

Beijing UBOX Online Technology (2429 HK)

Riding the wave of unmanned retail, the leader of vending machines sets sail

Buy (Initiation)

14 March 2024

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

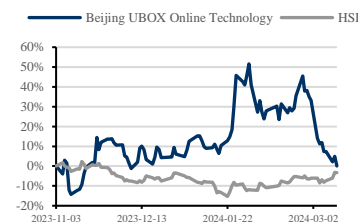
Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	2,519.31	2,761.85	4,090.24	4,994.10
Growth (YoY %)	-5.88	9.63	48.10	22.10
Net profit (RMB mn)	-284.53	-150.82	26.15	184.19
Growth (YoY %)	-53.80	46.99	117.33	604.47
EPS (RMB)	-0.36	-0.19	0.03	0.24
P/E (X)	-36.28	-68.44	394.80	56.04

Source: iFinD, Soochow Securities (Hong Kong)

Investment Thesis

- As a leading operator of vending machines, Beijing UBOX is committed to deepening its presence in the unmanned retail industry in mainland China.** As of June 30, 2023, the company's network comprised 61,888 UBOX vending machine locations, spanning 157 cities and 28 provinces in mainland China. Among these, 87.3% were in first-tier, new first-tier, and second-tier cities, while 89.8% were allocated to consumption scenarios such as schools, factories, offices, and public places. Beijing UBOX's revenues for 2020-2022 were RMB19.0/26.8/25.2bn, -30%/+41%/-6% yoy. The significant fluctuations in the company's revenue were mainly caused by the pandemic and changes in consumer demand, with a CAGR of 15% from 2020 to 2022.
- The penetration rate of vending machines is rapidly increasing, and the market share of leading companies is likely to grow.** According to Sullivan's forecast, with the increase in disposable income, consumption levels, urbanization rate, strengthening of social distancing awareness, and continuous innovation in vending machines, the offline penetration rate of vending machine sites is expected to increase from 8.8% in 2022 to 15.6% in 2027. The retail market size of vending machines in China is projected to increase from RMB289bn in 2022 to RMB739bn in 2027, with a five-year CAGR of 20.7%. Additionally, the concentration of China's unmanned retail industry is currently low. Based on the total commodity turnover in 2022, the market share of the top five participants in mainland China's vending machine industry was 17.0%. Currently, there are thousands of market participants, indicating a relatively dispersed market landscape. Leading companies are likely to achieve growth surpassing the industry through mergers and acquisitions.
- Establishing a comprehensive service platform for unmanned retail, Beijing UBOX expands rapidly in high-tier cities.** As a core participant in the unmanned retail industry, the company has leveraged its strong capabilities in digitalization and operations to create a platform that provides value to various participants. Meanwhile, with abundant data and advanced technology, Beijing UBOX has achieved efficient business operations and single-machine operations. As of the end of June 2023, the number of machines in first-tier/new first-tier/second-tier cities was 19,611/21,365/13,031 respectively. Looking ahead, we expect that the company may seize opportunities in high-tier cities and continue to deepen its layout in first and second-tier cities. By the end of 2024, we project that the number of UBOX machines in first-tier/new first-tier/second-tier cities should increase to 27,000/29,000/28,000 respectively. Also, the company is likely to seize opportunities in third-tier and below cities through cooperation with operators and platform empowerment. We estimate that the number of machines in third-tier and below cities may increase from 7,881 at the end of June 2023 to 16,000 by the end of 2024, with the total number of machines expected to exceed 100,000.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect the company's revenue for 2023-2025 to be RMB27.6/40.9/49.9bn, with year-on-year changes of +9.6%/+48.1%/+22.1% and the net profit attributable to shareholders to be RMB-1.5/0.3/1.8bn. We are bullish on its long-term prospects and profit resilience, initiating coverage with a "Buy" rating.
- Risks:** Lower-than-expected business expansion, technical failures, and intensified market competition.

Price Performance



Source: iFinD

Market Data

Closing price (HKD)	14.60
52-week Range (HKD)	11.84/22.80
P/B (X)	9.48
Market Cap (HKD mn)	11,385.59

Source: iFinD

Basic Data

BVPS (HKD)	1.54
Liabilities/assets (%)	41.06
Total Issued Shares (mn)	779.835
Shares outstanding (mn)	636.616

Source: iFinD

Related reports

乘无人零售之风，自动售货机龙头起航 买入（首次）

2024年3月14日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,519.31	2,761.85	4,090.24	4,994.10
同比 (%)	-5.88	9.63	48.10	22.10
归母净利润(百万元)	-284.53	-150.82	26.15	184.19
同比 (%)	-53.80	46.99	117.33	604.47
EPS-最新摊薄(元/股)	-0.36	-0.19	0.03	0.24
P/E(现价/最新摊薄)	-36.28	-68.44	394.80	56.04

数据来源: iFinD, 东吴证券(香港)

投资要点

- **作为自动售货机经营商龙头，友宝在线致力深耕中国大陆的无人零售行业。**截至2023年6月30日，公司网络拥有61,888个自动售货机友宝点位，遍布中国大陆157个城市及28个省级行政区，其中有87.3%集中于一线、新一线及二线城市，有89.8%集中于学校、工厂、办公场所及公共场所等消费场景。公司2020/2021/2022年收入分别为19.0/26.8/25.2亿元，对应同比-30%/+41%/-6%，公司收入大幅波动主要受疫情及消费需求影响，2020-2022年收入复合增长率为15%。
- **自动售货机渗透率快速提升，龙头企业市场份额有望增长。**据沙利文预测，随着可支配收入、消费水平、城镇化率提高，社交距离意识加强及自动售货机不断创新，预计自动售货机线下场地渗透率将从2022年8.8%增长至2027年15.6%，中国自动售货机零售市场规模预计将从2022年的289亿元增长至2027年的739亿元，5年CAGR为20.7%。另外，目前中国无人零售行业集中度尚低，按2022年商品总额计，中国大陆自动售货机行业五大参与者的市场份额为17.0%，目前市场存在成千上万市场参与者，格局相对分散，龙头企业有望通过收并购取得超越行业的增长。
- **创建无人零售行业综合服务平台，发力高线城市快速扩张。**作为无人零售行业核心参与者，公司凭借在数字化及运营方面的强大实力，创建了一个提供价值予不同参与者的平台。同时，凭借丰富数据和先进技术，公司实现了高效业务营运以及单机运营。截至2023年6月底，公司一线/新一线/二线城市点位数量分别为19,611/21,365/13,031个；展望未来，预计公司将抓住高线城市机遇，继续在一二线城市深耕布局，我们预计到2024年底，公司一线/新一线/二线城市友宝点位数量将增长至27,000/29,000/28,000个。同时，公司也将通过与运营商合作、平台赋能的形式抓住三线及以下城市机遇，我们预计公司三线及以下城市点位数量将从2023年6月底的7,881个增长至2024年底的16,000个，公司总点位数量有望突破10万个。
- **盈利预测与投资评级：**我国无人零售行业尚处于发展早期阶段，行业集中度较低，龙头企业有望通过收并购取得超越行业的增长；同时，我们看好公司在二线城市布局与发力，预计随着公司点位数量的拓展，公司营收有望实现快速增长。我们预计，2023-2025年公司收入为27.6/40.9/49.9亿元，同比+9.6%/+48.1%/+22.1%，归母净利润为-1.5/0.3/1.8亿元，我们看好公司的长期发展空间和盈利弹性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**业务扩张不及预期风险；技术故障风险；市场竞争加剧风险

注：无特殊注明，本文相关数据的货币单位均为人民币。

股价走势



数据来源: iFinD

市场数据

收盘价(港元)	14.60
一年最低/最高价	11.84/22.80
市净率(倍)	9.48
港股总市值(百万港元)	11,385.59

数据来源: iFinD

基础数据

每股净资产(港元)	1.54
资本负债率(%)	41.06
总股本(百万股)	779.835
流通股本(百万股)	636.616

数据来源: iFinD

相关研究

内容目录

1. 中国自动售货机龙头	5
2. 自动售货机渗透率快速提升、发展潜力可期	9
3. 无人零售行业综合服务平台	11
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:	公司点位数量情况.....	6
图 2:	按城市层级划分的友宝点位覆盖情况.....	7
图 3:	按消费情景划分的友宝点位分布情况.....	7
图 4:	公司收入情况 (人民币百万元)	7
图 5:	公司收入占比变化情况.....	7
图 6:	公司总体毛利率和分板块毛利率情况.....	8
图 7:	公司费用率情况.....	8
图 8:	公司销售及营销开支占比情况.....	8
图 9:	公司净利润和净利润率情况 (人民币百万元, %)	9
图 10:	2017-2027 年中国自动售货机市场规模及销售点渗透率 (人民币百万元, %)	9
图 11:	2017-2027 年中国自动售货机细分市场规 模 (人民币百万元)	10
图 12:	2017-2027 年中国不同层级城市自动售货机数量 (千台)	10
图 13:	公司提供的解决方案.....	12
图 14:	凭借丰富数据和先进技术, 公司实现高效业务营运以及单机运营.....	12
图 15:	公司主要种类自动售货机数量 (台)	13
图 16:	公司每台机器月均商品销售额 (人民币元)	13
图 17:	公司自动售货机点位地域分布情况 (截至 2023 年 6 月底)	14
表 1:	公司发展历程.....	5
表 2:	公司业务板块及盈利模式.....	5
表 3:	管理层履历.....	6
表 4:	2022 年中国以商品总额计的前五大自动售货机运营商.....	11
表 5:	公司自动售货机的主要类型.....	13
表 6:	分业务收入预测 (人民币千元)	15

1. 中国自动售货机龙头

作为自动售货机经营商龙头，友宝在线致力深耕中国大陆的无人零售行业，并建立了数字化及运营能力，涵盖商品采购、物流及存货管理。截至 2023 年 6 月 30 日，公司网络拥有 61,888 个自动售货机友宝点位，遍布中国大陆 157 个城市及 28 个省级行政区，其中有 87.3% 集中于一线、新一线及二线城市。

表1: 公司发展历程

时间	里程碑
2011 年	创办人通过北京友宝科斯开展自动售货机业务，并通过北京友宝科斯建造了公司首台原型自动售货机
2012 年	点位数量达 5,000 个
2013 年	点位数量达 10,000 个
2015 年	改制为股份有限公司；获安永及复旦大学管理学院认可为‘中国最具潜力企业’
2016 年	股份开始在全国股转系统买卖（股份代号：836053）
2017 年	获中国百货商业协会认可为‘无人售货行业最佳运营品牌奖’
2018 年	与支付宝合作，推出首台可以生物核身的自动售货机 公司投资的公司 JR Vending Pte. Ltd. (‘JR Vending’) 将首台海外自动售货机放置于新加坡樟宜机场
2019 年	在全国股转系统自愿除牌 蚂蚁集团全资附属公司上海云鑫作为首次公开发售前投资者投资公司
2020 年	推出中国人民银行首台支持数字人民币付款的自动售货机 大力推动合伙人模式，并推出首台 5G 网络自动售货机 获提名为杭州 2022 年第 19 届亚运会线下特许零售店 点位数量达 100,000 个

数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

业务板块及盈利模式：公司致力于通过技术完善传统零售业，并将零售价值链上的诸多业务活动数字化、自动化。1) **无人零售：**通过友宝点位的自动售货机进行商品零售；2) **广告及系统支援服务：**向广告客户提供数字广告服务收取服务费，同时向非友宝点位经营商收取使用公司运营系统的费用；3) **商品批发、自动售货机销售及租赁**等其他收入。

表2: 公司业务板块及盈利模式

业务板块	业务描述	盈利模式
无人零售	凭借公司遍布全国的点位网络及数据驱动运营系统，在广泛的消费场景中仅通过自动售货机将快消品的零售销售数字化和自动化	通过友宝点位的自动售货机进行的 商品零售 （包括瓶装饮料、零食、现磨咖啡及其他饮料）
广告及系统支援服务	1) 凭借公司广泛和独特的客户触点，向广告商提供促进客流及销量的数字广告服务，主要包括显示屏广告服务、支付后广告服务、商品展示广告服务及机身广告服务； 2) 公司亦向非友宝点位经营商提供运营系统支援，允许经营商将机器连接到公司的运营系统、获得多项功能，包括实时监控机器的运作情况，及接收补货提醒和补货路线及时刻表建议	1) 向广告客户提供 数字广告服务收取的服务费 ； 2) 向非友宝点位经营商收取的 使用公司的运营系统的费用
商品批发	向商品批发客户及若干非友宝点位经营商提供商品批发	商品批发
自动售货机销售及租赁	向非友宝点位经营商出售、租赁及或提供机器安装及维修等自动售货机硬件支援服务	自动售货机销售及租赁及或收取相关硬件支援服务费

其他	在中国大陆提供移动设备分销服务、迷你 KTV 服务、迷你 KTV 销售及租赁以及迷你 KTV 运营系统支援
----	---

数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

股本结构及管理層：此次发行后，公司主要创始人、执行董事、行政总裁兼董事会主席王滨与一致行动人陈昆嵘（执行董事）集体持有并控制已发行股份总数的 21.35%，上海云鑫（蚂蚁集团全资附属公司）持股 16.20%。

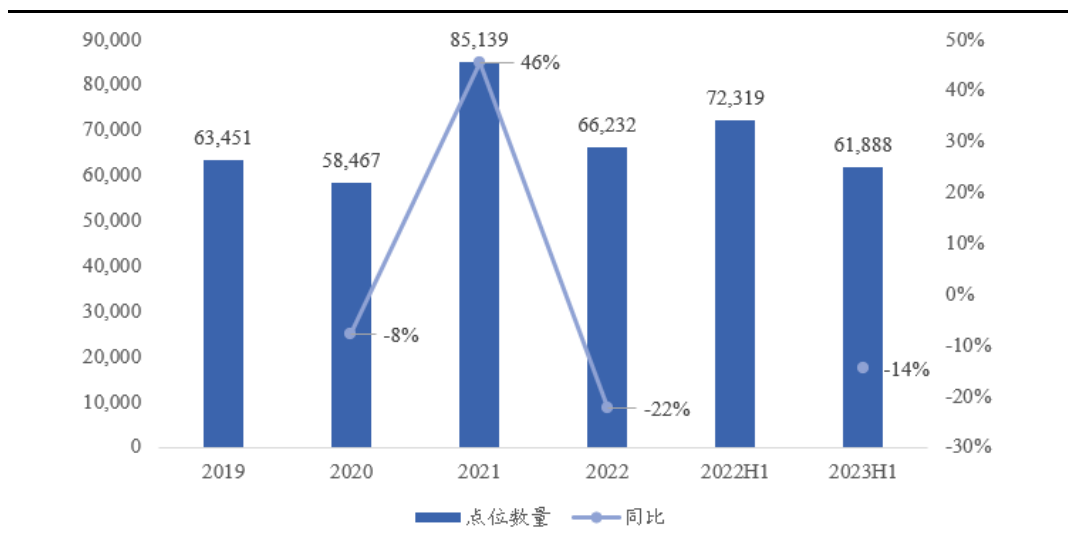
表3：管理层履历

姓名	职位	职责	背景
王滨	董事会主席、执行董事兼行政总裁	制订集团的整体发展战略及监督集团运作	于软件及零售平台研究及开发领域拥有超 20 年经验，曾任深圳网兴科技总经理、新浪网高级副总裁
陈昆嵘	执行董事兼总裁	监督集团的整体管理及运作	于电讯及零售服务业拥有超 23 年经验，曾任中国移动福州分部总经理助理
余立志	执行董事兼副总裁	监督点位合伙人发展	于信息技术行业拥有超 23 年经验，曾任川发龙蟒深圳及广州分部总经理、公司监事及董事
崔艳	执行董事、副总经理兼联席公司秘书	管理董事会的运作	于金融及会计领域拥有超 17 年经验，曾任致同会计师事务所的执业会计师兼资产评估师

数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

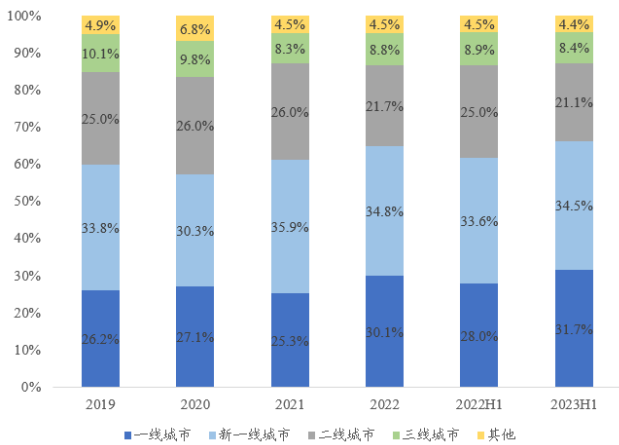
公司点位不断优化，一二线城市集中发力。2020/2021/2022 年底公司点位总数量为 58,467/85,139/66,232 个，对应同比-8%/+46%/-22%；截至 2023 年 6 月 30 日，公司点位网络共有 61,888 个自动售货机友宝点位，同比下降 14%，遍布中国大陆 157 个城市及 28 个省级行政区，其中有 87.3%集中于一线、新一线及二线城市，有 89.8%集中于学校、工厂、办公场所及公共场所等消费场景。截至 2023H1，公司一线城市/新一线城市/二线城市/三线城市点位数量占比分别为 31.7%/34.5%/21.1%/8.4%，学校/工厂/办公场所/公共场所/交通枢纽/餐厅点位数量占比分别为 28.4%/26.6%/21.6%/13.1%/3.7%/1.3%。

图1：公司点位数量情况



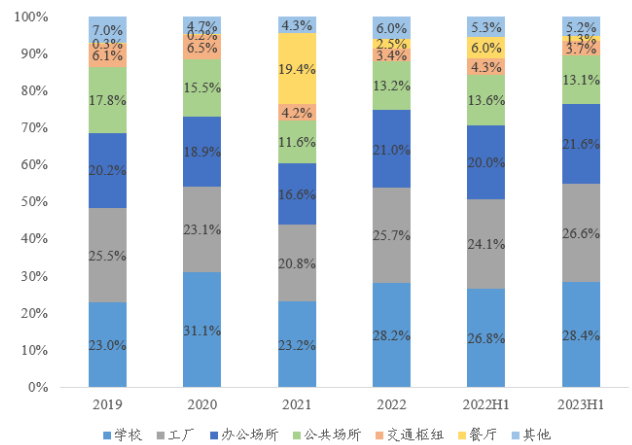
数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

图2: 按城市层级划分的友宝点位覆盖情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

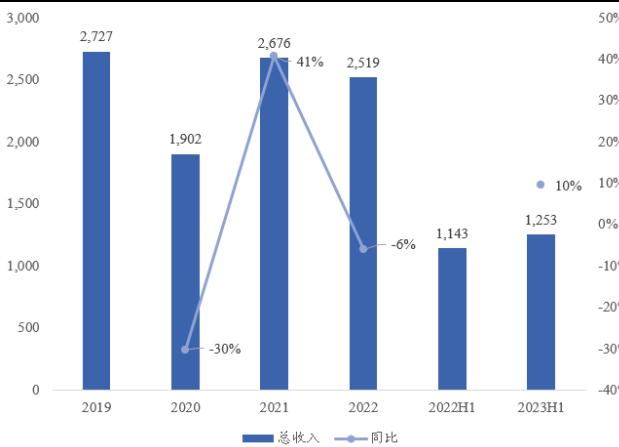
图3: 按消费情景划分的友宝点位分布情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

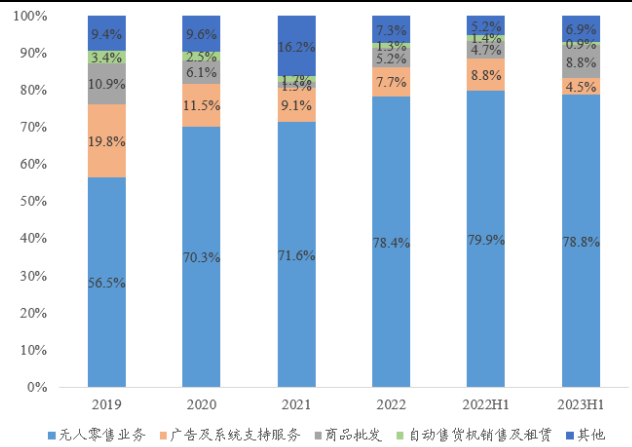
营收稳步增长, 无人零售业务占比持续提升。公司 2020/2021/2022 年收入分别为 19.0/26.8/25.2 亿元, 对应同比-30%/+41%/-6%, 公司收入大幅波动主要受疫情 (2020 年受疫情影响收入下降后, 2021 年快速反弹) 及消费需求 (2022 年宏观疲软) 影响, 2020-2022 年复合增长率为 15%。随着政策放宽及客流量恢复, 无人零售和商品批发业务快速回暖, 23H1 公司收入达 12.5 亿元, 同比增长 10%。分板块看, 公司无人零售业务占比持续提升, 2020/2021/2022 年, 无人零售业务占公司总收入 70.3%/71.6%/78.4%。

图4: 公司收入情况 (人民币百万元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

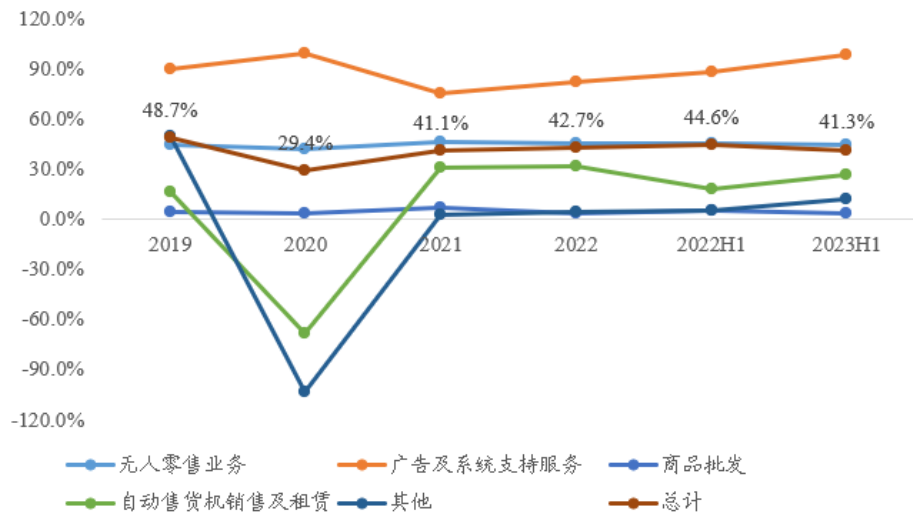
图5: 公司收入占比变化情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

整体毛利率保持稳定, 广告及系统支持服务毛利率最高。2020/2021/2022 年, 公司总体毛利率分别为 29.4%/41.1%/42.7%, 2021 年公司毛利率快速回升主要得益于无人零售业务的快速回暖, 及毛利率较高的消费场景客流量复苏; 而 23H1 由于毛利率较低的商品批发及移动设备分销服务收入贡献增加, 公司整体毛利率下降至 41.3%。分板块来看, 广告及系统支持服务毛利率最高, 商品批发最低, 23H1 无人零售业务/广告及系统支持服务/商品批发/自动售货机销售及租赁的毛利率分别为 45.0%/98.8%/3.6%/27.0%。

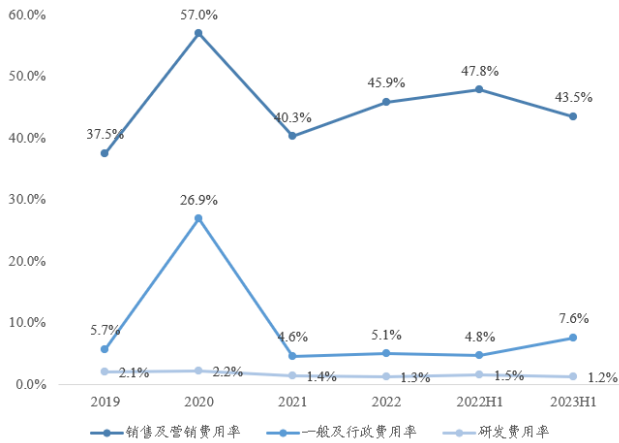
图6: 公司总体毛利率和分板块毛利率情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

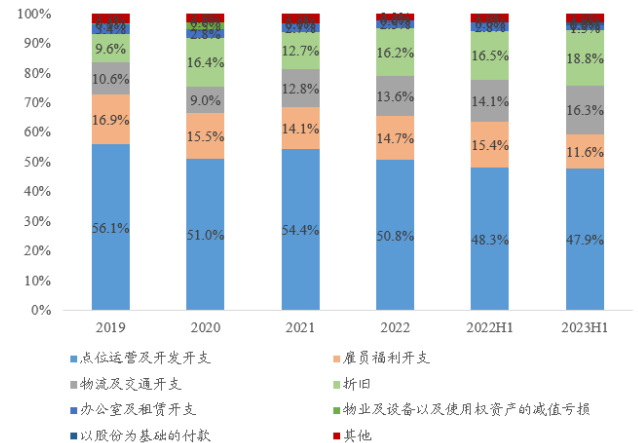
销售及营销开支为重心, 公司整体费用率持稳。2020/2021/2022 年公司销售及营销开支占总收入 57.0%/40.3%/45.9%, 一般及行政开支占总收入 26.9%/4.6%/5.1%, 而研发开支占总收入 2.2%/1.4%/1.3%。在销售及营销开支中, 点位运营及开发开支约占一半; 23H1, 公司点位运营及开发开支/雇员福利开支/物流及交通开支/折旧分别占销售及营销开支的 47.9%/11.6%/16.3%/18.8%。

图7: 公司费用率情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

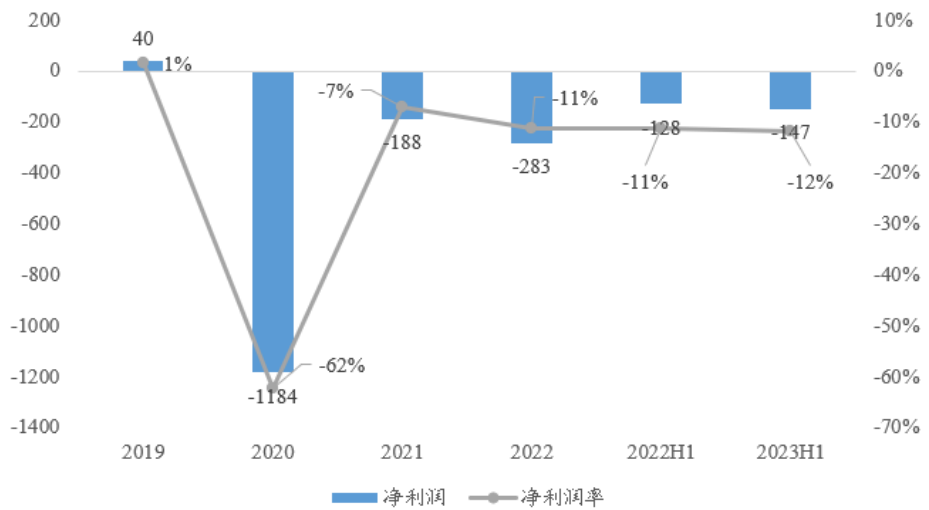
图8: 公司销售及营销开支占比情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

外部冲击告一段落, 净利润率趋于稳定。2020/2021/2022 年公司整体净利润分别为 -11.84/-1.88/-2.83 亿元, 对应净利润率为 -62%/-7%/-11%。2020 至 2021 年亏损净额大幅收窄主要是由于无人零售业务收入大幅增加, 销售和管理费用有所减少; 而 2021 年至 2022 年亏损净额增加主要是由于业务扩张下销售及营销费用率有所增加, 叠加宏观及消费需求疲软下总收入下降。22H1 至 23H1, 公司的亏损净额由 1.28 亿元增加至 1.47 亿元, 主要由于 2023 年确认以股份为基础的雇员股份激励付款增加, 导致一般及行政开支增加。

图9: 公司净利润和净利润率情况 (人民币百万元, %)

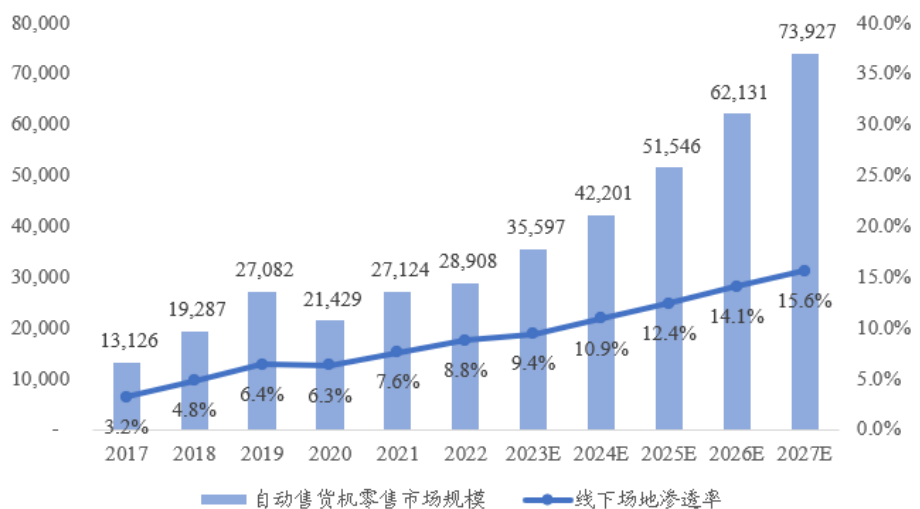


数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

2. 自动售货机渗透率快速提升、发展潜力可期

渗透率尚低, 自动售货机市场快速发展。目前传统线下快消品市场面临着初始成本高昂、运营成本增加、场地要求复杂等痛点, 而自动售货机则凭借非接触式零售体验、更短的计费及等待时间、较低要求的空间及基础设施等优势迅速发展。据沙利文预测, 2022年至2027年, 自动售货机占传统线下快消品市场总销售额的份额将从0.9%上升至1.8%。截至2022年底, 中国大陆仅8.8%的潜在可用地点设有自动售货机, 每千人拥有量为0.8台, 而随着可支配收入、消费水平、城镇化率提高, 社交距离意识加强及自动售货机不断创新, 预计2027年线下场地渗透率将增长至15.6%; 中国自动售货机零售市场规模预计将从2022年的289亿元增长至2027年的739亿元, 5年CAGR为20.7%。

图10: 2017-2027年中国自动售货机市场规模及销售点渗透率 (人民币百万元, %)

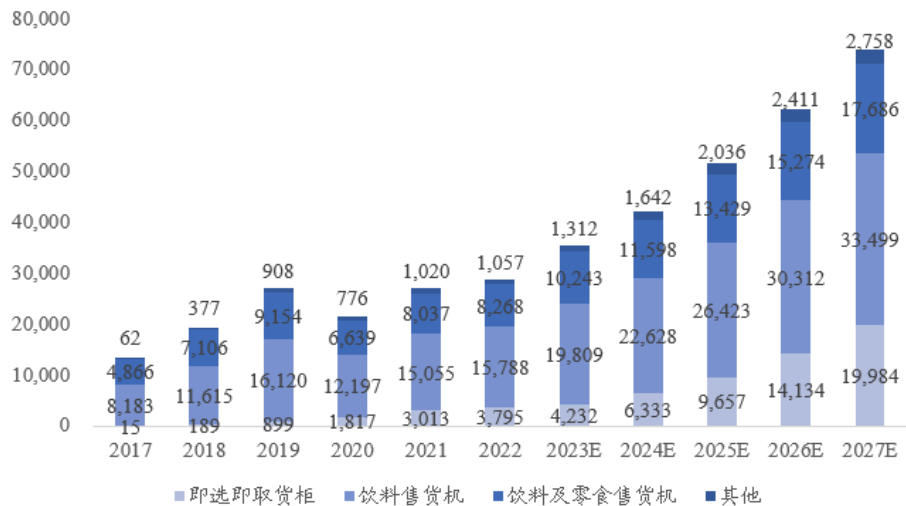


数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 东吴证券 (香港)

自动售货机可分为即选即取货柜、饮料售货机和饮料及零食售货机。1) 即选即取货柜：即选即取货柜让消费者在收货后结账，利用科技进行身份验证及付款程序，本质上改造了传统的自动化零售机制；独特的商业模式基于射频识别(RFID)、物联网及数据分析等技术。2) 饮料售货机：包装饮料售货机主要提供无酒精饮料，可分为封闭前部及玻璃前部。3) 饮料及零食售货机：饮料及零食售货机通常提供各种饮料及小吃，大部分配备玻璃前部。4) 其他自动售货机：主要包括咖啡自动售货机、鲜榨果汁自动售货机、玩具自动售货机、冰淇淋自动售货机及销售其他商品的自动售货机。

饮料售货机占据主要份额，即选即取货柜增长迅猛。从细分市场规模及增速来看，饮料售货机的总销售额由2017年的82亿元增至2022年的158亿元，预计于2027年将达到335亿元，分别占2022年及2027年中国大陆自动售货机零售市场份额的54.6%和45.3%。而即选即取货柜于2016年底进入市场，并在随后几年不断发展。即选即取货柜的总销售额由2017年1540万元增至2022年的38亿元，预计于2027年将达200亿元，2022-2027年CAGR为39.4%，其市场份额预计将由2022年约13.1%增长至2027年约27.0%。

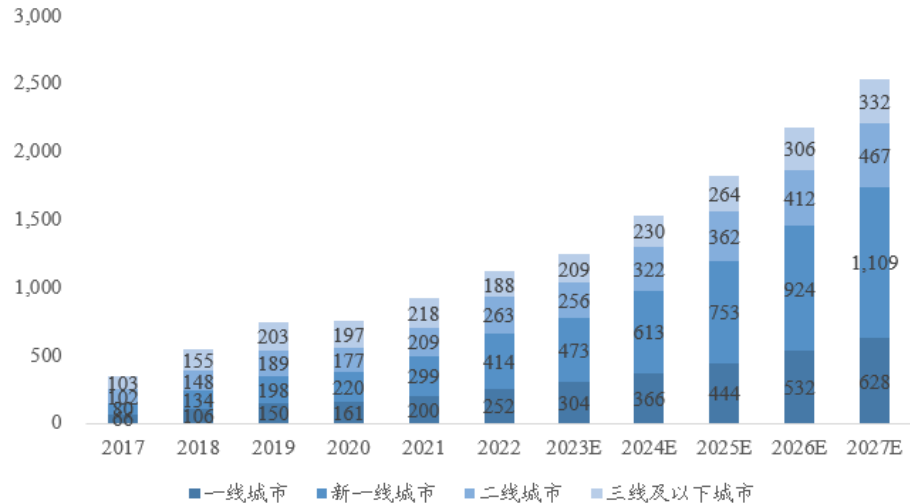
图11：2017-2027年中国自动售货机细分市场规模（人民币百万元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券（香港）

高线城市占据主导，低线城市带来增长新机遇。基于更成熟的经济发展以及城镇化进程、更高的劳工成本和租赁成本，目前大部分自动售货机设置于一线、新一线及二线城市；预计未来高线城市将继续引领自动售货机市场的发展，2022-2027年一线/新一线/二线城市自动售货机数量CAGR达20.0%/21.8%/12.2%。此外，三线及以下城市每千人拥有的自动售货机数量较低（2022年为0.2台 v.s. 中国整体0.8台），随着经济发展、三线及三线以下的城市居民消费力上升，将自动售货机零售业务扩展至三线及以下城市将带来新增长机遇，预计2022-2027年三线及以下城市自动售货机数量CAGR达12.0%。

图12：2017-2027年中国不同层级城市自动售货机数量（千台）



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券(香港)

无人零售行业集中度尚低, 龙头企业市场份额有望增长。按 2022 年商品总额计, 中国大陆自动售货机行业五大参与者的市场份额为 17.0%; 公司 2022 年商品销售总额约 22 亿元, 占市场份额 7.6%, 是中国目前最大的无人零售参与者之一。由于领先企业的竞争力更强、在客户中声誉更高, 且能与供货商建立稳定关系, 因此预计市场集中度将进一步提升; 另外, 由于市场存在成千上万市场参与者, 格局相对分散, 领先企业亦可能透过并购加强其市场地位。

表4: 2022 年中国以商品总额计的前五大自动售货机运营商

排名	公司	2022 年以商品总额计的自动售货机收入/人民币十亿元	2022 年市场份额/%
1	友宝在线	2.2	7.6%
2	公司 A	1.0	3.5%
3	公司 B	0.9	3.1%
4	公司 C	0.4	1.4%
5	公司 D	0.4	1.4%
合计		4.9	17.0%

数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券(香港)

3. 无人零售行业综合服务平台

作为无人零售行业核心参与者, 公司凭借在数字化及运营方面的强大实力, 创建了一个提供价值予不同参与者的平台。

- ✓ **消费者:** 公司提供便利、地点方便、卓越的多场景用户体验、非接触式购买以及广泛的热门商品选择。
- ✓ **欲开展自动售货机业务者:** 公司提供机会, 让其能作为点位合伙人加入公司, 从而能运用其点位资源及本地专业知识, 并利用公司的数字化及运营能力。点位合伙人通常有权在扣除其负责的费用及成本后获得点位的交易商品总额分成。

- ✓ **已经运营自动售货机的运营商：**公司欢迎其作为商品批发客户或非友宝点位经营者加入，并使用公司的数字化及运营能力，以赋予其提升运营效率的能力。
- ✓ **广告商：**公司提供庞大且相互关联的平台以触达消费者。

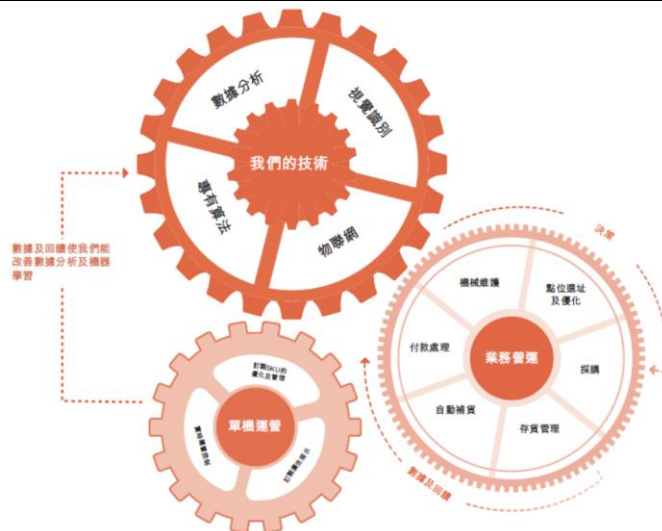
图13: 公司提供的解决方案



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

凭借丰富数据和先进技术，公司实现高效业务营运以及单机运营。1) **业务营运：**公司通过中心化运营系统将营运精简为标准化环节，并将各个环节大幅数字化及自动化。公司的技术及算法可指引并简化运营各方面的人工决策，包括点位选址、商品组合优化及采购、仓储存货管理、自动售货机补货、付款处理及机器维护。2) **单机运营：**公司以数据分析及物联网技术为基础，建立了数据驱动的单机运营及管理模块。凭借丰富数据及对消费者行为深入了解，公司通过多层级分类将消费场景分为更细的子集，建立初始商品组合；在初始商品组合的基础上，公司的中心化运营系统会持续利用从自动售货机收集的多维数据，优化算法 SKU 推荐算法及 SKU 更换算法的准确性，并为自动售货机实时推荐最受欢迎及利润最高的商品。

图14: 凭借丰富数据和先进技术，公司实现高效业务营运以及单机运营



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

即选即取货柜和饮料售货机占据主要份额，单机销售额触底回升。公司有四种主要自动售货机，其中即选即取货柜和饮料售货机占据主要份额，23H1 底两者数量之和占公司自动售货机总数的 90.1%。从单机商业模式看，饮料售货机的单机月均商品销售额最高，23H1 达 3,841 元，同比+16.1%；其次是饮料及零食售货机和即选即取货柜，分别为 3,036 元和 2,628 元，同比+49.9%/+36.0%。虽然即选即取货柜单台机器销售额不高，但是得益于更低的造价成本（约为饮料售货机的 30%），其 ROI 显著高于饮料售货机；因此，预计即选即取货柜占比将继续维持 60% 高位。

表5: 公司自动售货机的主要类型

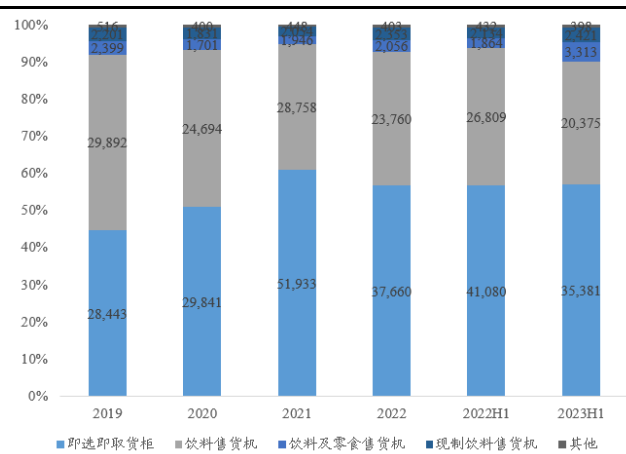
	即选即取货柜	饮料售货机	饮料及零食售货机	现制饮料售货机
主要消费场景	学校、餐厅及办公场所	学校、工厂、公共场所及交通枢纽	学校、工厂、公共场所及交通枢纽	学校及办公场所
商品类别	饮料、休闲零食及其他	瓶装饮料	饮料、休闲零食	现制饮料
每台机器SKU数量	不适用	23	60	18
容量上限	398 升	360 件	300 件	198 杯
占地面积	0.43 m ²	0.90 m ²	1.10 m ²	0.50 m ²
支持广告及系统支持服务	是	是	是	是

实物图片



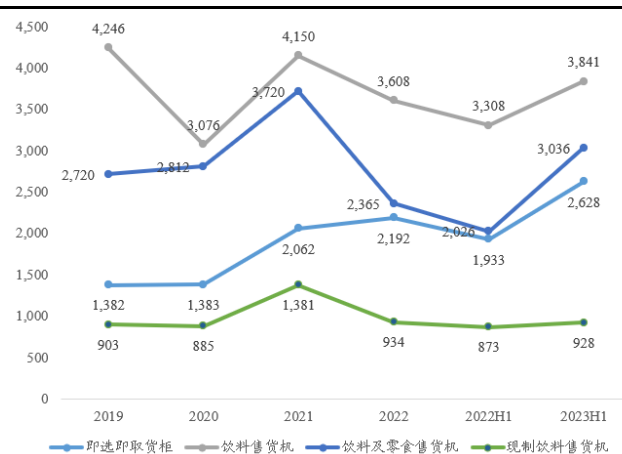
数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

图15: 公司主要种类自动售货机数量（台）



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

图16: 公司每台机器月均商品销售额（人民币元）



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

高线城市发力为主，开拓下沉市场机会。截至 2023 年 6 月底，公司点位网络共有 61,888 个自动售货机友宝点位，遍布中国大陆 157 个城市及 28 个省级行政区，其中有 87.3% 集中于一线、新一线及二线城市，广东/北京/江苏/浙江/四川/福建/上海的点位数量超过了 2,000 个。截至 2023 年 6 月底，公司一线/新一线/二线城市点位数量分别为 19,611/21,365/13,031 个；展望未来，预计公司将抓住高线城市机遇、继续在一二线城市深耕布局，我们预计到 2024 年底，公司一线/新一线/二线城市友宝点位数量将增长至 27,000/29,000/28,000 个。同时，公司也将通过与运营商合作、平台赋能的形式抓住三线及以下城市机遇，我们预计公司三线及以下城市点位数量将从 2023 年 6 月底的 7,881 个增长至 2024 年底的 16,000 个，公司总点位突破 10 万个。

图17: 公司自动售货机点位地域分布情况 (截至 2023 年 6 月底)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券 (香港)

4. 盈利预测与投资建议

核心假设: 1) 无人零售业务: 截至 2023 年 6 月, 公司一线/新一线/二线/三线/其他城市点位数量分别为 19,611/21,365/13,031/5,177/2,704 个, 我们预计 2024 年和 2025 年将增长至 27,000/29,000/28,000/10,500/5,500 个和 29,000/30,500/30,500/12,000/6,000 个; 同时考虑到未来出行环境趋于稳定、单台自动售货机覆盖客户群体相对固定, 我们预计单机单月营收将维持在 2,400-2,600 元区间。**2) 广告及系统支持服务:** 随着公司点位数快速增长, 我们预计 2024/2025 年公司的数字广告服务收入将同步增长 50%/10%, 同时运营系统支持服务将取得与行业相近的增速 (2024/2025 年同比+18%/+20%)。**3) 商品批发:** 我们预计公司将通过与运营商合作、供应链赋能的形式抓住三线及以下城市机遇, 此部分收入将体现在商品批发板块。我们预计 2024/2025 年公司的商品批发收入将同比 +220%/+65%, 成为驱动公司增长的重要引擎之一。

表6: 分业务收入预测 (人民币千元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
无人零售业务	1,336,763	1,915,116	1,974,657	2,195,538	2,911,853	3,207,780
一线城市	364,700	526,859	546,261	672,402	800,902	877,433
自动售货机点位数量	15,836	21,572	19,929	22,000	27,000	29,000
单机单月营收/元	1,919	2,035	2,284	2,547	2,472	2,521
新一线城市	427,765	621,578	728,427	727,634	840,973	902,162
自动售货机点位数量	17,725	30,580	23,077	23,500	29,000	30,500
单机单月营收/元	2,011	1,694	2,630	2,580	2,417	2,465
二线城市	342,190	466,868	441,043	512,099	802,315	891,430
自动售货机点位数量	15,228	22,097	14,405	17,000	28,000	30,500
单机单月营收/元	1,873	1,761	2,551	2,510	2,388	2,436
三线城市	145,303	193,539	173,157	186,411	309,065	360,281
自动售货机点位数量	5,718	7,042	5,820	6,000	10,500	12,000
单机单月营收/元	2,118	2,290	2,479	2,589	2,453	2,502
其他	56,805	106,272	85,768	96,993	158,597	176,475
自动售货机点位数量	3,960	3,848	3,001	3,200	5,500	6,000
单机单月营收/元	1,195	2,301	2,382	2,526	2,403	2,451
广告及系统支持服务	219,561	243,120	194,271	109,728	160,612	178,141
数字广告服务	203,095	224,706	176,216	97,290	145,935	160,528
运营系统支持	16,466	18,414	18,055	12,439	14,678	17,613
商品批发	115,485	40,516	131,795	269,629	862,812	1,423,640
自动售货机销售及租赁	47,040	44,241	33,840	24,542	25,033	25,534
其他	183,161	433,244	184,661	162,411	129,928	159,000
总计	1,902,010	2,676,237	2,519,224	2,761,849	4,090,239	4,994,096

数据来源: 公司招股书, 东吴证券(香港)

总体来看, 我国无人零售行业尚处于发展早期阶段、行业集中度较低, 龙头企业有望通过收并购取得超越行业的增长; 同时, 我们看好公司在一二线城市的布局与发力, 预计随着公司点位数量的拓展, 公司营收有望实现快速增长。我们预计, 2023-2025 年公司收入为 27.6/40.9/49.9 亿元, 同比+9.6%/+48.1%/+22.1%, 归母净利润为-1.5/0.3/1.8 亿元, 我们看好公司的长期发展空间和盈利弹性, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

业务扩张不及预期风险: 公司可能无法按在商业上可接受的条款为点位觅得合适地点, 或未能新的地理区域有效管理业务、扩张及增长。

技术故障风险: 连接至点位的运营系统或点位网络的自动售货机出现任何系统故障或失灵将直接影响公司接收订单和收款的能力。

市场竞争加剧风险: 公司面对身处快速发展行业所面临的竞争加剧风险及不确定性。

友宝在线三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	518	708	902	1,761	营业总收入	2,519	2,762	4,090	4,994
现金及现金等价物	128	25	126	662	营业成本	1,442	1,602	2,291	2,747
应收账款及票据	55	137	136	182	销售费用	1,156	1,050	1,472	1,698
存货	144	176	250	374	管理费用	127	193	205	250
其他流动资产	191	370	389	543	研发费用	32	41	61	75
非流动资产	1,001	1,024	1,024	1,024	其他费用	15	28	41	50
固定资产	296	296	296	296	经营利润	-253	-152	20	175
商誉及无形资产	392	392	392	392	利息收入	2	0	0	0
长期投资	63	63	63	63	利息支出	13	0	0	0
其他长期投资	36	36	36	36	其他收益	-8	3	5	7
其他非流动资产	214	237	237	237	利润总额	-272	-149	26	181
资产总计	1,519	1,732	1,926	2,785	所得税	11	1	0	-2
流动负债	494	653	820	1,496	净利润	-283	-150	26	183
短期借款	70	70	70	70	少数股东损益	1	1	0	-1
应付账款及票据	215	231	352	643	归属母公司净利润	-285	-151	26	184
其他	209	351	398	783	EBIT	-261	-149	26	181
非流动负债	23	17	17	17	EBITDA	-3	-149	26	181
长期借款	0	0	0	0					
其他	23	17	17	17					
负债合计	517	670	837	1,513					
股本	757	778	778	778	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	21	22	22	21	每股收益(元)	-0.36	-0.19	0.03	0.24
归属母公司股东权益	980	1,040	1,066	1,250	每股净资产(元)	1.28	1.36	1.40	1.63
负债和股东权益	1,519	1,732	1,926	2,785	发行在外股份(百万股)	779.84	779.84	779.84	779.84
					ROIC(%)	-22.45	-13.62	2.27	14.66
					ROE(%)	-29.02	-14.50	2.45	14.73
					毛利率(%)	42.74	42.00	44.00	45.00
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	销售净利率(%)	-11.29	-5.46	0.64	3.69
经营活动现金流	154	-288	96	529	资产负债率(%)	34.03	38.67	43.48	54.33
投资活动现金流	-105	-26	5	7	收入增长率(%)	-5.88	9.63	48.10	22.10
筹资活动现金流	-93	210	0	0	净利润增长率(%)	-53.80	46.99	117.33	604.47
现金净增加额	-44	-103	102	535	P/E	-36.28	-68.44	394.80	56.04
折旧和摊销	258	0	0	0	P/B	10.30	9.72	9.48	8.12
资本开支	-146	0	0	0	EV/EBITDA	18.89	-69.77	398.56	53.63
营运资本变动	132	-135	76	352					

数据来源: iFinD, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2024年3月14日的0.9066, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>