4)	4
关键财务与估值指标						财务费用	(5)	(9)	(8)	(10)	(20)
每股收益	(0.58)	0.50	1.21	1.76	2.39	营运资本变动	36	37	62	32	32
每股红利	0.00	0.04	0.36	0.53	0.72	其它	(10)	6	2	4	7
每股净资产	3.83	4.43	3.80	5.03	6.71	经营活动现金流	(2)	89	246	303	408
ROIC	-13.28%	10.31%	51%	111%	177%	资本开支	0	(0)	(4)	(4)	(4)
ROE	-15.01%	11.26%	32%	35%	36%	其它投资现金流	40	32	0	0	0
毛利率	57%	49%	54%	55%	56%	投资活动现金流	31	30	(6)	(6)	(6)
EBIT Margin	-34%	10%	29%	34%	37%	权益性融资	(0)	9	0	0	0
EBITDA Margin	-31%	11%	30%	34%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	93%	92%	127%	30%	25%	支付股利、利息	0	(4)	(55)	(80)	(109)
净利润增长率	-11%	-187%	263%	46%	36%	其它融资现金流	(18)	22	495	(200)	(100)
资产负债率	27%	25%	57%	45%	36%	融资活动现金流	(19)	23	440	(280)	(209)
股息率	0.0%	0.1%	1.3%	1.9%	2.6%	现金净变动	10	142	680	17	193
P/E	(72.0)	83.0	34.3	23.5	17.3	货币资金的期初余额	288	298	440	1120	1136
P/B	10.8	9.3	10.9	8.2	6.2	货币资金的期末余额	298	440	1120	1136	1329
EV/EBITDA	(76.7)	110.0	29.9	19.7	14.3	企业自由现金流	0	74	235	290	386
						权益自由现金流	0	96	736	98	301

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032