



## 不断完善外贸服务生态链条，主营业务中国制造网业绩有望稳健增长 — 焦点科技（002315.SZ）投资价值分析报告

### ● 我国制造业竞争优势稳固，跨境电商行业今年有望迎来弱复苏

据海关测算，2023 年，我国进出口总值 41.76 万亿元人民币，同比增长 0.2%。WTO 数据指出，预计 2023 年我国出口的国际市场份额保持在 14% 左右的较高水平，市场份额保持稳定，说明我国制造业竞争优势依然稳固。我国跨境电商进出口总额 2.38 万亿元，增长 15.6%。其中，出口 1.83 万亿元，增长 19.6%，跨境出口电商的市场活力和增长韧性较强。根据 IMF 《世界经济展望》，预计 2024 年，亚洲发展中国家和地区、东盟五国、拉丁美洲和加勒比地区经济增速将达到 4.8%、4.5%、2.3%。据艾瑞咨询预计，2023 至 2025 年伴随经济复苏，跨境出口电商行业有望以 16.4% 的年均复合增长率增长。

### ● 中国制造网品牌优势强，积累大量 B 类客户资源

中国制造网（Made-in-China.com）属于综合型的网站，公司服务于全部中国制造的产品，其中，加工机械类产品是中国制造网的优势品类。近两年，消费电子产品、轻工日用品在平台上的采购需求亦逐步增长。公司为国内出口型中小企业提供电子商务服务长达 27 年，积累了大量优质 B 类客户资源、数据沉淀及客户信任，目前客户广度正随着时间不断增长，随着平台运营的日益精细，客户在平台的投入意愿也在逐步加深。此外，中国制造网联合物流、报关、云建站等多类型业务的协同，正不断完善外贸服务的生态链条，拓展服务深度并建立专业化优势。

### ● 公司业绩稳健增长，AI 智能助手麦可有望贡献新增长点

受益于中国制造网收入稳定增长，以及公司持续降本增效，根据公司披露的 2023 年业绩预告，预计 2023 年归属于上市公司股东的净利润为 36,500 - 38,500 万元，比上年同期增长 21.51%-28.16%，基本每股收益约 1.17 - 1.23 元/股。公司不断完善外贸服务，新增服务 AI 智能助手麦可不断升级迭代，助力客户提升运营效率，有望为公司带来新增长点。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 16.53、18.41、20.51 亿元，YOY 分别为 12.07%、11.39%、11.42%；EPS 分别为 1.21、1.49、1.67 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 39.93 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

宏观经济波动风险、跨境经营的挑战风险、与交易有关的风险

### ● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,463.22	1,652.91	1,841.15	2,051.46
YOY	0.62%	12.07%	11.39%	11.42%
归母净利润	300.40	379.08	465.77	523.96
EPS	0.96	1.21	1.49	1.67
P/E	31.80	25.23	20.49	18.28

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

商贸零售行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据 2024.2.19

收盘价（元）	30.53
一年中最低/最高（元）	18.10/47.61
总市值（亿元）	95.55
ROE（加权）	13.15%
PE（TTM）	26.59

### 股价相对走势





## 目录

一、公司所属主要行业情况分析 .....	4
二、公司主要业务板块经营情况分析 .....	6
2.1 公司主营业务及产品介绍 .....	6
2.2 公司经营业绩情况 .....	8
2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....	8
2.3.1 数字化技术优势 .....	8
2.3.2 品牌及客户资源优势 .....	9
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 .....	10
三、2023-2025 年公司整体业绩预测 .....	12
四、公司估值分析 .....	13
4.1 P/E 模型估值 .....	13
4.2 DCF 模型 .....	14
五、公司未来六个月内投资建议 .....	15
5.1 公司股价催化剂分析 .....	15
5.2 公司六个月内的目标价 .....	15
六、公司投资评级 .....	15
七、风险提示 .....	16



## 图表目录

图 1: 跨境电商进出口数据.....	5
图 2: 2022 年各国电商零售额增速 TOP10 .....	5
图 3: IMF 经济增速预测.....	6
图 4: 中国跨境出口电商行业规模及增速预测.....	6
图 5: 公司营收及增速.....	8
图 6: 公司归母净利润及增速.....	8
图 7: 公司毛利率及净利率走势.....	8
图 8: 公司各项费用率走势.....	8
图 9: 可比公司存货周转率对比.....	10
图 10: 可比公司应收账款周转率对比.....	10
图 11: 可比公司总资产周转率对比.....	10
图 12: 可比公司销售费用率对比.....	11
图 13: 可比公司管理费用率对比.....	11
图 14: 可比公司财务费用率对比.....	11
图 15: 可比公司毛利率对比.....	12
图 16: 可比公司净利率对比.....	12
图 17: 可比公司 ROE 对比.....	12
图 18: 可比公司 PE(TTM)对比.....	14
表 1: 2023-2025 年公司收入预测 .....	13
表 2: 可比公司估值表 (截止 2024 年 2 月 19 日) .....	14
表 3: DCF 模型估值.....	14



## 一、公司所属主要行业情况分析

跨境电商是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务的手段将传统进出口贸易中的展示、洽谈、成交等环节电子化，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。产业链上游包括商品供应商、代理商、品牌商等，中游包括跨境电商平台、物流与仓储服务商，下游是消费者。

根据产业终端用户类型进行分类，跨境电商平台行业主要分为 B2B、B2C 和 C2C 三类，其中，B2B 是最主要的类型。据《2023 年跨境电商行业深度报告》，B2B 跨境贸易额占跨境电商贸易总额的 77%。B2B 跨境平台核心功能在于整合信息资源以促成交易，为买卖双方提供实时沟通渠道，缩短信息传递链条，提升交易效率，降低交易成本。头部跨境 B2B 电商构建起全链条服务生态，通过提供集通关、跨境物流、支付结算、营销、SaaS 建站、店铺运营等为一体的全流程增值服务，进一步增强用户黏性。

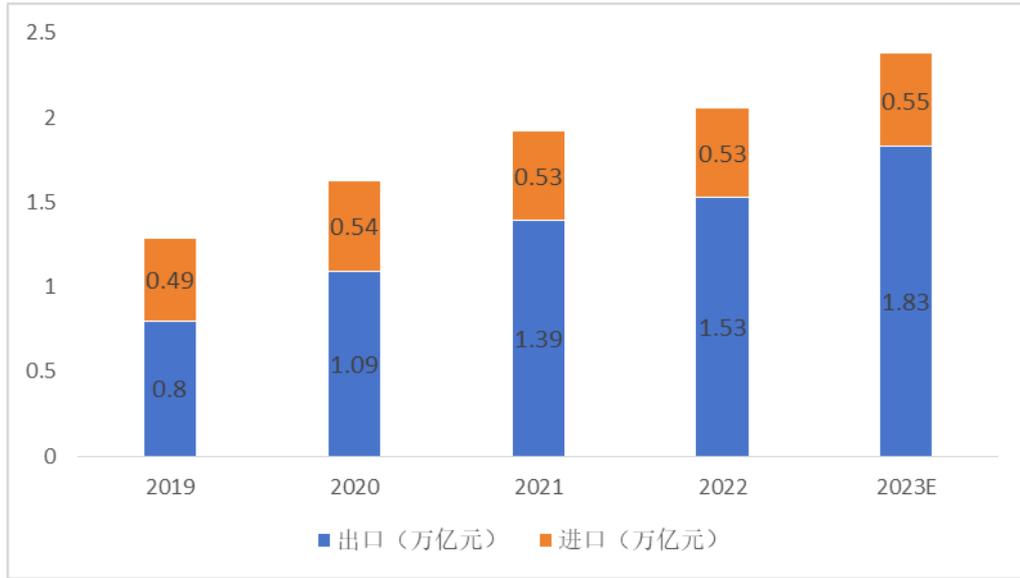
近几年，国家各部门在税收、物流、营销、监管及结算等方面出台多项政策支持跨境电商发展。税收方面，政策规定对符合规定的退运进境商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税，出口时已征收的出口关税准予退还。物流层面，国家出台多项政策支持企业加快海外仓布局，完善企业出口的运输渠道等。营销层面，国家鼓励出口企业以数字化助力“创品牌”，支持跨境电商开展海外营销推广，巩固增强中国品牌国际竞争力。

据海关测算，2023 年，我国进出口总值 41.76 万亿元人民币，同比增长 0.2%。其中，出口 23.77 万亿元，增长 0.6%；进口 17.99 万亿元，下降 0.3%。同时，贸易伙伴更加多元，我国对共建“一带一路”国家进出口 19.47 万亿元，增长 2.8%，占进出口总值的 46.6%，提升 1.2 个百分点。对拉美、非洲分别进出口 3.44 万亿和 1.98 万亿元，分别增长 6.8% 和 7.1%。第四季度对欧盟、美国进出口回暖，全年分别进出口 5.51 万亿、4.67 万亿元，分别占 13.2% 和 11.2%。根据 WTO 数据，预计 2023 年我国出口的国际市场份额保持在 14% 左右的较高水平，市场份额保持稳定，说明我国制造业竞争优势依然稳固。

其中，我国跨境电商进出口总额 2.38 万亿元，增长 15.6%。其中，出口 1.83 万亿元，增长 19.6%；进口 5483 亿元，增长 3.9%。在全球经济增速放缓、人民币汇率频繁波动、俄乌冲突等因素影响下，跨境出口电商的市场活力和增长韧性较强。



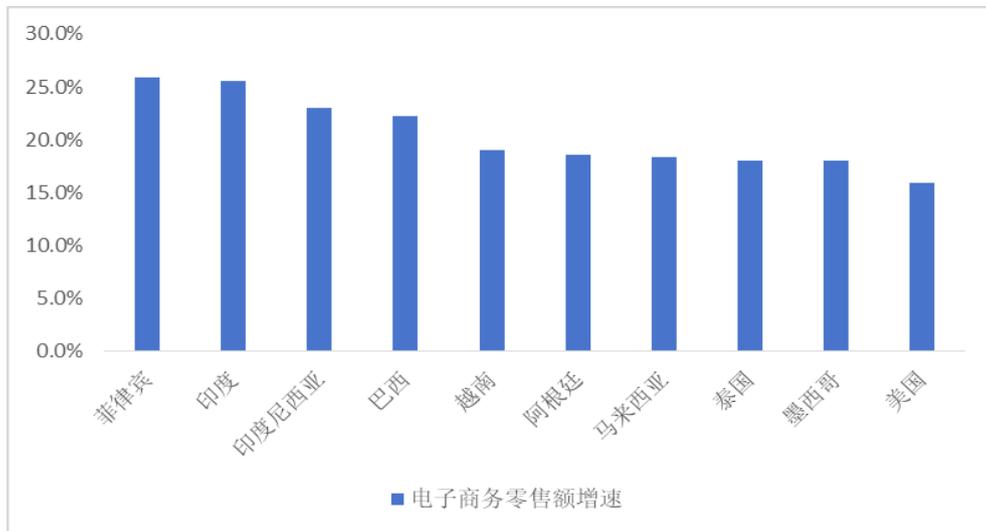
图 1：跨境电商进出口数据



数据来源：中国海关，华通证券国际有限公司研究部

根据艾瑞咨询数据，分区域看，2022年，菲律宾、印度、印度尼西亚、巴西、越南电子商务增速分别达到 25.9%、25.5%、23.0%、22.2%、19.0%，5 个东南亚国家电子商务零售额增速居于全球 TOP10，相较于较为饱和的欧美市场，东南亚市场逐步崛起，海外零售端电商化发展势头将为我国跨境出口电商带来机遇。

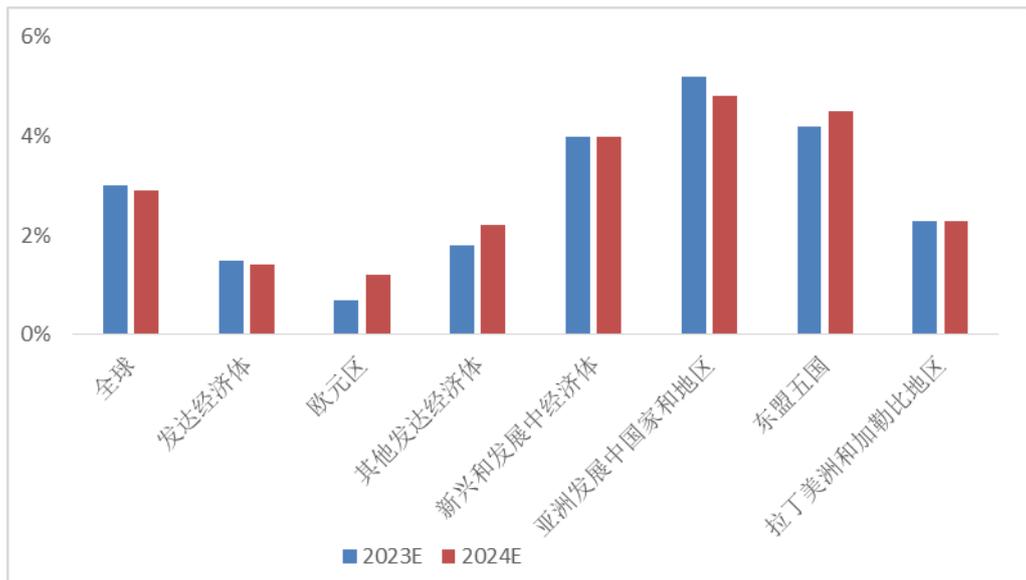
图 2：2022 年各国电商零售额增速 TOP10



数据来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

根据 IMF 2023 年 10 月发布的《世界经济展望》，预期 2023 年全球经济增速将达到 3.0%，发达经济体、欧元区、新兴和发展中经济体、拉丁美洲和加勒比地区、亚洲发展中国家和地区、东盟五国的经济增速将分别达到 1.5%、0.7%、4.0%、2.3%、5.2%、4.2%。相比之下，新兴和发展中经济体的经济增长前景较为稳定，预计 2024 年，亚洲发展中国家和地区、东盟五国、拉丁美洲和加勒比地区经济增速将达到 4.8%、4.5%、2.3%。

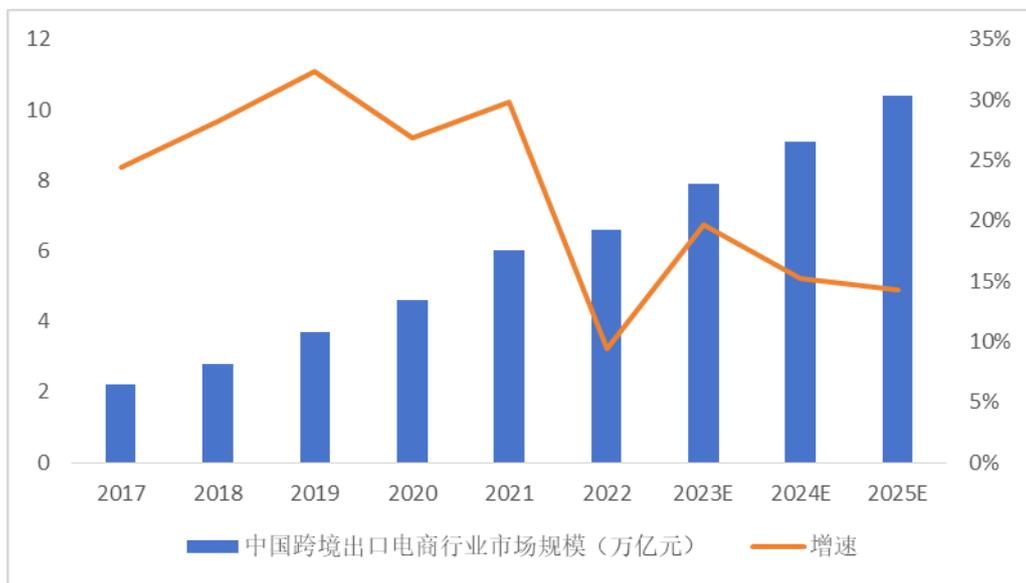
图 3：IMF 经济增速预测



数据来源：同花顺 iFind，华通证券国际有限公司研究部

2017-2021 年之间，我国跨境出口电商行业规模持续保持着高于 20% 的同比增速，叠加上此前疫情导致的消费向线上迁移，2021 年跨境出口电商行业规模已突破 6 万亿元。2022 年，供应链受阻和国际形势变化等因素影响，跨境出口电商行业增速有所下降，较去年增长 9.4%。根据艾瑞咨询预计，未来三年伴随经济复苏，行业有望以 16.4% 的年均复合增长率增长，至 2025 年突破 10 万亿元。

图 4：中国跨境出口电商行业规模及增速预测



数据来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

焦点科技成立于 1996 年，自 1998 年推出中国制造网以来，公司在外贸跨境电商领域已



有 20 多年行业经验。目前，公司主要业务包括全链路外贸服务综合平台、跨境 B2B 电子商务业务、线上线下融合的保险代理业务以及与各平台业务相关联的综合服务。

中国制造网 (Made-in-China.com) 业务，作为全链路外贸服务综合平台，主要为一般贸易的中国供应商和海外采购商提供国际贸易商机匹配服务，帮助中国供应商出口产品，帮助海外采购商获得更多中国制造产品的信息资源，中国供应商和海外采购商可以通过平台提供的产品和服务，达成国际贸易订单交易。中国制造网 (Made-in-China.com) 主要通过预收平台服务费，再根据客户开通的服务逐月确认为收入，未确认的收入计入“合同负债”和“其他非流动负债”科目。平台服务费，主要是基于向供应商卖家提供会员服务及网站增值服务相关费用。中国制造网 (Made-in-China.com) 的收费客户主要分为金牌会员和钻石会员两种类型，金牌会员的价格是 31,100 元/年，钻石会员价格是 59,800 元/年。在上述会员服务的基础上，客户还可以购买与品牌展示、搜索优化、产品推荐等相关的增值服务，具体增值服务的费用根据客户需求与平台资源情况确定。

跨境 B2B 电子商务是中国制造网的延伸业务，为中国制造网上出口型企业落地北美提供更多本地化的产品和服务。目前主要分为两块：从事 Dropshipping 业务的美国本土一件代发平台 Doba.com，同时依托在美国设立的全资子公司 inQbrands Inc. 为中国供应商提供全渠道销售的跨境出海服务。Doba.com 平台主要以供应商交易佣金及买家会员费为主要收入来源。

保险代理业务，通过互联网、电话、上门推广、线下活动等线上线下融合模式为企业和个人提供各类保险产品的代理销售服务，提供保险智能化整体解决方案。保险代理业务主要以收取保险公司支付的保险代理费用为主要收入来源。

由于外贸行业的客户在 AI 技术变革中的需求是逐步递进式的，从提升效率的泛 AI 需求，逐步过渡到需要能够满足外贸/跨境等与企业经营相关的垂类场景的 AI 解决方案，最终发展为企业专属/定制化的 AI 数智大脑。中国制造网 AI 智能助手麦可于 2023 年 4 月开始内测，于 5 月 15 日推出正式版并面向中国制造网的收费会员开始销售。目前，AI 麦可的功能模块根据国内中小供应商在中国制造网上成单的递进步骤分成三大类：信息发布、产品展示和商机跟进。

AI 麦可在内容营销领域提供多种功能，包括图片处理、产品描述优化、SEO 等，均是外贸供应商日常高频使用的场景。通过 AI 技术的应用，AI 麦可帮助国内供应商更高效地进行市场推广。其次，在供应商内部成本控制方面，公司引入了 AI agent 的概念，实现日常高频工作的自动化。例如，在询盘的回复过程中，AI 麦可能够自动将买家的询盘翻译成中文，并生成回复初稿，从而提高回复效率，节省人工成本。在 AI 接待方面，AI 麦可帮助企业实现高效的客户互动，降低客服人员的压力，在内部人员费用控制方面实现高效的工作流程。



## 2.2 公司经营业绩情况

公司营业收入主要来自中国制造网，2023 年上半年，B2B、保险、贸易业务分别占营业收入比重的 86.35%、7.93%、3.33%。随着中国制造网业务稳定增长，公司营收规模逐步扩大，2023 年前三季度，公司实现营业收入 11.19 亿元，同比增长 1.44%，实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 24.69%。

图 5：公司营收及增速

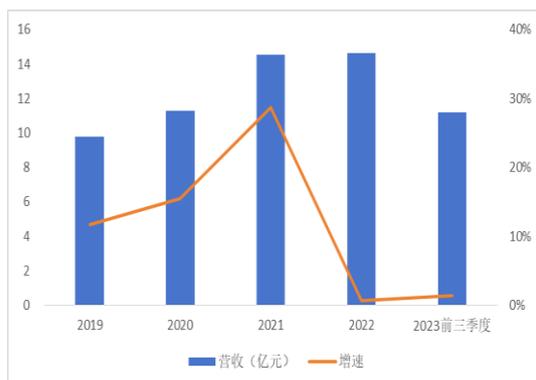
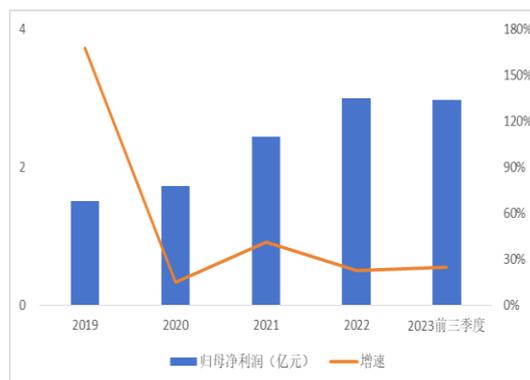


图 6：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

由于公司主动淘汰了部分运营效率低的业务，如：来源于渠道的保险代理业务、国外货物销售业务，公司亦主动淘汰了部分毛利较低的产品品类。同时主营 MIC 业务收入稳步增长但成本费用相对刚性，因此公司总体利润率有所上升。2023 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 78.48%、26.25%。公司各项费用率亦逐步降低，2023 年前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 35.95%、18.66%、-2.56%、10.31%。

图 7：公司毛利率及净利率走势

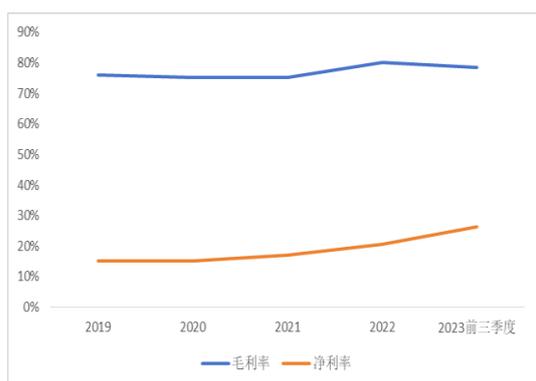
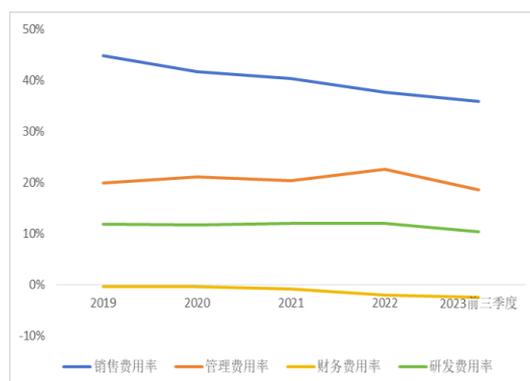


图 8：公司各项费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 数字化技术优势

公司凭借多年在 AI 领域的技术积淀和产业洞察，率先推出了针对外贸 B2B 垂类场景的 AI 助手麦可。公司拥有清晰的 AI 发展战略和深厚的 AI 技术储备，专注于外贸 B2B 垂类 AI



应用领域，能够深入挖掘和解决外贸 B2B 领域的专业需求和难题，实现高效投入产出比、稳定的技术性能和快速升级迭代，从而在竞争激烈的外贸 B2B 市场中，通过技术创新赋能业务发展。除 AI 技术外，公司在互联网及电子商务技术及开发应用领域形成技术沉淀，如：支撑海量并发的先进信息处理和实时交易技术体系、跨端开发及应用技术体系、大规模数据开发及应用技术体系、人工智能开发及应用技术体系，以及提供全球负载均衡服务的基础支撑技术体系、保障各级系统安全的安全技术体系等。

随着外部环境和各类技术的不断发展，为更好地满足各类用户的升级需求，公司通过部研究院及研发中心持续致力于技术和产品创新；周期性开展“创新评选”“技术大会”等内容丰富、形式多样的技术创新活动，塑造了浓厚的技术创新氛围；在对外活动中，公司注重外部资源、人才的引进与交流，与多个高校、研究机构建立了深厚的合作关系；公司主营业务立足于互联网领域，深厚的技术基础，强大的研发能力能够保障公司极速部署商业规划，提升客户体验，达成产业目标。公司支持员工使用 AI 技术创新工作内容、工作方法，通过对新生产力工具的引进，提升整体运营效率。

### 2.3.2 品牌及客户资源优势

中小型外贸企业开拓海外采购商的途径主要有四种：1.建立自己的独立网站，并通过 SEM、SEO 等搜索优化方式来获取客户；2.参加展会以吸引客户；3.利用社交媒体来获取客户；4.通过外贸服务综合平台获取客户。前三种方式需要更高的成本和专业人员，并且收益不稳定。相比之下，外贸服务综合平台可以提供高性价比的销售外贸询盘和销售线索，试错成本更低。

公司为国内出口型中小企业提供电子商务服务长达 27 年，积累了大量优质 B 类客户资源、数据沉淀及客户信任，目前客户广度正随着时间不断增长，随着平台运营的日益精细，客户在平台的投入意愿也在逐步加深。此外，中国制造网联合物流、报关、云建站等多类型业务的协同，正不断完善外贸服务的生态链条，拓展服务深度并建立专业化优势。

中国制造网通过线上线下等多种方式为国内供应商和国外买家提供交易的桥梁，公司已与荷中商会、欧美工商会、越南工商会、中国泰国商会、中法文化交流协会等国际组织建立合作联系，引入当地国的大宗采购订单，挖掘海外各类型企业买家深度，为中国供应商提供精准匹配服务，缩短贸易进程，助力跨国贸易。中国制造网通过举办“中国制造之美”评选活动，利用自身品牌影响力帮助中国供应商与全球买家实现贸易对接。

2023 年，中国制造网推出 4 月大型“超级出海季”活动，进行全品类产品推广，涉及六大场馆（一站式采购馆、定制产品馆、多语专区馆、成品采购馆、优品赛道馆、在线交易



馆)、联动交易频道,促进订单转化。通过汇聚全平台资源,进行站内外多端曝光,助力供应商和买家实现商机对接。

公司旗下产品和服务多次获得国家有关部门、行业机构的认定和嘉奖,被中国服务贸易协会、中国电子商务协会、中国互联网保险发展大会等组织授予“中国最佳客户服务奖”、“中国最佳服务创新奖”、“互联网保险优秀服务平台”、“最受消费者信赖保险网站”等各类奖项。

## 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率,选取跨境电商领域跨境通、华凯易佰、赛维时代,以及一般零售领域小商品城为可比公司。存货周转率方面,焦点科技在可比公司中处于第一位,焦点科技、跨境通、华凯易佰、赛维时代、小商品城 2023 年前三季度存货周转率依次为 26.66、9.08、3.67、1.79、4.56;应收账款周转率方面,上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 42.12、7.84、15.22、19.93、37.70;总资产周转率方面,上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.32、1.22、1.49、1.47、0.24。

图 9: 可比公司存货周转率对比

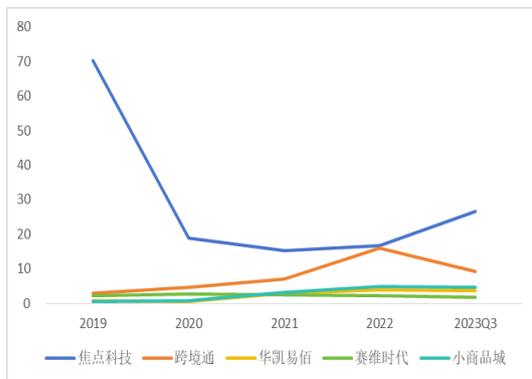


图 10: 可比公司应收账款周转率对比

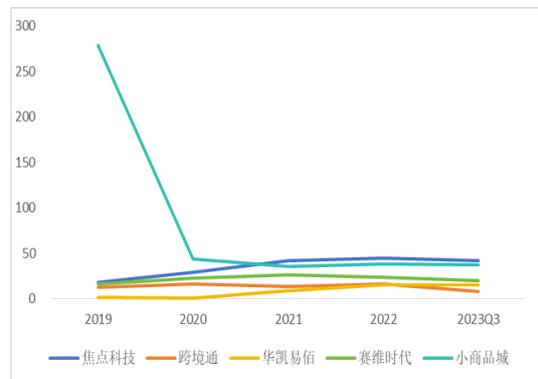
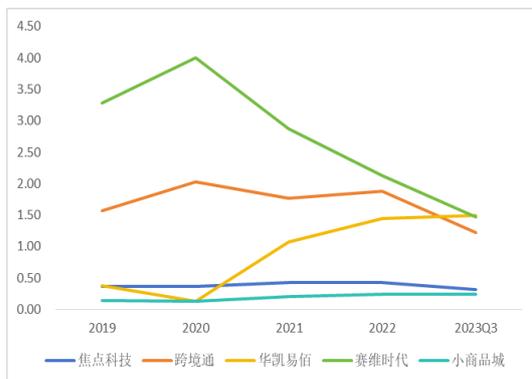


图 11: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面,焦点科技、跨境通、华凯易佰、赛维时代、



小商品城 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 37.01%、6.38%、22.68%、59.46%、1.70%；管理费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 10.11%、2.56%、6.10%、2.62%、5.84%；财务费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为-2.30%、1.02%、-0.11%、0.08%、1.54%。

图 12: 可比公司销售费用率对比

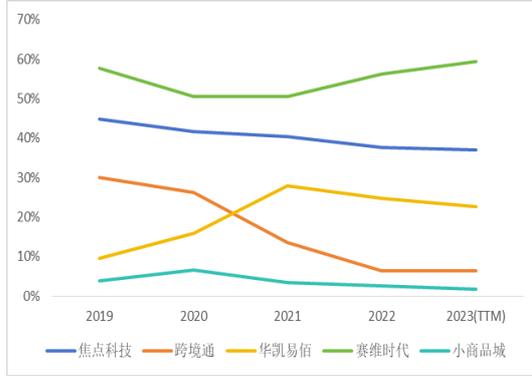


图 13: 可比公司管理费用率对比

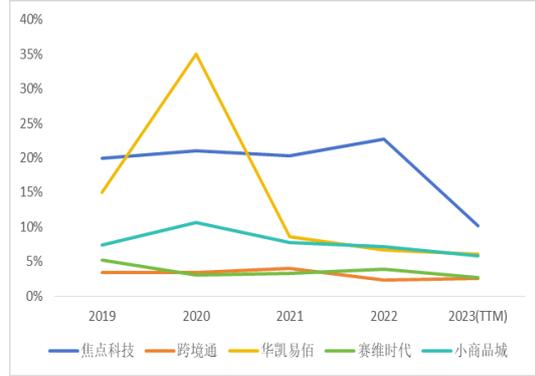


图 14: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，焦点科技在可比公司中处于第一位，焦点科技、跨境通、华凯易佰、赛维时代、小商品城 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 80.14%、11.63%、37.66%、69.00%、18.87%；净利率方面，焦点科技在可比公司中处于第一位，上述公司 2023 年 (TTM) 净利率依次为 24.25%、-0.15%、6.56%、4.23%、19.60%；净资产收益率方面，焦点科技在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年 (TTM) ROE 依次为 15.18%、-0.53%、17.89%、10.44%、10.40%。



图 15: 可比公司毛利率对比

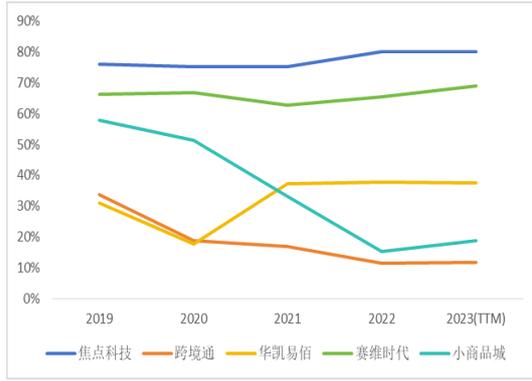


图 16: 可比公司净利率对比

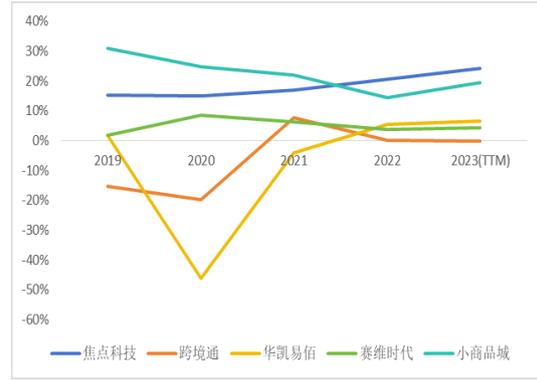
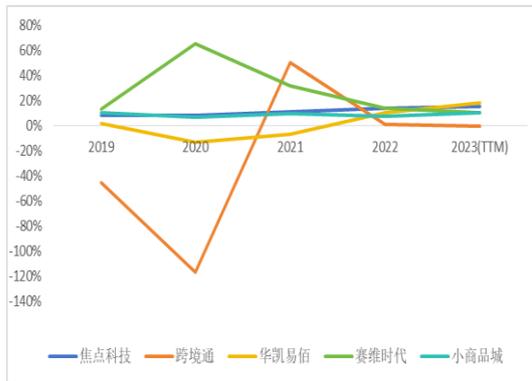


图 17: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a.从海关发布的具有进出口实绩企业数量, 以及中国外贸整体体量看, 中国制造网的付费客户数量还存在较大空间。同时, 公司与合作方以共同开发市场的方式引入更多新服务或新产品到中国制造网, 推出了以领动建站、孚盟 CRM、企业培训为主的“X 业务”和以交易、收款、物流等服务为主的“链路生态业务”。不断完善的服务有望吸引更多外贸客户, 并为公司业绩带来新增长点。

b.结合往年数据, 将 B2B、保险、贸易、商业服务、其他的 2023 年收入增长预测均设为 15%、-5%、10%、5%、2%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 12%、5%、12%、7%、4%。

c.结合往年数据, 将 B2B、保险、贸易、商业服务、其他的 2023 年毛利率预测设为 81.5%、95%、40%、8%、55%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 82%、94%、41%、9%、57%。



表 1: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
B2B	收入 (亿元)	12.58	14.47	16.20	18.15
	YOY	12.45%	15.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	81.69%	81.50%	82.00%	82.00%
保险	收入 (亿元)	1.14	1.08	1.14	1.19
	YOY	-27.11%	-5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	95.02%	95.00%	94.00%	94.00%
贸易	收入 (亿元)	0.51	0.56	0.62	0.70
	YOY	-58.74%	10.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	55.69%	40.00%	41.00%	41.00%
商业服务	收入 (亿元)	0.27	0.28	0.30	0.32
	YOY	-43.95%	5.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	6.28%	8.00%	9.00%	9.00%
其他	收入 (亿元)	0.14	0.14	0.15	0.15
	YOY	59.95%	2.00%	4.00%	4.00%
	毛利率	57.13%	55.00%	57.00%	57.00%
合计	收入 (亿元)	14.75	16.53	18.41	20.51
	YOY	0.62%	12.07%	11.39%	11.42%
	毛利率	80.23%	79.52%	79.97%	79.98%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 16.53、18.41、20.51 亿元，同比增长 12.07%、11.39%、11.42%，归属于母公司股东净利润分别为 3.79、4.66、5.24 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.21、1.49、1.67 元。

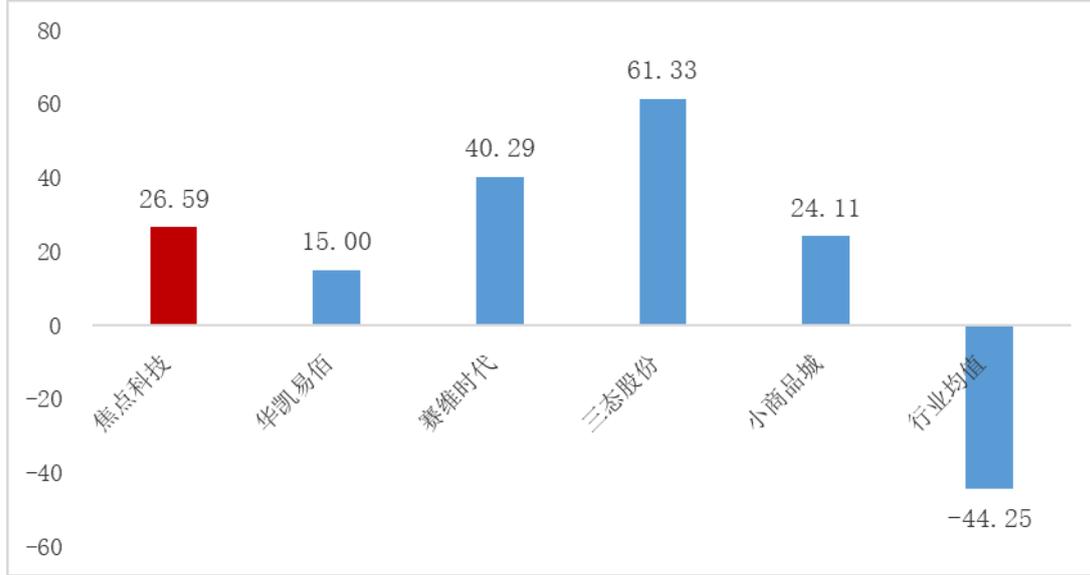
#### 四、公司估值分析

##### 4.1 P/E 模型估值

选取跨境电商领域华凯易佰、赛维时代、三态股份，以及一般零售领域小商品城为可比公司，同时选取跨境电商行业均值作为参考，以 2024 年 2 月 19 日数据为基准，可看出焦点科技 PE (TTM) 处于较低水平。



图 18: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比华凯易佰、赛维时代、三态股份、小商品城估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 我们给予公司 PE 估值 25X-35X, 对应股价 30.25 元/股-42.35 元/股为合理估值区间。

表 2: 可比公司估值表 (截止 2024 年 2 月 19 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华凯易佰	19.31	0.76	1.27	1.86	2.31	22.86	15.12	10.38	8.35
赛维时代	25.24	0.51	0.90	1.24	1.64	/	28.10	20.40	15.33
三态股份	11.06	0.21	0.27	0.35	0.43	0.00	40.39	31.84	25.59
小商品城	7.92	0.20	0.47	0.52	0.60	13.31	16.68	15.27	13.27
<b>平均值</b>						<b>9.04</b>	<b>25.07</b>	<b>19.47</b>	<b>15.64</b>

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

#### 4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.21、1.49、1.67 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 40.97 元。

表 3: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.50%	4.02	32.93	36.95
组合二	8.00%	4.50%	4.02	42.75	46.77
组合三	8.00%	5.00%	4.02	50.11	54.13
组合四	9.00%	3.50%	3.98	26.45	30.43
组合五	9.00%	4.50%	3.98	32.64	36.62
组合六	9.00%	5.00%	3.98	36.90	40.88
<b>平均值</b>					<b>40.97</b>

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部



- 估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；
- （2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；
- （3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；
- （4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

中国制造网 (Made-in-China.com) 属于综合型的网站，公司服务于全部中国制造的产品，其中，加工机械类产品是中国制造网的优势品类。近两年，消费电子产品、轻工日用品在平台上的采购需求亦逐步增长。公司为国内出口型中小企业提供电子商务服务长达 27 年，积累了大量优质 B 类客户资源、数据沉淀及客户信任，目前客户广度正随着时间不断增长，随着平台运营的日益精细，客户在平台的投入意愿也在逐步加深。此外，中国制造网联合物流、报关、云建站等多类型业务的协同，正不断完善外贸服务的生态链条，拓展服务深度并建立专业化优势。

受益于中国制造网收入稳定增长，以及公司持续降本增效，根据公司披露的 2023 年业绩预告，预计 2023 年归属于上市公司股东的净利润为 36,500 - 38,500 万元，比上年同期增长 21.51%-28.16%，基本每股收益约 1.17 - 1.23 元/股。公司不断完善外贸服务，新增服务 AI 智能助手麦可不断升级迭代，助力客户提升运营效率，有望为公司带来新增长点。

### 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 39.93 元/股，对应 2023 年 PE 为 33 倍。以 2024 年 2 月 19 日收盘价 30.53 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 30.79% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%



中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

## 七、风险提示

### 1.宏观经济波动风险

需求端，物价水平上涨等因素导致海外用户消费意愿下行，同时，出海卖家面临多重成本挤压。作为主营外贸 B2B 平台的公司，更易于受到国际政治、经济环境因素及上游客户景气度的影响，若宏观经济整体下行，将对公司产生不良影响。

### 2.跨境经营的挑战风险

随着美国本土在线交易平台的深入运营，一方面，跨境经营过程中，对于不同国家和地区的政治、经济、文化、法律、税务融合问题，很大程度上制约着业务的开展；另一方面，在线交易平台与传统信息平台在稳定的产品交付、物流仓储体系建设等领域存在着巨大的差异，对公司原有的资源、经验带来了巨大的挑战。

### 3.与交易有关的风险

公司业务涉及线上交易和小额信贷等金融领域，随内外环境的变化，业务面临在线交易拒付、申诉失败、跨境资金流转，以及信贷客户违约、贷款资金损失等等风险因素。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	1,851.77	2,015.87	2,129.60	2,331.00	
应收和预付款项	83.82	85.40	102.53	106.86	
存货	12.67	27.81	16.29	32.82	
其他流动资产	228.89	228.89	228.89	228.89	
长期股权投资	60.43	60.43	60.43	60.43	
投资性房地产	22.43	22.43	22.43	22.43	
固定资产和在建工程	463.06	442.20	421.14	399.99	
无形资产和开发支出	67.89	46.35	24.82	11.16	
其他非流动资产	629.07	589.90	589.18	589.18	
<b>资产总计</b>	<b>3,420.03</b>	<b>3,519.28</b>	<b>3,595.30</b>	<b>3,782.75</b>	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	178.82	248.27	207.81	288.39	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	974.29	935.84	935.84	935.85	
<b>负债合计</b>	<b>1,153.11</b>	<b>1,184.11</b>	<b>1,143.65</b>	<b>1,224.24</b>	
股本	310.85	310.85	310.85	310.85	
资本公积	1,144.33	1,144.33	1,144.33	1,144.33	
留存收益	793.78	862.33	977.21	1,083.74	
归属母公司股东权益	2,248.97	2,317.52	2,432.39	2,538.93	
少数股东权益	17.96	17.65	19.26	19.59	
<b>股东权益合计</b>	<b>2,266.93</b>	<b>2,335.17</b>	<b>2,451.65</b>	<b>2,558.51</b>	
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,420.03</b>	<b>3,519.28</b>	<b>3,595.30</b>	<b>3,782.75</b>	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	292.27	339.19	430.40	485.55	
折旧摊销	62.64	41.53	41.53	32.93	
净营运资金增加	90.66	52.73	-46.07	59.73	
经营活动产生现金流量	458.70	405.49	384.14	533.46	
投资活动产生现金流量	405.64	39.59	36.97	38.73	
融资活动产生现金流量	-229.50	-280.97	-307.38	-370.79	
现金净增加额(减)	645.76	164.10	113.72	201.40	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	297.56	383.75	466.93	526.15	
EBITDA	360.20	425.28	508.46	559.09	
NOPLAT	248.88	314.15	392.66	445.03	
税前经营利润	304.59	371.98	472.02	532.50	
EPS	0.96	1.21	1.49	1.67	
BPS	7.19	7.40	7.77	8.11	
PE	31.80	25.23	20.49	18.28	
PB	4.25	4.13	3.93	3.76	
PS	5.43	4.80	4.31	3.87	
EV/EBIT	18.45	13.88	11.17	9.54	
EV/EBITDA	15.24	12.53	10.26	8.98	
EV/NOPLAT	22.06	16.96	13.29	11.28	
EV/IC	-37.17	-22.04	-22.01	-15.23	
股息率%	3.09	3.91	4.42	5.26	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,463.22	1,652.91	1,841.15	2,051.46	
减: 营业成本	289.34	338.53	368.80	410.72	
营业税金及附加	10.78	12.18	13.57	15.12	
营业费用	556.60	620.01	644.40	697.50	
管理费用	156.89	158.80	176.92	204.73	
财务费用	-30.72	-28.51	-42.35	-45.34	
研发费用	177.56	200.58	223.42	248.95	
资产减值损失	2.27	1.59	1.78	1.88	
加: 投资收益	2.27	20.00	17.00	18.50	
公允价值变动损益	5.73	1.67	4.89	4.19	
其他经营损益	4.09	22.24	17.42	14.58	
<b>营业利润</b>	<b>312.59</b>	<b>393.65</b>	<b>493.91</b>	<b>555.19</b>	
加: 其他非经营损益	16.61	19.65	16.54	17.60	
利润总额	329.20	413.30	510.44	572.79	
减: 所得税	29.03	34.53	43.07	48.50	
<b>净利润</b>	<b>300.18</b>	<b>378.77</b>	<b>467.37</b>	<b>524.29</b>	
减: 少数股东损益	-0.22	-0.31	1.60	0.33	
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>300.40</b>	<b>379.08</b>	<b>465.77</b>	<b>523.96</b>	
EBIT	297.56	383.75	466.93	526.15	
EBITDA	360.20	425.28	508.46	559.09	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	80.23%	79.52%	79.97%	79.98%	
三费/营业收入	46.66%	45.39%	42.31%	41.77%	
EBIT/营业收入	20.34%	23.22%	25.36%	25.65%	
EBITDA/营业收入	24.62%	25.73%	27.62%	27.25%	
销售净利率	20.52%	22.92%	25.38%	25.56%	
资产获利率					
ROE	13.36%	16.36%	19.15%	20.64%	
ROA	8.70%	10.90%	12.99%	13.91%	
增长率					
销售收入增长率	0.62%	12.96%	11.39%	11.42%	
EBIT 增长率	16.12%	28.96%	21.68%	12.68%	
EBITDA 增长率	12.61%	18.07%	19.56%	9.96%	
净利润增长率	21.06%	26.18%	23.39%	12.18%	
总资产增长率	4.66%	2.90%	2.16%	5.21%	
股东权益增长率	7.39%	3.05%	4.96%	4.38%	
经营营运资本增长率	-62.18%	-7.65%	6.70%	-8.63%	
资本结构					
资产负债率	33.72%	34.13%	32.29%	32.82%	
投资资本/总资产	-4.32%	-6.87%	-6.59%	-8.71%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	2.17	2.20	2.40	2.42	
速动比率	2.15	2.17	2.38	2.39	
股利支付率	81.75%	81.92%	75.34%	79.67%	
收益留存率	18.25%	18.08%	24.66%	20.33%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.56	
固定资产周转率	3.04	3.65	4.27	5.00	
应收账款周转率	44.36	44.36	44.36	44.36	
存货周转率	16.73	16.73	16.73	16.73	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。