

专业市场业绩稳健，数字化转型有望 打开成长空间

核心观点：

● 坐拥国内最大纺织面料市场，历史业绩稳健

公司所辖柯桥轻纺城市场为全球规模最大、经营品种最多的纺织品集散中心之一。2022年柯桥轻纺城成交额超3300亿/同比+9%，柯桥区纺织品出口1040亿元/同比+20.6%。公司立足柯桥纺织业千亿规模，历史业绩稳健，主要以商铺租赁收入为主。2011-2019年，受益于公司市场升级扩容和国资注入，公司营收由3.5亿元增长至9.8亿元，CAGR达14%。2022年公司实现营收8.2亿元/同比-12%，主要因免物业费及公司服务费收入统计口径转为净额法所致。

● 核心变化：从传统专业市场租赁向平台型公司转型

公司立足柯桥纺织业千亿规模，聚焦数字化服务、仓储物流、电商平台三大业务，实现从传统市场租赁业务向数字化贸易综合服务转型。**(1) 数字化服务：**公司目前已推出“金蚕宝宝”门店管理系统和“小哥找布”数字化服务，并加快推进轻纺智谷数字工业园建设；**(2) 物流&供应链服务：**公司通过利可达物流平台和轻纺数字物流港，构建智慧共配物流体系，同时凭借公司已形成的纺织面料产业链闭环，积极探索供应链金融服务；**(3) 电商服务：**公司在B端推出全球纺织网”、“网上轻纺城”两大网站平台，并积极布局C端电商平台，未来变现空间可观。

● 公司估值的判断与评级说明

公司依托柯桥纺织业产业集群优势，整合信息流、物流、资金流，未来定位为数字化的贸易产业综合服务商。考虑增量项目贡献，预计公司2023-2025年归母净利润分别3.6/4.8/6.2亿元，对应PE 18/14/10x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：新项目建设及爬坡进展不及预期；参股公司分红收益存在不确定性。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	820.19	898.19	1301.76	1678.16
收入增长率%	-11.55	9.51	44.93	28.91
归母净利润(百万元)	1186.84	357.12	477.03	621.71
利润增速%	174.73	-69.91	33.58	30.33
毛利率%	56.45	55.07	53.21	53.89
摊薄EPS(元)	0.81	0.24	0.33	0.42
PE	5.47	18.18	13.61	10.44
PB	1.04	0.85	0.80	0.74
PS	7.92	9.01	6.21	4.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

轻纺城(600790)

推荐 (首次评级)

分析师

顾熹阔

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2023-06-15

A股收盘价(元)	4.43
股票代码	600790
A股一年内最高价(元)	5.01
A股一年内最低价(元)	3.34
上证指数	3,252.98
市盈率	5.49
总股本(万股)	146,579
实际流通A股(万股)	146,579
流通A股市值(亿元)	65

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目 录

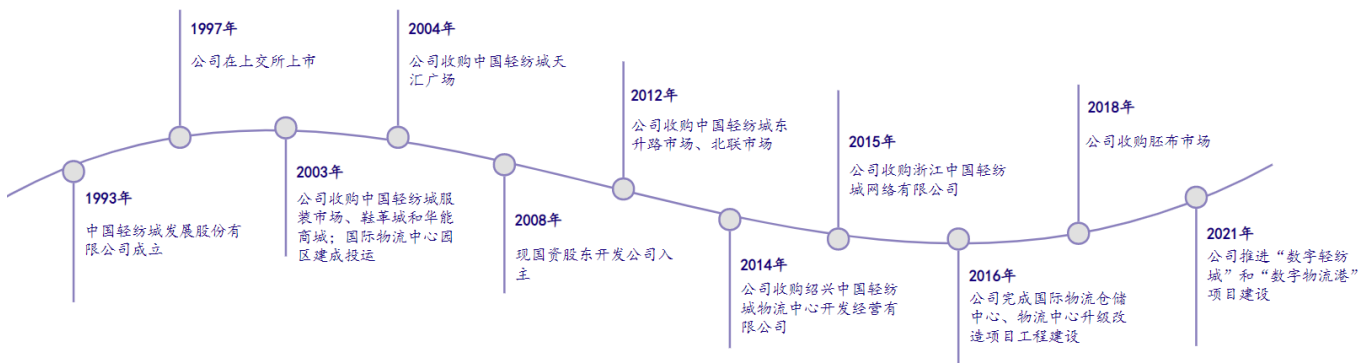
一、轻纺城：国内规模最大的纺织面料批发专业市场	2
（一）三十年风雨兼程，成就千亿级纺织面料批发专业市场	2
（二）国资背景深厚，管理层经验丰富	3
（三）专业市场业绩稳健，盈利水平较高	4
二、依托绍兴柯桥产业集群优势，租赁业务发展稳健	5
（一）柯桥纺织业规模庞大，具备产业集群优势	5
（二）公司立足绍兴柯桥，租赁业务发展稳健	6
三、数字+物流+电商，开拓数字化平台公司转型之路	8
（一）数字化服务：用数字化重构纺织供应链	8
（二）物流&供应链服务：对标普洛斯打造“数字物流港”.....	9
（三）电商服务：T0 B+T0 C相结合，变现空间可观	11
四、盈利预测与估值：	11
（一）盈利预测	11
（二）投资建议	12
五、风险提示：	13

一、轻纺城：国内规模最大的纺织面料批发专业市场

(一) 三十年风雨兼程，成就千亿级纺织面料批发专业市场

国内规模最大的纺织面料批发专业市场。公司成立于1993年，于1997年在上交所上市。上市后，公司不断拓展市场矩阵，分别于2003、2004、2012、2018年收购中国轻纺城服装市场、天汇广场、东升路针织面料市场和坯布市场。为完善物流体系，公司于2014年收购物流开发公司，于2016年完成国际物流仓储中心和物流中心升级改造项目。此外，公司积极推动信息化、数字化建设，于2015年收购轻纺城网络公司，于2021年推进“数字轻纺城”和“数字物流港”项目建设。经过三十年发展，公司现为国内规模最大的纺织面料批发专业市场，实现千亿级产业集群。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司主要以轻纺城内市场租赁业务为主。公司主要以中国轻纺城市场营业用房的开发、租赁和物业管理为主业，拥有中国轻纺城纺织品交易区的东升路市场、东市场、联合市场、北市场、北联市场、天汇市场、坯布市场、服装市场等批发市场，拥有营业用房2万余间。上述市场主要从事纺织面料一级批发交易，包含部分零售业务。

图 2：柯桥轻纺城交易市场全貌

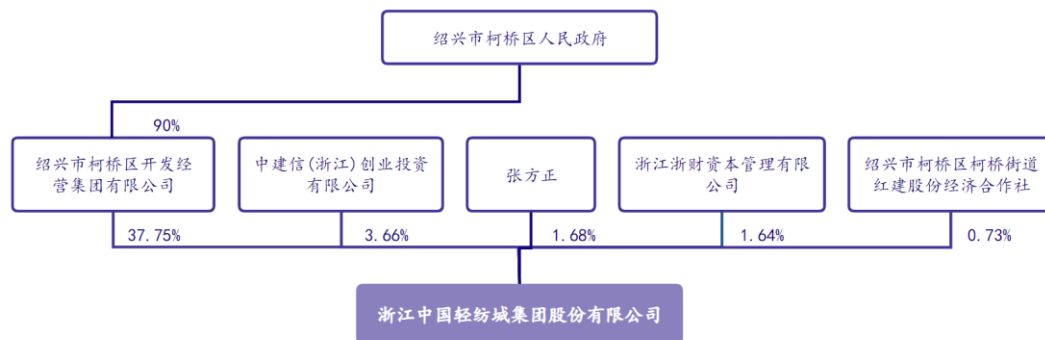


资料来源：柯桥中国轻纺城建管委，中国银河证券研究院

（二）国资背景深厚，管理层经验丰富

股权性质稳定，绍兴国资控股。2008 年公司原控股股东浙江精功控股有限公司，与国有全资子公司绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司签订《股权收购协议》，开发公司获取精功控股 15.64% 股权，成为公司控股股东。2012 年与开发公司进行重组，注入东升路市场和北联市场，开发公司持股比例增至 35.19%。截至 1Q23，公司第一大股东开发公司持股 37.75%，实控人为绍兴市柯桥区人民政府，公司国资背景深厚，股权结构稳定。

图 3：公司股权结构图（截至 1Q23）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司回购股份，以深绑员工利益。2022 年 10 月公司拟使用自有资金进行回购股份，资金总额不低于人民币 4.10 亿元（含）且不超过人民币 8.06 亿元（含），回购股份比例不超过公司总股本的 10%，用于实施员工持股计划或股权激励，以深度绑定员工利益，调动各方积极性，助力公司核心竞争力提升与可持续发展。截止 5 月 31 日，公司已回购股份 1.08 亿股，占公司总股本 7.36%。

管理层在政府机关或专业领域积累丰富经验。公司董事长兼党委书记潘建华行政背景深厚，曾任绍兴市绍兴县平水镇党委委员、副镇长，绍兴市柯桥区会展业发展中心党组书记、主任。副总经理季江锋和副总经理兼董秘马晓峰为公司自主培养，总经理王百通、副总经理高晓辰、叶异燕和邬建昌均来自政府相关部门。多数高管有五年以上相关从业经验，对纺织产业和专业市场经营有深刻认知，对公司的运营管理和未来发展创新起到了重要作用。

表 1：公司管理层概况

姓名	职务	任职日期	履历
潘建华	董事长	2020 年 11 月	曾任绍兴市绍兴县平水镇党委委员、副镇长，绍兴市绍兴县安昌镇党委副书记，绍兴市柯桥区教育体育局副局长，绍兴市柯桥区会展业发展中心党组书记、主任，柯桥区会展业发展中心党组书记、主任；现任浙江中国轻纺城集团股份有限公司党委书记、董事长。历任绍兴县中国轻纺城建管委会展宣传处副处长、处长，柯桥区中国轻纺城建管委党工委委员、办公室负责人。2016 年 7 月加入公司任副总经理，2019 年 11 月起任党委副书记；2022 年起任总经理。
王百通	总经理	2022 年 11 月	历任绍兴柯桥经济技术开发区管理委员会办公室科员、办公室副主任、人才科技处副处长；2022 年起任公司党委委员。
叶异燕	副总经理	2022 年 11 月	历任公司办公室主任助理兼信息部负责人、公司办公室副主任、公司企管部经理、北联市场分公司副总经理（挂职），服装市场分公司总经理、网络公司总经理；2023 年起任浙江中国轻纺城集团股份有限公司党委委员。
季江锋	副总经理	2023 年 2 月	历任绍兴县建筑业（房地产）管理局财审科副科长、负责人，开发公司党委委员、总经理助理，绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发有限公司党委委员、副总经理；2016 年起任公司副总经理兼财务负责人。
邬建昌	副总经理兼财务负责人	2016 年 4 月	2007 年 9 月加入公司先后任投资管理部项目调研助理，企业管理部经理助理，企业管理部副经理（主持工作），北联市场分公司副总经理（挂职），投资证券部经理、证券事务代表；2021 年起任浙江中国轻纺城集团股份有限公司副总经理。
马晓峰	副总经理兼董秘	2021 年 5 月	历任绍兴县建设局建设科干部，县城市建设开发中心干部，柯桥中心城建管办经发处副处长，县建设局建管科副科长，县建设局办公室副主任，县建设局拆迁科科长，柯桥区住房和城乡建设局拆迁科科长；2016 年起任浙江中国轻纺城集团股份有限公司副总经理。
高晓辰	副总经理	2022 年 4 月	

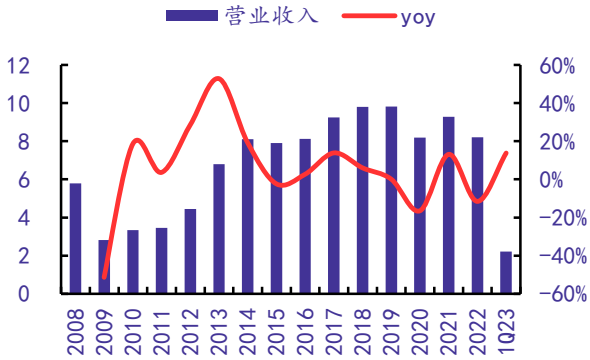
数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

（三）专业市场业绩稳健，盈利水平较高

营收端：2011 年之前，公司有部分房地产业务，此后收入主要为市场租赁费。随着公司市场矩阵不断升级、扩容，公司营收由 2011 年的 3.5 亿元增长至 2019 年的 9.8 亿元，CAGR 达 14%。2022 年公司实现营收 8.2 亿元，同比下滑 12%，主要因免物业费及公司服务费收入统计口径转为净额法所致。1Q23 随着市场经营恢复，公司实现营收 2.2 亿元，同比增长 14%。

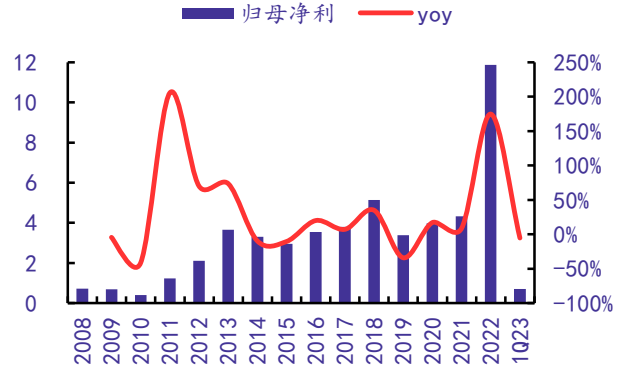
利润端：2013 年公司存量项目爬坡基本结束，2013-2021 年公司归母净利润稳定在 3-4 亿元左右，期间利润峰值为 2018 年。2022 年公司因拆迁补偿款确认，归母净利润达 11.9 亿元，1Q23 实现归母净利润 0.7 亿元，同比下滑 5%，主要因新项目提前投入使用，成本费用增长较快所致。

图 4：公司历年营业收入及 yoy（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

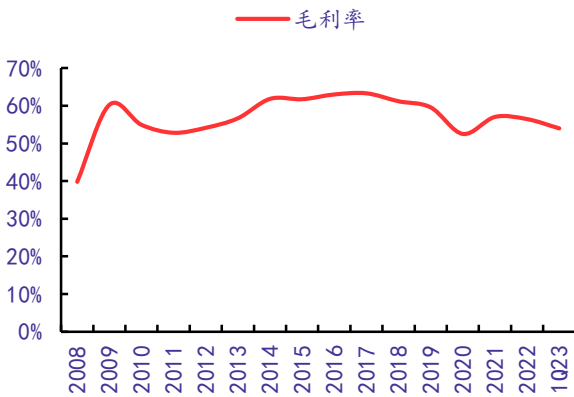
图 5：公司历年归母净利及 yoy（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

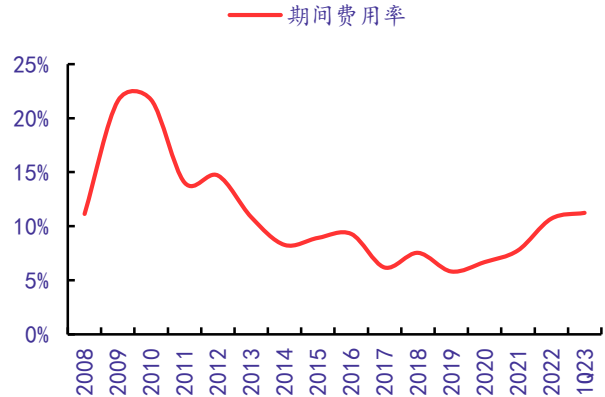
公司整体盈利水平较高。毛利率方面，疫情前公司毛利率基本维持在 60% 左右，2020-2022 年受疫情影响叠加部分成本刚性，毛利率下滑至 55% 左右，1Q23 公司毛利率为 54%。费用率方面，公司期间费用率由 2019 年的 5.8% 提升至 2022 年的 10.7%，1Q23 期间费用率达 11.2%，主要原因为新项目的成本费用增长。综合影响下，公司净利率在 40% 左右上下波动，1Q23 公司净利率为 33.9%。

图 6：公司历年毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7：公司历年期间费用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

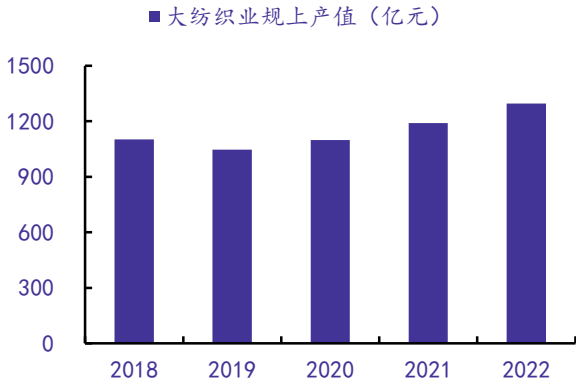
二、依托绍兴柯桥产业集群优势，租赁业务发展稳健

（一）柯桥纺织业规模庞大，具备产业集群优势

绍兴柯桥为国内最大的纺织印染业聚集地。2022 年绍兴柯桥纺织业总产值 1296 亿元，其中柯桥印染产能约占全国 40%、全省 60%。公司所辖柯桥轻纺城市场为全国规模最大、经营品种最多的纺织品集散中心之一，市场经营户达 3 万余户，经营品种达 5 万余种。市场与全国

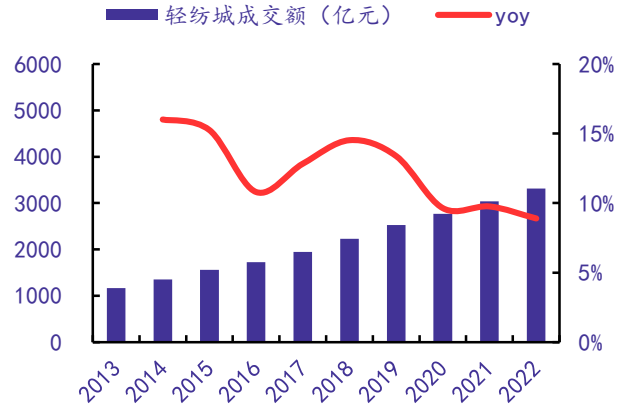
近半数的纺织企业建立了产销关系，2022年柯桥轻纺城的线上线下成交额由2013年的1164亿元提升至3311亿元，CAGR达12%。

图 8：2018-2022 年绍兴市柯桥区纺织业规上产值（亿元）



资料来源：柯桥区人民政府网站，中国银河证券研究院

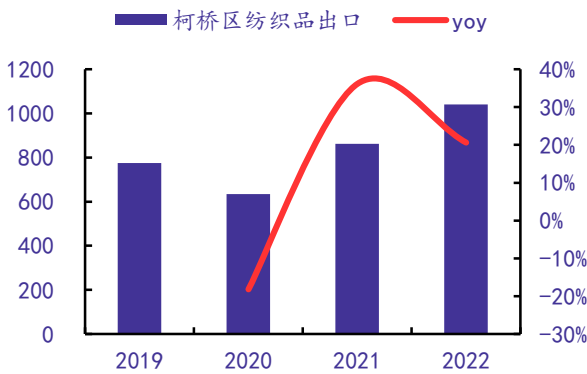
图 9：2013-2022 年柯桥轻纺城线上线下成交额（亿元）



资料来源：柯桥区人民政府网站，中国银河证券研究院

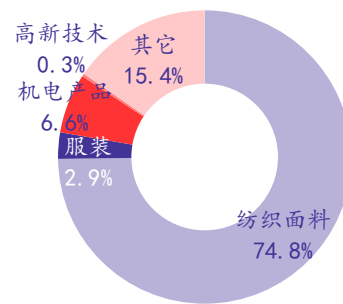
柯桥纺织品出口保持稳健增长。中国轻纺城的销售网络遍布 192 个国家与地区，全球每年有约四分之一的纺织面料在此交易。2019-2022 年，绍兴柯桥区纺织品出口 CAGR 达 10%，2022 年达 1040 亿元，同比增长 20.6%，占全区出口总额的 78%。其中，轻纺市场实现出口 596 亿元，同比增长 27%。

图 10：2018-2022 年绍兴柯桥区纺织品出口额（亿元）



资料来源：柯桥区人民政府网站，中国银河证券研究院

图 11：2022 年柯桥区出口产品结构



资料来源：柯桥区人民政府网站，中国银河证券研究院

（二）公司立足绍兴柯桥，租赁业务发展稳健

依托绍兴柯桥产业集群优势，公司具备较强专业市场竞争壁垒。公司所在的绍兴市柯桥区已成为全国最大的纺织印染产业集聚区之一，围绕市场形成巨大的商流、物流、资金流、信息流等资源优势、规模聚集。一方面为上下游提供信息共享，促进全产业链协同发展；另一方面丰富采购者的选择空间，从而降低交易成本、提升交易效率。因此公司在纺织品专业市场中树

立了较高的竞争壁垒，具备较强的抗风险能力。

公司租赁市场规模较大，持续进行改造升级。公司所属的市场包括中国轻纺城东升路市场、东市场、联合市场、北市场、北联市场、天汇广场、服装服饰市场、坯布市场等专业批发市场，占地面积 41 万平方米，建筑面积 140 万平方米，拥有营业用房 2 万余间，占中国轻纺城传统交易区 65-70% 的份额。公司持续对存量市场进行改造升级，提升专业市场功能和配套服务效能，赋能专业市场经营。

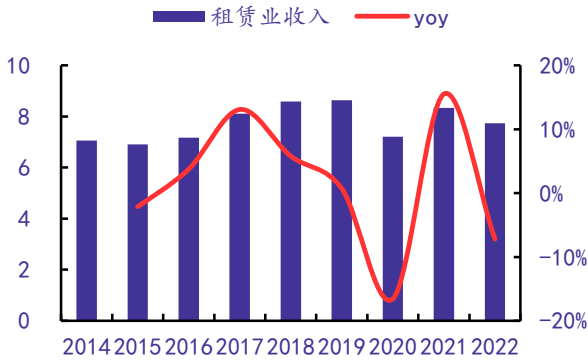
表 2：轻纺城各市场概况

名称	交付时间	建筑面积 (万方)	营业房 (间)	升级内容
老市场	2008 年底	6.5	1300	现为东升路市场 D 区，主打家纺电商专营区等新兴业态。
东升路市场	2008 年底	23.1	1600	市场不断升级设备设施、优化营商环境，家纺电商批发区与时装面料展示厅已开业，“市场+展厅+电商”模式深入践行，知识产权保护规范化工作卓有成效。
东市场	2000 年升级改造	4.9	1290	市场打破了传统的摊位式经营模式和传统批发交易方式，积极融入电子商务、工作室模式、时尚创意等新兴业态。
联合市场	2006 年开业	16	1785	市场成功引入休闲项目“漫咖啡”，开辟“门店+展示洽谈”独特模式，培育精品服装面料展示洽谈区，打造时尚发布厅。
北市场	1994 年开业	13.6	4400	市场推动硬件设施改造、优化市场营商环境，积极打造时尚布艺展示区、蕾丝网布专营区。
北联市场	2011 年开始招商	21.9	2300	市场积极将数字化建设成果投入实际应用中，上线营业房线上拍租系统，启用网络直播厅，持续为经营户打造智慧高效的优质营商环境。
天汇广场	2022 年完成升级改造	9.6	1300	目前市场正积极推进提档升级和业态重塑，探索绣品、花边专营区等新型经营模式。
服装服饰市场	2008 年开业	27.6	4000	市场抢抓数字经济红利和电商直播风口，率先开辟直播电商基地、“小单快反”专营区等全新业态，不断丰富业态构成，更好盘活市场资源，致力于打造绍兴地区规模最大、交易集中、品种齐全的服装百货大型综合市场。
坯布市场	2011 年正式开业	18	2389	市场正整合现有资源，充分利用库存布的特点，设立外商专营区、公司化专区，全力将库存布交易市场做大做强，推动轻纺城坯布商贸“走出去”。

数据来源：公司官网，中国银河证券研究所

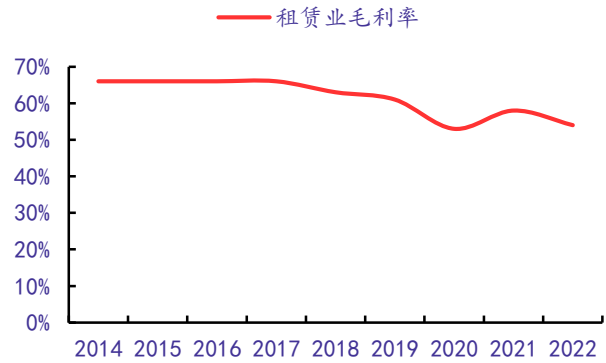
租金收入较为稳定，疫情期间有所下滑。完整的产业链和产业集群使得商户粘性较高，为公司带来稳定租金收入。2017-2019 年公司租赁业收入保持在 8 亿元以上，2020-2022 年受疫情影响有部分物业费减免，公司租赁业收入有所下滑。2022 年租赁业收入 7.7 亿元，同比下降 7%，同时折旧摊销、员工工资等成本相对刚性，公司租赁业毛利率也下降至 54%。

图 12: 历年公司租赁业收入及 yoy (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 13: 历年公司租赁业毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、数字+物流+电商，开拓数字化平台公司转型之路

(一) 数字化服务：用数字化重构纺织供应链

构建新型数字化产业孪生市场，挖掘增量潜能。2021 年，公司启动“数字轻纺城”项目建设，完成轻纺城商户的画像建模和数据积累。自项目启动起来，公司在系统设计和落地应用方面均取得显著成效，目前已完成数字市场二期建设。

系统设计方面，作为中国轻纺城的“数字孪生”市场，数字轻纺城已将“情指中心及数字大脑大屏 2.0”投入使用；物业管理系统、营业房系统、智慧用电系统、智慧停车系统、视频监控及人流管理系统等 19 大基础性管理系统均已开发。

图 14: 公司“情指中心及数字大脑大屏 2.0”



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

落地应用方面，公司目前已推出数字化服务：

- (1) “金蚕宝宝”门店管理系统小程序：为经营户提供样品管理、产品发布、花样保护、

产品销售等功能，采购商则可以实现浏览、收藏和咨询产品等，目前已有 1.5 万余家经营户启用。该系统有利于提升门店管理效率，拓展线上销售渠道，快速精准匹配供采双方；

(2) “小哥找布”业务：构建实体市场人工找布+平台大数据找布资源网络，解决采购商找布难、效率低、收费乱的痛点。2022 年底上线，目前处于推广阶段。2023 年公司计划实现公司下属市场“小哥找布”业务全覆盖，并向其他专业市场延伸。

公司加快推进轻纺智谷数字工业园建设。公司持股比例 60%，其余 40%由浙江省国投和 79 个浙江省村集体持有，按照“市场+社区+数据”模式建设轻纺智谷产业园。园区建成后预计引入和集聚约 150-200 家柯桥区纺织业后处理小微企业，为中国轻纺城及滨海印染集聚区产业提供配套服务，是集市场、社区与数字的高端产业园区，形成轻纺城交易中心、物流、后处理加工产业互联网平台。园区项目预计 2024 年底竣工，2025 年初投入使用。

(二) 物流&供应链服务：对标普洛斯打造“数字物流港”

公司积极打造现代物流体系，持续完善轻纺城市场配套工程。为持续完善轻纺城市场配套工程，推动物流、信息流和资金流等高效运作，公司通过利可达物流平台和轻纺数字物流港，有序分离市场交易和商品交割，构建智慧共配物流体系。

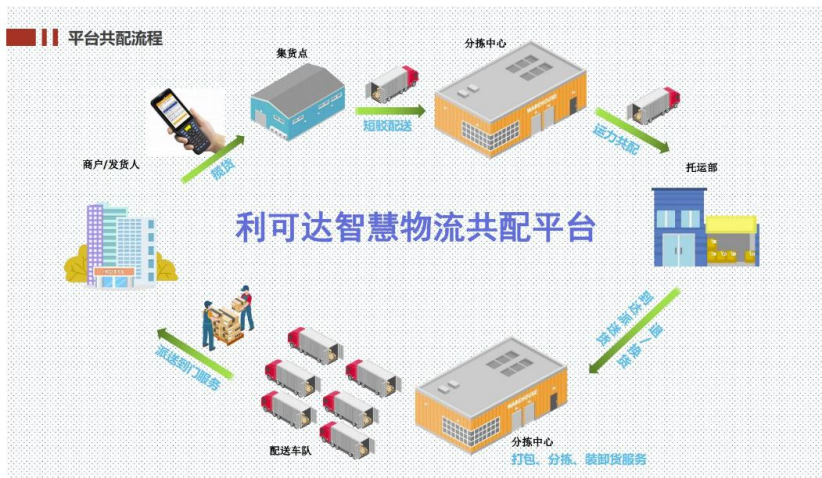
数字物流港：集联托运、智能仓储、异地货站、跨境电商、市场采购贸易等功能于一体，总建筑面积 76.5 万方，包括交易市场及配套服务区、保税物流区、物流仓储区三大模块，其中物流仓储面积 35 万方。预计 2H23 公共立体仓投运，2023 年底基本建成物流仓储区，2024 年项目整体竣工，2025 年初投入使用。

客户来源：不再局限于轻纺城内企业，而是面向整个绍兴市的纺织产业，作为浙江省“4+1”重大项目，招商预计较为顺利。

核心功能：1) 解决中小批发商、贸易商、电商经营痛点，规模优势不明显、商品流通成本高、效率低；2) 商户数据全面上云，通过存货、仓单和订单融资，打造供应链金融。

利可达智慧物流平台：可与“数字轻纺城”平台无缝对接，实现各个环节的系统感知，为经营户提供“滴滴”式物流，提高商户货物配送和仓储的效率和便携性，降低买卖双方交易成本。公司计划在 2023 年正式运行利可达智慧物流平台，推动平台实现公司下属市场经营户全覆盖、市场短驳托运部全覆盖，并适度向外围工厂、仓储拓展服务。

图 15：利可达智慧物流平台运营模式



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司积极融入“一带一路”战略，持股中欧班列 45% 股份。2022 年柯桥区纺织品出口额超千亿，其中近六成销往“一带一路”沿线的国家和地区。为减少国际海运等不确定因素影响，柯桥区开通了中欧班列“柯桥号”，以积极探索新的国际货运渠道。公司持有中欧班列 45% 股份，中欧班列的开通有利于推动更多绍兴货源走入“一带一路”国家。公司未来将进一步拓展外中服务平台（供应链金融和支付服务，帮助进出口企业结汇）、进出口贸易（设立海外市场，进口欧洲高端面料+出口中国面料）。

图 16：柯桥号中欧班列服务（本质是货代）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司已形成纺织面料产业链闭环，未来将探索供应链金融服务。曾经的轻纺城市场只是单一的纺织品交易中心，而今公司在硬件方面有专业市场、物流仓储等，软件方面有线上平台、“印染大脑”、“金蚕宝宝”门店管理系统等，对外方面有海铁联运、中欧班列等，现已成为拥有一流硬件设施、交易环境、管理服务等特色优势的一站式市场综合体。公司未来将向供应链金融中心转型升级，实现从单项分割到产贸高质量融合、内贸外贸一体化、线上线下一体化、上下游一体化，为公司带来供应链金融收益。

(三) 电商服务：T0 B+T0 C 相结合，变现空间可观

公司持续推动线上平台技术革新和运营提升，将 T0 B 与 T0 C 相结合：

B 端电商平台：公司推出“全球纺织网”、“网上轻纺城”两大网站平台，主要为 B 端商户提供行业资讯、相关商铺行情、以及产品交易平台，提高交易效率。此外，商户可通过“有布”APP 实现移动端的面料搜索、采购，通过面料图搜功能与订单响应系统，帮助采供双方通过手机进行订单的快速匹配。2018-2022 年网上轻纺城成交额由 420 亿元增长至 809 亿元。

C 端电商平台：公司 C 端电商平台主要实现窗帘、墙布、家纺、服装等专门品类终端产品的线上交易。C 端电商业务目前在筹划落地阶段，预计 2023 年底推出，初期精选市场内 100-200 家优质商户。与传统电商相比，公司的竞争力主要在于：

(1) 产品价格优势：平台商户为一级纺织面料批发商，在价格方面优势显著；

(2) 平台硬件优势：公司在技术方面引进 AI 智能、元宇宙、虚拟现实场景等数字科技，助力买卖双方交易匹配，提升平台运营效率；

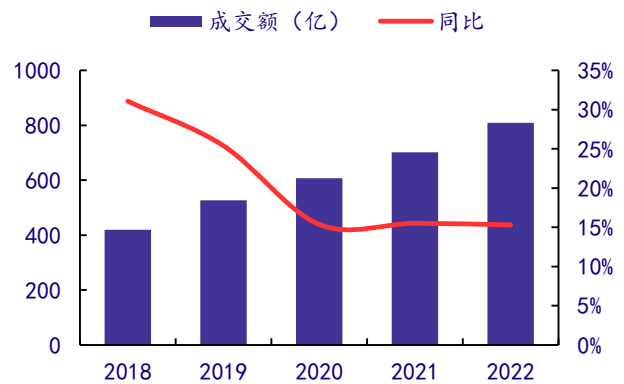
(3) 产品品质保证：平台可提供检测服务、产品溯源等，为产品背书，让客户安心买到高质量产品。

图 17：全球纺织网



资料来源：全球纺织网，中国银河证券研究院

图 18：网上轻纺城成交额（亿元）



资料来源：柯桥区人民政府网站，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值：

(一) 盈利预测

公司立足柯桥纺织业千亿规模，从传统市场租赁业务向数字化贸易综合服务转型的空间巨大。业绩拆分如下：

租赁业务：轻纺城商铺租赁采用先收后确认模式，整体出租率水平较高，剔除疫情期间部分物业费减免影响，公司租金收入整体保持稳定。随着市场整体回归正常经营状态，我们预计 2023 -2025 年公司租赁业务营业收入分别为 8.1/8.2/8.3 亿元。

2. 新增配套业务：数字物流港项目，预计公共立体仓 2H23 投运，物流仓储区 2024 年初投运，其余配套项目于 2025 年产生收益。轻纺智谷项目，预计 2025 年初投入使用，考虑项目建成后存在爬坡期，我们预计 2023-2025 年公司仓储物流服务和园区配套业务合计营业收入分别为 0.1/2/5.3 亿元。

3. 对外贸易业务：2022 年柯桥区纺织品出口超 1000 亿。我们假设公司进出口贸易业务收入占总出口额 0.1%，此后每年收入增速为 20%；外中服务平台结售汇、报关报检、订船订舱等交易占总交易额 5%，每笔交易按 1%收取服务费，此后出口额以每年 15%的增速增长。我们预计对外贸易业务自 2024 年起贡献收益，对应 2024-2025 年贡献收入 2/2.4 亿元。

4. 电商服务业务：2022 年轻纺城线上成交额超 800 亿，TO C 相关运营规划 2023 年下半年落地，电商平台年底上线，未来可通过服务费方式产生收入。考虑到 C 端客户引流需要较长时间，暂未纳入盈利预测。

表 3：公司盈利预测总表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	820	898	1,302	1,678
yoy	-12%	10%	45%	29%
其中：租赁业务	773	812	820	828
配套业务		12	200	525
仓储物流服务		12	200	400
园区配套服务				125
对外贸易服务			200	235
进出口贸易			100	120
外中服务平台			100	115
其他业务	47	75	82	90
归母净利润	1,187	357	477	622
yoy	175%	-70%	34%	30%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

（二）投资建议

公司依托柯桥纺织业产业集群优势，整合信息流、物流、资金流，未来定位为数字化的贸易产业综合服务商。考虑数字物流港、轻纺智谷产业园项目落地，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 9/13/16.8 亿元，归母净利润分别为 3.6/4.8/6.2 亿元，对应 PE 18/14/10x。随着公司供应链金融业务落地、电商业务逐渐放量，变现空间可观，未来有望为公司贡献业绩增量。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：可比公司估值表

上市公司	市值 (亿元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
海宁皮城	66.1	0.22	0.24	0.3	23.4	21.5	17.2
小商品城	562.3	0.39	0.42	0.48	26.3	24.4	21.4
平均值					24.8	22.9	19.3
轻纺城	64.9	0.24	0.33	0.42	18.2	13.6	10.4

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

五、风险提示：

新项目建设及爬坡进展不及预期；参股公司分红收益存在不确定性。

六、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)									
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
流动资产	2758.58	4256.92	5717.67	6017.68	营业收入	820.19	898.19	1301.76	1678.16	营业成本	357.19	403.52	609.13	773.87
现金	1758.45	3147.89	3916.53	4144.17	营业税金及附加	100.58	107.06	155.27	201.05	营业费用	40.93	44.91	52.07	58.74
应收账款	11.29	24.95	36.16	46.62	管理费用	70.22	80.84	78.11	100.69	财务费用	-23.48	-12.74	-64.42	-105.48
其它应收款	578.11	623.75	904.00	1165.39	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00
预付账款	1.36	0.96	1.59	2.12	投资净收益	68.54	206.58	169.23	184.60	营业利润	1581.90	485.27	646.92	841.85
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.62	0.62	0.68	0.75	营业外支出	1.35	3.00	3.30	3.63
其他	409.38	459.38	859.38	659.38	营业外支出	1.35	3.00	3.30	3.63	利润总额	1581.18	482.89	644.30	838.97
非流动资产	7699.54	8114.93	8070.58	7958.55	所得税	388.00	120.72	161.08	209.74	净利润	1193.18	362.17	483.23	629.23
长期投资	794.21	834.21	874.21	914.21	少数股东损益	6.34	5.05	6.20	7.52	归属母公司净利润	1186.84	357.12	477.03	621.71
固定资产	168.83	165.35	941.74	1319.59	EBITDA	442.65	479.63	671.23	792.52	EPS (元)	0.81	0.24	0.33	0.42
无形资产	84.73	85.73	86.73	87.73	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E	营业收入	-11.55%	9.51%	44.93%	28.91%
其他	6651.78	7029.65	6167.90	5637.03	营业收入	-11.55%	9.51%	44.93%	28.91%	营业利润	205.33%	-69.32%	33.31%	30.13%
资产总计	10458.13	12371.85	13788.25	13976.23	归属母公司净利润	174.73%	-69.91%	33.58%	30.33%	毛利率	56.45%	55.07%	53.21%	53.89%
流动负债	3936.96	4416.89	5350.06	4908.81	毛利率	56.45%	55.07%	53.21%	53.89%	净利率	144.70%	39.76%	36.65%	37.05%
短期借款	800.41	1200.41	300.41	300.41	ROE	19.05%	4.66%	5.86%	7.09%	ROIC	2.34%	3.92%	5.07%	5.97%
应付账款	52.51	56.04	71.07	81.69	资产负债率	39.20%	36.94%	39.92%	36.22%	净负债比率	64.49%	58.59%	66.44%	56.80%
其他	3084.04	3160.43	4978.58	4526.71	流动比率	0.70	0.96	1.07	1.23	速动比率	0.60	0.86	0.91	1.09
非流动负债	163.07	153.89	153.89	153.89	总资产周转率	0.08	0.08	0.10	0.12	应收帐款周转率	140.21	49.57	42.60	40.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	8.13	7.43	9.58	10.13	每股收益	0.81	0.24	0.33	0.42
其他	163.07	153.89	153.89	153.89	每股经营现金	0.11	0.11	1.07	0.00	每股净资产	4.25	5.23	5.56	5.98
负债合计	4100.03	4570.78	5503.95	5062.69	P/E	5.47	18.18	13.61	10.44	P/B	1.04	0.85	0.80	0.74
少数股东权益	129.47	134.52	140.72	148.24	EV/EBITDA	13.23	9.88	4.57	3.58	P/S	7.92	9.01	6.21	4.82
归属母公司股东权益	6228.62	7666.55	8143.58	8765.30										
负债和股东权益	10458.13	12371.85	13788.25	13976.23										
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
经营活动现金流	159.89	164.88	1574.05	-0.06										
净利润	1193.18	362.17	483.23	629.23										
折旧摊销	220.79	9.48	91.35	59.03										
财务费用	9.53	40.02	30.02	12.02										
投资损失	-68.54	-206.58	-169.23	-184.60										
营运资金变动	50.56	-28.98	1141.07	-513.62										
其它	-1245.63	-11.22	-2.38	-2.12										
投资活动现金流	-127.73	-215.58	124.61	239.72										
资本支出	-167.46	-504.38	-104.62	-4.88										
长期投资	-49.25	60.00	60.00	60.00										
其他	88.98	228.80	169.23	184.60										
筹资活动现金流	247.18	1440.14	-930.02	-12.02										
短期借款	800.41	400.00	-900.00	0.00										
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00										
其他	-553.23	1040.14	-30.02	-12.02										
现金净增加额	279.37	1389.44	768.65	227.64										

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	2
图 2: 柯桥轻纺城交易市场全貌.....	3
图 3: 公司股权结构图 (截至 1Q23)	3
图 4: 公司历年营业收入及 yoy (亿元)	5
图 5: 公司历年归母净利及 yoy (亿元)	5
图 6: 公司历年毛利率情况.....	5
图 7: 公司历年期间费用率情况.....	5
图 8: 2018-2022 年绍兴市柯桥区纺织业规上产值 (亿元)	6
图 9: 2013-2022 年柯桥轻纺城线上线下成交金额 (亿元)	6
图 10: 2018-2022 年绍兴柯桥区纺织品出口额 (亿元)	6
图 11: 2022 年柯桥区出口产品结构.....	6
图 12: 历年公司租赁业收入及 yoy (亿元)	8
图 13: 历年公司租赁业毛利率.....	8
图 14: 公司“情指中心及数字大脑大屏 2.0”.....	8
图 15: 利可达智慧物流平台运营模式.....	10
图 16: 柯桥号中欧班列服务 (本质是货代)	10
图 17: 全球纺织网.....	11
图 18: 网上轻纺城成交额 (亿元)	11

表格目录

表 1: 公司管理层概况.....	4
表 2: 轻纺城各市场概况.....	7
表 3: 公司盈利预测总表 (百万元)	12
表 4: 可比公司估值表.....	13

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn