

## 线下市场完成扩容，平台化业务有序推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报, 2023年H1实现营业收入51.6亿元, 同比增长22.7%; 实现归母净利润20亿元, 同比增长63.5%; 实现扣非归母净利润18.4亿元, 同比增长55.7%。Q2单季度实现营收30.4亿元, 同比增长16.5%; 实现归母净利润7.8亿元, 同比增长41.1%; 实现扣非归母净利润7.6亿元, 同比增长44.6%。
- **二区东市场贡献营收增长。** 按照分部对外交易收入口径看, 2023年H1公司二区东市场一、二层新增商位490余间正式开业, 结转收入拉动公司市场经营业务营收同比增长20.5%至18亿元; 商品新增外贸好货SKU2685个, 销售规模持续扩大, 对外交易收入同比增长18.2%至28.4亿元; 受义乌市进出口业务景气度提升、客流增加影响, 公司酒店服务/展览广告对外交易收入分别同比增长53.8%/44.4%至0.9亿元/1亿元。
- **毛利率同比增长5.7pp, 费用率有所摊薄。** 毛利率方面, 2023年H1同比上升5.7pp至30.6%, 其中二区东市场正式营业拉动毛利润增长5.3亿元, 此外高毛利率的市场经营业务占比提高带动毛利率整体提升。费用率方面, 2023年H1公司销售/管理/研发费用率分别为1.5%/5.2%/0.2%, 分别同比-0.7pp/-0.2pp/+0.1pp, 销售/管理费用率有所下降主要系公司营收规模增大, 费用率有所摊薄所致, 研发费用较去年同期增长84.4%主要系公司22年收购的快捷通支付服务有限公司本期研发投入所致。
- **二区东增厚利润。** 2023年H1公司归母净利润较去年同期增长7.8亿元, 净利率同比增长9.7pp至38.7%, 主要系公司二区东市场正式营业贡献营业毛利润增加5.3亿元, 投资收益和资产处置收益同比增加2.7亿元和1.7亿元, 所得税费用同比增加1.9亿元所致。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为一带一路核心标的, 持续进行二区东市场、数贸中心等线下市场扩容, 同时积极布局线上跨境支付等平台化业务, 23H1公司CG平台GMV同比增长210.8%, 实现净利润4640万元, 较去年同期亏损558万元实现扭亏。我们认为公司不断对线下小商品城的业务基本盘进行扩容, 打造产业集群的同时积极布局支付、仓储、物流等平台化业务, 有望完成从商位提供者到平台服务商的转型, 预计公司2023-2025年EPS分别为0.47元、0.52元、0.58元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 线下业务招商或不及预期、商品销售增长或不及预期、支付业务放量或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7619.69	10958.47	12553.31	13865.28
增长率	26.28%	43.82%	14.55%	10.45%
归属母公司净利润(百万元)	1104.72	2566.03	2842.73	3208.55
增长率	-17.19%	132.28%	10.78%	12.87%
每股收益EPS(元)	0.20	0.47	0.52	0.58
净资产收益率ROE	7.22%	14.56%	4.35%	14.37%
PE	43	19	17	15
PB	3.13	2.72	2.41	2.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	54.86
流通A股(亿股)	54.56
52周内股价区间(元)	4.17-10.6
总市值(亿元)	477.29
总资产(亿元)	334.19
每股净资产(元)	3.10

### 相关研究

1. 小商品城(600415): 线下商城开局向好, 线上平台业务打开盈利空间 (2023-04-19)

## 盈利预测

### 关键假设：

公司依托于我国最大的小商品市场——义乌国际商贸城，主营业务包括商品销售业务、市场经营业务、酒店业务、展览广告及其他业务等。目前公司主要利润来源于市场经营业务，该业务依靠商位增加及租金上涨实现稳健增长，同时公司依托于 Chinagoods 等线上平台的支付、仓储、物流等业务在马太效应下具有较高增速，我们认为公司目前整体正处于从商位提供者到平台服务商的转型过程中，故作出以下假设：

假设 1：公司市场经营业务 2022 年减免商户租金约 10 亿元致使营收承压，假设 2023 年租金减免政策不再延续，同时公司二区东市场第一、二层及第三层分别于 2023 年及 2024 年正式开业结转收入，预计 2023-2025 年营业收入增速分别为 110%、3%、10%。

假设 2：公司商品销售业务通过集中采购赚取中间差价，发展速度较快，假设 2023-2025 年营业收入增速分别为 30%、20%、10%。

假设 3：预计公司 2023-2025 年商品销售业务毛利率分别为 0.5%、0.6%、0.6%；市场经营业务因成本刚性而表现出毛利率的高弹性，受营收扩容及商位转让费的影响，预计 2023-2025 年毛利率分别为 70%、68%、67%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	7619.7	10958.5	12553.3	13865.3
	增速	26.3%	43.8%	14.6%	10.5%
	营业成本	6452.9	8044.4	9491.0	10445.9
	毛利率	15.3%	26.6%	24.4%	24.7%
商品销售	营业收入	4949.3	6434.1	7720.9	8493.0
	增速	90.9%	30.0%	20.0%	10.0%
	营业成本	4935.2	6401.9	7678.4	8442.0
	毛利率	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%
市场经营	营业收入	1697.0	3563.7	3670.7	4037.7
	增速	-29.2%	110.0%	3.0%	10.0%
	营业成本	962.1	1069.1	1174.6	1332.4
	毛利率	43.3%	70.0%	68.0%	67.0%
酒店服务	营业收入	180.3	252.4	265.0	278.2
	增速	41.4%	40.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	154.2	189.3	196.1	203.1
	毛利率	14.4%	25.0%	26.0%	27.0%
展览广告	营业收入	80.0	120.0	132.0	138.6
	增速	-33.1%	50.0%	10.0%	5.0%
	营业成本	62.6	90.0	97.7	101.2
	毛利率	21.8%	25.0%	26.0%	27.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
其他	营业收入	420.2	588.3	764.8	917.8
	增速	20.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	营业成本	221.6	294.2	344.2	367.1
	毛利率	47.3%	50.0%	55.0%	60.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7619.69	10958.47	12553.31	13865.28	净利润	1103.60	2559.36	2836.32	3201.61
营业成本	6452.91	8044.45	9490.95	10445.85	折旧与摊销	724.37	799.51	812.32	825.08
营业税金及附加	198.91	288.64	329.66	364.48	财务费用	149.15	176.22	148.48	138.87
销售费用	197.68	186.29	206.92	221.84	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	529.47	569.84	640.22	693.26	经营营运资本变动	1437.91	331.78	-707.20	465.50
财务费用	149.15	176.22	148.48	138.87	其他	-2014.93	-1297.75	-1477.62	-1611.48
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1400.09</b>	<b>2569.12</b>	<b>1612.30</b>	<b>3019.58</b>
投资收益	1041.52	1300.00	1380.00	1462.75	资本支出	-2478.20	-550.00	-550.00	-550.00
公允价值变动损益	-5.26	0.00	100.00	150.00	其他	115.50	1297.42	1479.12	1613.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2362.70</b>	<b>747.42</b>	<b>929.12</b>	<b>1063.62</b>
<b>营业利润</b>	<b>1146.51</b>	<b>2993.04</b>	<b>3217.08</b>	<b>3613.71</b>	短期借款	116.55	-1059.29	0.00	0.00
其他非经营损益	3.29	-1.10	1.03	0.70	长期借款	-366.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1149.81</b>	<b>2991.94</b>	<b>3218.10</b>	<b>3614.41</b>	股权融资	14.44	0.00	0.00	0.00
所得税	46.21	432.58	381.78	412.80	支付股利	-400.86	-286.35	-643.00	-696.54
净利润	1103.60	2559.36	2836.32	3201.61	其他	-420.59	-240.10	-148.48	-138.87
少数股东损益	-1.12	-6.68	-6.41	-6.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1057.22</b>	<b>-1585.74</b>	<b>-791.48</b>	<b>-835.42</b>
归属母公司股东净利润	1104.72	2566.03	2842.73	3208.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-2025.27</b>	<b>1730.80</b>	<b>1749.94</b>	<b>3247.78</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1991.30	3722.10	5472.04	8719.82	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1236.21	3759.53	3531.10	3947.78	销售收入增长率	26.28%	43.82%	14.55%	10.45%
存货	1330.35	2726.31	2795.22	3084.36	营业利润增长率	-30.68%	161.06%	7.49%	12.33%
其他流动资产	696.54	870.57	958.13	1117.93	净利润增长率	-16.97%	131.91%	10.82%	12.88%
长期股权投资	6033.47	6033.47	6033.47	6033.47	EBITDA 增长率	-20.32%	96.47%	5.27%	9.57%
投资性房地产	2851.64	2851.64	2851.64	2851.64	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8080.95	7769.19	7444.63	7107.31	毛利率	15.31%	26.59%	24.39%	24.66%
无形资产和开发支出	6751.43	6844.36	6937.30	7030.24	三费率	11.50%	8.51%	7.93%	7.60%
其他非流动资产	3139.12	3108.42	3077.73	3047.04	净利率	14.48%	23.36%	22.59%	23.09%
<b>资产总计</b>	<b>32111.00</b>	<b>37685.60</b>	<b>39101.27</b>	<b>42939.58</b>	ROE	7.22%	14.56%	14.35%	14.37%
短期借款	1059.29	0.00	0.00	0.00	ROA	3.44%	6.79%	7.25%	7.46%
应付和预收款项	2475.44	3459.86	3830.22	4296.57	ROIC	17.70%	29.90%	30.37%	32.96%
长期借款	404.50	404.50	404.50	404.50	EBITDA/销售收入	26.51%	36.22%	33.28%	33.02%
其他负债	12890.68	16244.17	15096.15	15963.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16829.91</b>	<b>20108.53</b>	<b>19330.87</b>	<b>20664.12</b>	总资产周转率	0.24	0.31	0.33	0.34
股本	5486.07	5486.07	5486.07	5486.07	固定资产周转率	1.48	2.16	2.63	3.12
资本公积	1651.15	1651.15	1651.15	1651.15	应收账款周转率	37.08	38.56	34.12	34.06
留存收益	8267.52	10547.20	12746.94	15258.94	存货周转率	4.75	3.91	3.40	3.52
归属母公司股东权益	15262.29	17564.94	19764.67	22276.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.69%	—	—	—
少数股东权益	18.81	12.13	5.72	-1.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15281.10</b>	<b>17577.07</b>	<b>19770.39</b>	<b>22275.46</b>	资产负债率	52.41%	53.36%	49.44%	48.12%
负债和股东权益合计	32111.00	37685.60	39101.27	42939.58	带息债务/总负债	29.48%	19.40%	20.18%	18.88%
					流动比率	0.42	0.71	0.86	1.04
					速动比率	0.32	0.53	0.67	0.85
					股利支付率	36.29%	11.16%	22.62%	21.71%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2020.03	3968.77	4177.88	4577.66	每股收益	0.20	0.47	0.52	0.58
PE	43.20	18.60	16.79	14.88	每股净资产	2.78	3.20	3.60	4.06
PB	3.13	2.72	2.41	2.14	每股经营现金	0.26	0.47	0.29	0.55
PS	6.26	4.36	3.80	3.44	每股股利	0.07	0.05	0.12	0.13
EV/EBITDA	19.47	9.19	8.31	6.87					
股息率	0.84%	0.60%	1.35%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com



---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---