

公司深度报告

2023年03月30日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.经营拐点已现，会展龙头前瞻布局成长可期
——米奥会展（300795.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司概况：公司是国内头部会展服务运营商，主营境外会展策划、组织、推广及运营。伴随海外疫情缓解及公司双线展业务放量，公司2022Q2、Q3连续两个季度扭亏，预收展览款创历史新高，基本面拐点确立。

会展行业：长坡厚雪的优质赛道。会展行业具备强网络效应（展会价值随着规模的增加而增加）和高客户粘性（复购参展商超6成），行业进入门槛高，成就优质赛道属性。从竞争格局来看，北美、欧洲成熟市场由海外龙头占据，米奥凭借前瞻性布局在“一带一路”等新兴市场实现卡位，与海外龙头错位竞争。

米奥会展核心竞争力何在？

（1）运营端：公司基于10余年办展经验，形成精细化的分工管理、标准化的运作流程，旗下获得UFI（国际展览联盟）认证的展会项目数量领跑行业，展会运营能力持续验证；

（2）资源端：领先同业的拓展布局使公司建立起资源储备的先发优势，拥有大量优质客户资源并与当地展馆、政府机构和行业协会等均保持紧密联系。此外，公司率先构建线上线下双向赋能的客户网络，夯实资源端壁垒。

（3）品牌端：公司成功打造两大展会品牌 Homelife（品牌家居行业）和 Machinex（工业机械行业），日益凸显的品牌效应使得公司自办业务脱离价格战的泥潭，毛利率高于同行可比公司。

未来成长驱动力来源？

（1）短期：疫情扰动减弱，政策放开驱动需求快速回补，公司在行业底部逆势布局，有望依托领先的数字化能力、充足的人员储备在行业恢复期快速增长，提升市场份额；

（2）中长期：外贸政策支持力度加强，行业需求持续扩容；外需下行背景下中国供给侧优势进一步凸显，或将稳定出口增速，支撑境外展会需求，助力公司掘金成熟会展市场；公司通过外延并购加速品类拓展和区域布局，RCEP、境内展览市场增量可期。

投资建议

公司卡位中国境外自办展市场，内生外延并举加速品类拓展和市场布局，未来伴随疫情防控优化驱动行业需求短期快速回补，政策支持、制造出海共振为行业贡献长期增长动能，有望开启新一轮成长曲线。我们预计公司2022-2024年实现营业收入3.12/6.08/8.34亿元，归母净利润为0.33/1.19/1.86亿元，基于3月30日收盘价54.02元，对应2022-2024年PE分别为163.77X/45.84X/29.37X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

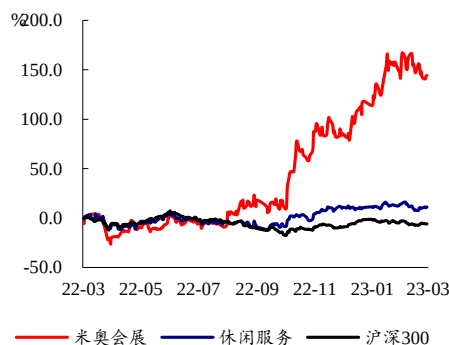
终端需求不及预期；市场拓展不及预期；疫情反复风险。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	贺晓涵
电子邮箱	hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	101.02
流通A股/B股(百万股)	101.02/0.00
资产负债率(%)	34.98
每股净资产(元)	3.74
市净率(倍)	14.38
净资产收益率(加权)	-3.42
12个月内最高/最低价	58.84/16.20

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	181.64	312.16	607.59	834.40
增长率 (%)	92.51	71.86	94.64	37.33
归母净利润	-57.65	33.32	119.05	185.78
增长率 (%)	10.81	157.81	257.28	56.05
EPS (元/股)	-0.58	0.33	1.18	1.84
市盈率 (P/E)	—	163.77	45.84	29.37
市净率 (P/B)	5.53	12.97	10.02	7.41

资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所，基于 3 月 30 日收盘价 54.02 元预测

正文目录

1. 公司概况：疫后快速复苏的会展行业龙头.....	6
1.1. 发展历程：十余年深耕成就会展行业龙头.....	6
1.2. 业务分析：以自办展为主体，疫后布局数字化转型.....	7
1.2.1. 业务结构：聚焦自办展，延伸布局数字展.....	7
1.2.2. 销售模式：以直销为主，代销模式持续收缩.....	9
1.3. 财务分析：业绩受疫情扰动明显，2022Q3 拐点确立.....	10
1.4. 公司治理：深厚行业积累，助力长远发展.....	12
2. 会展行业：长坡厚雪的优质赛道.....	14
2.1. 市场概览：亚太会展行业方兴未艾，中国会展市场空间广阔.....	14
2.2. 赛道分析：优质赛道，壁垒高、粘性强、格局好.....	17
2.3. 公司发展：国际会展龙头通过并购方式实现规模扩张.....	20
2.4. 米奥特色：卡位中国境外展，与海外龙头错位竞争.....	24
3. 核心竞争力：运营、资源、品牌共筑优势壁垒.....	29
3.1. 运营层：业务流程标准化、可复制构筑核心竞争壁垒.....	29
3.2. 资源层：领先同业的拓展布局构筑资源端先发优势.....	31
3.3. 品牌层：品牌建设成效显著，保障长期盈利能力.....	32
4. 成长驱动力：短期需求快速回补，中长期多因素驱动业绩持续增长.....	33
4.1. 短期：疫情扰动减弱，政策放开驱动需求快速回补.....	33
4.2. 长期：政策支持、制造出海、市场拓展共振，打开中长期成长天花板.....	35
4.2.1. 政策支持，引导行业快速发展.....	35
4.2.2. 制造出海，供给侧优势支撑境外展会需求.....	36
4.2.3. 市场拓展，并购驱动品类、区域扩张.....	37
5. 盈利预测与投资建议.....	41
6. 风险提示.....	41

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	6
图表 2. 公司主营业务概览.....	7
图表 3. 公司主营业务营收占比.....	8
图表 4. 公司自主会展品牌.....	8
图表 5. 公司主营业务收入按办展地区拆分.....	8
图表 6. 公司数字展览发展概况.....	9
图表 7. 公司代销模式业务收入持续收缩.....	9
图表 8. 不同销售模式下营收规模（亿元）.....	9
图表 9. 公司主营业务收入按销售模式拆分.....	10
图表 10. 2012 至 2022Q1-Q3 公司营收规模及增速.....	10
图表 11. 2012 至 2022Q1-Q3 公司净利润规模及增速.....	10
图表 12. 2020 至 2022Q1-Q3 公司单季度营收规模及增速.....	11
图表 13. 2020 至 2022Q1-Q3 公司单季度净利润及增速.....	11
图表 14. 2012 年-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率.....	11
图表 15. 2012 年-2022Q1-Q3 公司期间费用率.....	11
图表 16. 可比公司合同负债规模及增幅.....	12
图表 17. 公司股权结构（截至 2022Q3）.....	12
图表 18. 公司核心管理层人员.....	13
图表 19. 疫情前全球会展市场规模及增速.....	14

图表 20.	各地区展馆总面积(万平方米)	14
图表 21.	2013-2018 年疫情前各地区会展市场规模及增速	14
图表 22.	2022 年各国会展场地数量、面积排名	15
图表 23.	全球会展场馆面积排名	16
图表 24.	2018-2021 年国际展览公司在中国举办展览情况	17
图表 25.	会展行业产业链概览	17
图表 26.	展会是企业经营的刚性需求	18
图表 27.	米奥会展上游成本构成	18
图表 28.	企业参展决策的影响因素	19
图表 29.	各地区参展商复购意愿调查	19
图表 30.	展会品牌价值随着参展人数的增加而增加	19
图表 31.	2019 年全球会展市场竞争格局	20
图表 32.	2019 年中国境内细分行业会展市场高度集中(万平方米)	20
图表 33.	会展行业国外龙头公司	21
图表 34.	英富曼收购进程	22
图表 35.	英富曼营业收入(亿英镑)	22
图表 36.	励展目前涉及的会展领域	24
图表 37.	2014-2019 年中国境外自办展情况	25
图表 38.	2019 年中国境外自办专业展行业分布	25
图表 39.	2018 年中国境外自办展目的地分布	25
图表 40.	2021 年英富曼展会目的地分布	25
图表 41.	公司合作的海外行业协会	26
图表 42.	2019 年中国组展机构境外办展数量(场)	26
图表 43.	2021 年中国出境自主办展展览面积(万平方米)	27
图表 44.	中国境外展(“金砖五国”)市场份额	27
图表 45.	中国境外展(“一带一路”)市场份额	27
图表 46.	2019 年中国境外自办展企业展览面积构成	28
图表 47.	公司 2023 年年内海外展计划(部分)	28
图表 48.	公司会展业务流程标准化、可复制	29
图表 49.	2021 年中国境内的 UFI 认证展览项目	30
图表 50.	2021 年中国境外的 UFI 认证展览项目	30
图表 51.	2021 年中国境外自主办展经 UFI 认证展览名录	30
图表 52.	UFI 认证国际展会的标准	31
图表 53.	境外自办展获 UFI 认证项目情况	31
图表 54.	公司已经成功搭建线上线下双向赋能的客户网络	32
图表 55.	可比公司毛利率	32
图表 56.	提价对米奥展位销售没有显著负面影响	32
图表 57.	2014-2021 年中国境外自办展情况	33
图表 58.	美国新冠疫情及防控政策变化情况	34
图表 59.	Informa 展览业务营收及增速	34
图表 60.	Informa 展览业务经调整营业利润及增速	34
图表 61.	全球会展市场修复节奏	34
图表 62.	公司研发费用及费用率情况	35
图表 63.	公司人员储备情况	35
图表 64.	近期稳外贸政策梳理	36
图表 65.	中央对地方转移支付的外经贸发展资金	36
图表 66.	部分地方政府境外展补贴政策	36
图表 67.	疫情前后各地区产品出口占全球市场份额变化(pct)	37
图表 68.	我国劳动力成本仍具有相对优势(美元/年)	37
图表 69.	供应链自主性对比(中国 VS 德国)	37
图表 70.	公司境外展覆盖区域从一带一路、金砖国家向 RCEP、北美及欧洲市场拓展	38
图表 71.	AFF 展会概览	39
图表 72.	2023 年 AFF 展计划表	39

图表 73.	疫情前中国境内展市场稳健增长.....	40
图表 74.	2019 年中国境内展市场 TOP5 公司	40
图表 75.	公司营业收入预测.....	41

1. 公司概况：疫后快速复苏的会展行业龙头

1.1. 发展历程：十余年深耕成就会展行业龙头

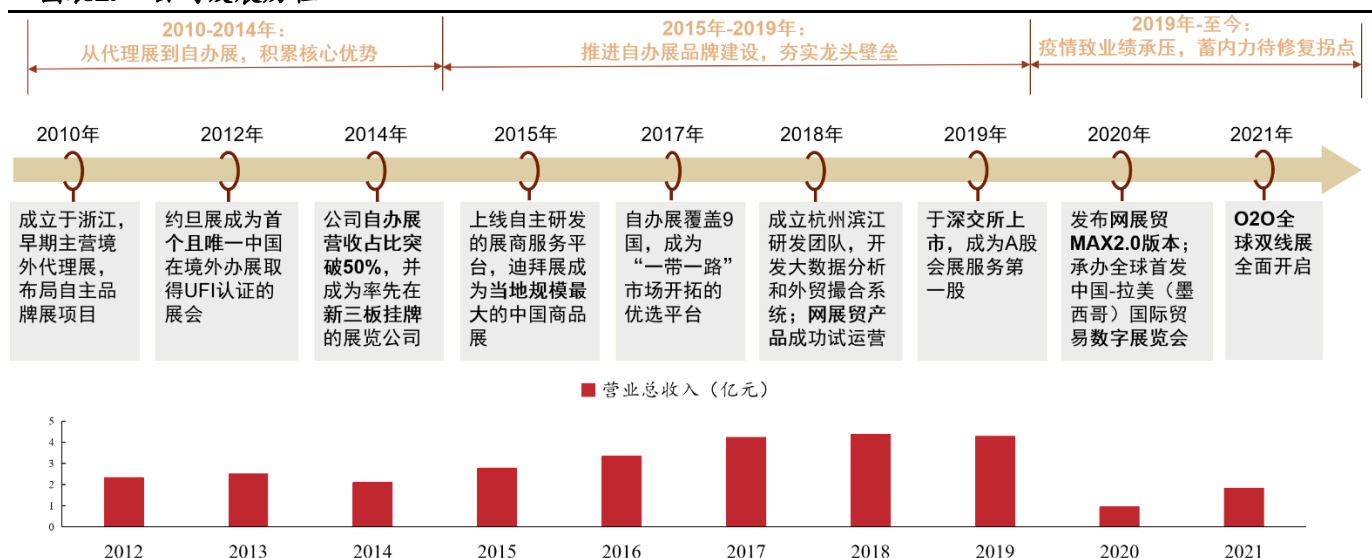
米奥会展成立于 2010 年，主营境外会展策划、组织、推广及运营服务，致力于服务“中国制造”拓展全球市场，特别是“一带一路”市场，为国内会展行业龙头企业。公司的发展历程可分为三个阶段：

2010-2014 年：从代理展到自办展，积累核心优势：米奥会展初创于 2010 年，早期主营境外代理展（系国际知名展会的经销商），积累了充分的市场调研数据、丰富的境外办展经验以及大量展商和买家资源。在此基础上，公司逐步探索自办展业务，2012 年公司自办境外展会约旦展成为国内首个且唯一获得 UFI 认证的境外展会，2014 年公司自办展营收占比突破 50%，并于新三板挂牌上市。

2015 年-2019 年：推进自办展品牌建设，夯实龙头壁垒：基于前期的资源优势和项目经验，公司在“一带一路”境外自办展市场迅速扩大规模优势，2019 年度公司境外自办展规模达 22.7 万平方米，参展企业达 4282 家，同年 10 月于深交所上市，成为 A 股“会展服务第一股”。

2020 年-至今：疫情致业绩承压，蓄内力待修复拐点：新冠疫情之后，公司线下展会近乎停滞，业绩持续承压。公司把握行业底部机会，内生外延并举加速品类拓展和区域布局，进一步夯实品牌壁垒。2021 年公司上线“双线双展”业务模式，引领行业数字化创新，驱动公司业绩快速复苏。

图表1. 公司发展历程



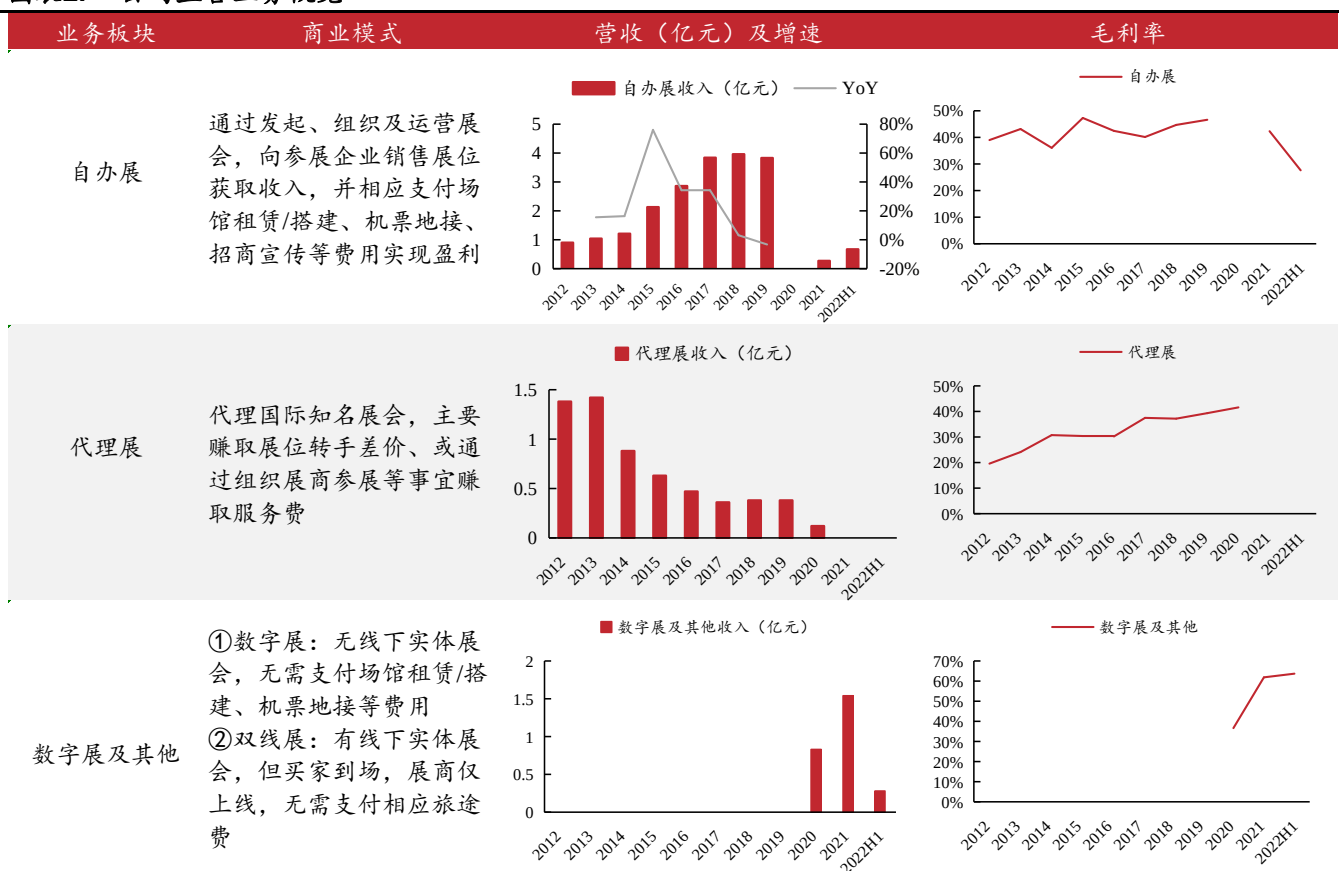
资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 业务分析：以自办展为主体，疫后布局数字化转型

1.2.1. 业务结构：聚焦自办展，延伸布局数字展

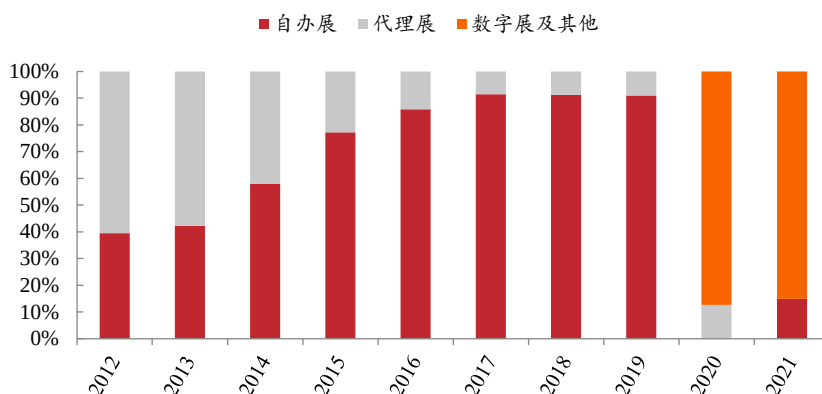
公司聚焦境外自办展品牌建设，2012-2019 年公司自办展营收从 0.9 亿元稳步提升 3.8 亿元，CAGR 为 23%，营收占比由 2012 年的 40% 稳步提升至 90% 左右。2020 年全球线下展览市场受疫情冲击近乎停滞，公司转向发展数字展业务，2021 年公司在该板块实现收入 1.5 亿元，实现毛利率 61.9%，高于公司自办展业务毛利率，2020/2021 年公司数字展业务营收占比分别为 87.4%/85.1%。

图表2. 公司主营业务概览



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表3. 公司主营业务营收占比



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

自办展：从品类分布来看，公司境外自办展主题包括 Homelife 及 Machinex 两类，其中 Homelife 系列展主要面向中国品牌家居行业企业（涵盖家具、家电及消费电子、家居用品等）；Machinex 系列展主要针对工业机械类行业企业（涵盖塑料机械、印刷包装、食品加工等）。此外，公司自 21 年起先后收购深圳华富 51% 股权和中纺广告 60% 股权，新增 CEET 教育装备展和 AFF 纺织服装展，开启专业展元年。从地区分布来看，公司境外展主要集中在“一带一路”及“金砖国家”新兴市场。

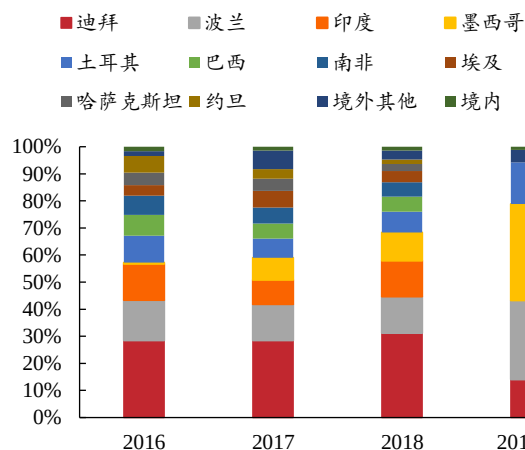
数字展：为了更好地满足参展商及买家需求，顺应行业数字化趋势，公司先后推出“China Homelife 247”、“网展贸 MAX”、“网展贸 Meta（双线双展）”创新产品，实现会展的线上化、数字化，助力公司在出入境受限的背景下实现业绩的快速修复。

图表4. 公司自主会展品牌

会展品牌	展会主题	展出内容
	家居行业	家具、家用电器及电子消费品、家用纺织、面料及服装、家居用品及装饰装修材料、家用灯饰及照明、家用食品及材料等
	机械行业	塑料机械、印刷包装、食品加工、五金及汽摩配、电力及新能源、焊接及切割、电梯及零部件等
	纺织服装	服装服饰、面料、辅料、家纺等
	教育装备	早教用品、学习用品、穿戴产业、VR教学装备、文具用品&玩具、校园后勤装备

资料来源：公司官网，公司微信公众号，东亚前海证券研究所

图表5. 公司主营业务收入按办展地区拆分



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

注：2019 年仅为上半年收入分布，2020/2021 年受疫情影响线下展近乎停滞

图表6. 公司数字展览发展概况

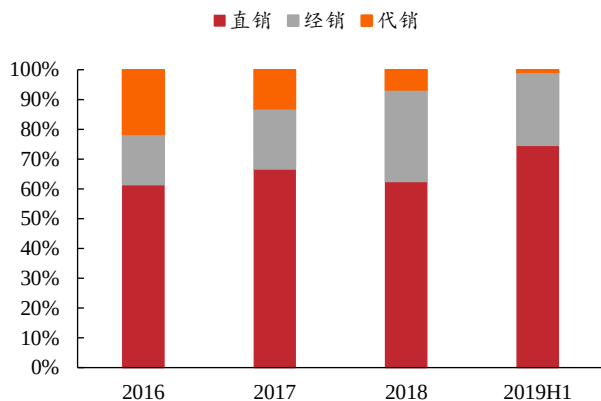
产品名称	上线时间	核心功能
“China Homelife 247”展会 外贸O2O撮合平台	2017年	利用互联网技术实现线下展览数据的线上化， 提高撮合成交的效率
网展贸Max	2020年	打造集数字资讯、数字展示、数字撮合、大 数据挖掘、数字商洽五大服务模块为一体的 全要素数字展览全新模式
网展贸Meta	2021年	双线双展模式：①展前线上搭建“数字化海外 展厅”提供在线选品，展品提前出海备展； ②展会期间线下举办实体展会，展商上线、 买家到场，买家零距离体验产品的同时，与卖 家通过线上即时商洽了解产品功能；③展后进 行二次运营服务，帮助展商获得更多采购意 向相匹配的买家客户

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2.2. 销售模式：以直销为主，代销模式持续收缩

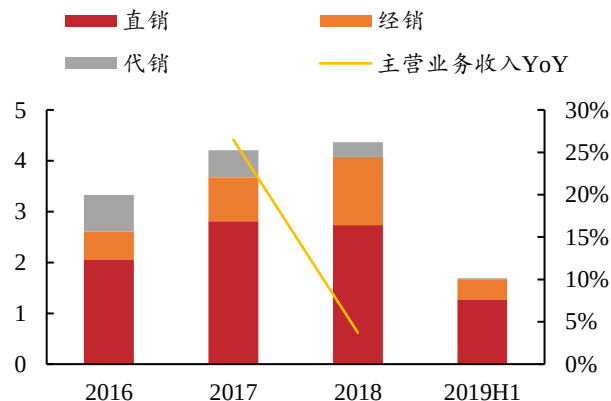
2016-2018，公司直销模式营收占比保持在 60%以上，2019 年上半年直销模式营收占比达 74.7%。得益于公司展商资源的积累、营销网络的完善以及自办展品牌影响力的扩大，代销模式营收占比从 2016 年的 21.6%稳步降至 1H19 的 0.8%。

图表7. 公司代销模式业务收入持续收缩



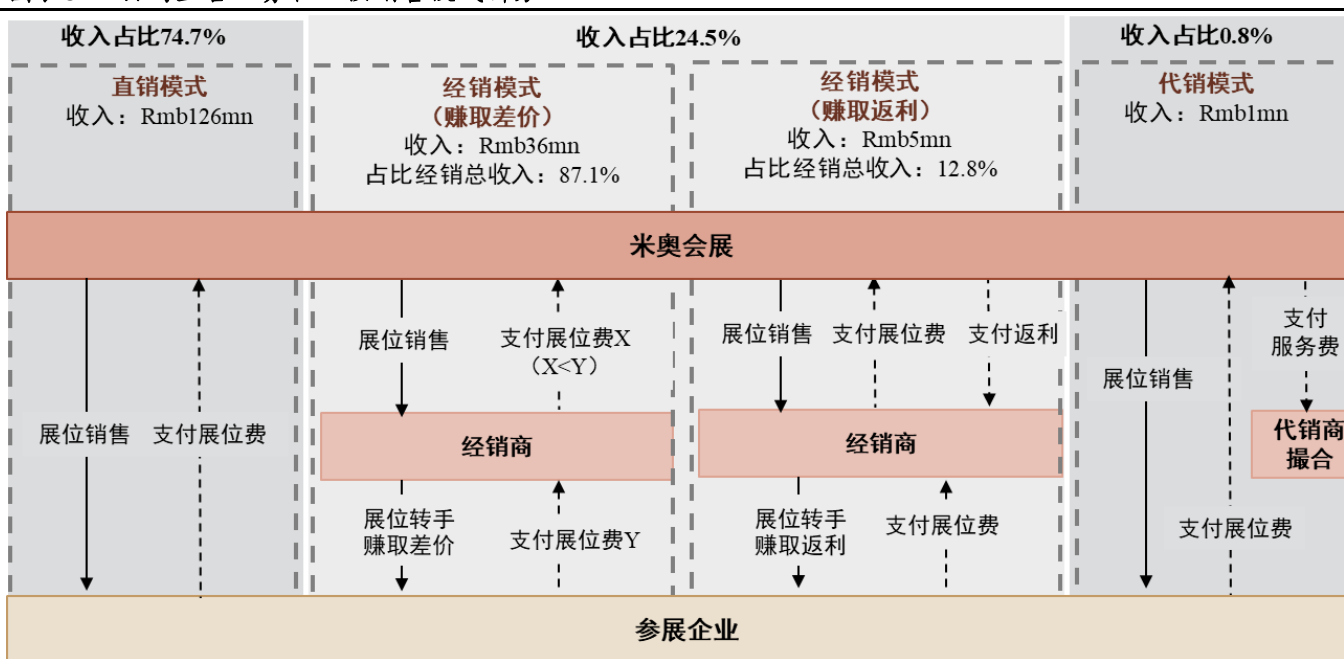
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表8. 不同销售模式下营收规模 (亿元)



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表9. 公司主营业务收入按销售模式拆分

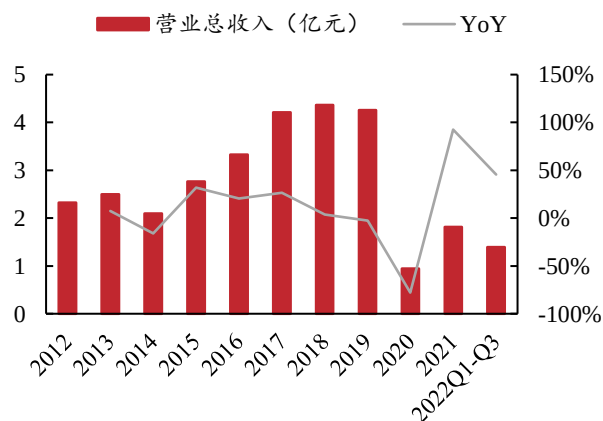


资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所
注: 图中收入及占比均为 2019H1 数据

1.3. 财务分析: 业绩受疫情扰动明显, 2022Q3 拐点确立

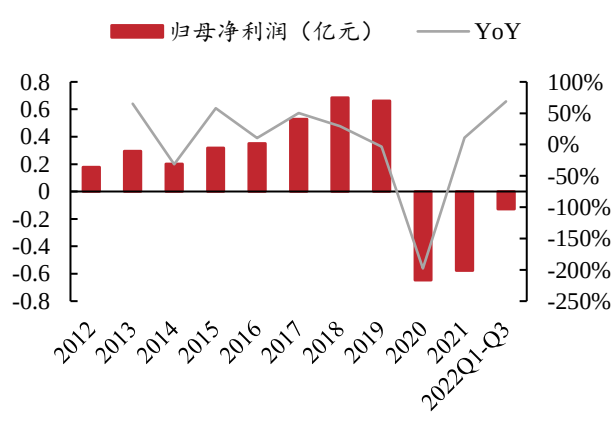
疫情扰动导致业绩承压, 2022Q3 基本面拐点确立。疫情前公司营收及利润稳健增长, 2012-2019 年间, 公司收入规模从 2.32 亿元增长至 4.26 亿元, 对应 CAGR 为 9.1%; 归母净利润从 0.18 亿元增长至 0.66 亿元, 对应 CAGR 为 20.6%。2020 年受疫情影响, 公司营收及利润下滑明显, 公司加快推进数字化转型, 业绩开始逐步修复, 2021 年营收、利润分别同比 +92.5%/+10.8%。2022 年伴随海外疫情缓解, 公司双线展稳步放量, 2022Q2、Q3 连续两个季度扭亏, 基本面拐点确立。

图表10. 2012 至 2022Q1-Q3 公司营收规模及增速



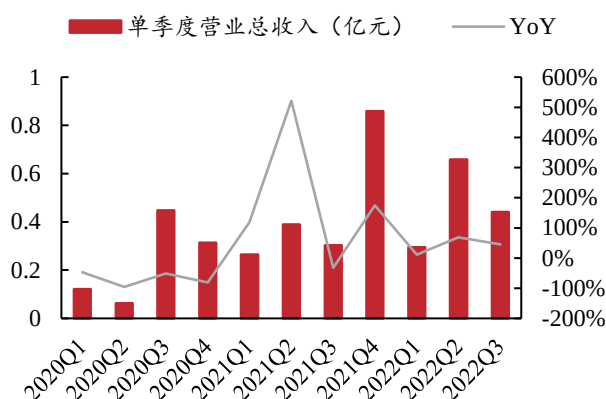
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表11. 2012 至 2022Q1-Q3 公司净利润规模及增速



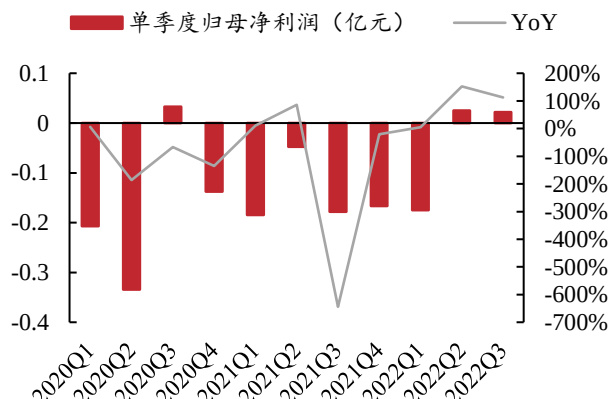
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表12. 2020 至 2022Q1-Q3 公司单季度营收规模及增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

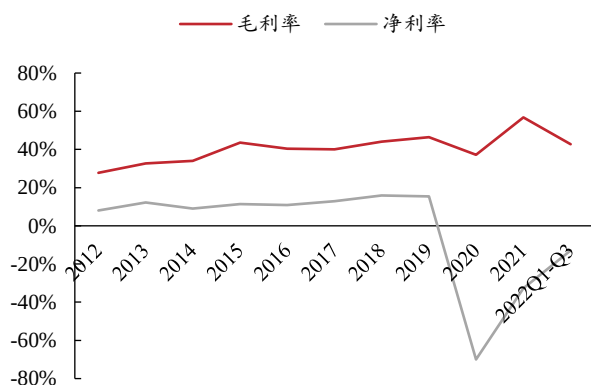
图表13. 2020 至 2022Q1-Q3 公司单季度净利润及增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

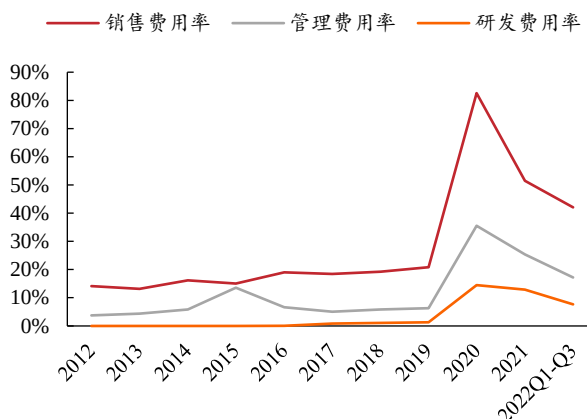
疫情前利润率稳步提升，费用投入前置，关注后续业绩释放。公司持续深耕境外自办展市场、不断扩大品牌影响力，疫情前毛利率、净利率趋势上行，2019 年分别实现 46.3%、15.5%。疫情后，公司发力数字化建设+人员拓展，费用率显著提升，伴随公司人员储备完成，产品研发周期进入尾声，销售费用率、管理费用率及研发费用率有所回落，2022Q1-Q3 三项费用率分别为 42.0%/17.2%/7.7%，我们认为后续业绩增长有望摊薄费用率，优化公司盈利能力。

图表14. 2012 年-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表15. 2012 年-2022Q1-Q3 公司期间费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

前瞻指标维持高位，戴维斯双击进行时。公司一般在开展前 6-9 个月开始销售展位，并形成资产负债表中的合同负债，因此 2022Q3 合同负债是次年参展商参展意愿的重要前瞻指标。公司 2022 年三季度末合同负债 1.5 亿元，相较于年初增长 107.2%，环比增长 49.7%，增幅显著高于国内办展的其他会展企业。我们认为，当前预付款高增幅主要受益于海外疫情缓解、下游需求回升的背景下，公司双线展产品放量。后续伴随国内疫情防控政策优化，商务出入境放开，或将强化会展行业整体业绩高增长逻辑，

抬升估值中枢，Alpha+Beta 叠加下迎来“戴维斯双击”的投资机会。

图表16. 可比公司合同负债规模及增幅

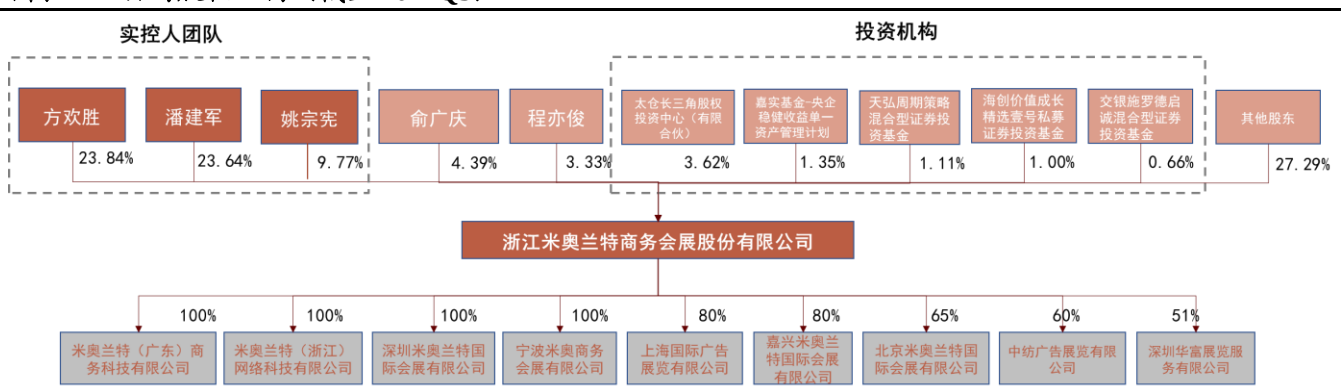
证券代码	证券简称	合同负债（百万元）			较年初增幅	较上一季度末增幅
		截至2021	截至2022H1	截至2022Q1-Q3		
300795.SZ	米奥会展	73.0	101.0	151.2	107.2%	49.7%
834316.NQ	振威会展	56.2	69.9	/	N.A.	N.A.
603466.SH	风语筑	709.3	945.1	918.3	29.5%	-2.8%
600826.SH	兰生股份	202.6	227.4	182.4	-10.0%	-19.8%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.4. 公司治理：深厚行业积累，助力长远发展

公司实际控制人是潘建军、方欢胜和姚宗宪先生，三人为一致行动人，截至 2022Q3 合计控制公司 57.25%股份。董事长潘建军先生曾任阿联酋中国商品交易中心驻华首席代表，上海国际广告展览公司董事长，现兼任中国会展经济研究会副会长兼统计工作委员会主任，上海进出口商会副会长等职位，连续十年编著《年度中国展览业数据统计报告》，在会展经济领域具有深厚影响力。潘建军和姚宗宪先生也在会展领域深耕多年，拥有丰富的行业经验和资源，为米奥的发展保驾护航。

图表17. 公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表18. 公司核心管理层人员

姓名	职位	曾担任
潘建军	董事长	浙江省嘉善县档案局科员；阿联酋中国商品交易中心驻华首席代表；上广展董事兼总经理、董事；上广展董事长
方欢胜	董事、总经理、财务总监	阿联酋中国产品交易中心经理；阿联酋东方城堡贸易公司经理；东方国际集团广告展览有限公司经理；上广展经理，上广展董事兼总经理
罗维强	执行总裁	慕尼黑展览（上海）有限公司 CEO；英富曼中国区 总裁；励展博览集团中国华北地区 总经理；蒙歌玛丽中国区 总裁
何问锡	常务副总裁	太平洋保险寿险总公司营销管理部 资深专务；太平洋保险寿险贵州分公司 总经理/党委书记；太平洋保险寿险海南分公司 总经理/党委书记
BINU	首席运营官	Informa Exhibitions 品牌展览事业部高管；Expo Centre Shariah；营销事业部 高管
周彦君	首席技术官、米奥科技执行 CEO	骆驼金服 业务管理委员会主席；敦煌网 执行董事/CTO/副总裁

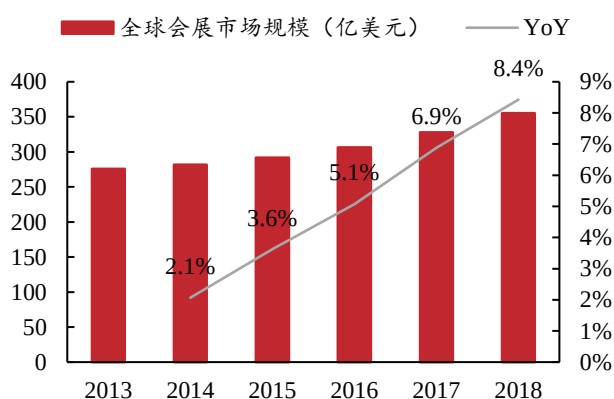
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 会展行业：长坡厚雪的优质赛道

2.1. 市场概览：亚太会展行业方兴未艾，中国会展市场空间广阔

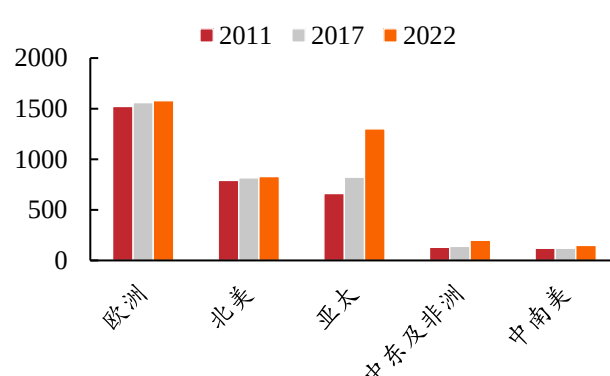
据《中国展览经济发展报告 2018》，2018 年全球会展市场规模约 355 亿美元，2013-2018 年 CAGR 为 5.2%，其中亚太、中东及非洲等新兴市场规模增速较快，展馆建设持续扩容。欧洲、北美会展市场发展较为成熟，展馆容量趋稳，市场规模增速低于亚太、中东及非洲等地区。

图表19. 疫情前全球会展市场规模及增速



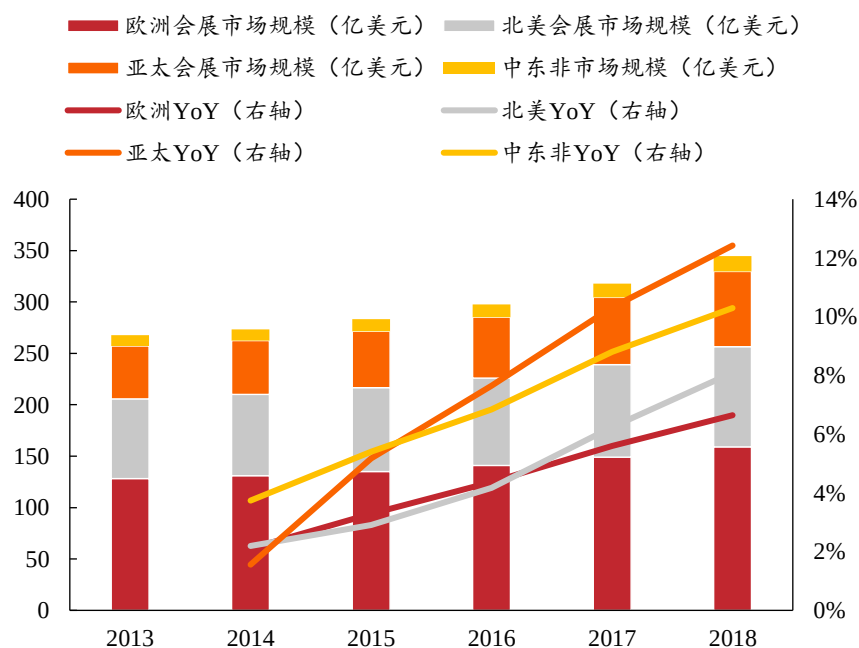
资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

图表20. 各地区展馆总面积（万平方米）



资料来源：UFI，东亚前海证券研究所

图表21. 2013-2018 年疫情前各地区会展市场规模及增速

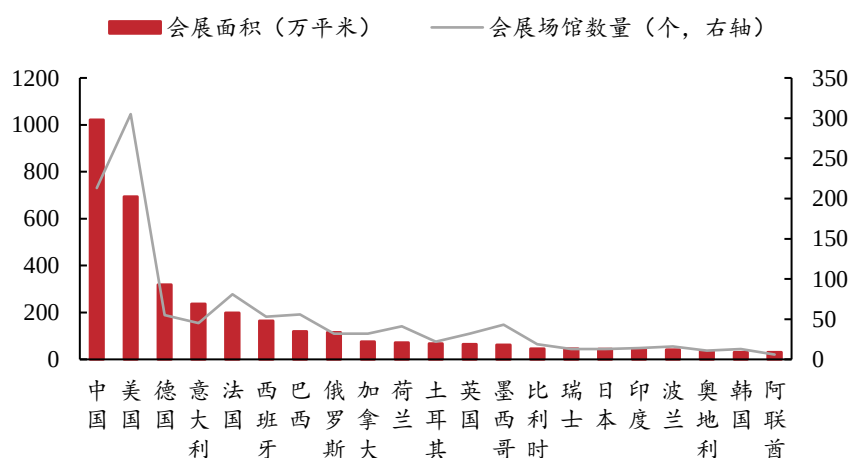


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

我国拥有最大的会展面积以及会展数量，我国会展市场相较国外市场规模更大。2022 年我国会展场地面积合计 1021.67 万平米，会展场地数量

213 个，包括 20 个大型场馆，132 个中型场馆，61 个小型场馆，占全球可用会展场地面积的 25.2%，占亚洲的可用会展场地面积的 78.6%。

图表22. 2022 年各国会展场地数量、面积排名



资料来源：UFI，东亚前海证券研究所

我国拥有多个超大面积单馆，在全球会展场馆面积中排名领先。其中上海青浦区的国家会展中心，占地面积 404400 平方米排名第一。深圳国际会展中心面积 400000 平方米，另有广州国际会展中心、昆明滇池国际会展中心、青岛世界博览城等多个规模超过 20 万平方米的展馆。

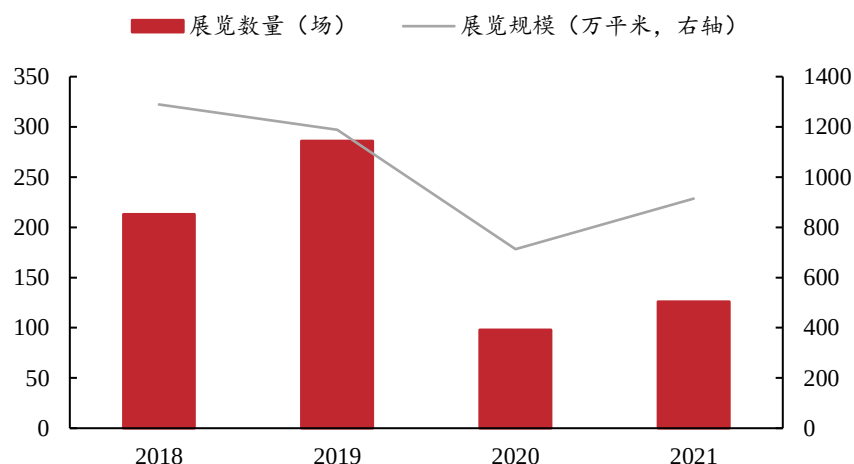
图表23. 全球会展场馆面积排名

名称	城市	国家	面积 (平方米)
National Exhibition and Convention Center (Shanghai)	Shanghai	China	404400
Shenzhen Word Exhibition & Convention Centre	Shenzhen	China	400000
Messe Hannover	Hannover	Germany	392445
Messe Frankfurt	Frankfurt	Germany	372073
Crocus Expo	Moscow	Russia	366100
Fiera Milano (Rho Pero)	Milano	Italy	345000
China Import & Export Fair Complex (Pazhou Complex)	Guangzhou	China	338000
Kunming Dianchi Convention & Exhibition Center (DCEC)	Kunming	China	310000
Koelnmesse	Cologne	Germany	284000
Messe Duesseldorf	Duesseldorf	Germany	262727
Paris Nord Villepinte	Paris	France	246312
McCormick Place	Chicago	USA	241548
Las Vegas Convention Center	Las Vegas	USA	236214
Feria Valencia	Valencia	Spain	223090
Parc de Versailles	Paris	France	222000
Chongqing International Expo Center	Chongqing	China	203646
Fira de Barcelona - Gran Via	Barcelona	Spain	203106
Qingdao Cosmopolitan Exposition Shanghai New International Expo Centre (SNIEC)	Qingdao	China	200000
Shanghai New International Expo Centre (SNIEC)	Shanghai	China	200000
National Convention and Exhibition Center (Tianjin)	Tianjin	China	200000

资料来源：UFI，东亚前海证券研究所

国内展览以国内企业为主导，国内会展企业享有全球最大的办展空间。疫情影响下，国外公司在中国办展的总数微幅下降。2021 年，全国 16 家国际展览企业在国内共举办了 126 场展览，占全国展览项目总数的 3.5%，占全国展览总面积的 10.99%。我国国内办展规模前十企业中，国际会展企业 5 家，其数量占比/规模占比分别为 50%/46.34%，显著高于行业整体数据。说明我国本土企业办展规模较小，国内会展行业的规模化发展潜力较大，待行业龙头企业进行资源整合、规模拓展后，国内龙头会展品牌有望诞生。

图表24. 2018-2021 年国际展览公司在中国举办展览情况

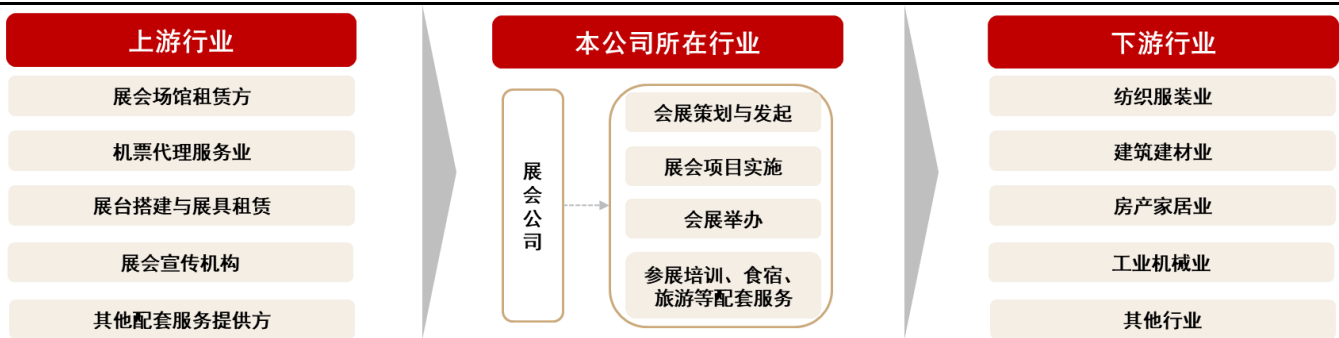


资料来源:《2021 中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所

2.2. 赛道分析: 优质赛道, 壁垒高、粘性强、格局好

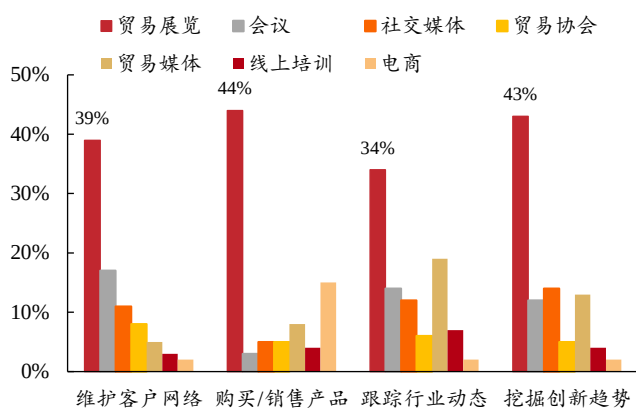
会展产业链主要由三个环节构成: 1) **上游场馆租赁方及配套服务机构**: 场馆租赁方在产业链中属于稀缺资源, 拥有较强的议价权, 各会展企业通常会力求与其签署长期合作协议, 保障展会稳定性。会展配套服务包括展位搭建、展具租赁、票务、酒店、物流等, 由于产品同质化, 行业竞争激烈, 议价能力较弱。2) **中游会展经营企业**: 会展活动的发起者、主办者, 工作涵盖了会展活动的策划与发起、宣传推广、招商、政府产业协调等。3) **下游参展企业和参展观众**: 展会精准定位目标市场的下游买家, 且参展观众事先具有购买需求, 成交效率较高, 因此下游行业对优质展会存在一定的需求刚性。据 UFI 在 2016-2017 年对全球 13000 多家参展企业的调研数据显示, 39%/44%/34%/43%的企业认为展会是其维护客户网络/购买或销售产品/跟踪行业动态/挖掘创新趋势最重要的渠道。在此基础上, 展会公司定价权凸显, 头部会展品牌可以通过提价缓解上游行业成本提升的压力。

图表25. 会展行业产业链概览



资料来源: 招股说明书, 东亚前海证券研究所

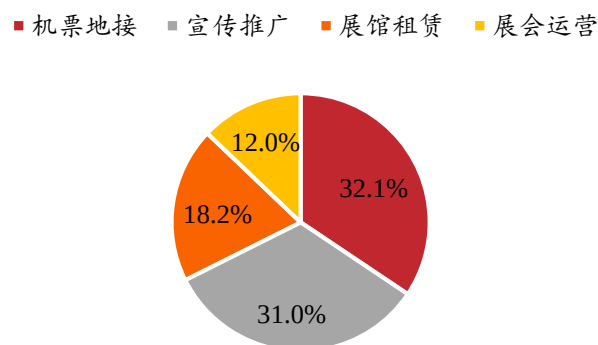
图表26. 展会是企业经营的刚性需求



资料来源：UFI《Global Visitor Insights2018/19 (December 2018)》，东亚前海证券研究所

注：《Global Visitor Insights2018/19 (December 2018)》为 UFI 于 2018 年底出具的报告，研究基于 2016、2017 年全球受访者和参展商洞察报告，受访者被提问“当您需要维护客户网络/购买或销售产品/跟踪行业动态/挖掘创新趋势时，您认为哪一个是最好的方法”（N=13000+）

图表27. 米奥会展上游成本构成



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

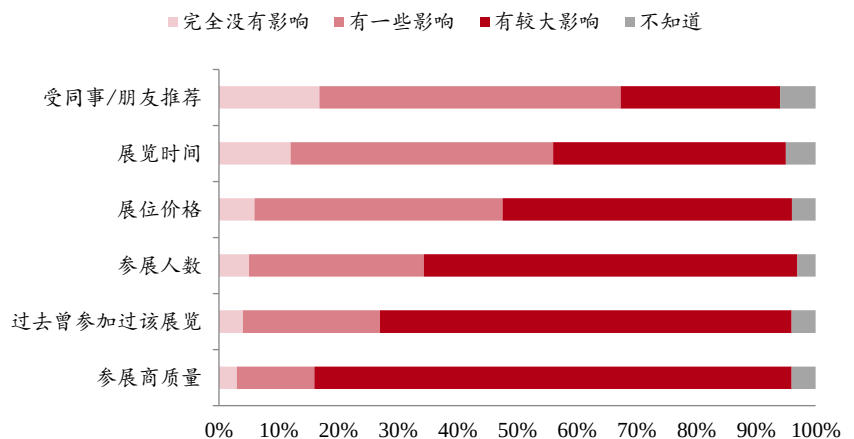
注：成本构成均为 2019H1 数据

会展行业具备强网络效应和高客户粘性，行业门槛较高，头部品牌壁垒深厚。

1) 网络效应强。展会的目的在于聚合买卖双方，提高撮合成交效率。头部品牌能够更好地整合当地上下游资源（包括展馆、参展商和参展观众、交通/食宿/物流等众多服务机构），帮助参展商触达更多优质买家（反之亦然），提高交易成交效率，从而形成网络效应，筑高龙头公司竞争壁垒，实现强者愈强。据 UFI 在 2020 年的调研数据显示，62%/80%的参展企业认为参展人数/参展商质量对其是否参展的决策有较大影响。UFI 还发现展会品牌忠诚度会随着展会规模的增加而增加。

2) 客户粘性高。展会质量直接影响出展销售效率和当季销售 KPI，在网络效应的作用下，头部企业构筑了强商业壁垒的品牌护城河，拥有较高的用户粘性，新进入者难以通过价格战等方式将原有客户从现有的展会项目处争取过去。UFI 调研数据显示，超 6 成的参展企业具有较高的复购意愿，在针对企业是否参展的决策因素调查中，复购的影响力远超展位价格。

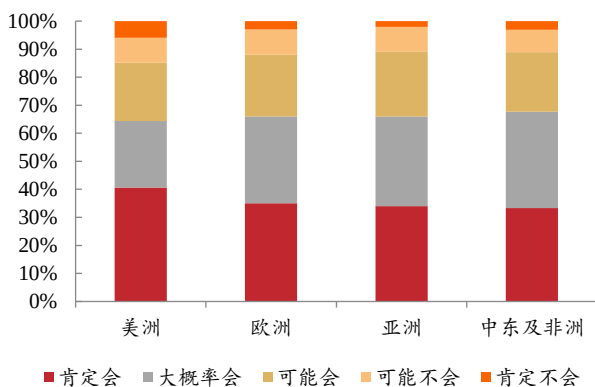
图表28. 企业参展决策的影响因素



资料来源：UFI《Global Recovery Insights 2020》，东亚前海证券研究所

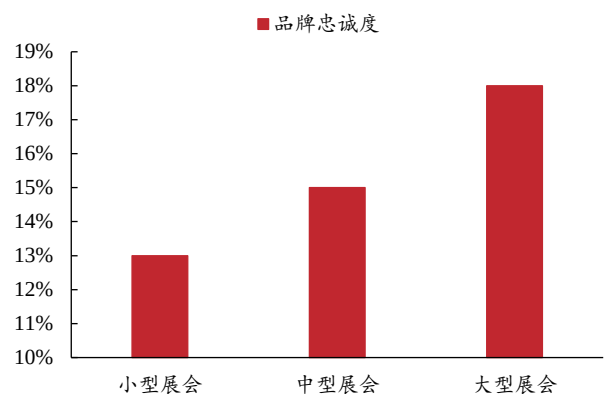
注：《Global Recovery Insights 2020》基于 2020 年的调查数据，下同

图表29. 各地区参展商复购意愿调查



资料来源：UFI《Global Exhibitor Insights 2020》，东亚前海证券研究所
注：调查结果来自 UFI 对全球 40 多个国家 1040 个展会的展后调查分析

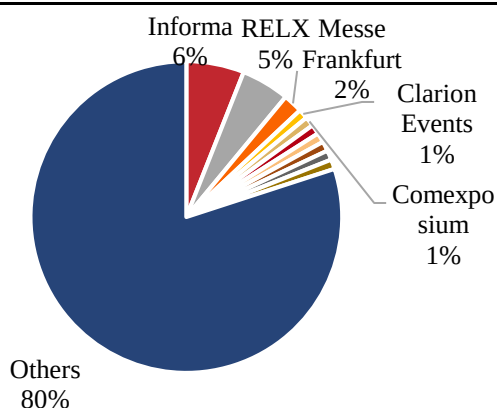
图表30. 展会品牌价值随着参展人数的增加而增加



资料来源：UFI《Global Exhibitor Insights 2020》，东亚前海证券研究所
注：1.小型展会（人数在 1000-3000 人）；中型展会（人数在 3000-25000 人）；大型展会（人数在 25000 人以上）。2.品牌忠诚度表示在复购的参展商中低满意度（却依然选择复购）的人群占比

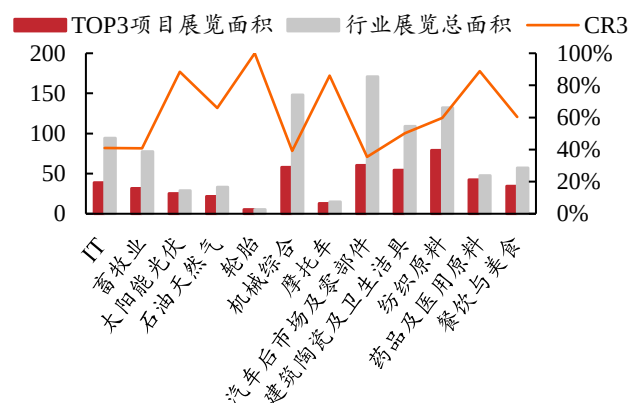
从竞争格局来看，一方面，由于会展行业存在一定的区域经济属性，整体较为分散。据 AMR 数据，2019 年全球会展市场前十大参与者占据 20% 的市场份额，且均为海外龙头，英富曼、励展、法兰克福位列市场份额前三。另一方面，受益于会展行业的强网络效应和高客户粘性，细分市场相对集中。单个地区细分主题展会通常由 1-2 个会展品牌主导，以中国会展市场为例，2019 年太阳能光伏、轮胎等二类行业 TOP3 项目展览面积占比可达 80% 以上。

图表31. 2019 年全球会展市场竞争格局



资料来源：AMR，东亚前海证券研究所

图表32. 2019 年中国境内细分行业会展市场高度集中 (万平方米)



资料来源：《2019 年中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

2.3. 公司发展：国际会展龙头通过并购方式实现规模扩张

回顾国际会展龙头公司的发展历程，其均有通过不断并购的方式拓展市场，提高市场份额的情况。全球的头部会展公司包括励讯集团（RELX Group）、博闻（UBM）、塔苏斯（Tarsus）、英富曼（Informa）、翡翠展览（EEX）、艾盛集团（Ascential Plc）、ITE 等。

英富曼通过收购方式快速发展，博闻、塔苏斯均在 2018 年被英富曼收购，励讯集团也通过收购方式不断扩充会展业务范围。艾盛集团在 2020-2021 年完成了 8 次收购，包括一面数据、多准数据和 4kmiles 等。ITE 在 2018 年收购了 Ascential Events Limited。以下主要按照时间顺序梳理英富曼、励讯的并购历史。

图表33. 会展行业国外龙头公司



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

英富曼是全球最大的会展服务商之一，公司通过并购扩张方式实现会展行业份额的提升。英富曼先后收购了 Datamonitor、MMPI、上海百文、英国维珍、Hanley Wood、YPI 以及博闻集团等多个企业，以快速拓展展览业务中的各领域。目前，英富曼的展会业务遍及全球共计 40 多个国家和地区，500 多个全球展会和品牌，涉及制药、食品、医疗技术和基础设施等十余个垂直细分行业。

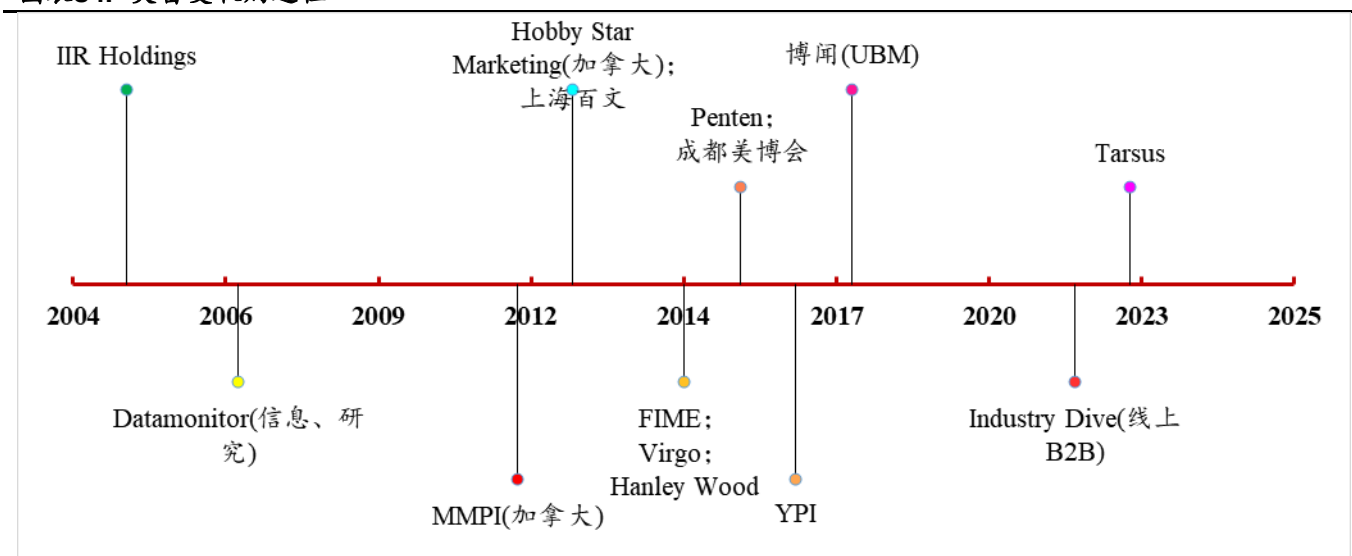
公司迅速并购以拓宽行业面，为未来发展蓄能。2005 年，英富曼会展集团以 17.68 亿英镑的现金支付和 3.11 亿英镑的费用净额进行配股，收购了 IIR Holdings。英富曼从 2007 年收购信息和研究集团 Datamonitor 开始，通过不断并购扩张实现多领域覆盖，为进入会展行业奠定基础。公司先后收购了加拿大流行文化展会 Hobby Star Marketing 和中国美容化妆品业展览会上海百文等企业，实现垂直市场多领域覆盖。

重点并购强竞争力的会展企业，发力跑马圈地式扩张。2015 年英富曼收购美国医疗器械专业展览会 FIME，2016 年公司先后收购展会和专业信息服务集团 Penton 以及中国第三大美容博览会成都美博会，其中 Penton 是美国领先的展会和专业信息服务集团，拥有 30 个展会和 20 个垂直行业的数据品牌。收购 Penton 为公司大幅扩容了展览会品牌，实现各会展领域全覆盖，加深了专业服务纵深。

2018 年收购巨头公司博闻，行业格局重塑。博闻拥有逾 400 个展览品牌和近 300 个会议品牌，公司于 2018 年对其进行收购。此举可使得公司在提升市占率的同时，向细分领域专业化方向发展。收购博闻以后，英富曼 2018、2019 年会展业务营收 YoY 分别同增 59.9%、45.3%，超越励展成为会展行业全球第一。

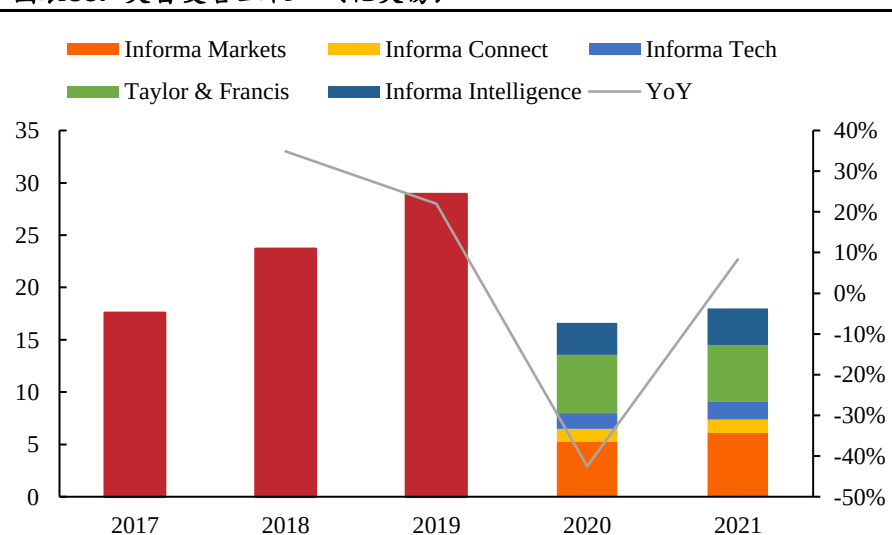
疫后并购进程再起，重磅并购事项频出。2022年7月，英富曼以3.89亿美元收购了B2B数字内容平台Industry Dive。其为B2B领域专业数字内容的领先企业，公司可通过收购整合线下展会、线上视频以及专业研究等资源，在前瞻布局线上内容方面更进一步。2023年，公司收购国际B2B集团Tarsus。其运营160多个主要的国际直播和点播B2B活动品牌，是世界领先的专业B2B活动组织者，此次收购有利于公司继续向亚洲、中东和美洲市场渗透。

图表34. 英富曼收购进程



资料来源：东亚前海证券研究所整理

图表35. 英富曼营业收入（亿英镑）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

励展博览集团为励讯集团旗下会展公司，是全球头部的展览及会议主办机构，拥有40年的发展历史，在全球30多个国家举办500多个展会项目，覆盖43个行业部门。在大中华区，励展博览集团每年主办约70场展会，展位总面积超过200万平方米，吸引来自中国 and 全球的3万余家展商。

和上百万名观众参与。励展博览集团不仅提供面对面的商务交流平台，还利用数据和数字工具为客户提供市场洞察、产品寻源和交易完成等服务。

在其发展历程中，励展博览集团通过多次收购，不断扩大其业务范围和市场影响力。自 2014 年起，励展博览集团先后多次在全球收购多家企业，涵盖了工业、建筑、医疗、旅游、电子制造、家居装饰、礼品文具、智能交通、数据分析等多个领域。通过收购，励展博览集团不仅扩大了自身规模和影响力，也为其客户提供了更多样化、更高质量、更有价值的贸易平台和服务。

2014 年，励展博览集团收购了墨西哥的展会主办商 Fidalex，从而进入了拉美市场，并在墨西哥城、瓜达拉哈拉、蒙特雷等地运营 20 个展会品牌，涉及工业、建筑、医疗、旅游等领域。

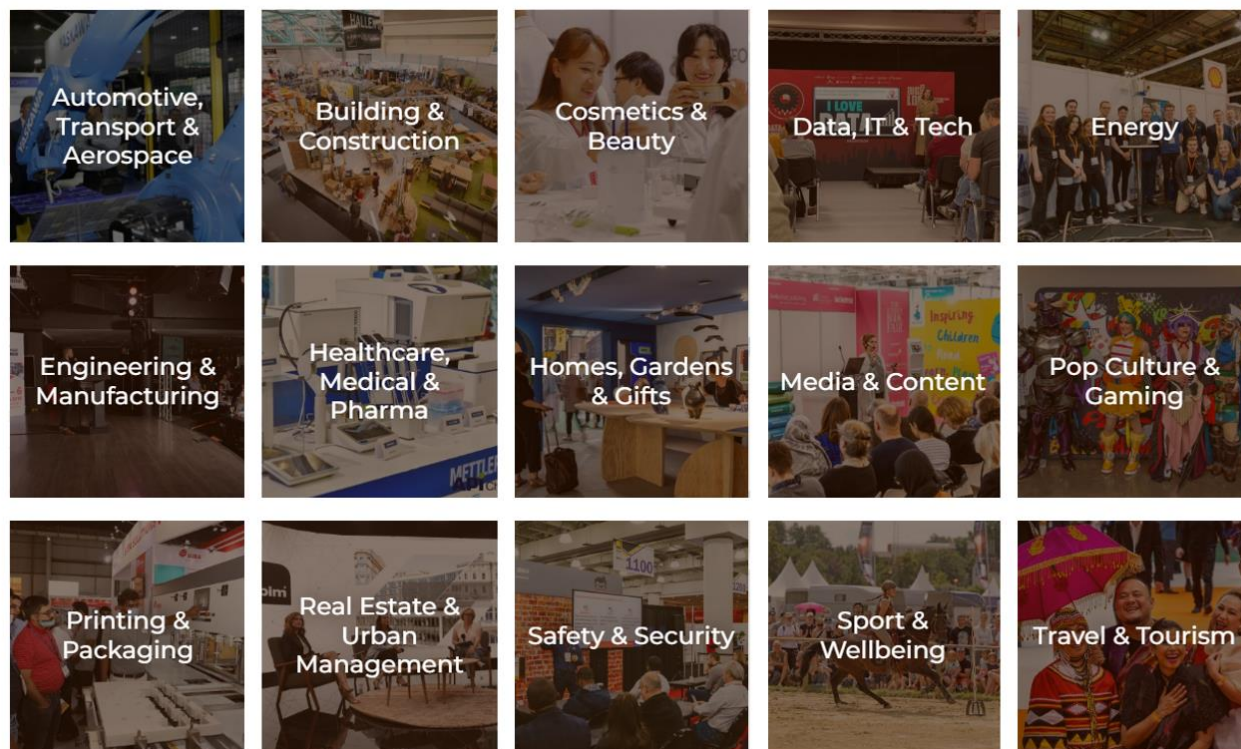
2016 年，励展博览集团收购了韩国的四个重要贸易展，包括电子制造关联展（EMK）和家居装饰艺术展（HTD），增强了其在亚洲市场的竞争力，并为其全球的电子制造和家居装饰展会组合增添了新的元素。

2019 年，励展博览集团收购了英国老牌的工业展览公司 Mack Brooks，拓宽了其在包装、塑料、印刷等行业的版图，并继承了 Mack Brooks 在全球 14 个国家 30 多个知名品牌的优质资源。同年，励展博览集团还收购了印度最大的礼品文具类展会 India Big7，开拓了印度这一充满潜力的新兴市场，并将其纳入其全球 500 多个展会蓝图中。

2020 年，励展博览集团收购了美国智能交通协会（ITS America）旗下的两个智能交通类项目——北美世界智能交通大会和年度会议，通过结合会议和出行，为其安全、交通、生活方式等领域提供了新的平台和机遇。

2022 年，励展博览集团收购了英国最大的企业数据及分析类项目 BigData London（伦敦），进军新增长领域，并为企业提供最前沿的数据技术和解决方案。

图表36. 励展目前涉及的会展领域



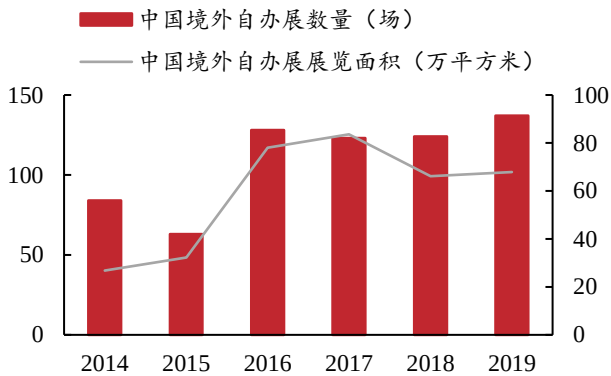
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

米奥与行业龙头企业经营范围同为世界各国会展，但其一，公司会展业务的营收体量较小，疫情前 2019 年励展、英富曼会展营收分别为 19.7、16.6 亿美元，公司仅营收 4 亿余元人民币；其二，公司的并购进度相较另两家处于较为初期阶段，未来享有较大的行业整合空间。其三，公司在覆盖国家、覆盖行业等方面均有提升完善空间。因此公司可对标海外会展龙头企业，通过不断并购方式提升自身的行业覆盖面与全球区位优势，赢得未来进一步的发展空间，以此提升营收规模。

2.4. 米奥特色：卡位中国境外展，与海外龙头错位竞争

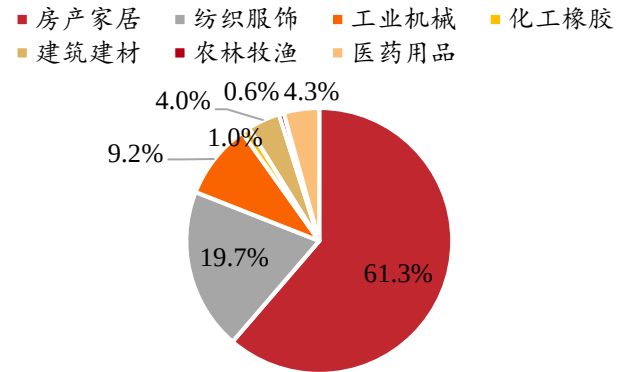
疫情前，中国境外自办展数量稳中有升。据《2021 年中国展览数据统计报告》，2019 年中国境外自办展数量达 137 场，展览面积达 67.9 万平方米，2014-2019 年展览面积 CAGR 为 20.4%。①从展会主题来看，自办展主题以房产家居、纺织服饰、工业机械为主，2019 年三者展馆面积之和占专业展总展馆面积的 90%；②从展会举办地来看，2018 年中国境外自办展目的地集中在“一带一路”沿线国家、“金砖国家”等新兴市场，与海外龙头（展览地主要集中在北美、欧洲等成熟市场）形成一定的差异化竞争。

图表37. 2014-2019年中国境外自办展情况



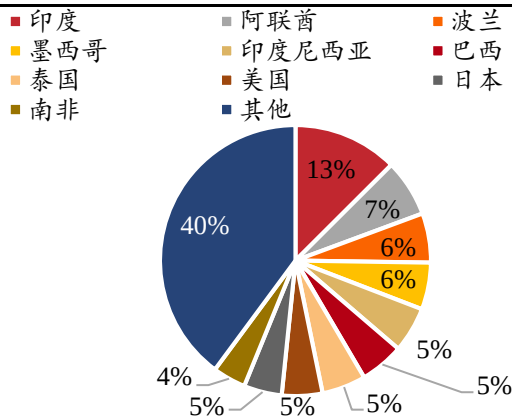
资料来源:《2021年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所

图表38. 2019年中国境外自办专业展行业分布



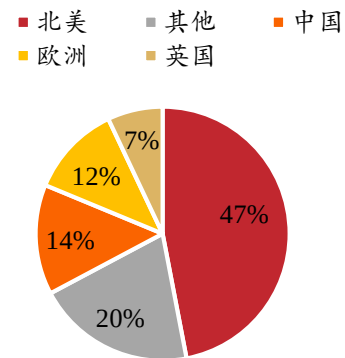
资料来源:《2019年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所
注: 按展馆面积计

图表39. 2018年中国境外自办展目的地分布



资料来源: 公司招股说明书援引《2018年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所
注: 按展馆面积计

图表40. 2021年英富曼展会目的地分布



资料来源: Informa公司公告, 东亚前海证券研究所
注: 按收入计

公司在海外展上具有较大优势。公司拥有自主产权、自主品牌、独立运营的互联网展览平台, 可以为参展企业提供线上线下相结合的数字营销方案。公司积极响应“一带一路”倡议, 开拓了中东、非洲等新兴市场, 打造了多个覆盖全球的专业展会, 涵盖了建材、家居、消费品等多个领域, 为参展企业提供了更广阔的发展空间。公司具有丰富的境外会展经验和资源, 与多个国家和地区的政府机构、行业协会、媒体等建立了良好的合作关系, 能够为参展商提供优质的服务和支撑。

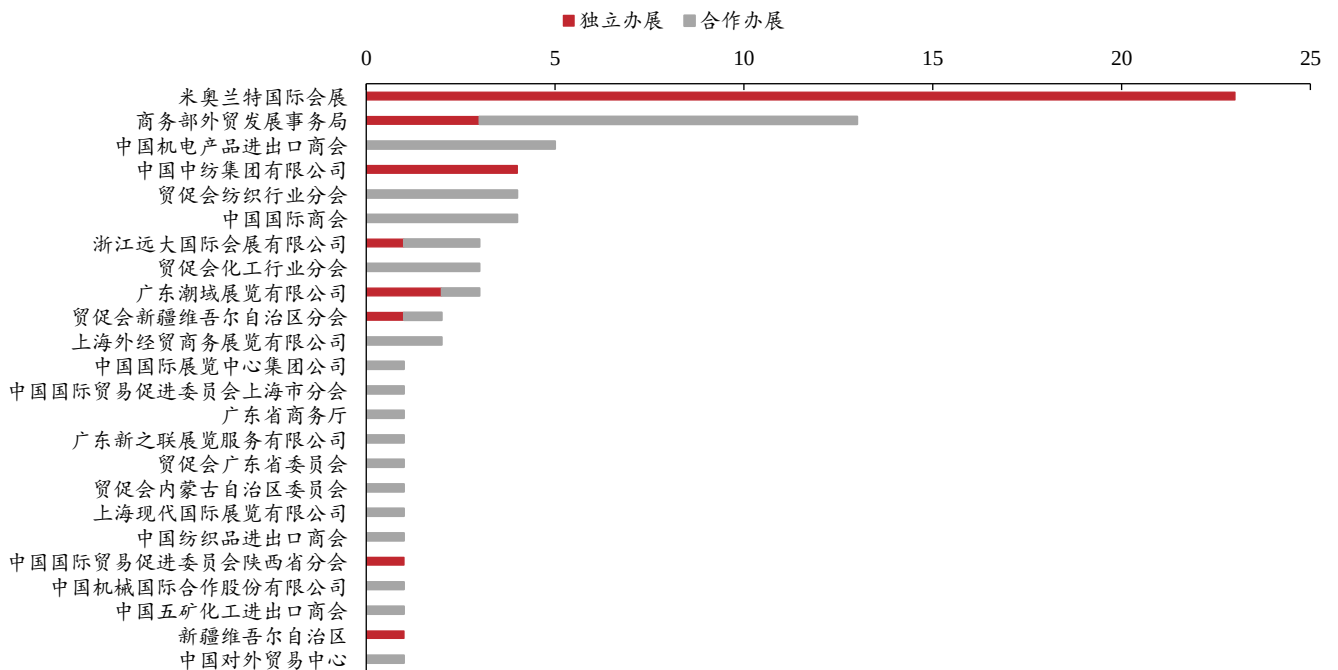
图表41. 公司合作的海外行业协会



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

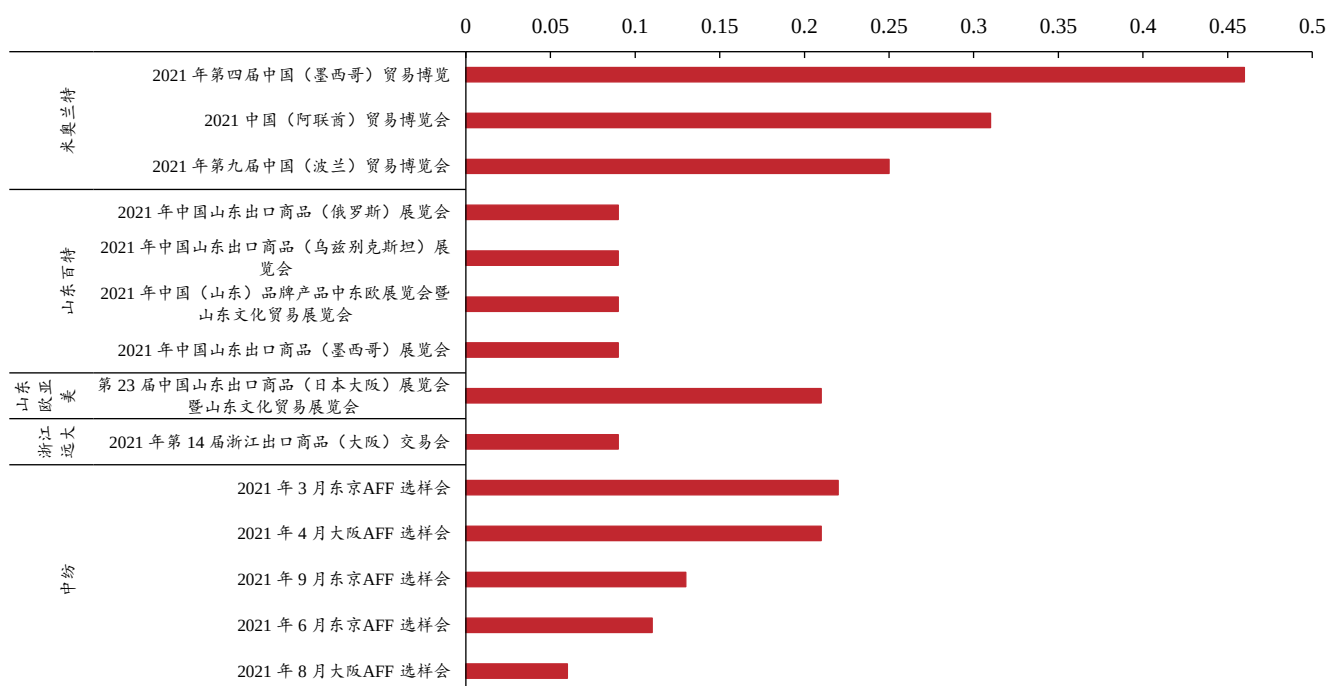
在境外展规模方面，公司相较其他组展机构具有绝对优势。疫情前看，2019 年在境外办展数量中，公司独立办展 23 场，占总体办展数量的 29.11%。虽然疫情以后中国主办的境外展览规模下降较快，但公司仍有多场高规格、大面积的展览出海。在 2021 年中国出境自主办展中，公司办展总面积 1.02 万平方米，办展总面占比 43%，公司在墨西哥、阿联酋、波兰等国举办的中国贸易博览会中展览面积均较大。2022 年，米奥兰特以创新的双线展新模式举办了 14 场展会，覆盖了阿联酋、波兰、墨西哥等外贸热门市场，以及包含印尼、越南、日本等国家的 RCEP 市场。共有超 2800+企业参与，对接全球 8 万多位精准买家，意向成交金额高达 8.1 亿人民币。

图表42. 2019 年中国组展机构境外办展数量（场）



资料来源：《2018 年度中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

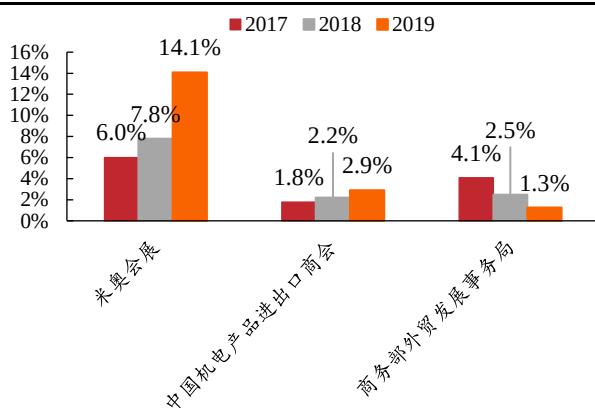
图表43. 2021年中国出境自主办展展览面积（万平方米）



资料来源：《2021年中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

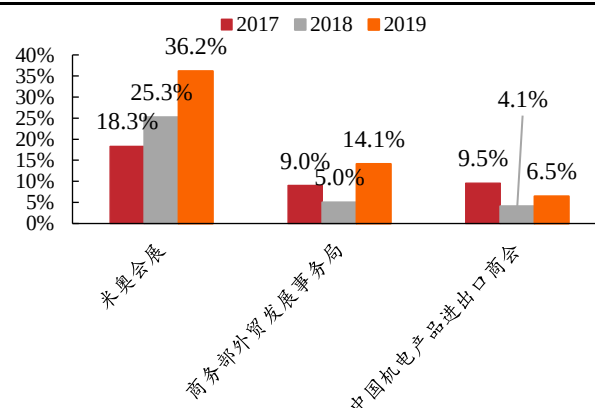
依托管理层对“中国制造”“走出去”需求的敏锐洞察，公司前瞻性布局“一带一路”、“金砖五国”市场，在中国境外展市场份额逐年提升且保持绝对领先。我们认为，海外龙头在北美、欧洲等成熟市场的领先市场份额难以低成本的拓展至“一带一路”等新兴市场，米奥有望凭借在新兴市场的先发优势与海外龙头错位竞争。

图表44. 中国境外展（“金砖五国”）市场份额



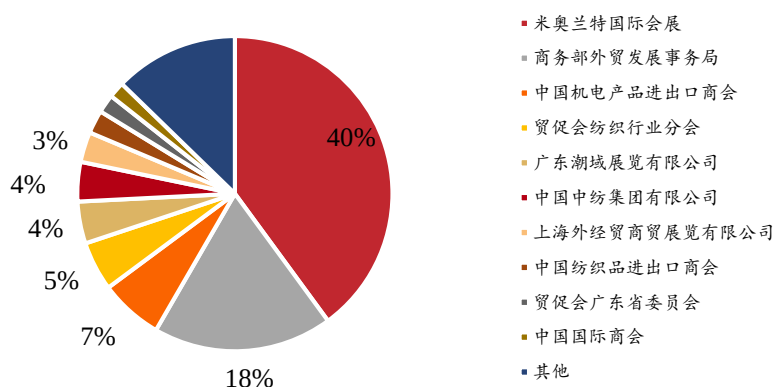
资料来源：中国会展经济协会，东亚前海证券研究所
注：按展览面积计

图表45. 中国境外展（“一带一路”）市场份额



资料来源：中国会展经济协会，东亚前海证券研究所
注：按展览面积计

图表46. 2019 年中国境外自办展企业展览面积构成



资料来源：《2019 年中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

公司 2023 年筹备展会较多，在纺织服装、消费电子、工业机械、建材五金、汽车摩托车零配件、家居礼品、家用电器、美容美发等多个方向多国计划布展。其中今年 AFF 展位快速售罄，再一次证明市场对其看好程度，预计今年 AFF 展仍将成为行业聚焦重点。

图表47. 公司 2023 年年内海外展计划（部分）

国家	展会名称	展会时间
印尼	印尼消费电子展(春季) Electronicsexpo Indonesia	05 月 24 日-05 月 26 日
德国	德国消费电子展 Electronicsexpo Germany	06 月 05 日-06 月 07 日
迪拜	迪拜消费电子展(春季) Electronicsexpo Dubai	06 月 13 日-06 月 15 日
越南	越南消费电子展 Electronicsexpo Vietnam	06 月 15 日-06 月 17 日
巴西	巴西消费电子展(春季) Electronicsexpo Brazil	06 月 21 日-06 月 23 日
墨西哥	墨西哥消费电子展(春季) Electronicsexpo Mexico	06 月 27 日-06 月 29 日
土耳其	土耳其消费电子展 Electronicsexpo Turkey	09 月 07 日-09 月 09 日
美国	美国消费电子展 Electronicsexpo America	09 月 13 日-09 月 15 日
南非	南非消费电子展 Electronicsexpo South Africa	09 月 20 日-09 月 22 日
印尼	印尼消费电子展(秋季) Electronicsexpo Indonesia	11 月 23 日-11 月 25 日
印度	印度消费电子展 Electronicsexpo India	11 月 28 日-11 月 30 日
波兰	波兰消费电子展 Electronicsexpo Poland	11 月 29 日-12 月 01 日
墨西哥	墨西哥消费电子展(秋季) Electronicsexpo Mexico	12 月 05 日-12 月 07 日
巴西	巴西消费电子展(秋季) Electronicsexpo Brazil	12 月 11 日-12 月 13 日
迪拜	迪拜消费电子展(秋季) Electronicsexpo Dubai	12 月 18 日-12 月 20 日

资料来源：公司微信公众号，东亚前海证券研究所

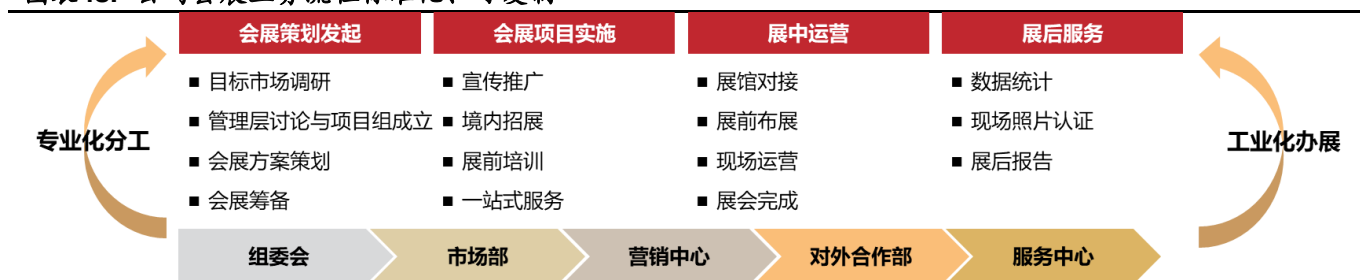
3. 核心竞争力：运营、资源、品牌共筑优势壁垒

基于前文对会展赛道属性的分析，我们认为会展行业进入门槛较高，领先同业的拓展布局使得公司在运营端、资源端构筑起强大的先发优势，叠加品牌效应带来的较高溢价，或将保障公司长期盈利能力。

3.1. 运营层：业务流程标准化、可复制构筑核心竞争壁垒

可复制流程+精细化分工，打造行业运营标杆，助力业务规模扩张。公司是国内外展市场的先行者，基于 10 余年办展经验，打造了“会展策划发起-会展项目实施-展中运营-展后服务”的标准化展会流程，实现业务框架可复制。在此基础上，公司实行以业务为导向，平台式的组织管理架构，形成从组委会、市场部、营销中心、对外合作部到服务中心的办展流水线。

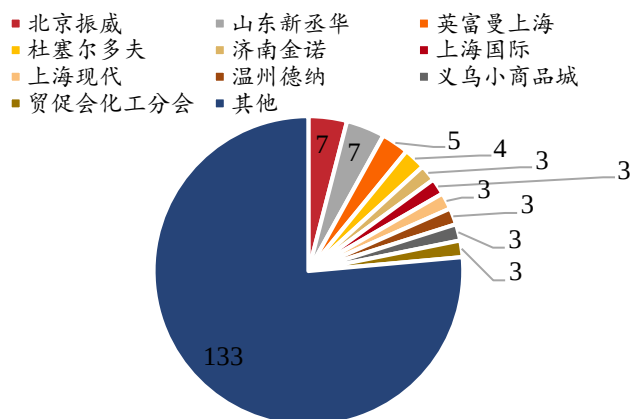
图表48. 公司会展业务流程标准化、可复制



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

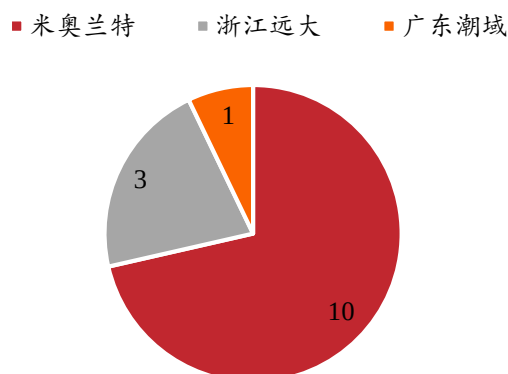
公司 UFI 认证展会数量持续领跑行业，展现公司高超运营能力。UFI（全球展览业协会）是世界展览业最重要的国际性组织，其可对国际性展会进行认证。UFI 对申请加入的展览会的规模、办展历史、国外参展商比例、国外观众的比例等都有较严格的要求。国内 UFI 认证情况较分散，北京振威、山东新丞华、英富曼上海等公司的境内 UFI 展览数为 7/7/5 个，但在国内 UFI 展览中占比均较小。公司重点开拓国外市场，在国外展会 UFI 认证规模上有绝对优势。在中国境外自办展览方面，2021 年共有 14 个展览通过了 UFI 认证，其中公司主办的展览占 10 个，另有 3 个由浙江远大主办、1 个由广东潮域主办。公司凭借中国贸易博览会项目，牢牢在境外自办展侧占据优势。

图表49. 2021年中国境内的UFI认证展览项目



资料来源:《2021年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所

图表50. 2021年中国境外的UFI认证展览项目



资料来源:《2021年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所

图表51. 2021年中国境外自主办展经UFI认证展览名录

序号	UFI认证展会	展览会城市	展览公司
1	中国(约旦)贸易博览会	安曼	米奥兰特国际会展
2	中国(阿联酋)家居贸易博览会	迪拜	米奥兰特国际会展
3	中国(波兰)家居贸易博览会	波兹南	米奥兰特国际会展
4	中国(印度)贸易博览会	孟买	米奥兰特国际会展
5	中国(土耳其)贸易博览会	伊斯坦布尔	米奥兰特国际会展
6	中国(南非)贸易博览会	约翰内斯堡	米奥兰特国际会展
7	中国(巴西)贸易博览会	圣保罗	米奥兰特国际会展
8	中国(哈萨克斯坦)贸易博览会	阿斯塔纳	米奥兰特国际会展
9	中国(埃及)贸易博览会	开罗	米奥兰特国际会展
10	中国(墨西哥)贸易博览会	墨西哥城	米奥兰特国际会展
11	浙江商品展(大阪)	大阪	浙江远大国际会展有限公司
12	浙江商品展(越南)	河内	浙江远大国际会展有限公司
13	浙江商品展(马来西亚)	吉隆坡	浙江远大国际会展有限公司
14	印尼国际婴儿用品及玩具展	雅加达	广东潮域展览有限公司

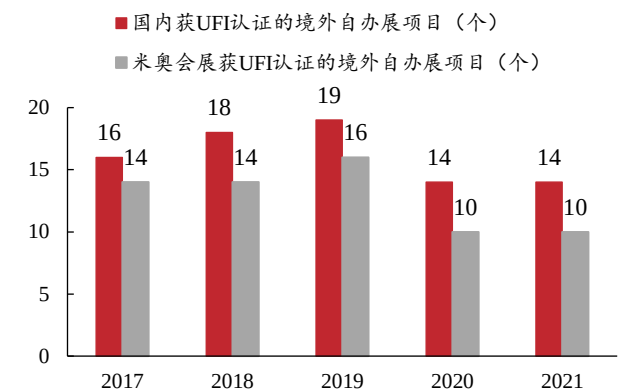
资料来源:《2021年中国展览数据统计报告》, 东亚前海证券研究所

图表52. UFI 认证国际展会的标准

考察维度	认证标准
展会持续性	申请认可时展会最少作为国际展览定期举办过两届
展会规模	相关展览数据符合要求： 1) 展览面积； 2) 国内和国外参展商数量； 3) 国内和国外参观众数量
展馆设施	展会主办者必须提供专业的软硬件服务（包括明确的标志、厕所、餐饮、交通、残疾人通道以及接待、协助和信息服务），展馆必须是适当的永久性设施
展会运营	展会材料（包括广告材料及目录）都有外文（英文）版
国际性	1) 直接或间接外国参展商数量不少于总数量的10%； 2) 外国观众数量不少于总观众数量的5%；

资料来源：UFI，东亚前海证券研究所

图表53. 境外自办展获 UFI 认证项目情况



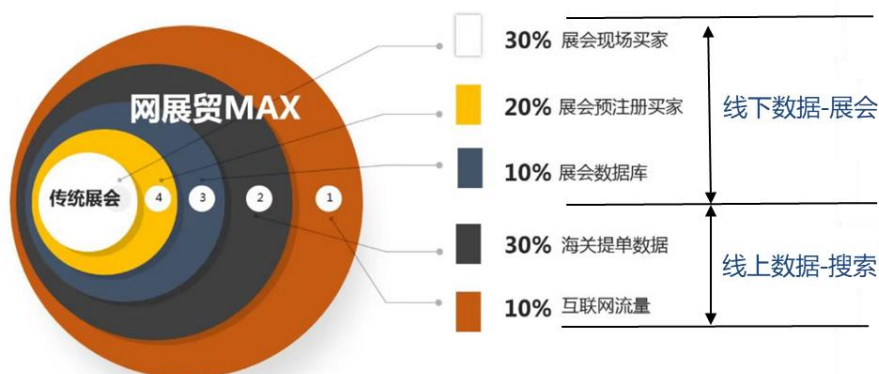
资料来源：中国会展经济协会，东亚前海证券研究所

我们认为，一方面，相较于国内多数会展企业广泛采用的项目制，平台式组织架构能够促进跨展会项目的业务协同、资源共享和能力复用，降低对于项目经理个人的依赖，确保客户参展体验，2017-2021 年公司旗下获得 UFI（国际展览联盟）认证的展会数量领跑行业，展会运营能力持续验证。另一方面，基于可复制的业务流程和精细化的业务分工，公司展会业务有望实现快速规模化扩张，抢占更多市场份额。

3.2. 资源层：领先同业的拓展布局构筑资源端先发优势

产业链资源丰富，线上线下双向赋能。会展品牌在产业链上下游的口碑积累需要一定的时间周期，一旦形成网络效应，就具有较强的客户粘性，因此易形成资源储备的先发优势。公司较早切入境外自办展市场，积累了大量优质客户资源，拥有超过 150 万条境内展商数据和 180 万条历届展会观众数据，同时与当地展馆、政府机构和行业协会均建立了紧密的联系。此外，公司已经建立起线上线下双向赋能的客户网络，截至 2022 年，数字展览平台拥有 14 亿+海关提单买家数据，30 万+年度预注册买家数据。我们认为，数字化客户网络的建立一方面助力参展商在传统展会的基础上多渠道触达更多买家，实现有效贸易撮合；另一方面帮助公司在疫情期间与客户维持稳定的联系，避免由于线下展会停滞造成的客户流失，伴随商务出入境逐步放开，公司有望迅速承接市场需求，实现业绩的快速修复。

图表54. 公司已经成功搭建线上线下双向赋能的客户网络

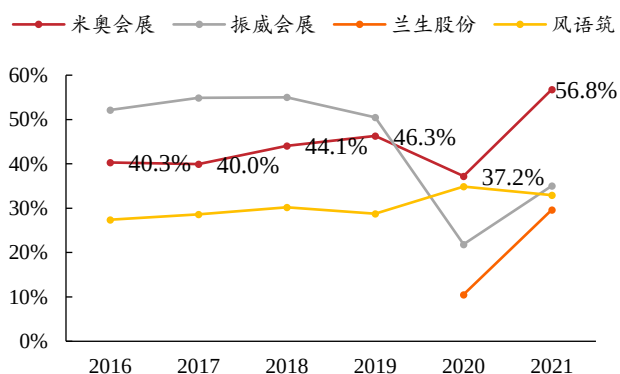


资料来源：米奥会展公众号，东亚前海证券研究所

3.3. 品牌层：品牌建设成效显著，保障长期盈利能力

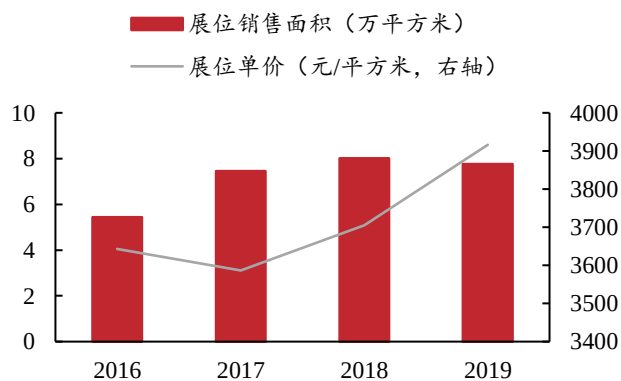
品牌效应日益凸显，带来较高溢价水平。公司成功打造两大展会品牌 Homelife（品牌家居行业）和 Machinex（工业机械行业），得益于多年积累的品牌影响力，公司自办展业务拥有较高的溢价水平。横向对比来看，2016-2019 年公司毛利率在 40%-46%，位于同行可比公司中较高水平，2021 年公司顺应新冠疫情推出“网展贸 Meta”，盈利水平进一步优化。纵向对比来看，持续验证的展会运营能力和较高的品牌壁垒使公司自办展业务脱离价格战的泥淖，2016-2019 年展位价格趋势上行的同时展位销售面积也稳步增长。

图表55. 可比公司毛利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表56. 提价对米奥展位销售没有显著负面影响



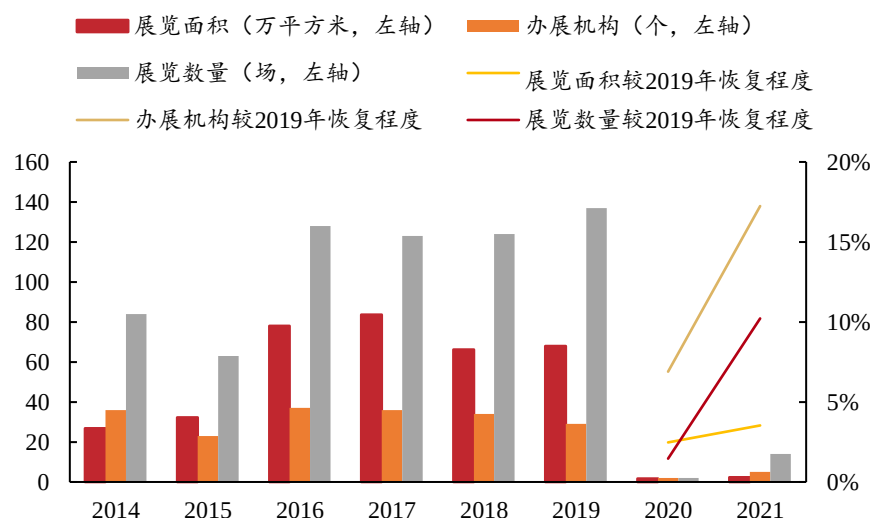
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所
注：2019 年展位单价为截至 2019H1 数值

4. 成长驱动力：短期需求快速回补，中长期多因素驱动业绩持续增长

4.1. 短期：疫情扰动减弱，政策放开驱动需求快速回补

我国会展行业受疫情影响短暂受损。2014-2019 年，会展行业呈现稳步增长态势，展览面积、办展机构和展览数量均有所提升，其中 2016 年和 2017 年最高。2020 年，由于新冠疫情的爆发，会展行业遭受较大影响，展览面积、办展机构和展览数量都有一定降幅，仅为 2019 年的 2.47%、6.90%、1.46%。2021 年，国内会展行业有所复苏，但仍未及疫情前水平。

图表57. 2014-2021 年中国境外自办展情况



资料来源：《2021 年中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

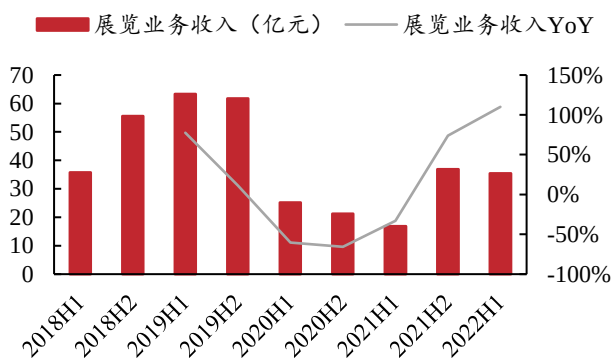
Informa 业绩快速修复，行业韧性显现。 Informa 作为全球最大的会展龙头，业务集中在北美地区，其展览业务收入情况可以一定程度上反映会展行业随疫情政策调整的修复节奏。2021 年 3 月至今，伴随美国疫情防控政策全面放松，Informa 公司展览业务业绩自 2021 年下半年起出现明显反弹，2H21/1H22 展览业务收入分别为 36.9/35.4 亿元，YoY+74%/+110%，经调整营业利润分别为 9.6/6.4 亿元，YoY+381.9%/+267.6%，实现业绩的快速修复。据 AMR Globex 预测，2024 年全球会展市场规模将恢复至 2019 年的 97% 左右。

图表58. 美国新冠疫情及防控政策变化情况



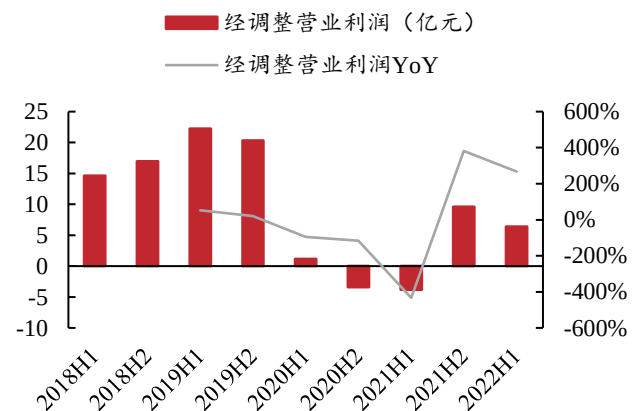
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表59. Informa 展览业务营收及增速



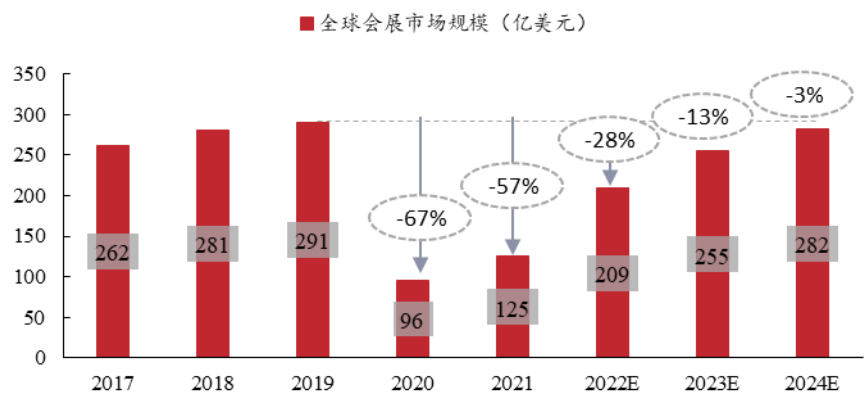
资料来源：Bloomberg，东亚前海证券研究所

图表60. Informa 展览业务经调整营业利润及增速



资料来源：Bloomberg，东亚前海证券研究所

图表61. 全球会展市场修复节奏

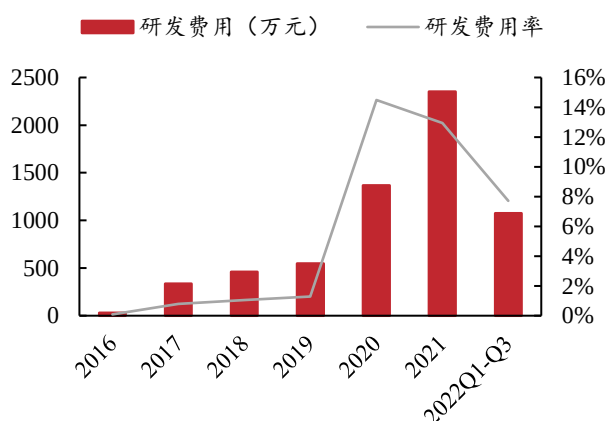


资料来源：AMR，东亚前海证券研究所

公司逆势布局抢占先机，同时具备 β 和 α 的投资价值。①从行业出发，此前中国企业由于出境方面的行动限制，与海外客户、市场的交流活动较

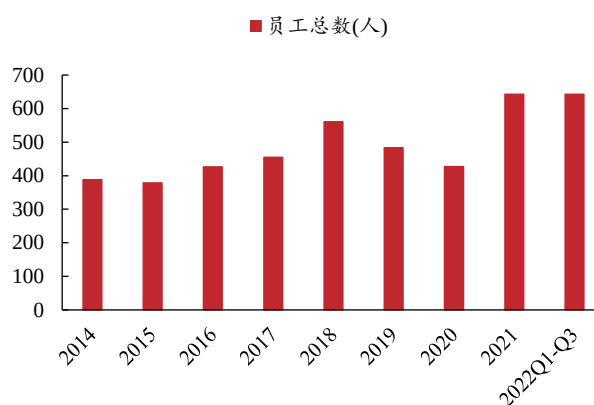
少，我们预计伴随国内疫情防控政策的调整优化，积压的参展需求爆发力更强，会展行业整体景气度回升，以米奥为代表的头部企业或将复制海外会展龙头的快速修复势头。②从公司自身出发，疫情期间，公司把握行业底部机会扩充团队规模，同时加大研发投入拓展数字化业务。截至 2021 年底，公司共获得授权软著 38 项、授权专利 4 项，数字化创新服务模式“网展贸”入选 2020 年国务院服务贸易创新发展试点“最佳实践案例”。销售团队从 250 多人增加至 350 多人。我们认为，目前公司前置费用投入结束，有望依托领先的数字化能力、充足的人员储备在行业恢复期快速增长，提升市场份额。

图表62. 公司研发费用及费用率情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表63. 公司人员储备情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.2. 长期：政策支持、制造出海、市场拓展共振，打开中长期成长天花板

4.2.1. 政策支持，引导行业快速发展

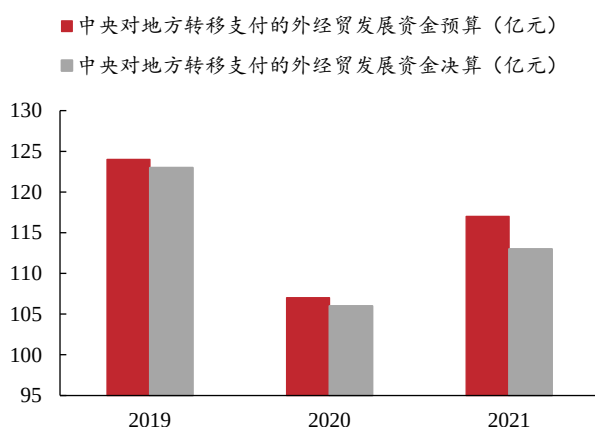
政策驱动市场需求，境外自办展渗透率有望快速提升。展会是获取外贸订单的重要手段，商务部、国务院、发改委等部门近期出台一系列稳外贸政策，注重支持中国境外展市场的发展。从政策落实来看，各地方政府纷纷加大对赴海外参展的企业的补贴，积极响应国家“各地要用好外贸发展专项资金，支持中小微企业参加境外展会”的指导。我们认为政策的出台一方面有利于释放国内企业出海参展的需求，另一方面促使会展龙头加快数字化建设、扩大海外办展规模以满足市场的需求。在此基础上，以米奥为代表的研发实力领先、先发优势突出、品牌壁垒深厚的会展龙头有望加速脱颖而出。

图表64. 近期稳外贸政策梳理

发布日期	主管部门	标题	概要
2022/5/9	商务部、发改委等	商务部等14部门关于开展内外贸一体化试点的通知	支持商贸、物流企业“走出去”，整合市场资源，建立国际化营销、物流和售后服务网络，支持举办内外贸融合展会，促进内外贸企业、第三方服务机构对接合作。
2022/5/17	国务院办公厅	国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见	各地方积极利用外经贸发展专项资金等相关资金，支持中小微企业以“境内线上对口谈、境外线下商品展”等方式参加境外展会。商协会、贸促机构、驻外机构、海外中资企业协会积极帮助组展企业和参展企业对接海外买家。
2022/5/17	商务部	外贸外资协调机制办公室关于建立完善与在华外国商协会常态化交流机制的通知	建立完善与在华外国商协会常态化交流机制，在符合疫情防控要求的前提下，组织开展重点引资来源地在华外国商协会交流，常态化组织开展外国商协会交流活动
2022/9/27	商务部	商务部关于印发支持外贸稳定发展若干政策措施的通知	各地方积极利用外经贸发展专项资金等相关资金，支持企业参加本地区、其他地区或贸促机构、会展企业举办的各类境外自办展会，鼓励有条件的地方扩大境外自办展会规模。各地方加强指导，支持企业提升境外代参展人员服务水平和积极性，持续提升代参展成效。对外贸企业人员常态化疫情防控下出国出境进行参展、商洽等商务活动的，各地方外事、商务主管部门和移民管理机构要进一步加强服务保障。

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

图表65. 中央对地方转移支付的外经贸发展资金



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表66. 部分地方政府境外展补贴政策

地区	各地方政府对企业赴海外参展最新补贴政策
广东省	1) 对参加粤贸全球广东境外商品展览会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的80%且最高支持金额不超过3万元的标准予以支持。2) 对参加其他境外展会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的80%且最高支持金额不超过1.8万元的标准予以支持
北京市	对参加境外展览会的企业提供展位费50%的补贴，不包括企业注册费和展位搭建费。展位以9平方米为单位，企业可申请多个展位，补贴总额不超过30万元。对于大型展品回运费，单个展品达到体积1立方米且重量1吨以上，可以申请补贴，上限为50%，10万元
天津市	对参加境外展览会的企业，补贴展位费（场地、基本展台、桌椅、照明）的50%，每个标准补贴上限15000元
浙江省	境外展会展位费，按不高于展位成本价的70%资助，单个展位（展位面积以展会主办方确定面积为准）最高资助不超过5万元，单个展会单个企业的展位皆最高资助不超过15万元

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

4.2.2. 制造出海，供给侧优势支撑境外展会需求

疫情后中国出口产品在国际市场上的竞争力有所提升。疫情后中国内地绝大部分细分行业出口份额提升，主要替代欧盟、美国等部分市场。我们认为背后的原因在于后疫情时代供应链自主性和成本是参与全球竞争的关键因素：1) 从供应链自主性考虑，疫情冲击下全球产业链面临较大不确定性，相较于发达国家以效率为主导的全球化供应链，中国国内供应链完备，拥有较强的自主性和可控性。根据联合国工业发展组织的分类标准，中国是唯一拥有全部大、中、小工业门类的国家，对海外供应链的依赖度较低，以德国为例，中国各行业的供应链自主性（国内中间投入占整体中

间投入的比重)都更高。2)从成本因素考虑,虽然近年来中国低劳动力成本的比较优势相对于某些新兴市场经济体已经有所消退,但是相对于发达国家仍尤为明显。

我们认为由于国内成熟产业链带来安全和成本的优势,1)虽然短期内外需有所承压,但中国制造的全球竞争力,尤其是相对于欧洲、美国的竞争力有所提升,有望对冲外需下行的压力,稳定出口增速,支撑境外展会需求;2)2023年公司存量展会品牌(Homelife及Machinex)新拓美国、德国两大市场,有望凭借中国制造的出口竞争力攫取成熟会展市场份额。

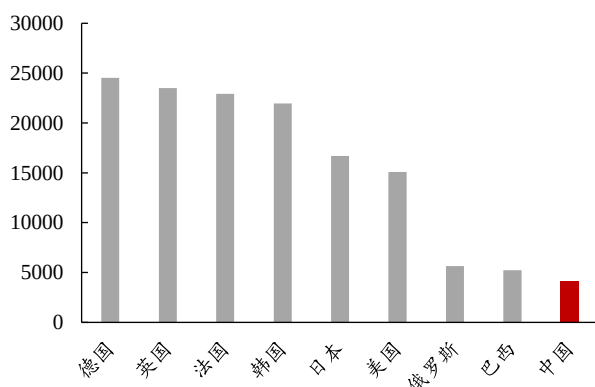
图表67. 疫情前后各地区产品出口占全球市场份额变化 (pct)

	中国内地	EU28	美国	日本	加拿大	中国香港	韩国	墨西哥	印度	泰国	巴西	澳大利亚	土耳其	南非	新加坡	中国台湾	瑞士
杂项	5.43	-4.65	-7.49	-0.11	-0.3	-0.21	-0.23	-1.7	0.08	-0.24	-0.01	0.13	0.06	-0.01	0.33	0.111	8.8
交运设备	5.66	-3.34	2.05	-2.7	-1.43	-0.04	0.1	-0.05	-0.07	0.1	-0.29	-0.06	0.09	-0.12	-0.39	0.39	0.09
电气设备	3.57	-3.66	-1.35	-0.77	-0.25	0.67	0.35	-0.17	0.07	-0.11	-0.09	-0.04	0.05	-0.02	0.64	1.44	-0.33
金属制品	3.88	-4.33	-1.52	-0.52	0.45	-0.13	-0.48	0.56	1.31	0.05	-0.02	-0.27	0.94	0.48	0	0.09	-0.5
非金属矿	2.5	-3.7	1.69	0.53	-0.41	1.22	0.36	0.43	-0.33	-0.56	0.27	-0.12	0.59	1.48	0.18	0.2	-4.32
鞋靴配饰	3.86	-0.69	-0.68	0.02	-0.13	-1.32	-0.13	0.2	-0.36	-0.14	0.01	-0.01	0.08	-0.01	-0.07	0.02	-0.65
纺织服装	3.16	-1.01	-0.26	-0.31	-0.07	-1.54	-0.38	0.17	0.33	-0.25	0.05	0.07	0.59	-0.03	0.02	-0.27	-0.27
木制品	1.68	-0.41	-1.38	-0.15	1.76	-0.58	-0.31	0.24	0.31	0.06	-0.12	-0.44	0.44	0.03	-0.5	-0.11	-0.51
皮革箱包	1.81	0.93	-0.19	0.06	-0.22	-1.9	-0.15	0.18	-0.02	-0.25	0.24	0.05	0.22	0.11	-0.28	-0.06	-0.53
塑料橡胶	5.08	-1.44	-1.46	-1.03	0.06	-0.62	0.11	0.28	-0.06	-0.34	-0.04	-0.03	0.46	-0.04	-0.55	0	-0.38
化工品	5.26	-1.82	0.48	-0.46	0.34	0.01	0.67	0.22	-0.15	-0.07	0.01	-0.24	0.22	0.21	-0.44	0.07	-4.3
燃料	-2.07	0.47	1.12	-0.47	1.31	-0.02	-0.71	0.08	1.78	-0.1	0.05	-0.13	0.15	0.05	-1.13	-0.37	0.01
矿产品	0.46	-0.9	-1.35	-0.1	-0.1	-0.05	0.47	1.08	-1.02	-0.27	1.91	1.68	0.11	-2.06	-0.02	0.19	-0.02
食品烟酒	1.32	-1.61	-0.62	0.1	0.53	-0.38	0.14	1.2	1	-0.84	0.98	-0.51	0.55	-0.14	-0.63	-0.05	-1.03
蔬菜	-2.3	-0.54	-0.17	-0.08	-0.62	-0.41	-0.11	-0.4	0.5	0.16	1.56	2.5	0.46	0.05	-0.04	-0.11	-0.46
动物	-1.74	-1.36	1.71	0.2	0.79	-1	0.16	0.76	-0.25	-0.46	1.95	-0.73	0.56	-0.04	0.03	-0.34	-0.23

资料来源: UN Comtrade, 东亚前海证券研究所

注: 疫情前代表 2019 年 1 月至 2019 年 12 月, 疫情后代表 2021 年 7 月至 2022 年 6 月

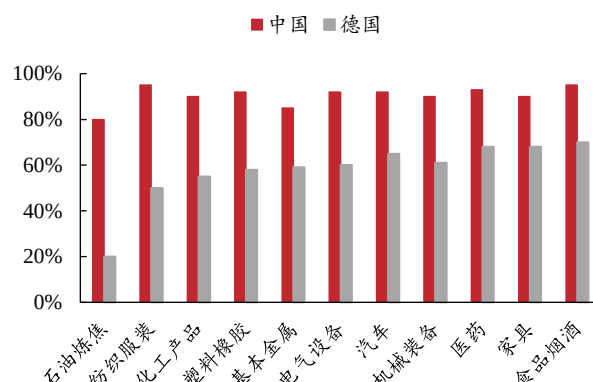
图表68. 我国劳动力成本仍具有相对优势 (美元/年)



资料来源: OECD, 人力资源和社会保障部, 东亚前海证券研究所

注: 纵轴表示 2021 年各国最低薪资水平

图表69. 供应链自主性对比 (中国 VS 德国)



资料来源: WIOD 世界投入产出数据库, 东亚前海证券研究所

注: 数据基于 2000-2014 年世界各国贸易数据, 以国内中间投入占整体中间投入的比重来衡量供应链自主性

4.2.3. 市场拓展, 并购驱动品类、区域扩张

并购加速品类拓展和区域布局, 夯实中长期成长潜力。由于会展行业具有较高的品牌壁垒, 内生孵化自有 IP 切入新的行业或地区需要较长的培育周期, 由于培育期内客户尚未稳定, 新的自有 IP 可能存在招展不达预期,

无法收回成本或收益相对较低的情况，进而拖累公司毛利率水平及经营业绩。公司通过外延并购中纺、华富等细分龙头，依托其长期积累的品牌影响力及展商/观众资源，进一步丰富展会覆盖品类，加码 RCEP 境外展市场，同时开始布局国内展览市场，打开公司中长期成长空间。

图表70. 公司境外展覆盖区域从一带一路、金砖国家向 RCEP、北美及欧洲市场拓展

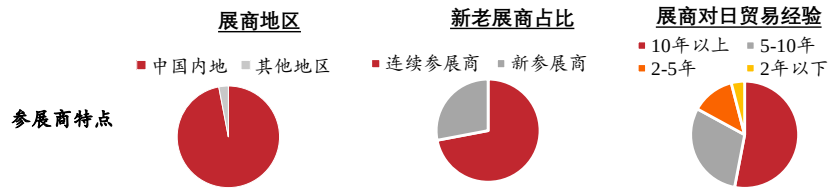


资料来源: 公司官网, 公司公告, 招股说明书, 东亚前海证券研究所
注: 红色字体表示 2022 年及以后公司新拓展国家

公司于 2022 年 3 月收购中纺广告 60% 股权，中纺旗下 AFF 展会是日本规模最大的纺织服装 OEM/ODM 展会，自 2003 年创办以来已成功举办过 35 届，展会撮合成交的订单占日本纺织服装进口额的 15% 以上，展商展位的预订欢迎度最高。AFF 展会在业内拥有良好的口碑：1) 展会复购率较高，72% 的参展商为连续参展商；2) 展商资源优质，5 年以上外贸经验的参展商占比达 80% 以上；3) 客户质量优，成交效率高：每家参展企业意向客户超 50 家，新客户比例超 60%，成交比例约 90%。我们认为公司并购整合中纺 AFF 展会后，公司原有的多元市场布局与 AFF 展会较强的品牌影响力和优质展商资源相互赋能，助力公司快速切入纺织服装专业展市场，并在此基础上拓展新的国家和地区。2023 年 AFF 展会已布局印尼、墨西哥、越南等地区，预计能为公司带来可观的收入增量。

图表71. AFF 展会概览

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
展会数量(场)	3	3	3	2	3	4	0	7
参展企业(家)	898	974	940	868	970	1224	0	N.A.
参展观众(人)	11348	11194	9467	9566	10846	11918	0	3271



资料来源: AFF 官网, 东亚前海证券研究所

注: 2021 年展会为数字展和双线双展

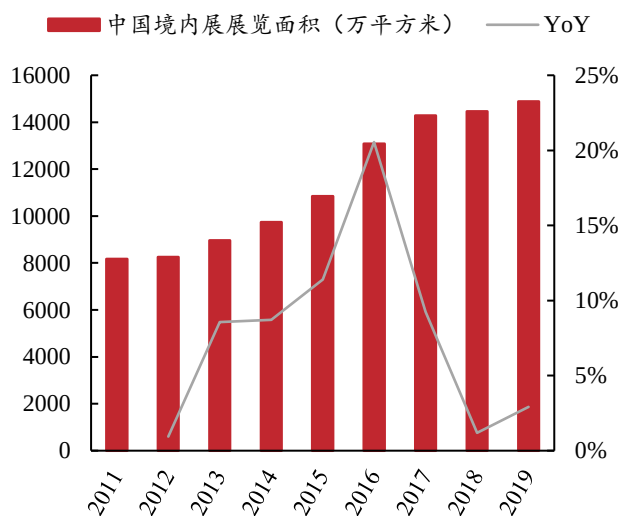
图表72. 2023 年 AFF 展计划表

国家	展会名称	展会时间
日本	日本亚洲纺织成衣展(大阪)	04月11日-04月13日
印尼	印尼亚洲纺织成衣展(五月)	05月24日-05月26日
墨西哥	墨西哥纺织成衣展(春季)	06月27日-06月29日
日本	日本亚洲纺织成衣展(东京)	09月06日-09月08日
越南	越南亚洲纺织成衣展(秋季)	10月
印尼	印尼亚洲纺织成衣展(十一月)	11月23日-11月25日
墨西哥	墨西哥纺织成衣展(冬季)	12月05日-12月07日

资料来源: 米奥会展微信公众号, 东亚前海证券研究所

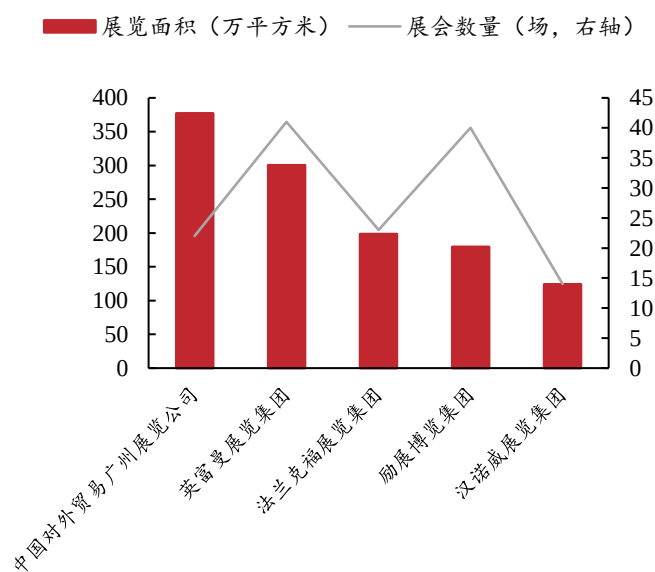
公司于 2021 年 8 月收购深圳华富 51% 股权, 集团旗下拥有知名专业展览 CEET 创教展, 展会覆盖深圳、四川等六个省市, 年度展览面积超 10 万平方米, 参展观众超过 20 万人次。疫情前国内会展市场由政府机构和英富曼等海外知名展览公司主导, 新冠疫情使得国内展会的举办近乎停滞, 业内对于内展市场的悲观预期为公司创造了并购的发展契机。从中长期角度看, 我们认为公司有望借助此次并购在内展市场迅速建立影响力, 为未来公司拓展国内展会奠定坚实基础。

图表73. 疫情前中国境内展市场稳健增长



资料来源：中国会展经济协会，东亚前海证券研究所

图表74. 2019年中国境内展市场 TOP5 公司



资料来源：《2019年度中国展览数据统计报告》，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：1) 收入端：短期内主要矛盾仍然在需求端，后期伴随国内商务出入境管控放松，积压的海外参展需求爆发力更强，公司营收增长的主要限制因素将从需求端逐步转向供给端，我们认为公司内生外延并举加速品类拓展和区域布局，预计未来公司展位数量持续提升，考虑展位价格上调落地及单展销售规模扩大，对应 2023 年 6 亿余元营收，符合股权激励计划。**2) 利润端：**考虑到单展销售规模扩大摊薄场馆租赁等相对固定成本，以及数字展会（毛利率更高）带来的业务结构优化，后期毛利率有望趋势上行。公司当前数字产品研发周期已经进入尾声，人员储备也已完成，后期费用率有一定的下降空间。

图表75. 公司营业收入预测

	2017A	2018A	2019A	...	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	419.87	434.50	420.83	...	311.76	607.19	834.00
YoY	0.00%	0.00%	26.30%	...	71.64%	94.76%	37.35%
其中：境外自办展（百万元）	379.68	392.39	383.09	...	271.76	562.39	784.72
展位数量（万个）	0.83	0.89	0.86	...	0.66	1.30	1.69
YoY	36.92%	7.54%	-3.03%	...		96.97%	30.00%
单展位综合价格（万元/个）	4.59	4.41	4.44	...	4.12	4.33	4.64
YoY	-1.23%	-3.90%	0.68%	...		5.06%	7.33%
境外代理展（百万元）	35.59	38.21	37.74		0.00	0.00	0.00
境内自办展（百万元）	4.60	3.91	0.00	...	40.00	44.80	49.28
其他业务收入（百万元）	1.14	2.17	4.94	...	0.40	0.40	0.40
总营业收入（百万元）	421.01	436.67	425.78	...	312.16	607.59	834.40
YoY	26.48%	3.72%	-2.49%	...	71.86%	94.64%	37.33%

资料来源：东亚前海证券研究所测算

投资建议：公司卡位中国境外展市场，凭借可复制的业务框架、扎实的产业链资源和日益凸显的品牌效应不断扩大市场份额。未来伴随疫情防控优化驱动行业需求短期快速回补，政策支持、制造出海共振为行业贡献长期增长动能，公司作为国内领先的境外办展龙头，有望通过并购加速品类拓展和市场布局，快速成长可期。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 3.12/6.08/8.34 亿元，归母净利润为 0.33/1.19/1.86 亿元，基于 3 月 30 日收盘价 54.02 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 163.77X/45.84X/29.37X，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

终端需求不及预期：公司主要业务是境外会展策划、组织、推广及运营服务，如果受到国际贸易环境、宏观经济波动等因素的影响，导致公司参展客户或目标市场的需求下降，可能会对公司的收入和利润造成不利影响。此外，如果公司自主品牌展会的竞争力或吸引力下降，也可能导致终

端需求不及预期。

市场拓展不及预期：公司可能受到当地政治、经济、社会等因素的影响，导致境外举办的自主品牌展会的市场拓展工作受限，从而影响公司在境外办展的场次、频率，从而影响公司的收入和利润。若公司未能有效应对这些风险，可能会影响其长期发展战略的实施效果。

疫情反复风险：疫情反复可能导致国际旅行限制和隔离措施，使得国际会展活动被迫取消或延期，还可能导致社会心理和消费习惯的改变，影响公司的品牌形象和客户粘性。如果疫情再次大规模出现，公司的海外会展业务可能无法正常开展，其未来业绩将会受到不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	181.64	312.16	607.59	834.40
%同比增速	92.51%	71.86%	94.64%	37.33%
营业成本	78.51	168.48	303.72	400.44
毛利	103.13	143.68	303.87	433.97
%营业收入	56.77%	46.03%	50.01%	52.01%
税金及附加	1.00	0.66	1.28	1.76
%营业收入	0.55%	0.21%	0.21%	0.21%
销售费用	93.51	68.72	127.81	170.26
%营业收入	51.48%	22.01%	21.03%	20.41%
管理费用	46.11	28.61	40.97	52.58
%营业收入	25.39%	9.16%	6.74%	6.30%
研发费用	23.50	14.73	6.37	9.43
%营业收入	12.94%	4.72%	1.05%	1.13%
财务费用	-4.63	-5.07	-5.77	-7.61
%营业收入	-2.55%	-1.62%	-0.95%	-0.91%
资产减值损失	-9.21	-3.07	-4.09	-5.46
信用减值损失	-0.23	-0.54	-0.64	-0.47
其他收益	5.92	5.72	11.14	15.30
投资收益	1.03	3.42	5.42	7.11
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-6.74	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.02	0.03	0.09	0.04
营业利润	-65.61	41.61	145.14	224.06
%营业收入	-36.12%	13.33%	23.89%	26.85%
营业外收支	-2.47	-0.06	1.27	2.29
利润总额	-68.08	41.55	146.41	226.35
%营业收入	-37.48%	13.31%	24.10%	27.13%
所得税费用	-8.68	7.69	24.65	36.28
净利润	-59.40	33.86	121.76	190.07
%营业收入	-32.70%	10.85%	20.04%	22.78%
归属于母公司的净利润	-57.65	33.32	119.05	185.78
%同比增速	10.81%	157.81%	257.28%	56.05%
少数股东损益	-1.75	0.54	2.71	4.29
EPS (元/股)	-0.58	0.33	1.18	1.84

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.58	0.33	1.18	1.84
BVPS	3.83	4.17	5.39	7.29
PE	—	163.77	45.84	29.37
PEG	—	1.04	0.18	0.52
PB	5.53	12.97	10.02	7.41
EV/EBITDA	-38.71	153.16	37.08	22.20
ROE	-15.01%	7.92%	21.86%	25.23%
ROIC	-12.04%	6.92%	20.50%	23.81%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	297.87	369.78	599.41	879.95
交易性金融资产	35.07	35.07	35.07	35.07
应收账款及应收票据	2.59	4.88	9.66	10.31
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	13.60	36.35	32.07	42.28
其他流动资产	50.43	75.48	103.74	125.06
流动资产合计	399.55	521.55	779.96	1092.67
长期股权投资	9.49	10.70	10.70	10.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	19.02	17.71	16.42	15.14
无形资产	16.76	32.90	51.49	71.31
商誉	41.70	70.22	70.22	70.22
递延所得税资产	12.32	12.32	12.32	12.32
其他非流动资产	24.04	31.00	31.12	31.24
资产总计	522.88	696.39	972.22	1303.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5.21	13.28	16.57	22.79
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	14.66	30.76	55.45	73.10
应交税费	2.27	6.25	10.20	14.00
其他流动负债	97.17	205.06	322.48	430.19
流动负债合计	119.31	255.35	404.70	540.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	4.07	4.07	4.07	4.07
其他非流动负债	1.80	1.80	1.80	1.80
负债合计	125.18	261.22	410.57	545.95
归属于母公司的所有者权益	383.97	420.90	544.68	736.38
少数股东权益	13.73	14.27	16.98	21.27
股东权益	397.70	435.17	561.65	757.65
负债及股东权益	522.88	696.39	972.22	1303.60

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-14.29	116.12	232.23	280.48
投资	-11.04	-1.21	0.00	0.00
资本性支出	-3.62	-46.21	-7.81	-6.84
其他	44.94	3.29	5.30	6.98
投资活动现金流净额	30.28	-44.13	-2.51	0.14
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加 (减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	0.00	-0.09	-0.09	-0.09
其他	-5.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-5.34	-0.09	-0.09	-0.09
现金净流量	10.19	71.91	229.64	280.54

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>