

2024年03月28日

友宝在线 (2429.HK)

首次覆盖

证券研究报告

零售行业

中国最大的无人零售经营商

友宝在线成立于2011年，其使命是让无人零售触手可及，通过十多年发展，建立了强大的数字化及供应链能力，是中国最大的无人零售经营商。预计24年友宝在线通过加盟模式，迅速扩张，快速发展，实现盈亏平衡。首次覆盖给予“买入”评级，目标价25.5港元，相当于24年4.7倍预测PS。

报告摘要

2023年经调整后净亏损2.2亿，亏损幅度同比收窄22%。2023年友宝在线收入26.7亿，同比增长6%，净亏损3.3亿，剔除上市开支、以股份为基础的薪酬开支后，经调整后净亏损2.2亿，亏损幅度同比收窄22%。近几年疫情严重影响中国无人售货机行业发展，23年是疫情放开后第一年，友宝在线的各项业务呈现弱复苏态势，预计24年友宝在线通过加盟模式，迅速扩张，快速发展，实现盈亏平衡。

友宝在线致力于中国无人零售市场深耕细作十多年，成长为行业龙头，规模优势明显。公司成立于2011年，其使命是让无人零售触手可及，通过十多年发展，建立了强大的数字化及供应链能力。公司已经完成约160个城市及28个省级行政区布局，运营智能货柜、智能售货机、智能咖啡机、迷你KTV等多种智能零售终端约6万台，建立学校、工厂、办公场所、公共场所、交通枢纽等核心消费场景的广泛的销售点网络。据弗若斯特沙利文的统计，目前市场存在成千上万市场参与者，格局相对分散。以22年的商品销售额计算，友宝在线的市占率为7.6%，是中国无人零售行业中规模最大的经营商。

行业渗透率低，发展空间大。据弗若斯特沙利文的预测，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%。中国自动售货机数量预计将从2022年的111.6万台增长至2027年的253.5万台，5年CAGR为17.8%。

盈利预测与投资评级：我们认为中国无人零售行业处在发展初期，未来行业发展空间大。友宝在线作为中国最大的无人零售业务经营商，有着较大的规模优势，技术优势。24年公司将会通过加盟模式，实现快速扩张，是规模扩大与盈利改善的关键年。我们预计24年友宝在线达到盈亏平衡，25年归母净利润1.0亿，26年归母净利润1.5亿。首次覆盖给予“买入”评级，目标价25.5港元，相当于24年4.7倍预测PS。

风险提示：由直营转变为合伙人模式相关风险；行业竞争加剧；系统故障或失灵；

| 31/12年结；百万元人民币 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,519 | 2,672 | 3,714 | 4,086 | 4,412 |
| 增长率(%) | -6% | 6% | 39% | 10% | 8% |
| 归母净利润 | -285 | -327 | 5 | 101 | 154 |
| 增长率(%) | 54% | 15% | N/A | 1930% | 52% |
| 毛利率(%) | 43% | 41% | 45% | 46% | 47% |
| 净利润率(%) | -11% | -12% | 0% | 2% | 3% |
| 每股收益(元) | (0.38) | (0.43) | 0.01 | 0.13 | 0.20 |
| 每股净资产(元) | 1.6 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 市盈率 | N/A | N/A | 2742.3 | 135.1 | 89.1 |
| 市净率 | 11.3 | 14.8 | 14.0 | 12.7 | 11.1 |
| 净资产收益率(%) | -29% | -17% | 0% | 5% | 7% |
| 股息收益率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 25.5 港元

现价(2024-03-27): 20 港元

| | |
|-------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 15,596.71 |
| 流通市值(百万港元) | 15,596.71 |
| 总股本(百万股) | 779.84 |
| 流通股本(百万股) | 636.62 |
| 12个月低/高(港元) | 14/22.8 |
| 平均成交(百万港元) | 6.63 |

股东结构

| | |
|--------|-------|
| 王滨 | 19.8% |
| 蚂蚁科技集团 | 19.8% |

股价表现



| % | 一个月 | 三个月 |
|------|------|-------|
| 相对收益 | 3.31 | 32.46 |
| 绝对收益 | 1.32 | 31.06 |

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

+852 22131422

分析师

jimmywang@eif.com.hk

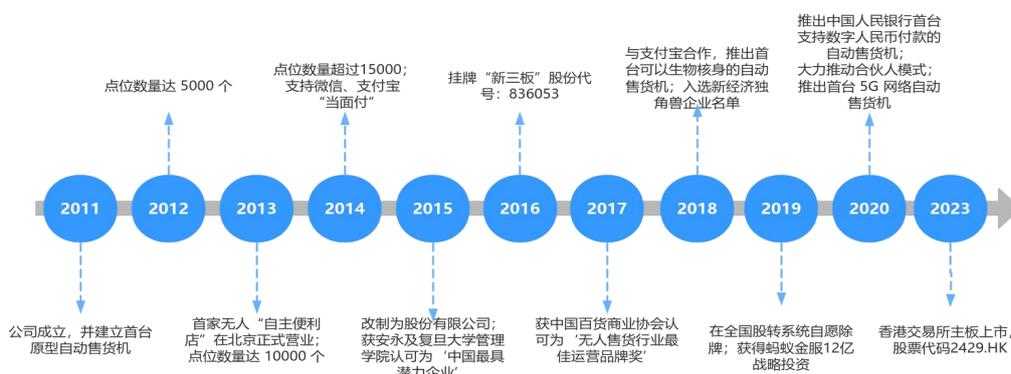
1. 中国最大的无人零售运营商

1.1. 公司概况

友宝在线是中国最大的无人零售运营商。友宝在线致力于中国无人零售市场深耕细作十多年，建立了强大的数字化及供应链能力。公司已经完成约 160 个城市及 28 个省级行政区布局，运营智能货柜、智能售货机、智能咖啡机、迷你 KTV 等多种智能零售终端约 6 万台，建立学校、工厂、办公场所、公共场所、交通枢纽等核心消费场景的广泛的销售点网络。

公司成立于 2011 年，由王滨等人创办友宝在线。2016 年“新三板”挂牌，代码 836053。2019 年公司在全国股转系统自愿除牌。且获得蚂蚁金服 12 亿战略投资。2023 年成功在香港上市。

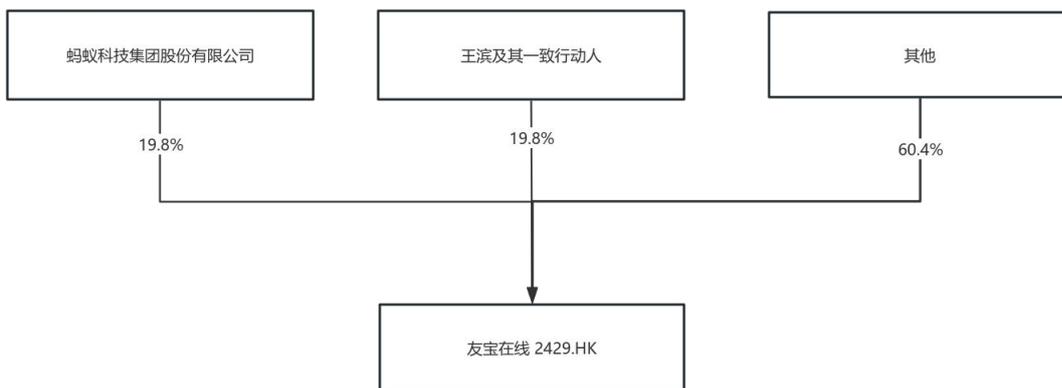
图 1：公司发展历程



资料来源：招股书，安信国际整理

最大股东为创始人王滨与蚂蚁金服。王滨及其一致行动人持有友宝在线 19.8% 的股份，蚂蚁科技集团股份有限公司持股 19.8%。

图 2：股权结构



资料来源：公司资料，安信国际整理

公司管理团队富有远见，专业背景强，从业时间长。王滨是公司的董事会主席、执行董事及执行总裁，创始人。主要负责制订集团的整体发展战略及监督运作。王先生于软件及零售平台研究及开发领域拥有超过 20 年经验。于 2002 年 4 月至 2004 年 7 月，王先生担任深圳市网兴科技有限公司总经理，主要负责公司的整体管理。于 2004 年 7 月至 2010 年 2 月，担任新浪公司的全资附属公司新浪网技术（中国）有限公司高级副总裁，主要负责公司无线业务部整体运作。

余立志先生是公司执行董事兼副总裁，主要负责监督点位合伙人发展。余先生于信息技术行业拥有超过 23 年经验。于 2000 年 5 月至 2017 年 10 月，余先生于成都三泰电子实业股份有限公司任职，担任公司深圳及广州分部总经理、公司监事及董事，以及集团内若干管理层职务，主要负责管理金融 IT 自助终端系统及非核心银行业务的外包。于 2017 年 11 月加入友宝在线，担任副总裁兼社区发展业务部总经理。

崔艳女士是公司执行董事、副总经理兼联席公司秘书，负责董事会运作。崔女士于金融及会计领域拥有超过 17 年经验。于 2006 年 7 月至 2011 年 9 月，崔女士担任会计师事务所致同会计师事务所的执业会计师兼资产评估师，主要负责审计、验资及其他相关事宜。于 2011 年 1 月加入友宝在线，担任财务总监，自 2016 年 2 月起一直担任董事会秘书兼副总经理之一。

图 3：管理层介绍

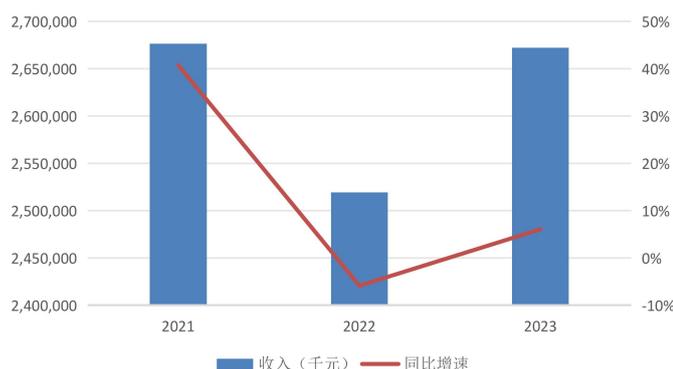
| 姓名 | 年龄 | 职位 | 工作 |
|-----|----|---------------------|--------------------|
| 王滨 | 58 | 创始人、董事会主席、执行董事兼行政总裁 | 制订集团的整体发展战略及监督集团运作 |
| 余立志 | 57 | 执行董事兼副总裁 | 监督点位合伙人发展 |
| 崔艳 | 43 | 财务总监 | 管理董事会的运作 |

资料来源：公司资料，安信国际整理

1.2. 财务概况

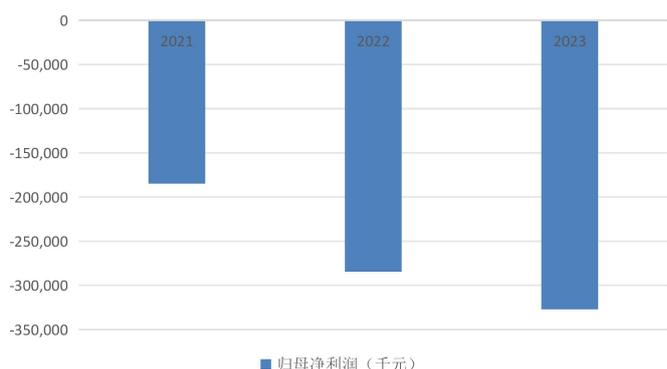
23 年收入增长 6%，经调整后净亏损幅度同比收窄 22%。2021-2023 年收入分别达到 26.7 亿，25.2 亿和 26.7 亿。同比增长 41%/-6%/6%。归母净利润分别达到 -1.9 亿、-2.8 亿和 -3.2 亿。剔除上市开支、以股份为基础的薪酬开支后，2023 年经调整后净利润 -2.2 亿，亏损幅度同比收窄 22%。近几年疫情严重影响中国无人售货机行业发展，23 年是疫情放开后第一年，友宝在线的各项业务呈现弱复苏态势。

图 4：收入



资料来源：财报，安信国际整理

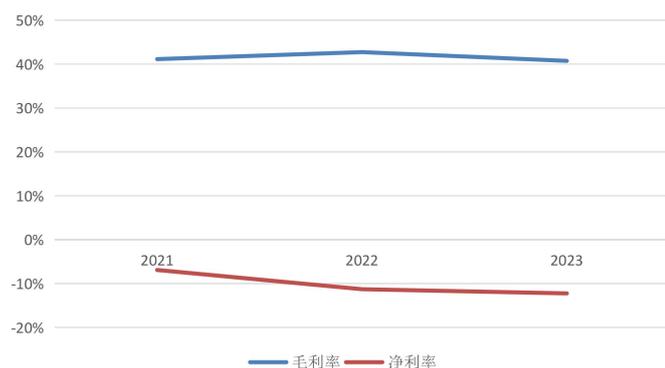
图 5：净利润



资料来源：财报，安信国际整理

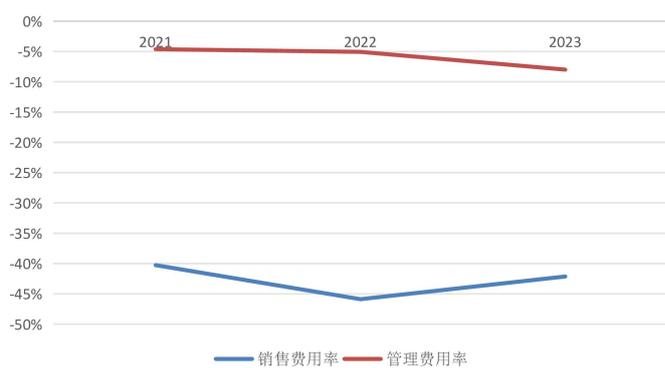
毛利率与销售费用率高。2021-2023 年公司的毛利率为 41%/43%/41%，净利率达到 -7%/-11%/-12%，毛利率常年保持在 40% 以上。销售费用率分别为 -40%/-46%/-42%，管理费用率分别为 -5%/-5%/-8%。公司销售费用率高，主要因为在销售及营销费用中点位运营及开发开支约占一半，其他还包括开发开支、雇员福利开支、物流及交通开支、折旧等。

图 6：毛利率与净利率



资料来源：财报，安信国际整理

图 7：费用率



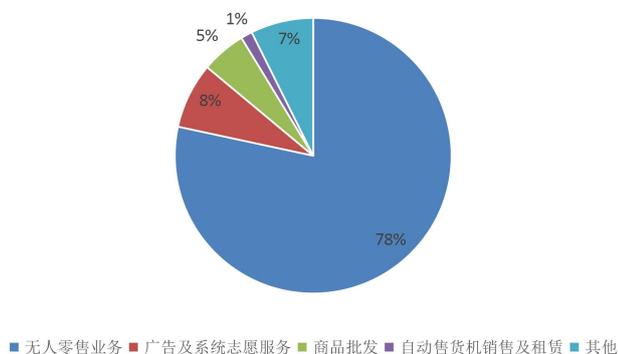
资料来源：财报，安信国际整理

1.3. 业务概况

无人售货机是核心业务。公司的主要业务有无人零售、广告及系统支援服务、商品批发、自动售货机销售与租赁和其他，分别占 2023 年公司收入中的 78%、8%、5%、1%及 7%。当中无人售货机是核心业务，在收入中占比最高。公司的无人售货机业务分为直营与加盟，2020 年公司大力发展加盟模式，作为未来长期发展战略。

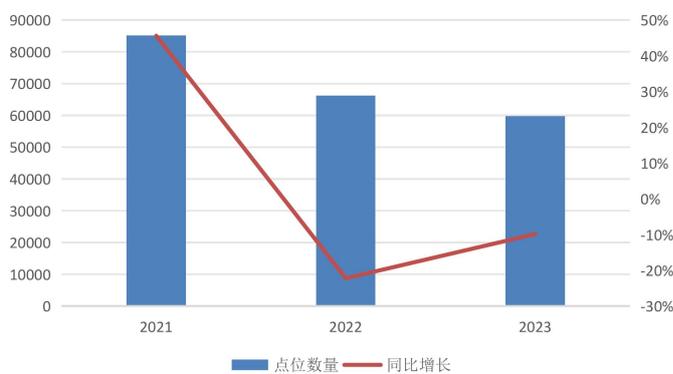
2023 年友宝的点位数量约 6 万个，同比下降 10%。数量下降是因为在疫情的长期影响下，公司与加盟商审慎对待宏观环境的复苏步伐，于同期放缓了点位网络的扩张。

图 8：23 年收入结构



资料来源：财报，安信国际整理

图 9：点位数量



资料来源：财报，安信国际整理

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。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。我们认为公司重视研发，是行业的技术引领者，未来会不断丰富自动售货机功能与种类。2024 年与其他消费品公司合作加深，将会推出茅台冰淇淋机、星巴克咖啡机等。

图 10: 自动售货机



资料来源: 财报, 安信国际整理

图 11: 自动咖啡机



资料来源: 财报, 安信国际整理

广告及系统支援服务是指友宝通过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、商品展示广告及服务、机身广告服务。此外，公司会向非友宝点位经营商提供运营系统支援，允许将机器连接到友宝的运营系统，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商品批发。

商品批发是以批发向买家销售商品获得收入。我们认为随着友宝规模持续扩大，公司对上游议价能力会不断提升。

自动售货机销售及租赁是指向非友宝点位经营商出售、租赁或提供自动售货机硬件支援服务，比如机器安装及维修服务。

其他主要包括公司在中国大陆提供的移动设备分销服务、迷你 KTV 服务、迷你 KTV 销售及租赁以及迷你 KTV 运营系统支援。公司于 2016 年进行消费模式的升级与尝试，推出了友唱智能娱乐设备。无人迷你 KTV 既是对 KTV 商业模式的重构，也是对该场景的补充。近几年该业务发展不如预期，预计未来公司对迷你 KTV 投入会持续减少。

综上所述，友宝在线是基于搭建完善的“多元化场景销售和服务模块、物流供应链体系、智慧运营运维系统”的一体化综合服务平台，服务辐射全国，赋能行业与合作伙伴，构建无人零售生态系统。

图 12：一体化综合服务平台



资料来源：招股书，安信国际整理

2. 行业概况

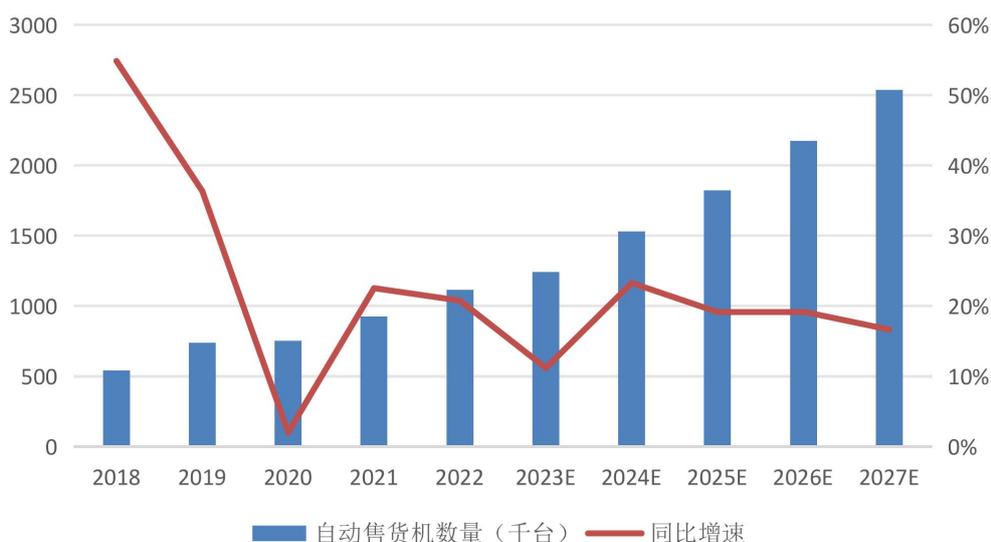
行业渗透率低，预计未来行业发展速度快。传统线下快消品市场的痛点包括开设新店初始成本高昂、运营成本增加、对空间及基础设施的场地要求复杂等。自动售货机能有效解决这些痛点，对场地、劳动力的要求有限，能提供便捷的消费体验。减少计费及等待时间来节省时间成本，满足客户的实时需求。与传统线下零售商相比，自动售货机对布局及运营的空间及基础设施要求较低。

于 2000 年前后，自动售货机零售行业开始在中国大陆演变及发展，具备更先进功能的多元种类自动售货机涌现。在其后十年间，包括友宝在线在内的领先自动售货机运营商开始将自动售货机连接互联网，令自动售货机具备人机互动能力、无现金付款功能等。在最近十年，自动售货机零售行业进入了以实时数据传输及物联网为主的创新阶段。随着互联网的发展和消费者对购物便利性要求的提高，中国的零售格局正在发生深刻变化。自动售货机渠道将逐渐成为表现低迷的中国零售市场上新兴的增长动力。对标日本自动售货机市场，我国的自动售货机在普及率、使用率还是在功能服务上，仍然有着巨大的空间。

自动售货产业链主要由货源、渠道、消费与广告三个环节构成。其中处于产业上游的是快消品供应商和自动售货设备供应商，处于产业下游的是广告主和消费者。

根据弗若斯特沙利文预测，于 2022 年，中国大陆自动售货机数量已达 111.6 万台，2017 年至 2022 年复合年增长率约为 26.1%。展望将来估计总自动售货机零售市场于 2027 年将达到 253.5 万台，2022 年至 2026 年复合年增长率为 17.8%。

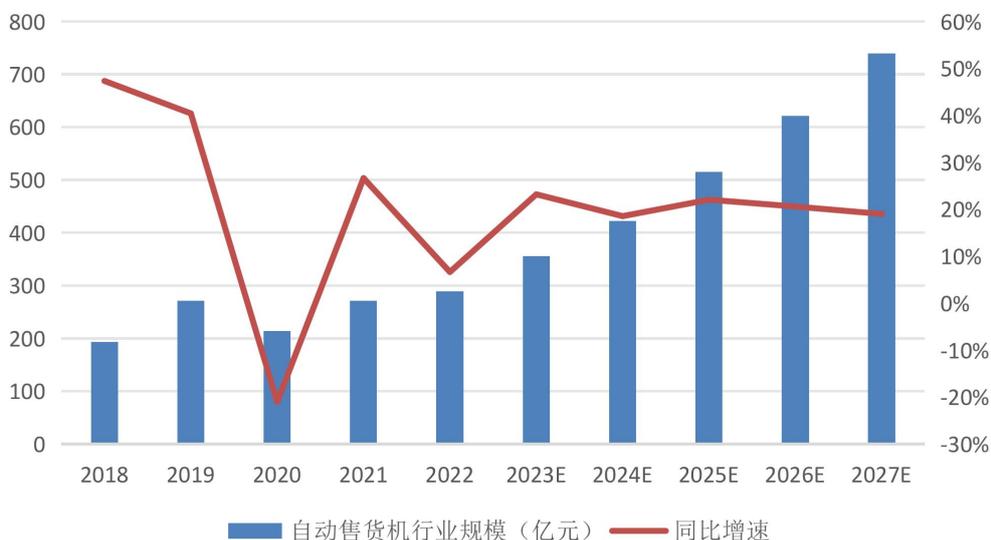
图 13: 自动售货机行业销量及预测



资料来源: 招股书, 安信国际整理

根据弗若斯特沙利文统计, 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, 当中复合年增长率为 20.7%。

图 14: 自动售货机行业规模及预测



资料来源: 招股书, 安信国际整理

未来行业的增长动力主要来自于: 1) 技术创新: 技术创新通过提升消费者消费体验及节省营运商成本, 从而推动中国大陆自动售货机零售行业发展。另一方面, 无现金支付选项和更佳存储条件是提升自动售货机互动购物体验的两项关键硬件创新。此外, 大数据分析、视觉识别、物联网及人工智能技术等新技术将会提升营运效率, 让营运商能直接取得消费数据。2) 商品范围广泛及完善物流基础设施: 冷链物流正迅速发展, 并将占中国大陆的整体物流网络重大部分。中国大陆的冷藏仓储容量由 2015 年约 3500 万吨增加至 2020 年约 7000 万吨, 于过去五年增加近一倍。随着冷链及仓储等基础设施发展, 预期范围更广泛的商品 (包括新鲜食品) 可通过自动售货机出售。此外, 尽管商品形状及

体积在传统自动售货机受到限制，但在即选即取货柜却不受限制。越来越多种类的货品及基础设施发展可于即选即取货柜展示，吸引更多消费者，从而带动中国大陆自动售货机市场。3) 非接触式零售及对便利消费的需求增加：中国大陆就业人员平均月薪由 2017 年约 7300 元增至 2022 年的 9300 元。人们享受现代城市的快速生活节奏并需要便利消费。劳动成本持续上涨令非接触式零售（尤其是自动售货机）越来越受欢迎。相比传统零售商，自动售货机不受营业时间限制，因此能提升营运效率。4) 投资增加：越来越多市场参与者（包括饮料公司及自动售货机营运商）预计于不久将来将加大投资自动售货机零售市场。市场投资增加很可能进一步带动市场。

无人零售行业集中度低，龙头企业市场份额有望增长。按 2022 年销售额计算，中国大陆自动售货机行业五大参与者的市场份额为 17.0%；友宝在线的 2022 年商品销售总额约 22 亿元，占市场份额 7.6%，市占率是第二名的两倍。我们认为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，领先企业可能透过并购加强其市场地位。

3. 竞争优势

持续投入研发，引领行业科技发展。公司于行业中应用数据分析、视觉识别以及物联网等技术，将运营数字化、自动化及精细化，从而大幅提升运营效率。早在 2015 年，公司就获得了首个用于自动售货机与工业计算机通信的方法的专利。此后，公司利用实时通信及数据传输技术开发了一套系统，包括自动售货机的远程控制、信息展示、广告管理及支付管理，并在这些系统的基础上进一步利用数据算法模型，不断提高运营效率。截止到 2023 年底，公司有超过 210 个发明专利。

强大的运营能力支撑业务持续发展。公司强大的运营能力体现在 1) 成本优势。2) 覆盖全国的营运网络。3) 数字化管理和洞察。4) 适时能力

成本优势。按照 22 年商品销售额计，公司是全国最大的无人零售商，市占率 7.6%，是第二名的两倍。每年友宝在线采购大量商品，并拥有强大的议价能力。遍布全国的点位网络为商品供应商提供分销及展示产品的有效方式。

覆盖全国的营运网络。自成立以来的十多年来，公司建立了庞大的自动售货机点位网络，占据了众多拥有大量人流的优质点位。新进入者难以在短时间复制，已形成较高竞争壁垒。截至 2023 年公司已运营 106 个仓库及 212 个分拣中心，覆盖中国大陆 160 多个城市及 28 个省级行政区，覆盖合近 6 万个友宝点位，其中近 90% 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 2000 个。公司与十多个知名国际快消品品牌开展战略合作。覆盖全国的运营网络能有效支持公司于全国快速扩展点位网络。依托以数据驱动运营网络，公司可以实现高效补货，降低缺货损失，及时将商品交付客户，从而降低运输成本。

数字化管理和洞见。公司以数据驱动的运营系统可就具体点位对具体商品的需求进行预测。此外，通过实时监控每台自动售货机的状况，该系统可自动向运营员提出补货需求及生成相关补货时间表及路线规划，减少缺货损失，将延迟补货导致的销售损失降至最低，并实现运营和管理效率。公司的即选即取货柜的缺货率（即补货前售罄的 SKU 数量占补货后 SKU 总数的百分比）由 2019 年的 27.5% 下跌至截至 2023 年 6 月 30 日止六个月的 8.6%。

适时能力。公司以数据驱动的运营系统使公司能预测需求并适时安排采购及物流。截至 2023 上半年，公司仓库的平均存货留存天数为约 12 天。

4. 目标价 25.5 港元，首次评级买入

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 37.1、40.9 和 44.1 亿元,同比增速为 39%、10%和 8%，24 年达到盈亏平衡，25 年归母净利润 1.0 亿，26 年归母净利润 1.5 亿。

业绩增长动力来自于：1.通过加盟模式实现规模扩张。2.消费持续复苏，广告业务恢复性增长，提升盈利能力。3.规模优势扩大，费用率改善。

图 15: 收入预测

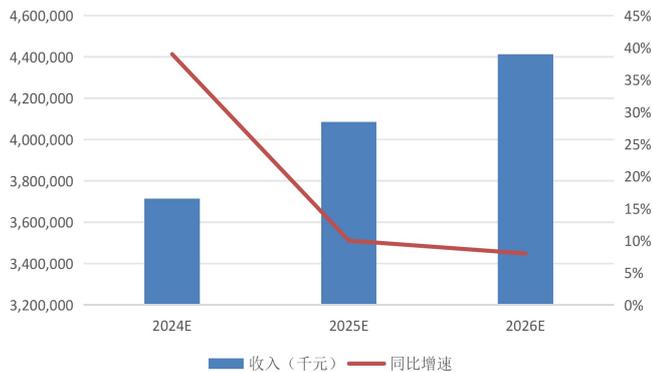
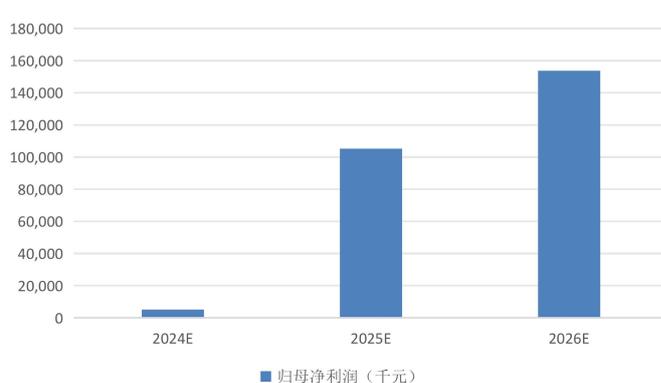


图 16: 归母净利润预测



资料来源：安信国际预测

资料来源：安信国际预测

我们认为中国无人零售处在发展初期，未来行业发展空间大。友宝在线作为中国最大的无人零售业务经营商，有着巨大的规模优势，技术优势。我们认为公司将会通过加盟模式，实现快速扩张。24 年将会是规模扩大与盈利改善的关键年。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 25.5 港元，相当于 24 年 4.7 倍预测 PS。

5. 风险提示

行业竞争加剧。

由直营转变为合伙人模式相关风险。

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风险。

自动售货机及技术型零售平台出现任何中断都可能损害公司提供产品及服务的能力。

面临与自然灾害、卫生流行疾病及其他突发公共卫生事件相关的风险

可能因运营中断、与供应商的业务关系恶化或供应商可能改变分销模式而面临商品短缺或无法获得商品的风险。

数字广告平台展示的广告可能会使公司受到处罚及其他行政处分。

利润表

单位:百万人民币

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,519 | 2,672 | 3,714 | 4,086 | 4,412 |
| 营业成本 | (1,442) | (1,583) | (2,050) | (2,206) | (2,339) |
| 毛利 | 1,077 | 1,089 | 1,664 | 1,879 | 2,074 |
| 销售管理费用 | (1,283) | (1,339) | (1,604) | (1,720) | (1,853) |
| 研发费用 | (32) | (29) | (25) | (30) | (36) |
| 其他收入 | (6) | (20) | (10) | (11) | (11) |
| 营业利润 | (244) | (299) | 25 | 119 | 174 |
| 营业外收入 | (29) | (15) | (9) | (9) | (9) |
| 利润总额 | (272) | (314) | 16 | 110 | 165 |
| 所得税 | (11) | (5) | (8) | (5) | (8) |
| 净利润 | (283.1) | (319.5) | 8.0 | 104.4 | 156.7 |
| 少数股东损益 | 1 | 8 | 3 | 3 | 3 |
| 归母公司净利润 | (285) | (327) | 5 | 101 | 154 |
| 调整后EPS(元) | (0.38) | (0.43) | 0.01 | 0.13 | 0.20 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性(%) | | | | | |
| 营业收入 | -6% | 6% | 39% | 10% | 8% |
| 净利润 | 54% | 15% | N/A | 1930% | 52% |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 43% | 41% | 45% | 46% | 47% |
| 净利率 | -11% | -12% | 0% | 2% | 3% |
| ROE | -29% | -17% | 0% | 5% | 7% |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 流动比率 | 105% | 147% | 144% | 153% | 165% |
| 资产负债率 | 34% | 35% | 39% | 38% | 36% |

| 资产负债表 | | 单位:百万人民币 | | | | |
|------------|-------|----------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 518 | 772 | 910 | 1,023 | 1,173 | |
| 现金及等价物 | 128 | 348 | 406 | 451 | 533 | |
| 应收款 | 189 | 215 | 245 | 263 | 279 | |
| 其他应收款项 | 201 | 210 | 259 | 308 | 360 | |
| 非流动资产 | 1,001 | 740 | 715 | 741 | 785 | |
| 物业、厂房及设备 | 296 | 132 | 104 | 95 | 101 | |
| 长期投资与应收账款 | 37 | 40 | 36 | 32 | 29 | |
| 其他非流动资产 | 668 | 568 | 575 | 613 | 655 | |
| 资产总计 | 1,519 | 1,513 | 1,624 | 1,763 | 1,958 | |
| | | | | | | |
| 流动负债 | 494 | 527 | 633 | 670 | 710 | |
| 应付款项 | 374 | 385 | 477 | 525 | 572 | |
| 计息银行及其他借款 | 70 | 79 | 87 | 70 | 56 | |
| 其他流动负债 | 49 | 63 | 69 | 76 | 83 | |
| 非流动负债 | 21 | 2 | 3 | 3 | 3 | |
| 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他非流动负债 | 19 | (9) | (9) | (10) | (10) | |
| 递延税项 | 2 | 11 | 12 | 12 | 13 | |
| 负债合计 | 515 | 530 | 636 | 673 | 713 | |
| 非控股权益 | 21 | 24 | 24 | 24 | 24 | |
| 股东权益合计 | 980 | 948 | 953 | 1,055 | 1,208 | |
| | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动产生现金流量 | 154 | 107 | 84 | 101 | 144 | |
| 投资活动产生现金流量 | (105) | (54) | (33) | (39) | (48) | |
| 融资活动产生现金流量 | (93) | 169 | 8 | (17) | (14) | |
| 现金净变动 | (44) | 222 | 59 | 45 | 82 | |

资料来源：安信国际预测

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010