

香港股市 | 消费

交个朋友控股 (1450 HK)

直播营销 + 科技赋能 = 新零售业态

成功去头部主播化，矩阵垂类直播间快速裂变

交个朋友从传统广电业务转型成为电商直播和新媒体营销运营以来，不同于其他 MCN 机构，公司转致力于去头部主播化，聚焦品牌 IP。在罗永浩直播场次逐渐减少的同时，公司培养一批新主播，并搭建“1+N”的垂类直播矩阵，从一个主账号裂变出各个细分品类的垂类账号，目标成为线上新零售公司。每个直播间均以“交个朋友”前缀进行背书，打造以“交个朋友”为核心的机构品牌 IP。直播间标准化的好处是可快速规模化扩张，至今公司已经布局超过 30 个直播间，合作品牌超过 1.1 万个，主播团队超过 100 人。交个朋友成功实现跨平台运营，是第一个布局抖音、淘宝、京东三大电商平台的直播机构。2023 年直播粉丝数超过 5,000 万，GMV 超 120 亿元（人民币，下同），进入头部直播电商行列。

以科技驱动，“朋友云平台”提升运营效率

交个朋友侧重直播间标准化运营能力。公司利用科技创新赋能，探索电商的 BI 领域，自主研发了“朋友云平台”，实现直播电商全链路流程自动化。平台通过收集数据，以及利用预测分析等技术手段，帮助直播间更好地理解市场趋势、优化运营流程、提升客户体验以达到增加销售收入的目的。平台在达人招商、商家入驻、爆品推荐、选品定品等多个环节帮助企业做决策，以及提升管理效率。在云平台的助力下，公司销售与行政开支占收入比从 2021 年的 43.0% 下降至 2023 年的 40.5%。

自营品、海外市场有望长远打造第二增长曲线

交个朋友正计划深化产业带布局，搜寻特色产品和产业带作为自营商品，为消费者提供优质、高性价比的产品的时候，公司帮助厂商开拓获客渠道。公司也正探索直播业务出海，利用社交媒体在东南亚地区布局直播业务。我们认为参考同业东方甄选 (1797 HK) 的经历，自营品和海外市场有望长远进一步提升公司的盈利能力。

当前估值仅 8.6 倍 FY24E 市盈率

随着直播业务规模扩大，FY23 收入 10.7 亿，同比增长 152.4%，净利润 1.2 亿（经调整后为 1.8 亿）。在多平台、多元化直播间的推动下，预计 FY24E GMV 约 160 亿，GMV 转化率持续提升，收入同比增长 43.5% 至 15.4 亿，净利润 1.7 亿，同比增长 45.5%。当前公司估值约 8.6 倍 FY24E 市盈率，对比直播同业公司的估值约有 14% - 55% 折价。

风险提示：1) 直播行业监管风险；2) 直播带货行业竞争加剧；3) 新直播间、自营品、海外业务拓展不及预期。

公司点评

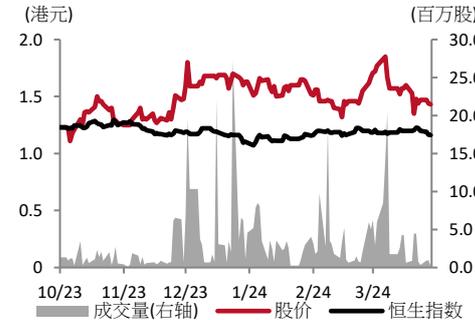
未评级

股票资料

| | | |
|-----------|-------------|-------|
| 现价 | 1.42 | 港元 |
| 总市值 | 1,989 | 百万港元 |
| 流通股比例 | 38.6 | % |
| 已发行总股本 | 1,391 | 百万 |
| 52 周价格区间 | 1.01 - 2.64 | 港元 |
| 3 个月日均成交额 | 6.20 | 百万港元 |
| 主要股东 | 李均 | 23.3% |

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

| 年结:12月31日 | FY22 实际 | FY23 实际 | FY24 预测 | FY25 预测 | FY26 预测 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 426 | 1,074 | 1,532 | 2,147 | 2,973 |
| 增长率 (%) | 109.9 | 152.4 | 42.6 | 40.2 | 38.5 |
| 净利润 | (9) | 119 | 174 | 247 | 329 |
| 增长率 (%) | (85.1) | N/A | 45.4 | 42.0 | 33.3 |
| 摊薄后每股盈利 (人民币) | (0.009) | 0.114 | 0.166 | 0.236 | 0.314 |
| 净资产回报率 (%) | (11.6) | 61.9 | 45.2 | 41.5 | 37.3 |
| 市盈率 (倍) | (161.5) | 12.4 | 8.6 | 6.0 | 4.5 |
| 市净率 (倍) | 15.9 | 5.0 | 3.2 | 2.1 | 1.4 |
| 股息率 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

| | |
|------------------------------|---|
| 投资亮点 | 3 |
| 多平台矩阵垂类直播间运营模式打造强品牌 IP | 3 |
| 高科技赋能直播间提升运营效率 | 4 |
| 探索自有品牌和海外电商业务 | 5 |
| 业绩与财务概况 | 6 |
| 估值对比 | 7 |
| 公司背景 | 8 |
| “交个朋友控股”前身是“世纪睿科控股” | 8 |
| 2021 年转型直播电商业务 | 8 |
| 以罗永浩起家，逐渐实现主播多元化 | 8 |
| 投资风险 | 8 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元) | 1 |
| 图表 2: 交个朋友 1+N 的直播间矩阵 | 3 |
| 图表 3: 直播间裂变, 开拓新品类 | 4 |
| 图表 4: “朋友运平台”实现直播电商全链路流程自动化 | 4 |
| 图表 5: 深化产业带布局 | 5 |
| 图表 6: 交个朋友直播间总 GMV (人民币百万) | 6 |
| 图表 7: GMV 转化率 | 6 |
| 图表 8: 交个朋友收入分部 (人民币百万) | 7 |
| 图表 9: 净利润及净利润率 (人民币百万) | 7 |
| 图表 10: 财务对比 | 7 |
| 图表 11: 直播行业及新零售同业比较 | 9 |
| 图表 12: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元) | 10 |

图表 3: 直播间裂变, 开拓新品类



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

高科技赋能直播间提升运营效率

不同于传统直播公司打造网红主播 (KOL) 为主, 通过引导主播粉丝消费变现的方式, 交个朋友更侧重于各个直播间的标准化运营能力, 以及利用科技创新赋能, 把直播间打造成为线上百货零售商。直播在交个朋友的直播间担任类似导购的定位, 引导消费者发现更为优质与性价比比较高的产品。

公司近年在电商的 BI (商业智能) 领域进行探索, 自主研发出了“朋友云平台”, 实现直播电商全链路流程自动化。“朋友云平台”通过收集、分析电子商务数据, 为企业提供有关销售、市场、客户和运营等方面的洞察和决策支持; 利用数据挖掘、数据可视化和预测分析等技术手段, 帮助直播间更好地理解市场趋势、优化运营流程、提升客户体验以达到增加销售收入的目的。云平台的数据化管理有助于产品端到端的管理、对在线人数、转化率、主播考评、选品、内容投放等细微环节做到实时动态流程监察, 以及对直播后每个环节的复盘。云平台在达人招商、商家入驻、爆品推荐、冷品测算、选品定品等多个环节帮助企业做决策, 以及提升管理效率。在云平台的助力下, 公司销售与行政开支占收入比从 2021 年的 43.0% 下降至 2023 年的 40.5%。

图表 4: “朋友运平台”实现直播电商全链路流程自动化

| 经营管理驾驶舱 | | | | | | | | | | |
|---------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|-----------|-------------|--------|-----------|
| 策略层 | 经营管理 | | | 辅助决策 | | | 实时策略 | | 复盘分析 | |
| | 目标设定 | 目标拆解 | 达成分析 | 大盘趋势 | 冷品预测 | 智能比价 | 选品推荐 | 实时监测 | 智能排序 | 场次分析 |
| 部门绩效 | 主播评价 | 管理报表 | 人群画像 | 流量分布 | 广告投放 | 品牌热度 | 候补资源 | 静默增收 | 商评监测 | 达人分析 |
| 应用层 | 商家业务平台 | 机构达人平台 | 运营管理平台 | 定品管理平台 | 选品流程平台 | 商务作业平台 | 财务管理平台 | 法务管理平台 | 人力管理平台 | |
| | 数据采集与预处理系统 | | 数据资源分布管理系统 | | 数据服务实时监控系统 | | 元数据与主数据管理 | 数据加工与标准化化管理 | | 数据安全与合规管理 |
| 基础服务层 | 基础服务中心 | | | | 应用调度中心 | | | | | |
| | 文件存储服务 | 抖音平台接入 | 权限管理系统 | | 支付结算服务 | 任务调度服务 | 消息通知服务 | 合同签约服务 | 办公应用服务 | |
| | 统一门户服务 | 淘宝平台接入 | 运维监控系统 | | 订单管理服务 | 账单管理服务 | 发票管理服务 | 财务入账服务 | 核心人事服务 | |

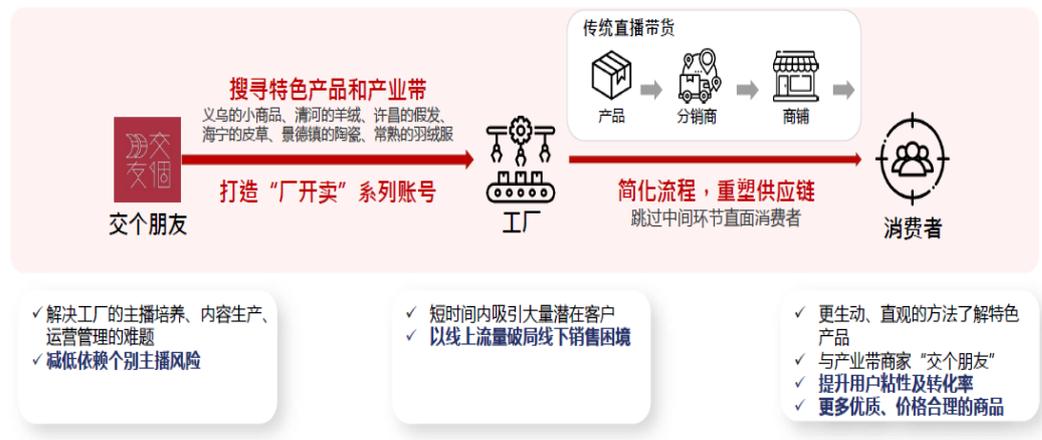
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

探索自有品牌和海外电商业务

交个朋友在大力拓展国内电商版图之际，还在探索自有品牌，电商业务出海等领域，打造未来增长曲线。随着直播电商的不断发展，头部机构都在往上游供应链延伸，比如东方甄选推出自有品牌的商品。目前，交个朋友正计划深化产业带布局，搜寻国内的特色产品和产业带，为消费者提供优质、高性价比产品的同时，帮助厂商开拓获客渠道。为优质“白牌”商品，例如义乌的小商品、清河的羊肉、景德镇的陶瓷等厂家，打造“长开卖”系列账号。利用已经建立的品牌 IP 和流量，为工厂解决主播培养、内容生产、运营管理难的痛点。目前交个朋友还没有切入自有品牌的赛道，目前主力还是拓展矩阵垂类直播间的品类，但我们认为依托交个朋友的独有运营模式，近年累计的粉丝忠诚度和粘性，未来开展自有品牌业务大有可为。

另外，随着海外社交平台的活跃，消费者在社交平台上购物逐渐频繁，以及 TikTok 等社媒平台电商属性持续强化，中国品牌出海寻求海外增量契机，公司正逐步探索东南亚直播业务。目前直播电商出海尚处于蓝海市场，可望打造未来增长曲线。

图表 5: 深化产业带布局



来源：公司资料，中泰国际研究部

业绩与财务概况

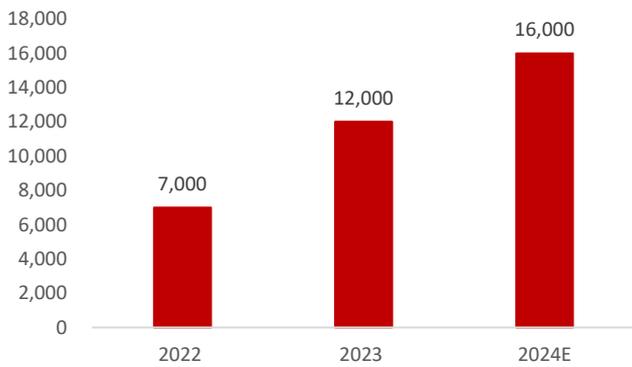
交个朋友多平台直播战略落地，以及发展多元化垂类直播品类为目前主要业绩驱动。2023 年公司总收入实现 10.7 亿，其中电商直播业务占比 92%。电商直播业务收入 9.9 亿元，同比强劲增长 226.8%。直播 GMV 从 2022 年的约 70 亿增长值 2023 年约 120 亿，GMV 的增长驱动力为：

1) 自 2022 年 10 月进驻淘宝以来，经过一年打磨业务快速增长，带来 GMV 增量；2) “交个朋友”机构 IP 跨平台业务的成功验证。交个朋友兴起于抖音平台，得益于抖音平台流量的支持，之后分别入驻淘宝和京东，是少有有能力同时在三个平台均能成为头部的直播机构，足矣彰显主播们的带货能力以及管理能力；3) 可快速裂变的垂类直播间。直播间数量已经超过 30 个，粉丝数量超过 5,000 万。公司计划在 2024 年将直播间数量扩充至 50 个，我们估计 2024-2025 年交个朋友总 GMV 将提升至 160 亿-205 亿，同比增长 33.0%和 28.0%

GMV 转化率持续改善。FY22 GMV 的转化率约 4.3%，FY23 提升至 8.2%。考虑到 2024 年是公司同时在三个平台布局的第一个完整年，预期转化率有望同比提升至接近 10.0%水平。对比同业东方甄选 (1797 HK)，FY23 和 1H24 扣除自营商品后的 GMV 转化率分别为 21.3%和 15.0%。随着交个朋友直播平台发展日渐成熟以及商品越来越多元化，GMV 转化率仍有提升空间。现阶段交个朋友仍然处于拓展平台和提升流量阶段，随着渠道拓展逐渐成熟，结合公司自身优势和供应链资源，开拓自营产品，预计往后转化率以年均双位数的速度提升。我们相信未来自营产品的拓展将成为另一个提升利润率的重要驱动因素。

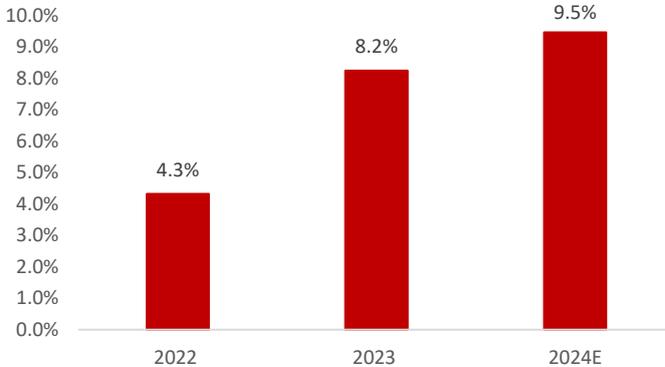
另一方面，随着直播业务规模扩大，部分直播成本相对固定，公司毛利率从 FY21 的 31.7% 提升至 FY23 的 52.8%。规模效应的提升加大了经营杠杆，FY23 销售和行政开支占收入比从 42.0%下降至 40.5%。经营利润率从 3.7%提升至 14.8%，我们认为随着业务扩大，相应经营费用率随之下降，经营利润率仍有提升空间。我们估计短期内公司经营利润率将提升接近 10.0%或以上。FY24E/FY25E 预测净利润 (香港会计准则) 约为 1.7 亿/2.5 亿，同比增长 45.4%/42.0%。

图表 6: 交个朋友直播间总 GMV (人民币百万)



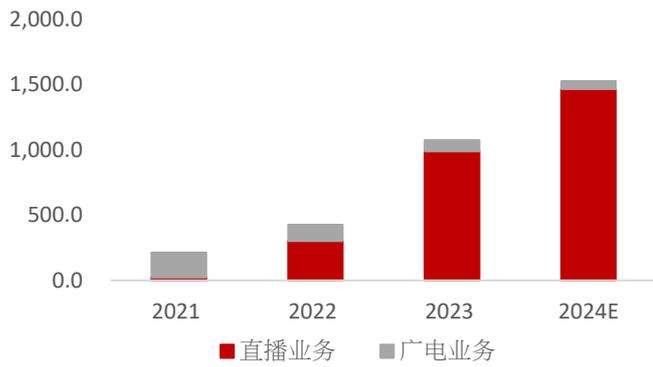
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: GMV 转化率



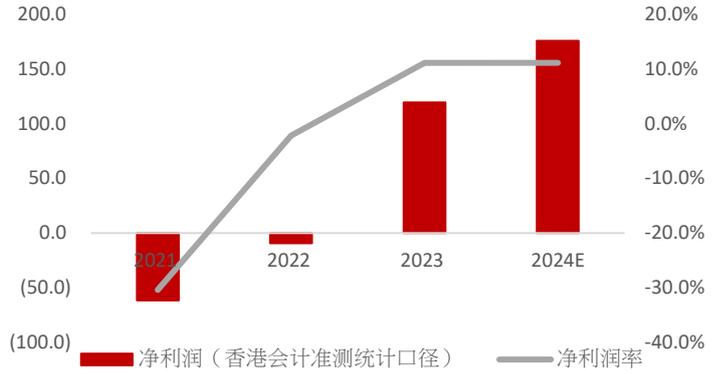
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 8: 交个朋友收入分部 (人民币百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: 净利润及净利润率 (人民币百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

估值对比

我们列举了港股和 A 股从事直播电商 MCN 机构作为同业进行对比。从业务规模来看, 2023 年东方甄选直播 GMV 为 100 亿, 直播电商业务收入占总收入约 87%, 收入 39 亿, 净利润 9.7 亿; 遥望科技 2023 上半年直播 GMV 约 60 亿, 直播电商业务收入占总收入约 88%, 收入 22.6 亿, 亏损 2.1 亿。我们预计交个朋友 FY24E 收入 15.4 亿, 同比增长 43.5, 净利润 1.7 亿, 同比增长 45.5%, 当前估值约 12.4 倍 / 8.6 倍 FY23 / FY24E 市盈率, 相对东方甄选约有 14% - 55% 估值折让 (图表 11)。

交个朋友致力于成为以科技驱动的线上新零售公司, 我们选取同样以开店扩张的名创优品 (9896 HK) 和泡泡玛特 (9992 HK) 的估值作为参照, 市场给予名创优品的估值约为 31.1 倍 / 17.8 倍 FY23 / FY24E 市盈率; 泡泡玛特约为 31.4 倍 / 26.0 倍 FY23 / FY24E 市盈率。交个朋友相对名创优品和泡泡玛特有 50% - 60% 的估值折让。

图表 10: 财务对比

| (人民币百万) | 交个朋友 (1450 HK) | 东方甄选 (1797 HK) | 遥望科技 (002291 CH) |
|---------|----------------|----------------|------------------|
| | FY23 (年结 12 月) | FY23 (年结 5 月) | 1H23 (年结 12 月) |
| GMV | 12,000 | 10,000 | 6,000 |
| 总收入 | 1,074 | 4,509.9 | 2,263.3 |
| 同比% | 152% | 651.0% | 25.6% |
| 毛利率% | 52.8% | 43.3% | 3.4% |
| 经营利润 | 158.9 | 1,071.7 | -219.6 |
| 经营利润率% | 14.8% | 23.8% | N/A |
| 净利润 | 119 | 971.3 | -209.9 |
| 净利润率% | 11.1% | 21.5% | N/A |

来源: 万得, 中泰国际研究部

公司背景

“交个朋友控股”前身为“世纪睿科控股”

世纪睿科成立于 2007 年，于 2014 年在香港主板上市。世纪睿科为全媒体一站式应用解决方案供应商，提供活动转播服务及系统运维服务；硬件应用解决方案，协助内容制作、广播及传送；以及开发并销售广播及传送设备等。世纪睿科曾经参与多个国内外大型项目、体育赛事等活动的现场视频直播和传播，例如 2008 年北京奥运会、2010 年广州亚运会、国际青奥会、环北京职业公路自行车赛及 2023 年中国全运会等。世纪睿科还曾为多个电视台提供应用解决方案及相关设备，包括中央电视台总部、湖南电视台、深圳电视台及广州电视台等。

2021 年转型直播电商业务

2021 年现任董事会主席李均通过全资控股公司 Starlink Vibrant 及其附属公司 Golden Ocean 合计持有世纪睿科 33.18% 股权，成为公司新控股股东。2022 年 8 月，世纪睿科旗下全资子公司杭州世纪睿科与交个朋友及其全资子公司天津交个朋友品牌管理公司签订 5 年期独家运营合作协议。2022 年 11 月起，杭州世纪睿科将陆续独家运营交个朋友旗下的全部抖音账号，并将运营收入纳入公司业绩。2023 年 5 月，世纪睿科完成对交个朋友的收购，并将公司名称改为“交个朋友控股”，主营业务转型为直播电商。

以罗永浩起家，逐渐实现主播多元化

得益于中国新媒体市场的发展，交个朋友自 2019 年布局新媒体市场以来，已经成为中国领先的电商直播和新媒体营销品牌，致力于为明星达人、优质品牌和消费者搭建在抖音、淘宝和京东等平台上的桥梁。公司专注于新媒体营销运营的首两年，直播间以罗永浩为核心，从此为直播间打下坚实的发展基础。2020 年 4 月，罗永浩入驻抖音平台，进行了首次直播带货。在 3 小时的直播中，罗永浩带货 22 间，总销售量超过 91 万件，累计在线人数 4,800 万，当晚直播 GMV 超过 1 亿元。至 2020 年 11 月，直播带货时的月度 GMV 从 2.1 亿元上升至 5.2 亿元。

2021 年公司开始布局主播多元化。在罗永浩停播期间，其他主播带货也达到平时 GMV 的 70%。非核心主播开启 7*20 小时持续直播模式，整体 GMV 和利润未受到影响，公司迈出主播多元化道路的第一步。从发展过程来看，交个朋友也在尝试“去罗永浩化”，从最初的一周一播到一周七播，主播也不再是罗永浩一人，而是近 50 位主播分散在各个品类直播间中。2022 年 6 月，罗永浩抖音账号正式更名为“交个朋友直播间”，账号头像也从罗永浩单人照更改为团队合照。2022 年全年及 2023 上半年交个朋友直播业务的 GMV 分别为约 70 亿及 50 亿元。截止 2023 年底，交个朋友主播团队以及扩建至 100 多人。

投资风险

1) 行业监管风险；2) 直播带货行业竞争加剧；3) 新直播间、自有品牌、海外业务等拓展不及预期；4) 头部主播风险。

图表 11: 直播行业及新零售同业比较

| 公司 | 代码 | 股价(港币) | 市值 (百万美元) | 3 个月平均 | | | 每股盈利增 长 Y1(%) | 每股盈利 增长 Y2(%) | 历史股息 率 (%) | 市帐率 FY0 (x) | 市帐率 FY1 (x) | EV/EBITDA FY0 | ROE FY0 (%) | ROE FY1 (%) | |
|------|-----------|--------|--------------|---------------|----------------|----------------|------------------|------------------|---------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | | 成交量 (百万美元) | 市盈率 FY0 (x) | 市盈率 FY1 (x) | | | | | | | | | 市盈率 FY2 (x) |
| 交个朋友 | 1450 HK | 1.42 | 256 | 0.8 | 12.6 | 8.7 | 6.1 | 45.5 | 43.0 | N/A | 5.1 | 3.2 | 9.8 | 61.9 | 45.2 |
| 东方甄选 | 1797 HK | 15.70 | 2,029 | 27.9 | 14.7 | 19.2 | 15.6 | (23.6) | 23.2 | 0.0 | 4.39 | 3.93 | 10.0 | 22.7 | 21.6 |
| 遥望科技 | 002291 CH | 5.43 | 647 | 26.0 | N/A | N/A | 16.8 | N/A | N/A | N/A | 0.93 | N/A | (42.3) | (17.1) | (10.6) |
| 名创优品 | 9896 HK | 38.85 | 6,401 | 18.2 | 31.1 | 17.8 | 14.7 | N/A | 21.5 | N/A | N/A | N/A | 15.6 | 26.5 | 24.2 |
| 泡泡玛特 | 9992 HK | 30.55 | 5,181 | 17.9 | 31.4 | 26.0 | 20.6 | 32.3 | 26.0 | 1.3 | 4.85 | 4.23 | 18.9 | 14.7 | 16.3 |

*交个朋友、遥望科技、泡泡玛特年结日为 12 月；东方甄选年结日为 5 月；名创优品年结日为 6 月

来源：彭博，中泰国际研究部

图 12: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

| 利润表 | FY22 实际 | FY23 实际 | FY24 预测 | FY25 预测 | FY26 预测 | 资产负债表 | FY22 实际 | FY23 实际 | FY24 预测 | FY25 预测 | FY26 预测 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 426 | 1,074 | 1,532 | 2,147 | 2,973 | 固定资产 | 31 | 35 | 44 | 57 | 77 |
| 同比% | 110 | 152 | 43 | 40 | 38 | 无形资产及商誉 | 6 | 92 | 83 | 86 | 84 |
| 成本 | (227) | (507) | (703) | (981) | (1,411) | 联营公司及合营公 | 32 | 39 | 39 | 46 | 53 |
| 毛利润 | 198 | 567 | 829 | 1,166 | 1,563 | 长期投资 | 16 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 毛利率 | 46.6% | 52.8% | 54.1% | 54.3% | 52.6% | 其他非流动资产 | 10 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 其他收益 | (4) | 27 | 29 | 36 | 44 | 非流动资产 | 94 | 227 | 227 | 251 | 275 |
| 销售及分销成本 | (71) | (262) | (391) | (565) | (773) | 库存 | 64 | 67 | 106 | 148 | 213 |
| 行政成本 | (108) | (174) | (230) | (301) | (387) | 应收帐款 | 217 | 272 | 378 | 529 | 733 |
| 研发成本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 预付款项及存款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他运营开支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他流动资产 | 20 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 总运营开支 | (179) | (435) | (620) | (865) | (1,160) | 现金 | 52 | 150 | 283 | 390 | 620 |
| 营运利润 (EBIT) | 16 | 159 | 238 | 337 | 447 | 流动资产 | 353 | 527 | 806 | 1,106 | 1,605 |
| 营运利润率 | 3.7% | 14.8% | 15.6% | 15.7% | 15.0% | 应付帐款 | 169 | 224 | 289 | 323 | 464 |
| 拨备 | (10) | (12) | 0 | 0 | 0 | 税项 | 17 | 33 | 43 | 62 | 83 |
| 财务成本 | (12) | (14) | (15) | (16) | (16) | 预提费用/其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资后利润 | (6) | 132 | 223 | 321 | 431 | 银行贷款和租赁 | 117 | 119 | 140 | 140 | 140 |
| 联营及合营公司 | 0 | 7 | 7 | 7 | 7 | 可转债和其他债务 | 15 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 税前利润 | (6) | 140 | 230 | 328 | 438 | 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | (10) | (26) | (43) | (62) | (83) | 流动负债 | 318 | 408 | 505 | 558 | 720 |
| 少数股东权益 | 7 | 5 | (14) | (19) | (26) | 银行贷款和租赁 | 26 | 42 | 36 | 41 | 46 |
| 净利润 | (9) | 119 | 174 | 247 | 329 | 可转债和其他债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 同比% | (85) | N/A | 45 | 42 | 33 | 递延所得税及其他 | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 净利润率 | -2.2% | 11.1% | 11.3% | 11.5% | 11.1% | 少数股东权益 | 10 | 4 | 18 | 37 | 63 |
| EBITDA | 23 | 174 | 242 | 340 | 449 | 非流动负债 | 35 | 49 | 57 | 81 | 112 |
| EBITDA 利润率 | 5.4% | 16.2% | 15.8% | 15.8% | 15.1% | 总净资产 | 93 | 298 | 471 | 718 | 1,047 |
| 每股盈利 (人民币) | (0.008) | 0.104 | 0.151 | 0.214 | 0.286 | 股东权益 | 93 | 298 | 471 | 718 | 1,047 |
| 增长率% | (86) | N/A | 45 | 42 | 33 | 股本 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 储备 | 83 | 286 | 460 | 707 | 1,035 |

| 现金流量表 | FY22 实际 | FY23 实际 | FY24 预测 | FY25 预测 | FY26 预测 | 主要财务比率 | FY22 实际 | FY23 实际 | FY24 预测 | FY25 预测 | FY26 预测 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBITDA | 23 | 174 | 242 | 340 | 449 | 毛利率 (%) | 46.6 | 52.8 | 54.1 | 54.3 | 52.6 |
| 营运资金变动 | (62) | (22) | (62) | (160) | (127) | 营业利润率 (%) | 3.7 | 14.8 | 15.6 | 15.7 | 15.0 |
| 其他 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 (%) | (2.2) | 11.1 | 11.3 | 11.5 | 11.1 |
| 经营活动现金流 | 4 | 152 | 180 | 180 | 322 | 销售/分销成本占收入百分比 | 16.6 | 24.4 | 25.5 | 26.3 | 26.0 |
| 已付利息 | (6) | (14) | (15) | (16) | (16) | 行政成本占收入百 | 25.3 | 16.2 | 15.0 | 14.0 | 13.0 |
| 所得税 | (1) | (17) | (33) | (43) | (62) | 派息率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 经营活动净现金 | (2) | 120 | 132 | 121 | 244 | 有效税率 (%) | (166.5) | 19.3 | 19.3 | 19.3 | 19.3 |
| 资本支出 | (5) | (9) | (12) | (17) | (24) | 总负债比率 (%) | 168.7 | 65.0 | 44.5 | 29.9 | 21.0 |
| 投资 | (2) | (3) | (5) | (6) | 0 | 净负债比率 (%) | 113.2 | 14.6 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 已收股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 (x) | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 2.0 | 2.2 |
| 资产出售 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 (x) | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 1.9 |
| 已收利息 | 0 | 1 | 2 | 4 | 6 | 库存周转率 (天) | 103 | 48 | 55 | 55 | 55 |
| 其他 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 186 | 92 | 90 | 90 | 90 |
| 投资活动现金流 | 33 | (10) | (15) | (19) | (18) | 应付账款周转率 | 272 | 161 | 150 | 120 | 120 |
| 自由现金流 | 30 | 110 | 117 | 101 | 225 | 现金周转率 (天) | 18 | (21) | (5) | 25 | 25 |
| 发行股份 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产周转率 (x) | 1.0 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 |
| 股份回购 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务杠杆 (x) | 5.5 | 3.1 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT 利润率 (%) | 3.7 | 14.8 | 15.6 | 15.7 | 15.0 |
| 已付股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利息开支 (x) | (0.4) | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 银行贷款变动净 | (31) | 36 | 16 | 5 | 5 | 税务开支 (x) | 1.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 其他 | (4) | 3 | 0 | 0 | 0 | 股本回报率 (%) | (11.6) | 61.9 | 45.2 | 41.5 | 37.3 |
| 筹资活动现金流 | (35) | 39 | 16 | 5 | 5 | ROIC (%) | 11.5 | 45.8 | 50.6 | 54.6 | 56.0 |
| 现金变动净额 | (5) | 148 | 133 | 106 | 230 | | | | | | |

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805