

## 小商品城 (600415)

# 转型贸易综合服务商, 聚焦“一带一路+人民币国际化+数据要素”

- ◆ 以“实体+chinagoods”平台为核心, 立足“世界小商品之都”, 转型贸易综合服务商。公司成立于1993年, 立足“世界小商品之都”浙江省义乌市, 公司主要经营市场开发经营及配套服务, 房地产开发及销售和贸易, 提供网上交易平台和服务, 网上交易市场开发经营等, 锚定“打造一流的国际贸易综合服务商”战略目标, 以数字化改革突破传统业务物理限制, 加速构建以市场为核心的实体经济生态和以 chinagoods (简称: CG) 平台为核心的数字经济生态。
- ◆ 公司主营强势复苏, 景气度持续攀升。
  - 22年业绩受租金减免影响, 23Q1业绩表现亮眼。2022年公司实现营收76.20亿元/同比+26.28%, 归母净利润11.05亿元/同比-17.19%, 扣非后归母净利润17.65亿元/同比+44.47%。分季度看, Q1-Q4分别实现营收15.98/26.09/21.13/12.99亿元, 同比+106.68%/+100.78%/+2.93%/-31.91%, 归母净利润分别为-6.72/5.50/3.98/-5.15亿元, 分别同比+78.13%/+16.24%/+10.85%/-512.62%, Q4业绩承压归因于公司为小微企业及个体工商户减免6个月租金, 影响约10亿元收入和7亿元归母净利润。分产品看, 商品销售/市场经营/酒店服务/展览广告/其他服务分别实现营收49.49/16.97/1.80/0.80/4.20亿元, 同比+90.85%/-29.19%/+41.43%/-33.10%/+20.30%, 核心业务商品销售同比高增超九成, 系公司营收增长主要动力来源, 酒店服务收入增加系酒店入住率同比上升所致, 市场经营及展览广告业务短期承压。23Q1, 公司复苏势头强劲, 公司实现营收21.20亿元/同比+32.69%, 归母净利润12.22亿元/同比+81.80%, 扣非后

投资评级

买入  
首次评级

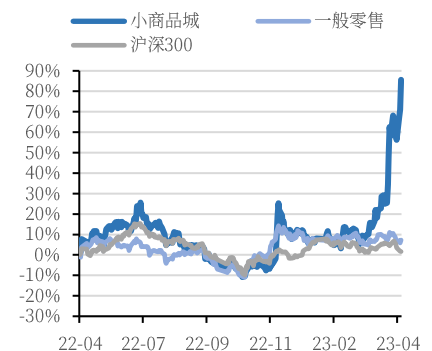
2023年04月26日

收盘价(元): 8.79

### 公司基本数据

总股本(百万股)	5,486.07
总市值(百万)	48,222.59
流通股本(百万股)	5,456.39
流通市值(百万)	47,961.65
12月最高/最低价(元)	8.87/4.13
资产负债率(%)	48.47
每股净资产(元)	3.01
市盈率(TTM)	29.14
市净率(PB)	2.92
净资产收益率(%)	7.39

### 股价走势图



### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

归母净利润 10.80 亿元/同比+64.52%，其中 Q1 利润增厚的主要来源为 7.77 亿元的投资收益。

- **主营结构变化拉低毛利率，费用管控良好。**毛利率方面，2022 年公司整体毛利率 15.31%/同比-17.94pct，归因于一方面毛利率较低（0.28%）的商品销售业务占比不断提升（自 2020 年的 10.30%增长至 2022 年的 64.95%），另一方面公司市场经营业务因减免小微企业或个体工商户租金约 10 亿元大幅拉低毛利率（43.31%/同比-20.51pct），但 23Q1 毛利率环比强势反弹（31.03%，同比-3.55pct，环比+62.27pct）。费用率方面，2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.59%/6.95%/0.23%，分别同比-0.80pct/-0.57pct/+0.06pct，23Q1 费用率基本保持稳定，公司注重降本增效促发展。综合作用下，2022 年公司净利率 15.31%（同比-17.94pct），23Q1 因投资收益大增净利率高于毛利率（57.58%，同比+15.63pct，环比 97.26pct）。

- ◆ **实体市场：市场扩建扩容+租金提升，构筑全球贸易枢纽生态圈。**公司主业是经营义乌小商品市场以此收取商位使用费，运营世界最大的小商品集散地（义乌国际商贸城），拥有 7.5 万个实体商铺，服务上下游 210 万家中小微企业。2022 年，市场商位出租率保持在 98%以上，成交额 2020.90 亿元/同比+8.3%，数字化运营的二区东市场招商工作已收取入场资格费和商位使用费等 8.56 亿元，叠加迪拜义乌中国小商品城营业，未来有望增厚业绩。2023 年春节后市场开市以来，日均客流量超过 20 万人次，日均外商 1646 人/同比+30.3%，日均车流量 8.9 万车次/同比+23.4%，市场人流量回暖反映商城生态正不断向好，有助于公司市场经营业务进一步扩张。
- ◆ **数字贸易生态：“CG 平台+1039 模式”，合力打开新的增长曲线。**
  - 1) “1039 模式”优势凸显，数字化改造降本增效。2016 年义乌市场成为我国 1039 市场采购出口模式的第一批试点地，“1039 模式”作为以市场采购贸易方式进行出口贸易的一种新型贸易方式，带动线上线下市场升级，具备免增值税+通关便利+收汇灵活等特点，适合多品种、多批次、小批量的外贸交易，推动由传统线下采购逐步向线上下单、履约、收款、结汇的数字化转型，扩大市场采购贸易规模和海外需求。
  - 2) CG 平台聚合“交易+仓储+履约+支付”环节，形成全链路履约服务闭环，赋能中小微贸易生态。作为公司实现贸易数字化

的核心载体，依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源，服务产业链上游 210 万家中小微企业，构建数字化贸易综合服务平台。CG 平台收入包括基础服务费、增值服务费、金融机构数字化服务费等；2022 年，CG 平台实现 GMV356.76 亿元/同比+112%。平台以贸易数据整合为核心驱动，“信息流+货物流+支付流”三流汇聚加速形成全链路履约服务闭环，为中小微贸易主体降本、增效、赋能。

- **交易：**2022 年平台注册采购商超 332 万人，链接外贸公司超 2500 家，CG 平台“采购宝”产品将订货单、装箱单、报关单和结汇单“四单”串联，形成独特的市场采购贸易方式的信息闭环，解决市场采购贸易中订单分散、拼箱申报、无票免税等问题。
  - **仓储：**推动“义新欧+综保区+海铁联运”新模式落地，上线统一仓储信息、订舱、快递短驳运营平台，同时加速“义乌系”海外仓数字化建设。
  - **履约：**公司与中远海运、普洛斯合作项目取得阶段性成果，成立了合资公司智捷元港，打造数字化跨境物流第三方交付平台，推动全链路协同的履约服务体系智能化发展，降低贸易成本、提升贸易便利化水平。
  - **支付：**平台运用公司支付、保理、本外币兑换等牌照和货款宝、结汇宝等产品形成支付流与资金流的闭环。
- ◆ **人民币跨境业务落地，受益“一带一路”发展契机。**
- 1) **获批跨境人民币业务资质，“义支付”赋能全球数字贸易生态。**  
公司收购海尔网络 100% 股权，取得互联网支付业务资质，5 月底正式启动国际商贸城数字人民币推广及开通建设工作，累计开通数字人民币钱包 6 万个、累计交易笔数 2.19 万次，累计金额超过 7.99 亿元。Yiwu Pay（义支付）提供数字人民币&跨境支付解决方案，可支持全球 16 个主流币种的跨境收款，已与全球 400 多家银行达成合作，业务覆盖 100 多个国家和地区，提供安全、高效的一体化支付解决方案。Yiwu Pay 的收入将主要来自手续费，未来随着跨境人民币支付市场规模高企，支付费率收入有望进一步增厚公司利润。
  - 2) **“义新欧”中欧班列，助力沿线国际经济发展。**“义新欧”中欧班列以义乌小商品进出口为基础，发力物流产业链上下游，带动周边产业升级，截至 2022 年末，已累计开通 19 条线路、覆

盖 51 个国家和地区、通达 160 个城市，年发行 2269 列，年运输金额超 400 亿元，成为“一带一路”与中欧交往的“金丝带”。

- 3) **战略合作浙江联通，打造“一带一路”国际数据中心。**小商品城与浙江联通签订《战略合作框架协议》，拟合作建设运营“一带一路”国际数据中心，为推动国际数据中心项目尽快落地，公司拟投资 5 亿元设立“云带路公司”（公司持股比例 100%），将加快推动国际数据中心项目建设，有利于探索布局国际新型互联网数据交换枢纽，最终汇集形成“一带一路”贸易大数据平台，打综合性数据中心和国际贸易制度高地、政策洼地。

◆ **全面数字化转型，“AIGC+数据要素”赋能全链路。**

- 1) **打造义务全球数贸中心，构筑新型数字贸易体系。**公司拟投建 83 亿元打造义乌全球数贸中心，将数字经济发展生态和数字基础设施深度植入小商品贸易的各个环节，将加快实现公司向国际贸易综合服务商转型。该项目助力公司推动贸易数字化升级、全链条延伸、集群化发展，强化关汇税、运仓融综合赋能，搭建交易履约集成、产业城市联动、新老市场协同、线上线下融合、国内国外互通的小商品贸易“一站式”服务平台，构筑全球贸易数据要素新壁垒。
- 2) **发布数字人“老板娘”，“市场+数字”智慧升级。**义乌国际商贸城二区东新能源产品智慧市场创新“市场+数字”模式，首次推出义乌“老板娘”AI 形象互动屏，利用 5G、元宇宙、AI 互动屏、3D 时空关联等前沿应用技术，通过软硬件结合，实现线上线下复合、云网端联动，优化了供采模式，从“被动式服务”向“智慧服务”转型，赋能商业提效，焕发义乌小商品城新生机。

- ◆ **投资建议：**公司立足“世界小商品之都”，市场经营作为压舱石业务不断拓宽边界，同时发力“CG 平台+义务全球数贸中心+‘一带一路’国际数据中心”，加速构筑数字贸易产业链闭环。正值“一带一路”十周年、人民币国际化进展持续突破之际，看好公司 CG 平台和跨境支付业务带来的业绩新增量。综上，“主营扩张+牌照价值+一带一路+数据要素（信息流+物流+支付流）”，四大核心逻辑驱动公司加速向国际贸易综合服务商转型。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.89/24.37/26.62 亿元，EPS 分别为 0.44/0.44/0.49 元，对应目前 PE 分别为 20/20/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- ◆ **风险提示:** chinagoods 平台发展不及预期、项目建设不顺风险、国内外宏观环境的影响、政策变动风险、招商进度不及预期。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6033.84	7619.69	10749.14	13120.89	15366.93
增长率 (%)	61.95%	26.28%	41.07%	22.06%	17.12%
归母净利润 (百万元)	1334.10	1104.72	2382.63	2542.65	2760.58
增长率 (%)	43.97%	-17.19%	115.68%	6.72%	8.57%
每股收益 (元)	0.24	0.20	0.43	0.46	0.50
市盈率 PE	36.19	43.70	20.26	18.99	17.49

资料来源：同花顺，中航证券研究所

#### ◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,033.84	7,619.69	10,749.14	13,120.89	15,366.93
yoy	61.95%	26.28%	41.07%	22.06%	17.12%
毛利率	33.25%	15.31%	24.70%	25.69%	25.85%
1、商品销售					
收入	2,593.28	4,949.30	6,434.09	7,720.90	8,879.04
yoy	575.71%	90.85%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	0.25%	0.28%	0.30%	0.32%	0.35%
2、市场经营					
收入	2,396.46	1,697.02	3,224.34	3,869.21	4,449.59
yoy	12.66%	-29.19%	90.00%	20.00%	15.00%
毛利率	63.82%	43.31%	65.00%	65.00%	62.00%
3、酒店服务					
收入	127.45	180.26	234.34	281.21	323.39
yoy	-14.75%	41.43%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	-4.95%	14.45%	12.00%	13.00%	14.00%
4、展览广告					
收入	119.54	79.98	99.98	114.97	126.47
yoy	24.08%	-33.10%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	-2.86%	21.79%	20.00%	20.00%	20.00%
5、其他					
收入	349.33	420.22	756.40	1,134.60	1,588.44
yoy	43.42%	20.30%	80.00%	50.00%	40.00%
毛利率	54.12%	47.26%	65.00%	68.00%	70.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所





## 财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5612.64	4831.47	1991.30	14839.01	21064.74	27703.67	营业收入	3725.69	6033.84	7619.69	10749.14	13120.89	15366.93
应收票据及应收账款	153.57	185.24	210.75	356.80	435.52	510.07	营业成本	1811.14	4027.54	6452.91	8094.24	9750.12	11394.63
预付账款	105.19	875.17	606.06	905.85	1105.72	1294.99	税金及附加	165.89	161.76	196.91	279.48	341.14	399.54
其他应收款	2708.48	1355.92	419.40	1503.60	1935.36	2149.54	销售费用	241.89	204.75	197.68	279.48	328.02	384.17
存货	1329.47	1327.40	1330.35	2168.22	2611.79	3052.30	管理费用	377.52	453.54	529.47	698.69	839.74	968.12
其他流动资产	231.44	324.04	696.54	681.06	817.59	946.87	研发费用	18.51	10.31	17.38	21.50	26.24	30.73
流动资产总计	10140.79	8999.24	5254.40	20454.54	27870.71	35657.44	财务费用	182.09	179.91	149.15	167.21	58.72	-16.27
长期股权投资	3832.90	5772.46	6033.47	6397.17	6760.86	7124.56	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5234.29	5303.94	5438.59	5157.21	4910.37	4643.95	信用减值损失	-2.28	-7.30	-1.82	-2.15	-2.62	-3.07
在建工程	952.89	1090.58	2860.06	3393.39	3540.04	3363.37	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3900.78	4043.56	6461.85	5385.80	4309.84	3233.92	投资收益	524.21	634.23	1041.52	1263.70	863.70	663.70
长期待摊费用	110.73	188.18	306.93	153.46	0.00	0.00	公允价值变动损益	-32.96	7.23	-5.26	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	4547.75	5716.68	5755.71	5308.56	4930.25	4551.62	资产处置收益	8.18	0.08	-0.94	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	19609.34	22115.40	26856.61	25785.59	24451.37	22917.31	其他收益	17.99	23.56	38.80	26.78	26.78	26.78
资产总计	29750.13	31014.64	32111.00	46240.12	52322.08	58574.75	营业利润	1443.80	1653.82	1146.51	2503.87	2671.76	2900.41
短期借款	1257.18	942.74	1059.29	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.43	5.77	7.50	5.90	5.90	5.90
应付票据及应收账款	636.46	493.36	1191.31	1776.77	2140.25	2501.24	营业外支出	26.64	2.90	4.20	10.00	10.00	10.00
其他流动负债	9196.84	13689.82	10161.52	24444.54	29549.25	34540.19	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11090.49	15105.91	12412.12	26221.31	31659.50	37041.43	利润总额	1421.59	1656.69	1149.81	2499.77	2667.65	2896.30
长期借款	3834.16	977.19	4108.54	3051.13	1961.46	857.08	所得税	499.76	327.53	46.21	124.99	133.38	144.82
其他非流动负债	250.77	300.69	309.25	309.25	309.25	309.25	净利润	921.84	1329.17	1103.60	2374.78	2534.27	2751.49
非流动负债合计	4084.93	1277.88	4417.79	3360.38	2270.71	1196.32	少数股东损益	-4.79	-4.93	-1.12	-7.85	-8.38	-9.10
负债合计	15175.42	16383.79	16829.91	29581.69	33960.21	39237.75	归母净利润	926.63	1334.10	1104.72	2382.63	2542.65	2760.58
股本	5489.91	5491.27	5486.07	5486.07	5486.07	5486.07	EBITDA	2189.64	2431.45	1893.67	5234.52	5426.28	5579.79
资本公积	1594.91	1631.51	1651.15	1651.15	1651.15	1651.15	NOPLAT	1086.90	1465.35	1249.67	2530.87	2587.31	2733.28
留存收益	6473.41	7488.06	8125.07	10010.26	12022.06	14206.30	EPS(元)	0.17	0.24	0.20	0.43	0.46	0.50
归属母公司权益	13558.23	14610.85	15262.29	17147.48	19159.28	21343.52							
少数股东权益	16.48	20.00	18.81	10.96	2.58	-6.52							
股东权益合计	13574.71	14630.84	15281.10	17158.44	19161.86	21337.01							
负债和股东权益合计	28750.13	31014.64	32111.00	46740.12	53122.08	59574.75							

主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力						
营收增长率	-7.84%	61.95%	26.28%	41.07%	22.06%	17.12%
营业利润增长率	-11.51%	14.55%	-30.68%	118.39%	6.71%	8.56%
EBIT增长率	-13.79%	14.52%	-29.27%	105.32%	2.23%	5.64%
EBITDA增长率	-13.24%	11.04%	-22.12%	176.42%	3.66%	2.83%
归母净利润增长率	-26.18%	43.97%	-17.19%	115.68%	6.72%	8.57%
经营现金流增长率	147.91%	157.32%	-34.89%	1234.77%	-46.97%	2.96%
盈利能力						
毛利率	51.39%	33.25%	15.31%	24.70%	25.69%	25.85%
净利率	24.74%	22.03%	14.48%	22.09%	19.31%	17.91%
营业利润率	38.75%	27.41%	15.05%	23.29%	20.36%	18.87%
ROE	6.83%	9.13%	7.24%	13.89%	13.27%	12.93%
ROA	3.22%	4.30%	3.44%	5.15%	4.86%	4.71%
ROIC	7.72%	13.10%	12.40%	14.79%	59.68%	-369.74%
估值倍数						
P/E	52.10	36.19	43.70	20.26	18.99	17.49
P/S	12.96	8.00	6.34	4.49	3.68	3.14
P/B	3.56	3.30	3.16	2.82	2.52	2.26
股息率	0.63%	0.83%	0.00%	1.03%	1.10%	1.19%
EV/EBIT	17.38	12.03	23.55	13.30	10.41	7.25
EV/EBITDA	12.73	9.09	16.16	6.78	5.23	3.74
EV/NOPLAT	25.65	15.08	24.48	14.01	10.97	7.64

数据来源: 同花顺iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637