

# 资源禀赋突出，境内会展龙头疫后扬帆起航

## 兰生股份(600826)首次覆盖

### ► 重组聚焦会展主业，资源禀赋突出

公司实际控制人为上海市国资委，20年完成资产重组，剥离传统外贸业务，注入集团会展业务，盈利能力显著改善。公司运营上海及其他地区核心会展、场馆、赛事、会展服务项目，拥有会展业全产业链资源。公司旗下运营项目均拥有广泛的影响力，IP（工博会、广印展等）品牌效应突出，旗下4个会展获得UFI认证，借助上海会展高地优势，公司核心项目持续稳健发展。此外，公司体内其他资产优质，拥有现金+金融资产超40亿元人民币，资金实力突出；拥有兰生大厦48%股权，重估价值较大。

### ► 我国会展行业蓬勃发展，疫后迎来整合大趋势

我国会展行业快速发展，需求旺盛，展览面积和展馆数量赶超欧美国家，为我国会展业长期发展奠定坚实基础。疫情冲击下我国会展业面临极大挑战，行业出清显著，具备资本实力的龙头企业逆势外延并购，未来行业整合空间较大。此外，会展行业存在显著经济带动作用，经济带动比例高达1:9，政策端持续鼓励我国会展业发展，今年以来我国多地出台政策鼓励会展业复苏，我们预计23年我国会展业复苏有望呈现加速趋势。

### ► IP+资本+国企改革，驱动公司会展疫后成长加速

我们认为公司未来存诸多看点，有望驱动疫后成长加速。（1）公司旗下掌握核心会展IP，影响力突出，存量工博展异地复制持续推进，华南、成都工博会规模持续扩大；增量介入医疗展、人工智能大会等打开新空间；（2）公司资本实力雄厚，未来外延或有望进一步提速。疫情中收购东莞CMM展，进入电子制造领域，公司目前在手现金充足，与大股东成立会展并购基金，未来外延发展或有望进一步提速落地；（3）公司治理结构优化，激发国企新活力。重组后，公司表示未来将进一步优化组织及业务架构，提升整体经营效率。此外，2021年发布股权激励计划，但因疫情影响放弃，随着疫情影响逐步消退，我们预期后续或将仍有望择机推出。

### 投资建议

我们预计公司23-25年实现收入分别为1677/1991/2271百万元，实现归母净利润分别为188/248/294百万元，EPS分别为0.35/0.46/0.55元，参考最新收盘价（23年4月26日9.69元/股），对应最新PE分别为27x/21x/18x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

（1）公司核心会展IP影响力衰退；（2）新会展业务发展不及预期；（3）外延发展不及预期。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	9.69
股票代码：	600826
52周最高价/最低价：	10.65/6.6
总市值(亿)	51.62
自由流通市值(亿)	40.45
自由流通股数(百万)	417.48



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

### 相关研究

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	925	773	1,677	1,991	2,271
YoY (%)	-69.0%	-16.4%	116.9%	18.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	120	115	188	248	294
YoY (%)	-13.3%	-4.6%	64.3%	31.7%	18.6%
毛利率 (%)	29.6%	37.7%	30.0%	31.1%	31.2%
每股收益 (元)	0.22	0.21	0.35	0.46	0.55
ROE	3.2%	3.3%	5.1%	6.3%	6.9%
市盈率	44.05	46.14	27.45	20.85	17.58

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 国内会展龙头，资源禀赋突出.....	5
1.1. 公司简介：20 年完成重组，聚焦会展新主业.....	5
1.2. 公司股权结构：上海市国资委为实控人.....	5
1.3. 会展业务：依托大股东核心资源，办展+场馆运营全链路.....	6
1.4. 财务分析：会展业务盈利能力较强，资金实力强大.....	7
2. 我国会展行业蓬勃发展，疫后迎来整合大趋势.....	10
2.1. 我国会展面积全球领先，为我国会展市场蓬勃发展奠定基础.....	10
2.2. 会展经济拉动效应明显，政策鼓励持续加码.....	11
2.3. 上海为会展稀缺高地，未来有望持续保持繁荣增长.....	14
2.4. 竞争格局相对分散，疫情冲击下有望带来行业集中度提升.....	15
3. 未来看点：IP+资本+国企改革，驱动会展业务成长加速.....	18
3.1. 公司旗下掌握核心会展 IP，影响力突出.....	18
3.2. 进军医疗会展、人工智能大会，打开新成长领域.....	19
3.3. 资本实力雄厚，外延并购战略有望持续推进.....	20
3.4. 公司治理有望持续优化，激发国企新活力.....	21
4. 盈利预测及投资建议.....	22
4.1. 关键假设.....	22
4.2. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1 公司资产重组示意图.....	5
图 2 会展集团业绩对赌及完成情况.....	5
图 3 公司股权结构（截止 2023 年 1 季报）.....	6
图 4 2019 年中国国际工业博览会主题及展览面积.....	7
图 5 2019 年上海国际广告印刷展.....	7
图 6 上海世博展览馆.....	7
图 7 会展集团营收情况.....	8
图 8 会展集团扣非归母净利润情况.....	8
图 9 三家会展企业扣非归母净利率对比.....	8
图 10 兰生大厦投资管理有限公司每年收入及利润相对可观.....	9
图 11 公司毛利率及净利率改善显著.....	9
图 12 公司经营净现金流改善显著.....	9
图 13 2022 年全球展会国家根据室内展览总面积排名情况.....	10
图 14 中国参展城市和展览数量概览.....	11
图 15 中国展览面积和平均展览面积概览.....	11
图 16 会展四大经济作用.....	12
图 17 会展外溢带动效应明显.....	12
图 18 上海会展数量十年复合增速达 6.6%.....	14
图 19 上海会展数量十年复合增速达 10.28%.....	14
图 20 2018 年上海主要展馆面积及办展情况.....	15
图 21 2020 年我国国内组展商（境内展）20 强.....	16
图 22 2019 年头部会展企业汇总.....	16
图 23 近年来我国境内办展主体数量.....	17
图 24 米奥兰特和兰生股份并购案例.....	17
图 25 2019 年公司举办的主要会展/赛事.....	18
图 26 工博会（上海）15-19 年展会规模.....	19
图 27 2019 年工博会（上海）参展商地域分布.....	19

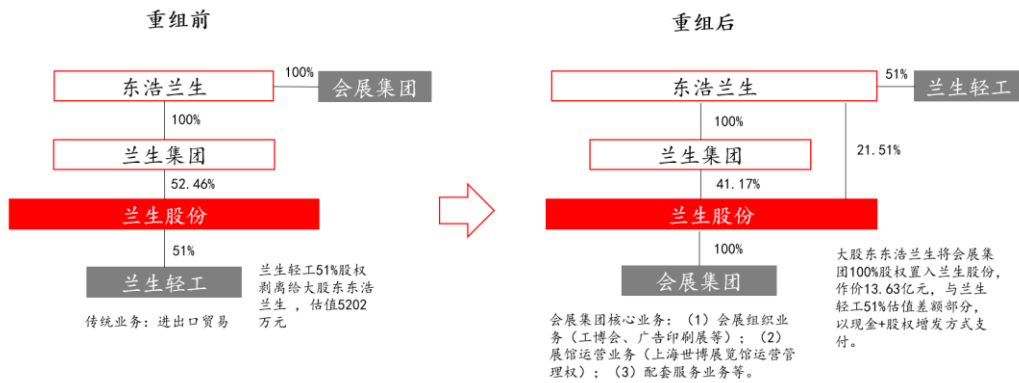
图 28	华南工博会.....	19
图 29	成都工博会.....	19
图 30	2022 年东方国际介入医疗博览会.....	20
图 31	介入医疗展展品范围.....	20
图 32	人工智能大会展览面积持续增长.....	20
图 33	人工智能大会展商数量持续增长.....	20
表 1	部分国家层面会展行业政策.....	13
表 2	公司各业务收入及毛利率拆分.....	23
表 3	可比公司估值.....	24

## 1. 国内会展龙头，资源禀赋突出

### 1.1. 公司简介：20 年完成重组，聚焦会展新主业

公司最早于 1993 年在上交所挂牌上市，主要从事进出口贸易业务，商品包括机电机械、纺织原料及制品、钢铁制品等。近年来随着进出口贸易业务竞争加剧、中美贸易摩擦加剧等影响，公司传统贸易业务盈利持续承压。2020 年 10 月，公司完成资产重组，置出传统外贸业务主体（兰生轻工 51%），置入大股东东浩兰生集团持有的会展集团 100% 股权，全面聚焦会展新主业。

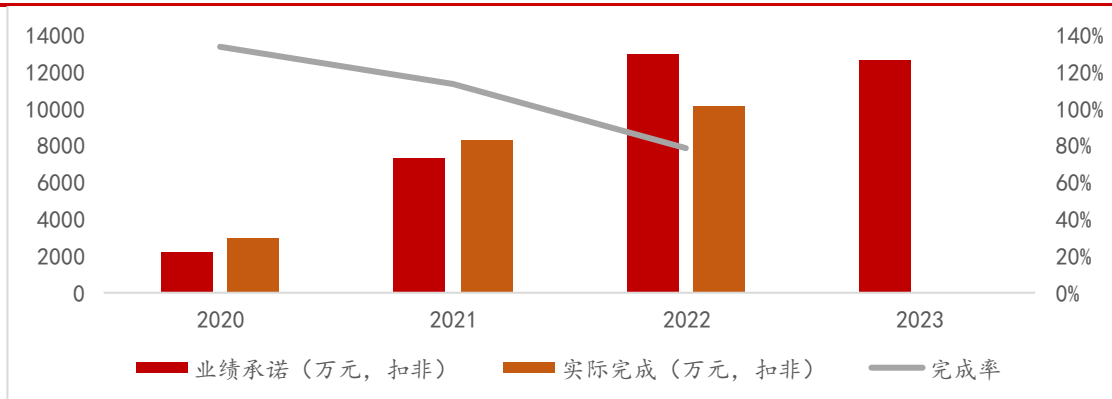
图 1 公司资产重组示意图



资料来源：wind，华西证券研究所

业绩承诺方面，大股东东浩兰生针对置入资产给出业绩承诺，会展集团 20-23 年完成净利润分别不低于 2216.95/7309.39/12901.60/12664.96 万元。会展集团 20-22 年实际完成利润（扣非）分别为 2954.31/8296.46/10106.67 万元，业绩完成率分别为 133.26%/113.50%/78%，20-21 年超额完成了业绩承诺，22 年因上海疫情严重冲击未完成业绩承诺，整体而言，公司业绩完成率较好。

图 2 会展集团业绩对赌及完成情况

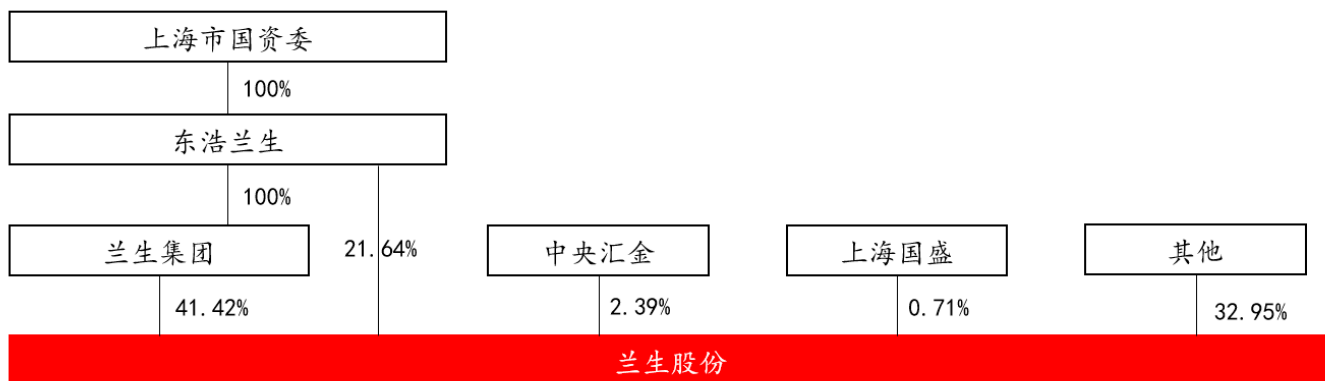


资料来源：wind，华西证券研究所

### 1.2. 公司股权结构：上海市国资委为实控人

公司直接控制人为兰生集团，控股比例为 41.42%。间接大股东为东浩兰生，会展集团完成并购重组后，直接+间接控股比例达 63.06%。公司实际控制人为上海市国资委。得益于上海市政府的支持和上海庞大的会展市场，会展集团拥有上海众多优质会展 IP 品牌，以及核心场馆（世博馆）运营权，近年来会展业务稳步发展，盈利能力较为突出。

图 3 公司股权结构（截止 2023 年 1 季报）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 1.3. 会展业务：依托大股东核心资源，办展+场馆运营全链路

公司会展业务主要依托大股东优势资源，运营上海地区核心会展、场馆、赛事会展服务项目，拥有会展业全产业链资源。背靠上海核心商业地位，公司旗下运营项目均拥有广泛的影响力，IP 品牌效应突出，成为了公司长远发展会展业务的基本盘。

**会展组织业务：**主要包括展览、会议、赛事等业务。根据公司重组公告，公司疫情前全年主办、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。承办的核心会议包括中国国际工业博览会、国际液化天然气大会等，主办的核心会议包括上海国际广告印刷包装纸业展览会、上海国际宠博会等。此外，公司还负责上海马拉松、上海赛艇公开赛等比赛活动。公司目前旗下有 4 个经 UFI（国际展览业协会）认证的国际展会，有 3 家子公司是 UFI 会员。其中 2019 年工博会、广告印刷展展会面积分别高达 28 万平米和 20 万平米，成为了目前公司具备全球影响力的会展 IP。



图 4 2019 年中国国际工业博览会主题及展览面积

第21届中国工博会专业展主题和展览面积

专业展	展览面积 (平方米)	展位数	展商数
数控机床与金属加工展	66,485	3,620	538
工业自动化展	65,560	3,474	714
节能环保技术与设备展	13,157	524	192
新一代信息技术与应用展	19,377	861	188
能源技术与设备展	13,320	521	210
新能源与智能网联汽车展	13,971	565	26
机器人展	53,060	3,137	300
新材料产业展	13,255	623	234
科技创新展	21,826	640	208
合计	280,011	13,965	2,610

注：1. 科技创新展含中科院、创新科技馆、高校、导航展等展区  
2. 展商数不含参展媒体数  
3. 展位数指折合标准展位（9平方米）后的数量

资料来源：wind，公司官网，华西证券研究所

图 5 2019 年上海国际广告印刷展



2019 上海国际广告印刷展 (APPEXPO)，即上海国际广告节 (SHIAF) 展览单元，已于 2019 年 3 月 6-8 日在上海虹桥·国家会展中心成功举办。上海国际广告节是获上海市委、市政府列为具有国际影响力，能放大城市品牌效应的重大节庆活动；今年的主题是“创意连接世界”。作为上海国际广告节的展览单元，本届上海国际广告印刷展集结印刷、创意、展前、材料、标识和展示等领域的创新产品和技术成果，是广告创意与技术革新完美融合的充分表达。

为期四天的展会硕果累累，盛况空前，展示面积、参展企业和专业观众数量均刷新纪录。展示面积突破 20 万平米，使用国家会展中心全部展馆；共集 30 多个国家和地区的逾 2000 家参展企业；云集 126 个国家和地区的 209665 人次专业观众，均较往届有所增长。共设有 6 个主题展会，分别是：第二十七届上海国际广告技术设备展览会（上海广告展）、2019 上海国际印刷数字喷墨印花展、2019 上海国际数字印刷产业博览会、2019 上海国际印刷展、2019 上海国际数字标识系统及应用展览会、2019 上海国际数字标识技术及设备展览会。



资料来源：wind，公司官网，华西证券研究所

**展馆运营业务：**公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，世博馆产权归属于公司大股东东浩兰生所有。公司负责对外出租展位及提供场馆配套服务，每年会展、活动项目近 150 场，展出面积超 200 万平米；接待随展会议项目约 800-1000 场次，常年租馆率排名前列。

图 6 上海世博展览馆



资料来源：公司公告，华西证券研究所

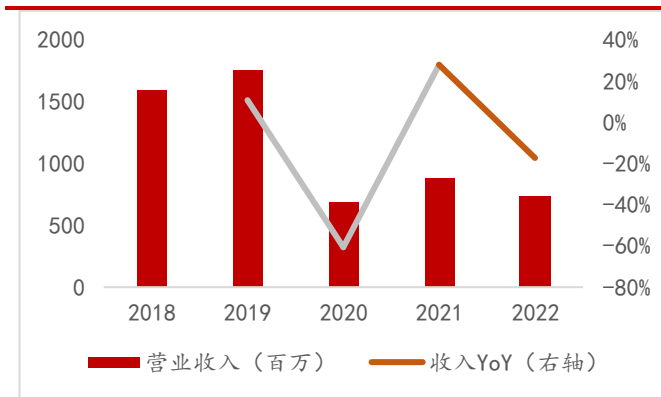
**配套服务业务：**会展集团向展会参展商提供广告设计、展览展示搭建及物流运输等展会配套服务。

### 1.4. 财务分析：会展业务盈利能力较强，资金实力强大

**会展业务盈利稳健，利润率仍有改善空间。**疫情前，公司会展业务（会展集团）稳健发展，18-19 年实现营收分别为 15.91/17.64 亿元，扣非归母净利润分别为 1.06/1.11 亿元，扣非归母净利率分别为 6.67%/6.29%，利润率水平显著高于此前进出口贸易，但较米奥会展、振威会展等民营企业仍存在较大差距，我们认为未来存在进一步优化空间。同时，疫情发生后，公司 20-21 年经营受冲击相对小于其他会展企业，主要系国内疫情管控良好下会展业务率先恢复，同时公司在疫情中积极降本增效，成本费用端得到了一定优化。

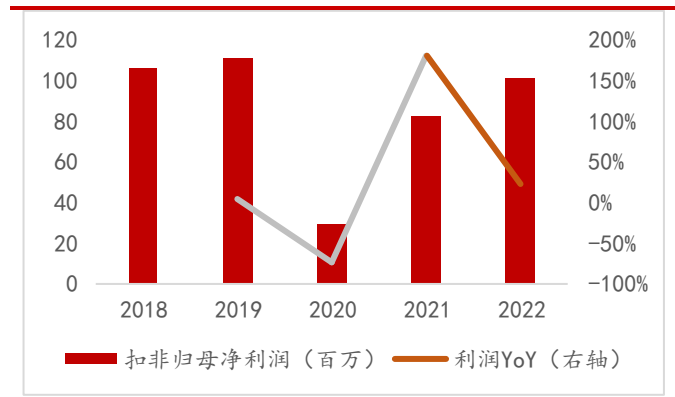
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 7 会展集团营收情况



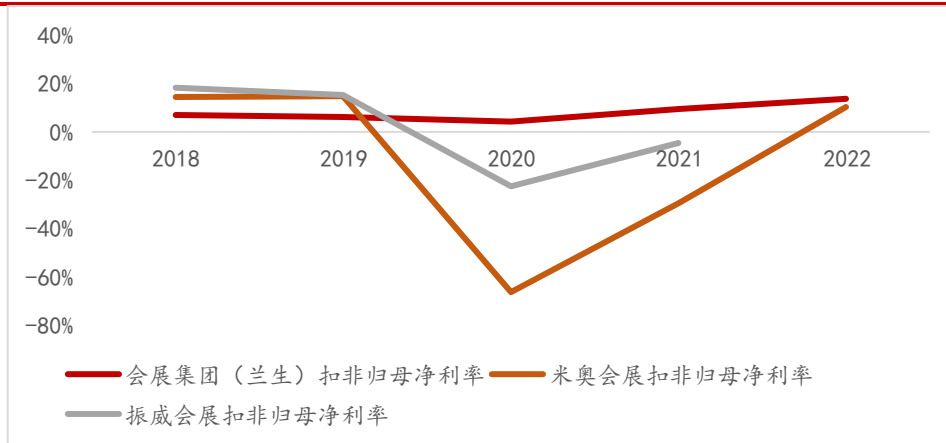
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 会展集团扣非归母净利润情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 9 三家会展企业扣非归母净利率对比



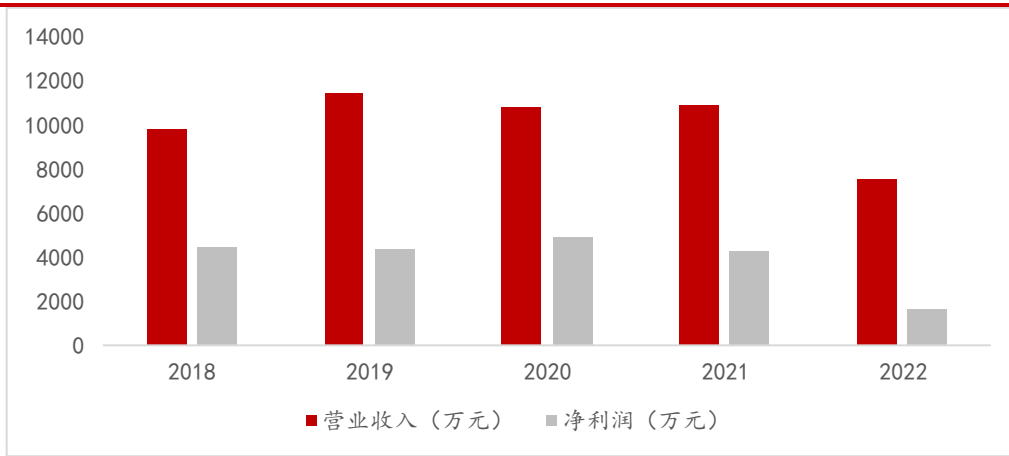
资料来源: wind, 公司财报, 华西证券研究所

**公司**在手现金+金融资产投资合计超 40 亿元，资金实力强大、流动性充裕。根据公司 23 年 1 季报披露，截止到 23 年 3 月 31 日，公司货币资金 14.04 亿元，交易性金融资产（主要系 EFT 基金产品，银行、券商理财产品）12.91 亿元，其他权益工具投资（主要系持有上市公司海通证券、交通银行等股权）15.45 亿元，在手现金+金融资产投资合计达 42.4 亿元，流动性十分充裕。公司通过积极主动的金融投资管理，盘活存量资产，实现保值增值。

**公司**持有优质物业兰生大厦 48%股权。公司持有上海兰生大厦投资管理有限公司 48%股权（合营企业），旗下拥有兰生大厦 100%产权。2019 年兰生大厦投资管理有限公司实现收入及净利润分别为 9799 万元和 4424 万元，按权益法核算，归属上市公司投资收益为 2100 万元左右。兰生大厦物业资产优质，即便是在疫情期间，租金收益依然相对稳定，为公司带来了相对稳定的投资收益。



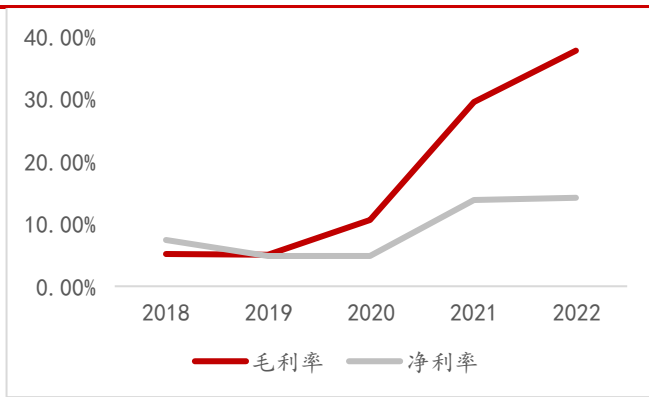
图 10 兰生大厦投资管理有限公司每年收入及利润相对可观



资料来源：公司财报，华西证券研究所

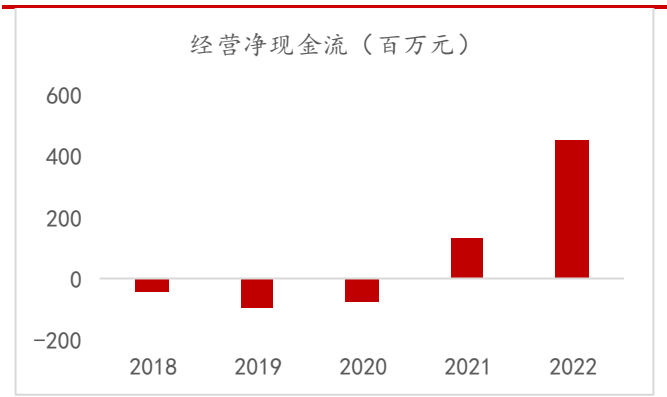
主业置换后，公司毛利率及净利润率水平显著改善。2021 年公司实现毛利率及净利率分别为 29.65% 和 13.91%，显著高于 19 年（当时仍然以外贸业务为主）水平。现金流方面，21 年公司经营净现金流为 1.34 亿元，较 19 年也实现大幅改善，会展业务为预售模式（提前收取部分合同款项），现金流相对优异。22 年公司会展业务受疫情冲击较大，但依然保持了相对稳健的经营业绩，经营利润和经营现金流进一步改善，实属不易，体现了集团公司对公司会展业务的大力支持、以及公司自身经营的强大韧性。

图 11 公司毛利率及净利率改善显著



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 公司经营净现金流改善显著



资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 我国会展行业蓬勃发展，疫后迎来整合大趋势

### 2.1. 我国会展面积全球领先，为我国会展市场蓬勃发展奠定基础

中国会展行业快速发展，需求旺盛，展览面积和展馆数量赶超欧美国家。根据 2022 年 UFI 数据，中国室内展览总面积领先其他国家，展馆平均面积（4.8 万平方米）也名列前茅。德国和意大利的展馆数量（分别为 55 和 45 个）虽然小于美国（305 个）和中国（213 个），但展馆平均面积居前（分别为 5.78 和 5.25 万平方米）。我们认为中国展馆的建设为未来展业的本土发展提供了坚实的基础。

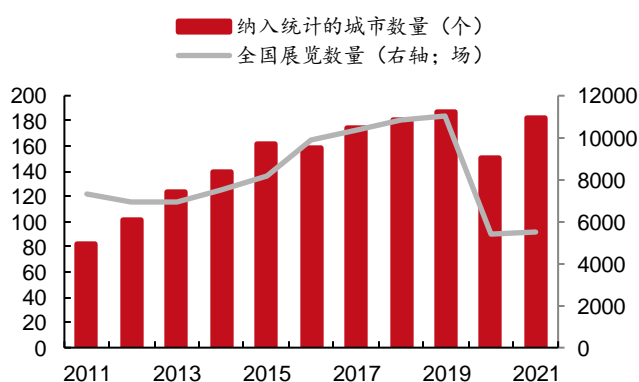
图 13 2022 年全球展会国家根据室内展览总面积排名情况

按面积排名	国家	室内展览总面积 (万平方米)	展馆数量	展览面积占比%	展馆平均面积 (万平方米)
1	中国	1021.67	213	25.20%	4.8
2	美国	693.62	305	17.10%	2.27
3	德国	318.12	55	7.80%	5.78
4	意大利	236.17	45	5.80%	5.25
5	法国	197.88	81	4.90%	2.44
6	西班牙	163.88	53	4.00%	3.09
7	巴西	119.44	56	2.90%	2.13
8	俄国	114.93	32	2.80%	3.59
9	加拿大	76.09	32	1.90%	2.38
10	荷兰	72.01	41	1.80%	1.76
11	土耳其	66.71	22	1.60%	3.03
12	英国	64.92	32	1.60%	2.03
13	墨西哥	62.04	43	1.50%	1.44
14	比利时	46.06	19	1.10%	2.42
15	瑞士	45.7	13	1.10%	3.52
16	日本	44.67	13	1.10%	3.44
17	印度	44.03	14	1.10%	3.15
18	波兰	41.5	16	1.00%	2.59
19	澳大利亚	34.58	11	0.90%	3.14
20	南韩	30.68	13	0.80%	2.36
21	阿拉伯	30.46	6	0.80%	5.08

资料来源：UFI，华西证券研究所

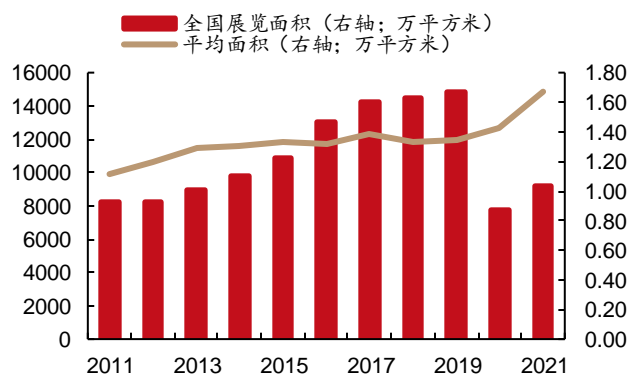
我国本土展览城市（指纳入统计的城市数量）范围扩大，且展馆大型化趋势显著。根据中国展览数据，2011~2019 年期间，纳入统计的展览城市由 83 个最高增至 187 个，展览场次由 7330 场增至 11033 场，展览面积由 8173 万平方米增至 14874 万平方米，平均展览面积由 1.12 万平方米提升至 1.35 万平方米。2020 年受疫情影响，参展城市和展览数量均有所下滑。2021 年，参展城市迅速恢复，近乎与疫情前水平持平（183 个），展览数量恢复相对缓慢，与 2020 年差异不显著（2021 年和 2020 年的展览数量分别为 5495 和 5408 场），但平均展览面积显著提升至 1.67 万平方米，同比增长 16.78%，相较 2019 年增长 23.70%，总展览面积同比也有 18.92% 的增幅，预示着中国境内线下展览正在有条不紊的恢复中。

图 14 中国参展城市和展览数量概览



资料来源：中国展览数据统计报告，华西证券研究所

图 15 中国展览面积和平均展览面积概览



资料来源：中国展览数据统计报告，华西证券研究所

## 2.2. 会展经济拉动效应明显，政策鼓励持续加码

会展经济的功能具备综合性和全方位两大特点，是推动国民经济发展的重要增长点。

企业层面，作为开放型平台，会展是联结产业链、供应链的重要环节，承担着销售、营销和网络平台的功能，在构建国内国际双循环新发展格局中，会展发挥着不可或缺的作用。贸易性展览大幅降低企业的采购和营销成本，协助企业精准开拓 B2B 客户。近两年，全球经济遭受新冠疫情冲击，供需两头对会展平台的需求进一步迫切，借以来联通内外、互通上下游产业链，会展业的抗周期性和逆周期性双特征凸显。如 2021 年延期举办的中国国际工业博览会预计规模为 25 万平方米，实际规模超过 28 万平方米，参展需求旺盛，彰显会展平台对促进贸易具有不可替代的作用。

产业层面，会展活动的开展能使会展举办地各产业的供给结构和需求结构发生变化，从而优化当地的产业结构。通过短时间聚集大量的人才、商品、新理念和新技术，有利于新技术的传播和引进，为产业资源的输入与输出提供良好的外部条件。因此，展览会也会被视为临时产业集群，短时间内实现同一产业链内企业和产品的高度集聚，引发产业链横向（相似知识库）、纵向（产业上下游）的知识交换，促进知识的扩散与创新。

城市层面，展会对地方经济的拉动效应高达 1:9。根据广州日报、国际商报等报道，国际会展行业存在 1:9 杠杆效应，即展馆收入如果是 1，那么住宿、餐饮、运输、通讯、旅游、贸易等相关收入将达到 9，而我国知名会展广交会带动效应更为明显，据测算达到 1:13.6（广州日报报道）。根据新华网报道，疫情前广交会每年为广州带来 300 多亿元的经济收益，占广州市全年 GDP 将近 4%，每年为广州带来的税收超过 4 亿元，每年直接和间接带动的就业人数合计近 200 万。此外，根据新华社报道，广西青秀区 2021 年会展业总收入 16.81 亿元，其中，展览场馆的场地租金和配套服务以及会展企业的招商招展收入等为 1.76 亿元，以本地及外地人员参会参展期间产生的本地住宿、餐饮、交通、旅游、娱乐、购物等消费收入为主体的会展业拉动收入为 15.05 亿元，会展业拉动经济效应比例为 1:8.56，会展业带动本地经济发展效应明显。

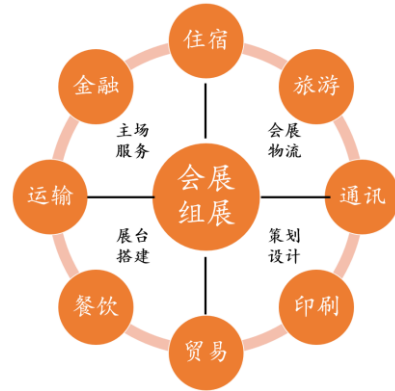
会展直接促成贸易成交额方面效果显著。从具体交易额来看，2022 第五届中国国际进口博览会意向成交额高达 735.2 亿美元；首届中国（福州）国际数字产品博览会展出面积达 2 万平方米，吸引了 456 家企业参展，成交金额近 300 亿元人民币；第 126 届中国进出口商品交易会-二期（2019 年），成交额达 4.5 亿美元以上；2017 年成都家具展，现场贸易成交额达 168 亿元人民币，足以见会展对贸易的经济意义。

图 16 会展四大经济作用



资料来源：《会展概论》，华西证券研究所

图 17 会展外溢带动效应明显



资料来源：《会展与旅游业之间的关系》，华西证券研究所

**政府持续出台政策，鼓励会展行业发展。**近年来，政府政策积极引导会展行业健康稳健发展，2015 年国务院发布《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》，提出：促进展览业改革发展，关键要坚持专业化、国际化、品牌化、信息化方向，培育壮大市场主体，加快展览业转型升级，努力推动我国从展览业大国向展览业强国发展，更好地服务于国民经济和社会发展全局。2020 年 4 月，商务部发布《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》，在疫情背景下，要求会展行业积极推进业态创新，充分运用 5G、VR/AR、大数据等现代信息技术手段，实现会展行业线上、线下融合，强化展会国际营销和对外宣传推广，提升重点品牌展会国际影响力和知名度。

**上海市政府鼓励会展业疫后全面复苏。**2023 年 1 月 28 日，上海市发布《上海市提信心扩需求稳增长促发展行动方案》，明确提出支持会展行业恢复重振，**支持各类会展加快复展，举办中国国际工业博览会、中国品牌博览会、中国国际汽车工业展览会等重大展会。**

表 1 部分国家层面会展行业政策

时间	政策	内容
2022.1	《“十四五”数字经济发展规划》	加快推动文化教育、医疗健康、会展旅游等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务。
2021.7	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	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。
2021.7	《“十四五”商务发展规划》	提出要提升贸易平台，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、市场化品牌展会。发展线上线下融合的展会模式，加强展览业行业体系标准化建设。
2020.4	《商务部办公厅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》	1) 积极打造线上展会新平台。推进展会业态创新，积极引导、动员和支持企业举办线上展会，充分运用 5G、VR/AR、大数据等现代信息技术手段，举办“云展览”，开展“云展示”、“云对接”、“云洽谈”、“云签约”，提升展示、宣传、洽谈等效果。积极打造线上展会新平台。推进展会业态创新，积极引导、动员和支持企业举办线上展会，充分运用 5G、VR/AR、大数据等现代信息技术手段，举办“云展览”，开展“云展示”、“云对接”、“云洽谈”、“云签约”，提升展示、宣传、洽谈等效果。2) 创新展会国际营销模式。整合政府、办展机构、行业组织、我驻外经商机构以及跨境电商平台等多方资源，推动展会信息互通，统筹线上线下渠道，强化展会国际营销和对外宣传推广，提升重点品牌展会国际影响力和知名度。推动优势展会资源整合，建立合作共享展会协同发展机制，形成开拓国际市场合力。
2020.4	《商务部办公厅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》	1) 积极打造线上展会新平台。推进展会业态创新，积极引导、动员和支持企业举办线上展会，充分运用 5G、VR/AR、大数据等现代信息技术手段，举办“1) 积极打造线上展会新平台。推进展会业态创新，积极引导、动员和支持企业举办线上展会，充分运用 5G、VR/AR、大数据等现代信息技术手段，举办“云展览”，开展“云展示”、“云对接”、“云洽谈”、“云签约”，提升展示、宣传、洽谈等效果。2) 创新展会国际营销模式。整合政府、办展机构、行业组织、我驻外经商机构以及跨境电商平台等多方资源，推动展会信息互通，统筹线上线下渠道，强化展会国际营销和对外宣传推广，提升重点品牌展会国际影响力和知名度。推动优势展会资源整合，建立合作共享展会协同发展机制，形成开拓国际市场合力。
2020.4	《商务部办公厅关于进一步优化涉外经济技术展行政服务事项的通知》	即日起，商务部实施的两种涉外经济技术展（首次举办冠名“中国”等字样和外国机构参与主办）行政许可事项全面推行“不见面”无纸化审批，不再受理线下纸质材料，展会申办事项通过商务部统一平台“展览业管理信息应用”实行全程在线办理，各地商务主管部门对所在地举办的展会项目审核意见通过在线方式办理，不再出具书面审核意见。
2017.9	《会展职业经理人资质条件》	本标准规定了会展职业经理人定义、划分依据、认定方法、管理原则及资质条件。本标准适用于会展业的初、中、高级管理人员。
2015.3	《关于进一步促进展览业改革发展的若干意见》	促进展览业改革发展，关键要坚持专业化、国际化、品牌化、信息化方向，培育壮大市场主体，加快展览业转型升级，努力推动我国从展览业大国向展览业强国发展，更好地服务于国民经济和社会发展全局。到 2020 年，基本建成结构优化、功能完善、基础扎实、布局合理、发展均衡的展览业体系。
2011.12	《关于“十二五”期间促进会展业发展的指导意见》	会展业是现代服务业的重要组成部分，影响面广、关联度高、发展潜力大，在推动产业结构调整、加快转变经济发展方式中的重要作用日益凸显。必须从科学发展观的战略高度，认识发展会展业的重要性，将其作为一项长期任务抓紧抓好。
2009.9	《文化产业振兴规划》	以文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等产业为重点，加大扶持力度，完善产业政策体系，实现跨越式发展。
2007.3	《国务院关于加快发展服务业的若干意见》	规范发展法律咨询、会计审计、工程咨询、认证认可、信用评估、广告会展等商务服务业。

资料来源：政府官网，华西证券研究所



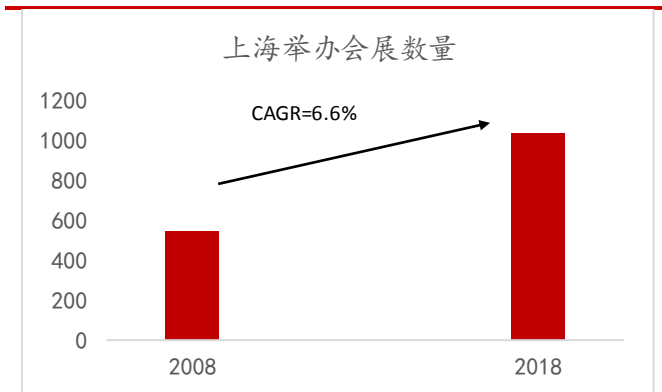
### 2.3. 上海为会展稀缺高地，未来有望持续保持繁荣增长

疫情前上海会展面积 10 年复合增速达 10.28%，跻身全球会展城市前列。根据《2018 年上海会展业白皮书》，2018 年上海共举办各类展览 1032 个，展览总面积达 1880 万平方米，与 2008 年相比，分别大幅增长 90%和 166%，复合增速分别为 6.6%和 10.28%。2018 年全球 100 强商业展览中，有 2 个落户上海，上海首次成为全球举办大型商业展览最多的城市，跻身全球城市会展前列。2018 年上海商务委发布《上海市建设国际会展之都专项行动计划（2018-2020 年）》，提出到 2020 年上海市全年展览面积达到 2,000 万平方米，尽管受疫情冲击，近年来会展行业发展有所受挫，但随着疫情影响的逐步消失，我们预计未来上海会展面积将持续保持较高增长。

会展行业成为上海服务业发展的重要引擎之一。2021 年上海第三产业服务业增加值规模达 3.17 万亿元，占 GDP 的比重达 73.3%，《上海市服务业发展“十四五”规划》中提出，到 2025 年上海服务业占 GDP 的比重重要提升至 75%。根据《2018 年上海会展业白皮书》，2018 年上海全市 9 大展馆吸引展商及观众超 2000 万人次，会展行业直接收入超 180 亿元，拉动相关行业收入达到 1600 亿元以上（会展带动效应为 1:8.9），会展行业已经成为上海服务业发展的重要引擎之一。至 2018 年底，上海市共有 23 个经 UFI 认证的展览项目，其中会展集团旗下 4 项展览获得 UFI 认证。

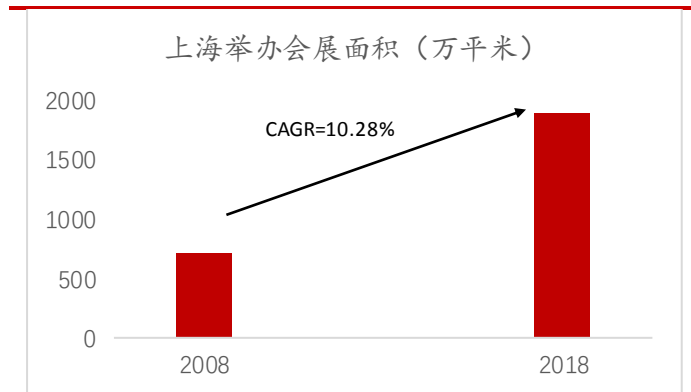
世博展览馆位列上海第三大展馆。目前上海排名靠前的展馆主要包括国家会展中心、新国际博展中心、世博展览馆等，其中世博展览馆为兰生股份运营。2018 年前三大展览馆举办的会展总面积达 1430 万平米，占整体的比重高达 76%。

图 18 上海会展数量十年复合增速达 6.6%



资料来源：《2018 年上海会展业白皮书》，华西证券研究所

图 19 上海会展数量十年复合增速达 10.28%



资料来源：《2018 年上海会展业白皮书》，华西证券研究所



图 20 2018 年上海主要展馆面积及办展情况

场馆名称	2018年室内面积（万平方米）	2018年举办会展场次（个）	2018年举办会展面积（万平方米）
新国际博览中心	19.97	132	667.94
国家会展中心	37.64	45	556.53
世博展览馆	7.1	101	205.69
光大会展中心	2.39	79	61.06
上海展览中心	2.17	58	53.84
世贸商城	0.73	32	17.73
汽车会展中心	3	14	15.2
跨国采购会展中心	1.6	23	19.72

资料来源：《2018 年上海会展业白皮书》，华西证券研究所

## 2.4. 竞争格局相对分散，疫情冲击下有望带来行业集中度提升

**我国会展市场政府机构主导。**根据中外会展 2019 年国内组展商 50 强的名单中，中国对外贸易中心（商务部直属事业单位）位列榜首，主要负责承办中国进出口商品交易会（又称广交会）等展会；中国国际展览中心集团公司（中国国际贸易促进委员会直属企业）位列中国组展商前 5，在国内组展方面，参与主承办的北京国际汽车展、北京国际印刷技术展、建材系列展等展会。

**外资机构通过并购获取国内发展机会。**在全球第四次并购浪潮推动下，我国展会并购活动也随之频繁进行。面对中国市场日渐蓬勃的大蛋糕，外资主要以并购和战略合作两种方式抢占进驻中国市场的先机和高地。2013~2014 年是中国境内展会并购具有里程碑意义的时期。根据 MMS 统计，2014 年全球会展并购案共 56 起，亚洲共有 18 起并购案，中国以 8 起居亚洲之首。例如英国 ITE 公司收购了中国涂料展 50% 股权，英国塔苏斯集团收购 50% 的 SIUF 展会股权，UBM 收购上海天盛展览有限公司大部分股权。

**民营机构资本实力整体平均较弱，过去在内展中发展相对缓慢。**我们依据官方提供的测算公式得到大致的组展商主办展会数量，可以发现单个组展机构主要承办的展会数量最高区间在 40~50 场，其中中国组展商 2019 年最高主板展会数量为 45 家左右。相较国内的展会整体数量，头部机构集中度偏低。

图 21 2020 年我国国内组展商（境内展）20 强

序号	主办方	主办展会数量得分 占比 30%	主办展会总面积得分 占比 70%	总分
1	中国机械国际合作股份总公司	8.10	13.24	21.34
2	广东鸿威国际会展集团有限公司	10.50	10.58	21.08
3	国药励展展览有限责任公司	5.70	11.54	17.24
4	中国国际展览中心集团公司	6.30	10.74	17.04
5	振威展览集团	8.40	7.31	15.71
7	中国对外贸易中心（集团）	4.50	9.58	14.08
6	上海博华国际展览有限公司	5.70	8.11	13.81
8	青岛海名国际会展有限公司	7.80	4.94	12.74
9	中国机械工业集团有限公司	3.90	7.87	11.77
10	深圳市华巨臣实业有限公司	6.90	4.38	11.28
11	上海东浩兰生会展（集团）有限公司	4.50	6.24	10.74
12	慕尼黑展览（上海）有限公司	6.00	4.24	10.24
13	尚格会展股份有限公司	5.10	4.27	9.37
14	北京博万国际会展有限责任公司	4.80	4.20	9.00
15	亚洲博闻有限公司	3.00	5.45	8.45
16	广州光亚法兰克福展览有限公司	2.70	5.24	7.94
17	亚洲经贸发展促进中心	5.10	2.35	7.45
18	励展博览集团	4.50	2.92	7.42
19	上海万耀企龙展览有限公司	2.40	3.70	6.10
20	广东加佳美展览股份有限公司	1.20	4.76	5.96

资料来源：中外会展，华西证券研究所，注：主办展会数量得分=主办展会数量\*0.3；主办展会面积得分=展会总面积/100000\*0.7

图 22 2019 年头部会展企业汇总

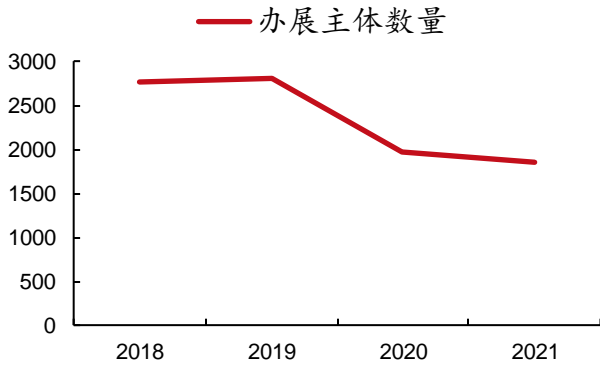
头部代表展商	代表展会	收入规模水平（2019年）	属性
中国对外贸易中心集团	广交会、家博会、建博会、汽车站等	约为4.5亿美元（参考AMR数据）	商务部直属事业单位
中国国际展览中心集团	主要聚焦在建筑材料、消费品领域等	约为2.6亿美元（参考AMR数据）	中国国际贸易促进委员会直属企业
上海市国际展览中心有限公司	上海国际汽车工业展、磨具技术和设备展等		中国国际贸易促进委员会上海市分会的直属企业
会展集团（兰生股份）	工博展、广告印刷展、上海马拉松等	17.64亿元人民币	上海市国资委下属企业
国药励展展览有限责任公司	拥有30多个展会品牌，覆盖健康、美丽、幸福、教育等领域		外资合营企业
米奥会展	境外自办展Home life和MachineX	4.26亿元人民币	民营企业

资料来源：兰生股份重组公告，AMR，各公司官网，公司财报，华西证券研究所

疫情加速行业洗牌，整体企业数量依然高位，未来整合空间充分。根据中国展览数据统计报告的结果显示，2018~2021 境内办展主体数量分别为 2756/2804/1971/1851，疫情冲击之下让原近 3000 家办展主体缩水至不到 2000 家，出清比例接近 50%。但整体来看，办展主体数量依然处于高位，行业整合空间充分，我们预计疫后市场并购整合速度将逐步恢复，市场集中度有望提升。

以兰生股份、米奥为例，借助上市平台优势，疫情以来加速外延扩张速度。兰生股份 2021 年 10 月收购东莞惠智协展览有限公司；米奥 2021 年 8 月收购 CEET 创教展 51% 股权，2022 年 3 月收购中纺广告展览有限公司 60% 股权。

图 23 近年来我国境内办展主体数量



资料来源：中国展览数据统计报告，华西证券研究所

图 24 米奥兰特和兰生股份并购案例

公司	收购案例
米奥兰特	2022.3 收购中纺广告展览有限公司的 60% 的股权
米奥兰特	2021.8 收购 CEET 创教展 51% 股权
米奥兰特	2019.12 收购杭州米奥兰特企业管理有限公司
兰生股份	2021.10 收购东莞惠智协展览有限公司
兰生股份	2020.11 收购上海东浩会展（集团）有限公司的 100% 的股权
兰生股份	2020.3 东浩兰生上海外服收购新加坡 TG 公司 35% 股权
兰生股份	2016.7 收购兰生文体 100% 股权

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 未来看点：IP+资本+国企改革，驱动会展业务成长加速

#### 3.1. 公司旗下掌握核心会展 IP，影响力突出

2019 年公司举办的核心会展/赛事主要有 8 项，举办地主要集中于上海地区。其中具备国际影响力（取得 UFI 认证）的会展包括工博会、广告印刷展、绿色建筑建材博览会等。

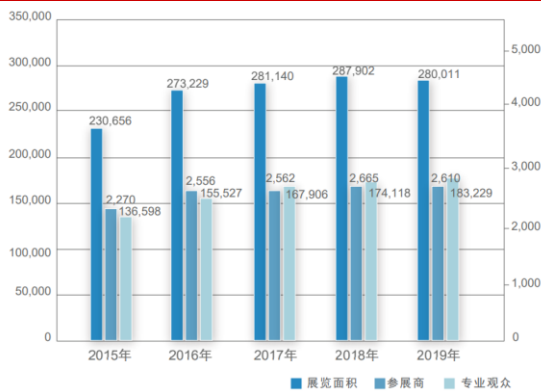
- (1) **工博会**：工博会自 1999 年创办以来，已经发展成为中国装备制造业最具影响力的国际工业品牌展，2019 年展会面积达 28 万平方米，参展商 2610 家，吸引专业观众 18.3 万人次。
- (2) **广印展**：广印展创办于 1993 年，属于公司自主办展 IP，曾被评为“建国 70 周年 70 个品牌展览会金手指奖”，国际绿色建筑建材（上海）博览会荣获“十大自主品牌展览会”等大奖。

图 25 2019 公司举办的主要会展/赛事

展会名称	展会时间	展会类型	展会地点	展会面积（平米）	参展范围
中国国际工业博览会	2019.9.17-9.21	承办	国家会展中心（上海）	216,150 平方米	机床、自动化、汽车等
上海国际广告印刷包装纸业展览会	2019.3.5-3.8	主办	国家会展中心（上海）	167,995 平方米	数码喷印技术设备、雕刻设备、广告介质及材料等
国际液化天然气大会	2019.4.1-4.5	承办	上海世博展览馆	70,000 平方米	天然气相关设备等
国际绿色建筑建材（上海）博览会	2019.7.17-7.19	主办	上海新国际博览中心	60,000 平方米	建筑节能,装配式建筑,外墙材料,内墙材料,建筑辅材,室内装饰
上海国际宠博会	2019.4.30-5.3	主办	上海世博展览馆	25,000 平方米	宠物用品
世界人工智能大会	2019.8.29-8.31	承办	上海世博展览馆	17,000 平方米	人工智能、大数据、云计算、脑科学
上海城市与建筑博览会	2019.11.21-11.23	承办	国家会展中心（上海）	30,000 平方米	智慧城市、市政设施、公共服务、环境治理、园林绿化等
上海国际马拉松	2019.11.29	承办		38000 人参加	国际田径联合会白金标赛事；中国田径协会金牌赛事

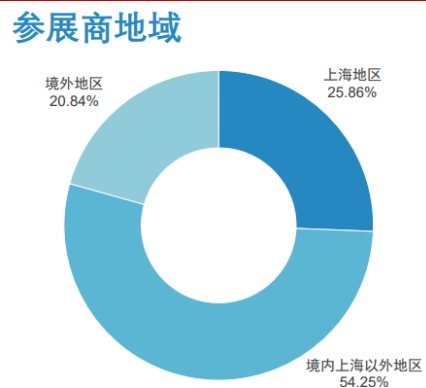
资料来源：兰生股份重组公告，华西证券研究所

图 26 工博会（上海）15-19 年展会规模



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 27 2019 年工博会（上海）参展商地域分布



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**核心 IP 开启异地复制能力强，走出上海成战略方向。**公司凭借其核心 IP 广泛影响力，2019 年公司与德国汉诺威展览公司宣布将联合举办华南国际工业博览会和成都国际工业博览会，2021 年华南工博会面积达 8 万平方米、成都工博会面积达 5 万平方米。公司开启工博会异地扩张之路，由于疫情、新项目爬坡等因素影响，目前华南、成都工博会体量较上海主展仍存在较大差距，我们预期未来规模有望迎来持续性扩张。

图 28 华南工博会



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 29 成都工博会



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2. 进军医疗会展、人工智能大会，打开新成长领域

2021 年公司举办首届“2021 年东方国际介入医疗博览会”，是公司涉及医疗领域的首个自办展，旨在以临床应用为导向，覆盖心脏介入、外周血管介入、神经介入、肿瘤介入和综合介入五大介入学科，展现当代介入医学领域高端材料与器械，促进国内外高水平学术与经贸交流合作。

公司介入医疗展通过与权威专家的合作，在专业性和权威性上面占据高地，也为后续专业合作办展进行了很好的尝试。2022 年第二届介入医疗会展面积达 10000 平方米，超过 80 家企业参展，以企业、研究所、企业联盟发起的高端讲座超 80 场。介入医疗展发展渐入正轨，我们预期未来有望为公司专业展领域打开新的成长空间。



图 30 2022 年东方国际介入医疗博览会



资料来源：腾讯网，公司官网，华西证券研究所

图 31 介入医疗展展品范围



资料来源：公司官网，华西证券研究所

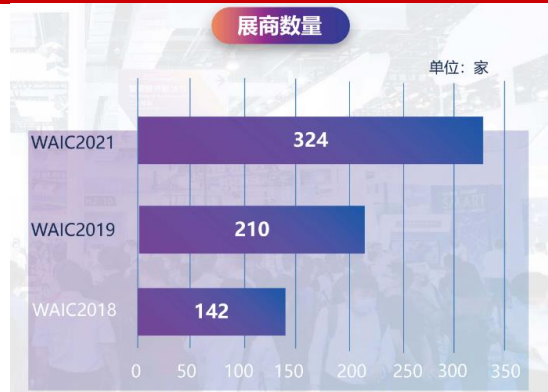
公司自 2018 年开始承办世界人工智能大会（主办单位包括国家发改委、工信部等），会议一般在每年的 7 月份举办，目前已经成功举办四届，世界人工智能大会属于中央政府、科技部门牵头的会展会议，定位极高，在 AI 加速发展变革的背景下，会议影响力及吸引力不断增强，已经逐步发展成为全球人工智能领域最具影响力的行业盛会之一。2020 年疫情中，公司开发“AI 云展览”，以上海为蓝本打造了“3D 虚拟 AI 家园”场景，访问量超 200 万人次，该案例获得 UFI “2021 国际展览业协会数字创新奖”，成为首个获得国际展览业协会年度奖项的中国企业。2021 年大会主题为“智联世界，众志成城”，展览展示面积达 4 万平方米，参展企业 324 家，线下参会观众 14 万人次。近年来，无论是展览面积还是参展企业都呈现快速增长趋势。

图 32 人工智能大会展览面积持续增长



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 33 人工智能大会展商数量持续增长



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.3. 资本实力雄厚，外延并购战略有望持续推进

上文中我们分析，公司截止到 23 年 1 季度，在手现金+金融资产合计超 40 亿元人民币，资金实力较强，这为公司通过资本运作开拓会展新领域、新地域提供了基础。

大股东东浩兰生发起国内首支会展基金，公司参与认缴。事实上，公司通过资本助力会展主业加速发展的战略意图正变得愈发清晰。2019 年有东浩兰生、上海瑞力投资基金作为基石发起人，联合上海市黄浦区政府投资基金、华麟资本，共同设立



国内首支聚焦会展产业领域的投资基金——上海会展产业股权投资基金，该基金总规模 30 亿元，首期规模 10 亿元，投资领域将涵盖会议展览、活动赛事、商贸旅游、文化创意、体育健康、科技应用等会展产业集群和相关现代服务业。2022 年 2 月，公司发布公告，公司与东浩兰生瑞力等合作共同设立“上海新会展产业私募投资基金合伙企业”，该基金总规模 10 亿元，首期目标 6.01 亿元，公司拟认缴出资 3 亿元，占比 49.92%。未来投资领域涵盖会展行业、会商旅文体联动发展项目和其他现代服务业项目，高新技术和新兴产业项目、国企混改项目等。

**疫情中 CMM 东莞电子展并购落地，开启外延步伐。**根据公司 21 年 3 季报披露，公司完成对东莞惠智协展览有限公司部分股权的收购并成为其第一大股东，持股比例 67%。CMM 中国电子制造自动化&资源展（“CMM 展”）作为华南地区电子制造行业领域发展好，成长快的专业展会，每年 5 月在东莞举办。收购“CMM 展”项目后，公司可以更好开拓发展华南地区电子制造展会相关领域，与已有的中国工博会、华南东莞展以及华南工博会形成互补互助效应，助推会展业务的地域协同发展。

### 3.4. 公司治理有望持续优化，激发国企新活力

公司实际控制人为上海市国资委，根据《上海国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》，近年来上海国资国企改革推进速度呈现加速趋势，尤其是针对市场化程度更高的服务业行业，在公司治理、股权激励等方面持续改革。我们预期公司也将持续受益，激发公司持续增长活力。

**2021 年发布股权激励计划，但因疫情影响放弃，我们预期后续或将仍有望择机推出。**2021 年公司推出首期股权激励草案，拟计划授予核心骨干 57 人不超过 535.92 万股（占计划公布时股本总额的 1%），行权条件之一为 21-23 年的扣非归母净利润分别不低于 1.27/1.67/1.79 亿元，后因疫情影响扰动较大，21-22 年相关行权条件难以达成，公司终止股权激励计划，但提出将继续优化薪酬体系，完善绩效考核制度等方式调动骨干积极性，并结合实际情况，继续研究切实有效的长效激励方案。我们预期未来不排除在外部环境尤其是疫情影响逐步企稳的背景下，公司或有望重新择机实行激励方案。

**未来或有望积极优化组织架构，提升管理效能。**根据公司 22 年 12 月发布的公开投资者关系活动纪要公告，公司现有员工 480-500 人左右，公司后续会关注组织架构方面的优化，加强公司内部协同，此外也会通过兼并购扩充吸收优质团队。公司重组上市初期，旗下子公司相对较多，我们认为公司未来有望持续优化梳理业务线，按专业细分各展会业务线，进一步提升运营效率，推动业务加速发展。

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 关键假设

- (1) 收入方面：23 年以来，公司会展及展馆运营等业务逐步恢复，我们预期各项业务有望恢复至 19 年 80%-100%水平；24-25 年方面，随着公司疫情中新开辟的介入医学展逐步成熟、异地复制扩张的华南及成都工博展规模持续扩大，我们预期公司会展业务、展馆运营、配套服务等有望实现 20%/15%左右增速。
- (2) 毛利率方面：由于会展业务具备较强的规模效应，随着会展规模的持续扩大，展位搭建费、营销费用相对固定，将带动毛利率的持续提升。我们预期 23-25 年会展组织业务毛利率分别为 28%/29%/29%，展馆运营毛利率分别为 52%/53%/53%，会展配套毛利率分别为 26%/27%/27%。

表 2 公司各业务收入及毛利率拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>会展组织</b>					
收入	507.58	217.77	979.97	1175.96	1352.35
YoY	25.49%	-57.10%	350.00%	20.00%	15.00%
毛利率	27.47%	18.62%	28.00%	29.00%	29.00%
<b>展馆运营</b>					
收入	161.03	24.43	232.09	278.50	320.28
YoY	21.50%	-84.83%	850.00%	20.00%	15.00%
毛利率	50.83%	58.79%	52.00%	53.00%	53.00%
<b>会展配套服务</b>					
收入	127.77	234.47	269.64	323.57	372.10
YoY	-14.09%	83.51%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利率	26.47%	25.23%	26.00%	27.00%	27.00%
<b>赛事活动</b>					
收入	56.23	98.02	117.62	135.27	148.79
YoY	-27.71%	74.32%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	15.30%	44.41%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>进出口贸易及货运代理</b>					
收入	63.39	194.36	77.74	77.74	77.74
YoY	-97.22%	-97.22%	-60.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2.48%	66.94%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>合计</b>					
收入	916.00	769.05	1677.06	1991.04	2271.27
YoY	-69.28%	-16.04%	118.07%	18.72%	14.07%
毛利率	29.65%	37.41%	29.96%	31.07%	31.22%

资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计公司 23-25 年实现收入分别为 1677/1991/2271 百万元，实现归母净利润分别为 188/248/294 百万元，EPS 分别为 0.35/0.46/0.55 元，参考最新收盘价（23 年 4 月 26 日 9.69 元/股），对应最新 PE 分别为 27x/21x/18x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3 可比公司估值

代码	证券简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300795.SZ	米奥会展	69.31	68.61	0.50	1.67	2.32	137.22	41.08	29.57
300860.SZ	锋尚文化	70.24	51.15	0.53	2.79	3.36	96.04	18.31	15.20
	<b>均值</b>						<b>116.63</b>	<b>29.70</b>	<b>22.39</b>

资料来源: wind, 华西证券研究所 注: 截止时间为 2023 年 4 月 26 日收盘价, 锋尚文化预测采用 wind 一致预期

## 5. 风险提示

### (1) 公司核心会展 IP 影响力衰退

公司核心会展 IP 工博会、广告展等影响力突出，是公司会展业务稳定发展的基石。若因为产业变迁等影响，公司核心 IP 市场影响力弱化，将较大影响公司核心会展业务发展。

### (2) 新会展业务发展不及预期

公司疫情以来持续布局会展新业务领域，包括人工智能大会、介入医疗展等，但项目仍处于发展初期，或存在业务发展不及预期风险。

### (3) 外延发展不及预期。

我国会展行业相对分散，龙头企业存行业整合发展机遇，公司未来或将有望借助资本和平台优势持续推动外延整合，进一步做大做强。但外延发展不确定性因素较多，未来存在外延发展不及预期可能。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	773	1,677	1,991	2,271	净利润	110	198	261	309
YoY (%)	-16.4%	116.9%	18.7%	14.1%	折旧和摊销	98	1	1	1
营业成本	481	1,175	1,373	1,562	营运资金变动	253	-436	21	137
营业税金及附加	5	3	4	5	经营活动现金流	451	-371	124	265
销售费用	55	117	139	159	资本开支	1	0	0	0
管理费用	148	285	329	363	投资	-467	0	0	0
财务费用	18	0	0	0	投资活动现金流	-353	134	159	182
研发费用	1	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	500	0	0	0
投资收益	119	134	159	182	筹资活动现金流	426	0	0	0
营业利润	74	247	326	386	现金净流量	524	-237	283	447
营业外收支	51	0	0	0					
利润总额	124	247	326	386	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	15	49	65	77	<b>成长能力</b>				
净利润	110	198	261	309	营业收入增长率	-16.4%	116.9%	18.7%	14.1%
归属于母公司净利润	115	188	248	294	净利润增长率	-4.6%	64.3%	31.7%	18.6%
YoY (%)	-4.6%	64.3%	31.7%	18.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.21	0.35	0.46	0.55	毛利率	37.7%	30.0%	31.1%	31.2%
					净利率	14.8%	11.2%	12.4%	12.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	2.0%	3.4%	4.2%	4.7%
货币资金	1,635	1,398	1,681	2,128	净资产收益率 ROE	3.3%	5.1%	6.3%	6.9%
预付款项	21	23	27	31	<b>偿债能力</b>				
存货	21	44	32	55	流动比率	1.85	2.30	2.40	2.49
其他流动资产	1,577	1,527	1,614	1,569	速动比率	<b>1.81</b>	<b>2.24</b>	<b>2.34</b>	<b>2.42</b>
流动资产合计	3,255	2,993	3,355	3,782	现金比率	0.93	1.08	1.20	1.40
长期股权投资	283	283	283	283	资产负债率	37.7%	31.2%	31.0%	30.7%
固定资产	20	19	18	18	<b>经营效率</b>				
无形资产	1	1	1	1	总资产周转率	0.14	0.30	0.35	0.37
非流动资产合计	2,506	2,505	2,505	2,504	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,761	5,498	5,860	6,287	每股收益	0.21	0.35	0.46	0.55
短期借款	500	500	500	500	每股净资产	6.61	6.96	7.42	7.98
应付账款及票据	293	360	403	465	每股经营现金流	0.85	-0.70	0.23	0.50
其他流动负债	966	438	497	551	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,759	1,298	1,399	1,517	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	46.14	27.45	20.85	17.58
其他长期负债	415	415	415	415	PB	1.39	1.39	1.31	1.21
非流动负债合计	415	415	415	415					
负债合计	2,174	1,713	1,814	1,932					
股本	533	533	533	533					
少数股东权益	67	77	90	105					
股东权益合计	3,587	3,785	4,045	4,354					
负债和股东权益合计	5,761	5,498	5,860	6,287					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

许光辉：执业证书编号：S1120523020002

社服&零售行业首席分析师，上海交通大学硕士，2023年2月加入华西证券研究所。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。