

证券研究报告

公司研究

点评报告

小商品城 (600415. SH)

投资评级 —

上次评级 —

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

小商品城 (600415. SH) 半年报点评: 线下市场面积扩容&客流回暖, 线上平台服务集成商雏形逐步显现

2023年8月19日

事件: 小商品城发布 2023 年半年度报告: 23H1 公司实现营收 51.61 亿元/同比+22.7%, 实现归母净利润 19.98 亿元/同比+63.5%, 主因二区东市场正式营业贡献毛利增量 5.31 亿元+实现投资收益增量 2.83 亿元+资产处置收益增量 1.66 亿元; 23Q2 实现营收 30.41 亿元/同比+16.5%, 归母净利润 7.76 亿元/同比+41.1%, 扣非后归母净利润 7.60 亿元/同比+44.6%; 23Q2 公司实现毛利率 30.27%/同比+11.3pct, 实现净利率 25.65%/同比+4.5pct。

按分部对外交易收入口径来看: 新增二区东市场正式开业结转收入拉动市场经营板块营收增长, 23H1 市场经营业务实现营收 18.01 亿元/同比+20.5%; 自营贸易业务体量持续成长, 23H1 商品销售业务实现营收 28.38 亿元/同比+18.2%, 新增外贸好货 SKU 2685 个; 公司旗下 8 家中高端酒店卡位义乌市各核心区域, 23H1 公司把握义乌市场客流回暖+展会推动机遇, 酒店板块实现营收 1.40 亿元, 较 19 年同期+24%; 展览广告业务实现营收 0.98 亿元, 较 19 年同期+78%; 23H1 其他服务实现营收 2.84 亿元/同比+40.6%, 主要包括市场相关配套服务收入。

盈利能力拆分来看: 23Q2 实现销售毛利率 30.27%/+11.3pct, 我们预计主因毛利率较高的市场经营板块新增面积开业, 收入占比提升所致; 期间费率相对稳定, 其中销售费率 1.78%/-0.6pct, 管理费率 5.23%/-0.2pct, 财务费率 0.39%/-0.7pct, 研发费率 0.15%/+0.05pct; 投资收益 2.57 亿元/-25%, 影响利润率, 此外所得税回归正常水平而 22Q2 同期税率较低, 最终实现销售净利率 25.65%/+4.5pct。

chinagoods 平台不断迭代、新商业模式持续拓展, 服务集成商雏形初现, 有望逐步释放业绩: 23H1 chinagoods 实现 GMV 320 亿元/+211%, 累计注册采购商达 360.5 万人, 平台运营主体净利润 4640 万元 (vs 22H1 -558 万元)。由 chinagoods 平台延展, 公司上线 Yiwu Pay、采购宝、货款宝、结汇宝等产品深挖平台数据价值: 1) 截至报告期末 (2023 年 6 月 30 日), 自有支付品牌 Yiwu Pay 自 23 年 2 月正式上线以来服务超 1.5 万户跨境人民币业务客户 (vs 截至 4 月为 0.26 万户), 跨境清算资金超 10 亿元 (vs 截至 4 月为 1.3 亿), 渗透率快速提升, 3-5 年内 GMV 目标超 100 亿美金; 2) 采购宝提升贸易效率, 23H1 下单额超 10 亿元, 累计逾 25 亿元; 3) 货款宝整合外贸出口链各环节数据, 为商户提供贸易融资服务, 23 年以来业务量亦快速增长。

与日本 aucfan 签署战略合作协议, 数字化及国际贸易综合服务转型进程迈出新步伐: 1) 在日本成立义乌展览中心, 以便于日本买家购买义乌商品; 2) 打通公司旗下 chinagoods 及 aucfan 旗下日本本土头部 B2B 采购平台 NETSEA; 3) aucfan 利用世界头部电商价格检索平台支持中日两国进出口公司, 方便买卖双方抓取商品价格。

投资建议：公司锚定一流国际贸易综合服务商，打造以市场为核心的实体经济生态和以 chinagoods 平台为核心的数字经济生态，线下、线上深度融合，核心市场经营业务有望随面积扩容+租金市场化定价持续贡献利润增量，chinagoods 平台立足服务集成商，有望分享贸易全链路收益、逐步释放业绩，同时，公司亦有望持续受益于一带一路建设深化及国企改革发力，我们看好公司短中长期发展，预计 23-25 年归母净利润分别为 25、28、31 亿元，对应 PE 分别为 19、17、15X。

风险因素：宏观经济风险、新业务开拓进展不及预期、房地产业务投资收益波动、人才储备不足风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,034	7,620	11,026	13,481	15,978
增长率 YoY %	62.0%	26.3%	44.7%	22.3%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,334	1,105	2,463	2,778	3,087
增长率 YoY%	44.0%	-17.2%	122.9%	12.8%	11.1%
毛利率%	33.3%	15.3%	25.7%	24.3%	23.3%
净资产收益率ROE%	9.1%	7.2%	14.2%	13.8%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.20	0.45	0.51	0.56
市盈率 P/E(倍)	35.82	43.25	19.40	17.20	15.48
市净率 P/B(倍)	3.27	3.13	2.75	2.37	2.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,899	5,254	8,191	10,566	13,438
货币资金	4,831	1,991	4,483	6,611	9,220
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	185	211	214	225	244
预付账款	875	606	819	868	858
存货	1,327	1,330	1,365	1,418	1,531
其他	1,680	1,116	1,309	1,445	1,584
非流动资产	22,115	26,857	27,561	28,215	28,799
长期股权投资	5,772	6,033	6,233	6,433	6,633
固定资产(合计)	5,079	5,221	5,257	5,261	5,269
无形资产	4,044	6,462	6,412	6,357	6,301
其他	7,221	9,140	9,658	10,163	10,596
资产总计	31,015	32,111	35,752	38,781	42,237
流动负债	15,106	12,412	13,938	14,262	14,750
短期借款	943	1,059	1,859	1,459	1,059
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	493	1,191	1,137	1,276	1,293
其他	13,670	10,162	10,941	11,526	12,397
非流动负债	1,278	4,418	4,419	4,352	4,240
长期借款	771	405	343	271	154
其他	507	4,013	4,076	4,081	4,086
负债合计	16,384	16,830	18,356	18,614	18,990
少数股东权益	20	19	12	6	-1
归属母公司股东权益	14,611	15,262	17,383	20,161	23,248
负债和股东权益	31,015	32,111	35,752	38,781	42,237

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,034	7,620	11,026	13,481	15,978
同比(%)	62.0%	26.3%	44.7%	22.3%	18.5%
归属母公司净利润	1,334	1,105	2,463	2,778	3,087
同比(%)	44.0%	-17.2%	122.9%	12.8%	11.1%
毛利率(%)	33.3%	15.3%	25.7%	24.3%	23.3%
ROE%	9.1%	7.2%	14.2%	13.8%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.20	0.45	0.51	0.56
P/E	35.82	43.25	19.40	17.20	15.48
P/B	3.27	3.13	2.75	2.37	2.06
EV/EBITDA	14.24	31.39	12.89	10.95	9.30

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,034	7,620	11,026	13,481	15,978
营业成本	4,028	6,453	8,190	10,206	12,251
营业税金及附加	162	199	221	310	415
销售费用	205	198	232	324	447
管理费用	454	529	662	822	991
研发费用	10	17	28	31	38
财务费用	180	149	223	178	115
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	634	1,042	1,398	1,705	2,050
其他	24	31	55	65	78
营业利润	1,654	1,147	2,926	3,379	3,849
营业外收支	3	3	-1	1	1
利润总额	1,657	1,150	2,924	3,380	3,850
所得税	328	46	468	608	770
净利润	1,329	1,104	2,457	2,772	3,080
少数股东损益	-5	-1	-6	-6	-7
归属母公司净利润	1,334	1,105	2,463	2,778	3,087
EBITDA	1,923	1,020	3,826	4,266	4,687
EPS(当年)(元)	0.25	0.20	0.45	0.51	0.56

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,033	1,400	2,275	2,515	2,622
净利润	1,329	1,104	2,457	2,772	3,080
折旧摊销	731	759	679	708	722
财务费用	337	301	262	267	247
投资损失	-3	-770	-1,094	-1,398	-1,705
营运资金变动	443	326	259	476	626
其它	-37	5	16	-3	-3
投资活动现金流	1,651	-2,363	-1	346	747
资本支出	-1,998	-4,101	-635	-612	-617
长期投资	1,209	359	-645	-637	-576
其他	2,440	1,380	1,279	1,595	1,940
筹资活动现金流	-1,702	-1,057	219	-734	-759
吸收投资	14	0	4	0	0
借款	12,319	14,419	738	-472	-517
支付利息或股息	-651	-652	-619	-267	-247
现金流净增加额	1,974	-2,025	2,492	2,128	2,610

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。