

焦点科技 (002315)

证券研究报告

2025年04月09日

跨境电商 AI 应用落地商业化领先，组织变革助力人效提升

跨境 B2B 平台综合性服务商，两调组织架构，以 AI 赋能商业化

公司从推出中国制造网到上市后一系列服务创新，发展成为跨境 B2B 电商领域领先企业。2019 年（一调）推动管理层年轻化变革，促进公司业务发展。目前其主营业务涵盖全链路外贸服务、跨境电商、保险代理等，其中中国制造网作为核心业务，2024 年贡献营收 81%。2024 年（二调）运营和销售分离，精细化管理目标，有望提高销售人效。单独成立 AI 事业部，加速迭代 AI 产品，现推出的 AI 麦可 4.0 版本已实现全自动化流程，2024 年 AI 业务营收 24.48 亿元，同比增速 287%。

跨境电商行业焕发新活力，政策出台利好进出口

供需端和服务端良性互动，跨境电商产业链趋于完善；外贸行业持续吸引新企业涌入，2024 年外贸企业注册量达 94.03 万家，截至 2025 年 1 月 22 日，外贸相关企业存量已达 510.69 万家；民营企业自 2022 年起在我国进出口总额中的占比超 50%，成为推动我国进出口增长的关键力量。政策端，2023 年 4 月，国务院发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，支持外贸企业通过跨境电商开拓海外市场。

多元服务和会员体系构建，打造差异化竞争优势

中国制造网自 1998 年上线以来，历经市场渗透、拓展升级及 AI 赋能等多个发展阶段。提供全方位的多元服务，产品分类覆盖制造加工机械、五金工具等 26 个领域，迎合买卖双方多样化需求。会员体系设计完善，金牌、钻石会员分别享有差异化权益，会员数量保持稳健增长，截至 2024 年末付费会员数量达到 2.74 万。

AI 产品矩阵协同赋能跨境电商生态，以 AI 麦可为代表

公司目前已上线 AI 麦可、Moli AI、Sourcing AI、Mentarc 等四款 AI 产品，驱动跨境电商智能化发展。AI 麦可从 2023 年 4 月推出至今已迭代至 4.0 版本，功能不断完善，从基础智能化服务逐步发展为全场景 AI Agent，覆盖外贸全流程。其累计付费会员数增长迅速，2024 年末突破 9000 人，渗透率持续提升。

投资建议：公司作为跨境 B2B 平台综合性服务商，组织架构优化助力人效提升，AI 业务发展强劲，在跨境电商领域 AI 应用商业化落地领先。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 19/22/25 亿元，同比增长 14.7%/14.1%/14.0%；归母净利润 5.4/6.4/7.5 亿元，同比增长 20.2%/18.1%/16.6%；对应 PE 分别为 20/17/15。参考可比公司给予公司 2025 年 30 倍 PE，对应目标价 51.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：AI 商业化进程不及预期，关税影响超预期，协同整合风险，跨境电商需求不及预期，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,526.57	1,668.82	1,914.29	2,184.74	2,489.53
增长率(%)	3.51	9.32	14.71	14.13	13.95
EBITDA(百万元)	563.91	643.31	578.15	668.00	764.52
归属母公司净利润(百万元)	378.86	451.19	542.11	640.37	746.64
增长率(%)	26.12	19.09	20.15	18.12	16.60
EPS(元/股)	1.19	1.42	1.71	2.02	2.35
市盈率(P/E)	28.62	24.03	20.00	16.93	14.52
市净率(P/B)	4.40	4.32	4.12	3.90	3.68
市销率(P/S)	7.10	6.50	5.66	4.96	4.36
EV/EBITDA	12.89	15.05	12.55	9.86	8.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/互联网电商
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	34.18 元
目标价格	51.27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	317.24
流通 A 股股本(百万股)	202.03
A 股总市值(百万元)	10,843.12
流通 A 股市值(百万元)	6,905.49
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	39.93
一年内最高/最低(元)	55.49/22.66

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

来舒楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070009
laishunan@tfzq.com

刘诗雨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120001
liushiyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 焦点科技：跨境 B2B 平台综合性服务商	4
1.1. 架构重塑与 AI 赋能下的商业跃迁.....	4
1.2. 中国制造网持续占主导地位，SaaS 模式维持高毛利率.....	5
2. 跨境电商：政策与市场双轮驱动下的外贸新篇	8
2.1. 产业链趋完备，筑牢高增长根基.....	8
2.2. 政策支持，进出口稳步扩容.....	9
2.3. 新企注册劲增，民企贡献突显.....	10
3. 中国制造网：跨境 B2B 全链路服务	11
3.1. 从市场渗透到 AI 赋能，外贸 B2B 平台的进阶之路.....	11
3.2. 多元服务构建与会员体系加持：中国制造网的核心竞争力.....	11
3.3. 组织架构优化，有望赋能销售人效提升.....	15
4. AI 产品矩阵全景：驱动跨境电商智能化变革	15
4.1. “AI 四剑客”：全方位优化跨境电商生态.....	15
4.2. AI 麦可：迭代至 4.0，AI Agent 能力显现.....	16
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 盈利预测.....	18
5.2. 投资建议.....	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：焦点科技发展历程.....	4
图 2：焦点科技股权结构（截止 2024 年末）.....	4
图 3：2024 年营收 yoy+9.3%.....	6
图 4：2024 年归母净利润 yoy+19%.....	6
图 5：净利率稳步增长.....	6
图 6：销售费用率优化明显.....	6
图 7：2024 年合同负债&其他非流动负债 yoy+21%.....	6
图 8：2024 年分红率 77%.....	6
图 9：焦点科技主营业务.....	7
图 10：分业务营收（百万元）.....	8
图 11：分业务营收占比.....	8
图 12：分业务毛利率.....	8
图 13：分业务毛利占比.....	8
图 14：中国跨境电商产业链.....	9
图 15：中国跨境电商进出口金额.....	10
图 16：义乌市进出口金额.....	10
图 17：近 10 年外贸企业注册量.....	10
图 18：民营企业支撑我国进出口总额.....	10

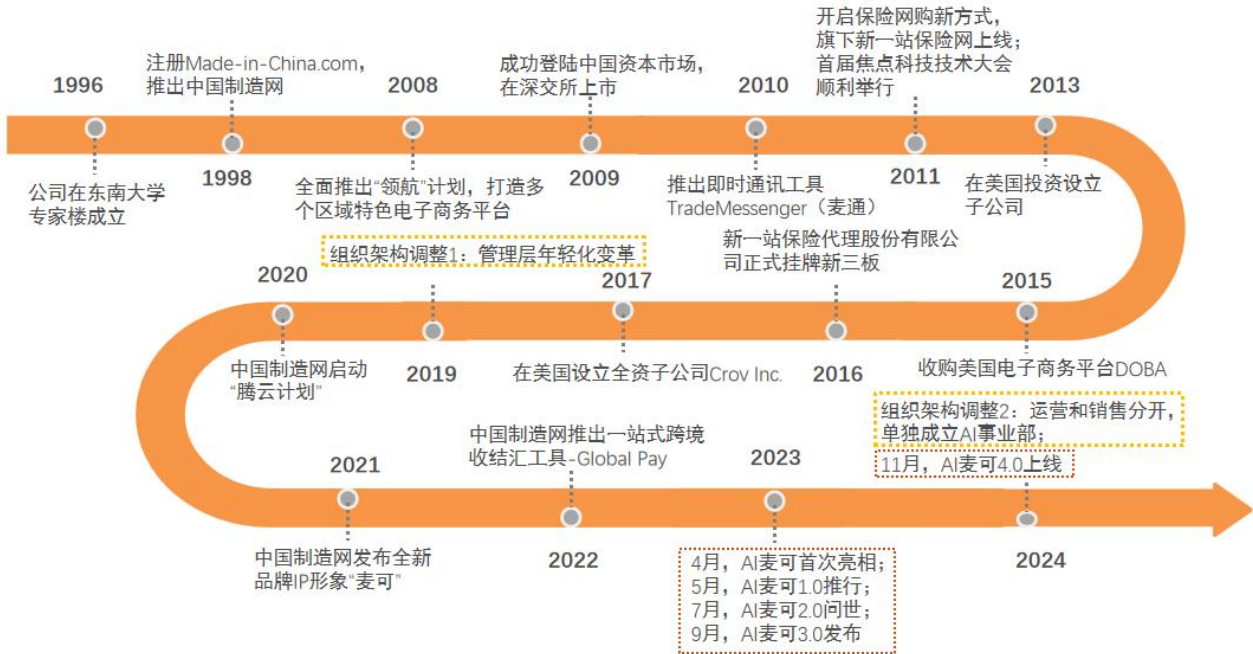
图 19: 中国制造网发展历程	11
图 20: 中国制造网会员权益	13
图 21: 中国制造网营收	14
图 22: 2024 年末中国制造网付费会员数+12%	14
图 23: 中国制造网现金回款	14
图 24: 2024 年中国制造网 ARPPU 值达到 5.2 万元	14
图 25: 销售人员数量占比过半	15
图 26: 2021 年以来销售人均创收有所下降	15
图 27: 人均创利稳步增长	15
图 28: 焦点科技四款 AI 产品	16
图 29: AI 麦可简介	17
图 30: AI 麦可九大功能	17
图 31: AI 麦可	18
图 32: AI 麦可付费会员数高增	18
表 1: 焦点科技管理层	5
表 2: 近期跨境电商政策梳理	9
表 3: 中国制造网行业市场分类 (部分)	11
表 4: 买卖双方服务	12
表 5: 中国制造网会员权益部分差别	13
表 6: 中国制造网 vs 阿里巴巴国际站	14
表 7: AI 麦可更新迭代进展	16
表 8: 关键假设	19
表 9: 可比公司估值	20

1. 焦点科技：跨境 B2B 平台综合性服务商

1.1. 架构重塑与 AI 赋能下的商业跃迁

1996 年，公司在东南大学专家楼成立，并推出中国制造网（1998 年），标志着其在电子商务领域的起步。2009 年，焦点科技成功登陆中国资本市场，在深交所上市。随后，公司不断拓展业务范围，2013 年在美国设立子公司，并在 2015 年收购美国电子商务平台 DOBA，于 2017 年在美国设立全资子公司 Crov Inc.，进一步强化了其在跨境电商领域的地位，深化国际市场布局。焦点科技在 2019 年调整组织架构，积极推动管理层年轻化变革，为公司注入全新活力。2023 年，焦点科技在 AI 领域取得突破，AI 麦可 1.0 至 3.0 版本相继发布，展现了公司在人工智能技术应用上的实力。为了支持中国制造网业务持续发展，焦点科技 2024 年进行第二次组织架构调整，将运营和销售分开，单独成立 AI 事业部，并在同年上线 AI 麦可 4.0 版本，实现全自动化流程，只需设定一个目标，由 AI 在后台围绕该目标自己实现，这一系列发展举措，不仅巩固了焦点科技在电子商务领域的领先地位，也为其开拓未来发展空间。

图 1：焦点科技发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国制造网公众号，天风证券研究所

公司股权结构集中。截止 2024 年末，董事长兼总裁沈锦华直接持有公司约 46.42% 的股份，为公司的实际控制人。同时，公司其他股东包括机构投资者和个人股东持有少量股份。

图 2：焦点科技股权结构（截止 2024 年末）



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

董事会成员学术背景雄厚，行业经验深厚。学术背景涉及经济、管理、财务、计算机技术等多领域；职业经历多样化，包括金融、制造业、信息技术及政府高层管理职位，展示了深厚的行业经验；成员既有企业实战管理经验者，也有独立董事提供的学术和专业监督视角，体现出决策层的多元化和专业性；整体团队呈现出战略眼光与创新能力兼备的特点，能够为公司在跨境电商及技术创新领域提供稳健支持。

表 1：焦点科技管理层

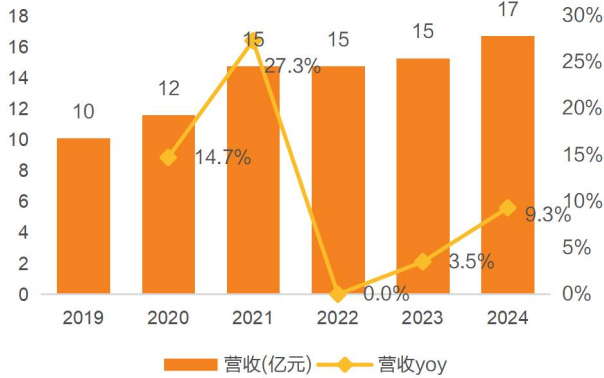
姓名	职务	学历	年龄	个人履历
沈锦华	董事长, 董事, 总裁	硕士	59	曾任南化集团化工机械厂技术员, 南京方正新技术有限公司经营部副主任。现任焦点科技股份有限公司董事长兼总裁, 新一站保险代理股份有限公司董事, 南京市焦点互联网科技小额贷款有限公司董事长, 文笔网路科技有限公司(台湾)董事, InQbrands Inc. 董事, DOBA, Inc. 董事, CROV INC. 董事, Focus 1801 Holt, LLC 董事, CROV (SINGAPORE) PTE.LTD. 董事, CROV HOLDING (MALAYSIA) SDN.BHD 董事, 南京新一站咨询管理中心(有限合伙)执行事务合伙人, 南京市智慧医疗投资运营服务有限公司董事, 焦点科技控股有限公司执行董事, 南京太阳花健康产业投资有限公司执行董事, 南京艾普太阳能设备有限公司董事, 江苏健康无忧网络科技有限公司董事长, LAUNCHWORKS, INC 董事, Potato Capital Holding Limited 董事, Crov Viet Nam Holding Company Limited 总经理, Dandelion Capital Holding Limited 董事, Global Boom Group Limited 董事。
黄良发	副董事长, 董事, 高级副总裁	本科	52	曾任香港爱高电业有限公司程序开发员, 公司信息部主管, 网站运营部总经理兼产品部经理。现任公司监事会主席, 文笔网路科技有限公司(台湾)董事长, 焦点环球采购服务有限公司(香港)执行董事, 中国制造网有限公司(香港)执行董事, 育见科技股份有限公司董事长。
顾军	董事, 财务总监	本科	52	曾任职于中国建设银行上海分行、中国光大银行上海分行和众华会计师事务所(特殊普通合伙)。2010年5月加入公司, 现任公司财务总监、南京焦点科技投资管理有限公司执行董事、百卓网络科技有限公司董事、江苏中企教育科技股份有限公司董事、焦点供应链服务有限公司执行董事、焦点教育科技有限公司董事、南京百年丁家健康咨询管理有限公司董事、吉林省安信电子商务有限公司董事、CROV INC. 董事、Crov Global Holding Limited 董事、江苏中莒数据技术有限公司监事、海深智能科技(上海)有限公司监事、南京市焦点进出口服务有限公司监事、江苏苏商银行股份有限公司监事、江苏健康无忧网络科技有限公司监事。
迟梦洁	董事, 董事会秘书	硕士	45	曾任公司法务部主管。现任董事兼董事会秘书, 南京市焦点互联网科技小额贷款有限公司董事, 江苏焦点国际会展有限公司董事, 江苏中企教育科技股份有限公司监事, 焦点教育科技有限公司监事。
朱利民	董事	硕士	74	曾任国家体改委试点司副处长, 国家体改委综合规划试点司处长, 中国证监会稽查部副主任, 中国证监会稽查局副局长, 中国证监会派出机构工作协调部主任兼投资者教育办公室主任, 中信建投证券有限责任公司合规总监, 中信建投证券股份有限公司监事会主席。现任公司独立董事, 兖矿能源集团股份有限公司独立董事, 信达证券股份有限公司独立董事, 华润化学材料科技股份有限公司独立董事, 南通国盛智能科技集团股份有限公司独立董事。
孟佳	董事	本科	40	曾任焦点科技股份有限公司中国制造之美执行总监, 焦点教育科技有限公司营销中心总经理, 现任焦点教育科技有限公司董事长。
成俊杰	高级副总裁	本科	49	曾任北京长天科技集团金融事业部高级技术经理, 技术总监; 焦点科技股份有限公司技术支持中心研发部主管, 研发中心总经理; 汇通达网络股份有限公司 CTO 兼技术研发中心总监; 南京汇钜星河网络科技有限公司总经理。现任公司高级副总裁兼首席技术官, 百卓网络科技有限公司董事长, 江苏中莒数据技术有限公司董事。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 中国制造网持续占主导地位, SaaS 模式维持高毛利率

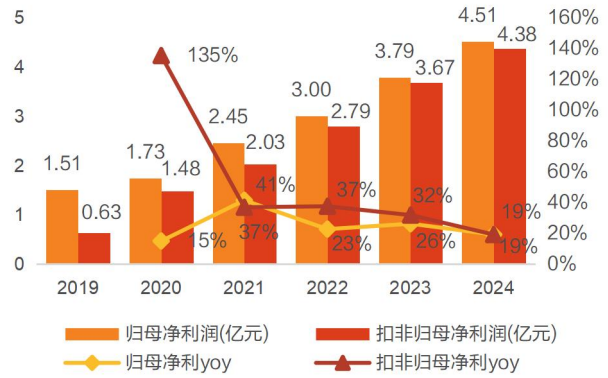
营业收入稳健增长, 盈利能力持续提升。公司 2019-2021 年营收增速较快, 主要得益于行业整体的高景气度。2022 年受疫情影响, 增速开始放缓。2024 年实现营业收入 17 亿元, 同比增长 9.3%。自 2019 年调整组织架构起, 公司盈利能力得到提高, 2024 年归母净利润达 4.51 亿元, 同比增长 19%。

图 3：2024 年营收 yoy+9.3%



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

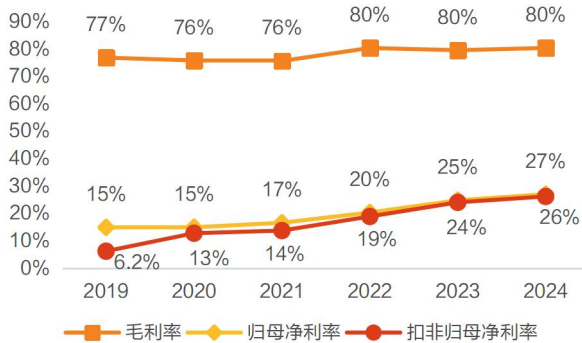
图 4：2024 年归母净利润 yoy+19%



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

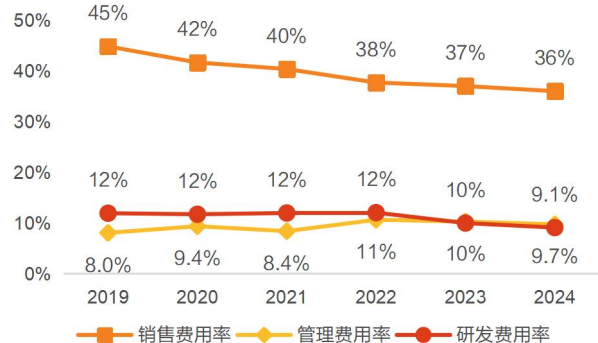
销售费用率逐步优化，支撑较高净利率水平。2022 年至今毛利率稳定在 80% 的高水平状态，归母净利率逐步提升至 2024 年的 27%。这主要归结于公司销售费用率优化明显，近 5 年呈现持续下降的趋势，2024 年降低至 36%。

图 5：净利率稳步增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：销售费用率优化明显



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

合同负债+其他非流动负债的前瞻指标向好，指引后续收入增长。公司核心 B2B 业务中国制造网采用预收会员费的方式，逐月计入收入，合同负债 2024 年末达 11.5 亿元，其他非流动负债达 1.5 亿元，预收类款项合计同比增长 21%，为后续收入增长注入动力。

分红率高位维稳，股东回报丰厚可观。公司分红率始终保持在较高水平，2024 年现金分红总额约 3.5 亿元，股利支付率高达 77%，高度重视对股东权益的回馈。

图 7：2024 年合同负债&其他非流动负债 yoy+21%



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：2024 年分红率 77%



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

焦点科技凭借其全面且深入的业务布局，在跨境电商领域构建起了强大的竞争壁垒。公司主营业务主要涵盖以下几块：

- 1) **全链路外贸综合服务平台。**中国制造网作为公司支柱业务，2024 年收入占比达 81%，为国内供应商和采购商提供全流程服务的同时，为海外供应商提供站内推广服务。在买家体验与流量增长两方面深耕，提升平台全球影响力。此外，利用 AI 技术助力平台供应商降本增效，赋能中国供应商以及海外采购商高效率商机的实现。
- 2) **外贸 AI 应用业务。**凭借深厚的技术积累和市场洞察，推出 AI 外贸助手 AI 麦可，并在 2024 年升级为 4.0 版本，实现了从“AI 外贸助手”到全流程“AI 外贸能手”的转变，为 B2B 领域的垂直客户提供产品发布、AI 接待、营销拓客等方面的智能化、自动化解决方案，通过构建企业的“数智大脑”，帮助客户优化外贸全流程，降低运营成本，提升业务效能。在未来，AI 麦可将围绕企业知识库的构建与运用、数字人的优化和升级持续迭代。除 AI 麦可之外，公司已推出 Mentarc、Sourcing AI 等 AI 产品，深度挖掘并积极探索 AI 商业机会。
- 3) **跨境电子商务业务。**一方面，借助美国商品一件代发服务平台 Doba.com 开展 Drop Shipping 业务和创新业务模式 Doba Share，为供应链和零售商提供高效便捷环境，助力中国供应商开拓海外市场。另一方面，in Qbrands Inc.专注于中国出口商与北美全渠道市场的一站式跨境交易及供应链全服务流程，在帮助国内中小企业提供供应链能力的同时，进一步提升海外仓在物流方面的履约能力。
- 4) **线上线下融合的保险代理业务。**依托于新一站为中小企业以及个人提供保险产品的一站式服务，一方面通过线上平台直连保险公司，帮助客户比价、投保和出险；另一方面为客户提供线上和线下的保险销售和咨询服务。

图 9：焦点科技主营业务

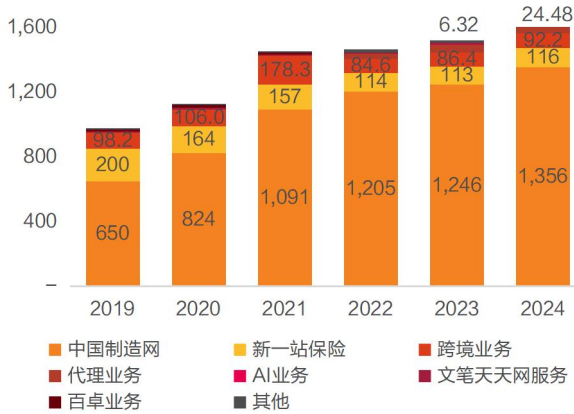


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

中国制造网持续占据公司收入主导地位。公司核心 B2B 业务中国制造网 2024 年实现营收 14 亿元，毛利率为 80%，营收占比 81%，毛利占比 81%，构成业绩的基本盘。新一站保险业务近 5 年有所收缩，由 2019 年 20% 的营收占比下降至 2024 年的 7%。

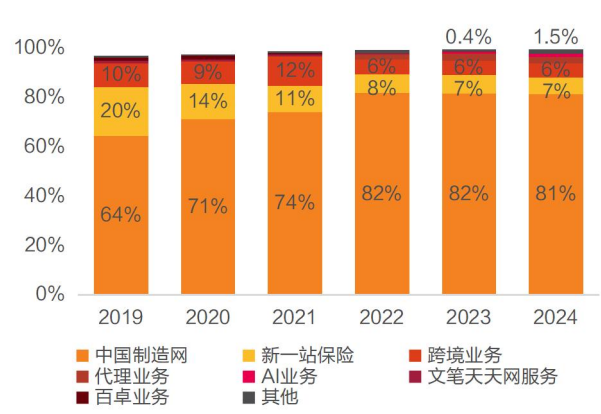
重要看点 AI 应用已落实到报表端产生营收。2024 年 AI 业务营收 24.48 亿元，同比增加 287%，毛利率为 86%。营收占比由 2023 年的 0.4% 提升至 2024 年的 1.5%，2024 年毛利占比 1.6%，后续随着公司 AI 应用的加速商业化落地，收入有望高速增长。

图 10：分业务营收（百万元）



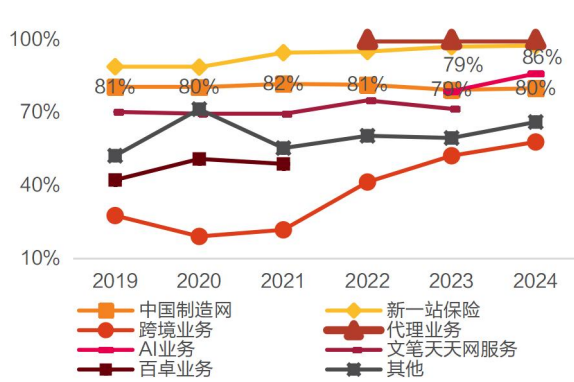
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：分业务营收占比



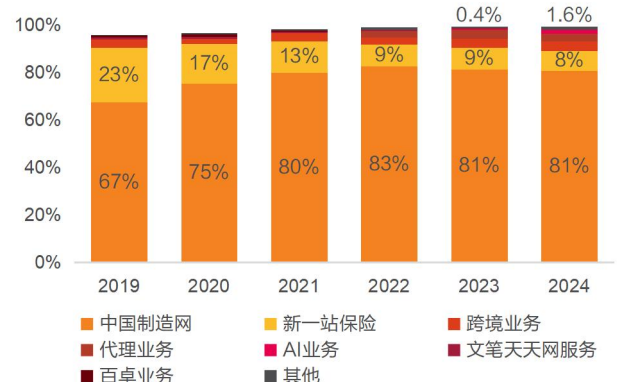
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：分业务毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 跨境电商：政策与市场双轮驱动下的外贸新篇

2.1. 产业链趋完备，筑牢高增长根基

跨境电商的产业链基础设施已趋于完善。供需维度来看，Anker、致欧家居等品牌商/制造商作为卖方提供丰富货源，B2B 领域的第三方开放式平台如阿里巴巴国际站及自营型平台如 okorder.com 有效连接企业间贸易，B2C 方面亚马逊等第三方开放式平台与 SHEIN 等自营型平台满足全球消费者多元需求。服务支持层面，ERP/CRM 工具厂商、营销服务商、物流服务商以及金融服务商有效优化采购、推广、运输、支付等关键流程，各环节协同运作构建起了较为完备的跨境电商产业生态基石。

图 14：中国跨境电商产业链



资料来源：艾瑞咨询，36kr，天风证券研究所

2.2. 政策支持，进出口稳步扩容

近年来，跨境电商领域迎来了密集的政策支持，为行业发展注入强劲动力。例如，2024年4月，商务部发布了《数字商务三年行动计划（2024-2026年）》，提出通过优化跨境电商监管方式、支持海外仓布局以及推动传统外贸企业转型升级等措施，进一步促进跨境电商出口。2023年12月，国务院办公厅出台《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》，强调以“跨境电商+产业带”模式推动产业集群发展，同时加强内外贸企业在数据和人工智能等领域的深度融合。2023年4月，国务院发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，支持外贸企业通过跨境电商开拓海外市场，并完善知识产权保护机制，提升国际竞争力。

表 2：近期跨境电商政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	相关内容
2024年4月	商务部	《数字商务三台行动计划（2024-2026年）》	促进跨境电商出口。优化跨境电商出口监管方式。组织跨境电商综试区开展平台和务实化培训等专项行动。支持跨境电商赋能传统产业带，引导传统外贸企业发展跨境电商，建立线上线下融合、境内境外联动的营销服务体系。提升海外仓专业化水平。
2023年12月	国务院办公厅	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	培育国内外贸融合发展产业集群。在重点领域培育壮大一批内外贸融合发展产业集群。推动商业科技创新中心建设，促进互联网上数据、人工智能能力向内外贸企业深度融合。促进“跨境电商+产业带”模式发展，带动更多传统产业集团出海。
2023年4月	国务院办公厅	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动外贸稳规模持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新模式拓展销售渠道、培育自有品牌。鼓励各地方结合本省和市禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对标出口。加快出口跨境电商知识产权保护指南，指导跨境电商企业防范知识产权风险。
2022年11月	国务院办公厅	《国务院关于同意布局建设第33个跨境电商综合试验区的批复》	同意在廊坊、沧州等33个城市地级区设立跨境电子商务综合试验区。支持综合试验区建设运营中心，国家级跨境电商基地，优化海关监管和退税政策。探索B2B出口业务新模式，加强区域国际化发展。
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	进一步支持跨境电商的结算便利化。支持跨境电商企业利用人民币开展进出口结算，推动跨境金融服务创新，简化结算流程，压实交易真实性审核责任。

2022年5月	国务院办公厅	《关于推动外贸保稳提质的意见》	提高外贸质量与结构优化，促进跨境电商健康发展。支持外贸企业参与国际化市场，创新模式，完善配套金融政策。
2022年1月	国家发改委	《十四五现代流通体系建设规划》	促进跨境电商多元化发展，推动供应链流通数字化，深化线上线下融合，支持企业建设海外仓，助力 B2B 跨境电商出口模式。

资料来源：中国政府网，央行官网，天风证券研究所

出海整体景气，跨境电商市场稳步扩张。2024 年我国跨境电商进出口达 2.63 万亿元，同比增长 10.8%。2024 年义乌进出口总额 6689.3 亿元，同比增长 18.2%。跨境电商增长仍具韧性。

图 15：中国跨境电商进出口金额



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 16：义乌市进出口金额



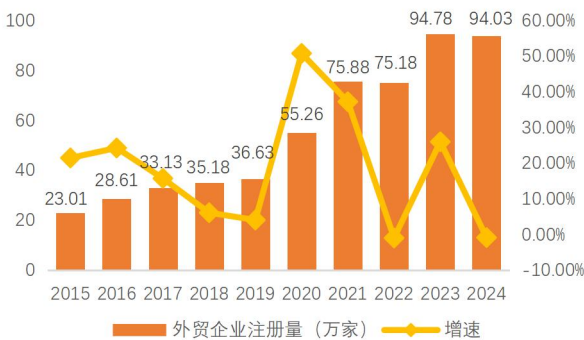
资料来源：义乌市政府官网，金华市政府官网，天风证券研究所

2.3. 新企注册劲增，民企贡献突显

外贸行业对新企业展现出持续的吸引力。得益于全球经济复苏带来的旺盛需求，数字化转型在外贸行业的加速推进。2024 年外贸企业注册量达 94.03 万家，截至 2025 年 1 月 22 日，外贸相关企业存量已达 510.69 万家，外贸行业整体活力得到进一步提升。

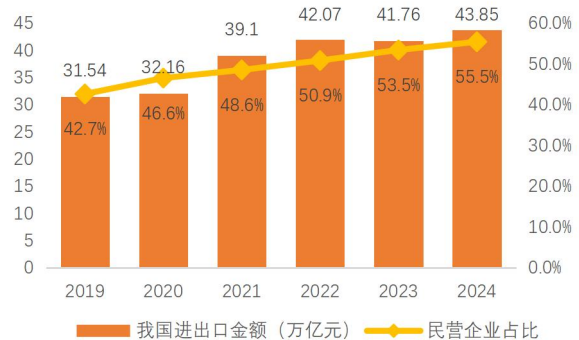
民营企业对进出口总额的贡献度不断攀升。2024 年我国货物贸易进出口总值 43.85 万亿元，同比增长 5%。2022 年，民营企业在我国进出口总额中的占比首次突破 50%，成为推动我国进出口增长的关键力量。2024 年民营企业进出口占比已升至 55.5%。民营企业在国际贸易中的活跃度显著提升，且其在我国对外贸易格局中的重要性日益凸显。

图 17：近 10 年外贸企业注册量



资料来源：查查 DATA 公众号，天风证券研究所

图 18：民营企业支撑我国进出口总额



资料来源：海关总署，中国政府网，天风证券研究所

3. 中国制造网：跨境 B2B 全链路服务

3.1. 从市场渗透到 AI 赋能，外贸 B2B 平台的进阶之路

中国制造网自 1998 年创立以来，历经多个关键发展阶段：

在早期市场渗透阶段，公司注册 Made-in-china.com 并正式推出中国制造网，进而通过推出高级会员服务、积极参与广交会等举措，初步夯实市场基础。

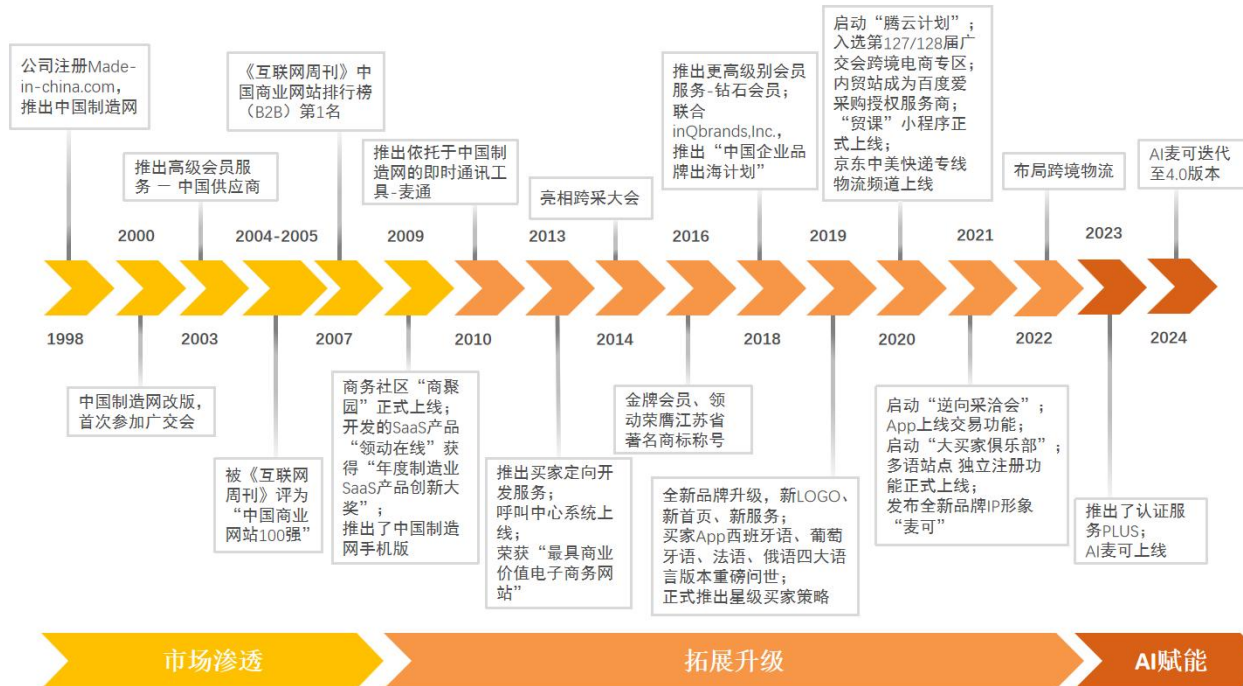
2009-2018 年处于拓展升级阶段，SaaS 产品研发取得成果，即时通讯工具上线，且斩获相关奖项与著名商标称号，持续丰富服务矩阵，提升品牌价值。

2019-2022 年拓展升级进程进一步深化，完成品牌全方位升级，多语言版本相继问世，成功入选第 127 届和第 128 届广交会跨境电商专区等。

自 2023 年起进入 AI 赋能新阶段，推出认证服务 PLUS 并实现 AI 麦可版本迭代。

持续的服务创新与迭代升级策略，精准契合用户需求，逐步构建起强大的品牌声誉和用户忠诚度，稳固国际市场地位。聚焦外贸 B2B 领域，凭借技术研发与服务优化不断完善平台功能，实现业务规模稳健扩张。

图 19：中国制造网发展历程



资料来源：中国制造网官网，焦点科技官网，公司公告，天风证券研究所

3.2. 多元服务构建与会员体系加持：中国制造网的核心竞争力

深度整合供应链，卖方产品结构完备，打造全链路服务平台。中国制造网提供的产品分类广泛，包括制造加工机械、五金工具、电工电气、交通运输等 26 个领域，得益于其敏锐的市场洞察力和专业化的供应链整合能力。丰富完备的产品品类矩阵，有效覆盖并满足了买家端多元、分散的需求场景，强化买家的采购体验，为业务增长注入强劲动力。此外，SGS 认证服务等增值服务，提高了交易的安全性和可靠性。

表 3：中国制造网行业市场分类（部分）

类别	细分	类别	细分
制造加工机械	包装机械、工程与建筑机械、机床、破碎和分选机械、食品饮料加工机械、农业机	安全和防护	监控保护装置、电子报警安全装置、交通安全设备、门禁考勤系统、防静电产品、作业防护产品、消防、

	械、制版与印刷机械、塑料加工机械		防伪技术产品
工业设备及组件	焊接和切割设备、阀门、泵及真空设备、紧固件和连接件、空调制冷和通风设备、链条和传送设备、过滤设备、清洗设备	照明	LED 灯、室内照明灯具、室外照明灯具、专门用途灯具、照明配件、LED 显示屏、灯具灯饰、灯箱
五金工具	五金配件、手动工具、机械五金、磨具、气动元件、弹簧、电动工具、金刚石工具	交通运输	载货和仓储、电动车和部件、非机动车、摩托车、停车场设备、专用车、商用车、船舶和水运器材部件
仪器仪表	专用仪器仪表、分析仪器、气体液体计量仪表、试验机、光学透镜和仪器、试验箱及气候环境设备、衡器、电工仪器仪表	汽摩及配件	汽车安全用品、汽车装饰用品、车载影音娱乐用品、驱动系统、汽车发动机系统、汽车保养用品及设备、其它汽摩配件和附件、汽车检修设备及工具
电工电气	电源和配电设备、通信和广播电视设备、电线电缆、开关、电气控制系统、(蓄)电池和充电器、电动机、绝缘材料	服装饰件	鞋类、上装、服装辅料、T 恤、商标和吊牌、制服或工作服、手套、裤子
电子元器件	保险元器件、传感器、连接器、集成电路 IC、二极管、电路板、电容器、变送器	箱包	时尚休闲包、其它箱包和礼盒、礼品盒和礼品袋、钱包、卡包、钥匙包、购物袋、数码产品包、功能箱包、箱包配件

资料来源：中国制造网官网，天风证券研究所

表 4：买卖双方服务

服务对象	服务类型	服务简介
买方	找供应商	使用平台提供的专业搜索工具或检索产品目录查找产品及供应商。
	双方联系	通过“麦通”开启及时洽谈、文件传输、洽谈回顾、信息发布等。
	发布采购信息	免费发布采购信息，针对特定规格、型号的物品发布询价单，吸引供应商主动洽谈合作。
卖方	注册	免费注册，享受会员服务。
	发布公司信息	免费发布公司信息，通过加入“中国产品目录”提高产品曝光率。
	发布产品	免费发布产品，搭建起与买家合作的桥梁。
	主动找买家	在采购信息频道搜索询价信息和招募信息，主动寻找买家合作。
	双方联系	通过各种沟通方式与买家联系以提高成交机会。

资料来源：中国制造网官网，天风证券研究所

中国制造网收取会员费+增值服务，采取 SaaS 模式，金牌、钻石会员两档满足不同层次客户需求。金牌会员和钻石会员的收费标准分别为¥31,100/年和¥59,800/年。免费会员享受发布产品、数据罗盘等基础功能且功能受限，金牌会员有权发布最多 1000 个产品，可享受高频次产品推广机会、RFQ 报价、高级数据分析支持，帮助达成和优化销售策略，钻石会员发布产品限制提高至 3000 个，在金牌会员服务享受的基础上增加展示升级、访客营销等功能。中国制造网通过营销分层最大化客户体验，激发消费潜能，提高自身产品市场竞争力。

图 20：中国制造网会员权益

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

资料来源：中国制造网官网，天风证券研究所

表 5：中国制造网会员权益部分差别

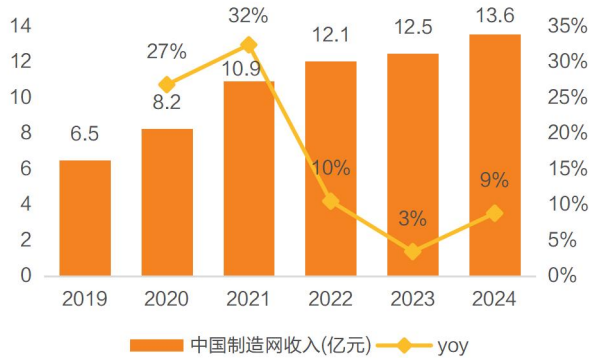
功能	会员级别	
	金牌会员	钻石会员
会员图标		
产品	产品数量 (产品详情最多添加 12 张图片)	3000 条 (产品详情最多添加 25 张图片)
	主打产品	10 个

资料来源：中国制造网官网，天风证券研究所

会员数量增长稳健，续约率提升反映客户认可。截至 2024 年末，中国制造网付费会员数量 2.74 万（2024 年和单四季度分别增加 2829/747 位），同比增速 12%。2024 年 ARPPU 值达 5.2 万/位，长期来看，受益于格局改善，有提升空间。中国制造网 2024 年毛利率 80%，这一高水平的盈利能力主要得益于平台的商业模式和运营效率。

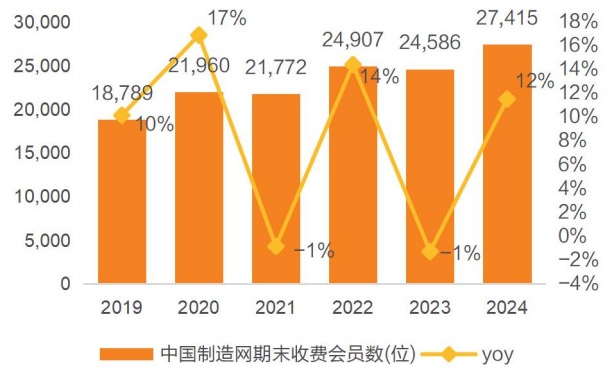
运营独立后，流量基建已见成效。运营从销售中剥离后，2024 年 4 月开始做流量基建工作（搜索引擎优化、买家粘性提升等），自 2024 年 6 月起逐步显现成效，公司整体流量呈快速上升态势。2024 年全站买家注册量同比增加 28%，其中印尼、泰国、越南、土耳其流量增长显著，分别同比增加 140%/131%/98%/95%。

图 21：中国制造网营收



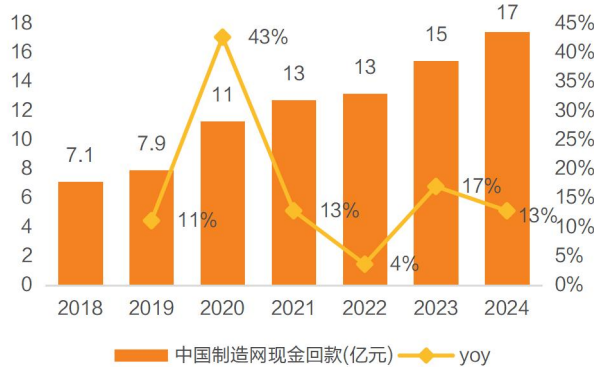
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2024 年末中国制造网付费会员数+12%



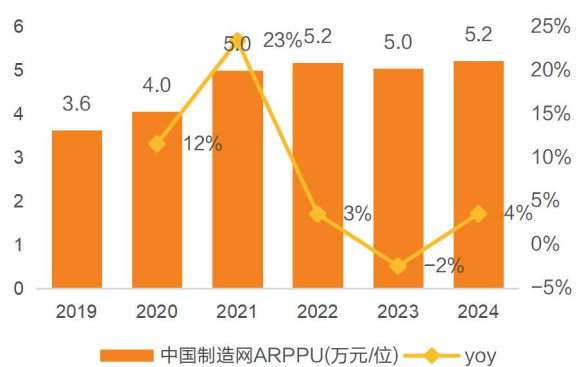
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：中国制造网现金回款



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2024 年中国制造网 ARPPU 值达到 5.2 万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

相较于阿里巴巴国际站，焦点科技存在一定的差异化竞争优势。

买家群体优质：专注于 b 端批发业务，拥有优质且高付费能力的买家群体，个人买家占比较少。这一市场定位使得焦点科技能够聚焦于专业批发客户的需求，提供定制化服务和高质量的产品解决方案。

运营规则简单：焦点科技倡导轻运营、重业务的理念，以一次性付费为主，通过固定排名机制和可控的费用，一定程度上缩减了企业获客成本，促进运营效能提升。

市场容量充裕：中国制造网提供了一个公正的竞争环境，买家不分层，为新供应商提供更多的机会，进一步激发市场活力。

表 6：中国制造网 vs 阿里巴巴国际站

	阿里巴巴国际站	中国制造网
价格	出口通：29800 元/年+点击付费(P4P)+一达通 金品诚企：80000 元/年+点击付费(P4P)+一达通	金牌会员：31100 元/年+固定广告排名(包含 SGS/BV/tuv 机构实地认证) 钻石会员：59800 元/年+固定广告排名(包含展示升级+SGS/BV/tuv 机构实地认证)
买家群体	批发+零售	买家以 b 端批发为主，个人买家占比较少
知名度	知名度高	知名度较高
询盘	一对一询盘、群发询盘	一对一询盘
投入成本	P4P 广告机制等多领域投入	广告的关键词搜索结果首页排名固定机制，费用相对简单可控

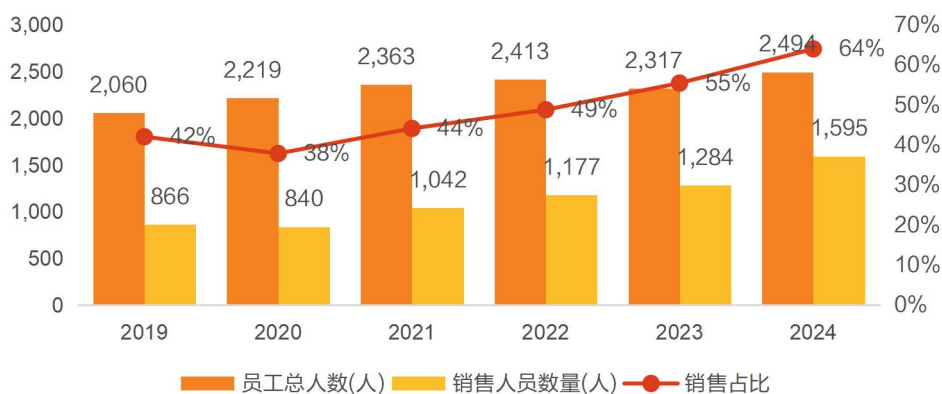
运营成本	重运营，运营更加精细化，注重专业外贸团队培养	重业务，对运营的要求目前不太高
竞争环境	商家众多，市场竞争较为激烈； 买家分层，头部商家能获得更多流量	市场有待扩容； 买家不分层，新供应商有一定机会

资料来源：中国制造网，阿里巴巴国际站，经济观察网，中国日报网等，天风证券研究所

3.3. 组织架构优化，有望赋能销售人效提升

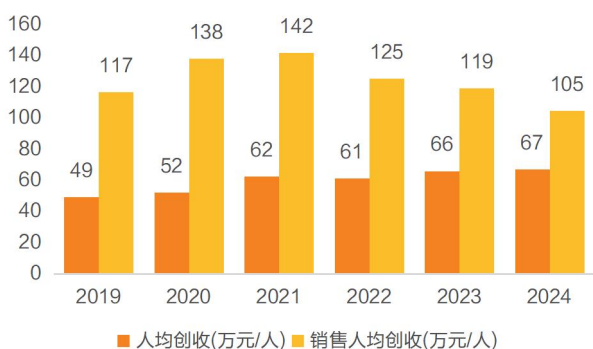
公司销售与盈利指标呈现结构性变化，驱动组织架构深度优化。人均创利近 5 年稳步增长，得益于公司的成本费用管控优势。近年来，公司战略布局中对销售团队资源倾注显著，销售人员数量占比整体呈上升趋势，2023 年已突破半数。但 2021 年以来销售人均创收有所下降，2024 年略降到 105 万元/人。为此公司 2024 年进行 2019 年以来最大的组织架构调整，一是运营和销售分开，加强运营层面流量投入、销售层面人员培训，提升买家和供应商服务体验，二是单独成立 AI 事业部，实现技术创新与商业应用的加速迭代，以重塑公司内部的协同生态，有望助力销售人效提升。

图 25：销售人员数量占比过半



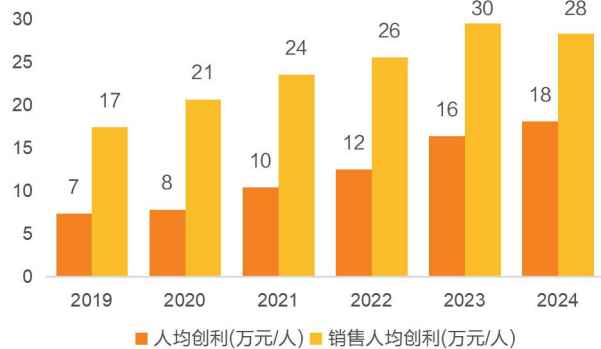
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 26：2021 年以来销售人均创收有所下降



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 27：人均创利稳步增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4. AI 产品矩阵全景：驱动跨境电商智能化变革

4.1. “AI 四剑客”：全方位优化跨境电商生态

数字化创新重塑商业逻辑，焦点科技 AI 产品矩阵应运而生，助力跨境电商突破发展瓶颈。具体来看：

AI 麦可从 1.0 的效率工具发展到 4.0 的全自动化流程，以 AI 多模态能力接手发品、营销、接待等全流程工作，以降低卖家外贸入门门槛、降低交易机会获取成本、提升外贸企业工作效率；

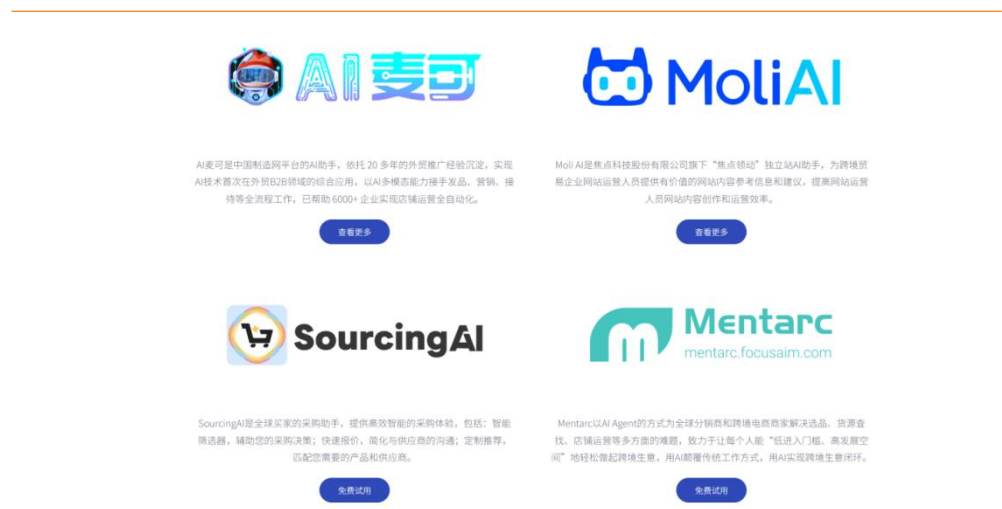
Moli AI通过分析市场和用户数据提供内容创作与优化建议，提升网站运营效率，覆盖了高效建站、网站品牌塑造、网站运营、网站营销引流、网站客户服务等应用场景；

Sourcing AI为采购商打造智能采购体验，以智能筛选、快速报价等功能精准匹配资源、提高采购效率，考虑到 AI 彻底改变现有的信息搜索与获取方式的可能性，公司 2025 年将加大 Sourcing AI 领域的研发投入。

Mentarc协助跨境电商优化选品策略、快速查找优质货源、精细化运营店铺等，用 AI 实现跨境生意闭环。

四款 AI 产品相互协同，全方位覆盖跨境电商关键环节，重塑生态格局，逐渐成为推动行业智能化、高效化发展的关键力量，有望引领跨境电商迈向新高度。

图 28：焦点科技四款 AI 产品



资料来源：FocusAIM 官网，天风证券研究所

4.2. AI 麦可：迭代至 4.0，AI Agent 能力显现

焦点科技 AI 麦可经历了多次迭代更新，不断提升其对外贸 B2B 领域的服务水准。从 2023 年 4 月 18 日的 Beta 版本开始，AI 麦可不断拓展功能，从最初为外贸企业提供 AI 基础智能化服务，逐步发展到在信息发布、营销推广和商机转化环节具备强大能力。2023 年 7 月，AI 麦可升级到 2.0 版本，成为一个全场景 AI 助手，更加贴近外贸业务多场景的实际需求。AI 麦可 3.0 版本的问世让人工从简单重复劳动中解放出来成为可能，通过智能化手段帮助外贸人员提高工作效率，减轻人工负担。2024 年 11 月 11 日，AI 麦可 4.0 版本上线，AI 麦可发展成为全场景 AI Agent 即 AI 外贸能手，挖掘 AI 技术结合的深度，加快自动化和智能化办公变革，成为外贸工作中的得力助手，成为外贸企业数字化转型的重要工具。

表 7：AI 麦可更新迭代进展

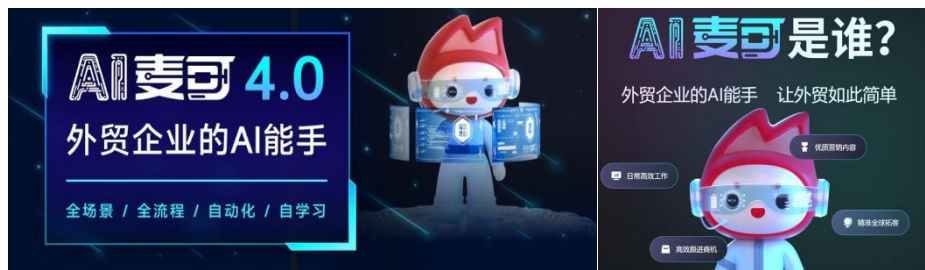
版本	发布时间	功能定位	新增功能
Beta	2023 年 4 月 18 日	AI 技术首次在外贸 B2B 领域的综合应用	开始为外贸企业提供 AI 智能化服务。
1.0	2023 年 5 月 15 日	中国制造网供应商专属 AI 助手	在信息发布、营销推广和商机转化环节中的具备多项强大能力；在平台的发品环节内，实现标题优化、关键词优化等 SEO 相关功能，利于供应商产品的收录。
2.0	2023 年 7 月 28 日	“平台运营、内容生产、商机跟进”全场景	不断贴近实际外贸业务场景，加大商机与买家线索的挖掘，让海外拓客更精准、更智能；供应商可以根据提示词，直接生成营销型的图片。

		AI 助手	
3.0	2023 年 9 月 4 日	数智化 AI 助手	以“数智员工”为核心，致力于解决“人工的问题”，具备自动化、批量化处理任务的能力，以“自动化”的工作方式，尽可能地把人工从简单重复的劳动中解放出来，图片生成的速度和质量提升；从平台运营（自动化运营）、商机跟进（填补不足，高效拿单）、商机拓展（决策支持）三种外贸场景解决痛点。
4.0	2024 年 11 月 11 日	全场景 AI Agent，AI 外贸能手	全新推出视频生成、智能排版、行业情报三大功能，通过深度结合 AI 技术，大幅提升外贸人的工作效率；能完成整个外贸工作流的自动规划与执行，并且能主动“学习”知识库，成为名副其实的外贸“AI 能手”。

资料来源：中国制造网公众号，公司官网，中国制造网外贸 e 家，天风证券研究所

AI 麦可作为智能化外贸助手，通过覆盖外贸全流程的功能，为企业提供高效的数字化营销解决方案。其核心作用在于利用人工智能技术优化产品发布、关键词配置和买家匹配等环节，同时通过智能内容生成、多语言翻译以及精准商机推荐，提升企业的市场竞争力和客户转化率。此外，AI 麦可通过数据分析和自动化平台运营，帮助企业洞察市场动态，优化营销策略，从而实现外贸运营效率的显著提升，满足中小企业在全球化背景下的多样化需求。

图 29：AI 麦可简介



资料来源：中国制造网公众号，AI 麦可官网，天风证券研究所

AI 麦可的功能涵盖外贸交易的所有关键环节，包括售前、售中和售后，为企业提供全面支持。在售前环节，AI 麦可通过市场洞察、智能选品和广告优化，帮助企业提升营销推广效率。在售中及售后，依托智能推荐解决方案，支持多语言沟通和自动回复功能，优化买家体验并提高沟通效率。此外，通过自动化工具，AI 麦可实现产品发布、内容生成和商机跟进的智能化管理，大幅缩短内容创作时间，减少人工操作中的风险，进一步降低企业人力成本并提升效率。

图 30：AI 麦可九大功能

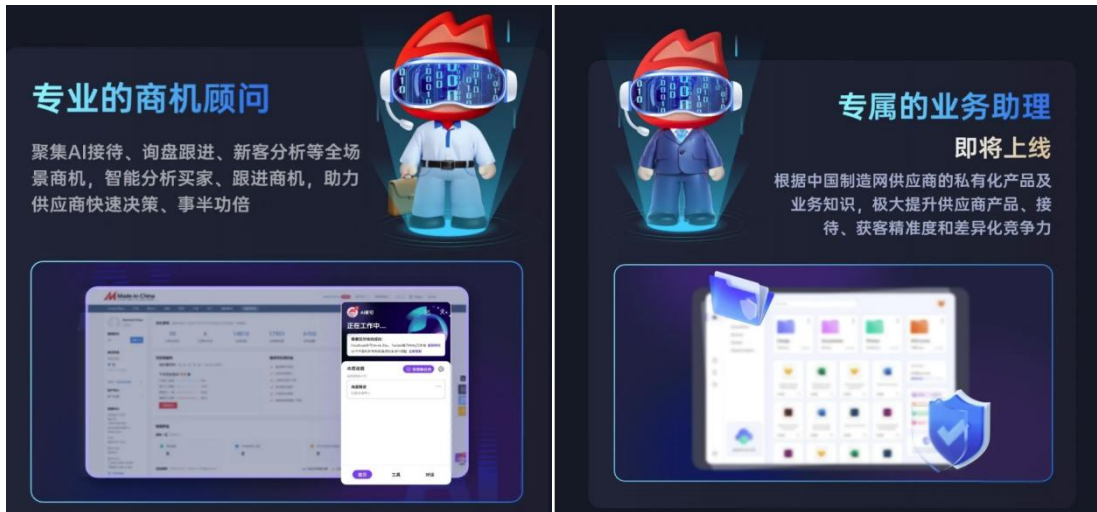


资料来源：公司官网，天风证券研究所

AI 麦可通过精准推荐和灵活定制功能，全面赋能外贸企业，提高运营效率和市场适配能力。在精准推荐方面，AI 麦可利用大数据和人工智能技术，分析买家的搜索行为和历史交易数

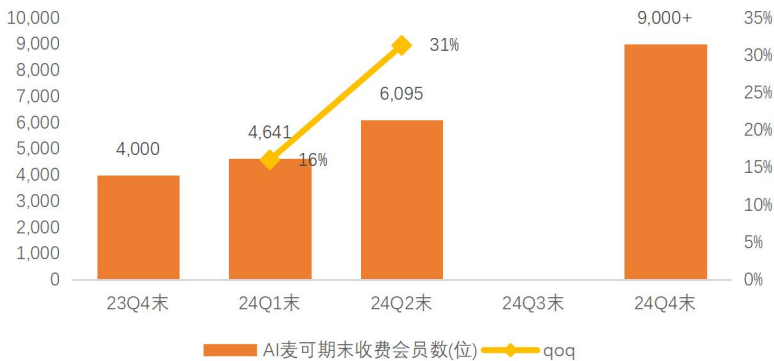
据，构建用户画像，推荐最优推广渠道与内容，同时通过智能客户分类精准对接高价值客户，提升订单转化率和 ROI（投资回报率）。在灵活定制方面，AI 麦可根据行业属性和市场目标优化产品发布与推广策略，支持全球多语言、多文化市场的区域定制，助力企业实现资源的最优分配与使用。凭借精准推荐和灵活定制的结合，AI 麦可帮助外贸企业在复杂多变的国际市场中抢占先机，稳步提升全球竞争力。2024 年末 AI 麦可付费会员数已突破 9000 人，渗透率有望持续提升。

图 31: AI 麦可



资料来源：中国制造网公众号，天风证券研究所

图 32: AI 麦可付费会员数高增



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

中国制造网：该业务是焦点科技的核心业务，凭借 SaaS 模式、公司组织架构优化以及较阿里巴巴国际站的差异化竞争优势，同时 AI 麦可研发不断迭代，公司付费会员数、ARPPU 值有望持续增长，我们预计 2025-2027 年付费会员同比增速分别为 10%/9%/8%，ARPPU 增速为 4%/3.5%/3%。整体来看，我们预计 2025-2027 年该业务营收同比增速 15.1%/13.3%/11.7%。

新一站保险：作为公司早期发力业务之一，业务成熟度较高。随着 AI 业务的拓展以及公司产品矩阵的优化，该部分业务可能会增长放缓，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 2.1%/1.9%/1.7%。

跨境业务：基本面来看，出海市场整体景气，跨境电商产业链基础设施已实现高度完善，行业发展格局趋于稳定，支持外贸企业通过跨境电商开拓海外市场的多项利好政策出台，跨境业务规模有望稳步扩张，我们预计 2025-2027 年该业务营收同比增速 6%/5.7%/5.4%。

代理业务：该部分收入来源主要来自 X 业务，即根据外贸企业需求，提供外贸生态圈内其他第三方的产品或者服务，我们预计 2025-2027 年该业务营收持平。

AI 业务：公司自 2023 年推出 AI 麦可，该产品至今已加速迭代至 4.0 版本，成为外贸企业的 AI 能手，为 B 端企业提供灵活定制和全流程服务，目前 AI 麦可的商业化价值主要体现在两方面，一是直接提升 ARPU，二是通过 AI 赋能交易效率的提升，增强客户全生命周期价值。考虑到 AI 技术尚处于早期成长阶段以及强大的可延展性，该部分增长潜力较大，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速为 134%/97%/80%。

其他：我们预计 2025-2027 年该业务营收增速稳定在-2%。

营业总收入与毛利率：综上所述我们预计公司 2025-2027 年将分别实现营收 19/22/25 亿元，归母净利润 5.4/6.4/7.5 亿元。在 SaaS 模式的驱动下，我们预计 2025-2027 年公司毛利率水平仍然保持在高位水平，分别为 80.7%/81.0%/81.4%。

表 8：关键假设

焦点科技-关键假设	单位	2024	2025E	2026E	2027E
营收	百万元	1,669	1,914	2,185	2,490
yoy	%	9.3%	14.7%	14.1%	14.0%
毛利率	%	80.4%	80.7%	81.0%	81.4%
归母净利润	百万元	451	542	640	747
yoy	%	19.1%	20.2%	18.1%	16.6%
归母净利率	%	27.0%	28.3%	29.3%	30.0%
1.中国制造网	百万元	1,356	1,561	1,769	1,976
yoy	%	8.8%	15.1%	13.3%	11.7%
毛利率	%	79.9%	80.2%	80.4%	80.6%
中国制造网期末收费会员数	位	27,415	30,157	32,871	35,500
yoy	%	11.5%	10.0%	9.0%	8.0%
ARPPU	万元/位	5.21	5.42	5.61	5.78
yoy	%	3.5%	4.0%	3.5%	3.0%
2.新一站保险	百万元	116	118	120	122
yoy	%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%
毛利率	%	97.5%	97.6%	97.7%	97.8%
3.跨境业务	百万元	92	98	103	109
yoy	%	6.7%	6.0%	5.7%	5.4%
毛利率	%	57.8%	57.8%	57.8%	57.8%
4.代理业务	百万元	43	43	43	43
yoy	%	-4.9%	0%	0%	0%
毛利率	%	100%	100%	100%	100%
5.AI 业务	百万元	24	57	113	203
yoy	%	287%	134%	97%	80%
毛利率	%	86.0%	87.0%	87.8%	88.3%
6.其他	百万元	29	29	28	28
yoy	%	112.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率	%	66.1%	66.6%	67.1%	67.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 投资建议

公司作为跨境 B2B 平台综合性服务商，组织架构优化助力人效提升，AI 业务发展强劲，在跨境电商领域 AI 应用商业化落地领先。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 19/22/25

亿元,同比增长 14.7%/14.1%/14.0%;归母净利润 5.4/6.4/7.5 亿元,同比增长 20.2%/18.1%/16.6%;对应 PE 分别为 20/17/15, 低于可比公司平均估值。参考可比公司给予公司 2025 年 30 倍 PE, 对应目标价 51.27 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2024A/E	2025E	2026E	2027E	2024A/E	2025E	2026E	2027E
600415.SH	小商品城	733	31	39	51	65	24	19	14	11
300592.SZ	华凯易佰	43	3.3	4.4	5.5	-	13	10	8	-
002803.SZ	吉宏股份	43	1.8	3.0	4.1	-	24	15	11	-
688111.SH	金山办公	1,406	16	19	23	28	85	74	60	50
002410.SZ	广联达	240	2.5	5.3	6.7	7.9	96	45	36	30
行业平均							48	32	26	30
002315.SZ	焦点科技	108	4.5	5.4	6.4	7.5	24	20	17	15

资料来源: Wind, 天风证券研究所(注: 收盘价截止 2025 年 4 月 9 日; 除华凯易佰外均已发布 24 年报, 华凯易佰 24 年盈利预测取自 wind 一致预期; 25-26 年盈利预测中, 小商品城及焦点科技为天风预测, 其他取自 wind 一致预期)

6. 风险提示

AI 商业化进程不及预期: AI 大模型的研发需要投入大量的资金和人力, 且技术突破进程可能不及预期。AI 商业化尚处于早期阶段, 其应用场景的拓展和市场接受度仍面临诸多不确定性。同时各国对 AI 技术的监管和政策处于不断变化中, 这对企业的商业化布局提出了更高的要求。

关税影响超预期: 美国对等关税大超预期, 目前公司通过主动布局新兴市场实现流量来源的动态平衡, 我们预计加征关税对公司实际影响有限, 但若幅度和范围继续扩大, 或影响跨境商家利润及需求。

协同与整合风险: 新的组织架构下, 不同事业部之间的业务目标、工作节奏和利益诉求可能存在差异, 若在资源分配、信息共享、业务对接等方面协同机制不完善, 可能导致部门间沟通成本增加、工作衔接不畅, 难以形成合力, 影响公司整体运营效率和业务发展的连贯性。

跨境电商需求不及预期: 全球经济形势的不确定性叠加地缘政治冲突, 可能会对跨境电商的稳定发展构成一定威胁。当前, 贸易保护主义抬头, 加征关税、设置进口配额等举措将抬高跨境电商商品的成本与进入门槛, 削弱在国际市场的竞争力。

行业竞争加剧: 传统行业巨头凭借资源优势和品牌效应, 加速跨界布局跨境电商与 AI 领域。新兴创业公司依靠创新技术不断崛起, 在特定应用场景中形成差异化竞争优势。因此, 需要考虑到企业进入对跨境电商领域市场竞争激烈程度的催化作用, 以及由此引发的价格战、利润压缩, 甚至市场过度饱和, 导致企业的盈利能力和市场份额降低。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,685.00	1,557.41	2,181.37	2,648.10	2,717.46	营业收入	1,526.57	1,668.82	1,914.29	2,184.74	2,489.53
应收票据及应收账款	29.75	31.93	45.11	39.56	56.68	营业成本	312.23	327.33	369.81	415.61	464.23
预付账款	10.25	11.03	12.97	13.51	16.45	营业税金及附加	11.14	12.43	14.26	16.28	18.55
存货	5.70	3.82	21.76	0.01	23.30	销售费用	565.54	601.36	680.24	769.79	869.71
其他	282.00	268.34	278.83	253.81	298.60	管理费用	156.79	162.30	180.43	201.55	224.69
流动资产合计	2,012.70	1,872.53	2,540.04	2,954.97	3,112.50	研发费用	152.35	151.59	171.97	194.08	218.67
长期股权投资	57.12	61.51	61.51	61.51	61.51	财务费用	(40.14)	(52.17)	(63.01)	(81.39)	(90.42)
固定资产	448.83	420.07	388.63	357.18	325.73	资产/信用减值损失	(11.13)	(3.82)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.05	1.36	0.00	0.00	0.00
无形资产	62.10	47.65	28.52	9.39	0.00	投资净收益	24.22	21.60	30.00	30.00	30.00
其他	1,326.76	1,817.33	1,269.16	1,468.88	1,518.13	其他	(40.96)	(50.75)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,894.81	2,346.57	1,747.82	1,896.97	1,905.37	营业利润	396.48	497.58	590.58	698.81	814.10
资产总计	3,907.51	4,219.09	4,287.86	4,851.94	5,017.87	营业外收入	2.16	0.20	5.00	6.00	7.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.43	1.80	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	79.78	80.18	179.55	77.26	202.66	利润总额	395.20	495.99	594.58	703.81	820.10
其他	219.34	254.55	1,273.16	1,813.34	1,703.53	所得税	12.73	41.28	49.49	58.58	68.26
流动负债合计	299.12	334.73	1,452.71	1,890.60	1,906.18	净利润	382.47	454.71	545.10	645.24	751.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.60	3.52	2.99	4.87	5.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	378.86	451.19	542.11	640.37	746.64
其他	159.89	197.11	177.11	157.11	137.11	每股收益(元)	1.19	1.42	1.71	2.02	2.35
非流动负债合计	159.89	197.11	177.11	157.11	137.11						
负债合计	1,417.11	1,684.55	1,629.82	2,047.70	2,043.29	主要财务比率					
少数股东权益	23.26	23.06	23.73	24.84	26.02		2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	315.91	317.24	317.24	317.24	317.24	成长能力					
资本公积	1,213.66	1,226.97	1,226.97	1,226.97	1,226.97	营业收入	3.51%	9.32%	14.71%	14.13%	13.95%
留存收益	831.49	791.50	914.33	1,059.42	1,228.59	营业利润	19.95%	25.50%	18.69%	18.33%	16.50%
其他	106.07	175.77	175.77	175.77	175.77	归属于母公司净利润	26.12%	19.09%	20.15%	18.12%	16.60%
股东权益合计	2,490.40	2,534.54	2,658.04	2,804.23	2,974.58	获利能力					
负债和股东权益总计	3,907.51	4,219.09	4,287.86	4,851.94	5,017.87	毛利率	79.55%	80.39%	80.68%	80.98%	81.35%
						净利率	24.82%	27.04%	28.32%	29.31%	29.99%
						ROE	15.36%	17.96%	20.58%	23.04%	25.32%
						ROIC	-65.76%	-56.10%	-47.12%	-59.37%	-44.81%
						偿债能力					
						资产负债率	36.27%	39.93%	38.01%	42.20%	40.72%
						净负债率	-66.86%	-60.97%	-81.41%	-93.84%	-90.84%
						流动比率	1.60	1.26	1.75	1.56	1.63
						速动比率	1.60	1.26	1.73	1.56	1.62
						营运能力					
						应收账款周转率	51.22	54.11	49.69	51.61	51.74
						存货周转率	166.17	350.47	149.67	200.75	213.60
						总资产周转率	0.41	0.41	0.45	0.48	0.50
						每股指标(元)					
						每股收益	1.19	1.42	1.71	2.02	2.35
						每股经营现金流	2.01	2.23	2.92	2.71	1.68
						每股净资产	7.78	7.92	8.30	8.76	9.29
						估值比率					
						市盈率	28.62	24.03	20.00	16.93	14.52
						市净率	4.40	4.32	4.12	3.90	3.68
						EV/EBITDA	12.89	15.05	12.55	9.86	8.45
						EV/EBIT	14.34	16.45	13.75	10.66	8.93

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	382.47	454.71	542.11	640.37	746.64
折旧摊销	57.78	55.46	50.58	50.58	40.84
财务费用	1.34	0.50	(63.01)	(81.39)	(90.42)
投资损失	(24.22)	(21.60)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(452.97)	(263.67)	424.43	276.75	(137.87)
其它	672.61	480.59	2.99	4.87	5.21
经营活动现金流	637.01	705.99	927.10	861.18	534.39
资本支出	50.25	(21.48)	20.00	20.00	20.00
长期投资	(3.31)	4.39	0.00	0.00	0.00
其他	(1,125.35)	(532.78)	30.30	4.04	7.20
投资活动现金流	(1,078.40)	(549.87)	50.30	24.04	27.20
债权融资	40.25	44.40	68.15	80.55	89.27
股权融资	(197.09)	(264.63)	(421.59)	(499.04)	(581.49)
其他	(52.85)	(276.65)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(209.69)	(496.88)	(353.44)	(418.49)	(492.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(651.08)	(340.76)	623.96	466.73	69.37

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com