



Research and
Development Center

内展龙头，内生稳定，外延可期

—兰生股份(600826.SH)公司深度报告

2024年1月9日

教育人服行业首席分析师 范欣悦
S1500521080001
fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

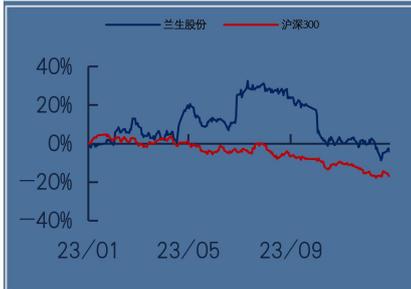
公司研究

公司深度报告

兰生股份(600826.SH)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	8.86
52周内股价波动区间(元)	12.32-8.48
最近一月涨跌幅(%)	-5.51
总股本(亿股)	5.29
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	47.10

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

内展龙头，内生稳定，外延可期

2024年1月9日

本期内容提要：

- ◆ **背靠上海国资委，置入优质会展资产。**集团会展业务最早可追溯到98年，20年10月兰生股份完成重大资产重组，转型为以会展为主营业务的上市公司。公司拥有会展业全产业链资源，业务涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等，全年主办、承办近30场展会，近100万平方米展会规模，服务130万人次观众。
- ◆ **坐拥稀缺展馆资源，打造会展业全产业链。**公司拥有会展业全产业链资源，业务主要涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等。会展集团凭借着丰富的组展办会经验和充足的资源优势，主办、承办了诸多重要展会。公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，负责对外出租展位及提供场馆配套服务，同时承办大型会议及赛事活动。
- ◆ **存量展会影响力强，增量打开成长空间。**公司现有展会品牌力较强，公司主办、承办4个国际展览业协会(UFI)认证展会，上海国际广告印刷包装纸业展、上海国际绿色建筑建材博览会连续多年荣获“上海国际品牌展”称号，具备行业影响力。公司积极推进核心业务品牌区域性复制策略，利用现有IP向省外扩张，打造内生增长曲线。近年来公司外延扩张持续落地，先后拓展了东莞惠智协展览、上海它布斯等优质展会，拓展电子及消费行业展览，打开成长空间。
- ◆ **疫后复苏弹性大。**23年3月起国内会展全面复苏，公司前三季度实现收入9.6亿元、同增355.7%。会展组织为公司主要收入来源，会展组织业务收入占比在55%左右；展馆运营业务为公司贡献稳定收入来源，收入占比10~15%。疫情期间由于收入结构变化带来整体毛利率波动较大，23年公司业务全面恢复，前三季度整体毛利率达25.9%，超疫情前水平。23年前三季度，费用得到明显改善，销售费用率大幅下滑13.4pct至3.6%，管理费用率大幅下滑28.9pct至11.3%，财务费用率大幅下滑3.6pct至1.5%。归母净利率大幅回暖，23年前三季度，归母净利率达25.2%。
- ◆ **国内展会全面复苏，以政府机构以及外资为主。**近年，国家不断出台利好会展行业发展政策，特别疫情之后，各地纷纷出台会展利好政策。20~22年受疫情影响，全国展览面积与展览数量骤减，23年3月起全国展会全面复苏。据商务部统计，1月至7月中国境内专业展馆举办展览活动共计2275场，较疫情前的19年同期增长19.1%，展览面积达5335.5万平方米，较2019年同期增长28.7%。国内展会主要以政府机构以及外资为主。根据19年中国展览数据统计报告，我国外资机构办展面积最大，占比达29%；其次为政府机构，占比达19%。
- ◆ **投资建议：**国内展会强势复苏，带动公司业绩超预期，公司23年前三季度实现归母净利润2.4亿元，同比大幅扭亏，扣非后归母净利润1.6亿元，其中约1.1亿元为主营业务贡献。作为国内会展龙头，我们看好公司现有展览的优势地位以及展馆的稀缺属性，此外收购、合作办展有望贡献第二增长曲线。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济对会展行业的影响；人才流失的影响；场馆及赛事资源供应的影响；金融市场下行的影响。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	925	773	1,443	1,703	1,979
增长率 YoY %	-69.0%	-16.4%	86.7%	18.0%	16.2%
归属母公司净利润 (百万元)	120	115	297	298	360
增长率 YoY%	-13.3%	-4.6%	159.5%	0.3%	20.9%
毛利率%	29.6%	37.7%	29.4%	30.0%	30.6%
净资产收益率 ROE%	3.2%	3.3%	7.6%	7.1%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.22	0.56	0.56	0.68
市盈率 P/E(倍)	39.03	40.90	15.76	15.71	13.00
市净率 P/B(倍)	1.26	1.33	1.19	1.11	1.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年1月8日收盘价

目录

投资聚焦	6
兰生股份：国内展会龙头，市场化拓展可期	7
一、公司介绍：背靠上海国资委，置入优质会展资产	7
二、业务介绍：坐拥稀缺展馆资源，打造会展业全产业链	9
2.1 展览组织	9
2.2 展馆运营	10
2.3 会议及赛事	11
2.4 会展服务	12
2.5 金融资产	12
三、存量展会影响力强，增量打开成长空间	13
四、财务分析：疫后复苏弹性大	15
行业分析：国内会展疫后全面复苏	18
一、政策鼓励国内会展发展	18
二、国内会展疫后全面复苏	18
三、上海展览面积全国领先	20
四、外资和政府机构为内展主导	22
盈利预测及投资建议	25
风险提示	27

表目录

表 1 公司管理层	8
表 2 业绩承诺及实际完成情况	9
表 3 公司主要主办、承办展会	10
表 4 公司按公允价值计量的金融资产	12
表 5 公司近年外延并购	14
表 6 公司货币现金及交易性金融资产	15
表 7 会展相关政策	18
表 8 23 年国内大型展数据	20
表 9 全国各省/区/市展览数量、展览面积及展览平均面积	21
表 10 拥有 10 万平方米以上专业场馆的分布情况	22
表 11 上海办展面积前三展馆	22
表 12 兰生股份主要竞争对手	23
表 13 公司收入拆分及预测	25
表 14 长期权益投资市值	25
表 15 可比公司估值	26

图目录

图 1 会展集团发展历程	7
图 2 公司股权结构	8
图 3 中国国际工业博览会	9
图 4 上海国际广告印刷包装纸业展览会	9
图 5 公司展会展览业务环节	10
图 6 世博展览馆	11
图 7 展馆运营主要业务环节	11
图 8 上海马拉松赛事	12
图 9 其他权益工具投资（亿元）	13
图 10 上海兰生大厦投资管理有限公司营业收入与净利润	13
图 11 第 23 届工博会历届展览面积（平方米）、专业观众人次（人）及展商数（个）	14
图 12 第 23 届工博会 9 大专业展概览	14
图 13 会展集团营业收入及同比增速	15
图 14 公司营业收入拆分	16
图 15 公司分业务收入占比	16
图 16 公司整体毛利率	16
图 17 公司毛利率拆分	16
图 18 公司费用率	17
图 19 会展集团归母净利润及同比增速	17
图 20 会展集团归母净利率	17
图 21 全国展览面积	19
图 22 全国展览数量	19

图 23 19 年各地区办展面积占比	19
图 24 19 年各行业办展面积占比	19
图 25 上海展览面积	21
图 26 上海展览面积	21
图 27 19 年国内展会机构办展总面积（万平方米）及占比	23

投资聚焦

报告亮点：

详细阐述公司业务矩阵、商业模式。本文对全国会展行业的空间、格局以及发展趋势做出阐述，预计国内会展行业将持续复苏，后势可期。

投资逻辑：

背靠上海国资委，置入优质会展资产。集团会展业务最早可追溯到98年，20年10月兰生股份完成重大资产重组，转型为以会展为主营业务的上市公司。公司拥有会展业全产业链资源，业务涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等，全年主办、承办近30场展会，近100万平方米展会规模，服务130万人次观众。

坐拥稀缺展馆资源，打造会展业全产业链。公司拥有会展业全产业链资源，业务主要涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等。会展集团凭借着丰富的组展办会经验和充足的资源优势，主办、承办了诸多重要展会。公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，负责对外出租展位及提供场馆配套服务，同时承办大型会议及赛事活动。

存量展会影响力强。公司现有展会品牌力较强，公司主办、承办4个国际展览业协会（UFI）认证展会，上海国际广告印刷包装纸业展、上海国际绿色建筑建材博览会连续多年荣获“上海国际品牌展”称号，具备行业影响力。工博会作为中国工业领域规模最大、功能最全、水平最高、影响力最强的展览盛会之一，自1999年创办以来已举办23届，第23届工博会举办规模、参展人次均超疫情前第19届水平。

增量打开成长空间。公司积极推进核心业务品牌区域性复制策略，利用现有IP向省外扩张，打造内生增长曲线。近年来公司外延扩张持续落地，先后拓展了东莞惠智协展览、上海它布斯等优质展会，拓展电子及消费行业展览，打开成长空间。公司近年外延扩张持续落地，先后拓展了东莞惠智协展览、上海它布斯等优质展会，拓展电子及消费行业展览，打开成长空间。

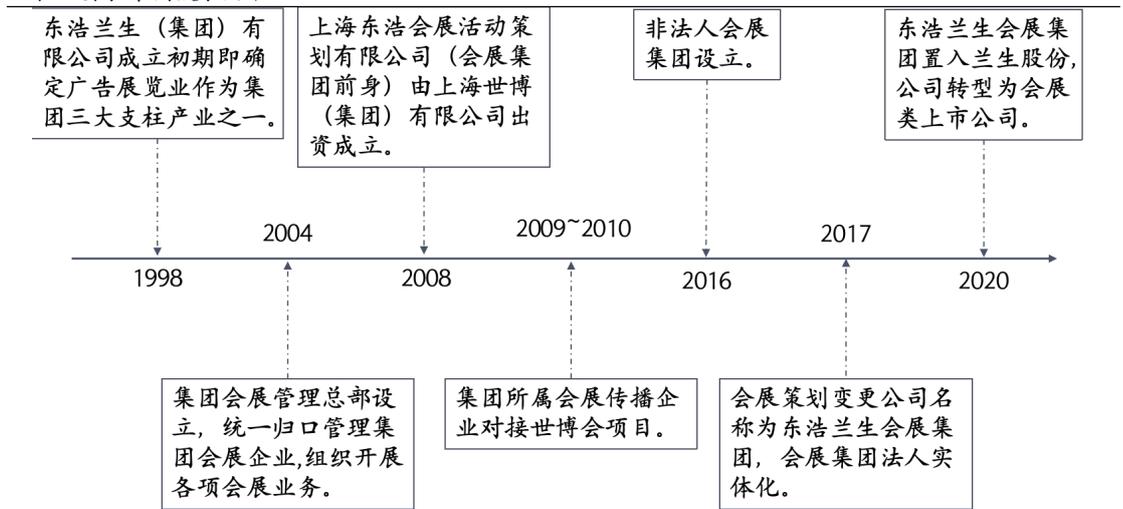
国内展会全面复苏，以政府机构以及外资为主。近年，国家不断出台利好会展行业发展政策，特别疫情之后，各地纷纷出台会展利好政策。20~22年受疫情影响，全国展览面积与展览数量骤减，23年3月起全国展会全面复苏。据商务部统计，1月至7月中国境内专业展馆举办展览活动共计2275场，较疫情前的19年同期增长19.1%，展览面积达5335.5万平方米，较2019年同期增长28.7%。国内展会主要以政府机构以及外资为主。根据19年中国展览数据统计报告，我国外资机构办展面积最大，占比达29%；其次为政府机构，占比达19%。

兰生股份：国内展会龙头，市场化拓展可期

一、公司介绍：背靠上海国资委，置入优质会展资产

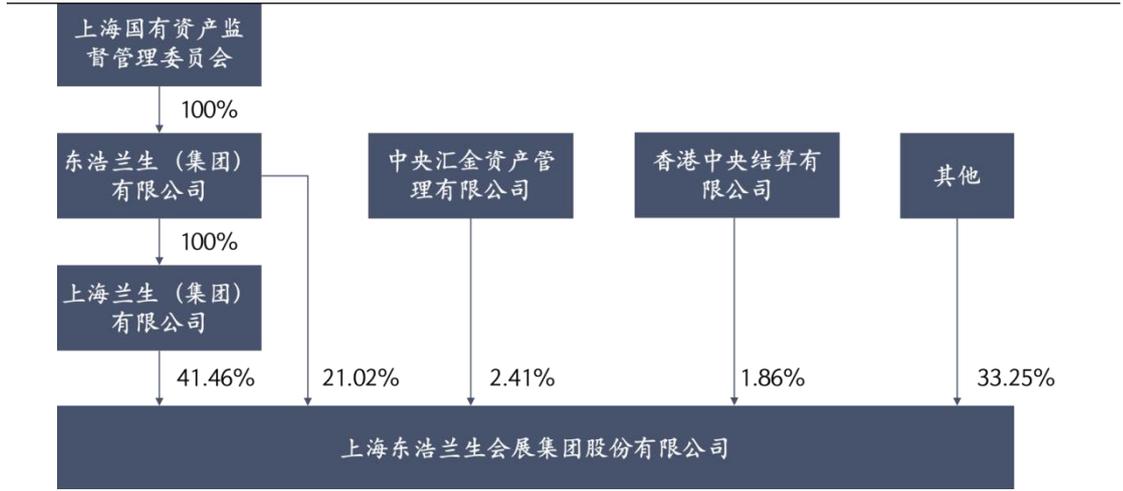
国内领先会展企业。东浩兰生集团会展业务最早可追溯到 98 年，成立初期便确认了广告展览业作为集团支柱产业，09~10 年开始对接世博会项目。20 年 10 月兰生股份完成重大资产重组，置出外贸资产兰生轻工 51% 股份的同时注入优质会展资产，转型为以会展为主营业务的上市公司。公司拥有会展业全产业链资源，业务涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等，全年主办、承办近 30 场展会，近 100 万平方米展会规模，服务 130 万人次观众。

图 1 会展集团发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

实控人为上海国资委，资源优势显著。公司直接控制人为上海兰生有限公司，间接控制人为东浩兰生集团，直接+间接持股比例为 62.48%，实际控制人为上海国资委。背靠国资背景，公司承接众多政府展会项目。此外东浩兰生集团坐拥上海众多优质展馆资源，如世博展览馆、国家会展中心（东浩兰生参股 40%）等，其中公司长期租赁世博展览馆并拥有优先续租权。

图 2 公司股权结构（截止到 2023 年三季度）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新任董事长带来管理新动能。新任董事长陈小宏先生 23 年 4 月上任，曾任兰生会展集团股份有限公司总裁、常务副总裁，为公司内部提拔上任，有望为公司带来管理新动能。

表 1 公司管理层

姓名	职务及简介
陈小宏	现任东浩兰生会展集团股份有限公司董事长，上海东浩兰生会展（集团）有限公司执行董事，上海现代国际展览有限公司董事长，上海广告有限公司董事长，上海东浩兰生赛事管理有限公司执行董事，上海东浩兰生瑞力股权投资有限公司董事长，上海兰生大厦投资管理有限公司董事。最近 5 年曾任东浩兰生会展集团股份有限公司总裁、常务副总裁，上海兰生股份有限公司总经理、副总经理（主持工作）。
张铮	现任东浩兰生（集团）有限公司投资发展部副总经理，东浩兰生会展集团股份有限公司董事，上海东浩兰生投资管理有限公司董事，上海外服控股集团股份有限公司董事，上海东浩兰生国际贸易（集团）有限公司董事，上海东方报业有限公司董事。最近 5 年曾任上海兰生股份有限公司投资管理部经理。
李益峰	现任东浩兰生（集团）有限公司计划财务部副总经理，东浩兰生会展集团股份有限公司董事，上海东浩兰生投资管理有限公司董事。最近 5 年曾任上海东浩国际商务有限公司财务副总监，东浩兰生国际贸易集团计划财务部经理、财务副总监，上海对外经济贸易实业有限公司财务部经理。
张荣健	现任东浩兰生会展集团股份有限公司职工董事、董事会秘书、工会主席、董事会办公室主任，上海靖达国际商务会展旅行有限公司董事长，上海广告有限公司监事。最近 5 年曾任上海兰生股份有限公司职工董事、副总经理、投资管理部经理、总经理办公室主任、党群工作部主任、证券事务代表。
毕培文	现任东浩兰生会展集团股份有限公司总裁。最近 5 年曾任上海外服控股集团股份有限公司副总裁，上海外服（集团）有限公司副总裁。
周巍	现任东浩兰生会展集团股份有限公司常务副总裁，上海外经贸商务展览有限公司执行董事，上海工业商务展览有限公司执行董事、总经理。最近 5 年曾任东浩兰生会展集团股份有限公司副总裁，上海东浩兰生会展（集团）有限公司副总裁，上海外经贸商务展览有限公司董事长、总经理，东浩兰生集团工博会项目分公司总经理。
方岚	现任东浩兰生会展集团股份有限公司副总裁，上海东浩会展经营有限公司执行董事、总经理。最近 5 年曾任上海东浩会展经营有限公司总经理助理、副总经理。
裘皓明	现任东浩兰生会展集团股份有限公司副总裁，上海东浩兰生会展（集团）有限公司世界人工智能大会项目部总经理。最近 5 年曾任上海东浩兰生会展（集团）有限公司人工智能项目组负责人。
楼铭铭	现任东浩兰生会展集团股份有限公司财务总监、信息中心经理，上海兰生大厦投资管理有限公司董事。最近 5 年曾任上海兰生股份有限公司副总经理兼财务总监。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

全年业绩有望远超业绩承诺。东浩兰生集团对于置入资产会展集团做出业绩承诺，其中 20~21 年业绩承诺分别为 0.22/0.73 亿元，均超额完成。22 年受疫情影响，未完成业绩承诺，公司按总价 1 元的价格回购东浩兰生集团应补偿的 413.7 万股，同时东浩兰生集团返

还此部分股份收到的利润分红 100.5 万元。23~24 年业绩承诺分别为 1.26/1.34 亿元，23 年前三季度扣非归母净利润达 1.6 亿元，全年业绩有望远超业绩承诺。

表 2 业绩承诺及实际完成情况 (万元)

(单位, 万元)	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
会展集团扣非后归母净利润承诺	2,216.95	7,309.39	12,901.60	12,664.96	13,361.36
实际完成情况	2954.31	8,296.46	10,106.67	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、业务介绍：坐拥稀缺展馆资源，打造会展业全产业链

公司拥有会展业全产业链资源，业务主要涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务等。公司旗下会展集团是首批通过“上海品牌”认证的唯一会展企业，是 UFI CHINA CULB 的发起单位之一。

2.1 展览组织

会展集团凭借着丰富的组展办会经验和充足的资源优势，主办、承办了诸多重要展会。包括中国国际工业博览会、上海国际广告技术设备展览会、上海国际绿色建筑建材博览会、上海国际照明展览会等 4 个国际展览业协会 (UFI) 认证展会，以及中国 (上海) 国际技术进出口交易会、中国华东进出口商品交易会、中国自主品牌博览会、上海 (国际) 赛事文化及体育用品博览会、上海国际广告节等知名展会。

图 3 中国国际工业博览会



资料来源：工博会官网，信达证券研发中心

图 4 上海国际广告印刷包装纸业展览会



资料来源：上广展官网，信达证券研发中心

表 3 公司主要主办、承办展会

展会名称	时间	类型	地点	面积/人次
中国国际工业博览会	2023/9/23	承办	国家会展中心 (上海)	205,000 平方米/20.5 万人
上海国际广告印刷包装职业展览会	2023/6/18-2023/6/21	主办	国家会展中心 (上海)	150,000 平方米/超 20 万人
上海国际绿色建筑建材展览会	2023/8/10-2023/8/12	主办	上海浦东新国际博览中心	25000 平方米/20280 人
上海国际照明展览会	2019/9/3-2019/9/5	主办	上海浦东新国际博览中心	36000 平方米/43334 人
世界人工智能大会	2023/7/6-2023/7/8	承办	上海世博中心	50000 平米/17.7 万人

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

展览活动主要分为活动立项、招展筹展、现场运营以及展后服务四个环节。其中，招展筹展及现场运营为公司展览组织业务板块的主要盈利环节。

图 5 公司展会展览业务环节


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司自主招展，主要销售方式为直销，少部分为代销。公司展位销售工作通常在会展开始前 6~9 个月启动，开展前 1 个月基本结束，并按照展会届次一次一签。会展集团拥有丰富的客户储备资源，19~22 年，公司主承办的展会规模及参展人数稳中有升。

展览组织的收入来源主要为：（1）展位、门票、广告（商业赞助）、配套活动等销售收入；（2）向会展项目的服务商收取服务佣金收入；（3）其他收入，如政府奖励补贴等。

2.2 展馆运营

公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，负责对外出租展位及提供场馆配套服务。上海世博展览馆资源优质且相对稀缺，为八万平米以下展馆出租面积全国第一的展馆，并拥有 AI 与 5G 加持。每年会展、活动项目近 150 场，展出面积逾 200 万平方米；接待随展会议项目约 800~1,000 场次；服务展商逾 20,000 家，观众约 600 万人次。

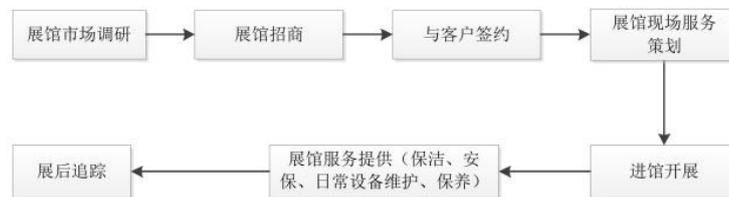
图 6 世博展览馆



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

展馆运营的主要盈利环节为租赁展馆后为大型展会/活动的开展以及展会活动期间的配套服务，盈利来源为向大型展会/活动收取展馆场地租金及展馆现场配套服务收入，主要成本为向大股东东浩兰生集团支付上海世博展览馆的租赁费用（年租金 9800 万元）。

图 7 展馆运营主要业务环节



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 会议及赛事

公司承办大型会议及赛事活动。承办世界人工智能大会，第五届展览面积达 5 万平方米，观众人次达 17.7 万人次，论坛总数达 133 场。赛事方面，承办“上马”系列品牌赛事，其中 20 年，上海国际马拉松升级为中国首个世界田联认证的白金标赛事，23 年参赛人数恢复至 3.8 万人，此外“上马”旗下还举办有上海半程马拉松、10 公里精英赛、少儿跑等赛事；承办的上海赛艇公开赛已举办三届；首届上海帆船公开赛将于 24 年 3-4 月举办。

会议及赛事的收入来源为：1) 组织会议及赛事活动产生的门票、广告（商业赞助）、配套活动等销售收入；2) 向会议、活动的主办方的服务商收取服务佣金收入；3) 其他收入，如政府奖励补贴等。

图 8 上海马拉松赛事


资料来源：上海马拉松官网，信达证券研发中心

2.4 会展服务

会展集团为参展企业提供广告宣传、展位搭建及运输物流配套等服务。下属子公司连续两年为中国国际进出口博览会提供配套服务。主要为在展会组织过程中向参展商、会展组织方提供广告、物流运输及搭建设计等配套服务，主要盈利来源为向客户收取搭建、广告、运输等服务费用。

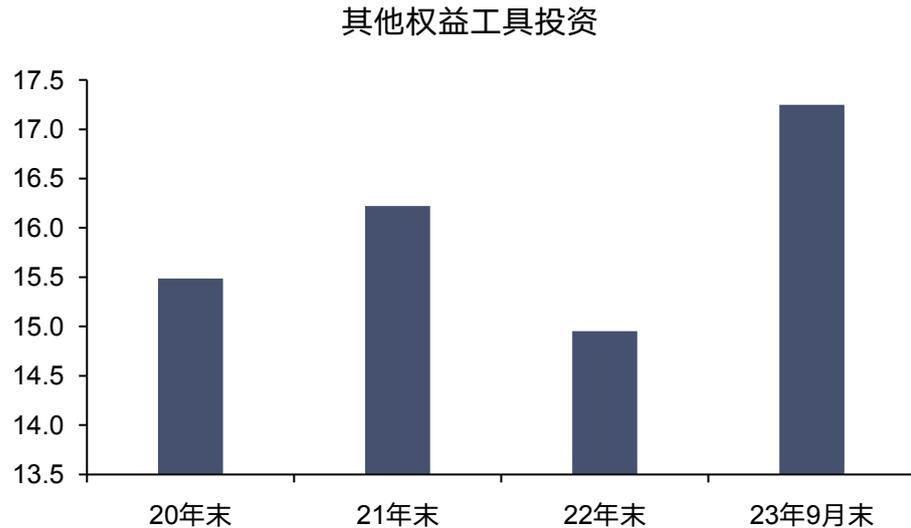
2.5 金融资产

公司拥有金融资产（交易性金融资产+其他权益工具投资于 23 年 9 月末为 26.1 亿元）、上海兰生大厦投资管理有限公司 48% 股权等资产，通过存量金融资产运作、资金管理、投后管理，提升资产收益，并构成公司利润的重要来源。其中，按公允价值计量的金融资产大多为银行股，每年稳定分红提供投资收益；兰生大厦 20 年~23H1 分别实现归母净利润 4883/4240/1573/1815 万元，贡献稳定的投资回报。

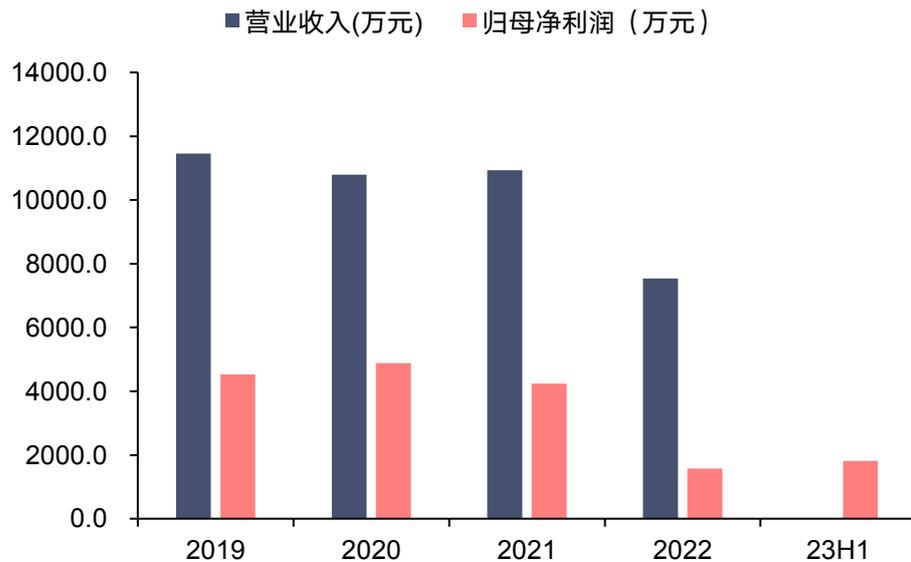
表 4 公司按公允价值计量的金融资产（亿元）

	23 年 6 月末持股市值	兰生持股股权占比
600837 海通证券	8.5	0.818%
601328 交通银行	3.0	0.077%
601398 工商银行	2.3	0.014%
601288 农业银行	2.0	0.017%
601166 兴业银行	0.2	0.005%
601939 建设银行	0.6	0.005%
合计	16.7	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图9 其他权益工具投资（亿元）


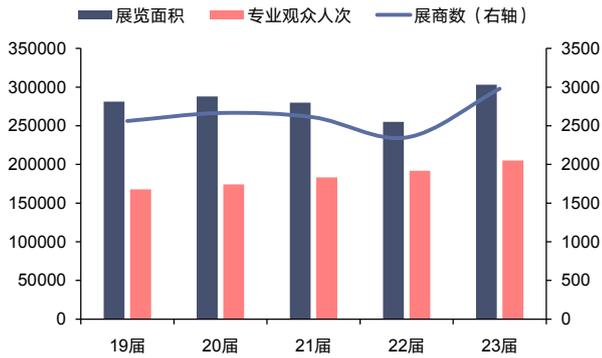
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10 上海兰生大厦投资管理有限公司营业收入与净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、存量展会影响力强，增量打开成长空间

现有展会知名度较高，举办历史悠久。公司主办、承办4个国际展览业协会（UFI）认证展会：中国国际工业博览会、上海国际广告印刷包装纸业展览会、上海国际绿色建筑建材博览会、上海国际照明展览会。工博会作为中国工业领域规模最大、功能最全、水平最高、影响力最强的展览盛会之一，自1999年创办以来已举办23届，第23届工博会举办规模、参展人次均超疫情前第19届水平。上海国际广告印刷包装纸业展、上海国际绿色建筑建材博览会连续多年荣获“上海国际品牌展”称号。

图 11 第 23 届工博会历届展览面积（平方米）、专业观众人次（人）及展商数（个）


资料来源：工博会展后报告，信达证券研发中心

图 12 第 23 届工博会 9 大专业展概览


资料来源：工博会展后报告，信达证券研发中心

积极推进核心业务品牌区域性复制策略。公司利用现有 IP 向省外扩张，打造内生增长曲线。22 年，上海国际广告节利用其溢出效应，成功实现品牌移植，22 年在成都复制了国际广告节，打造了中国西部市场广告业交流、招商引资平台。公司抓住服务中国国际消费品博览会（海南）的契机，布局海南自贸区，参与云洞图书馆等 16 个滨海驿站项目的运营管理。23 年 4 月，第二届成都国际工业博览会（简称“成都工博会”）在中国西部国际博览城举办，围绕“工业引领，赋能产业新发展”的主题，展会规模达 6 万平方米。

外延并购持续落地。公司近年外延扩张持续落地，先后拓展了东莞惠智协展览、上海它布斯等优质展会，拓展电子及消费行业展览，打开成长空间。东莞惠智协展览有限公司运营的 CMM 中国电子制造自动化&资源展（“CMM 展”）于 2022 年 6 月成功举办第六届展会，规模 23,000 平方米，吸引了 28,361 名专业观众，300 多家品牌展商。上海它布斯展览有限公司 21 年举办首届“TOPS 它博会”，当年它布斯便实现收入 2029 万元，并实现净利润 177 万元，第三届“TOPS 它博会”于上海世博馆举办（兰生股份运营），展馆面积 7 万平米，展商数达 792 家，展位续订率超过 92%，专业观众人数达 4.8 万人、同增 38.8%，消费者人数突破 13 万人、同增 60.5%。

表 5 公司近年外延并购

时间	外延扩张事件
2022 年 8 月	收购东莞惠智协展览有限公司 67% 的股份
2023 年 2 月	合资成立东浩兰生会展（天津）有限公司，进一步布局京津冀会展市场
2023 年 9 月	收购上海它布斯展览有限公司 40.74% 股权

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在手现金充裕，打开并购想象空间。截至 23 年 9 月末，公司拥有货币现金及交易性金融资产合计 23.6 亿元，其中交易性金融资产主要为基金产品。公司在手现金十分充裕，为外延并购打开想象空间。

表 6 公司货币现金及交易性金融资产

	20 年末	21 年末	22 年末	23 年 9 月末
货币资金 (亿元)	11.1	11.4	16.4	14.8
交易性金融资产 (亿元)	13.5	13.1	14.1	8.8
合计	24.7	24.5	30.4	23.6

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

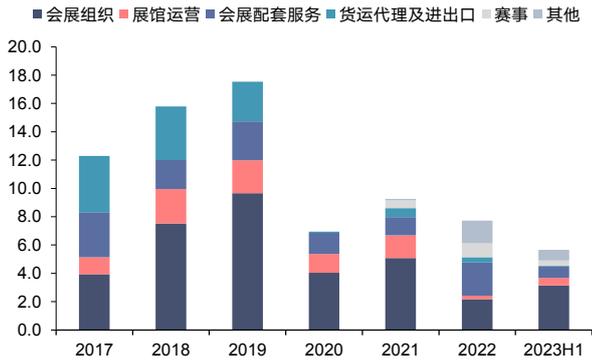
四、财务分析：疫后复苏弹性大

疫后收入大幅修复。疫情前，会展集团收入屡创新高，收入自 17 年的 12.3 亿元增长至 19 年的 17.6 亿元，CAGR 达 19.6%。20~22 年，收入受疫情影响显著，23 年 3 月起国内会展全面复苏，前三季度实现收入 9.6 亿元、同增 355.7%。

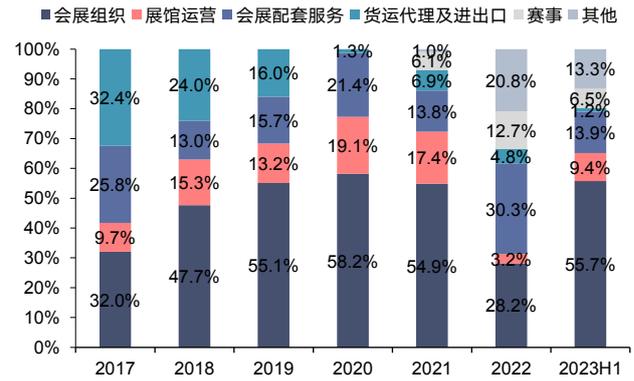
图 13 会展集团营业收入及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

会展组织为主要收入来源。17~19 年会展组织业务发展迅速，CAGR 达 56.7%。从 19 年及 23H1 来看，会展组织业务收入占比在 55% 左右；展馆运营业务为公司贡献稳定收入来源，收入占比 10~15%；会展配套服务收入占比约为 15%。赛事活动 21 年以前合并入会展组织业务，21 年拆分单列后收入占比在 7% 左右。

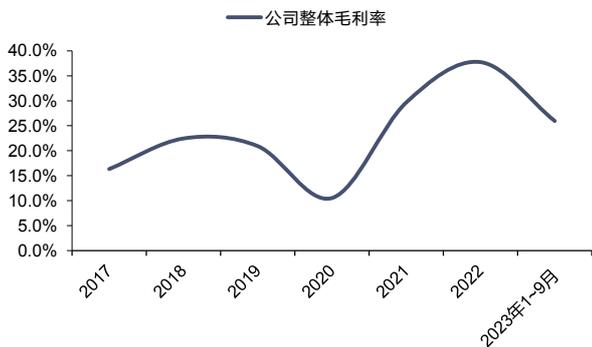
图 14 公司营业收入拆分 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

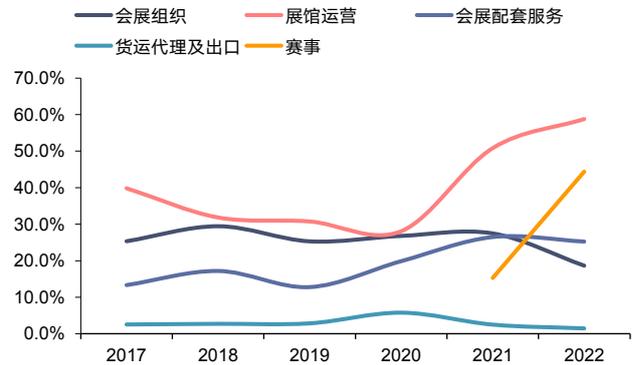
图 15 公司分业务收入占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

23 年前三季度毛利率超疫情前水平。疫情前，公司整体毛利率在 20% 左右，疫情期间由于收入结构变化带来整体毛利率波动较大。23 年公司业务全面恢复，前三季度整体毛利率达 25.9%。分业务来看，疫情前，会展组织的毛利率 25~30%，展馆运营的毛利率超过 30%，会展配套服务毛利率约为 15%，货运代理业务毛利率低于 3%。22 年其他业务毛利率显著提升主要是国资委房租减免专项补贴所致。

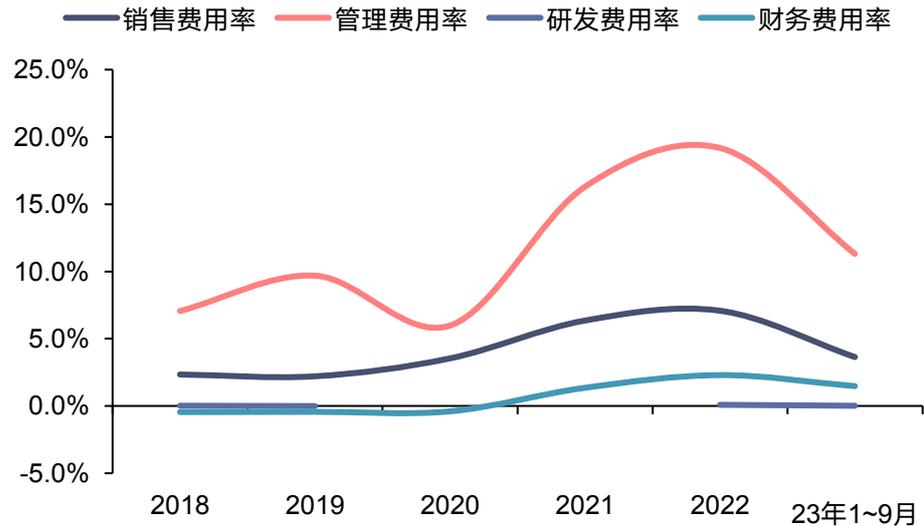
图 16 公司整体毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17 公司毛利率拆分


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

费用率有所下滑。疫情期间，收入规模大幅下滑致期间费用率提升，23 年得到明显改善。23 年前三季度，销售费用率大幅下滑 13.4pct 至 3.6%，管理费用率大幅下滑 28.9pct 至 11.3%，财务费用率大幅下滑 3.6pct 至 1.5%。

图 18 公司费用率


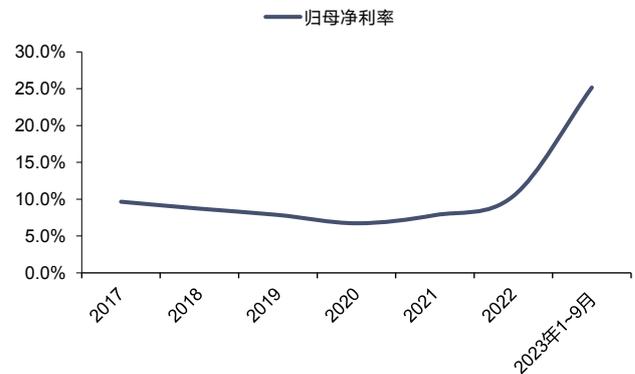
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

23 年前三季度归母净利润大幅扭亏。归母净利润在 18~19 年稳中有增，20~22 年受疫情影响显著，23 年前三季度在内展全面复苏的背景下，归母净利润同比大幅扭亏，超疫情前水平。扣非后归母净利润 1.6 亿元，其中约 1.1 亿元为主营业务贡献，交易性金融资产取得的投资收益约为 0.5 亿元；非经常性损益达 0.8 亿元，其中上半年取得的非流动资产处置损益为 0.6 亿元。归母净利率大幅回暖，23 年前三季度，归母净利率达 25.2%。

图 19 会展集团归母净利润及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：23 年 1~9 月使用公司整体归母净利润

图 20 会展集团归母净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：23 年 1~9 月使用公司整体归母净利润

行业分析：国内会展疫后全面复苏

一、政策鼓励国内会展发展

会展是企业获取订单的重要手段，近年政策持续鼓励会展发展。会展作为企业获取订单的重要手段，在国家经济中扮演重要角色。商务部提到，会展在“扩大对外开放、增加社会就业、拉动消费增长等方面具备重要作用”。近年，国家不断出台利好会展行业发展政策，特别疫情之后，各地纷纷出台会展利好政策。上海提出了“全面建成国际会展之都”的行动方案，旨在2025年“全面建成国际会展之都”；深圳印发了《〈关于建设国际会展之都的若干措施〉实施细则（修订）》，针对“聚焦20大产业集群和8大未来产业”，引进“国内外知名品牌展会”；广州印发了《2023年促进经济高质量发展专项资金（重点展会和展会配套体系）项目计划的通知》，针对“广东会展项目百强”等给予专项资金支持。

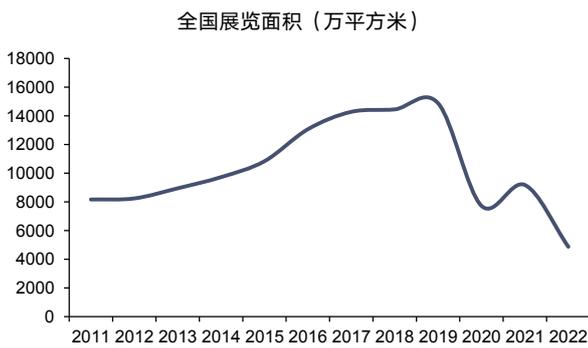
表7 会展相关政策

发布时间	发布机构	政策	主要内容
2020年4月	商务部	《关于创新展会服务模式培育展览业发展新动能有关工作的通知》	创新展会服务模式是党中央、国务院的重大部署，是在新冠肺炎疫情防控常态化条件下推动行业加快恢复和发展的重要举措。推进展会服务创新、管理创新、业态模式创新，加快培育行业发展新动能，发挥展览业在扩大对外开放、增加社会就业、拉动消费增长等方面的重要作用，助力稳住外贸外资基本盘
2021年7月	商务部	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	要加强关键数字技术创新应用，加快推动数字产业化，推进产业数字化转型。
2021年7月	商务部	《“十四五”商务发展规划》	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	国务院办公厅	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	运用数字技术和数字工具，推动外贸全流程各环节优化提升。发挥“长尾效应”，整合碎片化订单，拓宽获取订单渠道。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。
2022年1月	国家发改委	《“十四五”数字经济发展规划》	加快推动文化教育、医疗健康、会展旅游、体育健身等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务，促进优质资源共享复用
2023年5月	深圳市商务局	《深圳市商务局〈关于建设国际会展之都的若干措施〉实施细则（修订）》	支持新引进国内外知名品牌展会。聚焦20大产业集群和8大未来产业（以下简称“20+8”产业），支持引进行业影响力强、带动效应显著的国内外知名品牌展会，对符合条件的项目给予一次性奖励。
2023年6月	上海市商务委员会	《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)》	到2025年，上海会展配置全球资源能力进一步提升，上海会展的全球影响力和国际竞争力进一步增强，市场机制更加成熟、会展企业更有活力、品牌会展更加集聚，国际会展之都全面建成。
2023年6月	广州市商务局	《广东省商务厅关于下达省级2023年促进经济高质量发展专项资金（重点展会和展会配套体系）项目计划的通知》	本次资金重点扶持“会展项目”，支持对象如下： （一）我市入选广东省商务厅公布的“广东会展项目百强”的会展项目。 （二）符合我市会展发展需要的会展项目。
2023年7月	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	鼓励各地加大对商品展销会、博览会、交易会、购物节、民俗节、品牌展、特色市集等活动的政策支持力度，进一步扩大会展消费。

资料来源：商务部，国务院办公厅，发改委，上海市商务委员会，信达证券研发中心

二、国内会展疫后全面复苏

疫情前全国展览数量和面积不断创新高。11~19年，我国举办各类展览数量从7333增长到11033场，展览数量年均复合增长率为5.2%；展览面积从8173万平方米增长到14874万平方米，展览面积年均复合增长率为7.8%。20~22年受疫情影响，全国展览面积与展览数量骤减，但平均单场展览面积大幅提升，主要是因为中小展览影响力有限难以聚集足够的参展商和观众被迫停展或推迟，大型展览影响程度相对较小。23年3月起全国展会全面复苏。

图 21 全国展览面积


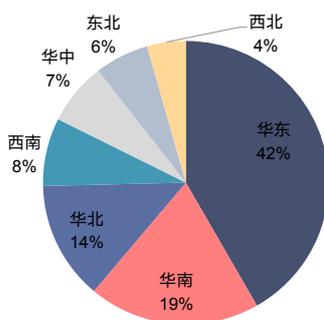
资料来源：中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

图 22 全国展览数量

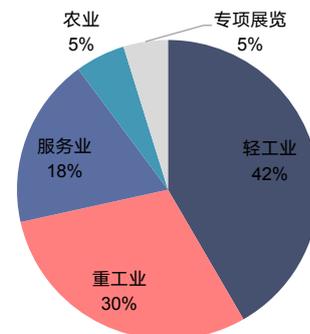

资料来源：中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

华东办展数量和面积占首位。华东地区办展数量和办展面积均处于首位，其次是华北、华南、华中、西南、东北和西北地区。根据《中国展览经济发展报告 2019》，2019 年华东地区共举办经贸类展览 1409 个，在全国经贸类展览数量中占比 37.1%；其次是华北和华南地区，分别举办展览 570 个和 544 个，占比分别为 15.0%和 14.3%；华中和西南地区分别举办展览 327 个和 258 个，占比分别为 8.6%和 6.8%，举办展览最少。

轻工业展览面积位居第一。分展览举办行业来看，轻工业类展览办展面积最多，展览面积达 5439 万平方米，占全国展览总面积的 42%，其次为重工业、服务业、农业以及专项展览。其中，轻工业展览中食品饮料烟酒类展览数量均为最高，其次为家具木工机械、建筑材料等展览。

图 23 19 年各地区办展面积占比


资料来源：中国展览经济发展报告，信达证券研发中心

图 24 19 年各行业办展面积占比


资料来源：中国展览经济发展报告，信达证券研发中心

全球会展恢复，国内展览超越疫情前水平。根据全球展览业协会（UFI）发布的第 31 版《UFI 全球展览行业晴雨表》研究报告（2023 Global Exhibition Barometer），全球范围内预计 2023 年营业收入有望恢复至 2019 年的 97%。从行业整体情况来看，据商务部统计，1 月至 7 月中国境内专业展馆举办展览活动共计 2275 场，较疫情前的 19 年同期增长 19.1%，展览面积达 5335.5 万平方米，较 2019 年同期增长 28.7%。从大型展览来看，第 51 届中国（广州）国际家具博览会展览面积达 70 万平方米，吸引了近 40 万人次专业观众到会，较 19 年增长近 28%；第 134 届中国进出口商品交易会（广交会）办展总面积达 150 万平方米，创历史新高。

表 8 23 年国内大型展数据

时间	展会名称	展览数据
2023 年 11 月	中国国际进口博览会	企业展览面积创新高达 36.7 万平方米；企业展吸引来自 128 个国家和地区的 3400 多家企业参展；参展的世界 500 强、行业龙头企业以及创新型中小企业，数量均为历届之最，创新孵化专区展览面积和项目数量较上届增加一倍。
2023 年 9 月	中国国际工业博览会	参展企业超过 2800 家，来自全球 30 个国家和地区，展览面积 30 万平方米；到场专业观众 20.5 万人次，较上届同期增长 6.89%
2023 年 7 月	中国兰州投资贸易洽谈会	兰洽会共达成签约合同项目 1172 个，较上届增长 30.51%；参会宾客超过 4 万人，吸引了 1600 余家境内外企业参会，集中展示了 30 大类、上万种产品。会展规模、签约项目数量均创历史新高。
2023 年 4 月	中国进出口商品交易会（广交会）	总面积扩至 150 万平方米，创历史新高，约 3.5 万家企业参展，超过 220 个国家和地区的客商预约到会采购。
2023 年 3 月	中国（广州）国际家具博览会	吸引海内外约 4000 个品牌参展，展览面积达 70 万平方米。8 天展会期间，来自 166 个国家和地区的近 40 万人次专业观众到会，较疫情前的 2019 年增长近 28%，创历史新高。

资料来源：新华社，中国政府网，光明网，澎湃新闻，信达证券研发中心

三、上海展览面积全国领先

上海为全国展览龙头城市。19 年，全国按展览面积排名的前十个省（直辖市）为：上海市、广东省、山东省、江苏省、四川省、重庆市、浙江省、辽宁省、北京市、河南省。以上十个省（直辖市）的展览数量占全国展览总数的 71.52%，展览总面积占全国展览总面积的 72.69%。其中，上海以 1043 场展览、1941 万平方米展览总面积蝉联全国第一，分别占全国展览总量和展览总面积的 9.45% 和 13.05%。此外，19 年上海的展览平均面积在排名前 10 的省市中同样排名第一，说明上海主要以大型展览为主。

表 9 19 年全国各省/区/市展览数量、展览面积及展览平均面积

序号	省/区/市	展览数量 (场)	展览数量全国占比 (%)	展览面积 (万平方米)	展览面积全国占比 (%)	展览平均面积 (万平方米)
1	上海	1043	9.5	1941.7	13.1	1.9
2	广东	1029	9.3	1721.8	11.6	1.7
3	山东	1004	9.1	1505.3	10.1	1.5
4	江苏	1186	10.8	1080.8	7.3	0.9
5	四川	953	8.6	1020.8	6.9	1.1
6	重庆	513	4.7	992.0	6.7	1.9
7	浙江	697	6.3	832.0	5.6	1.2
8	辽宁	729	6.6	689.7	4.6	1.0
9	北京	324	2.9	589.8	4.0	1.8
10	河南	412	3.7	442.2	3.0	1.1

资料来源：2019 年度中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

上海展览行业增速快于全国平均，22 年受疫情冲击严重，但复苏弹性较大。11~19 年，上海展览面积自 953 万平方米增长至 1942 万平方米，CAGR 达 9.3%，快于全国展览面积复合增速。22 年受疫情重创，全年办展规模大幅萎缩，自 3 月起线下展停办，至年底仅举办 17 个展览，展览总面积仅 103.2 万平方。23 年上海市年内计划举办展会近 300 场，展览面积超 1400 万平方米，有望恢复至 19 年同期 7 成水平。

图 25 上海展览面积


资料来源：2022 年度中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

图 26 上海展览数量


资料来源：2022 年度中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

上海展馆资源丰富，优质展馆备受青睐。上海拥有全国最优质的展馆资源，在全国 10 万平方米以上的专业场馆可供给面积排名中，上海展馆面积达 79.3 万平方米，位列全国第一，优质展馆资源丰富。2018 年，上海办展数量及面积前三展馆分别是新国际博览中心、世博展览馆以及国家会展中心，合计展出面积达 1587.7 万平方米，占总展出面积的 86.7%，展览在头部优质展馆集中。

表 10 拥有 10 万平方米以上专业场馆的分布情况

序号	城市	展馆面积(万平方米)
1	上海	79.3
2	深圳	60.5
3	广州	49.2
4	青岛	44.0
5	昆明	39.0
6	成都	32.5
7	杭州	30.8
8	重庆	30.5
9	北京	33.5
10	天津	30.1
11	佛山	26.6
12	西安	24.0
13	长春	22.8
14	苏州	22.3
15	武汉	22.0

资料来源：2022 年度中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

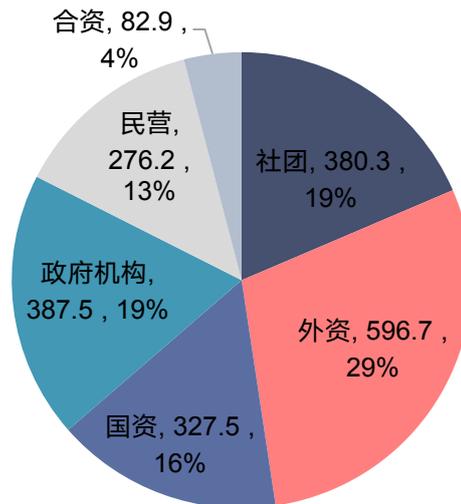
表 11 上海办展面积前三展馆

场馆名称	展览数量(个)	展览个数占比	展出面积 (万平方米)	展出面积占比
上海新国际博览中心	150	19.5%	707.19	38.6%
上海世博展览馆	149	19.4%	238.01	13.0%
国家会展中心	107	13.9%	642.5	35.1%
合计	406	52.9%	1587.7	86.7%
其余 6 家展馆	362	47.1%	244.52	13.3%

资料来源：公司公告，上海市会展业促进中心，《2018 上海会展业白皮书》，信达证券研发中心

四、外资和政府机构为内展主导

国内展会以政府机构以及外资为主。根据 19 年中国展览数据统计报告，我国外资机构办展面积最大，达 596.7 万平方米，占比达 29%；其次为政府机构，办展面积达 387.5 万平方米，占比达 19%。

图 27 19 年国内展会机构办展总面积（万平方米）及占比


资料来源：2019 中国展览数据统计报告，信达证券研发中心

政府机构展会多为综合型展会，外资机构展会多为展业展。国内展会行业中政府机构办展多为以促进进出口贸易的综合型展会，而外资机构所办展会多为针对某一特定行业的专业型展会，外资在专业展中更具备竞争力与影响力。

表 12 兰生股份主要竞争对手

名称	性质	2021 年办展数量	2021 年办展总规模 (万平方米)	主要经营城市	主要主办展览	常用展馆	概览
中华人民共和国商务部	政府	27	304.82	全国	中国国际进口博览会	国家会展中心 (上海)	办展地区广泛，所办展会均与当地政府部门合作。规模较大。
中国对外贸易中心	政府	3	147.5	广州	中国进出口商品交易会 (广州) 中国 (广州) 国际建筑装饰博览会	N/A	主要在广州地区举办大型展会。近几年没有在上海地区举办大型展会。
中国对外贸易广州展览总公司	国资	10	148.09	广州, 上海	中国国际建筑贸易博览会	国家会展中心 (上海)	企业是位于广州的国有企业，所办大型展会多数位于广州。
英富曼展览	外资	30	237.05	上海, 成都	中国 (上海) 国际家具博览会 上海高端食品与饮料展览会 上海国际加工包装展览会	上海新国际博览中心	公司有着丰富的资源和举办大型展览的能力。其总部位于英国，在全球运作多达 135 个品牌的贸易及消费类会展活动，每年组织的活动超过 10,000 场。国内总公司位于上海，在成都设有子公司。其大型展览也主要在成都和上海。
励展博览集团	外资	26	199.8	上海, 深圳	中国国际医疗器械博览会 中国日用百货商品交易会	上海新国际博览中心 国家会展中心 (上海)	公司总部位于英国。上海和深圳设有分公司。在国内拥有多家成员公司、合资企业和约 500 名员工，每年举办约 70 场贸易展会，服务 12 个专业领域并聚焦 7 个行业集群，包括汽车制造、电子制造、智能制造、礼品与零售、医疗与健康、印刷包装、餐饮与娱乐。
法兰克福展览	外资	13	134.34	广州, 深圳	中国国际纺织机械展览会暨 ITMA 亚	国家会展中心 (上海)	公司是外资企业，其总部位于德国。中国总公司位于上海，在中国主要的办展地是

				圳, 上海	洲展览会 中国国际纺织面料及辅料博览会 上海国际汽车零部件/维修检测诊断设备用品展览会 中国国际服装服饰博览会(秋季) 中国(上海)国际乐器展览会		上海和广深地区。公司的主要核心行业展览,包括消费品、电子及自动化技术、环保技术、活动及娱乐产业技术、食品技术、生产技术和零部件等。
慕尼黑展览	外资	12	71.96	上海	中国环博会	上海新国际博览中心	该公司是外资企业,总部位于德国,中国总公司位于上海。主要办展地在上海。目前在中国拥有员工300名。拥有丰富的办展经验,目前已办20余个品牌展会及出展业务,专业覆盖工程机械、物流、环保、电子、激光、分析检测、液态食品、建筑建材、运动时尚等各大领域。
智奥会展	外资	6	70.05	北京	中国国际门业展览会&中国国际集成定制家居展览会(北京) 中国(北京)国际墙纸墙布窗帘暨家居软装装饰展览会	N/A	该公司是外资企业,总部位于法国。在国内的主要办展地是北京。其优势的经营类型是:各行业B2B贸易展览、B2C大众消费展览; 文化、体育以及各类组织机构的活动;各种政治、经贸、学术/技术会议。在中国主办200场展会,涉及餐饮服务、制造业和新技术、休闲与健康、时尚与纺织品、建筑与能源,以及综合性消费品等多个领域。
汉诺威展览	外资	5	35	上海, 广州, 成都	中国国际地面材料及铺装技术展览会 亚洲国际动力传动与控制技术展览会	上海新国际博览中心	公司总部位于德国,中国总公司位于上海。主要办展地在上海。其在中国的办展涉及旅游行业,工业和制造业,汽车行业,物流与装备技术,电子商务和包装技术展览,建筑材料,安全和应急,机器人与自动化等领域。
华墨展览	民营	84	166.77	上海	CME 中国机床展	国家会展中心(上海)	公司总部位于上海。与国家部门有合作关系。在上海地区有与商务部共办的“CME 中国机床展”。CEO 王国平是家居博览会华夏家博会的创始人,华夏家博会是目前中国最大的一站式品质装修博览会,商务部唯一重点支持的全国性家装巡回展。
广州佳美展览有限公司	民营	7	58.65	广州	中国(广州)国际美博会	N/A	公司是内资民营企业,总部和主要办展地都位于广州。是广东国际美博会的承办机构。CEO 马娅是广东省美容美发化妆品行业协会会长,也是广东国际美博会(后更名中国国际美博会)创办人。目前公司在拓展除美容美发行业的其他领域展览。在2020年成功举办广州国际直播产业博览会。

资料来源:2021年度中国展览数据统计报告,中国政府网,各公司官网,信达证券研发中心

盈利预测及投资建议

收入及毛利率：23年3月起国内会展全面复苏，前三季度实现收入9.6亿元、同增355.7%。我们估计公司23/24/25年收入14.4/17.0/19.8亿元、同增86.7%/18.0%/16.2%，其中会展组织收入8.3/9.9/11.7亿元、同增280.0%/20.0%/18.0%。展会规模效应明显，随着会展组织业务规模逐步扩大盈利能力有望提高，我们估计，23/24/25年毛利率逐步提升，分别为29.4%/30.0%/30.6%。

表 13 公司收入拆分及预测

(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
展馆运营业务	161.03	24.43	183.24	210.72	238.12
YoY	21.5%	-84.8%	650.0%	15.0%	13.0%
会展配套服务	127.77	234.48	269.65	310.10	356.61
YoY	-14.1%	83.5%	15.0%	15.0%	15.0%
会展组织业务	507.58	217.78	827.56	993.08	1,171.83
YoY	25.5%	-57.1%	280.0%	20.0%	18.0%
赛事活动服务	56.23	98.02	117.62	141.14	162.32
YoY	-	74.3%	20.0%	20.0%	15.0%
总收入	924.93	773.09	1,443.38	1,702.61	1,978.83
YoY	-69.0%	-16.4%	86.7%	18.0%	16.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

净利润及 EPS：23年前三季度公司实现归母净利润2.4亿元，同比大幅扭亏，我们估计23/24/25年归母净利润为2.97/2.98/3.60亿元，同比增长159.5%/0.3%/20.9%，对应EPS为0.56/0.56/0.68元/股。

分部估值法：我们将公司资产划分为长期权益投资与经营性资产：（1）长期权益投资部分估值使用公司23年6月末拥有各股票份额计算该部分当前市值，截至24年1月8日收盘，该部分市值为16.2亿。（2）经营性资产则使用相对估值法计算其合理市值。选用A股2家会展行业的上市公司米奥会展、风语筑作为可比公司，2023~25年平均估值为28x/21x/17x。若按照今年会展业绩2.2亿元，22x PE估值计算，该部分资产估值为46.2亿元。综上，我们给予公司24年目标市值62.4亿，对应每股股价11.8元。

表 14 长期权益投资市值

2023/6/30	兰生持股股权占比	兰生持股1/8日市值(亿)
海通证券	0.818%	8.2
交通银行	0.077%	2.9
工商银行	0.014%	2.3
农业银行	0.017%	2.1
兴业银行	0.005%	0.1
建设银行	0.005%	0.6
合计市值		16.2

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为2024年1月8日收盘价。

表 15 可比公司估值

	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
米奥会展	36.24	0.33	1.21	1.65	2.09	109.8	30.0	22.0	17.3
风语筑	14.53	0.11	0.54	0.71	0.87	132.1	26.9	20.5	16.7
平均							28.4	21.2	17.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2024 年 1 月 8 日收盘价。

绝对估值法——DCF 估值: 无风险利率使用十年期国债收益率 2.57%，市场预期收益率使用 91-15 年上证指数年化收益率 12.7%。beta 使用 2021/12/28~2023/12/28 米奥会展、锋尚文化、风语筑三家会展公司加权平均 beta 1.28，根据 CAPM 模型计算得权益成本为 15.74%。债务成本使用 5 年期 LPR4.2%，税率 20%，计算得 WACC=14.1%；取永续增长率 1%，计算得每股价值 13.26 元。

投资建议: 国内展会强势复苏，带动公司业绩超预期。作为国内会展龙头，我们看好公司现有展览的优势地位以及展馆的稀缺属性，此外收购、合作办展有望贡献第二增长曲线。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济对会展行业的影响：宏观经济下行对会展行业产生负面影响。

人才流失的影响：核心经营管理人员流失对公司经营产生负面影响。

场馆及赛事资源供应的影响：目前国内优质的专业场馆较为紧缺。如果未能稳定、持续地获得优质场馆及赛事资源，将会对公司会展业务拓展产生负面影响。

金融市场下行的影响：公司拥有较多金融资产，金融市场表现下行对公司资产和投资收益将产生负面影响。

资产负债表					单位:	百万元	利润表					单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	2,618	3,255	2,767	2,949	3,238	营业总收入	925	773	1,443	1,703	1,979		
货币资金	1,136	1,635	1,589	1,713	1,949	营业成本	651	481	1,019	1,191	1,374		
应收票据	3	1	2	2	3	营业税金及附加	4	5	9	10	12		
应收账款	88	126	52	71	82	销售费用	59	55	59	65	75		
预付账款	19	21	31	36	41	管理费用	151	148	130	140	146		
存货	34	21	156	182	210	研发费用	0	1	1	1	2		
其他	1,338	1,451	937	945	953	财务费用	12	18	23	24	17		
非流动资产	2,604	2,506	3,305	3,370	3,360	减值损失合计	0	-3	0	0	0		
长期股权投资	239	283	328	378	433	投资净收益	129	119	123	102	99		
固定资产(合计)	27	20	543	529	514	其他	-36	-107	66	19	22		
无形资产	1	1	1	0	0	营业利润	141	74	391	392	474		
其他	2,338	2,203	2,433	2,463	2,412	营业外收支	0	51	0	0	0		
资产总计	5,222	5,761	6,071	6,319	6,598	利润总额	141	124	391	392	474		
流动负债	866	1,759	1,315	1,299	1,248	所得税	12	15	78	78	95		
短期借款	0	500	300	200	100	净利润	129	110	313	314	379		
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	-5	16	16	19		
应付账款	232	293	283	232	229	归属母公司净利润	120	115	297	298	360		
其他	635	966	731	867	919	EBITDA	162	191	542	521	626		
非流动负债	564	415	750	700	650	EPS(当年)(元)	0.22	0.21	0.56	0.56	0.68		
长期借款	0	0	197	147	97								
其他	564	415	553	553	553								
负债合计	1,430	2,174	2,065	1,999	1,898								
少数股东权益	76	67	82	98	117								
归属母公司股东权益	3,716	3,520	3,924	4,222	4,582								
负债和股东权益	5,222	5,761	6,071	6,319	6,598								
重要财务指标													
主要财务指标													
营业总收入	925	773	1,443	1,703	1,979	经营活动现金流	134	451	41	380	443		
同比(%)	-69.0%	-16.4%	86.7%	18.0%	16.2%	净利润	129	110	313	314	379		
归属母公司净利润	120	115	297	298	360	折旧摊销	94	98	128	105	136		
同比(%)	-13.3%	-4.6%	159.5%	0.3%	20.9%	财务费用	29	34	40	40	34		
毛利率(%)	29.6%	37.7%	29.4%	30.0%	30.6%	投资损失	-129	-119	-123	-102	-99		
ROE(%)	3.2%	3.3%	7.6%	7.1%	7.9%	营运资金变动	-12	253	-335	26	-5		
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.22	0.56	0.56	0.68	其它	25	74	19	-2	-2		
P/E	39.03	40.90	15.76	15.71	13.00	投资活动现金流	14	-353	-157	-66	-24		
P/B	1.26	1.33	1.19	1.11	1.02	资本支出	-11	1	-533	-18	-18		
EV/EBITDA	27.90	22.36	7.56	7.34	5.49	长期投资	-69	-467	253	-150	-105		
						其他	95	113	123	102	99		
						筹资活动现金流	-157	426	70	-190	-184		
						吸收投资	5	1	-7	0	0		
						借款	0	500	-3	-150	-150		
						支付利息或股息	-70	-75	-97	-40	-34		
						现金净增加额	-8	524	-46	124	235		

研究团队简介

范欣悦, CFA, 曾任职于中泰证券、中银国际证券, 所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业, 本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。