

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：27.81 元

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

联系人：王雪晴

Email: wangxq03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	317
流通股本(百万股)	202
市价(元)	27.81
市值(百万元)	8,807
流通市值(百万元)	5,614

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,463	1,519	1,781	2,064	2,360
增长率 yoy%	1%	4%	17%	16%	14%
净利润(百万元)	300	379	475	567	654
增长率 yoy%	23%	26%	25%	19%	15%
每股收益(元)	0.97	1.20	1.50	1.79	2.07
每股现金流量	1.53	2.02	1.96	2.49	2.91
净资产收益率	13%	15%	17%	17%	17%
P/E	29	23	19	16	13
P/S	4	4	3	3	2

备注：股价统计时间 2024 年 6 月 26 日 表中营业收入不包含利息收入

报告摘要

- 焦点科技是 B2B 跨境电商赛道的核心平台玩家之一，业务模式成熟且经营稳健。公司自成立以来就聚焦于中小企业客户，为其提供跨境电商服务，旗下运营了中国制造网、Doba、inQbrands、新一站保险网等多个优质品牌。从财务分析看，公司财务运营稳健，体现预收收入的合同负债和其他非流动负债指标持续提升；SaaS 会员费订阅模式下毛利率较高；23 年研发费用率有较大幅度下降，经营效率和盈利能力持续提升。
- 跨境电商进出口规模快速攀升，作为焦点核心客户的民企成为外贸核心角色。我国外贸进出口持续攀升，其中跨境电商进出口快速扩张，19-23 年复合增长率达 17%，为外贸进出口带来动力。作为中国制造网核心客户的民企在外贸出口中的占比持续提升，自 2019 年以来稳居第一大外贸主体，23 年占据外贸进出口比重达 53.5%，是外贸出口行业的主力。
- 打造外贸助手 AI 麦可，有望带动会员数和 ARPU 双升。AI 麦可拥有产品发布、内容生成、商机跟进、行业拓客四大板块功能。中国制造网会员可通过订阅月包、半年包、年包、购买加油包等方式使用 AI 麦可，其功能带来了效率大幅提升。截至 2023 年底，购买 AI 麦可的会员数约 4000 位，带来现金回款超过 2000 万元，有望持续提升订阅会员数和 ARPU 值。
- 以 inQbrands 和 Doba 为代表的跨境业务可触达海外 C 端客户，拓展第二成长曲线。Doba 借助 AI，推出 AI 导购应用，优化提升买家的平台使用体验；inQbrand 能够提供品牌策划、供应链管理、营销推广、多渠道销售、仓储物流整合等服务，支持 B2B、B2C 等多类型订单交付。随外贸复苏和中小企业出海趋势更加明显，跨境业务有望与中国制造网业务协同打造第二成长曲线。
- 投资建议：我们预计公司 24/25/26 年实现营业收入为 17.81/20.64/23.60 亿元，同比增长 17%/16%/14%；实现净利润为 4.75/5.67/6.54 亿元，同比增长 25%/19%/15%。考虑公司低估值及高成长性，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：AI 技术落地不及预期，产品市场竞争加剧，数据更新不及时等

## 内容目录

<b>焦点科技：深耕跨境电商服务，打造服务中小企业的 B2B 平台</b> .....	<b>5</b>
深耕行业二十余年，外贸 B2B 跨境电商平台核心玩家 .....	5
财务分析：经营稳健利润持续提升，SaaS 订阅回款良好 .....	7
<b>外贸复苏出海赛道高成长，跨境电商渗透率持续提升</b> .....	<b>11</b>
我国出台多项政策支持跨境电商平台发展 .....	11
跨境电商进出口规模快速提升，是拉动外贸进出口的引擎 .....	12
民企占出口比重持续提升，稳居第一大外贸主体 .....	13
全球跨境电商渗透率持续提升 .....	14
<b>AI 赋能中国制造网提升 ARPU，跨境电商业务开启第二增长曲线</b> .....	<b>14</b>
中国制造网 ARPU 持续提升，潜在客群广阔 .....	14
AI 助手麦可针对小 B 用户解决获客痛点，有望持续提升 ARPU .....	16
跨境代理业务拓服务 B 端企业触及 C 端客户，打造第二成长曲线 .....	19
<b>投资建议与风险提示</b> .....	<b>23</b>
投资建议 .....	23
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 焦点科技历史沿革 .....	5
图表 2: 焦点科技股权架构 .....	5
图表 3: 焦点科技业务矩阵 .....	6
图表 4: 焦点科技 2019-2023 年收入拆分 (百万元) .....	6
图表 5: 焦点科技 2019-2024Q1 年营业总收入 (亿元) 及同比 .....	7
图表 6: 焦点科技 2019-2024Q1 年归母净利润 (亿元) 及同比 .....	7
图表 7: 焦点科技 2019-2023 毛利率及净利率情况 .....	8
图表 8: 焦点科技 2019-2023 费率情况 .....	8
图表 9: 焦点科技 2020-2023 合同负债与其他非流动负债情况 .....	9
图表 10: 焦点科技 2019-2023 年人均创收和人均创利 .....	9
图表 11: 2019-2023 年公司净现比情况 .....	10
图表 12: 2019-2023 年公司收现比情况 .....	10
图表 13: 2019-2023 年现金分红总额及股利支付率 .....	10
图表 14: 2022-2024 年发布跨境电商相关政策 .....	11
图表 15: 2019-2023 年我国外贸进出口总额 .....	13
图表 16: 2019-2023 年我国跨境电商进出口额 .....	13
图表 17: 2019-2023 年我国民企外贸进出口总额及增速 .....	13
图表 18: 2019-2023 年中国外贸进出口总额中民企占比 .....	14
图表 19: 2020-2027E 全球跨境电商渗透率 .....	14
图表 20: 中国制造网会员方案 .....	15
图表 21: 中国制造网部分增值服务 .....	15
图表 22: 中国制造网 ARPU 值 (元) 及增长率 .....	16
图表 23: 中国制造网收费注册会员数 (个) 及增长率 .....	16
图表 24: 2021-2023 年中国有进出口实绩的民营企业数量 (万家) .....	16
图表 25: AI 麦可产品迭代历史 .....	17
图表 26: AI 麦可可选数字人形象 .....	17
图表 27: AI 麦可收费方案 .....	18
图表 28: AI 麦可专业版功能介绍及消耗电量 .....	18
图表 29: Doba.com 触达多电商渠道 .....	19
图表 30: Doba.com 订阅计划 .....	20
图表 31: inQbrands 渠道销售模式 .....	21
图表 32: inQbrands 渠道布局 .....	21
图表 33: inQbrands 品牌成就 .....	22

图表 34: 焦点科技 2023-2026E 收入拆分预测 (单位: 百万元) .....- 24 -

图表 35: 可比公司情况对比 .....- 24 -

## 焦点科技：深耕跨境电商服务，打造服务中小企业的 B2B 平台

深耕行业二十余年，外贸 B2B 跨境电商平台核心玩家

- 焦点科技是 B2B 跨境电商赛道的核心平台玩家之一。公司始终致力于将传统行业与互联网深度融合，先后将互联网引入外贸、保险、企业采购等多个领域，运营了中国制造网（Made-in-China.com）、Doba（Doba.com）、inQbrands（inQbrands.com）、新一站保险网（xyz.cn）等多个品牌，孵化了智慧教育、移动医疗等互联网项目。凭借多年来的不断积累，旗下中国制造网已成为全球采购商寻找中国供应商以及贸易伙伴的重要网络渠道。
- 公司深耕 B2B 跨境电商领域，为国内出口型中小企业提供电子商务服务的时间长达 28 年。公司发展历程总体经历三个阶段：
  - 第一阶段 1996-2010 年：公司发展核心业务中国制造网业务，并于 2009 年登录资本市场，在深交所上市。
  - 第二阶段 2011-2022 年：公司依托中国制造网，开始布局和优化平台业务生态。2011 年新一站保险网上线；2013 年美国全资子公司成立，后更名为 inQbrands Inc.；2015 年收购美国电子商务平台 Doba；2017 年设立全资子公司 Crov Inc.并上线开锣网 crov.com。
  - 第三阶段 2023 年至今：2023 年中国制造网推出了外贸企业专属助手 AI 麦可，为企业提供智能化、自动化的解决方案，帮助企业提升运营效率和数字竞争力。

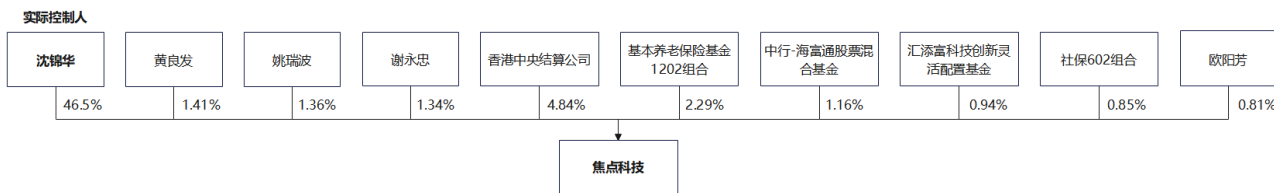
图表 1：焦点科技历史沿革



资料来源：焦点科技官网，中泰证券研究所

- 公司股权结构稳定，实际控制人持股比例较高。据 2023 年年报披露，公司实际控制人为董事长兼总裁沈锦华先生，持股比例为 46.5%。

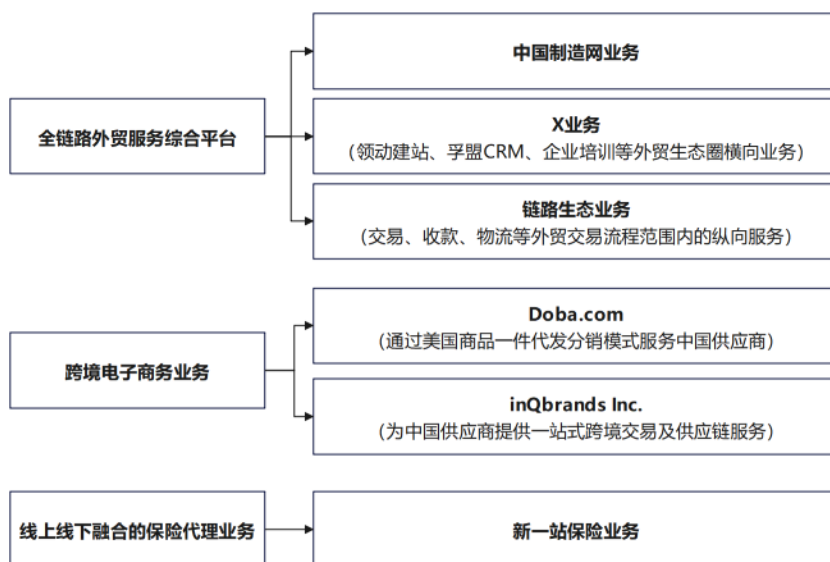
图表 2：焦点科技股权架构



资料来源：iFinD，中泰证券研究所（统计时间：2024 年 6 月 21 日）

- 公司业务主要分为三大条线，全方位布局跨境电商行业：
  - 全链路外贸服务综合平台：该部分业务主要分为中国制造网业务、X 业务（领动建站、孚盟 CRM、企业培训等外贸生态圈横向业务）和链路生态业务（交易、收款、物流等外贸交易流程范围内的纵向服务）。
  - 跨境电子商务业务：该部分业务主要分为 Doba.com 业务（通过开放平台接口，为供应商和零售商提供了便捷、有效的渠道和资源。帮助供应商利用众多的零售商资源增加订单，拓展线上销售渠道）和 inQbrands 业务（通过在品牌策划、供应链管理、营销推广、多渠道销售、仓储物流整合等环节的打造，提供落地美国、全渠道销售、品牌孵化等一站式服务）。
  - 线上线下融合的保险代理业务：该部分业务主要指新一站保险业务（为广大中小企业及个人提供保险产品的咨询、购买、理赔、保全等一站式服务）。

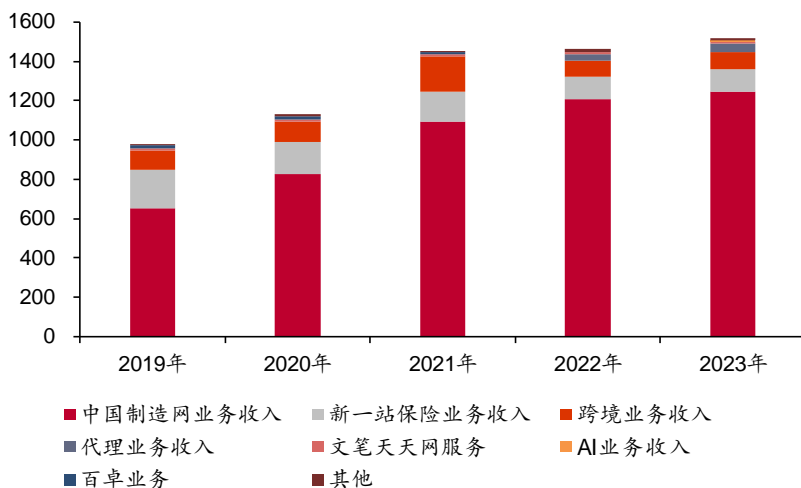
**图表 3：焦点科技业务矩阵**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司核心业务为中国制造网业务。2023 年，中国制造网业务实现营业收入 12.46 亿元，占公司全部营收的 82.0%；其次为新一站保险业务收入为 1.13 亿元，占公司全部营收的 7.4%。

**图表 4：焦点科技 2019-2023 年收入拆分（百万元）**

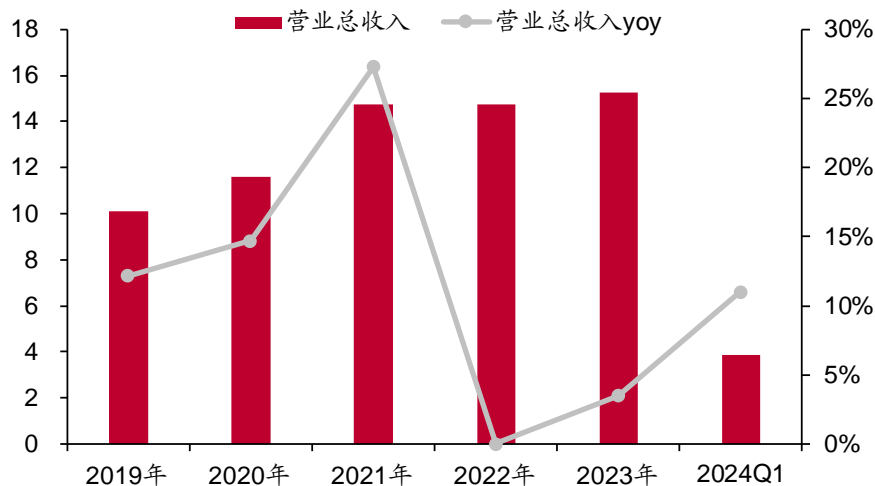


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

### 财务分析：经营稳健利润持续提升，SaaS 订阅回款良好

- **公司营业总收入保持稳健增长。**公司核心业务为中国制造网业务，2019-2021 年伴随外贸行业快速增长，公司营收呈现较快增长趋势；2022 年由于疫情影响，营收增速有所放缓；2023 年美国通胀和加息导致了全球性的经济下行压力和贸易需求缩水，为外贸复苏带来一定压力。公司共实现 15.27 亿元营业总收入，同比增长 3.5%。

图表 5：焦点科技 2019-2024Q1 年营业总收入 (亿元) 及同比

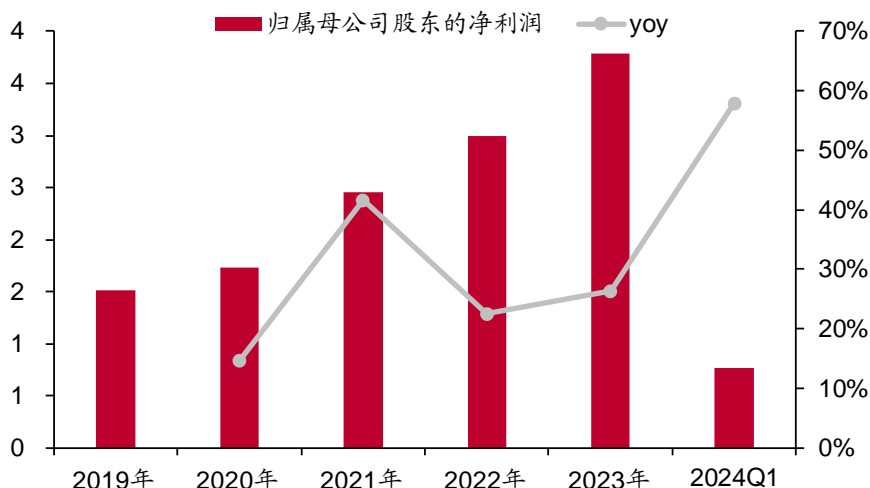


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司盈利能力持续提升。**2019 年至 2023 年，公司归母净利润快速增长。2023 年公司实现归母净利润 3.79 亿元，同比快速增长 26%。

图表 6：焦点科技 2019-2024Q1 年归母净利润 (亿元) 及同比

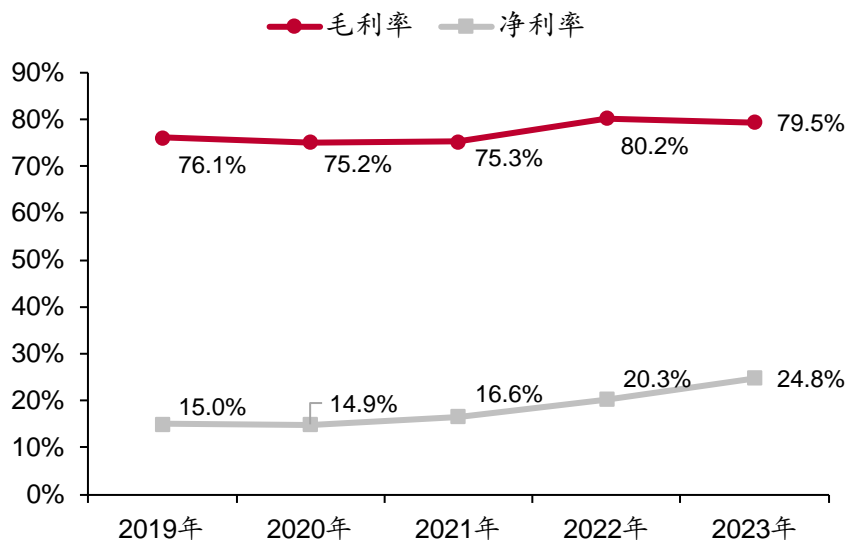




资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **SaaS 订阅模式毛利率水平较高，净利率持续提升。**公司实行会员订阅制收费模式，毛利率始终维持较高水平。2022 年公司主动收缩了低毛利率的商品贸易和商业服务业务，毛利率水平有了较大幅度提升。

**图表 7：焦点科技 2019-2023 毛利率及净利率情况**

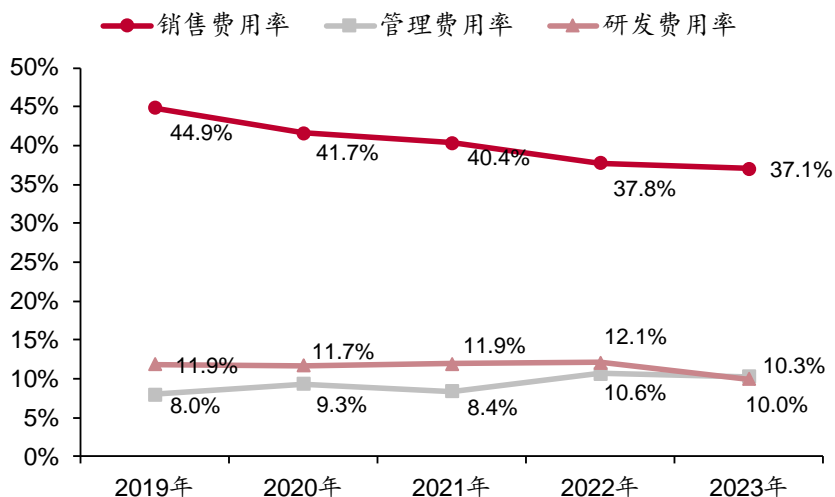


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2023 年研发费用率较上年有较大幅度下降。**公司 2023 年销售费用率 37.1%，管理费用率 10.3%，研发费用率 10.0%；研发费用率较上年有较大幅度下降。其中 2023 年年末公司研发人员数量为 456 人，较上年的 603 人下降约 24.4%。

**图表 8：焦点科技 2019-2023 费率情况**

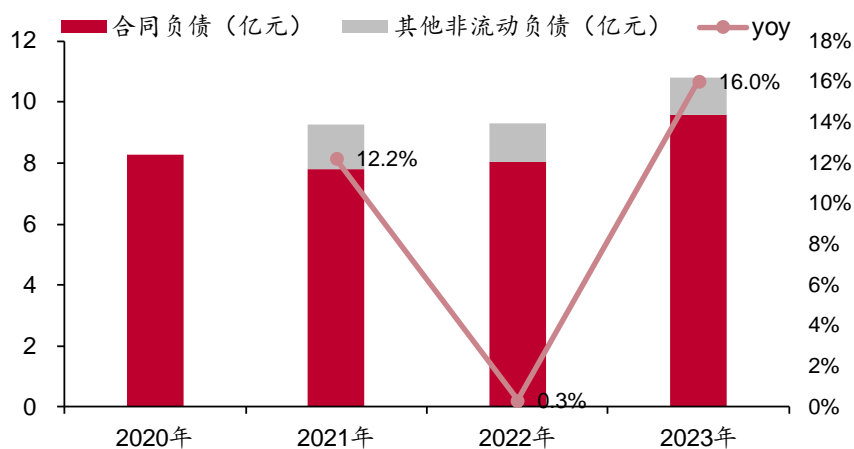




资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司的合同负债与其他非流动负债指标改善明显，收入确认有所保障。公司核心业务中国制造网为预收会员费并逐月确认收入模式，合同负债（能够在一年内确认收入）与其他非流动负债（能够在一年后确认收入）的指标反映了公司预收会员费规模。2023年底合同负债为9.58亿元，其他非流动负债1.21亿元，加总后比上年同期增长16%。

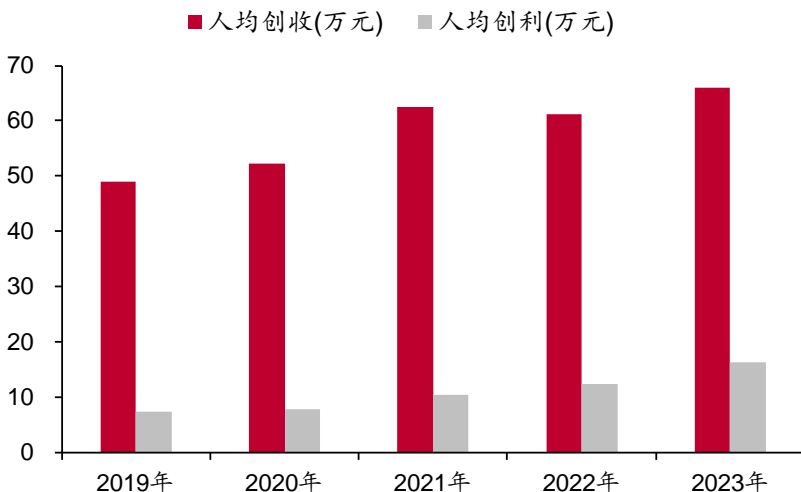
**图表 9：焦点科技 2020-2023 合同负债与其他非流动负债情况**



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 经营效率持续提升，人均创收和人均创利水平不断提升。公司2023年人均创收达65.89万元，同比提升7.8%；人均创利达16.35万元，同比提升31.3%。

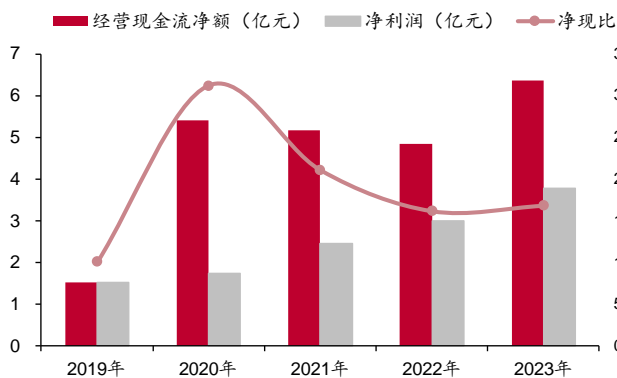
**图表 10：焦点科技 2019-2023 年人均创收和人均创利**



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

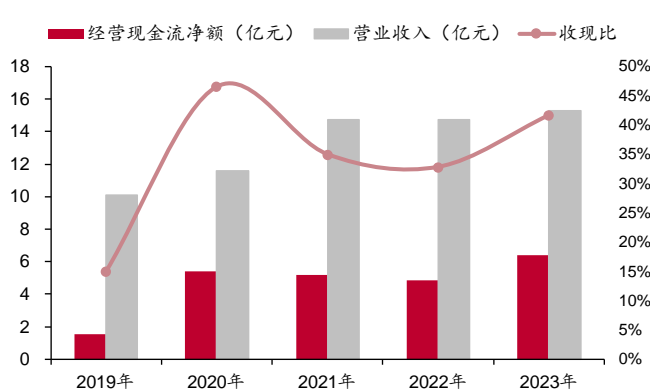
- 订阅制下收现比和净现比良好。2023 年公司收现比达 41.7%，净现比达 168.1%。2020 年公司收现比大幅提升，达 46.6%，随后始终维持在 30% 以上水平；2020 年公司净现比 312.1%，随后保持 160% 以上水平，收现比和净现比情况良好。

图表 11: 2019-2023 年公司净现比情况



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

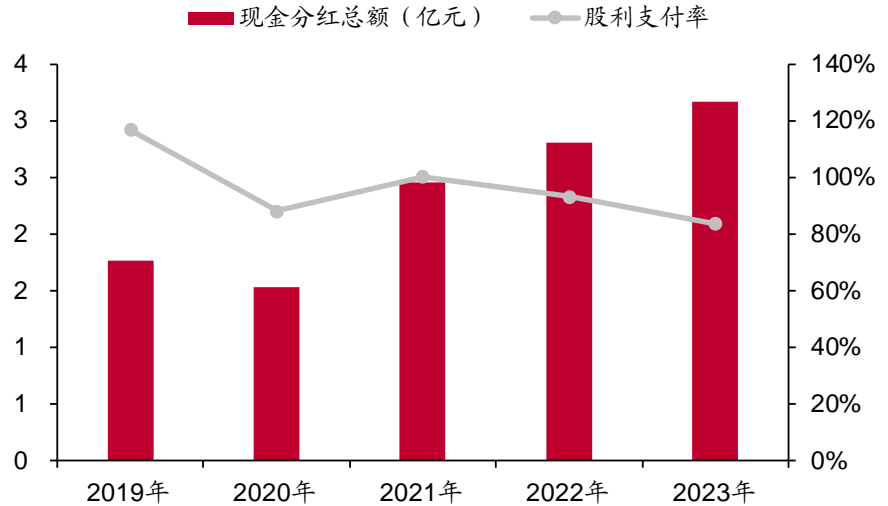
图表 12: 2019-2023 年公司收现比情况



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 公司始终保持较高的现金分红水平。2023 年公司现金分红 3.17 亿元，股利支付率达 83.59%。且过去五年均保持 80% 以上分红比例。

图表 13: 2019-2023 年现金分红总额及股利支付率



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 设立股权激励和业绩激励奖金计划。2020 年公司实施了股权激励方案，并于 2023 年预提业绩激励基金 2882 万元。

## 外贸复苏出海赛道高成长，跨境电商渗透率持续提升

### 我国出台多项政策支持跨境电商平台发展

- 跨境电商平台是为跨境交易企业和个人提供贸易交易服务的互联网平台，其业务依托于外贸进出口活动；B2B 是指企业与企业之间通过互联网，进行数据信息的交换、传递，开展交易活动的商业模式。中国制造网等 B2B 网站通过平台的信息搜索和发布功能，将国内的企业产品及服务与海外 B 端用户匹配，完成交易撮合服务。
- 我国持续推出相关政策推动跨境电商发展，鼓励外贸主体出海。2024 年 4 月，商务部引发《数字商务三年行动计划（2024-2026 年）》，着重强调了促进跨境电商出口，引导传统外贸企业发展跨境电商。

图表 14：2022-2024 年发布跨境电商相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	相关内容
2024 年 4 月	商务部	《数字商务三年行动计划（2024-2026 年）》	促进跨境电商出口。优化跨境电商出口监管方式。组织跨境电商综试区开展平台和卖家出海等专项行动。支持跨境电商赋能产业带，引导传统外贸企业发展跨境电商，建立线上线下融合、境内境外联动的营销服务体系。提升海外仓专业化、规模化、智能化水平。
2023 年 12 月	国务院办公厅	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	培育内外贸融合发展产业集群。在重点领域培育壮大一批内外贸融合发展产业集群。推动商业科技创新中心建设，促进互联网、大数据、人工智能和内外贸相关产业深度融合。促进“跨境电商+产业带”模式发展，带动更多传统产业组团出海。
2023 年 4 月	国务院办公厅	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动跨境电商健康持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业和禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口。加快出台跨境电商知识产权保护指南，引导跨境电商企业防范知识产权风险。建设跨境电商综合试验区线上综合服务平台并发挥好其作用，指导企业用好跨境电商零售出口相关税收政策措施。持续完善跨境电商综合试验区考核评估机制，做好评估结果应用，充分发挥优秀试点示范引领作用。

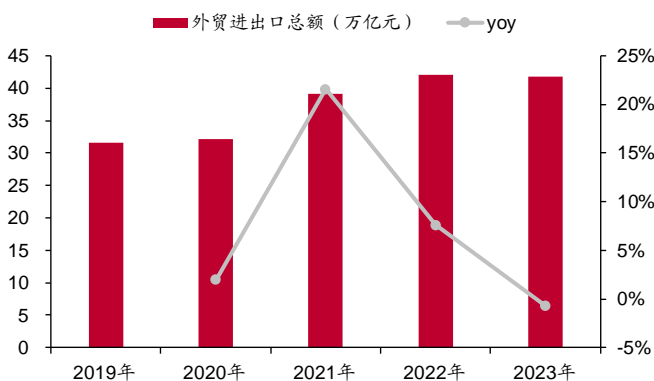
2023年1月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退税商品税收政策的公告》	因滞销、退货原因，自出口之日起6个月内原状退运进境的商品（不含食品），免征进口关税和进口环节增值税、消费税；出口时已征收的出口关税准予退还，出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。
2022年11月	国务院办公厅	《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在廊坊市、沧州市、运城市等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区。跨境电子商务综合试验区(以下简称综合试验区)建设要按照党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，复制推广前六批综合试验区成熟经验做法，发挥跨境电子商务助力传统产业转型升级、促进产业数字化发展的积极作用，推动外贸优化升级，加快建设贸易强国。
2022年11月	工信部、发改委、国资委	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	确保外贸产业链稳定，指导各地建立重点外贸企业服务保障制度，及时解决外贸企业的困难问题，在生产、物流、用工等方面予以保障。提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。落实好稳外贸政策措施，进一步加大出口信用保险支持力度，抓实抓好外贸信贷投放。加快推动通过中欧班列运输新能源汽车和动力电池，支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。推动各地积极利用外经贸发展专项资金等现有渠道，支持中小微企业参加境外展会扩大订单。
2022年9月	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	进一步发挥跨境电商稳外贸的作用。出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施。研究年内启动服务贸易创新发展引导基金二期，进一步带动社会资本，并统筹利用外经贸发展专项资金等现有资金渠道，共同支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。在依法合规、风险可控的前提下，进一步加强出口信用保险对海外仓建设和运营的支持力度。优化海关备案流程，加强中欧班列运输组织，支持海外仓出口货物运输。（商务部牵头，发展改革委、财政部、海关总署、银保监会、中国国家铁路集团有限公司、中国出口信用保险公司按职责分工负责）加快出台便利跨境电商出口退换货的税收政策。
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	一是加大对外贸新业态的支持力度，完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策。二是将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下。三是明确银行、支付机构等相关业务主体展业和备案要求。四是明确业务真实性审核、反洗钱、反恐怖融资、反逃税以及数据报送等要求，压实银行与支付机构展业责任，防控业务风险。
2022年5月	国务院办公厅	《关于推动外贸保稳提质的意见》	推动跨境电商加快发展提质增效。针对跨境电商出口海外仓监管模式，加大政策宣传力度，对实现销售的货物，指导企业用足用好现行出口退税政策，及时申报办理退税。尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策，适时开展试点。针对跨境电商行业特点，加强政策指导，支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业。
2022年1月	国家发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	发展外贸新业态。促进跨境贸易多元化发展，培育外贸新动能。深入推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、企业对企业（B2B）出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。引导企业优化海外仓布局，完善海外仓功能，提高商品跨境流通效率。提升市场采购贸易方式试点便利化水平，完善外汇监管等配套服务。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：中商产业研究院、各部门官网、中泰证券研究所

### 跨境电商进出口规模快速提升，是拉动外贸进出口的引擎

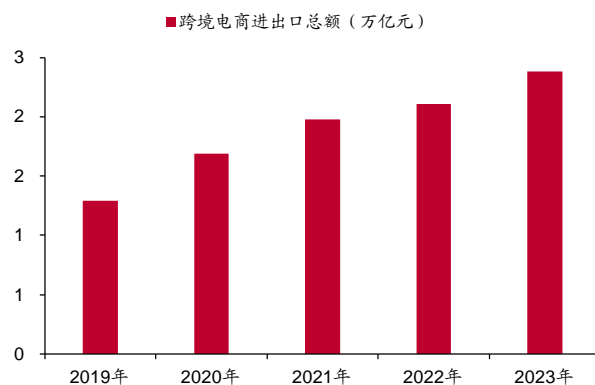
- 我国跨境电商进出口贸易额持续提升，增速快于外贸进出口总额增速。2019-2023年我国外贸进出口额复合增长率为7.3%。其中2023年我国跨境电商进出口额达2.38万亿元，2019-2023年复合增长率为17%，远超外贸进出口总额增速。跨境电商正在逐渐成为外贸进出口的重要增长动力。

图表 15: 2019-2023 年我国外贸进出口总额



资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

图表 16: 2019-2023 年我国跨境电商进出口额

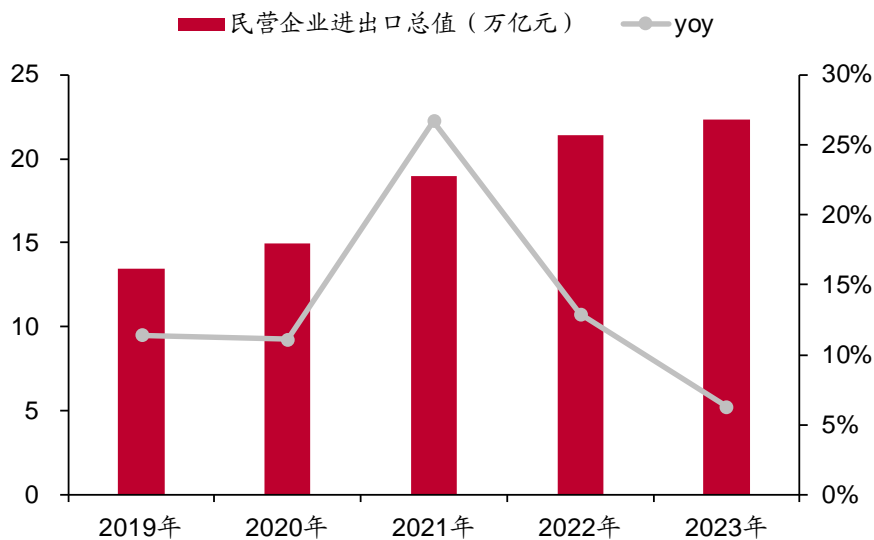


资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

### 民企占出口比重持续提升, 稳居第一大外贸主体

- 我国民营企业外贸进出口额快速增长。2023 年我国民营企业外贸进出口总额达 22.4 万亿元, 同比增长 6.3%。2019-2023 年复合增长率达到 13.5%, 是当下拉动外贸进出口增长的核心力量。

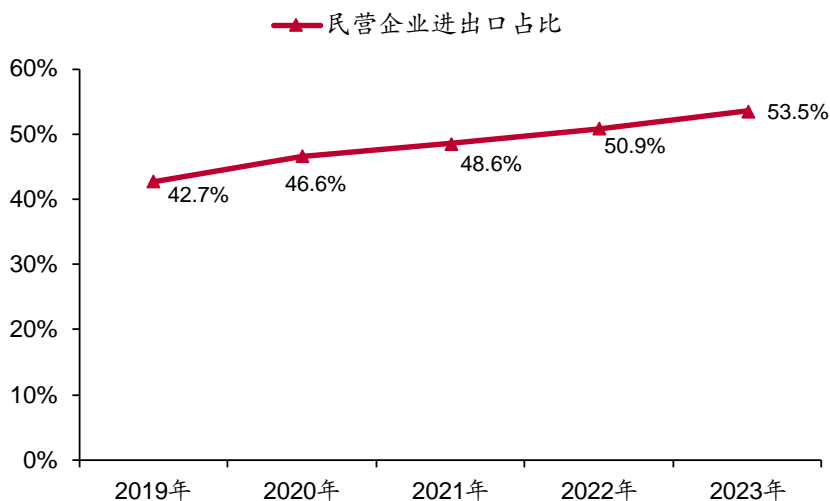
图表 17: 2019-2023 年我国民营企业外贸进出口总额及增速



资料来源: 海关总署, 中泰证券研究所

- 外贸出口中民企占比持续提升, 稳居第一大外贸主体。2019 年, 民营企业首次超过外商投资企业, 成为我国第一大外贸主体。2021 年, 我国外贸主体数量快速增长, 民营企业成为了第一大经营主体。2022 年, 我国民营外贸企业进出口占比首次超过 50%, 对外贸增长率贡献达到 80.8%。2023 年我国民营企业的进出口总额占比达 53.5%, 依旧是外贸出口行业的主力。

**图表 18：2019-2023 年中国外贸进出口总额中民企占比**

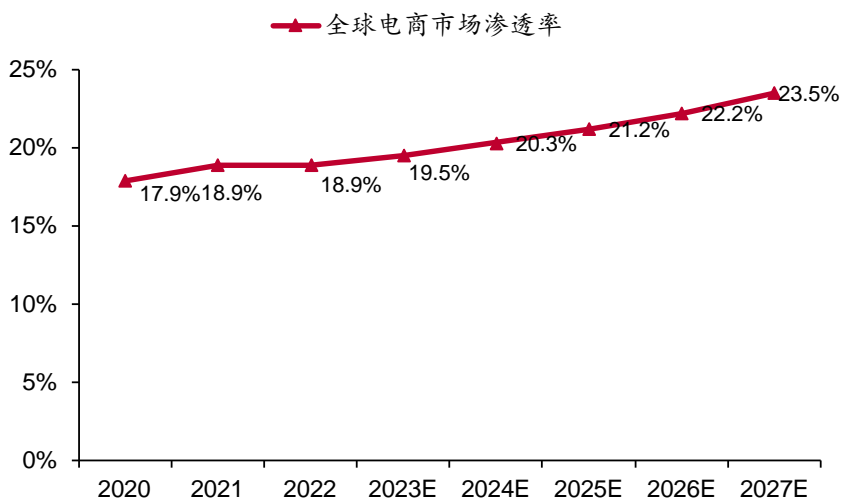


资料来源：海关总署，中泰证券研究所

### 全球跨境电商渗透率持续提升

- 全球跨境电商渗透率持续提升，市场空间广阔。2022 年全球跨境电商渗透率达 18.9%，相较我国 45%左右的渗透率还有较大提升空间。

**图表 19：2020-2027E 全球跨境电商渗透率**



资料来源：Statista，中泰证券研究所

## AI 赋能中国制造网提升 ARPU，跨境电商业务开启第二增长曲线

中国制造网 ARPU 持续提升，潜在客群广阔

- 中国制造网采用会员订阅模式+增值服务费用收费。会员订阅属于基础



服务，方案分为免费会员、金牌会员和钻石会员三类。金牌会员收费为 31100 元/年，钻石会员收费为 59800 元/年。

图表 20：中国制造网会员方案

免费会员 免费入驻	金牌会员 ¥31100/年	钻石会员 ¥59800/年
<b>账户推广</b>	<b>账户推广</b>	<b>账户推广</b>
产品数量: 20条	产品数量: 1000条	产品数量: 3000条
主打产品	主打产品: 7个	主打产品: 10个
产品更新次数: 30次/天	产品更新次数: 2000次/天	产品更新次数: 6000次/天
多图/富文本	多图/富文本: ✓	多图/富文本: ✓
优化助手	优化助手: ✓	优化助手: ✓
产品图册	产品图册: 210个	产品图册: 210个
展示厅: 免费版	展示厅: ✓	展示厅: ✓
<b>展示升级</b>	<b>展示升级</b>	<b>展示升级</b>
高清全景	高清全景	高清全景: 可选, 最多6张
产品动图	产品动图	产品动图: 可选, 最多10个
图片拍摄	图片拍摄	图片拍摄: 可选, 最多100张
产品视频	产品视频	产品视频: 可选, 最多3个
<b>商机营销</b>	<b>商机营销</b>	<b>商机营销</b>
RFQ报价	RFQ报价: 10条/天	RFQ报价: 10条/天
访客营销	访客营销	访客营销: 5次/天
<b>数据分析</b>	<b>数据分析</b>	<b>数据分析</b>
数据罗盘: 部分功能开放	数据罗盘: ✓	数据罗盘: ✓

资料来源：中国制造网，中泰证券研究所

- 从增值服务看，中国制造网提供的服务包括广告类服务、流量类服务及其他增值服务。广告类服务主要包括名列前茅、翻易番；流量类服务主要包括精点投、定向推广等；其他增值服务包括云展会、AI 麦可等。

图表 21：中国制造网部分增值服务

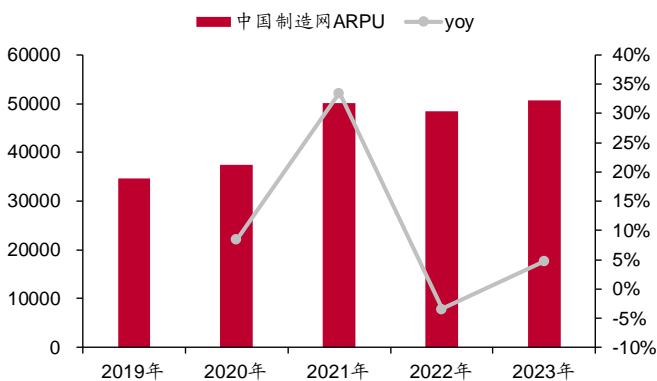
分类	服务名称	服务简介	收费方式
广告类	名列前茅	关键词排名广告服务：当买家用关键词搜索产品时，名列前茅保证在搜索结果第一页的前十位随机展示；每个关键词仅有 10 个名列前茅广告位；	固定第一 8000 元/年； 随机排名前十位 4000 元/年起
	翻易番 2.0	在搜索结果 2-20 页曝光；精准投放广告、智能营销等；	A+类关键词 16000 元/年； A 类关键词 12000 元/年； B 类关键词 8000 元/年； C 类关键词 4000 元/年
流量类	精点投	按点击付费的精准营销服务，通过优先推荐将产品展示在买家搜索或流量的主要频道；	2000 元起； 单次营销计划投入预算 2000-10000 元
	定向推广	MIC 根据供应商设定的目标市场，通过 SEO、SEM、智能营销等手段为供应商获取目标市场流量	<b>领航版</b> ：北美、欧洲单个区域 100000 元/年起；一带一路、RCEP、中东、拉美、非洲单个区域 50000 元/年起； <b>基础版</b> ：北美 50000 元/年起；欧洲 40000 元/年起；一带一路 40000 元/年起；RCEP 40000 元/年起；中东 30000 元/年起；拉美 30000 元/年起；非洲 20000 元/年起；

资料来源：中国制造网，中泰证券研究所（统计时间 2024 年 6 月，图表仅提供参考价格，具体收费方式需联系中国制造网客户经理确定）



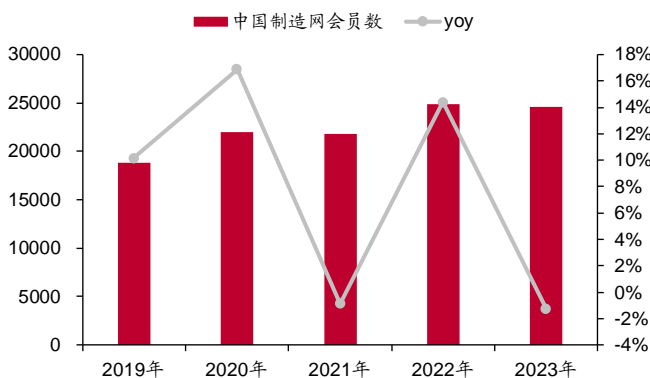
- 中国制造网订阅会员数及 ARPU 值呈现平稳增长趋势。2023 年平台收费会员数为 24586 位，实现现金回款较上年同期增长超 15%。

图表 22：中国制造网 ARPU 值（元）及增长率



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

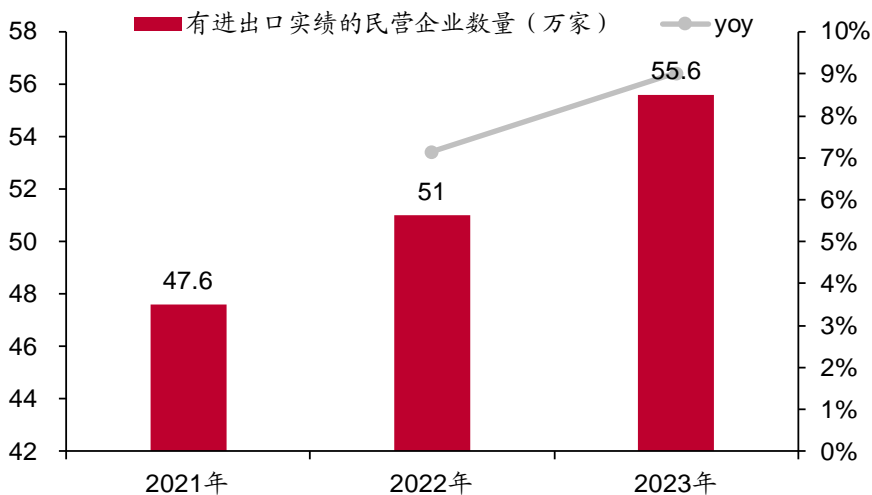
图表 23：中国制造网收费注册会员数（个）及增长率



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 中国制造网潜在用户规模广阔。2023 年中国有进出口实绩的民营企业数量为 55.6 万家，较 2022 年的 51 万家增长约 9%。中国制造网的潜在用户市场规模还在较快增长过程中。

图表 24：2021-2023 年中国有进出口实绩的民营企业数量（万家）



资料来源：海关总署，中泰证券研究所

AI 助手麦可针对小 B 用户解决获客痛点，有望持续提升 ARPU

- AI 麦可定位为 B2B 电商场景的垂类场景应用，有望持续提升公司 ARPU 值。作为场景 AI 助手，能够针对中国制造网会员提供服务。截至 2023 年底，购买 AI 麦可的会员数约 4000 位（不含试用体验包客户），为公司带来现金回款超过 2000 万元。

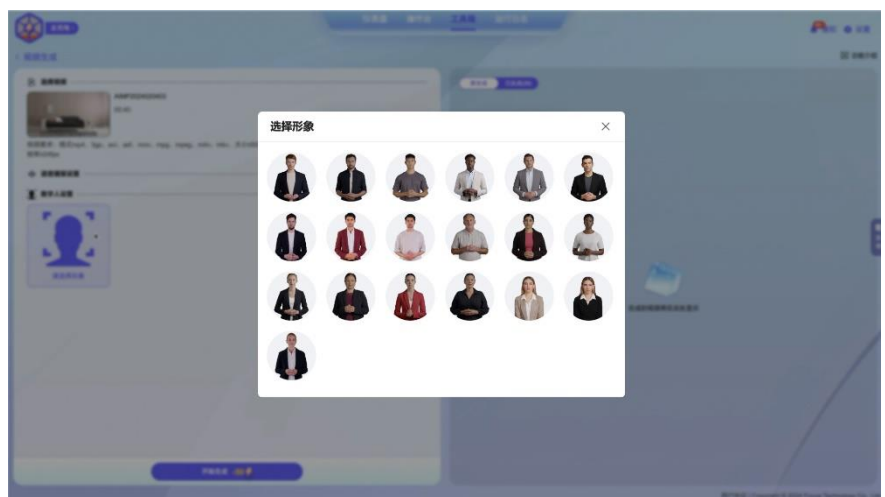
**图表 25: AI 麦可产品迭代历史**



资料来源: 中国制造网 UED 公众号, 中国制造网, 中泰证券研究所

- **2024年2月, AI 麦可宣布再次更新迭代, 推出视频生成、智能排版、行业情报三大功能。**能够根据上传的产品图片自动生成最长 45 秒的高清视频, 随后根据用户提示词生成文案并进行数字人讲解。AI 麦可的视频生成功能有效解决了外贸企业缺乏专业视频制作人员、制作视频费时费力的问题, 为外贸企业节约了大量运营成本。

**图表 26: AI 麦可可选数字人形象**



资料来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 在 2024 年 2 月的更新中 AI 麦可上新了行业情报功能。此项功能可以对外贸行业数据, 如买家搜索热度、行业热词、买家分布给出专业分析和建议, 还能引入全球贸易数据, 更好地评估买家采购能力, 使不同产品、

行业的供应商能真正通过大数据提高在国际贸易中的风险防范能力，同时也能为供应商企业提供智能化的决策辅助和策略参考。

- **AI 麦可以订阅购买“电量”方式进行计费。**2024 年 5 月，中国制造网继续结合使用人群的具体需求优化推出了 AI 麦可专业版（定价 9980 元/年）与 AI 麦可标准版（定价 5980 元/年）两种套餐。对于已经购买 AI 月包且在服务器内用户，可增值付费 100 元购买 200 电量。对于高级用户提供也提供了 10 元/10 电量的体验购买服务。

图表 27：AI 麦可收费方案

	AI 麦可-标准版	AI 麦可-专业版	AI 麦可（加油包）	AI 麦可（体验包）
定价	5980 元/年	9980 元/年	100 元/200 电量	10 元/10 电量
电量数	服务期内每月可消耗最多 6000 电量	服务期内每月可消耗最多 10000 电量	200 个电量，有效期 30 天	10 元可购买 10 个电量，有效期 30 天
购买备注	高级会员和免费账号均可购买；免费账号需要同步购买高级会员。具体定价联系客户经理	高级会员和免费账号均可购买；免费账号需要同步购买高级会员。具体定价联系客户经理	需在月包基础上购买，且服务在有效期内	每家高级会员可购买一次

\*当月未用完电量可累计至次月使用，隔月不累计。

资料来源：中国制造网，中泰证券研究所（统计时间 2024 年 6 月）

- **AI 麦可目前有产品发布、内容生成、商机跟进、行业拓客等四大板块功能，用户可消耗“电量”使用对应功能。**产品发布能够提供 AI 发品、重复产品调整、快速撰写和产品润色功能；内容生成能够完成设备营销、图片处理、多语信息处理、视频生成及数字化、产品图册智能排版等功能；商机跟进能够提供 AI 接待、商机提炼、买家挖掘等功能；行业拓客能够完成行业情报、智能拓客等功能。

图表 28：AI 麦可专业版功能介绍及消耗电量

功能分类	功能名称	功能描述	消耗电量	
产品发布	AI 发品	自动发品，结合产品关键词、图片快速生成产品草稿	2 电量/产品	
	重复产品调整	自动查询重复产品，差异化生成产品调整建议	1 电量/产品	
	快速撰写	一键生成产品名称+关键词+产品详情，省时省力	1-3 电量/次	
	产品润色	自动提取产品亮点，一键润色产品名称、关键词和详情	1-3 电量/次	
内容生成	社媒营销	社媒发布	迎合 6 大国内外主流社媒平台调性，打造专属营销文案	1 电量/次
		营销创作	自动挖掘产品亮点，针对性创作社媒营销文案	2 电量/篇
	图片处理	背景消除	一键消除图片背景，快速下载或更换	1 电量/张

功能分类	功能名称	功能描述	消耗电量	
	图片合成	智能生成图片背景，让产品图脱颖而出	颜色填充&自定义上传：1 电量/次； 智能生成：3 电量/次；	
	智能裁剪	批量裁剪图片尺寸，轻松应对各种场景需求	1 电量/张	
	多语信息处理	多语翻译	根据场景自动识别并翻译 17 个语种	1 电量/次
	视频生成及数字化	视频生成	提供产品图片/视频+字幕素材，快速生成全新产品视频	15 电量/次（其中智能生成背景音乐消耗 5 电量/次）
		数字人	可添加数字虚拟讲解员，让视频内容更丰富	50 电量/次
	产品图册智能排版	产品图册快速美化，提升呈现效果	5 电量/次	
商机跟进	AI 接待	自动接待 TM 买家，代供应商及时抓住商机	同一买家，每天消耗 10 电量，次日重新计算	
	商机提炼	分析往来对话，提炼买家需求	0（不扣除电量）	
	买家挖掘	全网挖掘买家信息，制定行为画像	全网挖掘-公司邮箱：2 电量/次； 全网挖掘-个人邮箱：1 电量/次； 行为画像：2 电量/次；	
	询盘处理	解析买家询盘需求+智能回复	翻译解析：1 电量/次； 生成回复：2 电量/次；	
	新客分析	自动对新来访买家进行公司背调，分析用户行为	4 电量/客户	
	询盘跟进	自动翻译新询盘，生成回复内容	2 电量/封	
	开发信	定制及发送多场景、多主题开发信	2 电量/次	
	线索管理	自动整合买家信息，便于一键跟进	-	
行业拓客	行业情报	挖掘行业资讯，获取潜在商机	10 电量/行业	
	智能拓客	设定目标群体，AI 全网挖掘可开发买家	2 电量/次（每月最多可拓客 10 次）	

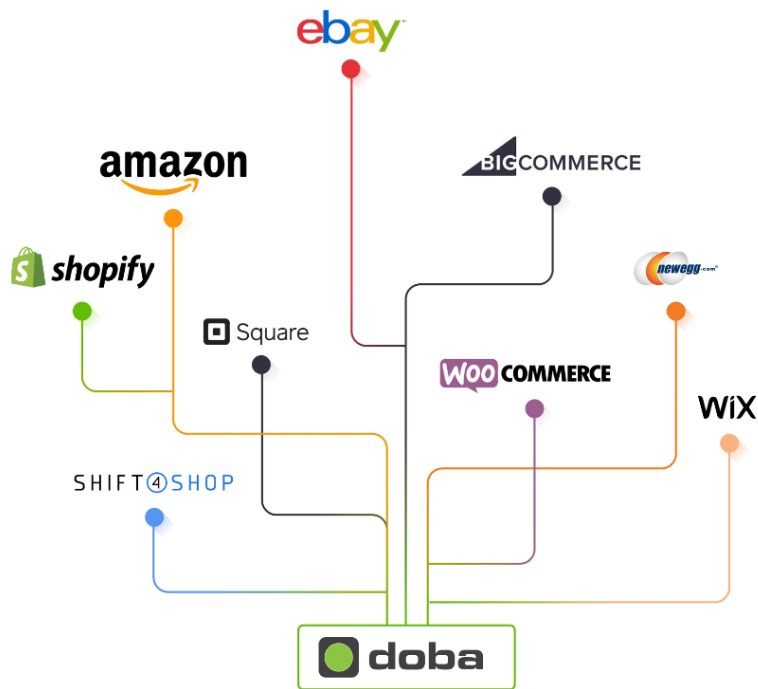
资料来源：中国制造网，中泰证券研究所（统计时间 2024 年 5 月）

- 在产品发布功能中，用户使用频率较高的功能为产品润色（占比 50.9%）和快速撰写（占比 30.1%）；在内容生成中，用户使用频率较高的功能为背景消除（占比 31.1%）和视频生成（占比 25.3%）；在商机跟进中，用户使用频率较高的功能为新客分析（34.2%）。
- **AI 麦可的功能为用户带来效率大幅提升。**视频生成功能帮助企业将制作一条视频的时间从平均 4 小时缩短到 5 分钟，而由视频带来的访问量则增加了 30%；图片处理功能将单张图片的平均处理时间从 10 分钟缩短到 30 秒，提升产品曝光量达到 30%；AI 发品功能则有效帮助产品星级提升至 4.5 星及以上，曝光平均上升了 15%。

#### 跨境代理业务拓服务 B 端企业触及 C 端客户，打造第二成长曲线

- **焦点科技持续拓展跨境业务，通过美国商品一件代发服务平台 Doba.com 服务中国供应商。**Doba 通过开放平台接口，有效地连接供应商与零售商，为供应商和零售商提供了便捷、有效的渠道和资源。帮助供应商利用众多的零售商资源增加订单，拓展线上销售渠道。

图表 29：Doba.com 触达多电商渠道



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- **Doba 引入 AI 等功能提升用户付费意愿，有望拉动业务增长。**2023 年在供应链管理方面，Doba 搭建了供应商 CRM 系统，实现了自动匹配热销商品，深化平台的选品能力；借助大数据和 AI 技术，推出比价系统，帮助快速识别商品利润率；在运营支持和基础设施建设方面，Doba 借助 AI，推出 AI 导购应用，优化提升买家的平台使用体验。

图表 30: Doba.com 订阅计划

	Free Trial	Start-up	Business	Best Value Business Pro	Enterprise
	14 days Free trial <small>*Subsequently US\$ 24.99/mo</small>	US\$ 22.49 /mo <small>US\$ 269.89/yr <span style="color:red">save 10%</span></small>	US\$ 44.99 /mo <small>US\$ 539.89/yr <span style="color:red">save 10%</span></small>	US\$ 157.49 /mo <small>US\$ 1889.89/yr <span style="color:red">save 10%</span></small>	US\$ 269.99 /mo <small>US\$ 3239.89/yr <span style="color:red">save 10%</span></small>
Inventory List Limit	30	60	2500	7500	15000
Monthly Products Export Count	10	30	2000	5000	Unlimited
New Products Alerts	0 Saved Searches 0 Saved Suppliers	1 Saved Searches 2 Saved Suppliers	2 Saved Searches 5 Saved Suppliers	5 Saved Searches 10 Saved Suppliers	10 Saved Searches 20 Saved Suppliers
Product Notifications	✓	✓	✓	✓	✓
Curated Product List	✓	✓	✓	✓	✓
Storefront Integrations	0	1	2	5	Unlimited
Storefront Products Listings Count	0	30	1000	2500	Unlimited
Inventory Syncing	-	✓	✓	✓	✓
Order Syncing	-	✓	✓	✓	✓
Tracking Syncing	-	✓	✓	✓	✓
Chat, Email, Phone Support	✓	✓	✓	✓	✓
Dedicated Account Manager	-	-	-	✓	✓
Doba AI Product Guru	10	100	500	2000	5000
Bulk Order Upload	-	✓	✓	✓	✓
Fully Automated API	-	-	-	-	✓
Doba Elite Academy	-	-	-	✓	✓



资料来源：Doba 官网，中泰证券研究所

- inQbrands Inc.**通过为中国供应商提供落地北美、样品参展、多渠道销售、海外仓交付等一站式跨境交易及供应链全程服务。其海外销售团队通过在品牌策划、供应链管理、营销推广、多渠道销售、仓储物流整合等环节的打造，提供落地美国、全渠道销售、品牌孵化等一站式服务。

**图表 31: inQbrands 渠道销售模式**



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- inQbrands Inc.**拥有全渠道资源布局，支持第三方平台综合运营、大中型连锁商超入驻、线下中小渠道拓展等销售渠道。通过 Amazon、ebay 等第三方平台渠道运营，inQbrands 能够帮助用户在主流跨境电商平台实现销售和运营；通过与 TSC 等北美几十家大中型连锁商超达成合作，inQbrands 能够助理用户企业一站式入驻商超；通过与美国本土线下批发商合作，可以帮助用户企业快速达成合作，拓展销售渠道。

**图表 32: inQbrands 渠道布局**

**第三方平台综合运营**

拥有跨境电商规模销售成功经验，可帮助企业主流跨境电商平台销售与运营。



**大中型连锁商超入驻  
线上商城 | 线下门店**

与北美几十家大中型连锁商超达成合作，可助力企业一站式入驻其线上商城与线下门店。



**美国线下中小渠道拓展**

拥有美国本土线下中小批发商、零售商资源，可帮助企业与之快速达成合作。



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- inQbrands 能提供北美仓储物流服务，进行 B2B、B2C 等多类型订单交付，拥有北美自建及 30+ 合作海外仓资源。从品牌打造方面，inQbrands 已经打造了近 50 个国际品牌，为近 3000 家中国企业提供出海服务。

**图表 33: inQbrands 品牌成就**



资料来源：公司官网，中泰证券研究所



## 投资建议与风险提示

### 投资建议

#### 分业务拆分预测

- **中国制造网业务：** 中国制造网业务是焦点科技的核心业务，预测其业务增长的核心参考指标为合同负债+其他非流动负债指标。2023 年底该指标数据较 2022 年同期有较快增长，显示公司业务拓展正在加速。考虑到中国制造网潜在客户规模持续扩张，外贸进出口民企规模持续提升，公司自身产品功能持续迭代等积极因素，我们认为该部分业务能够维持较快增长，因此 2024/2025/2026 年我们预期该部分业务能够实现收入 1481/1727/1977 百万元，同比增速 19%/17%/14%。
- **新一站保险业务：** 该部分业务收入主要由公司新一站保险网贡献。新一站保险网业务为公司较早期拓展业务矩阵时的新业务，属于相对成熟期业务。且考虑到公司将发展重心聚焦在中国制造网、跨境业务等能够产生协同的业务条线上，新一站保险业务呈现稳定微降的趋势。因此 2024/2025/2026 年我们预计该部分业务实现收入为 112/111/110 百万元。
- **跨境业务：** 该部分业务收入主要由公司 inQbrands、Doba 等海外网站品牌贡献。考虑到当前国内企业出海热潮，针对中小企业的跨境 B2C 业务拥有广阔的发展空间；且公司在中国制造网等业务积累的运营方式以及 AI 能力有望复用，该部分业务有望承担起公司第二成长曲线。因此我们预计 2024/2025/2026 年该部分业务实现收入 95/106/122 百万元，同比增速 10%/12%/15%。
- **代理业务：** 该部分业务收入主要指 X 业务和链路生态业务，2023 年，此类代理业务较上年同期增长 40.48%。考虑到公司有望复用海外销售网络拓展 B2C 模式，且该部分业务规模还较小，增长潜力较大。我们预计 2024/2025/2026 年该部分业务实现收入 59/74/89 亿元，同比增长 30%/25%/20%。
- **AI 业务：** 该部分业务收入主要指 AI 服务带来的相关收入。中国制造网的 AI 麦可定位精准，解决了 B 端小企业营销、客服等功能的需求，形成了有效的人力成本替代。我们认为该部分业务将随相关产品服务的快速迭代有快速增长，且公司积累的 AI 能力有望在多项业务矩阵实现复用，带来全方位的收入增长。因此我们预计 2024/2025/2026 年该部分业务实现收入 15/28/46 百万元，同比增长 130%/95%/63%。
- **其他业务：** 主要指公司文笔天天网等其他业务。考虑到该部分业务可能进行收缩，我们预计该部分收入将微降。
- **其他类金融业务收入：** 主要为公司利息收入，我们预测该部分业务收入将保持稳定。
- **营业总收入与毛利率：** 因此我们预计公司 2024/2025/2026 年将实现总营业收入 17.88/20.71/23.67 亿元。公司主营业务均为 SaaS 订阅模式，毛利率始终处于稳定较高水平，我们预计未来毛利率将会持续保持稳定，在 2024/2025/2026 分别为 80.1%/80.0%/79.9%。

图表 34：焦点科技 2023-2026E 收入拆分预测（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
中国制造网业务	1246	1481	1727	1977
YoY	-	19%	17%	14%
新一站保险业务	113	112	111	110
YoY	-	-1%	-1%	-1%
跨境业务	86	95	106	122
YoY	-	10%	12%	15%
代理业务	46	59	74	89
YoY	-	30%	25%	20%
AI 业务	6	15	28	46
YoY	-	130%	95%	63%
其他业务	22	19	18	16
<b>营业收入</b>	<b>1519</b>	<b>1781</b>	<b>2064</b>	<b>2360</b>
其他类金融业务收入	7	7	7	7
<b>营业总收入</b>	<b>1527</b>	<b>1788</b>	<b>2071</b>	<b>2367</b>
YoY	-	17.1%	15.8%	14.3%
毛利率	-	80.1%	80.0%	79.9%

资料来源：焦点科技，中泰证券研究所

- 我们选取了与焦点科技业务模式类似的金山办公（AI 应用代表性公司）、华凯易佰（跨境电商行业公司）、广联达（toB 行业应用公司）作为可比公司。2024-2026 年三家可比公司的 PE 平均值为 39x/27x/21x，我们给予焦点科技 19x/16x/13x PE 估值，与可比公司相比处于较低水平。综上，我们首次覆盖对公司给出“买入”评级。

图表 35：可比公司情况对比

可比公司	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
金山办公	115,468	1,612	2,085	2,734	72	55	42
华凯易佰	4,919	456	563	653	11	9	8
广联达	16,732	489	1,069	1,420	34	16	12
<b>平均值</b>	-	-	-	-	<b>39</b>	<b>27</b>	<b>21</b>
焦点科技	8,807	475	567	654	19	16	13

资料来源：Wind，中泰证券研究所 市值统计时间 2024 年 6 月 26 日 其中华凯易佰采用 Wind 一致预期

### 风险提示

- **AI 技术落地不及预期:** AI 技术更新迅速, 如果公司无法跟上技术应用的步伐, 可能会被竞争对手超越。同时 AI 技术的使用会改变用户的工作方式, 如果用户不愿意接受这些改变, 可能会影响公司的潜在业务增长速度。即使 AI 技术在实验室环境中表现优秀, 但在实际应用中可能遇到许多未预见的问题和挑战。技术落地的过程中可能出现技术难题、系统稳定性、性能等问题。
- **产品市场竞争加剧:** 随着竞争的加剧, 公司需要不断创新以保持竞争优势。这可能需要大量的研发投入和时间, 同时还需要承担创新失败的风险。同行业的竞争对手可能通过降低价格来吸引客户, 这可能会迫使公司也降低价格, 从而影响营收和利润。AI 产品落地过程中, 竞争加剧可能会分散市场, 导致公司的市场份额下降。
- **数据更新不及时:** AI 领域变化较快, 文中引用的部分图表和数据存在一定的时效性, 因此可能面临数据更新不及时的风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,685	1,959	2,270	2,596	营业收入	1,519	1,781	2,064	2,360
应收票据	4	0	0	0	营业成本	312	355	413	473
应收账款	26	25	22	22	税金及附加	11	12	15	17
预付账款	10	5	6	7	销售费用	566	641	718	814
存货	6	8	9	11	管理费用	157	175	198	224
合同资产	0	0	0	0	研发费用	152	171	196	212
其他流动资产	282	228	257	271	财务费用	-47	-39	-43	-40
流动资产合计	2,013	2,226	2,565	2,907	信用减值损失	-9	-8	-8	-8
其他长期投资	8	8	8	8	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
长期股权投资	57	57	57	57	公允价值变动收益	0	4	3	3
固定资产	449	827	1,238	1,680	投资收益	24	20	18	16
在建工程	0	100	100	0	其他收益	15	15	15	15
无形资产	55	68	81	94	<b>营业利润</b>	<b>396</b>	<b>497</b>	<b>593</b>	<b>683</b>
其他非流动资产	1,326	1,327	1,328	1,328	营业外收入	2	1	1	2
非流动资产合计	1,895	2,387	2,812	3,167	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>3,908</b>	<b>4,613</b>	<b>5,377</b>	<b>6,074</b>	<b>利润总额</b>	<b>395</b>	<b>495</b>	<b>591</b>	<b>682</b>
短期借款	0	168	208	82	所得税	13	16	19	22
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>382</b>	<b>479</b>	<b>572</b>	<b>660</b>
应付账款	80	92	107	123	少数股东损益	4	5	5	6
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>379</b>	<b>475</b>	<b>567</b>	<b>654</b>
合同负债	958	1,158	1,342	1,534	NOPLAT	337	441	531	621
其他应付款	72	70	70	70	EPS (摊薄)	1.20	1.50	1.79	2.07
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20					
其他流动负债	128	140	157	175	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,257	1,648	1,903	2,004	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	3.8%	17.2%	15.9%	14.3%
其他非流动负债	160	160	160	160	EBIT 增长率	21.3%	31.0%	20.4%	16.9%
非流动负债合计	160	160	160	160	归母公司净利润增长率	26.1%	25.3%	19.4%	15.3%
<b>负债合计</b>	<b>1,417</b>	<b>1,808</b>	<b>2,063</b>	<b>2,163</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,467	2,777	3,281	3,872	毛利率	79.4%	80.1%	80.0%	79.9%
少数股东权益	23	28	33	39	净利率	25.2%	26.9%	27.7%	28.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,490</b>	<b>2,805</b>	<b>3,314</b>	<b>3,911</b>	ROE	15.2%	16.9%	17.1%	16.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,908</b>	<b>4,613</b>	<b>5,377</b>	<b>6,074</b>	ROIC	33.1%	29.5%	26.5%	25.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	42.5%	43.4%	36.3%	39.2%
					债务权益比	7.2%	12.4%	11.7%	6.7%
					流动比率	1.6	1.4	1.3	1.5
					速动比率	1.6	1.3	1.3	1.4
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	637	620	787	918	应收账款周转天数	6	5	4	3
现金收益	393	477	596	716	应付账款周转天数	119	87	87	88
存货影响	7	-2	-1	-1	存货周转天数	11	7	8	8
经营性应收影响	1	11	3	0	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	-27	11	15	16	每股收益	1.20	1.50	1.79	2.07
其他影响	264	123	175	188	每股经营现金流	2.02	1.96	2.49	2.91
<b>投资活动现金流</b>	-1,078	-490	-495	-444	每股净资产	7.81	8.79	10.39	12.25
资本支出	-41	-529	-490	-451	<b>估值比率</b>				
股权投资	3	0	0	0	P/E	23	19	16	13
其他长期资产变化	-1,040	39	-5	7	P/B	4	3	3	2
<b>融资活动现金流</b>	-210	144	19	-149	EV/EBITDA	28	23	18	15
借款增加	0	168	39	-126					
股利及利息支付	-282	-99	-122	-138					
股东融资	98	0	0	0					
其他影响	-26	75	102	115					

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。