

300795.SZ

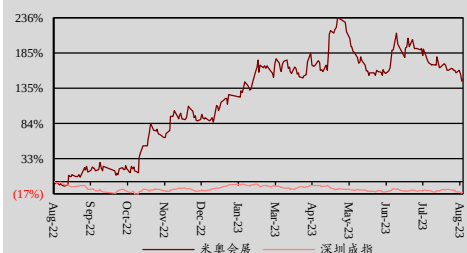
增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 35.12

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.0)	(9.4)	(39.4)	65.0
相对深圳成指	(7.8)	(6.1)	(35.4)	80.4

发行股数 (百万)	151.53
流通股 (百万)	86.51
总市值 (人民币 百万)	5,321.69
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	54.71
主要股东	
方欢胜	23.64

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 8 月 17 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：专业服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

米奥会展

内生外延转型升级，外展龙头迎新机遇

米奥会展作为国内的境外自办展龙头，疫后公司通过内生外延持续拓展业务版图，数字化转型有望驱动运营效率提升，受益于布局区域需求景气度高，公司业绩有望快速成长。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **米奥会展：境外自办展龙头，聚焦“一带一路”市场。**公司成立于 2010 年，主营境外会展策划、组织、推广及运营服务，旗下境外展自主品牌“Homelife”和“Machinex”聚焦家居、机械制造等行业，助力中国制造出海，布局“一带一路”市场。疫后公司业务快速回暖，23H1 预计实现归母净利润 0.65-0.85 亿元，超出疫前同期水平，盈利状况大幅好转。
- **会展行业商业模式优越，境外自办展空间广阔。**会展行业品牌效应强，以低边际成本、轻资产运营、优越现金流构筑了优越的商业模式。全球展会规模疫前增长稳健，疫后行业景气度迅速回升。**需求端：**随着全球区域经济合作趋势愈发显著，外贸需求增长，境外展会需求逐步升温。**供给端：**疫情加速行业出清，资源向头部企业倾斜。而相对海外龙头，国内的外展企业仍存在较大进步空间，优质供给较为稀缺。
- **公司品牌优势显著，深耕行业经验丰富。**公司先发布局“一带一路”优势区域，连续多年办展规模位于行业 TOP1，旗下品牌受权威机构认证，品牌优势和规模优势显著。公司深耕行业多年，形成了工业化、可复制性强的办展模式，并积累了大量优质的客户和供应商资源。
- **未来看点：内生外延持续扩张，转型升级提质增效。**一看公司在 RCEP 区域以及发达国家地区的拓展，横向扩张业务版图；二看借助行业出清势头收购成熟展会标的，以及通过合作办展，快速切入细分行业和区域，公司自身综合展也在朝着复购率更高模式更优的专业展转型。三看数字化转型助力精准营销，提振公司的运营效率和盈利能力。

估值

- 公司作为国内境外自办展龙头企业，自主品牌成功孵化已拥有较高认可度，“一带一路”地区先发优势显著；疫情期间抓住机遇并购实现外延扩张，疫后积极向专业展方向转型；数字展转型驱动业绩修复，具备经营韧性，短中长期来看增长驱动因素兼具。我们预计 2023-2025 年公司实现收入 7.79/10.00/12.01 亿元，EPS 分别为 1.20/1.78/2.41 元，对应 P/E 分别为 29.3/19.7/14.6 倍。首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的风险

- 地缘政治风险、出展率不如预期风险、客户变动较大风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	182	348	779	1,000	1,201
增长率(%)	92.5	91.8	123.6	28.4	20.1
EBITDA(人民币 百万)	(62)	41	215	325	432
归母净利润(人民币 百万)	(58)	50	181	270	365
增长率(%)	(10.8)	(187.4)	260.2	48.6	35.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.38)	0.33	1.20	1.78	2.41
市盈率(倍)	(92.3)	105.6	29.3	19.7	14.6
市净率(倍)	13.9	11.9	11.4	10.5	9.2
EV/EBITDA(倍)	(27.9)	88.5	21.6	14.1	10.2
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	1.1	1.5	1.9
股息率(%)	0.0	0.0	3.1	4.3	5.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1 米奥会展：境外自办展龙头，聚焦“一带一路”市场	5
1.1 发展历程：深耕境外自办展十年，聚焦“一带一路”走向行业翘楚	5
1.2 股权结构：高管团队经验丰富，股权激励绑定核心人才	5
1.3 主营业务：立足中国制造出海，数字展赋能新发展	6
1.4 财务表现：疫前营收稳定增长，疫后修复弹性较高	7
2 行业分析：商业模式优越，发展空间广阔	9
2.1 行业特点：品牌壁垒高，商业模式优越	9
2.2 境外展：市场空间广阔，疫情加速出清	10
2.3 境内展：市场增长潜力庞大，行业格局较为分散	16
3 公司优势：展会经验丰富，品牌优势显著	18
3.1 自主品牌打造坚实护城河，“一带一路”先发优势显著	18
3.2 运营管理能力突出，深耕行业经验丰富	20
4 未来看点：内生外延持续扩张，转型升级提质增效	21
4.1 看点一：巩固根据地+拓展新市场，横向开拓业务版图	21
4.2 看点二：外延并购+合作办展，纵深推进细分市场	21
4.3 看点三：疫情重塑业务模式，数字平台助力精准营销	22
5 盈利预测及投资建议	25
5.1 盈利预测	25
5.2 投资建议	26
6 风险提示	28

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 公司开始布局 RCEP 沿线国家展会业务	5
图表 2. 公司自办展业务遍布“一带一路”和 RCEP 沿线国家	5
图表 3. 公司股权相对集中（截至 2023.3.31）	6
图表 4. 公司股权激励计划	6
图表 5. 主营业务产品概览	7
图表 6. 各主营业务营收占比	7
图表 7. 境外自办展面积和数量	7
图表 8. 境外自办展收入金额及同比增速	7
图表 9. 营业收入和同比增速	8
图表 10. 归母净利润和同比增速	8
图表 11. 经营活动现金流量净额由负转正	8
图表 12. 合同负债大幅上升	8
图表 13. 数字展拉高整体毛利率	8
图表 14. 疫情期间费用率短期承压	8
图表 15. 会展的经济作用	9
图表 16. 会展行业产业链	9
图表 17. 米奥会展固定成本占比超过 50%	9
图表 18. 米奥会展毛利率随着单展规模扩大而增加	9
图表 19. 国内主要会展上市公司财务指标（2022 年）	10
图表 20. 全球市场规模稳步增长	10
图表 21. 2022 年全球展览数量、面积地区分布	10
图表 22. 亚洲市场规模增速明显高于欧洲	11
图表 23. Stax 预测 23 年会展行业规模恢复到 19 年的 96%	11
图表 24. 会展企业收购的主要案例	11
图表 25. 英富曼会展业务收入和占比	12
图表 26. 我国与“一带一路”国家进出口贸易额占比	12
图表 27. 2019 年境外展主题以制造业为主（场次）	12
图表 28. 2014-2022 境外自办展数量和面积	13
图表 29. “一带一路”是我国境外展主要市场	13
图表 30. 2020-2022 年我国与 RCEP 成员国贸易情况	13
图表 31. 2022 年国内上市会展企业和全球龙头企业对比差距较大	13
图表 32. 2022 年全球会展行业收入前 20 机构	14
图表 33. 2019 年境外展主办机构政府和商会占比较大	14
图表 34. 2017-2021 境外展和办展机构数量	14
图表 35. 疫情下外展公司大多数选择转型或缩减业务	14
图表 36. 2019 年米奥会展境外办展面积占比位居第一	15
图表 37. 2019 年米奥会展境外办展数量占比位居第一	15
图表 38. 会展行业 and 对外贸易的支持性文件	15

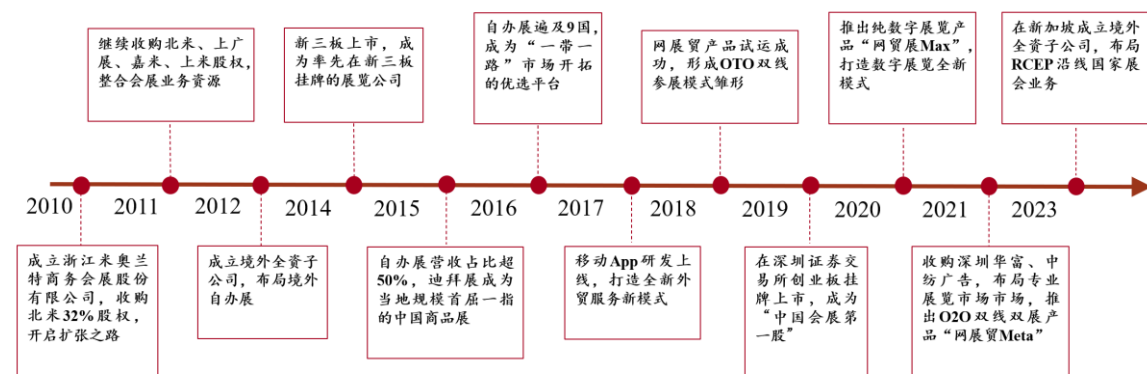
图表 39. 各地对企业参加境外展的补贴政策	16
图表 40. 中国展览馆面积和占比居世界首位（截至 2022.2）	16
图表 41. 2011-2021 年中国展馆数量和面积变化.....	16
图表 42. 2019 年外资全国展览规模前 100 主办单位中占比最大.....	17
图表 43. 2019 年外资企业占据内展办展企业数量 top3.....	17
图表 44. 境内会展行业市场集中度较低.....	17
图表 45. 单展平均面积逐年增长.....	17
图表 46. 大规模会展数量占比逐步增加	17
图表 47. 米奥会展境外展数量占比高	18
图表 48. 米奥会展境外展面积占比高	18
图表 49. 米奥会展家居展和机械展布局	18
图表 50. 2019 年 Homelife 举办情况	19
图表 51. 2019 年 Machinex 举办情况	19
图表 52. 米奥境外展获 UFI 认证占比最大	19
图表 53. 米奥会展在“一带一路”地区办展数量及面积领先	19
图表 54. 米奥会展线上线下互补模式.....	20
图表 55. 米奥会展合作的行业协会和买家资源.....	20
图表 56. 2023 年印尼展	21
图表 57. 2023 首次进入美国、德国	21
图表 58. 2021 米奥会展全球营销版图	21
图表 59. 深圳华富和中纺广告基本信息	22
图表 60. 2023 年米奥专业展排期.....	22
图表 61. 数字展产品概况	23
图表 62. 网展贸三大功能	23
图表 63. 双线双展运营模式	23
图表 64. 疫情期间数字展营业收入.....	23
图表 65. 疫情期间数字展营收占比高达 80%.....	23
图表 66. 宣传推广成本占比较高.....	24
图表 67. 各推广模式成本占比.....	24
图表 68. 境外自办展单展模型.....	25
图表 69. 主营业务营收及毛利预测（百万元）	26
图表 70. 可比公司 2023 年估值状况（截至 2023.8.17）	27
利润表(人民币 百万)	29
现金流量表(人民币 百万).....	29
财务指标	29
资产负债表(人民币 百万).....	29

1 米奥会展：境外自办展龙头，聚焦“一带一路”市场

1.1 发展历程：深耕境外自办展十年，聚焦“一带一路”走向行业翘楚

深耕境外自办展十余年，业务布局“一带一路”。米奥会展成立于2010年，主营境外会展策划、组织、推广及运营服务，聚焦中国企业走出去，是集“自主产权、自主品牌、独立运营”为一体的互联网展览公司，是一家为“中国制造”量身打造拓展全球市场，特别是“一带一路”市场的数字营销方案的综合服务商。自成立以来，公司积极布局自办展业务，2016年自办展遍及9国，2019年在深交所上市，成为“中国会展第一股”。2019年公司境外自办展数量达20场，自办展规模达22.7万平方米，是中国境外办展数量最多、办展面积最大的机构。2020—2022年，公司先后推出线上纯数字展、双线展产品——“网展贸Max”、“网展贸Meta”在疫情期间实现出境办展需求。2023年1月，公司在新加坡成立境外全资子公司，随着疫情管控松绑、出境限制解除，公司将继续深耕境外自办展业务，开拓RCEP沿线国家展会业务。

图表 1. 公司开始布局 RCEP 沿线国家展会业务



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 2. 公司自办展业务遍布“一带一路”和 RCEP 沿线国家

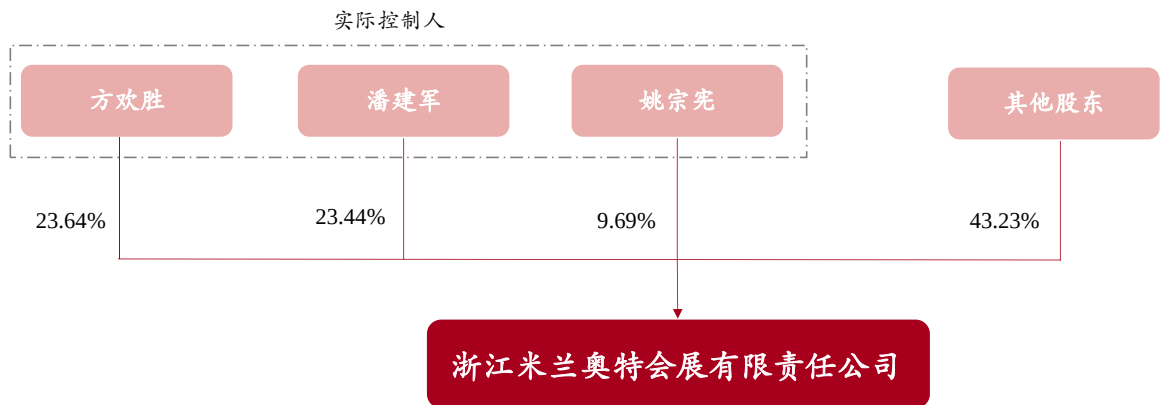


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

1.2 股权结构：高管团队经验丰富，股权激励绑定核心人才

高管团队经验丰富，股权激励绑定核心人才。公司实际控制人为董事长潘建军、总经理方欢胜、副总经理姚宪，三人合计持有公司56.77%的股权，股权结构高度稳定且集中。公司三位高管拥有二十余年的会展行业从业经验，管理团队同样深耕行业多年，为公司的稳定运营奠定了人才基础。公司的股权激励计划持续落地，2020—2022年已实施三期，主要激励对象为公司高管及核心技术人员，持续的股权激励深度绑定核心骨干人才，股权激励有助于激发团队积极性、提升公司的竞争优势、稳定管理团队，也反映出公司对未来发展的坚定信心。

图表 3. 公司股权相对集中（截至 2023.3.31）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 公司股权激励计划

激励年度	规模	授予价格	归属期	业绩考核目标
2020 年度	301 万股 激励对象 131 人	11.10 元/股	三期，授予日 12-24 个月（解锁 40%）； 24-36 个月（解锁 30%）；36-48 个月（解锁 30%）	第一期：2020 年创新收入不低于 1.0 亿元；或 2020 年 7-12 月份净利润不低于 2019 年 7-12 月份净利润。 第二期：2021 年创新收入不低于 1.5 亿元；或以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%。 第三期：2022 年总营收不低于 4 亿元；完成率(R)<75%时，不予行权；75%≤R<100%时，行权比例为：R；R≥100%时，全额行权。
2021 年度	238 万股 激励对象 193 人	11.00 元/股	三期，授予日 12-24 个月（解锁 40%）； 24-36 个月（解锁 30%）；36-48 个月（解锁 30%）	第一期：2021 年创新收入不低于 1.5 亿元；或营业总收入（不含境外线下展会）不低于人民币 2 亿元 第二期：2022 年总营收不低于 4 亿元；完成率(R)<75%时，不予行权；75%≤R<100%时，行权比例为：R；R≥100%时，全额行权。 第三期：2023 年总营收不低于 6 亿元；完成率(R)<75%时，不予行权；75%≤R<100%时，行权比例为：R；R≥100%时，全额行权。
2022 年度	98 万股 激励对象 7 人	12.71 元/股	二期，授予日 12-24 个月（解锁 50%）； 24-36 个月（解锁 50%）	第一期：2022 年总营收不低于 4 亿元；完成率(R)<75%时，不予行权；75%≤R<100%时，行权比例为：R；R≥100%时，全额行权。 第二期：2023 年总营收不低于 6 亿元；完成率(R)<75%时，不予行权；75%≤R<100%时，行权比例为：R；R≥100%时，全额行权。

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

1.3 主营业务：立足中国制造出海，数字展赋能新发展

疫前境外自办展贡献主要收入，自有品牌孵化完成“一带一路”贸易节点国布局。公司主营业务可分为自办展、代理展、数字展及其他三大板块。其中境外自办展已形成 Homelife 和 Machinex 两大主题系列展：Homelife 系列展以“中国品牌家居”为概念，Machinex 系列展主要针对工业机械类行业；两个自办展品牌目前已成为行业内具有较高知名度和国际影响力的会展品牌。截至 2019H1 公司已在波兰、土耳其等 13 个国家累计举办 64 场境外展，主要覆盖“一带一路”贸易节点国。疫情前，公司境外自办展数量、规模逐年增加，从 2016 年的 9 个增至 2019 年的 20 个，展位销售面积从 2016 年的 5.4 万增至 2019 年的 7.7 万平米。自办展收入占比增速明显，2017-2019 年已提升至 90% 左右，自办展规模已在疫情前达到较高水平。

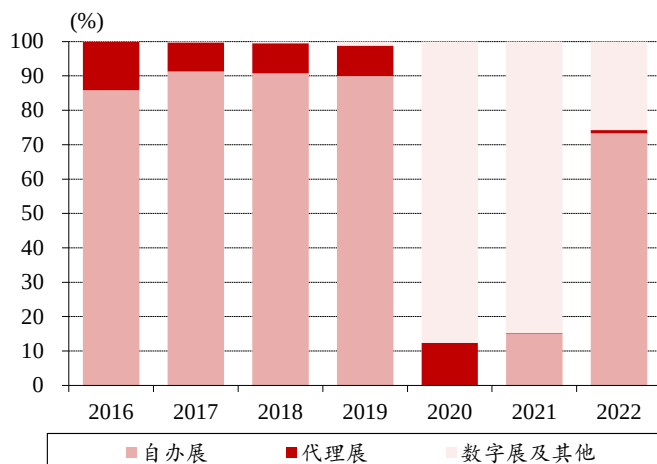
逐年缩小代理展规模，疫情期间向数字展转型。由于代理展竞争激烈，公司调整发展策略，加大自有展会品牌建设，逐年缩小代理展业务规模。疫情期间，会展行业受冲击较大，公司快速调整业务模式，推出线上数字展产品“网展贸 Max”和双线展产品“网展贸 Meta”，数字展的成功转型驱动公司业绩加速修复，彰显公司经营韧性。

图表 5. 主营业务产品概览



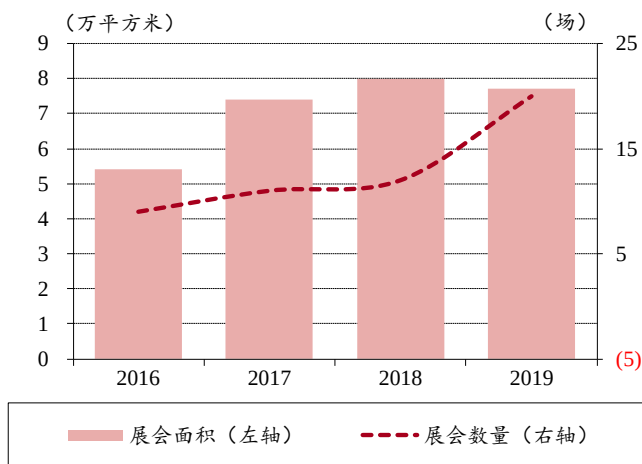
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 各主营业务营收占比



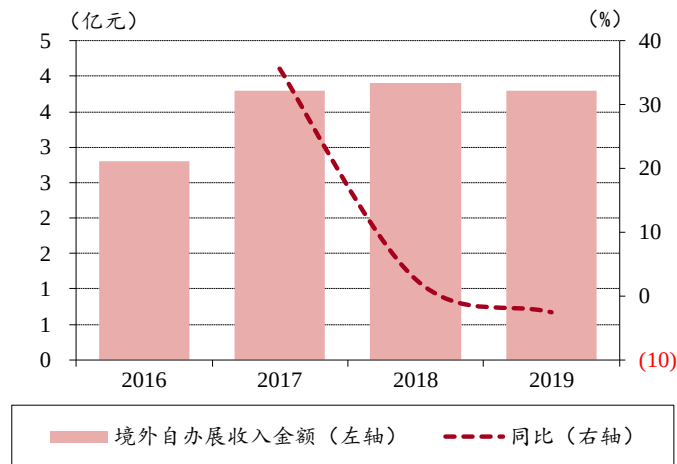
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 境外自办展面积和数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 境外自办展收入金额及同比增速



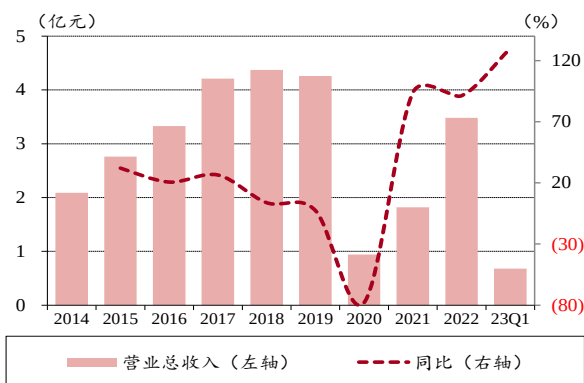
资料来源：公司公告，中银证券

1.4 财务表现：疫前营收稳定增长，疫后修复弹性较高

境外展会业务驱动营收增长，疫后业绩实现快速复苏。2014-2019 年公司不断扩大境外办展规模，营收整体稳定增长，从 2.09 亿元增至 4.26 亿元，CAGR 达 15.31%，归母净利润由 0.20 亿元升至 0.66 亿元，CAGR 达 26.97%；2020 年受全球新冠疫情影响，全球展会行业受巨大冲击，公司营收骤降至 0.94 亿元，归母净利润-0.65 亿元；公司迅速调整业务结构，发展线上数字展览，2021 年营收回升至 1.82 亿元。2022 年得益于海外线下会展业务恢复和双线双展产品——网展贸 Meta 的推广，业绩端扭亏为盈，实现归母净利润 0.50 亿元；同年经营活动现金流转负为正至 0.76 亿元。随着疫情影响消退，线下会展需求逐步释放，公司业务修复加速，据公司公告，23H1 预计实现归母净利润 0.65-0.85 亿元，增至 2019 年同期的 392%-513%，盈利状况大幅好转。

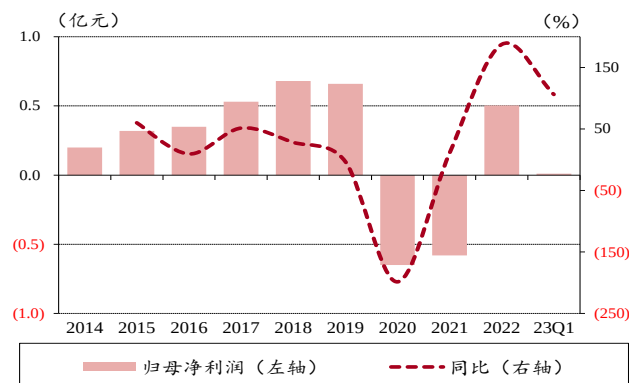
合同负债大幅增长，业绩恢复整体向好。公司的展会销售主要采取直销模式，执行预收款政策，签署合同后向客户收取一定金额的预收款，于开展前收取全部参展费用，一般在展会前 12 个月开始展览排期，开展前 6-9 个月开始销售展位。23Q1 公司合同负债为 2.21 亿元，yoy+125.51%，合同负债大幅上升，预计公司 2023 年全年展会销售规模将大幅增加。

图表 9. 营业收入和同比增速



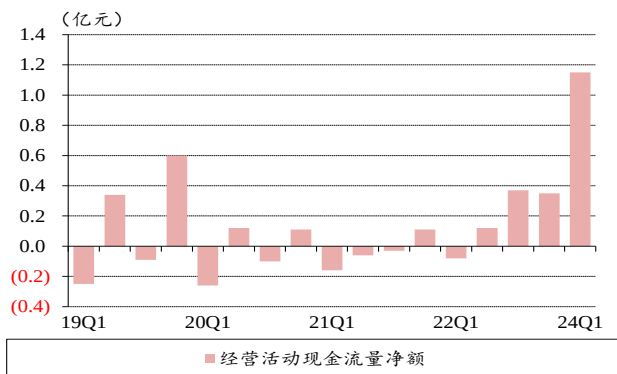
资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 归母净利润和同比增速



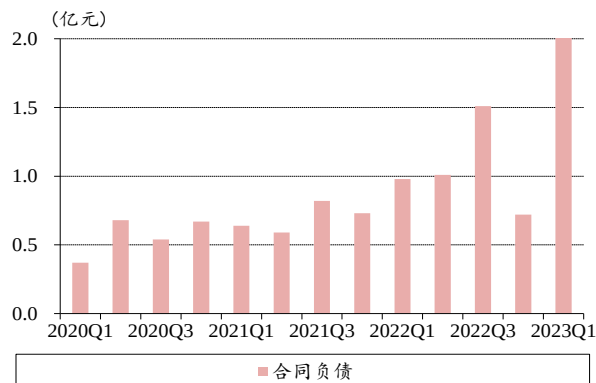
资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 经营活动现金流量净额由负转正



资料来源: Wind, 中银证券

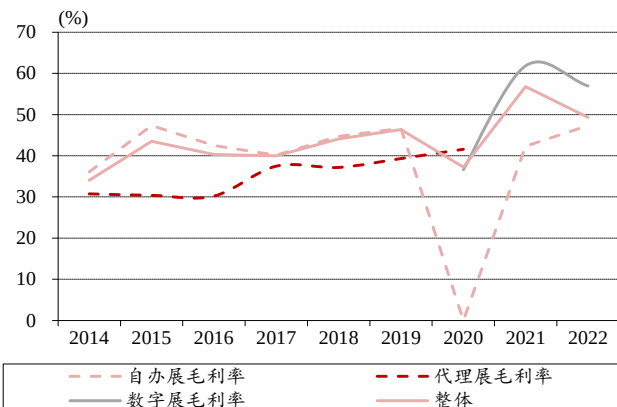
图表 12. 合同负债大幅上升



资料来源: Wind, 中银证券

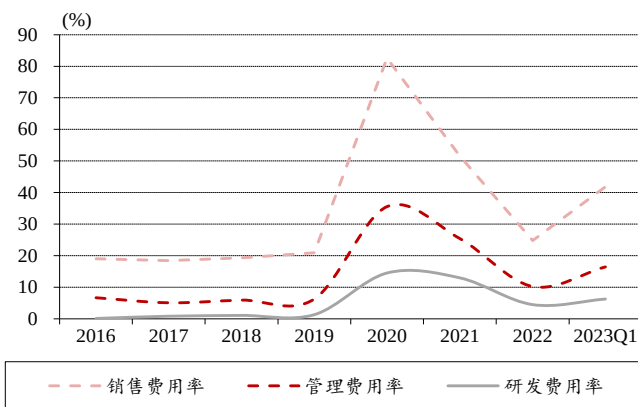
数字展拉高毛利率水平，疫情期间费用率短期承压。疫情前公司毛利率水平相对稳定，整体与自办展毛利率基本持平，主要系公司收入结构以自办展为主，2015-2019 年毛利率维持在 40%左右。疫情期间由于数字展业务快速发展，办展成本低，毛利水平高，2022 年毛利率整体提至 49.34%。疫情前期间费用率相对稳定，2020 年受疫情冲击公司收入骤降，叠加线上数字展会投入加大，销售、管理、研发费用率分别增长至 82.6%/35.5%/14.5%，其中由于开发数字线上平台，研发费用投入较大。2021 年线上展会和双线展驱动业绩修复，期间费用率显著下滑，2022 年费用率有所回落，随着线下展会规模的恢复以及营收水平的提升，期间费用率有望持续下行。

图表 13. 数字展拉高整体毛利率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 疫情期间费用率短期承压



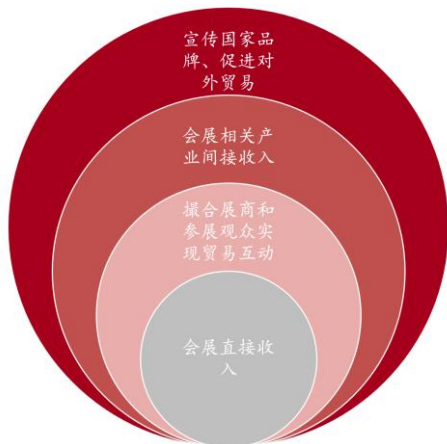
资料来源: Wind, 中银证券

2 行业分析：商业模式优越，发展空间广阔

2.1 行业特点：品牌壁垒高，商业模式优越

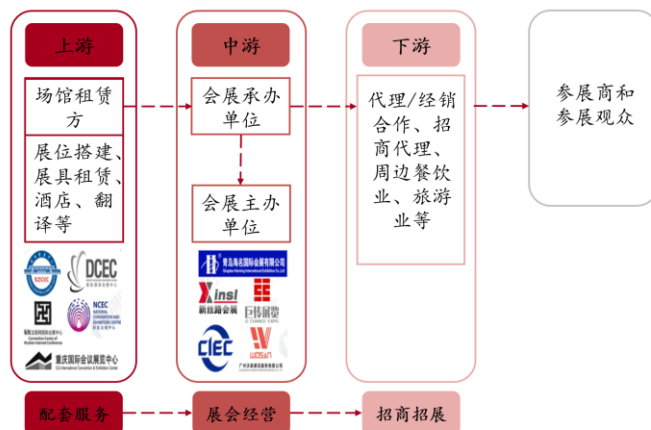
会展行业推动经济发展，产业链长、协同效应显著。会展行业产业关联度大，对贸易及经济发展具有较强的助推作用：会展活动可以带来场馆租赁费、展位费、搭建费等直接收入，也能带动参展企业和买家实现贸易互动，具有“一带九”的联动优势，即会展行业除本身产值外，利用其产业关联效应能带动交通、通讯、酒店、餐饮、旅游等周边产业的发展。会展产业链上游包括场馆租赁方、展位搭建、展具租赁、酒店、翻译等配套服务产业；中游为以展览公司和展览场馆为核心的展会经营方；下游的招商招展方包括各大合作的代理机构，对接参展商和参展观众等。链条中的每个参与者紧密联系、相互作用，协同效应显著。

图表 15. 会展的经济作用



资料来源：公司公告，中银证券

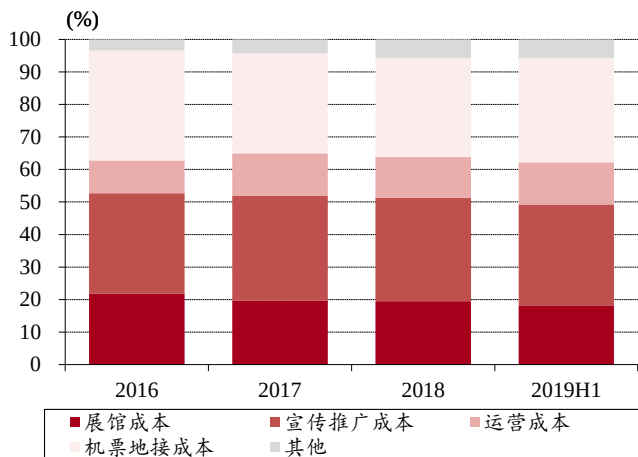
图表 16. 会展行业产业链



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，中银证券

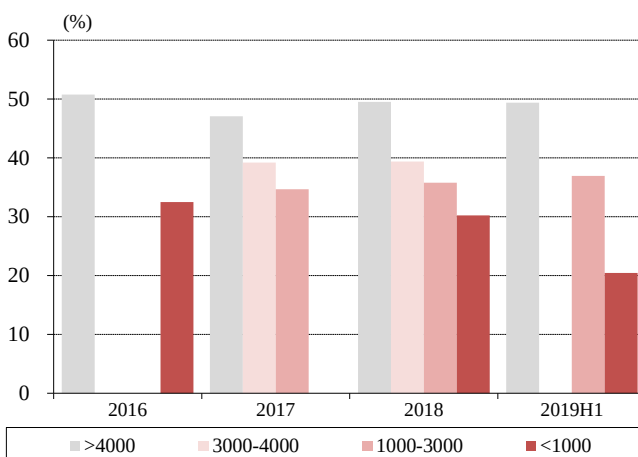
品牌壁垒高，资源整合构筑竞争力。会展品牌影响力决定了会展的吸引力，也是特定展会得以连续举办的保证，会展举办具有涉及地域广、行业分散度高的特点，高品牌认可度为优质企业构筑了较高壁垒，新进入者难以争取到客户、展馆场地等资源。对于境外展而言，一个境外会展项目的连续举办要求组展单位能够有效地把握国内外社会公众的心理，整合包括参展商和参展观众、国外政府机构、境外展馆、代理合作机构和展会配套服务机构在内的会展资源，优质的会展企业具备良好的资源整合能力。品牌效应与资源整合能力提升将促进展会规模扩大，而规模效应下展会经营边际成本逐步降低，抬升整体利润率，进一步稳固优质企业竞争力，形成正向循环。

图表 17. 米奥会展固定成本占比超过 50%



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 18. 米奥会展毛利率随着单展规模扩大而增加



资料来源：公司招股说明书，中银证券

轻资产运营+低边际成本+优质现金流，打造优越商业模式。根据会展行业的盈利特点，展会项目通常在培育期和发育期投入成本进行宣传推广以招揽买家观众、扩大展会影响力、提升参展商的参展效率；进入成熟期后，随着会展规模的扩大，品牌效应显著，边际成本较低。行业固定资产投入相对较小，主要投入集中在费用端，属于轻资产运营。其次，会展通常采取预收款模式，应收账款比例占比小，现金流状况健康。

图表 19. 国内主要会展上市公司财务指标（2022 年）

公司名称	主营业务	资产规模（亿元）	固定资产/总资产（%）	应收账款/总资产（%）
兰生股份	展览全产业链	57.61	0.35	2.19
风语筑	展示工程	51.16	3.17	27.83
华凯易佰	展示工程	31.28	8.47	9.69
米奥会展	展览主办	5.95	2.69	0.34

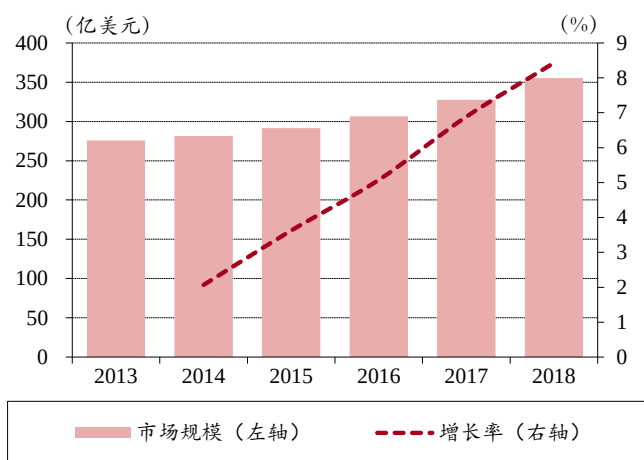
资料来源：ifind，中银证券

2.2 境外展：市场空间广阔，疫情加速出清

2.2.1 欧美占据市场主导，亚太地区高速增长

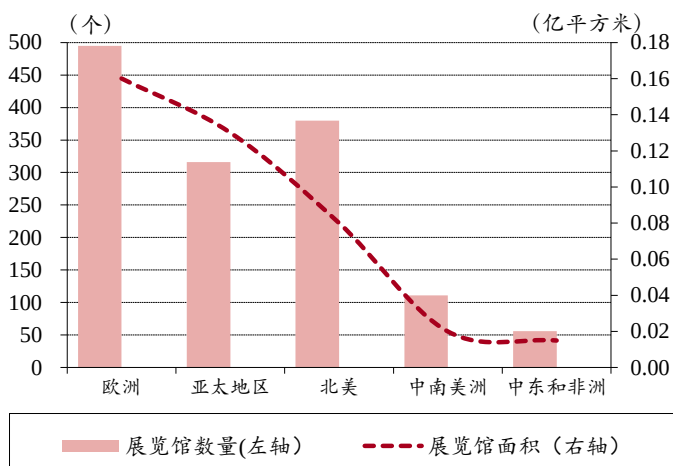
疫情前全球会展行业规模稳步增长。随着经济全球化趋势的深入发展，会展逐渐成为国际贸易的重要营销渠道，疫前会展行业呈稳步增长的态势。根据贸促会发布的《中国展览经济发展报告 2018》和 Technavio 预测数据，2013—2018 年全球会展行业市场规模 CAGR 达 5.19%，无论是市场规模还是增速都实现逐年增长，2018 年全球会展行业市场规模达到 355.2 亿美元。据国际展览产业协会 UFI 发布的《全球展览馆地图》，2022 年全球展馆数量达 1358 个，展览面积达到 0.41 亿平方米。

图表 20. 全球市场规模稳步增长



资料来源：Technavio，贸促会《中国展览经济发展报告 2018》，中银证券

图表 21. 2022 年全球展览数量、面积地区分布

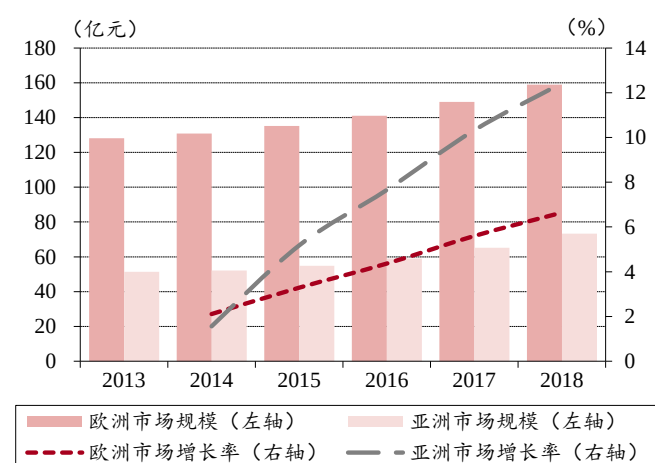


资料来源：UFI，中银证券

欧美市场增速放缓，亚太地区加速扩容。欧美地区会展行业起步较早，已拥有成熟的管理体制和丰富的运营经验，整体上规模大、实力强，在世界会展收入中占据绝对份额，其在会展行业主导地位稳固，增速逐渐放缓。亚太地区作为会展行业的新兴市场，得益于亚太地区贸易需求的增长市场占比逐年提升，根据 Technavio 发布的研究报告显示，2013-2018 年亚太地区市场规模由 51.4 亿美元增长至 73.3 亿美元，CAGR 达 7.36%，增速居全球首位。

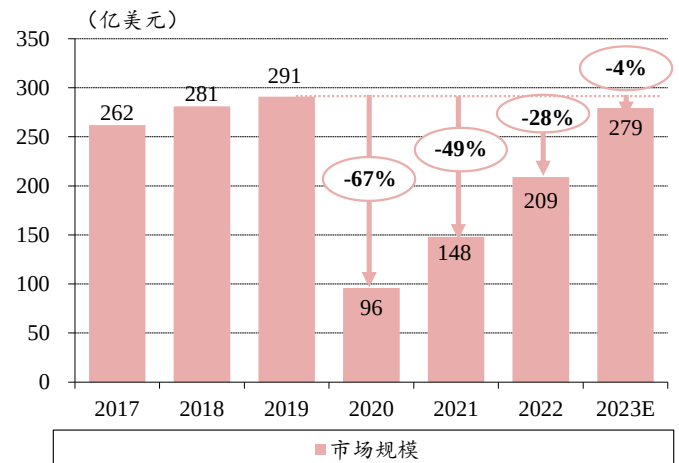
2023 年全球会展行业预计将实现全面复苏。据 Stax 统计预测，受新冠疫情影响，会展行业冲击较大，2020 和 2021 年市场一直处于低迷状态，同比 2019 年分别下降了 67% 和 49%，2022 年随着疫情管控的放开，各个国家线下展览陆续恢复，市场规模预计恢复至 209 亿美元，为疫情前的 72%。2023 年预计将是会展行业加速恢复的一年，预计市场规模将恢复至 2019 年的 96%。

图表 22. 亚洲市场规模增速明显高于欧洲



资料来源: Technavio, 中银证券

图表 23. Stax 预测 23 年会展行业规模恢复到 19 年的 96%



资料来源: Stax, 中银证券

(注: 此预测只包含了全球 20 个市场)

2.2.2 收购兼并拓宽业务边界，海外龙头经验或可借鉴

行业龙头发展经验可循，并购成熟项目筑高竞争优势。国外大型会展公司往往采取并购方式进行会展领域版图扩张，尤其以发展历史悠久，展会规模庞大的德系、美系会展公司为甚。行业品牌壁垒高，培育时间周期长，并购能有效减少客户资源浪费，避免重复的人力资源、场地租赁成本投入，节省时间成本，且有助于快速打开细分市场和细分区域。行业巨头通过对成熟会展项目的吸收，提高了公司在专业化展会办展能力，并实现了规模的快速扩张。

(1) 据 ARM 统计，2022 年英富曼是全球收入规模第一的会展企业。自 1998 年成立以来公司不断拓展业务边界，2011 年起加速并购步伐，先后收购印刷展览品牌 Serigrafia、加拿大最大流行文化展会 Fan Expo Canada、中国最大的美容化妆品业展览会上海百文、美国健康与营养行业展览公司 Virgo、美国领先的展会和专业化信息服务集团 Penton。2018 年收购英国展览业巨头博闻，同年其会展业务收入同比增幅达 104%。公司通过并购打开细分领域市场，确立了在全球整个会展行业的领先地位。

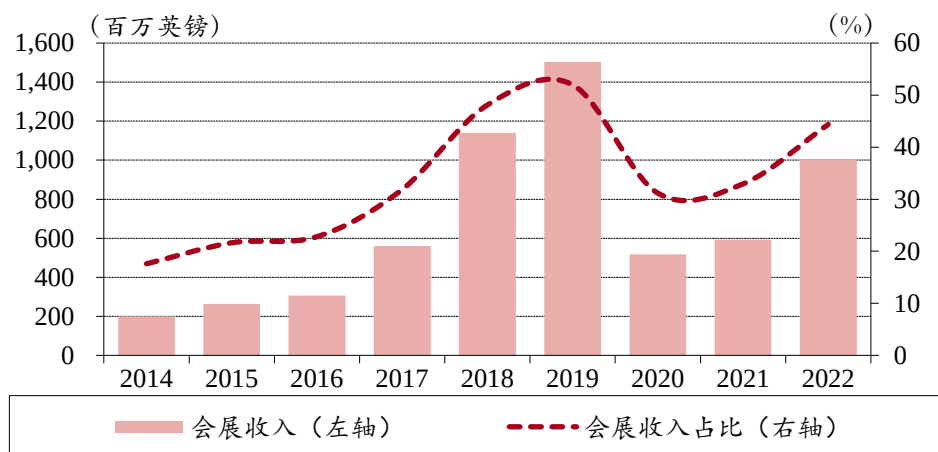
(2) 知名德系会展企业汉诺威展览公司先后收购 Event it 与 Spring Messe Management，两家企业分别在大型展览及会议管理与人力资源管理上具备竞争优势，收购使得公司在会展组织服务电子化进程加速，并使公司一跃成为欧洲人力资源会事最大的组织者。

图表 24. 会展企业收购的主要案例

收购主体	时间	收购对象	介绍
英富曼	2011	Serigrafia	Serigrafia 提升了英富曼在印刷领域的领先地位，与全球最大的印刷相关展览会之一 IPEX 并驾齐驱
	2013	Fan Expo Canada	拓宽了公司在加拿大粉丝博览会的业务边界
	2013	上海百文	增加了公司在中国展览市场的占有率，加强了在美容和美学领域的地位
	2014	Virgo	拓展了公司在美国健康与营养行业的展览业务
	2016	Penton	Penton 是美国领先的展会和专业化信息服务集团，此次收购为公司增加了 30 个领先的展览会品牌，提升了公司在农业、健康和营养领域的地位
	2018	博闻	博闻是英国展览业巨头，此次收购将共同组建全球领先的 B2B 信息服务集团
	2011	Event it	强化了公司在展会人员管理，数字展会建设及大型展览资源策划上的优势，有助于企业异地复制展会
汉诺威	2012	Spring Messe Management	加强企业人力资源管理，增加企业对展会人员调动，展会协助工作的组织能力，赋能企业人力资源方向会展举办可能
克劳斯	2013	Tarsus	Tarsus 是墨西哥知名 B2B 机构，收购提高本企业在墨西哥市场办展可能，增加新地区市场渗透度
	2018	Expo Restaurantes	新添了企业在餐饮行业的展览业务，进一步增加企业墨西哥会展市场占有率

资料来源: 英富曼官网, 汉诺威官网, 美国克劳斯国际展览公司官网, 中银证券

图表 25. 英富曼会展业务收入和占比



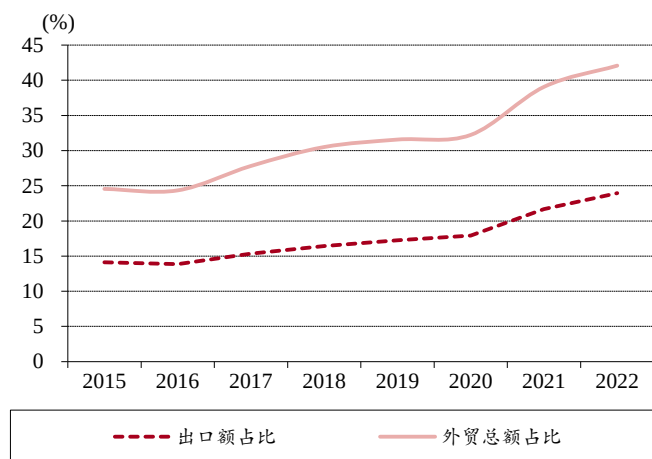
资料来源: Wind, 公司公告, 中银证券

2.2.3 中国制造出海贡献庞大需求，优质供给稀缺疫情加速洗牌

1) 需求侧

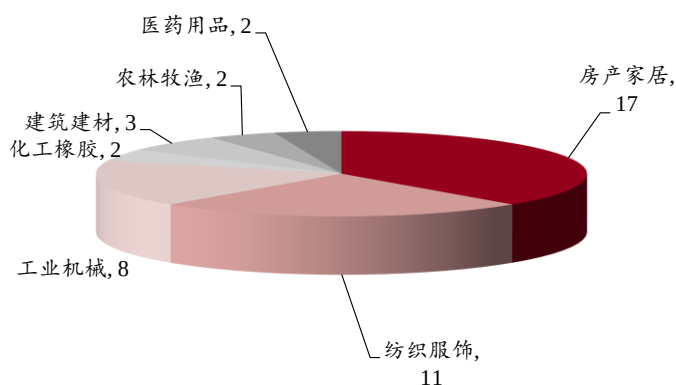
中国制造出海拉动境外展需求，“一带一路”为主要市场。近年来，我国对“一带一路”国家的出口额和外贸总额占比均持续提升。23H1 我国对“一带一路”沿线国家进出口增 9.8%，高出整体外贸增速 7.7pct，占比达到 34.3%，同比增 2.4pct。自 2015 年国家发布“一带一路”经济区建设以来，我国企业出国办展规模迅速增加，为会展行业提供了重大发展机遇。2015-2019 年，中国境外办展数量由 63 场增加到 137 场，展览面积从 32.2 万平方米增加到 67.9 万平方米，4 年 CARG 分别达 21.4% 和 20.5%。

图表 26. 我国与“一带一路”国家进出口贸易额占比



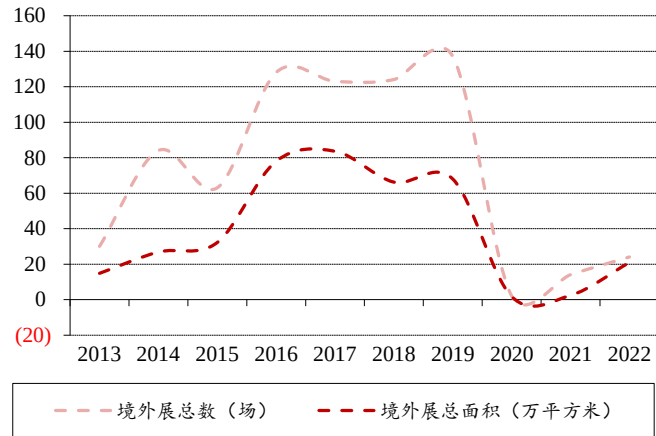
资料来源: 中国海关总署, 中银证券

图表 27. 2019 年境外展主题以制造业为主（场次）



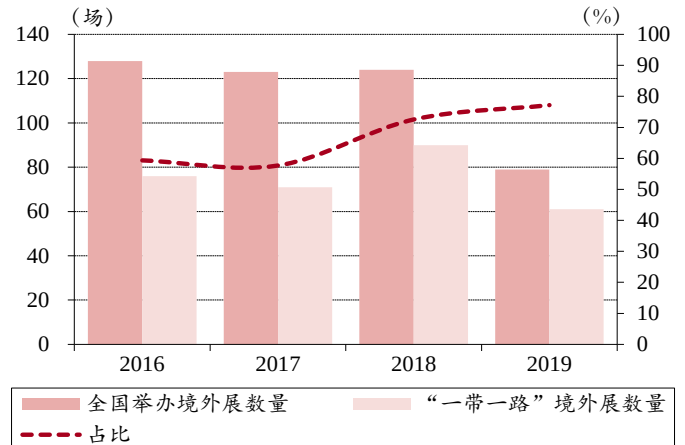
资料来源: 中国会展经济研究会, 中银证券

图表 28. 2014-2022 境外自办展数量和面积



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 29. “一带一路”是我国境外展主要市场



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

全球区域经济合作趋势显著，国际贸易助推境外会展发展。2022 年 1 月，《区域全面经济伙伴关系协议》（RCEP）正式生效，RCEP 是全球目前规模最大和最具发展潜力的区域自由贸易协定，据海关总署数据，2022 年中国与 RCEP 的 14 个成员国进出口贸易额为 12.95 万亿美元，占我国外贸进出口总额的 30.8%，出口总额占比 27.65%，出口额增速高于整体增速 7.01pct。在经济全球化和区域经济合作的背景下，集商品展示、交易和促进经济合作为一体的会展行业将成为促进中国各类企业“走出去”的不可或缺的平台，尤其是专业化、目标市场指向性更为鲜明的出国办展将得到广阔的发展空间，预计会展行业将持续升温。

图表 30. 2020-2022 年我国与 RCEP 成员国贸易情况

年份	RCEP 国家出口额 (万亿元)	yoy (%)	总出口额 (万亿元)	yoy (%)	出口占比 (%)	外贸总额占比 (%)
2020	4.83		17.93		26.93	31.7
2021	5.64	16.80	21.69	20.99	26.00	30.9
2022	6.63	17.50	23.97	10.49	27.65	30.8

资料来源：中国海关总署，商务部，中银证券

2) 供给侧

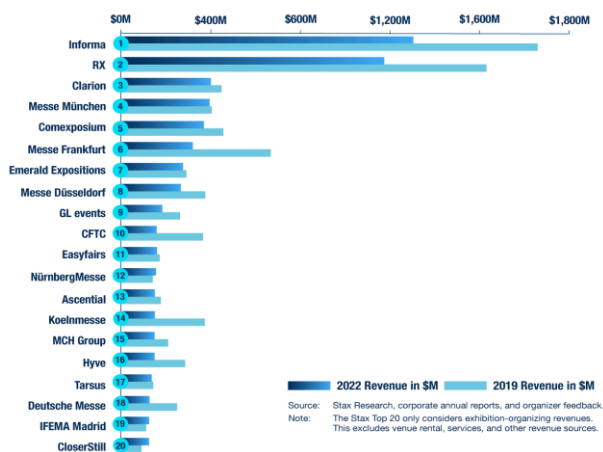
外展优质供给稀缺，国际竞争力有待提升。1) 国内市场：我国会展行业呈现“以政府机构为主体，民营企业、中外合资企业多元参与”的格局。2019 年，中国境外办展主办机构仅有 24 家，其中政府机构、商协会占比较大，企业占比较小，米奥会展作为境外展龙头企业常年稳居前列，除了政府机构外，缺乏规模相当的外展企业与其竞争。2) 国际市场：据 AMR 发布的按展览收入排名前 20 中，2022 年国内仅有中国对外贸易中心上榜，英富曼和励展是全球会展龙头企业，目前已在全球都设立了子公司，业务覆盖范围广，涉及行业更为广泛。从资产规模、收入规模和业务覆盖面等维度来看，外展企业仍有较大进步空间。

图表 31. 2022 年国内上市会展企业和全球龙头企业对比差距较大

主营业务	英富曼 全球展览	励展 全球展览	米奥会展 境外展览	兰生股份 境内展览
覆盖国家和地区	欧洲、南北美洲、亚洲、中东和非洲	22+ 国家	“一带一路”和“金砖国家”沿线地区	国内本土展会
资产规模 (亿元)	121.46	158.29	5.95	57.61
会展收入规模 (亿元)	84.3	9.53	2.58	4.52

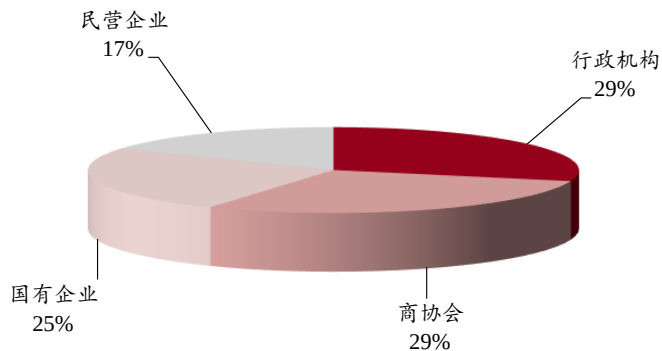
资料来源：各公司官网，Wind，中银证券

图表 32. 2022 年全球会展行业收入前 20 机构



资料来源：ARM, Stax, 中银证券

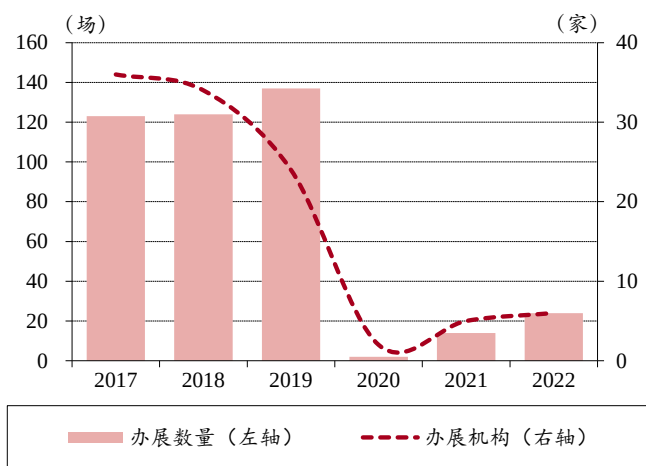
图表 33. 2019 年境外展主办机构政府和商会占比较大



资料来源：中国会展经济研究会, 中银证券

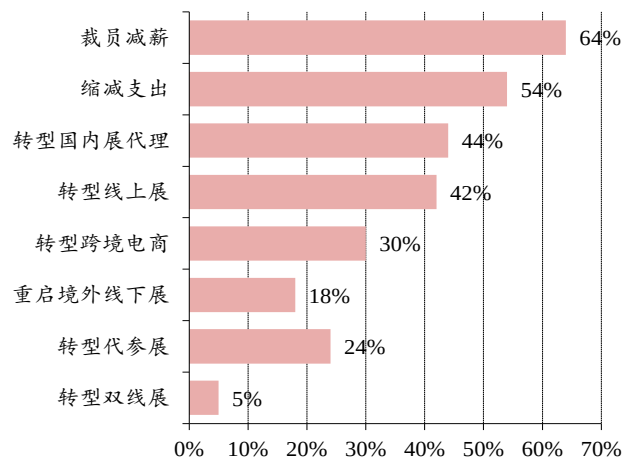
行业洗牌提高市场集中度，优质资源加速整合重组。2017-2019 年我国境外展数量逐年增加，但办展机构逐年减少，从 36 家减少至 24 家，行业初步呈现集中度提高趋势。疫情期间跨区域和出境政策的限制对行业冲击较大，线下会展业务暂停。据中国展览经济报告统计，2020 年 3 月以来 90% 以上的企业收入断流，截至 2021 年 8 月超过 70% 的企业进行业务转型，只有 18% 的企业重启境外线下展，不到 5% 的企业选择了线上线下双线展览模式，2021 年境外展办展机构仅有 5 家。疫情加速出清了抗风险能力弱、经营能力差的公司，而我国会展行业正处于高速发展的上升期，行业洗牌为头部优质企业提供了资源整合的机会，行业集中度有望持续提升。据《中国展览数据统计报告 2017-2019》，米奥会展在境外展的办展规模和数量上常年稳居前列，有望受益于此轮行业出清。

图表 34. 2017-2021 境外展和办展机构数量



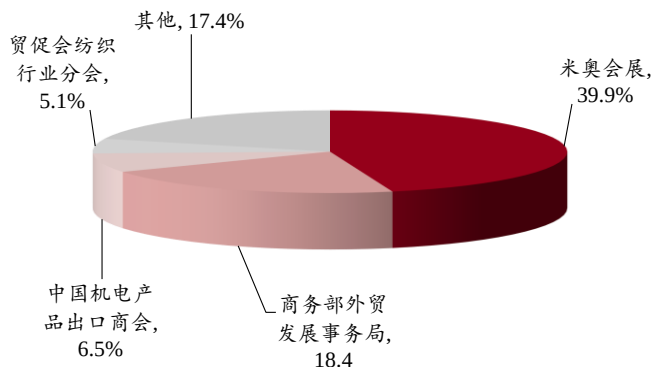
资料来源：中国会展经济研究会, 中银证券

图表 35. 疫情下外展公司大多数选择转型或缩减业务



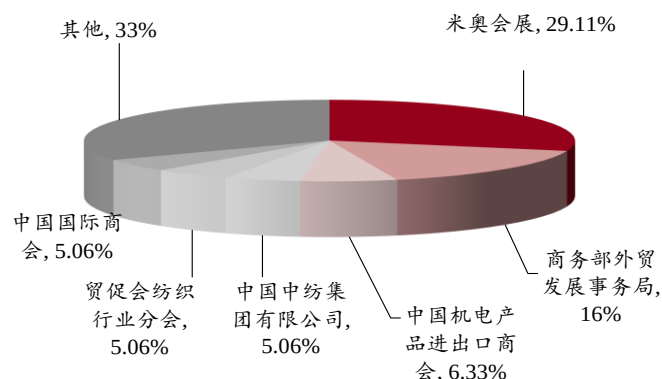
资料来源：中国会展经济研究会, 中银证券

图表 36. 2019 年米奥会展境外办展面积占比位居第一



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 37. 2019 年米奥会展境外办展数量占比位居第一



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

2.2.4 政策端持续发力，各地出台补贴支持外展

政策利好持续释放，驱动行业健康发展。2020 年 4 月商务部发表《关于创新展会服务模式·培育展览业发展新功能有关工作的通知》，要求落实既有政策，指导展览企业用足用好国家惠企政策举措；疫情期间，数字展览经济上升至国家发展战略，各项政策落地支持数字展览的发展；2021 年 6 月商务部发布《“十四五”商务发展规划》，要求完善会展业协调机制，发展线上线下融合的展会模式；2023 年两会政府工作报告提到，2022 年成功举办进博会、广交会、服贸会及首届消博会等重大展会，表明了国家对会展功能的认定；7 月上海市人民政府发布《上海市推动会展经济高质量发展 打造国际会展之都三年行动方案（2023-2025 年）》，强调放大会展带动经济的作用，构建会展经济新生态。利好政策的持续落地，说明国家对会展行业的高度重视，驱动行业健康稳定发展。

图表 38. 会展行业 and 对外贸易的支持性文件

时间	政策名称	发布机构	具体内容
2015 年 3 月	《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》	国务院	意见强调，促进展览业改革发展，关键要坚持专业化、国际化、品牌化、信息化方向，培育壮大市场主体，加快展览业转型升级，努力推动我国从展览业大国向展览业强国发展，更好地服务于国民经济和社会发展全局。
2020 年 4 月	《关于创新展会服务模式·培育展览业发展新功能有关工作的通知》	商务部	通知要求落实既有政策，指导展览企业用足用好国家和地方出台的财政税收、金融保险、复工复产保障等各项惠企政策措施，降低疫情造成的损失。加强政策实施效果跟踪评估，及时反映政策落实中存在的问题。
2020 年 4 月	《关于创新展会服务模式 培育展览业发展新动能》	商务部	大力推动传统展会项目数字化转型，整合现有展会资源，打造网络展会集群，探索线上线下同步互动、有机融合的办展新模式；培育线上展会龙头企业和品牌展会。
2021 年 6 月	《“十四五”商务发展规划》	商务部	发挥好中国国际进口博览会等重要展会平台作用，完善会展业发展协调机制，提升区域性展会平台，打造高水平、专业性、市场化品牌展。发展线上线下融合的展会模式。
2021 年 7 月	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	国务院	大力发展数字展会、社交电商、产品众筹、大数据营销等，建立线上线下融合、境内境外联动的营销体系。
2023 年 3 月	《政府工作报告》	国务院	提及 2022 年成功举办进博会、广交会、服贸会及首届消博会等重大展会，表明国家对会展功能的认定。
2023 年 7 月	《上海市推动会展经济高质量发展 打造国际会展之都三年行动方案（2023-2025 年）》	上海市政府	支持重点展会扩大与长三角合作，推动区域高质量协同发展。提升各类展会对内对外辐射能力，集聚和打造一批具有全球影响力、行业竞争力的会展项目，支持举办各类首发、首秀、首展活动，放大会展经济综合带动效应。

资料来源：国务院、商务部，上海市政府，中银证券

多地出台补贴政策，支持外展企业参展。北京、上海、广东、浙江等多个省市纷纷出台支持政策，对于境外参展的展位费及机票费等进行补贴。其中，北京市提及面向拉美、非洲、中东、东欧、东南亚和中亚等新兴国际市场的支持比例比一般区域高出 20%；重庆市对“一带一路”沿线国家的展位费支持较其他境外地区也高出 20%。

图表 39. 各地对企业参加境外展的补贴政策

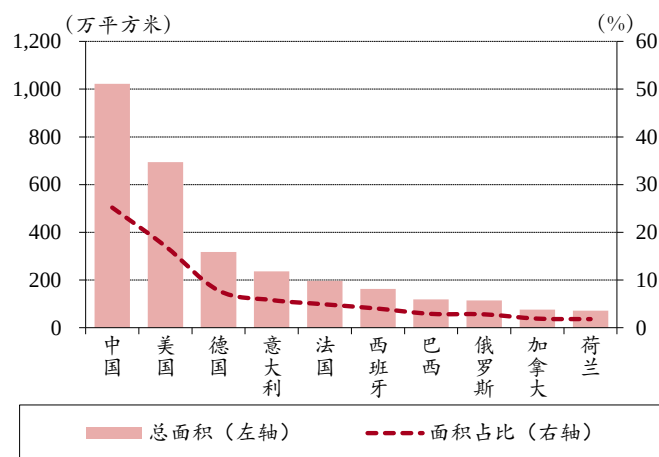
省市	具体补贴政策
北京市	对参加境外展览会的企业提供展位费 50%-70% 的补贴，不包括企业注册费和展位搭建费。支持比例一般为支持内容所需金额的 50%，拓展面向拉美、非洲、中东、东欧、东南亚和中亚等新兴国际市场的支持比例可提高到 70%。
浙江省	企业参加重点类展会的国际贸易展会，支持标准为展位费：最高补助 70%，单个展位最高不超过 5 万元，单个展会单个企业最高不超过 15 万元。
上海市	展位费和公共布展费每 9 平方米最高限额分别为 15000 元和 3000 元。单个展会每个企业最高可申请 27 平方米，展位费和公共布展费最高支持限额分别为 45000 元和 9000 元。小于 27 平方米的，支持限额应按每平方米支持限额进行折算。
福州市	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。与省级政策可叠加，总补助不超过企业实际支出，单家企业单场展会市级补助最高不超过 5 万元。
广东省	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。
江苏省	支持企业参加超 100 个境外线下重点展会，统筹中央和省级资金对出境参展企业展位费给予最高 80% 的补助。
重庆市	企业参加“一带一路”沿线国家展会的展位费按最高不超过 90% 的比例给予支持，参加其他境内外线下展的展位费按最高不超过 70% 的比例给予支持。

资料来源：各地政府、商务局，中银证券

2.3 境内展：市场增长潜力庞大，行业格局较为分散

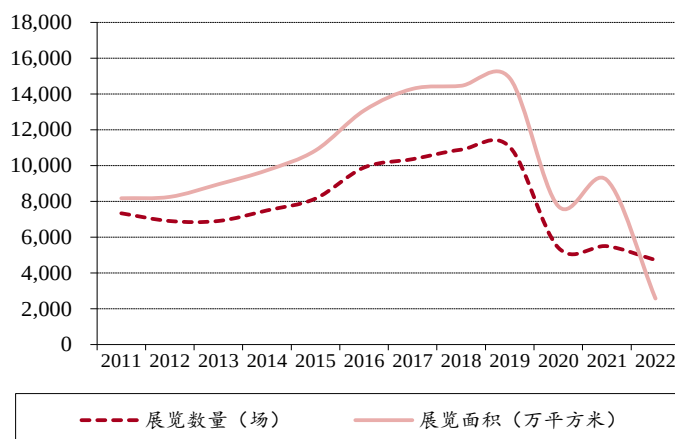
中国会展场馆、数量增速明显，国内会展需求庞大。中国是世界上可供展览面积最多的国家，全球十大展馆中国占据四席，展能均超 30 万平方米，会展场馆建设全球领先。据中国会展经济研究会发布的数据，2011-2019 年中国会展规模增长迅速，展览总数由 7,333 场增至 11,033 场，展览总面积从 8,173 万增至 14,877 万平方米，CAGR 为 5.24% 和 7.78%，彰显出中国市场会展需求旺盛。2020 年后受疫情冲击，展览数量和展览面积直线下滑，预计疫后随着会展需求的修复，国内会展市场的增长潜力较大。

图表 40. 中国展览馆面积和占比居世界首位（截至 2022.2）



资料来源：UFI，中银证券

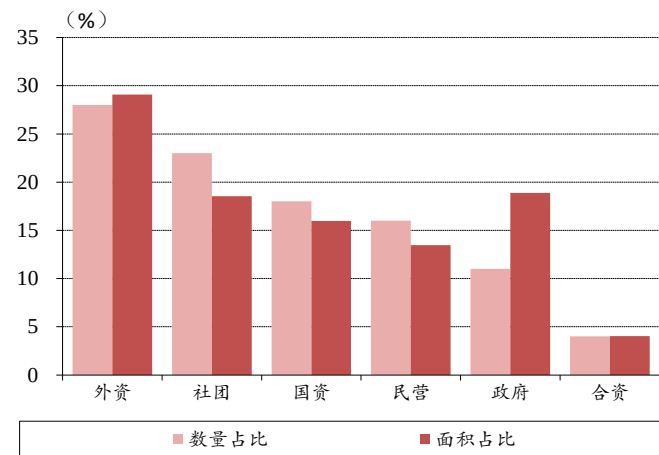
图表 41. 2011-2021 年中国展馆数量和面积变化



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

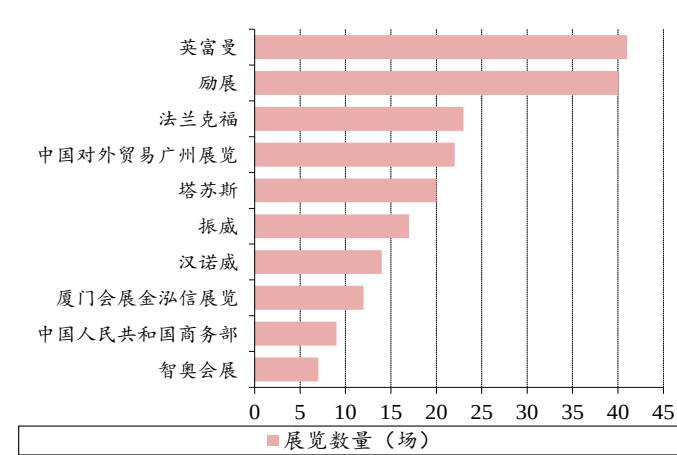
外资企业相对领先，整体格局较为分散。据会展经济研究会数据，2019 年全国展览规模前 100 主办单位中，外资企业举办的展览数量和面积居首位，占比分别高达 28%、29%；办展数量 top3 为英富曼、励展、法兰克福，均为外资知名会展企业。从各企业市占率来看，无论是数量还是面积均有所提升，行业集中度呈增长趋势，但仍处于低位水平，2022 年境内展行业按数量的 CR10 为 4.94%，按面积的 CR10 为 14.01%。

图表 42. 2019 年外资全国展览规模前 100 主办单位中占比最大



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 43. 2019 年外资企业占据内展办展企业数量 top3



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

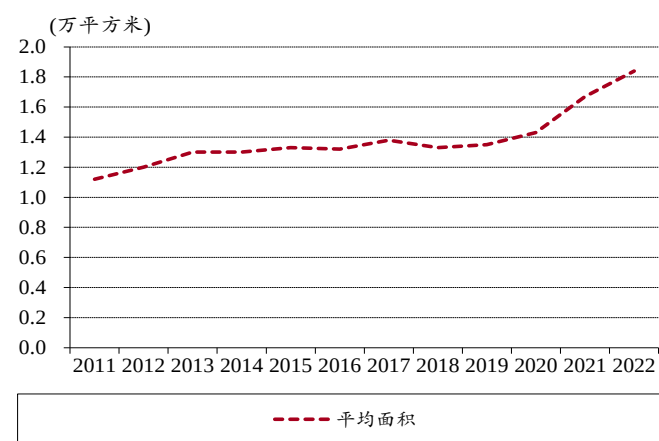
图表 44. 境内会展行业市场集中度较低

2019			2022		
机构名称	数量市占率(%)	面积市占率(%)	机构名称	数量市占率(%)	面积市占率(%)
中国对外贸易广州展览总公司	0.20	2.53	中华人民共和国商务部	0.74	2.87
英富曼展览集团	0.37	2.02	中国对外贸易广州展览有限公司	0.35	2.41
法兰克福展览集团	0.21	1.33	励展会展	0.39	2.10
励展博览集团	0.36	1.21	法兰克福会展	0.39	1.42
汉诺威展览集团	0.13	0.83	中国机械工业集团有限公司	0.35	1.26
厦门会展金泓信展览有限公司	0.11	0.68	华墨展览服务有限公司	1.13	1.06
中华人民共和国商务部	0.08	0.60	红星美凯龙集团	0.39	0.99
智奥会展集团	0.06	0.57	尚格会展服务有限公司	0.35	0.84
塔苏斯展览公司	0.18	0.52	振威展览	0.35	0.58
振威展览股份有限公司	0.15	0.52	广东鸿威国际会展集团有限公司	0.51	0.49
CR10	1.86	10.81	CR10	4.94	14.01

资料来源：国务院、商务部，上海市政府，中银证券

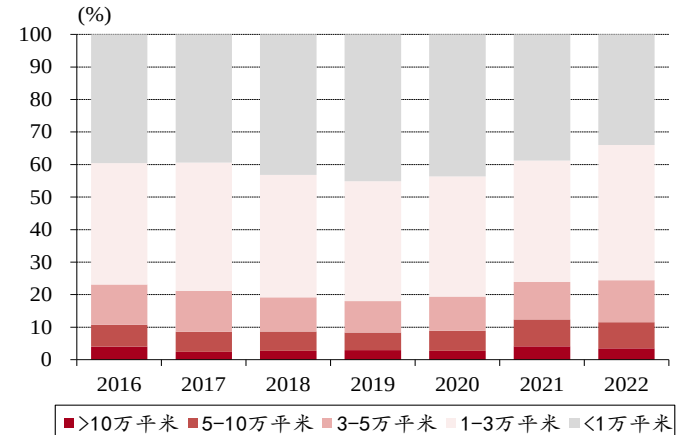
展览规模化趋势显著，单展面积逐步扩大。2011-2022 年，我国会展的平均面积已从 1.12 万增至 1.84 万平方米，部分中小型会展在疫情期期间可能出现停办，导致疫情期间平均面积增长尤为迅速。2016-2022 年，1 万平方米以下的会展占比已经从 40% 下降至 34%。展览规模化效应显著，单展面积的扩大也彰显了头部企业市场中的参与度可能有所提升。

图表 45. 单展平均面积逐年增长



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 46. 大规模会展数量占比逐步增加



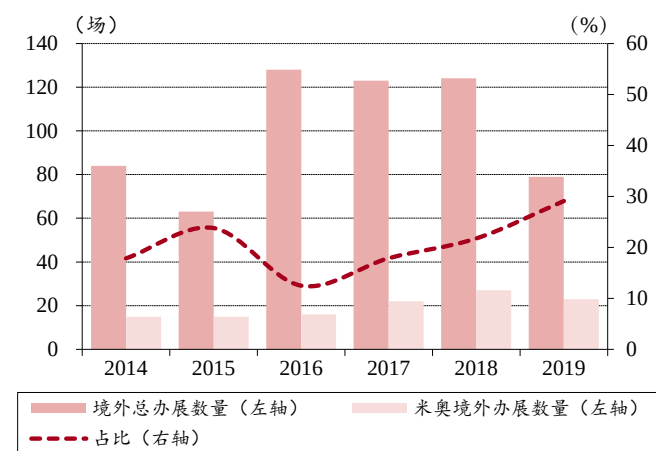
资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

3 公司优势：展会经验丰富，品牌优势显著

3.1 自主品牌打造坚实护城河，“一带一路”先发优势显著

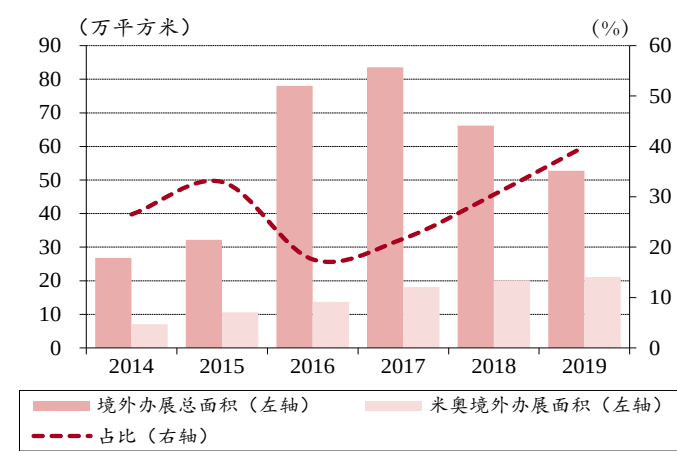
办展规模、数量位居榜首，品牌、规模优势显著。2014-2019 年米奥会展连续 6 年成为国内办境外展面积规模最大的办展机构，2019 年达 21.09 万平方米，占境外展总面积的 40%；2018 年境外展数量高达 27 场，2019 年为 23 场，分别占比 22%和 29%。旗下两大展会品牌 Homelife 及 Machinex 在“一带一路”新兴市场已具有较高知名度，品牌影响力和规模效应优势明显。Homelife 系列展会以“中国品牌家居”为概念，展出内容涵盖家具、家用电器及电子消费品等；Machinex 系列会展主要针对工业机械类行业，涵盖塑料机械、印刷包装、食品加工等。2019 年 Homelife 系列展会在波兰、土耳其、巴西、南非、约旦等 11 个国家累计举办 11 场，Machinex 系列展会在波兰、尼日利亚等 9 个国家累计举办 9 场，两大品牌系列展会为中国中小制造企业开拓海外市场提供了重要渠道。

图表 47. 米奥会展境外展数量占比高



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 48. 米奥会展境外展面积占比高



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 49. 米奥会展家居展和机械展布局



资料来源：Homelife 官网，Machinex 官网，中银证券

图表 50. 2019 年 Homelife 举办情况

展会名称	城市	设立以来累计举办场次
Poland Homelife	波兰/华沙	8
Turkey Homelife	土耳其/伊斯坦布尔	6
Egypt Homelife	埃及/开罗	6
Brazil Homelife	巴西/圣保罗	6
South Africa Homelife	南非/约翰内斯堡	5
Jordan Homelife	约旦/安曼	16
Kazakhstan Homelife	哈萨克斯坦/阿拉木图	6
Dubai Homelife	阿联酋/迪拜	10
India Homelife	印度/孟买	7
Mexico Homelife	墨西哥/墨西哥城	3
Nigeria Homelife	尼日利亚/拉各斯	2

资料来源：公司公告，中银证券

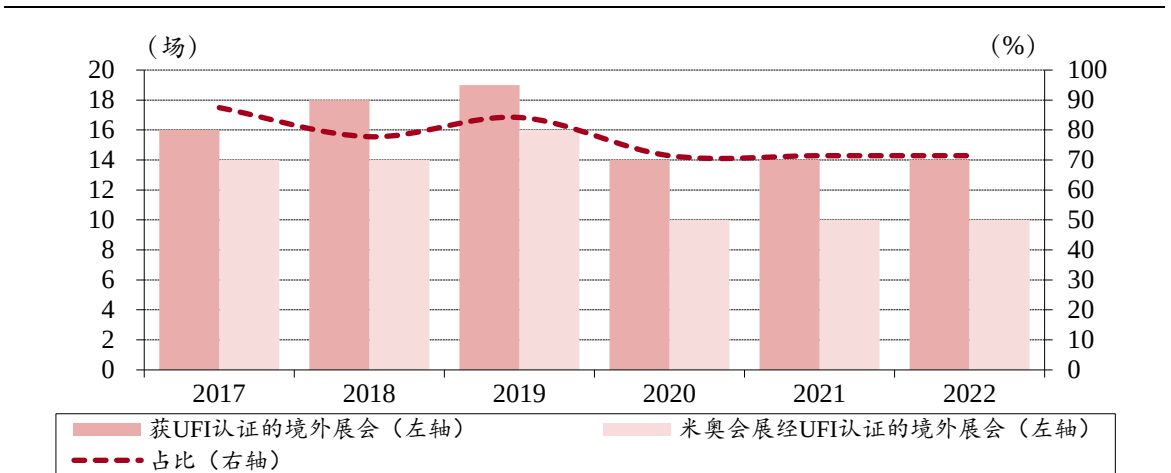
图表 51. 2019 年 Machinex 举办情况

展会名称	城市	设立以来累计举办场次
Jordan Machinex	约旦/安曼	16
India Machinex	印度/孟买	7
Kazakhstan Machinex	哈萨克斯坦/阿拉木图	6
Brazil Machinex	巴西/圣保罗	6
Egypt Machinex	埃及/开罗	6
South Africa Machinex	南非/约翰内斯堡	5
Poland Machinex	波兰/华沙	8
Mexico Machinex	墨西哥/墨西哥城	3
Nigeria Machinex	尼日利亚/拉各斯	2

资料来源：公司公告，中银证券

办展能力获 UFI 认证，提升海外知名度。公司办展能力已深受国外权威机构认可，是中国首个获得国际展览业协会（UFI）认证的境外办展企业，拥有承办国家化高标准展会的资质和条件。2019 年，中国境外自主办展通过 UFI 认证的有 19 个，其中 16 个为米奥会展承办的展览，占中国境外展获得 UFI 认证项目的 84%。

图表 52. 米奥境外展获 UFI 认证占比最大



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

布局“一带一路”地区，先发优势显著。2016 年起，公司先行布局“一带一路”市场，公司搭建的“自主产权、自主品牌、自主运营”展览平台已基本覆盖“一带一路”重要贸易节点国及“金砖国家”。截至 2019 年，公司境外展已覆盖土耳其、波兰、埃及、南非、尼日利亚、墨西哥、巴西、哈萨克斯坦、印度、阿联酋等 12 个国家和地区，覆盖全球四大洲，切合新兴市场经贸需求，2016-2019 年公司在“一带一路”沿线地区境外展办展数量和面积领先，在“一带一路”区域公司境外自办展具有明显的市场先发优势。

图表 53. 米奥会展在“一带一路”地区办展数量及面积领先

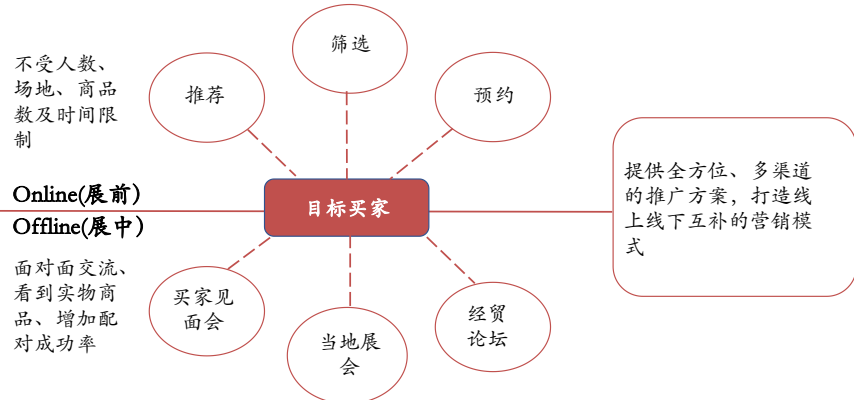
	数量 (个)	面积 (万平方米)	面积占比 (%)
2016	12	12.3	24.62
2017	16	15.3	18.31
2018	22	16.7	25.25
2019	2	19.11	36.18

资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

3.2 运营管理能力突出，深耕行业经验丰富

工业流水化式办展可复制，撮合平台创新经营模式。公司根据境外办展的业务流程和项目特点流程再造后形成了工业化流水线的会展运营模式，拥有批量举办会展的能力，充分利用已有的展商、买家、媒体、供应商等会展资源，降低了公司管理、营销等运营成本，形成了规模效应。同时，工业流水化式办展模式具有可复制性，保证了办展质量的稳定性，有利于公司充分发挥境外自办展品牌在营销传播和品牌推广方面的作用。公司通过搭建“China Homelife 247”展会外贸 O2O 撮合平台实现线上展览与已有的线下业务进行整合，打造线上线下互动互补的营销服务模式，为境内卖家和境外买家提供多方位、全渠道的推广方案，从而形成了创新会展服务新业态。

图表 54. 米奥会展线上线下互补模式



资料来源：公司公告，中银证券

办展经验丰富，积累优质行业资源。公司深耕境外展近十年，展会涉及家居、工业机械、纺织等行业，在海外积累了丰富的办展经验，拥有长期合作的供应商和客户，积累了大量优质供应商数据和采购商数据，Trade China 平台积累了超过 190 万条展会买家数据。疫情期间，公司转型数字展，通过整合 CRM 客户管理系统，将海外合作伙伴、国内推广团队、外贸服务团队、商家运营团队的信息全部整合在新的 CRM 系统中，各方数据互通、活动互通、沉淀数据，疫情前期积累的经验、资源，为公司线上数字展览迅速开拓了市场，帮助公司在线上数字展市场率先占领先机，提升了运营和协作效率。

图表 55. 米奥会展合作的行业协会和买家资源



资料来源：公司官网，网展贸官网，中银证券

4 未来看点：内生外延持续扩张，转型升级提质增效

4.1 看点一：巩固根据地+拓展新市场，横向开拓业务版图

加速全球展会布局，抢占 RCEP 和发达国家展会市场。2023 年公司三大出海路径分为：（1）RCEP 持续对接市场红利：越南-印尼-日本；（2）深耕美洲跨境展会市场：美国-墨西哥-巴西；（3）抢占中国最大贸易伙伴欧盟市场：波兰-土耳其-德国。在原有展会区域布局基础上，公司加大 RCEP 国家开发力度，在韩国、印度尼西亚、泰国、越南、新加坡、马来西亚等国举办线下、线上专业展会；2023 年 1 月，RCEP 正式对东盟第一大经济体印尼生效，基于这一高潜力市场，公司 2023 年全球展会计划首发站即定位印尼，助力中国企业抢占印尼市场，获得先发优势。此外，2023 年公司首次进入美国、德国、日本发达市场，夯实市场版图的全面性。

图表 56. 2023 年印尼展



资料来源：公司公众号，中银证券

图表 57. 2023 首次进入美国、德国



资料来源：公司公众号，中银证券

图表 58. 2021 米奥会展全球营销版图



资料来源：公司公告，中银证券

4.2 看点二：外延并购+合作办展，纵深推进细分市场

外延并购布局细分市场，迅速扩充业务版图。2021 年公司收购了深圳华富展览服务有限公司 51% 的股权和中国中纺集团有限公司中纺广告 60% 的股权，补充了国内市场、亚太市场专业会展的空缺。此外疫情加速行业出清，公司也有望借机加快收购步伐。

深圳华富补充内展短板，中纺广告开拓专业展边界。华富展览主营 CEET 创教展，CEET 创教展是国内教育装备产业链活动品牌，在教育展览细分领域内做出了行业标杆和特色之路。以深圳教育装备博览会为例，2023 年展会规模达到了三万多平方米，覆盖了 350+展商，专业观众有 50000+。公司通过收购深圳华富展览，进一步丰富了公司经营业务的细分行业领域。中纺广告主营纺织服装展，核心项目是创办于 2003 年的 AFF 展会，AFF 展是日本最大的纺织服装 OEM 展会，展会复购率可达 60% 以上，买家则覆盖了几几乎所有业内主流企业。公司收购中纺广告加强了公司在海外细分市场专业会展的办展能力，持续赋能公司业务边界拓展。

图表 59. 深圳华富和中纺广告基本信息

收购标的	深圳华富展览服务有限公司	中纺广告展览有限公司
业务布局	深圳、西安、成都、上海、杭州、石家庄、银川、马来西亚等	中国、日本、越南、法国、美国、俄罗斯、南非、加拿大、德国、西班牙、澳大利亚等
业务类型	展览展示工程；展览展示策划；会议策划；企业品牌形象策划；展览装饰设计策划等；	组织展览展示；组织文化艺术交流；设计、制作、代理、发布国内和外商来华广告；广告信息咨询；
收购股权比例	51%	60%
收购时间	2021 年 8 月	2022 年 3 月

资料来源：公司公告、公司官网，中银证券

合作办展优势互补，进一步拓宽业务布局。 2023年5月，公司与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，资源优势互补助力工业零部件会展领域深度挖掘。此外，公司与主攻内展的企业也存在合作的可能，将对方在国内资源和公司在海外落地的优势相结合。如上海国资企业兰生股份旗下工博会，广印展均存在“走出去”诉求，且已与会展头部公司就国际化事宜进行探讨，两公司间有望实现优势互补，进一步拓展业务布局。

专业展发展确定性强，自办展全新升级专业展。专业化展览已成为国际展览业发展的趋势，2023 年公司 TradeChina 全球自办展全新升级为 8 大专业展同档期举办，由综合展向专业展转型，公司目前已经公布的展览计划来看，2023 年 8 大专业展览分别为纺织服装展、消费电子展、工业机械展、建材五金展、汽车摩托车零配件展、家居礼品展、家用电器展、美容美发展。无论是外延合作的展会还是公司的自办展会，都呈现出公司向专业展转型的趋势。专业展相对于综合展对于展商吸引力更强复购率更高，有望推动业务的快速发展。

图表 60. 2023 年米奥专业展排期

[illegible]

资料来源：公司公众号，中银证券

4.3 看点三：疫情重塑业务模式，数字平台助力精准营销

开拓数字展和双线双展，率先走出疫情困局。公司 2016 年开始投入会展互联网产品研发，2017 年推出“China Homelife 247”展会外贸 O2O 撮合平台，提高了交易成功率；2020 年受新冠疫情影响，线下展会业务暂停，公司及时进行业务转型，先后推出在线数字展览产品——网展贸 Max、双线展产品——网展贸 Meta 依托公司多年的线下办展经验和积累的客户资源，线上数字展取得较大成效。据《中国会展经济研究报告》，2020、2021 年公司通过网展贸 Max 分别举办了 100 场、363 场境外线上展，疫情期间公司连续两年成为举办境外线上展数量最多的公司，远超同行水平，两年内数字展的营业收入占比分别达 88.3%和 84.6%，驱动公司业绩加速修复。2022 年公司先后在“一带一路”及 RCEP 等多个重点国家举办 17 场双线双展，共 4563 家次企业参展，达成采购意向金额 122 亿美元。

图表 61. 数字展产品概况

产品	年份	展商数 (家)	覆盖区域范围	展览数 (场)	贸易额
网展贸 Max (线上展览)	2020	2,156	墨西哥、阿联酋、巴西等 20 余个国家		
	2021	近 3,000	阿联酋、印度、波兰等 127 个国家		300+亿元
	2022	4,700+	迪拜、土耳其、印度等 11 个国家	18	
网展贸 Meta (双线双展)	2021	471	波兰、迪拜、墨西哥举办 3 场双线展		近 1 亿美元
	2022	4,563	“一带一路”及 RCEP 重点国家、墨西哥、巴西、南非等	17	122 亿美元

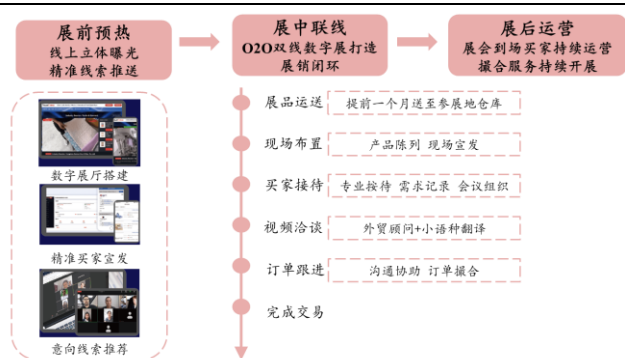
资料来源：公司公告，中银证券

图表 62. 网展贸三大功能



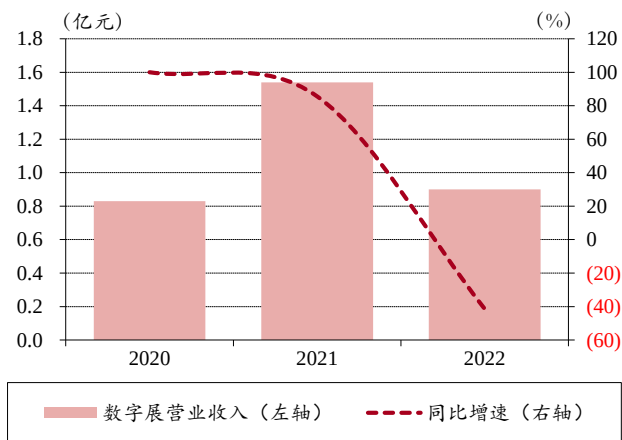
资料来源：公司官网，中银证券

图表 63. 双线双展运营模式



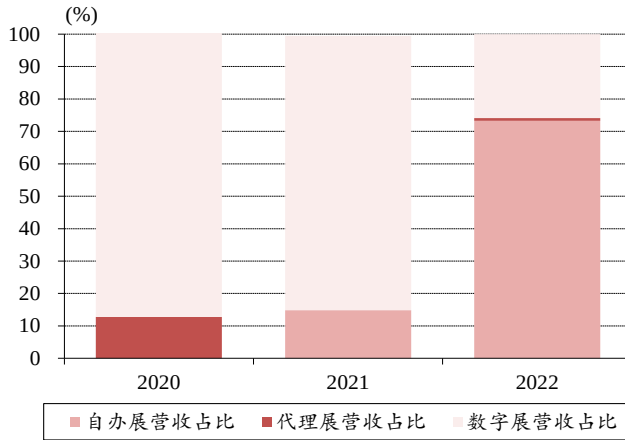
资料来源：网展贸官网，中银证券

图表 64. 疫情期间数字展营业收入



资料来源：Wind，中银证券

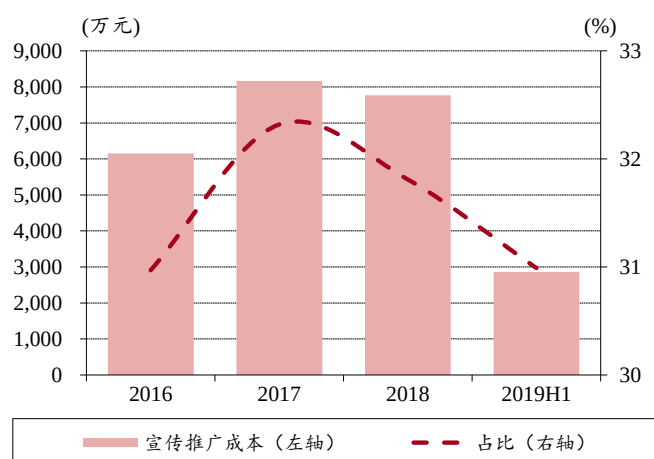
图表 65. 疫情期间数字展营收占比高达 80%



资料来源：Wind，中银证券

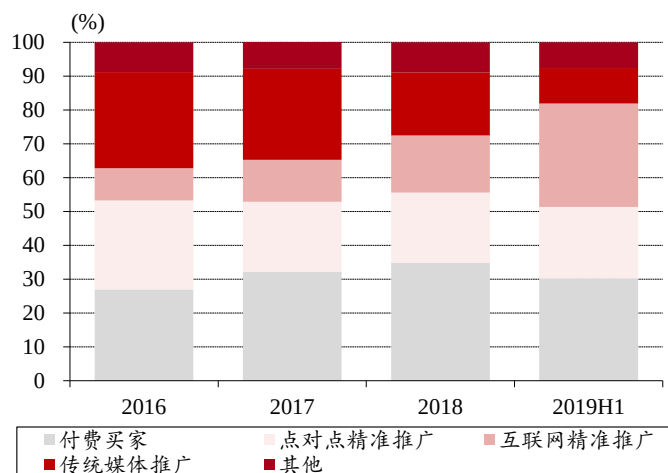
数字平台助力精准营销，提升整体运营效率。根据疫前公司的成本结构来看，宣传推广成本占比近 3 成，此项成本的下降对总成本的影响较大；且公司疫前已经在优化宣传推广方式，降低传统媒体，增加付费买家计划和互联网推广等精准推广模式。疫情期间公司进行数据库客户信息优化，平台对客户及商品信息收集更精准，办展质量有效提升，数字展精准销售成效显著，有望降低运营成本，提升整体运营效率。

图表 66. 宣传推广成本占比较高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 67. 各推广模式成本占比



资料来源：公司公告，中银证券

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

境外自办展在公司业务中占比较高，因此我们对境外自办展单展模型进行了简单测算，预计 23-25 年将实现收入 6.79/8.88/10.65 亿元，对应毛利率分别为 54.93%/59.38%/62.99%。

1) 收入端：

a.展会收入：根据公司公布展会计划及合同负债数据，我们预计 2023 年公司的境外自办展展会数量为 18 场，约销售展位 13000-13500 个，后续年份预计展会数量会随着公司的市场布局扩大而逐步提升，单展规模也将随着品牌影响力增强逐步提升，预计展位单价存在小幅上涨。

b.其他收入：O2O 平台后续更多以赋能形式存在，收入占比不会太高；人员收入方面，短期内由于出境存在较多限制，而办展需求旺盛，预计随团率和人次单价较高，且赠送率较低。后续会逐步回归正常水平。

2) 成本端：

a.展馆租赁成本：租赁面积预计会和公司的目标销售展位成正比逐年增加，单位价格会随着全球通胀水平小幅上涨。

b.宣传推广成本：随着线上平台使用，运营效率增强，预计宣传推广成本占比会逐步下降。

c.服务运营成本：主要与销售展位面积正相关

d.机票地接成本：短期内由于出境供给存在限制占比较高，后续会逐步下降。

图表 68. 境外自办展单展模型

	2023E	2024E	2025E
收入（万元）	67,872	88,841	106,541
yoy(%)		31	20
1)展位收入(万元)	52,297	69,360	82,984
展会数（场）	18	20	22
单展展位数（个）	730	850	920
展位数（个）	13,140	17,000	20,240
展位单价（万元/个）	3.98	4.08	4.10
收入占比（%）	77	78	78
2)O2O 平台收入（万元）	6,000	8,000	11,000
收入占比（%）	9	9	10
3)人员收入（万元）	9,574	11,481	12,557
随团率（%）	48	48	47
随展人次（人次）	6,307	8,160	9,513
人员赠送率（%）	31	33	34
人次单价（万元）	2.2	2.1	2
收入占比（%）	14	13	12
成本（万元）	30,588	36,084	39,429
yoy(%)		18	9
1)展馆租赁成本（万元）	4,095	4,545	5,175
租赁面积（m²）	210,000	225,000	250,000
单位价格（元/m²）	195	202	207
成本占比（%）	13	13	13
2)宣传推广成本（万元）	10,094	11,547	12,223
成本占比（%）	33	32	31
3)服务运营成本（万元）	4,730	6,120	7,286
成本占比（%）	15	17	18
4)机票地接成本（万元）	11,668	13,872	14,745
成本占比（%）	38	38	37
毛利（万元）	37,284	52,757	67,112
毛利率（%）	54.93	59.38	62.99

资料来源：公司公告，中银证券

我们预计 23-25 年公司将实现营收 7.79/10.00/12.01 亿元，yoy+123.63%/+28.41%/+20.09%，对应毛利率为 54.97%/58.59%/61.26%。分板块来看：

(1) 境外自办展：根据前文假设，预计 23-25 年将实现收入 6.79/8.88/10.65 亿元，对应毛利率分别为 54.93%/59.38%/62.99%。

(2) 境内自办展：23 年预计较疫前实现小幅增长，24-25 年公司存在收购标的预期，可能会实现提速增长，预计 23-25 年将实现收入 0.05/0.15/0.38 亿元，对应毛利率分别为 22%/23%/24%。

(3) 代理展：根据公司战略，代理展竞争激烈，未来不会作为发展重点，预计 23-25 年将实现收入 0.05/0.05/0.06 亿元，对应毛利率分别为 37%/37%/37%。

(4) 数字展及其他：未来数字展主要作用为赋能，仍以线下展为主，预计 23-25 年将实现收入 0.91/0.92/0.92 亿元，对应毛利率分别为 58%/58%/58%。

图表 69. 主营业务营收及毛利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、自办展							
收入	383.09		27.28	255.30	683.72	903.41	1,102.91
YoY(%)	(3.30)			835.74	167.81	32.13	22.08
毛利率(%)	46.62		42.32	47.31	54.69	58.78	61.67
境外自办展							
收入					678.72	888.41	1,065.41
YoY(%)						30.90	19.92
毛利率(%)					54.93	59.38	62.99
境内自办展							
收入					5.00	15.00	37.50
YoY(%)						200.00	150.00
毛利率(%)					22.00	23.00	24.00
二、代理展							
收入	37.74	11.65	0.33	3.29	4.61	5.30	5.83
YoY(%)	(1.23)	(69.13)	(97.14)	888.75	40.00	15.00	10.00
毛利率(%)	39.33	41.58	(1,111.78)	(1.21)	37.00	37.00	37.00
三、数字展及其他							
收入	4.94	82.70	154.03	89.73	90.62	91.53	92.45
YoY(%)	99.83	0.00	86.24	(41.75)	1.00	1.00	1.00
毛利率(%)	78.14	36.63	61.86	56.97	58.00	58.00	58.00
合计							
收入	425.78	94.35	181.64	348.31	778.95	1,000.24	1,201.18
YoY(%)	(2.50)	(77.84)	92.51	91.76	123.63	28.41	20.09
毛利率(%)	46.34	37.24	56.77	49.34	54.97	58.59	61.26

资料来源：公司公告，中银证券

5.2 投资建议

1) 公司作为国内境外自办展龙头企业，自主品牌成功孵化已拥有较高认可度，在“一带一路”地区先发优势显著；2) 疫情期间抓住机遇并购，实现外延扩张，疫后积极向专业展方向转型；3) 数字化营销驱动业绩修复和效率提升，具备经营韧性，短中长期来看增长驱动因素皆具备。我们预计 2023-2025 年公司实现收入 7.79/10.00/12.01 亿元，归母净利润分别为 1.81/2.70/3.65 亿元，对应 P/E 分别为 29.3/19.7/14.6 倍。

公司主营业务为境外自办展，我们选取主营业务为展示工程的风语筑、华凯易佰、布局展览全产业链的兰生股份作为可比公司，可得其 23-25 年的平均 P/E 为 21.2/17.6/14.5 倍。米奥会展 23-25 年 P/E 为 29.3/19.7/14.6 倍，略高于平均值但仍处于合理区间，且预计公司业绩增速较高，成长性充足。综上所述，首次覆盖，给予增持评级。

图表 70. 可比公司 2023 年估值状况 (截至 2023.8.17)

股票代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E	
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603466.SH	风语筑	73.40	0.66	3.94	4.65	5.76	18.61	15.77	12.73
300592.SZ	华凯易佰	72.18	2.16	3.53	4.85	6.27	20.42	14.88	11.51
600826.SH	兰生股份	62.91	1.15	2.57	2.85	3.29	24.49	22.05	19.13
平均值							21.17	17.57	14.46
300795.SZ	米奥会展	53.22	0.50	1.81	2.70	3.65	29.32	19.73	14.58

资料来源：同花顺，中银证券，可比公司数据来自同花顺一致预测

6 风险提示

地缘政治风险：公司主营业务为境外展会，易受到国际地缘政治关系的影响，若与主办国之间关系出现较大波动，可能会对公司的业务开展造成不利影响。

出展率不如预期风险：会展与经济发展高度相关，若宏观经济不景气，全球贸易萎缩，可能会对会展行业造成较大冲击，企业参展需求下滑。

客户变动较大风险：公司客户以中小型企业为主，客户较为分散。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	182	348	779	1,000	1,201
营业收入	182	348	779	1,000	1,201
营业成本	79	176	351	414	465
营业税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	94	86	136	180	216
管理费用	46	36	62	70	72
研发费用	24	16	31	40	48
财务费用	(5)	(9)	(7)	(9)	(11)
其他收益	6	5	2	2	2
资产减值损失	(9)	(4)	(2)	(2)	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(7)	8	0	0	0
投资收益	1	4	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(66)	56	204	303	410
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	(68)	55	203	302	409
所得税	(9)	4	18	27	37
净利润	(59)	51	185	275	373
少数股东损益	(2)	1	4	6	7
归母净利润	(58)	50	181	270	365
EBITDA	(62)	41	215	325	432
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.38)	0.33	1.20	1.78	2.41

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	400	464	682	711	917
货币资金	298	440	617	664	845
应收账款	3	2	6	1	5
应收票据	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
预付账款	14	10	29	22	30
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	85	12	30	24	37
非流动资产	123	132	140	139	136
长期投资	19	14	14	14	14
固定资产	19	17	21	21	21
无形资产	17	15	16	16	13
其他长期资产	69	86	89	88	87
资产合计	523	595	822	849	1,052
流动负债	119	129	335	316	439
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5	19	16	16	10
其他流动负债	114	110	319	300	430
非流动负债	6	7	7	7	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	7	7	7	6
负债合计	125	137	341	323	445
股本	100	101	152	152	152
少数股东权益	14	11	15	20	28
归属母公司股东权益	384	448	466	506	579
负债和股东权益合计	523	595	822	849	1,052

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(59)	51	185	275	373
折旧摊销	8	11	20	33	34
营运资金变动	62	66	165	1	98
其他	(25)	(52)	(7)	(7)	(11)
经营活动现金流	(14)	76	363	302	494
资本支出	(4)	(2)	(28)	(34)	(31)
投资变动	31	58	0	0	0
其他	3	(92)	0	0	0
投资活动现金流	30	(37)	(28)	(34)	(31)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(26)	11	(163)	(229)	(292)
其他	20	(11)	6	8	10
筹资活动现金流	(5)	0	(157)	(221)	(283)
净现金流	11	39	178	47	180

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	92.5	91.8	123.6	28.4	20.1
营业利润增长率(%)	(20.3)	(185.0)	266.0	48.5	35.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(10.8)	(187.4)	260.2	48.6	35.4
息税前利润增长率(%)	(23.5)	(142.1)	557.0	49.9	36.0
息税折旧前利润增长率(%)	(27.7)	(165.5)	426.7	51.0	32.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(10.8)	(187.4)	260.2	48.6	35.4
获利能力					
息税前利润率(%)	(38.8)	8.5	25.0	29.2	33.1
营业利润率(%)	(36.1)	16.0	26.2	30.3	34.1
毛利率(%)	56.8	49.3	55.0	58.6	61.3
归母净利润率(%)	(31.7)	14.5	23.3	27.0	30.4
ROE(%)	(15.0)	11.3	39.0	53.3	63.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.7)	(0.9)	(1.3)	(1.2)	(1.4)
流动比率	3.3	3.6	2.0	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.6	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	96.7	154.6	200.0	300.0	400.0
应付账款周转率	42.2	28.9	44.4	62.1	92.9
费用率					
销售费用率(%)	51.5	24.8	17.5	18.0	18.0
管理费用率(%)	25.4	10.2	8.0	7.0	6.0
研发费用率(%)	12.9	4.5	4.0	4.0	4.0
财务费用率(%)	(2.5)	(2.5)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.4)	0.3	1.2	1.8	2.4
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.1)	0.5	2.4	2.0	3.3
每股净资产(最新摊薄)	2.5	3.0	3.1	3.3	3.8
每股股息	0.0	0.0	1.1	1.5	1.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(92.3)	105.6	29.3	19.7	14.6
P/B(最新摊薄)	13.9	11.9	11.4	10.5	9.2
EV/EBITDA	(27.9)	88.5	21.6	14.1	10.2
价格/现金流(倍)	(372.3)	70.1	14.7	17.6	10.8

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371