

# 小商品大市场，国际贸易综合服务商全新升级

## 小商品城(600415)深度报告

### ►立足义乌小商品城，转型对外贸易综合服务商

公司实际控制人为义乌市国资委，是义乌国际商贸城管理主体，拥有营业面积 640 余万平方米，商位 7.5 万个。义乌为 1039 模式领头羊，占全国 1039 出口额近 1/3，同时是义新欧班列的起点，具有极佳的贸易基础。公司立足义乌商贸城，将贸易链条集成至 Chinagoods 平台从而嵌套仓储、物流、金融等多项服务，从经营场地租赁方逐步发展为对外贸易综合服务商。

### ►线下市场逐步扩容，二区东市场招商火爆

商铺供不应求，线下市场陆续扩容。公司市场经营收入由 2002 年的 1.2 亿增长至 2021 年的 24 亿元。2022 年，二区东市场 1-2 层收取入场资格费和商位使用费等款项金额合计 8.56 亿元，我们预计相关收入于 2023 年确认。二区东 3 层还未开启招商，我们预计将在未来贡献收入业绩增量。

### ►抢抓机遇，受益于一带一路+数据要素+AIGC

- 公司围绕一带一路沿线扩展海外布局：1) 迪拜义乌小商品城于 2022 年开业；2) 在俄罗斯、西班牙、尼日利亚、巴基斯坦等 48 个国家布局“义乌系”海外仓；3) 与中远海运、普洛斯成立合资公司，解决国际订舱难题，提升贸易效率。
- 平台+支付完善出海贸易链条：1) 公司 2020 年上线 Chinagoods 平台，线下 7.5 万商户均已入驻，2023 年起收取基础服务费+深度服务费；2) 2022 年完成快捷通收购，拥有互联网支付牌照，人民币国际化是“一带一路”力推方向之一，公司具备天然的客群基础，跨境人民币支付业务有望为公司带来较大利润增量。
- 拟投资建设全球数贸中心和国际数据中心：1) 公司与浙江联通合作拟建立 IDC 数据中心，项目定位为“一带一路”国际互联网数据交换枢纽；2) 拟投资 83 亿元建设全球数贸中心，规划进驻商户数量 5000 余个，我们测算商户租金将为公司带来近百亿现金流。
- 公司为文心一言首批合作伙伴，有望借助 AI 技术赋能 Chinagoods 多项产品和服务。

### 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 117.2 亿元、141.0 亿元、163.5 亿元，实现归母净利润 20.1 亿元、20.5 亿元、22.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.37、0.42 元/股，5 月 17 日收盘价 8.51 元对应 PE 分别为 23.2、22.9、20.5 倍。公司立足全球最大的小商品集散地，顺应一带一路布局，受益于数字经济及 AIGC 提质增效，市场经营稳健扩容，新业务变现渠道较多，有望带动业绩超预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

(1) 国际贸易政策变化；(2) 新市场拓展不及预期；(3) 行业竞争加剧。

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	8.51
股票代码：	600415
52 周最高价/最低价：	10.88/4.13
总市值(亿)	466.86
自由流通市值(亿)	464.34
自由流通股数(百万)	5,456.39



分析师：许光辉  
邮箱：xugh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020002  
联系电话：

### 相关研究

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,034	7,620	11,718	14,100	16,347
YoY (%)	62.0%	26.3%	53.8%	20.3%	15.9%
归母净利润(百万元)	1,334	1,105	2,010	2,043	2,281
YoY (%)	44.0%	-17.2%	82.0%	1.7%	11.6%
毛利率 (%)	33.3%	15.3%	24.8%	21.6%	20.9%
每股收益 (元)	0.25	0.20	0.37	0.37	0.42
ROE	9.1%	7.2%	11.9%	10.8%	10.7%
市盈率	34.04	42.55	23.23	22.85	20.47

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 主业稳健，逐步转型对外贸易综合服务商 .....	5
1.1. 历史沿革：成立 30 年，产品服务不断迭代完善 .....	错误!未定义书签。
1.2. 国资控股，发布股权激励计划激发经营活力 .....	错误!未定义书签。
1.3. 2020 年剥离地产业务，市场经营稳健发展 .....	错误!未定义书签。
2. 小商品具备刚需属性，一带一路 10 周年有望迎接新气象 .....	错误!未定义书签。
2.1. 一带一路成果丰硕，持续迎来政策利好 .....	错误!未定义书签。
2.2. 小商品具备刚需属性，义乌贸易出口优势显著 .....	错误!未定义书签。
3. 抢抓机遇，受益于一带一路+数据要素+AIGC .....	错误!未定义书签。
3.1. 海外布局持续推进，平台+支付+仓储完善一带一路出海链条 .....	错误!未定义书签。
3.2. 与联通共建数据中心，全球数贸中心商业价值高 .....	错误!未定义书签。
3.3. 率先接入文心一言，有望赋能数字化布局 .....	错误!未定义书签。
4. 盈利预测与投资建议 .....	错误!未定义书签。
5. 风险提示 .....	错误!未定义书签。

## 图表目录

图 1 义乌小商品城布局 .....	错误!未定义书签。
图 2 义乌国际商贸城各区概况 .....	错误!未定义书签。
图 3 公司业务逐步升级为贸易综合服务商 .....	错误!未定义书签。
图 4 公司股权结构（截止 2022 年报） .....	错误!未定义书签。
图 5 公司主要管理层简介（截止 2022 年报） .....	错误!未定义书签。
图 6 公司股权激励行权条件 .....	错误!未定义书签。
图 7 2020 年完成地产业务剥离 .....	错误!未定义书签。
图 8 市场经营贡献主要毛利润（百万元） .....	错误!未定义书签。
图 9 公司历年收入（亿元）及增速 .....	错误!未定义书签。
图 10 公司历年归母净利润（亿元）及增速 .....	错误!未定义书签。
图 11 公司历年投资收益（百万元） .....	错误!未定义书签。
图 12 公司 2021 年利润总额（百万元）分部 .....	错误!未定义书签。
图 13 公司市场经营业务收入（百万元）及增速 .....	错误!未定义书签。
图 14 公司市场经营业务毛利率 .....	错误!未定义书签。
图 15 公司二区东项目概况 .....	错误!未定义书签。
图 16 公司商品销售业务收入（百万元）及增速 .....	错误!未定义书签。
图 17 公司商品销售业务毛利率 .....	错误!未定义书签。
图 18 公司酒店、展览广告收入（百万元） .....	错误!未定义书签。
图 19 公司酒店、展览广告毛利率 .....	错误!未定义书签。
图 20 公司其他业务收入（百万元）及增速 .....	错误!未定义书签。
图 21 公司其他业务毛利率 .....	错误!未定义书签。
图 22 公司经营性净现金流（百万元） .....	错误!未定义书签。
图 23 公司期间费用率 2020 年起呈下降趋势 .....	错误!未定义书签。
图 24 一带一路贸易额指数 .....	错误!未定义书签。
图 25 我国一带一路国家非金融类直接投资不断增长 .....	错误!未定义书签。
图 26 一带一路相关外交事件 .....	错误!未定义书签。
图 27 义乌小商品规模指数 .....	错误!未定义书签。
图 28 义乌小商品价格指数 .....	错误!未定义书签。
图 29 义新欧覆盖国家及地区 .....	错误!未定义书签。
图 30 1039 模式特点 .....	错误!未定义书签。
图 31 全国 1039 模式出口额（亿元）保持快速增长 .....	错误!未定义书签。
图 32 义乌 1039 模式出口额（亿元）保持快速增长 .....	错误!未定义书签。
图 33 迪拜义乌小商品城 .....	错误!未定义书签。
图 34 公司海外展厅布局 .....	错误!未定义书签。

图 35	Chinagoods 平台致力于实现完整的全链路贸易闭环	错误!未定义书签。
图 36	我国跨境贸易人民币结算额 (亿元) 不断增长	错误!未定义书签。
图 37	公司跨境人民币业务收入测算	错误!未定义书签。
图 38	不同市占率和手续费率的情况下公司跨境人民币业务收入测算	错误!未定义书签。
图 39	数据要素相关政策汇总	错误!未定义书签。
图 40	全球数贸中心建筑布局	错误!未定义书签。
图 41	全球数贸中心市场经营收入测算	错误!未定义书签。
表 1	公司各业务收入及毛利率拆分	错误!未定义书签。

## 1. 主业稳健，逐步转型对外贸易综合服务商

### 1.1. 历史沿革：成立 30 年，产品服务不断迭代完善

义乌小商品城历经 40 年发展，如今为全球最大的小商品批发市场。义乌小商品城最早可追溯于 1982 年的露天“马路市场”，40 年来历经 5 次升级，10 次扩建，义乌中国小商品城现拥有营业面积 640 余万平方米，商位 7.5 万个，从业人员 21 万多，日客流量 21 万人次，经营 26 个大类、210 万个单品，是国际性的小商品流通、信息、展示中心，被誉为“世界超市”，市场外向度超过 60%。公司成立于 1993 年，为义乌小商品城的管理主体。

图 1 义乌小商品城布局



资料来源：官方公众号，华西证券研究所

**商铺供不应求，线下市场陆续扩容。**义乌中国小商品城于 2002 年起搬迁至福田市场，也就是现在的国际商贸城一区。此后每 3 年左右新增一区，建筑面积从 2002 年的 34 万增加至 2022 年的 640 余万平，涵盖国际商贸城 1-5 区以及篁园市场、国际生产资料市场以及宾王 158 文创园。公司市场经营收入由 2002 年的 1.2 亿增长至 2021 年的 24 亿元。2023 年国际商贸城二区东项目投入运营，全球数贸中心或将于 2027 年完工。

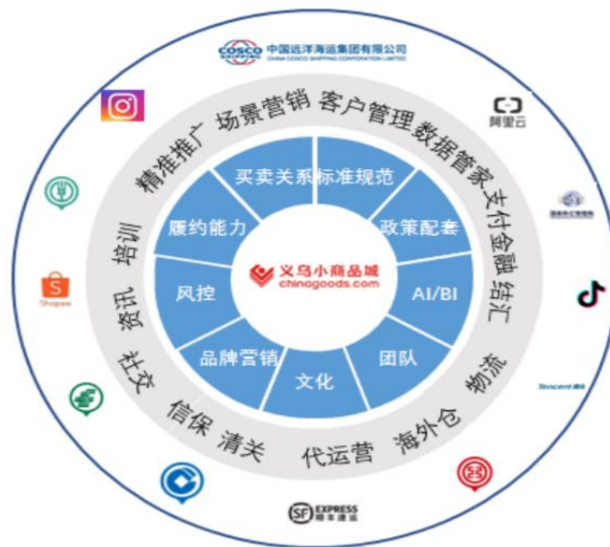
图2 义乌国际商贸城各区概况

	投入使用时间	建筑面积 (万平方米)	商位 (个)	经营主体 (户)
国际商贸城一区	2002. 10. 22	34	8000	10000
国际商贸城二区	2004. 10. 22	60	8000	10000
国际商贸城三区	2005. 9	46	6000	8000
国际商贸城四区	2008. 10. 21	108	16000	20000
国际商贸城五区	2011. 5. 5	64	7000	-
篁园服装市场	2011. 5	42	5000	-
国际生产资料市场	2013. 11. 19	75	4000	2000
宾王158文创园	2017年C区开业, 2021年整体完工	29	-	-

资料来源: Chinagoods 公众号, 华西证券研究所

市场配套日趋完善, 定位贸易综合服务商。除了为商户提供经营场地之外, 公司还提供贸易纠纷处理、语言培训、场景营销、海外订舱等配套服务。2020年, 公司上线 Chinagoods 平台, 将贸易链条数字化统一集成至平台, 可以更详细的追踪每单贸易的全流程, 从而嵌入更多的服务场景, 从简单的场地租赁方, 发展为进出口贸易综合服务商。

图3 公司业务逐步升级为贸易综合服务商

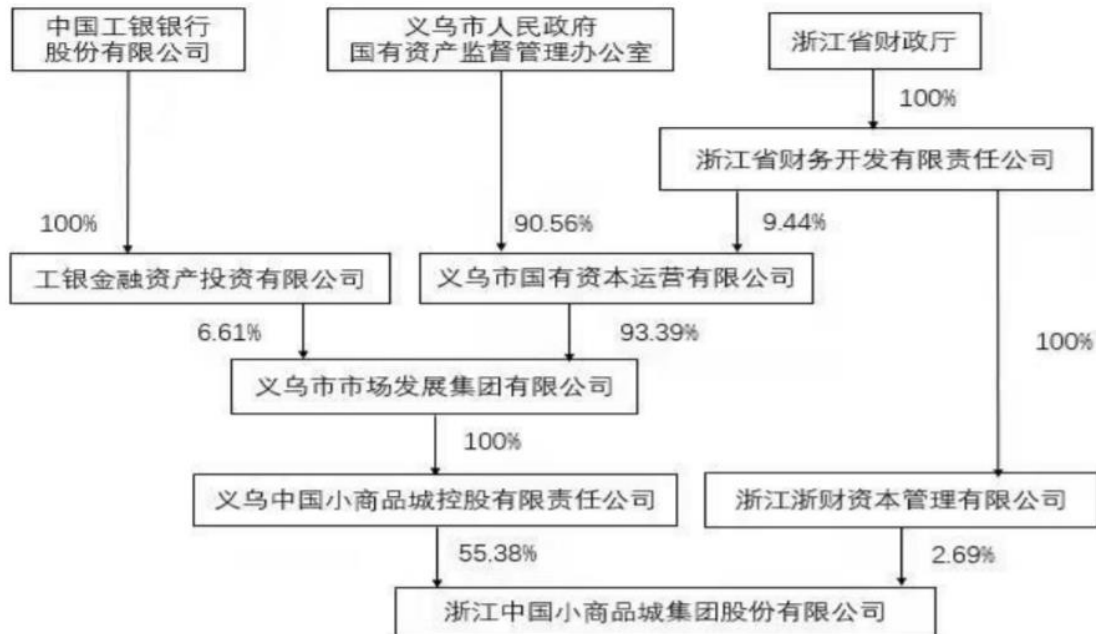


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 1.2. 国资控股，发布股权激励计划激发经营活力

公司实控人为义乌市国资委。根据 2022 年年报，公司实控人为义乌市国资委，持股比例为 47%，第二大股东为浙江省财政厅，持股比例为 7.6%，国资持股比例近年来保持稳定。

图 4 公司股权结构（截止 2022 年报）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 年推出首次股权激励计划，2021 年完成股权激励考核目标。2020 年公司发布股权激励计划，对 405 名包括公司董事、中高层管理人员以及核心技术骨干在内的激励对象授予限制性股票，合计 4792 万股，占股本总额比例为 0.88%。限制性股票首次授予价格为每股 2.94 元，满足授予条件后，激励对象可以每股 2.94 元的价格购买公司定向增发的公司 A 股股票。计划授予的限制性股票以达到公司业绩考核目标作为解除限售条件，考核内容涉及 2021-2023 年的收入、利润和 Chinagoods 平台 GMV。2021、2022 年公司均超额完成收入及 Chinagoods 平台 GMV 目标，但 2022 年 EPS 为 0.2 元/股，低于考核要求 (0.22 元/股)。

图 5 公司主要管理层简介（截止 2022 年报）

姓名	主要工作经历
赵文阁	曾任公司党委副书记、副董事长、总经理，现任公司党委书记、董事长。
王栋	曾任义乌市国资办党委委员、副主任、国资运营中心管委会副主任（兼），现任公司党委副书记、副董事长、总经理。
李承群	曾任义乌小商品城恒大开发有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理，现任义乌市市场发展集团有限公司党委书记、董事长、公司董事。
张浪	曾任义乌市国际陆港集团有限公司党委书记、副董事长、总经理，现任义乌市市场发展集团有限公司副书记、副董事长、总经理、公司董事。
王春明	曾任公司董事，于 2022 年 11 月 8 日任期届满，并不在公司担任其他职务。
许杭	曾任公司证券法务部总经理、证券事务代表，现任公司董事、董事会秘书。
张乐平	曾任杭投股权投资基金管理（杭州）有限公司总经理，现任浙江浙财资本管理有限公司副总经理、公司董事。
顾志旭	曾任公司董事，于 2022 年 11 月 8 日任期届满，并不在公司担任其他职务。
马述忠	现任浙江大学中国数字贸易研究院院长，兼任公司独立董事。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司股权激励行权条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	以 2019 年业绩为基数，2021 年营业收入增长率不低于 75%；2021 年每股收益不低于 0.20 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2021 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；2021 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130 亿元。
第二个解除限售期	以 2019 年业绩为基数，2022 年营业收入增长率不低于 120%；2022 年每股收益不低于 0.22 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；2022 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 240 亿元。
第三个解除限售期	以 2019 年业绩为基数，2023 年营业收入增长率不低于 180%；2023 年每股收益不低于 0.25 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；2023 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元。

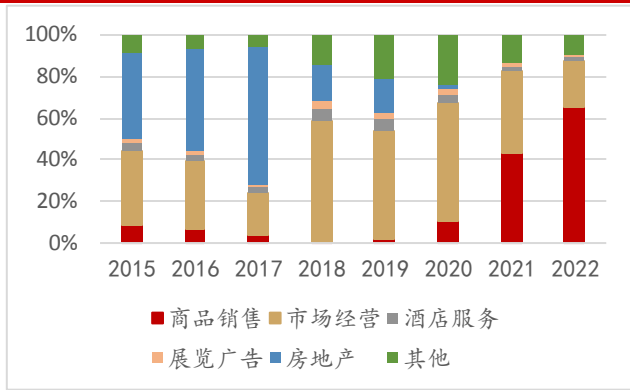
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3. 2020 年剥离地产业务，市场经营稳健发展

2018 年之前地产业务收入占比较高，2020 年完成地产业务剥离。2017 年，公司房地产业务收入占比 67%，2018 年起，公司逐步放缓拿地节奏，于 2020 年转让义乌中国小商品城房地产开发有限公司及浦江绿谷置业有限公司 51% 股权，从而使房地产业务出表，以投资收益的方式体现。2022 年公司业务分为商品销售、市场经营、酒店服务、展览广告、其他共五项。2022 年商品销售收入占比最高，但利润端主要靠市场经营（国际商贸城租金及商位费）业务贡献。

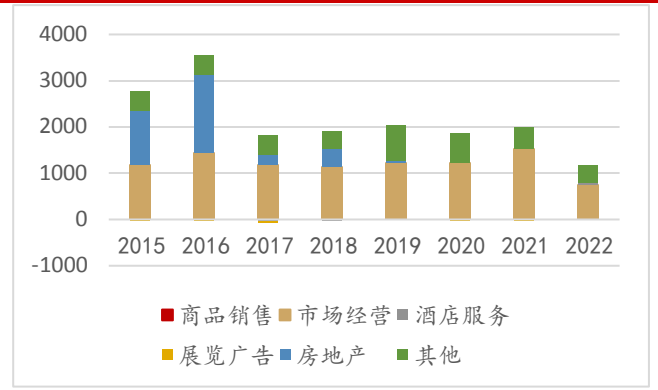


图 7 2020 年完成地产业务剥离



资料来源: wind, 公司官网, 华西证券研究所

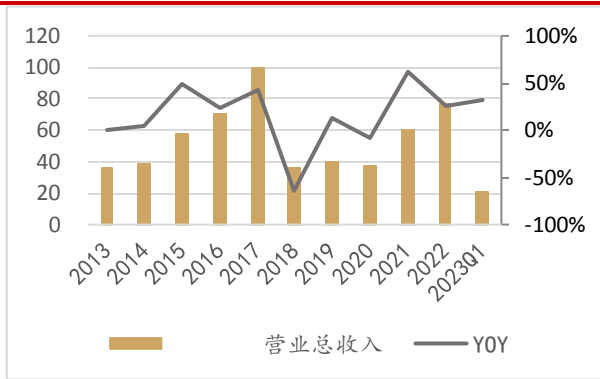
图 8 市场经营贡献主要毛利润 (百万元)



资料来源: wind, 公司官网, 华西证券研究所

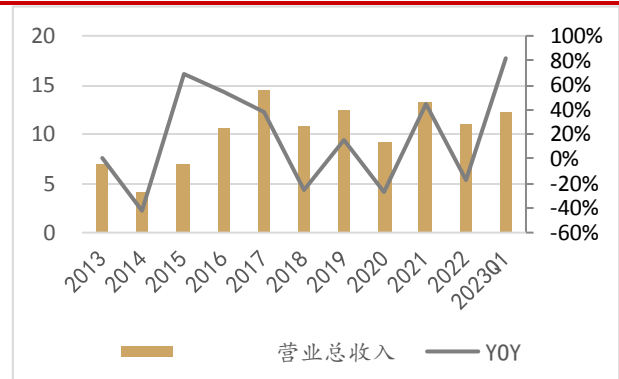
往年收入和利润波动主要由于地产业务影响，23Q1 收入业绩大幅增长。2018 年起，公司放缓拿地节奏，地产交付体量下降导致 2018 年收入大幅下滑。2020 年完成地产业务剥离之后，收入保持高速增长，主要由于商品销售业务带动。2023Q1 公司收入同比+33%，归母净利润同比+82%，主要由于：1) 线下客流回暖，减租政策取消；2) 二区东 1-2 层商位费及租金于 2023 年确认；3) 受义乌购房新政刺激，地产投资收益同比增长。

图 9 公司历年收入 (亿元) 及增速



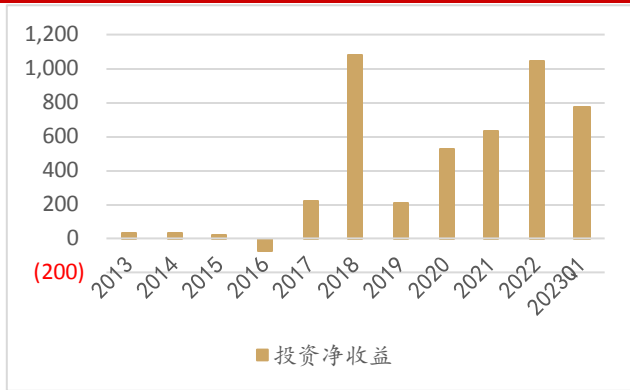
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 10 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速



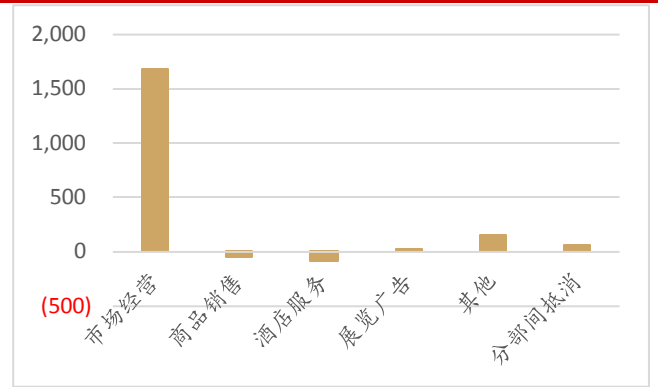
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 公司历年投资收益（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 公司 2021 年利润总额（百万元）分部



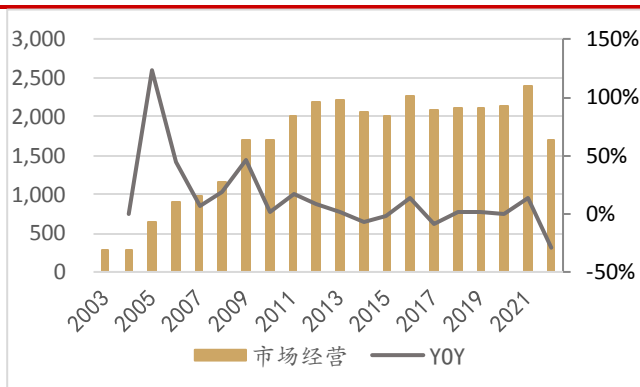
资料来源：公司公告，华西证券研究所

**市场经营为公司的核心主业，2021 年几乎贡献公司全部利润总额：**

市场经营收入主要包含租金和一次性商位费。市场经营业务为公司核心主业，收入包含：1) 租金。在基准租金的基础上按照位置、行业、楼层等因素设置不同的系数进行收取；2) 商位使用费，经营户以每平方米商位费进行投标，为一次性收入，在合同期限内进行摊销。

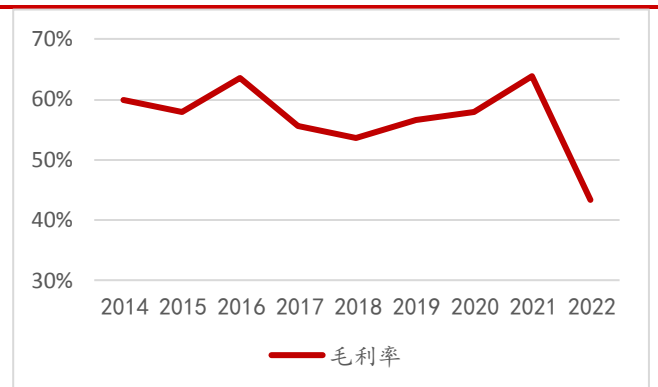
2022 年减免租金 10 亿元，市场经营收入同比下滑。2013 年之前市场扩建相对密集且伴随租金市场化提价，经营收入保持较快增长。2014 年之后，市场经营收入保持在 20 亿元左右，2021 年提升至 24 亿元，主要由于出租率提升以及商铺提档升级。2022 年，公司配合中小微企业以及个体经营户复工复产，全年减租约 10 亿元，导致市场经营收入同比-30%。正常年份市场经营业务毛利率在 60%左右波动，主要受到新市场爬坡以及一次性商位费收入确认影响。

图 13 公司市场经营业务收入（百万元）及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 14 公司市场经营业务毛利率



资料来源：wind，华西证券研究所

二区东为扩建新项目，已于 2022 年完工。二区东市场经营户主要从事新能源行业，强调数字市场理念。二区东市场位于国际商贸城二区市场 F 区的东侧，建筑面积约 13.1 万平方米，一、二楼共有商铺 490 余间，主要引进的业态为新能源系列产品和家装五金产品。此外，二区东市场引入大数据、物联网、人工智能、区块链等新技术，数字化融合市场业务，搭建数字服务、数字运维两大应用场景，实现市场服务、市场运营、物业管理智能化。

二区东 1-2 层收取入场资格费和商位使用费等款项金额合计 8.6 亿元，我们预计将于 2023 年确认。根据公司官方公众号，二区东项目 1-2 层 2022 年开始招标，租金基准价为 1985 元/㎡·年，商位使用费起拍价为 3 万元/平，单个商铺面积在 20-30 平之间居多，合同期限为 1 年。2022 年招商收取入场资格费和商位使用费等款项金额合计 8.6 亿元，商铺自 2023 年 1 月开始营业，我们预计二区东 1-2 层收入将在 2023 年确认。二区东 3 层还未开启招标，我们预计二区东三层将于未来贡献收入增量。

图 15 公司二区东项目概况

商位数量	490个
商位面积	18-61平方米
基准租金	1985元/㎡·年，1楼、2楼楼层系数分别为1.2、1.0，位置系数分别为1.2、1.1、1.0
商位费标底	每平方米30000元
租赁期限	2023年1月1日起至2023年12月31日止
收入总计	8.56亿元

资料来源：公司公众号，华西证券研究所

### 商品销售业务收入占比最高，2022 年占总收入的 65%:

2019 年起整合供应链资源，商品销售业务收入高速增长。2019 年之前，公司商品销售业务由子公司商城贸易经营，2018 年公司将商城贸易 61% 的股权转给义乌市优昇贸易有限责任公司（实控人为义乌市义亭人民政府），当年商品销售业务收入同比+97%。2019 年起，公司整合供应链资源，商品销售业务收入开始高速增长，实现跨越式发展：

#### 1. 供应端

公司旗下“义乌好货”和“爱喜猫”两大自营品牌通过源头直采、国内代理、OEM 生产等方式，累计拥有国内外品牌代理 108 个、优质单品（SKU）2 万+，在库核心供应商 2000 家，优势商品 3000 个，经营品类涵盖家居生活、美妆护肤、母婴用品、零食酒水、文娱文创、玩具数码、跨境商品七大品类，打造全场景数字化、全链路新体验、O2O 线上线下融合发展的供应链服务平台。

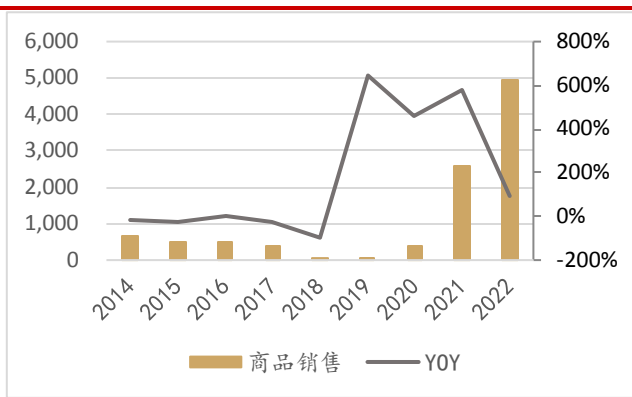
#### 2. 分销端

加速布局“义乌好货”“爱喜猫”线上线下分销渠道。线下端，积极布局全国二级批发市场、行业经销商渠道，通过母品牌授权、子品牌加盟、供应链合作等模式，累计拓展合作渠道 2000 多家，入选首批全国商品市场优化升级专项行动试点。线上端，探索跨境孵化机制，开辟短视频及直播业务，建设运营 chinagoods 海外旗舰店、抖音专营店、快手专营店等，累计完成线上订单数 14.9 万单。

#### 3. 服务端

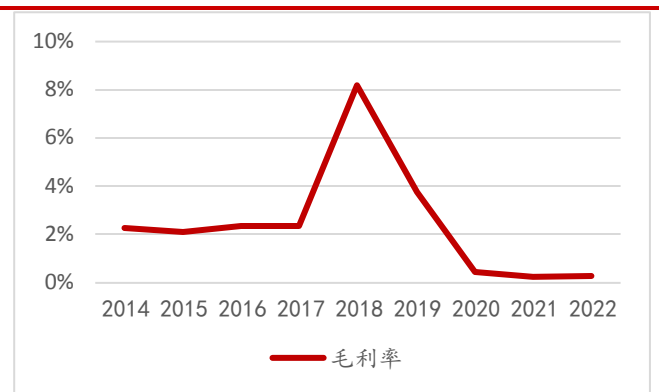
强化进口供应链服务能力，签约仓储服务商 30 余家，签约物流服务商 50 余家、进口清关 4000+TEU。

图 16 公司商品销售业务收入（百万元）及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 17 公司商品销售业务毛利率



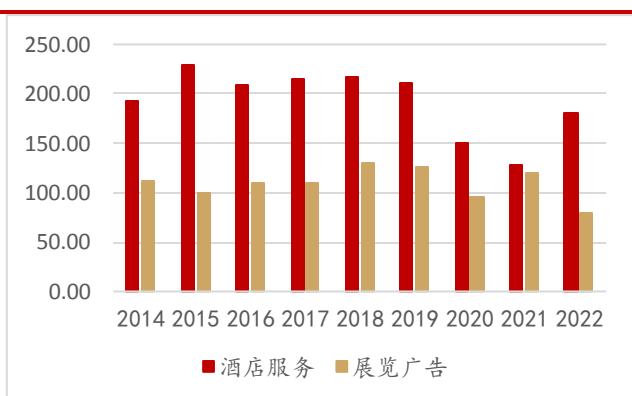
资料来源：wind，华西证券研究所

**酒店与展览广告业务疫情前收入收入相对稳定，2022 年优化成本毛利率提升：**

**展览广告业务：**公司立足义乌小商品批发市场，举办多个有影响力的展会，包含中国义乌国际小商品博览会、中国义乌国际森林产品博览会、中国义乌国际进口商品博览会、义乌五金电器博览会等，支持和培育文具、纺织品等多个行业垂直办展，已形成多个专业性、国际性的会展品牌，是小商品城引领产业发展、促进城市经济、巩固全球客商和商品两个集聚优势的国家级重要平台。2014 年起展览广告收入在 1 亿元左右。

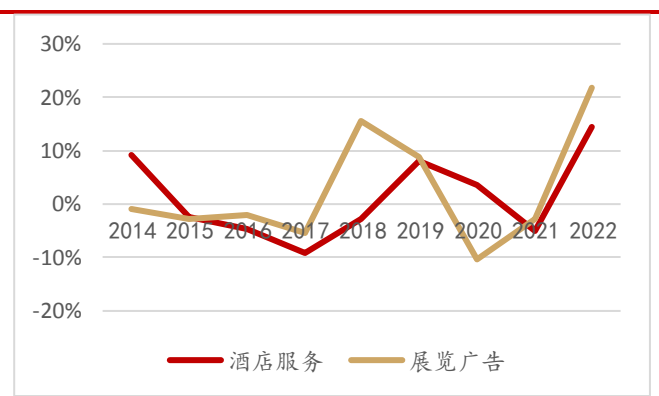
**酒店业务：**公司旗下有商城酒店、海洋酒店、义乌博览皇冠假日酒店等，2022 年酒店业务整合至 Chinagoods 平台进行营销，开发统一会员营销平台，构建私域流量池，酒店收入同比+41%，毛利率大幅提升。预计随着疫情防控迈入新阶段，2023 年酒店业务收入将持续提升。

图 18 公司酒店、展览广告收入（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

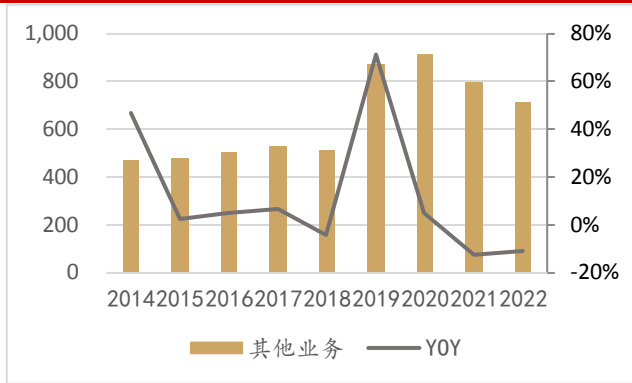
图 19 公司酒店、展览广告毛利率



资料来源：wind，华西证券研究所

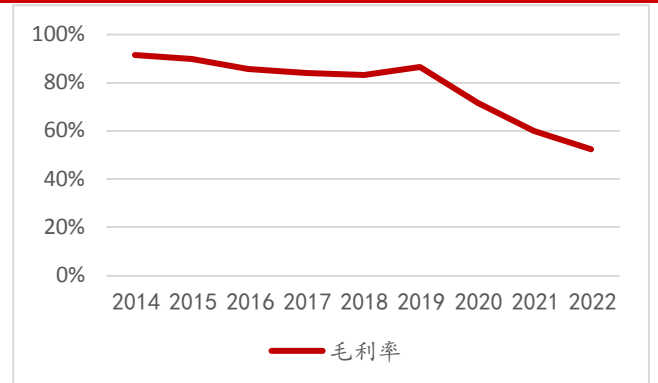
其他业务主要为市场配套服务业务，2019 年开展仓储及义西创业元项目，收入大幅增长。2022 年及 2022 年之前，其他业务主要为市场配套服务，如仓储、数据服务等。疫后毛利率有一定下滑趋势。

图 20 公司其他业务收入（百万元）及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 21 公司其他业务毛利率

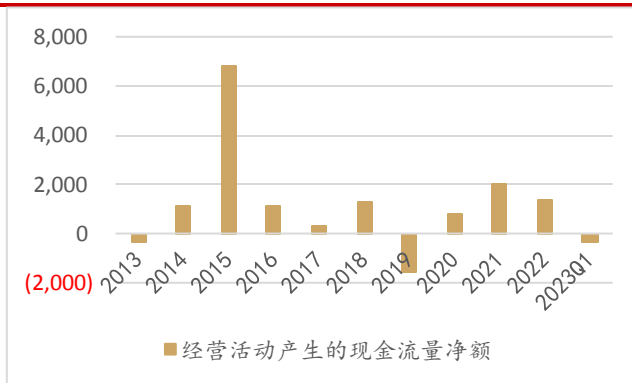


资料来源：wind，华西证券研究所

除上述其他业务外，Chinagoods、Yiwu Pay 等也将陆续贡献收入利润（后文详细阐述）。2023 年起，Chinagoods 平台开始向商户收取会员费。公司亦完成快捷通收购，拥有互联网支付牌照，开辟金融服务业务。

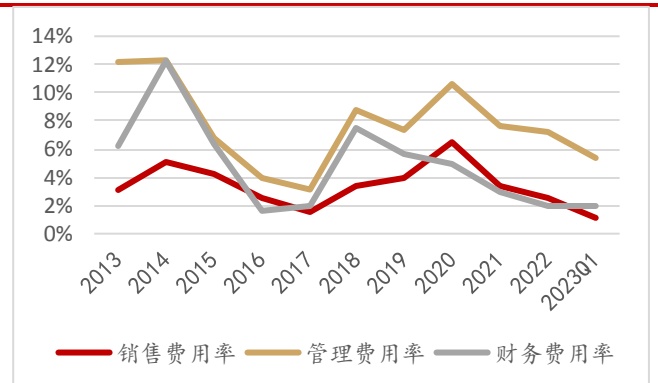
经营现金流波动较大主要受到地产、商位费等一次性收入影响，费用率近年来呈现下降趋势。公司经营性现金流波动较大，主要由于地产结算，以及早期租赁合同期限较长从而收款较为集中所致。2020 年以后，随着地产业务剥离以及租约合同期缩短，经营性现金流趋于平滑。受到商品销售业务大幅增长的影响，公司 2020 年起期间费用率呈现下降趋势。

图 22 公司经营性净现金流（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 23 公司期间费用率 2020 年起呈下降趋势



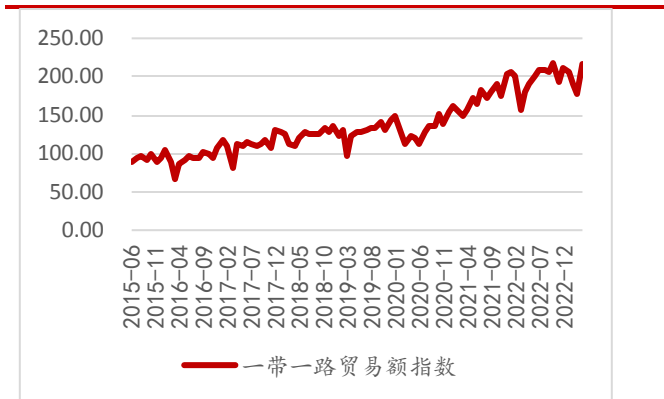
资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 小商品具备刚需属性，一带一路 10 周年有望迎接新气象

### 2.1. 一带一路成果丰硕，持续迎来政策利好

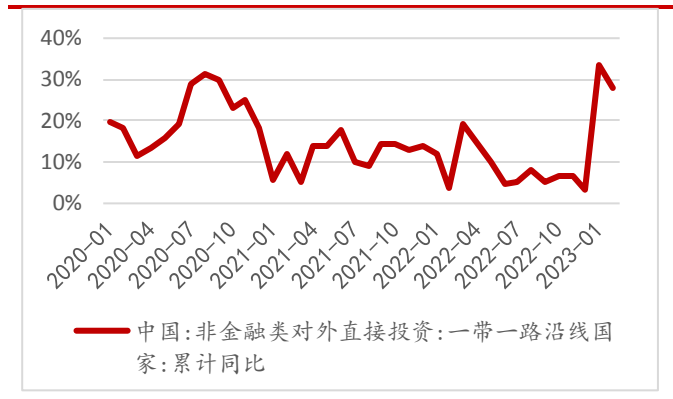
“一带一路”倡议提出以来，我国与“一带一路”沿线国家贸易往来日益密切，已成为 25 个沿线国家最大的贸易伙伴。辐射“一带一路”的自由贸易区网络加快建设，我国与 13 个沿线国家签署 7 个自贸协定，与欧盟、新加坡等 31 个经济体签署了“经认证的经营者 (AEO)”互认协议。2013—2021 年，中国与“一带一路”沿线国家进出口总值由 6.5 万亿元增长至 11.6 万亿元，年均增长 7.5%，高于同期整体货物贸易年均增速；占同期我国外贸总值的比重由 25% 提升至 29.7%。在出口整体压力较大的背景下，一带一路贸易额指数持续走高。

图 24 一带一路贸易额指数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 25 我国一带一路国家非金融类直接投资不断增长



资料来源: wind, 华西证券研究所

2023 年正值一带一路十周年，一系列外交事件落地。2023 年，习近平主席赴多个一带一路国家进行访问，包括恢复沙特和伊朗外交关系、推动中阿贸易人民币结算、举办中国中亚峰会等。根据 wind 数据，2023 年 1-2 月，我国对一带一路沿线国家非金融类直接投资同比+28%。

图 26 一带一路相关外交事件

时间点	具体事项
2022 年 11 月	习近平主席赴印尼出席 G20 峰会，赴泰国出席 APEC 领导人非正式会议，并访问泰国。
2022 年 12 月	习近平主席出席首届中国—阿拉伯国家峰会，开启中国同阿拉伯世界关系新时代。
2023 年 3 月 1 日	习近平主席在人民大会堂同来华进行国事访问的白俄罗斯总统卢卡申科举行会谈。会谈后，两国元首共同签署《中华人民共和国和白俄罗斯共和国关于新时代进一步发展两国全天候全面战略伙伴关系的联合声明》，并见证签署经贸、工业、农业、海关、科技、卫生、旅游、体育、地方等领域多项双边合作文件。
2023 年 3 月 10 日	中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国三方联合声明，沙特和伊朗达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构；强调尊重各国主权，不干涉别国内政；双方同意两国外长举行会晤，启动上述工作，安排互派大使，并探讨加强双边关系。
2023 年 3 月 15 日	习近平主席在北京出席中国共产党与世界政党高层对话会，并发表题为《携手同行现代化之路》的主旨讲话，引发国际社会热烈反响。
2023 年 3 月 17 日	国务委员兼外长秦刚在北京会见巴基斯坦外秘马吉德。
2023 年 3 月 20 日	习近平主席抵达莫斯科，开始对俄罗斯进行国事访问。
2023 年 3 月 26 日	国务委员兼外交部长秦刚在北京与洪都拉斯外交部长雷纳举行会谈，并签署了《中华人民共和国和洪都拉斯共和国关于建立外交关系的联合公报》。中华人民共和国和洪都拉斯共和国建立外交关系。
2023 年 3 月 31 日	习近平主席在人民大会堂会见来华进行正式访问的马来西亚总理安瓦尔、新加坡总理李显龙、西班牙首相桑切斯。
2023 年 3 月 27 日-4月1日	新加坡共和国总理李显龙对中华人民共和国进行正式访问，双方一致同意将中新关系提升为全方位高质量的前瞻性伙伴关系，为双边关系规划未来发展、明确战略方向。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

## 2.2. 小商品具备刚需属性，义乌贸易出口优势显著

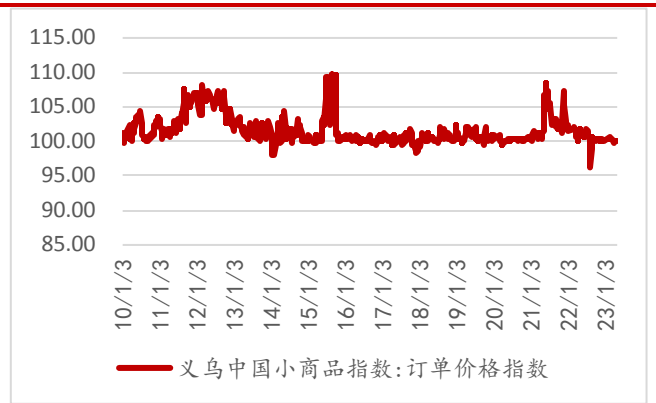
小商品以薄利多销为特点，具备刚需属性。小商品包含家居用品、玩具、五金、文具等，种类繁多，价格低廉，满足大众刚需消费需求。当前储蓄意愿高、消费者信心尚未完全修复，小商品以其刚需特点交易量逆势上涨。根据义乌小商品指数，义乌小商品订单价格指数 2023 年保持平稳，但规模指数保持上升。

图 27 义乌小商品规模指数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 28 义乌小商品价格指数



资料来源: wind, 华西证券研究所

义乌具有良好的贸易基础，义新欧专列持续增班。2023 年 1-2 月，义乌市进出口总值 791.9 亿元，对“一带一路”沿线国家合计进出口 329.6 亿元，2014 年，首趟“义新欧”中欧班列（义乌马德里）开行，目前“义新欧”中欧班列已累计开通 19 条线路、覆盖 51 个国家和地区、通达 160 个城市，年发行 2269 列，较 2015 年上涨 7 倍，年运输金额超 400 亿元，较 2015 年上涨 4 倍，成为“一带一路”与中欧交往的“金丝带”。东南亚、中东和拉美地区继续在与义乌的贸易中占据较高市场份额，“一带一路”沿线国家及“RCEP”区域持续为义乌市场带来机遇。

图 29 义新欧覆盖国家及地区



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

1039 模式及便利性与规范性于一身，增速整体出口贸易。1039 模式（市场采购模式）是指由符合条件的经营者在经国家商务主管部门等部门认定的市场集聚区内采购的、单票报关单商品货值 15 万（含 15 万）美元以下、并在采购地办理出口商品通关手续



的贸易方式。可实现无需开票、结汇方式灵活、可归类通关等，极大程度缩短了贸易流程，兼具便捷性和合规性。2021年，全国1039模式出口额同比增长32%，增速高于出口总额(+21%)。

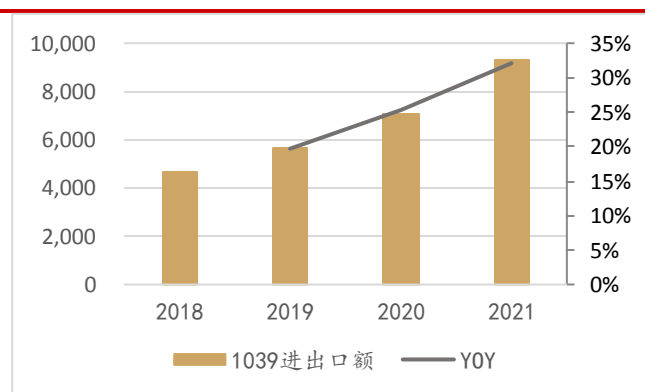
图 30 1039 模式特点

	一般贸易 (0110)	市场采购贸易 (1039)
税务	增值税先征后退 (出口必须要有发票)	增值税免征不退, 可无票出口
结算	按正常程序结算	外汇结汇灵活, 可以转私人账户, 允许外商以人民币结算货款
通关	按正常程序	出口货物按大类申报和认定查验
关检	随机抽查	来源可塑, 风险可控, 责任可究, 交易确认
商务	全国注册, 监管本地公司	本地注册, 全程监管
商检	全申报, 法检商品签发通关	法检商品, 主动申报, 签发通关单

资料来源: 公开资料整理, 华西证券研究所

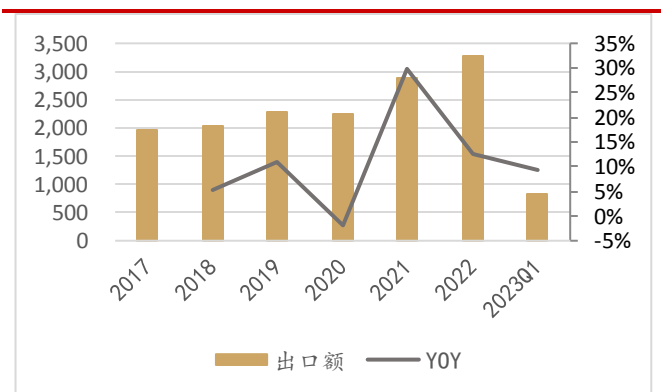
义乌为我国第一批1039模式试点城市, 占全国1039出口额近1/3。试点“领头羊”浙江义乌2021年进出口总值达3903.1亿元、同比增长24.7%, 其中市场采购贸易方式出口规模就达到2901.6亿元、同比增长30.1%。2021年, 中国市场采购贸易方式出口规模达9304亿元人民币, 义乌占比近1/3。2022年及2023Q1, 义乌1039贸易额依然保持10%以上的增长。

图 31 全国 1039 模式出口额 (亿元) 保持快速增长



资料来源: 统计局, 华西证券研究所

图 32 义乌 1039 模式出口额 (亿元) 保持快速增长



资料来源: 统计局, 华西证券研究所

### 3. 抢抓机遇，受益于一带一路+数据要素+AIGC

#### 3.1. 海外布局持续推进，平台+支付+仓储完善一带一路出海链条

##### 3.1.1. 海外市场及仓储持续扩展

迪拜义乌小商品城于 2022 年 3 月试营业。迪拜市场是公司“全球战略”中第一个海外分市场，为一带一路合作共赢样板项目。入驻迪拜义乌中国小商品城的企业可享受货物转口零关税、无企业所得税、无个人所得税、100%所有权、无需当地保人、无外汇管制，以及利润和资本调拨回国不加限制等政策。迪拜市场连接义乌市场，通过商品的逐步同步，解决部分境外采购商来义采购成本较高、线上展示实物体验感不强、线上交流效率不高等痛点。迪拜义乌小商品城于 2022 年 3 月开始试营业，招商率达 99%。

迪拜项目地理位置优越，与迪拜环球港务集团（“DP World”）共同开发建设。迪拜义乌中国小商品城距马克图姆机场及中东地区最大港口之一的杰贝阿里港仅 15 分钟车程，物流运输、转口便利，项目总投资约 10.6 亿元，占地面积 20 万平方米，建筑面积 16 万平方米，涵盖商品展示及保税仓储功能。其中展示部分由 1600 个商位组成，采用划行归市，布局五金工具、五金厨卫、床上用品等八大行业。仓储部分则由 324 个仓库组成，每个仓库 208 平方米。

图 33 迪拜义乌小商品城



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

实现义乌市场前移，围绕一带一路沿线深化海外网络布局。除迪拜项目之外，公司顺应一带一路战略，在捷克、日本、韩国、德国、西班牙、卢旺达、泰国、马来西亚（筹备中）、贝宁等地设有展厅以陈列“义乌好货”及其他国内经营户展品。沿着“一带一路”运输路线，义乌小商品城还在俄罗斯、西班牙、尼日利亚、巴基斯坦等 48 个国家布局“义乌系”海外仓，数量达到 160 个，面积近 130 万平方米。

图 34 公司海外展厅布局



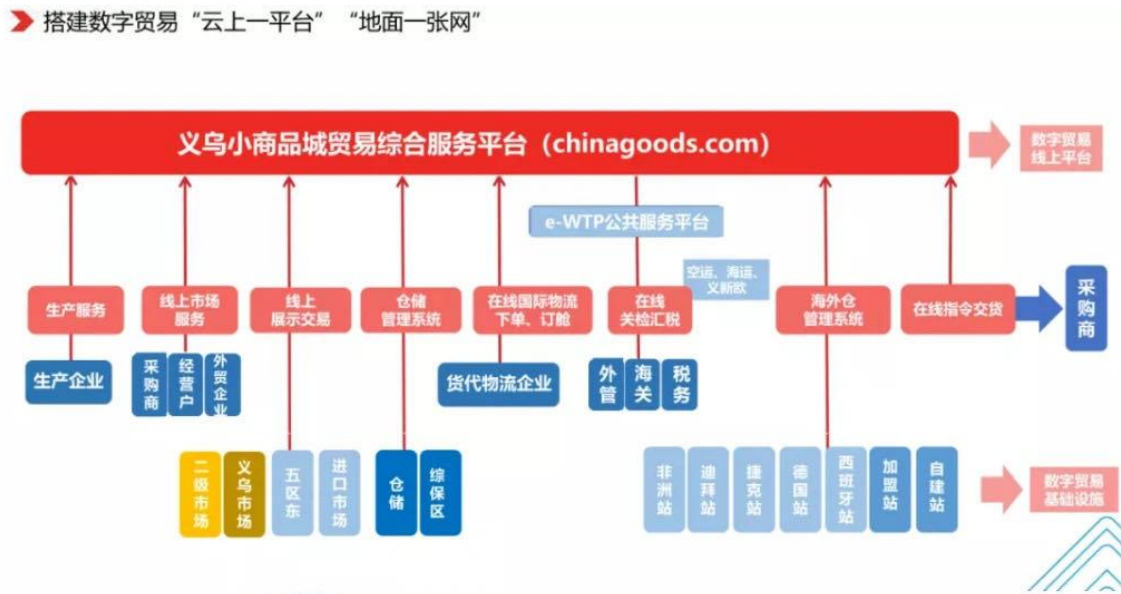
资料来源：公司官网，华西证券研究所（蓝色为国家一带一路战略，橙色为义新欧班列）

与中远海运成立合资公司智捷元港，提升贸易效率。2022 年 8 月，公司与中远海运、普洛斯成立合资公司智捷元港（公司持股比例 27%），用来解决小商品贸易“订舱难”的问题。合资公司将基于其线上数字化平台，减少国际货运代理层级，开展订舱业务：国际货运代理；非订舱业务：包括本地仓、拖车运输、关务、海外仓储、海外关务、海外履约以及潜在全程物流服务。业务开展尚处于利润的爬坡期，2022 年智捷元港收入 2554 万元，净亏损 1331 万元。

### 3.1.2. Chinagoods 打造出海贸易闭环，2023 年起贡献收入

Chinagoods 于 2020 年上线，致力于建立完善的全链路贸易闭环。商品出口具有极长的贸易流程，包含生产、采购、仓储、运输、结汇等多个环节，从而衍生出多种贸易服务场景。公司将商家信息、产品信息、进出口贸易全流程进行数字化并集合至 Chinagoods 平台，买卖双方可以追踪到每一笔贸易的流程进度，从而嵌入国际物流订舱、商家征信查询、结汇换汇等多项服务。

图 35 Chinagoods 平台致力于实现完整的全链路贸易闭环



资料来源：公司官网，华西证券研究所

目前线下 7.5 万商户已全部完成线上入驻，Chinagoods 平台于 2023 年起向商家收取会员年费。2020-2022 年，Chinagoods 平台 GMV 分别为 130 亿、168 亿、357 亿，2023 年股权激励考核目标为不低于 500 亿元。2023 年起，Chinagoods 平台向入驻商户收取基础会员费，未来随着入驻商户增加以及深度服务费渗透率提升，预计 Chinagoods 平台收入将持续增长。

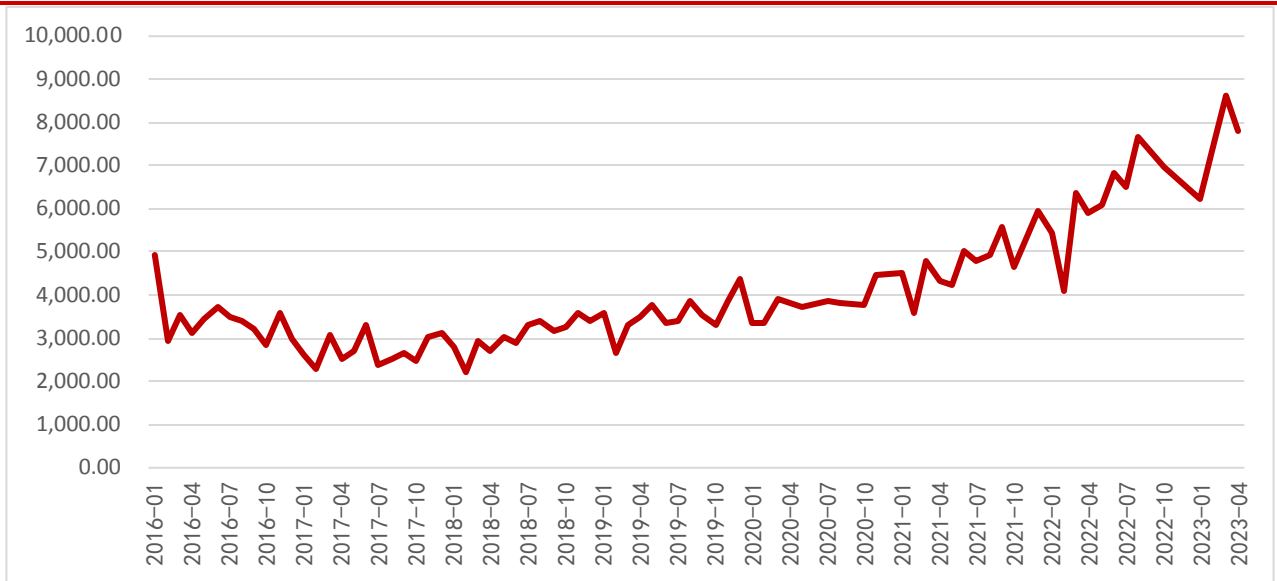
### 3.1.3. 跨境人民币：支付牌照含金量高，有望贡献可观业绩增量

收购海尔金控旗下快捷通 100% 股权，拥有互联网支付牌照及跨境人民币业务资质。2021 年 6 月，公司发布公告收购海尔金控子公司快捷通 100% 股权，交易对价 4.5 亿元，分三期交割，后由于第二期和第三期交割先决条件未能如期达成，调整交易对价至 4.4 亿元，并于 2022 年 7 月完成收购，并将品牌升级为“义支付 (Yiwu Pay)”。义支付具有互联网支付牌照，根据《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》，银行可与依法取得互联网支付业务许可的非银行支付机构向市场参与主体（跨境电商、市场采购贸易等）提供跨境人民币结算服务。

Yiwu Pay 目前已开通国际主流货币 16 种，快捷通已于 2022 年实现盈利。YiwuPay 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，国际收付主流币种达到 16 种。根据 Chinagoods 公众号，截至 2023 年 3 月底跨境人民币项目开户 1290 户，收款 154 笔，分布在 57 个国家和地区。2020 年，快捷通录得亏损 1418 万元，2022 年快捷通已经实现盈利 1001 万元。

一带一路为人民币国际化带来重要机遇，2022 年义乌跨境贸易人民币结算渗透率仅 13%。一带一路提出至今，我国跨境贸易人民币结算净额逐步升高。2022 年义乌有跨境人民币结算的国家和地区达 176 个，累计办理结算金额 565.39 亿元，比上年增长 56.23%，但 2022 年义乌外贸出口额高达 4300 多亿元，人民币结算占比仅 13%。根据公开资料，截至 2023 年 3 月末，广东省跨境人民币结算比例达到 52%，大湾区 9+2 市跨境人民币结算比例更是达到 63%，相比之下义乌跨境贸易人民币结算占比仍有较大提升空间。

图 36 我国跨境贸易人民币结算额（亿元）不断增长



资料来源：wind，华西证券研究所

对于市场经营户来说，跨境人民币支付可以缩短账期同时规避汇率风险。小商品经营户主打薄利多销，需对成本进行严格控制。使用人民币结算可以避免换汇结汇的繁琐流程，缩短账期，同时可以避免汇率风险。

与当地其他跨境人民币业务公司相比，公司具有天然的客群基础，有望取得较高的市场占有率。目前我国具有跨境支付资质的第三方支付机构约 30 个，根据中国经营报数据，该业务费率一般在 0.3%~0.7%之间。与竞争对手相比，义支付立足于义乌小商品城，具备天然的客户基础，获客成本低，有望以更低的费率提供支付业务。

跨境人民币支付业务预计将为公司贡献业绩增量。对于人民币结算业务的收入，我们提出如下假设：1) 到 2025 年，义乌出口人民币结算比例提升至 65%；2) 公司市占率（按 GMV 计算）提升至 30%；3) 费率为 0.5%。该假设下公司跨境人民币支付业务 2025 年收入达到 6.1 亿元。若公司市占率提升至 50%，费率上升至 0.6%，该项业务收入 2025 年将达到 12 亿元。

图 37 公司跨境人民币业务收入测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
义乌出口金额（亿元）	3903	4318	5181	5700	6270
义乌出口人民币结算额（亿元）	362	565	1036	2565	4075
渗透率	9%	13%	20%	45%	65%
公司市占率	-	-	8%	25%	30%
公司跨境支付GMV（亿元）	-	-	80	641	1223
费率	-	-	0.1%	0.3%	0.5%
对应手续费收入（亿元）	-	-	0.1	1.9	6.1

资料来源：义乌市政府网，华西证券研究所

图 38 不同市占率和手续费率的情况下公司跨境人民币业务收入测算

费率\市占率	20%	30%	40%	50%	60%
0.1%	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4
0.2%	1.6	2.4	3.3	4.1	4.9
0.3%	2.4	3.7	4.9	6.1	7.3
0.4%	3.3	4.9	6.5	8.2	9.8
0.5%	4.1	6.1	8.2	10.2	12.2
0.6%	4.9	7.3	9.8	12.2	14.7

资料来源：义乌市政府网，华西证券研究所

### 3.2. 与联通共建数据中心，全球数贸中心商业价值高

数据要素频发政策利好。2019年10月，中共中央《中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议公报》中，首次将数据明确纳入生产要素。后续有陆续出台多项政策旨在充分发挥数据要素的作用。我国数据要素市场的探索仍在初级阶段，根据《“十四五”数字经济发展规划》，数据要素区别于传统的生产要素，具有可重复使用、可复制、规模报酬递增等特点，若要充分发挥数据要素的价值，需要：

- 1) 强化高质量数据要素供给。重点在于培育和支持聚焦于数据采集、整理、聚合、分析等业务的社会化数据服务商，提升各环节数据加工处理水平，打破技术和协议壁垒，实现数据互联互通互操作。
- 2) 加快数据要素市场化流通。重点在于培育数据交易平台、构建数据交易规则、完善数据治理体系。
- 3) 创新数据要素开发利用机制。重点在于对于实际需求的深度挖掘，利用数据要素赋能传统产业转型升级、催生新产业新业态新模式、提高全要素生产率。

图 39 数据要素相关政策汇总

时间	文件	内容
2020.4	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	是中央对推进要素市场化配置改革进行总体部署。分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向。
2020.5	《中共中央 国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	加快培育发展数据要素市场，建立数据资源清单管理机制，完善数据权属界定、开放共享、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值。推进数字政府建设，加强数据有序共享，依法保护个人信息。
2020.12	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	到2025年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的基础设施一体化格局。公共云服务体系初步形成，全社会算力获取成本显著降低。政府部门间、政企间数据壁垒进一步打破，数据资源流通活力明显增强。大数据协同应用效果凸显，全国范围内形成一批行业数据大脑、城市数据大脑，全社会算力资源、数据资源向智力资源高效转化的态势基本形成，数据安全保障能力稳步提升。
2021.11	《“十四五”大数据产业发展规划》	《规划》围绕数据要素价值的衡量、交换和分配全过程，重点部署以下工作：一是建立数据价值体系，制定数据要素价值评估指南，开展评估试点，为数据要素进入市场流通奠定价值基础。二是健全要素市场规则，发展数据资产评估、交易撮合等市场运营体系，鼓励企业参与数据交易平台建设，创新数据交易模式，建立健全风险防范处置、应急配置等机制。三是提升要素配置作用，加快数据要素化，培育数据驱动的产融合作、协同创新等新模式，推动要素数据化，促进数据驱动的传统生产要素合理配置。
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	一是优化升级数字基础设施。二是充分发挥数据要素作用。三是大力推进产业数字化转型。四是加快推动数字产业化。五是持续提升公共服务数字化水平。六是健全完善数字经济治理体系。七是着力强化数字经济安全体系。八是有效拓展数字经济国际合作。
2021.12	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	从完善公共数据开放共享机制、建立健全数据流通交易规则、拓展规范化数据开发利用场景、加强数据安全保护四个方面探索建立数据要素流通规则。
2022.09	《国务院办公厅关于印发全国一体化政务大数据体系建设指南的通知》	《指南》明确了全国一体化政务大数据体系建设的目标任务、总体框架、主要内容和保障措施，重点从统筹管理一体化、数据目录一体化、数据资源一体化、共享交换一体化、数据服务一体化、算力设施一体化、标准规范一体化、安全保障一体化等八个方面，组织构建全国一体化政务大数据体系，推进政务数据依法有序流动、高效共享，有效利用、高质赋能，为营造良好数字生态，提高政府管理服务效能，推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
2022.12	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	从数据要素、流通交易、收益分配、安全治理四方面初步搭建我国数据基础制度体系提出20条政策举措。
2023.1	《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	到2035年，数据安全产业进入繁荣成熟期。产业政策体系进一步健全，数据安全关键核心技术、重点产品发展水平和专业服务能力跻身世界先进行列，各领域数据安全应用意识和应用能力显著提高，涌现出一批具有国际竞争力的领军企业，产业人才规模与质量实现双提升，对数字中国建设和数字经济发展的支撑作用大幅提升。
2021.6	《浙江省数字经济发展“十四五”规划》	推进数据要素服务化应用。探索推进数据要素配置流通。探索社会数据市场化运营机制，探索研究数据产品与服务所有权、使用权、收益权，引导市场主体开展数据交易。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

公司与浙江联通合作拟建立 IDC 数据中心，项目定位为“一带一路”国际互联网数据交换枢纽。公司作为义乌国际商贸城的管理主体以及浙江国资委下属企业，具有大量的数据存储需求。2023 年 4 月，公司发布公告，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，主营业务为：IDC 业务（包括机柜托管、带宽及 IP 地址服务等）、云计算服务、智能计算服务、跨境组网服务、网络和数据安全服务、数据要素市场化等。

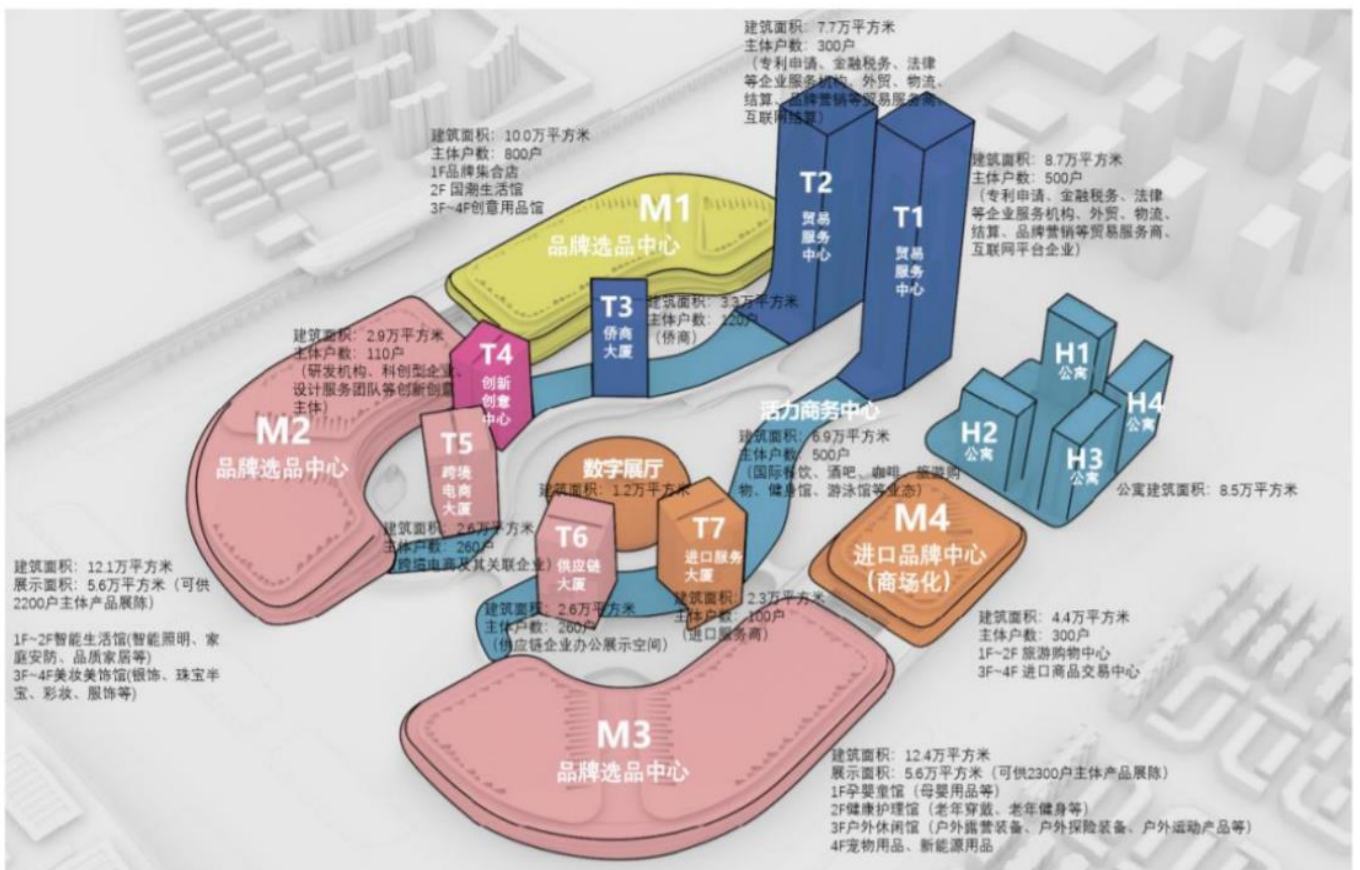
项目一期投资额 18 亿元，深度赋能 Chinagoods 平台。国际数据中心项目一期投资额 18 亿元，按“一网三中心两保障”架构规划，“一网”指国际新型互联网数据专用通道；“三中心”分别包含“绿色数据中心、云计算中心、智能计算中心”；“两保障”为运营服务保障、网络和数据安全保障。国际数据中心项目一期规划机柜 3000 架，计算能力约 12 万 VCPU，智算能力约 50Pflops，互联网总带宽约 2T 和构建与北美、欧洲、东南亚、阿拉伯等国内外主流云服务商、数据中心的国际新型互联网数据专用通道。项目投运后，将汇集大量一带一路贸易数据，有望实现与现有 Chinagoods 平台的深度融合，赋能公司经营。

公司拟投资 83 亿打造义乌数字贸易中心，以数字经济赋能传统小商品贸易。2023 年 4 月，公司发布公告，拟投资 83 亿元打造义乌全球数字自贸中心，定位国际

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

商贸城第六代市场，项目总建筑面积约 123.64 万平方米，包含市场、写字楼、商业街区、公寓、品牌中心等多个区域。公司将以全球数贸中心为载体，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，加快实现公司向国际贸易综合服务商转型。

图 40 全球数贸中心建筑布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

项目建设周期 4 年，投产后有望贡献近百亿市场经营收入。全球数贸中心 MALL（市场）建筑面积为 39.1 万平，根据公司发布的项目可行性报告，若出租率 100%，将贡献年租金 4.6 亿元（不含商位费）。根据公司发布的全球数贸中心投资公告，M1-M4 品牌中心可容纳商户约 5600 个（见上图），为二区东 1-2 层商户（490 个）的 11 倍，由于二区东 1-2 层共带来租金和入场资格费 8.6 亿元（商位费+租金），则若全球数贸中心的商位费和租金水平与二区东相当，我们测算投产后将为公司带来相关收入 97 亿元，可覆盖整个数贸中心项目投资成本。考虑到商业街、公寓、写字楼项目也将贡献租金收入，全球数贸中心项目回报率可期。



图 41 全球数贸中心市场经营收入测算

	二区东 (1-2层)	全球数贸中心MALL
建筑面积	13万平方米	39万平方米
楼层	2层	M1、M2、M3、M4各四层
商户数量	490+	约5600个
招商业态	新能源及应用产品	日用品、彩妆、服饰、国潮、创意用品等
相关收入	8.5亿	97亿 (预测)

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3. 率先接入文心一言，有望赋能数字化布局

2月27日，义乌中国小商品城大数据有限公司（公司全资子公司）宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴。义乌中国小商品城大数据有限公司将把 AI 对话技术成果应用在以 Chinagoods 为主的各产品领域。

类 gpt 技术为跨境电商公司重要布局方向。新一代交互式 AI 依靠大模型技术，在智能客服、品类推荐、图文处理及生成方面有所突破，可在多个方面赋能电商类企业提质增效。目前已有多个跨境电商公司探索类 gpt 技术与自身业务融合。泛品跨境电商公司吉宏股份和焦点科技于 2023 年已经接入 GPT 的 API，在智能客服、广告文案、品类推荐等多个业务流程取得进展。

公司作为商户管理者和跨境电商经营者，具备海量数据基础，AI 技术应用空间广阔。公司为义乌国际商贸城经营户的管理者，目前 7.5 万商户已入驻 Chinagoods 平台，平台积累海量交易全链路数据，自营贸易累计拥有国内外品牌代理 108 个、优质单品 (SKU) 2 万+。AI 技术有望赋能营销推广、仓储管理、智能客服等多项业务。

## 4. 盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测的核心假设为：

#### 1、收入端：

- 1) 市场经营：2022 年减租 10 亿元导致基数较低，2023、2024 年陆续确认二区东商户租金及商位使用费，2025 年收入主要来自商户租金，我们预计 2023-2025 年公司市场经营收入分别为 32.5、29.0、25.6 亿元，同比增长 91%、-11%、-12%；
- 2) 商品销售：2010-2022 年商品销售收入复合增速 259%，2023 年公司与上海外高桥集团签署战略合作协议，共创线上线下进出口供应链，收入高增长有望保持。我们预计 2023-2025 年商品销售收入分别同比增长 41%、34%、20%；
- 3) 酒店服务：2022 年起酒店业务大幅反弹，2023 年商城客流进一步恢复，叠加酒店行业景气度较高，我们认为 2023 年酒店业务在房价和入住率均会有

更好的表现。我们预计 2023-2025 年公司酒店数量保持稳定，2023-2025 年酒店收入分别为 3.6 亿元、3.8 亿元、4.0 亿元。

- 4) 展览广告：2023 年广告会展需求大幅恢复，我们预计此业务将恢复至疫情前水平。2023-2025 年分别实现展览广告收入 1.2、1.3、1.4 亿元；
- 5) Chinagoods：2023 年开始收取会员费，我们预计 2023 年以基础会员费为主，随着平台 GMV 不断增长以及嵌套服务的渗透率提升，单个商户的会员费贡献将持续提升。我们预计 Chinagoods 平台 2023-2025 年实现收入 2.4 亿元、3.7 亿元、5.9 亿元。
- 6) 跨境人民币支付：参照第三章假设，我们预计公司跨境人民币支付业务收入分别为 0.08、1.9、6.1 亿元；
- 7) 其他服务：其他服务占比较小，预计平稳发展。

## 2、毛利率：

- 1) 市场经营：2023、2024 年由于有一次性商位费确认，预计毛利率水平较高，2025 年回落至正常水平，预计市场经营业务毛利率 2023-2025 年分别为 70%、68%、65%。
- 2) 商品销售：2020-2022 年该业务毛利率不足 1%，主要为业务起步阶段以跑量为主，预计未来将小幅提升。我们预计 2023-2025 年商品销售毛利率分别为 1%、2%、3%；
- 3) Chinagoods 及跨境支付：平台类业务预计毛利率较高，且规模效应显著，我们预计此两项业务 2023-2025 年毛利率分别为 60%、65%、70%；
- 4) 其他：其他业务毛利率我们预计保持稳定。

## 3、投资收益&费用：

- 1) 投资收益：地产端投资收益预计逐年减少；
- 2) 费用端：预计随着收入增长，销售费用和管理费用额有一定增长，同时由于公司加大信息化建设，预计研发费用有所增长，但费用率呈下降趋势。

表 1 公司各业务收入及毛利率拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>商品销售</b>					
收入	2,593.28	4,949.30	6,998.31	9,342.74	11,220.64
YoY	575.70%	90.85%	41.40%	33.50%	20.10%
毛利率	0.25%	0.28%	0.50%	2.00%	3.00%
<b>市场经营</b>					
收入	2,396.46	1,697.02	3,246.46	2,896.28	2,561.28
YoY	12.66%	-29.19%	91.30%	-10.79%	-11.57%
毛利率	63.82%	43.31%	70.00%	68.00%	65.00%
<b>酒店服务</b>					
收入	127.45	180.26	360.52	378.55	397.47
YoY	-14.75%	41.44%	100.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-4.95%	14.45%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>展览广告</b>					
收入	119.54	79.98	119.54	131.49	144.64
YoY	24.08%	-33.09%	49.46%	10.00%	10.00%
毛利率	-2.86%	21.79%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>Chinagoods</b>					
收入	-	-	236.25	372.09	586.05
YoY	-	-	-	57.50%	57.50%
毛利率	-	-	60.00%	65.00%	70.00%
<b>跨境人民币</b>					
收入	-	-	8.00	192.36	611.28
YoY	-	-	-	2304.51%	217.78%
毛利率	-	-	60.00%	65.00%	70.00%
<b>其他</b>					
收入	797.11	713.13	748.79	786.23	825.54
YoY	-12%	-11%	5%	5%	5%
毛利率	60%	52%	50%	55%	60%

资料来源：wind，华西证券研究所

综上，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 117.2 亿元、141.0 亿元、163.5 亿元，实现归母净利润 20.1 亿元、20.5 亿元、22.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.37、0.42 元/股，5 月 17 日收盘价 8.51 元对应 PE 分别为 23.2、22.9、20.5 倍。公司立足全球最大的小商品集散地，顺应一带一路布局，受益于数字经济及 AIGC 提质增效，市场经营稳健扩容，新业务变现渠道较多，有望带动业绩超预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 贸易政策风险：公司业务主要来自进出口贸易，受到各国政治环境、外交关系等影响；
- 2) 新项目落地不及预期：若新市场招商不及预期，则将影响租金及高位使用费收入；
- 3) 行业竞争加剧：公司线上平台虽立足于线下市场，但也受到其他 2B 平台的竞争，若行业竞争恶化，将影响 GMV、费率等指标的提升。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,620	11,718	14,100	16,347	净利润	1,104	2,008	2,041	2,279
YoY (%)	26.3%	53.8%	20.3%	15.9%	折旧和摊销	759	408	425	443
营业成本	6,453	8,811	11,061	12,923	营运资金变动	326	1,575	777	-299
营业税金及附加	199	306	368	427	经营活动现金流	1,400	3,079	2,495	1,755
销售费用	198	293	282	245	资本开支	-4,101	-597	-599	-600
管理费用	529	586	564	572	投资	359	0	0	0
财务费用	149	113	82	56	投资活动现金流	-2,363	445	281	200
研发费用	17	35	42	49	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-355	0	0	0
投资收益	1,042	1,042	880	800	筹资活动现金流	-1,057	-489	-133	-133
营业利润	1,147	2,674	2,721	3,038	现金净流量	-2,025	3,034	2,643	1,823
营业外收支	3	3	0	0					
利润总额	1,150	2,677	2,722	3,038	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	46	669	680	760	<b>成长能力</b>				
净利润	1,104	2,008	2,041	2,279	营业收入增长率	26.3%	53.8%	20.3%	15.9%
归属于母公司净利润	1,105	2,010	2,043	2,281	净利润增长率	-17.2%	82.0%	1.7%	11.6%
YoY (%)	-17.2%	82.0%	1.7%	11.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.20	0.37	0.37	0.42	毛利率	15.3%	24.8%	21.6%	20.9%
					净利率	14.5%	17.2%	14.5%	14.0%
					总资产收益率 ROA	3.4%	5.4%	5.1%	5.3%
					净资产收益率 ROE	7.2%	11.9%	10.8%	10.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	1,991	5,026	7,669	9,492	流动比率	0.42	0.64	0.76	0.90
预付款项	606	793	995	1,163	速动比率	<b>0.22</b>	<b>0.41</b>	<b>0.54</b>	<b>0.65</b>
存货	1,330	2,096	2,082	2,656	现金比率	0.16	0.32	0.47	0.55
其他流动资产	1,327	2,019	1,724	2,394	资产负债率	52.4%	54.2%	52.2%	50.7%
流动资产合计	5,254	9,934	12,471	15,705	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	6,033	6,033	6,033	6,033	总资产周转率	0.24	0.34	0.37	0.39
固定资产	5,221	5,413	5,588	5,744	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	6,462	6,462	6,462	6,462	每股收益	0.20	0.37	0.37	0.42
非流动资产合计	26,857	27,049	27,223	27,380	每股净资产	2.78	3.08	3.46	3.87
资产合计	32,111	36,983	39,694	43,085	每股经营现金流	0.26	0.56	0.45	0.32
短期借款	1,059	1,059	1,059	1,059	每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,191	1,060	1,766	1,536	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	10,162	13,513	13,477	14,820	PE	42.55	23.23	22.85	20.47
流动负债合计	12,412	15,633	16,302	17,415	PB	1.88	2.76	2.46	2.20
长期借款	405	405	405	405					
其他长期负债	4,013	4,013	4,013	4,013					
非流动负债合计	4,418	4,418	4,418	4,418					
负债合计	16,830	20,051	20,720	21,833					
股本	5,486	5,486	5,486	5,486					
少数股东权益	19	17	15	12					
股东权益合计	15,281	16,933	18,974	21,252					
负债和股东权益合计	32,111	36,983	39,694	43,085					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

许光辉：执业证书编号：S1120523020002

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

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

## 华西证券免责声明

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

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

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

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

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