

# 小商品城（600415）

## 中国的小商品城，世界的供应链，全球全链服务商扬帆再起航

买入（首次）

2022年12月07日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

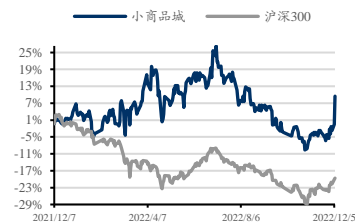
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6,034	8,079	11,073	12,599
同比	62%	34%	37%	14%
归属母公司净利润（百万元）	1,334	1,255	2,010	2,357
同比	44%	-6%	60%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.24	0.23	0.37	0.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.77	22.07	13.78	11.75

关键词：#第二曲线 #市盈率低于过去十年历史平均

### 投资要点

- **小商品城运营着全球最大的小商品集散地——义乌国际商贸城，是我国制造业的门户与名片：**公司主业是义乌国际商贸城市场的经营。至2022年，义乌市场经营面积达640+万平方米，拥有7.5万个实体商铺，服务上下游210万家中小微企业。公司围绕义乌市场提供市场经营、商品销售与自营贸易、Chinagoods线上平台、酒店及展览等业务，2022Q1-3，公司实现收入63.2亿元，同比+53%；归母净利润16.2亿元，同比+34%。
- **义乌小商品市场的繁荣背靠供应链优势和产业聚集效应，1039试点有望促进义乌市场的进一步扩张：**2021年义乌市出口总额达3659亿元，同比+22%；义乌国际商贸城成交额达1867亿元，同比+15%。义乌出口的繁荣和小商品市场的旺盛，主要基于我国强大的消费品供应链，以及多年来在义乌周边形成的贸易流通集群。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出口模式简化了报关流程，适合小商品出口，2021年义乌有79%的出口额是通过1039模式出口的。未来1039试点有望虹吸更多小商品商家，促进市场进一步发展。
- **市场经营业务是公司主要利润来源，盈利能力稳健未来仍有空间：**市场经营业务主要由商铺租金使用费产生，贡献公司2021年89%的毛利润，盈利能力稳健。未来随：①新市场投入使用扩大租赁面积，及②租金市场化，单位面积租金逐年提升，未来利润仍有提升空间。
- **发力Chinagoods线上B2B平台，未来空间广阔：**Chinagoods是公司2020年上线的B2B电商平台，具备展示交易、支付结汇等功能，也能对接环球义达平台完成海外履约交付，具备全链路服务能力。2022H1平台实现152亿元GMV，同比+123%；并链接了6万余家经营户和120万余家注册采购商，累计上架商品超460万。2021年Chinagoods平台已实现1.4亿元收入和0.27亿元净利润。
- **盈利预测与投资评级：**小商品城是我国小商品出口的重要枢纽，未来市场经营业务稳中有增，基于Chinagoods平台完善全球全链路服务体系，有望打开第二增长曲线。我们预计公司2022~24年归母净利润为12.55/20.10/23.57亿元，同比-6%/+60%/+17%，对应12月6日收盘价为22x/14x/12x的P/E估值。按2023年P/E=20.3倍，给予410亿元目标市值和7.47元/股的目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新市场落成招商及Chinagoods发展不及预期，外需疲软等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.05
一年最低/最高价	4.13/5.99
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	27,488.23
总市值(百万元)	27,704.67

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.87
资产负债率(% ,LF)	49.69
总股本(百万股)	5,486.07
流通 A 股(百万股)	5,443.21

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 于世界“小商品之都”，打造国际贸易综合服务商</b> .....	<b>5</b>
1.1. 小商品城：全球最大的小商品集散地，我国商品制造业的门户与名片 .....	5
1.2. 市场经营主业壁垒深厚+新业务前景可期，公司盈利稳中有增 .....	7
1.3. 地方国资控股，股权激励完成公司上下齐心 .....	9
<b>2. 小商品城市场经营：营业面积稳步提升，单位租金有望增长</b> .....	<b>11</b>
2.1. 义乌是世界小商品之都，义乌国际商贸城是小商品的重要枢纽 .....	11
2.2. 市场扩建扩容+租金提升，市场经营收入有进一步挖潜空间 .....	12
<b>3. 1039 市场采购模式+ Chinagoods 线上平台，打造第二增长曲线</b> .....	<b>14</b>
3.1. 市场采购贸易模式（1039 模式）前景广阔，义乌市场率先试点 .....	14
3.2. Chinagoods 平台有望成为第二增长曲线 .....	17
3.3. 建设国内首个数字综合保税区，完善贸易端交付履约能力 .....	20
<b>4. 开展商品销售、展览广告、酒店业务，作为市场的配套支撑</b> .....	<b>20</b>
4.1. 商品销售：爱喜猫+义乌好货，挖掘进口电商+小商品内贸潜力 .....	20
4.2. 完善酒店业务，助力市场经营 .....	22
4.3. 展览广告业绩有望随商场扩建而增长，也有望受益于疫情恢复 .....	24
<b>5. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>24</b>
5.1. 关键假设与盈利预测 .....	24
5.2. 投资建议与评级 .....	27
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 小商品城主要业务及说明.....	5
图 2: 小商品城历史沿革.....	5
图 3: 义乌国际商贸城实地照片.....	6
图 4: Chinagoods 平台.....	6
图 5: 2021 年小商品城实现收入 60.34 亿/+61.95%yoy.....	7
图 6: 小商品城归母净利润稳中有增.....	7
图 7: 小商品城各项业务收入占比.....	7
图 8: 小商品城各项业务毛利润占比.....	8
图 9: 小商品城各主营业务毛利率.....	8
图 10: 小商品城利润率情况.....	9
图 11: 小商品城费用率情况.....	9
图 12: 公司股权结构图.....	9
图 13: 义乌小商品城市场商品成交金额逐年增长.....	11
图 14: 义乌进出口总额均呈上升趋势, 出口总额占比高.....	11
图 15: 公司市场经营业务收入保持稳定.....	13
图 16: 公司市场经营业务毛利率.....	13
图 17: 义乌国际商贸城历年的经营面积.....	13
图 18: 义乌国际商贸城单位营业面积产生的市场经营收入.....	14
图 19: 2016-2021 年全国市场采购贸易出口规模增长迅猛.....	15
图 20: 义乌是全国 1039 出口模式的首个试点地, 2021 年占全国 1039 模式出口额的 31%.....	16
图 21: 义乌市场采购贸易模式出口额占全市总出口额比重保持在 70%以上.....	17
图 22: Chinagoods、环球义达平台履约端流程.....	17
图 23: Chinagoods 总体业务框架图.....	18
图 24: Chinagoods 平台海外版首页.....	18
图 25: Chinagoods 平台成交额自上线后持续高增.....	19
图 26: 义乌综合保税区主卡口.....	20
图 27: 义乌综合保税区功能布局图.....	20
图 28: 公司商品销售业务收入较高, 近年来增速较快.....	21
图 29: 公司商品销售业务毛利率较低, 利润贡献不高.....	21
图 30: 义乌进口总额占比提升, 未来义乌小商品跨境进口业务有提升空间.....	21
图 31: 爱喜猫微信小程序&Chinagoods 旗舰店页面.....	22
图 32: 义乌商城宾馆外景.....	23
图 33: 幸福湖国际会议中心俯瞰图.....	23
图 34: 酒店服务收入及增速.....	23
图 35: 酒店服务毛利率.....	23
图 36: 公司展览广告服务收入.....	24
图 37: 公司展览广告服务毛利率.....	24
图 38: 小商品城 P/E Band (TTM).....	27
表 1: 公司前五大股东概况.....	10
表 2: 股权激励计划概况.....	10

表 3:	公司股权激励业绩考核目标.....	10
表 4:	义乌中国小商品城主要已开业市场概况.....	12
表 5:	市场采购贸易模式与一般贸易模式相比的优势.....	15
表 6:	1039 市场采购试点范围.....	16
表 7:	公司市场经营业务收入及毛利预测.....	25
表 8:	公司商品销售业务收入及毛利预测.....	25
表 9:	公司酒店业务收入及毛利预测.....	25
表 10:	公司展览广告业务收入及毛利预测.....	26
表 11:	公司 Chinagoods 及其他主营业务收入及毛利预测.....	26
表 12:	公司费用率预测.....	26

## 1. 于世界“小商品之都”，打造国际贸易综合服务商

### 1.1. 小商品城：全球最大的小商品集散地，我国商品制造业的门户与名片

小商品城位于“世界小商品之都”浙江省义乌市，运营全球最大的小商品批发市场——义乌国际商贸城。公司围绕小商品产业展开一系列业务，主营业务为市场经营、商品销售、酒店服务和展览广告等，也从事市场开发经营及配套服务、拥有 Chinagoods 网上交易平台等。市场经营和 Chinagoods 平台是公司的两大利润来源，未来看点在于 Chinagoods 平台的发展前景，以及市场经营收入的不增厚。

图1：小商品城主要业务及说明



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

义乌小商品市场历史悠久，已形成显著的产业集群效应。义乌在改开初期就率先建立了小商品市场，现有的义乌国际商贸城至少可追溯到 1992 年年初投入使用的篁园市场（一期）。小商品城股份公司成立于 1993 年 12 月，是义乌小商品市场的管理者。经过多年来持续不断的升级扩建改造，义乌在小商品流通领域已经形成了产业集群，现在是全球最大的小商品集散地。这个小商品集群的核心——义乌国际商贸城，多年来市场成交额一直稳居全国综合市场前列。

图2：小商品城历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所



公司主业市场经营业务盈利能力稳健，且未来仍有增长空间；线上 Chinagoods 平台有望打造第二增长曲线。

线下市场经营是公司的传统业务，盈利稳定且持续性强。公司采取商位出租模式，与商户签订合同约定商位的使用期限、使用费及经营用途等，赚取商位使用费收益。公司官网显示，其 2022 年拥有经营面积 640 余万平方米，商位 7.5 万个，经营 26 个大类、210 万个单品，实现一站式采购，目前经营的市场包括国际商贸城一至五区市场、宾王市场、一区东扩市场、篁园市场以及国际生产资料市场等。

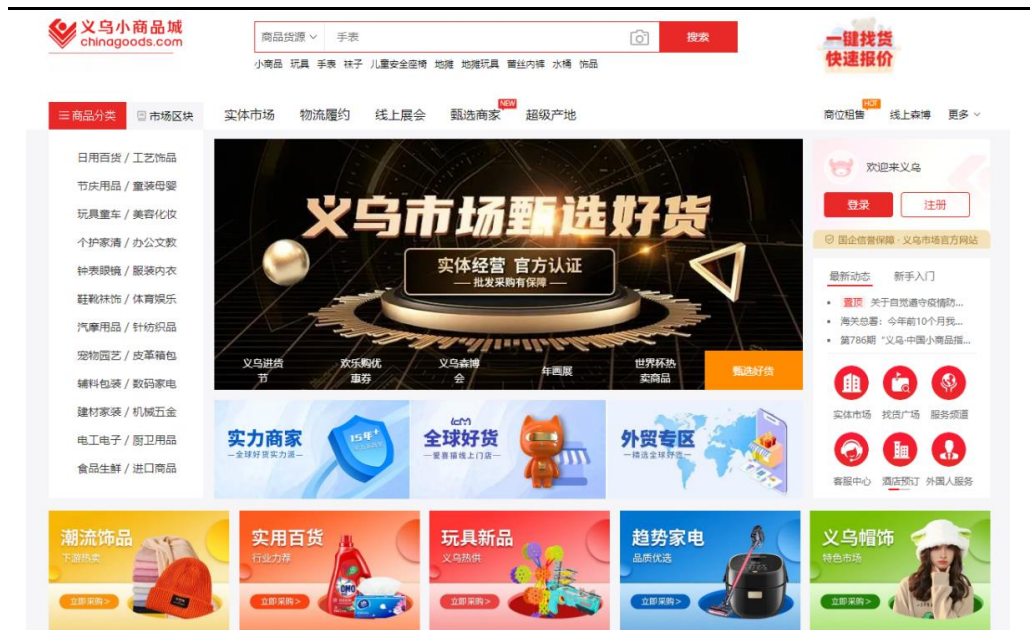
图3：义乌国际商贸城实地照片



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

线上交易平台是公司未来业务的潜在增长点，空间广阔。Chinagoods 平台上线于 2020 年 10 月，背靠义乌市场 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，整合贸易数据实现市场资源精准配置。未来 Chinagoods 平台有望打破地理边界，拓宽公司业务辐射，成为我国小商品出口贸易的枢纽平台。

图4：Chinagoods 平台



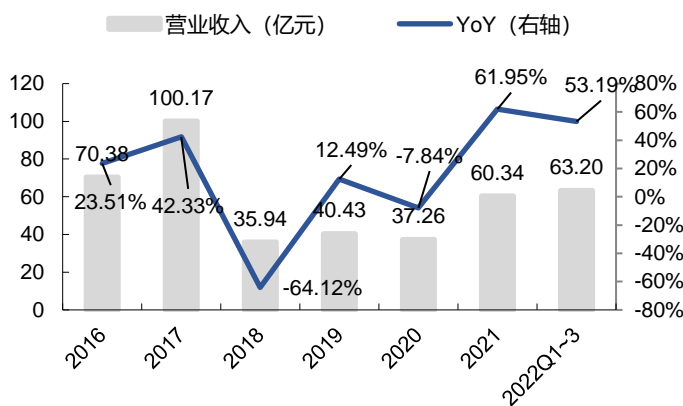
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 市场经营主业壁垒深厚+新业务前景可期，公司盈利稳中有增

公司营收近年来业务结构变化影响波动较大。2016-2020 公司营业收入主要受房产销售收入确认节奏波动较大影响。2020 年，公司将房地产业务剥离出表，此后受益于商品销售业务的增长，公司收入增长较快。2022Q1-3，公司实现收入 63.2 亿元，同比增长 53%。

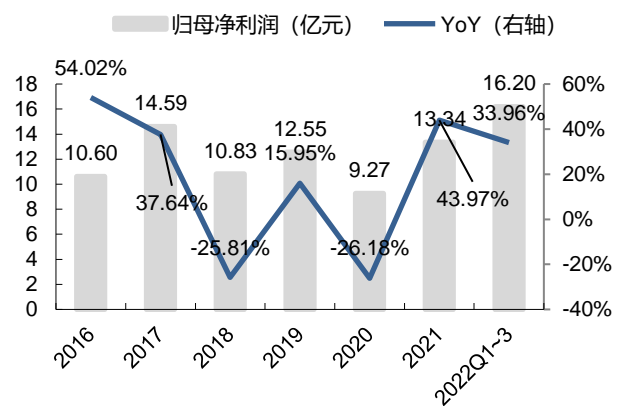
公司净利润总体上稳中有升。2019 年及之前的利润受房地产业务确认节奏影响较大。2020 年后公司剥离房地产业务、聚焦主业之后，主要盈利来源变为市场经营业务、Chinagoods 业务、地产子公司投资收益等。未来随着市场经营扩张、Chinagoods 平台的不断成熟，公司利润有望持续成长。2022Q1-3，公司归母净利润达 16.2 亿元，同比+34%。

图5：2021 年小商品城实现收入 60.34 亿/+61.95%yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

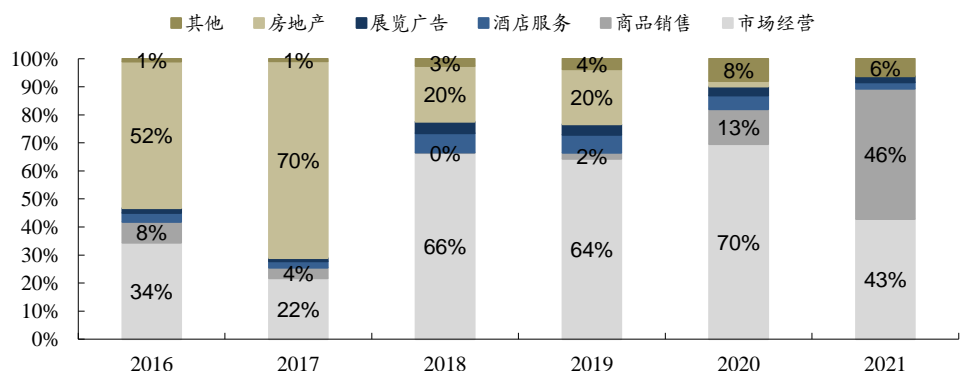
图6：小商品城归母净利润稳中有增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

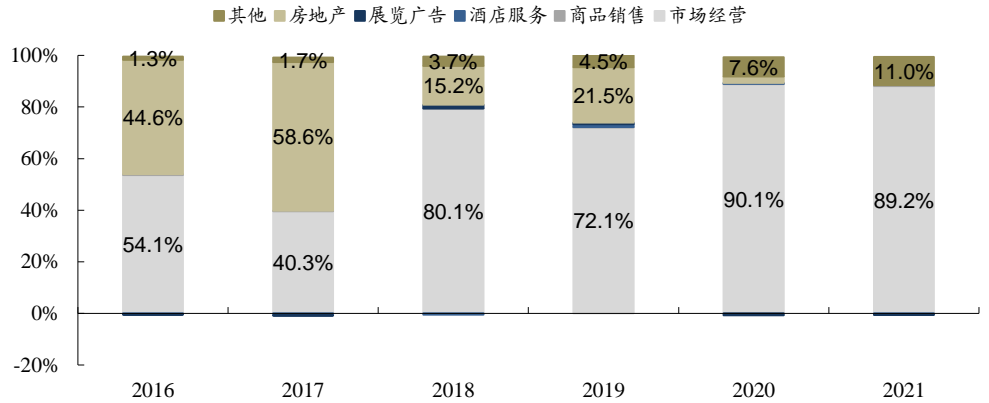
公司收入主要来自市场经营和商品销售业务，毛利润主要来自市场经营和 Chinagoods 等其他业务。2021 年，公司市场经营/ 商品销售业务收入占比达 43%/46%，其中市场经营业务是公司主要的利润来源，毛利占比达 89%；而商品销售业务毛利率较低，在公司毛利结构中占比仅 0.4%。2021 年公司第二大毛利来源是其他业务，毛利占比达 11%，其中主要包含了近期发展较快的 Chinagoods 平台的利润。

图7：小商品城各项业务收入占比



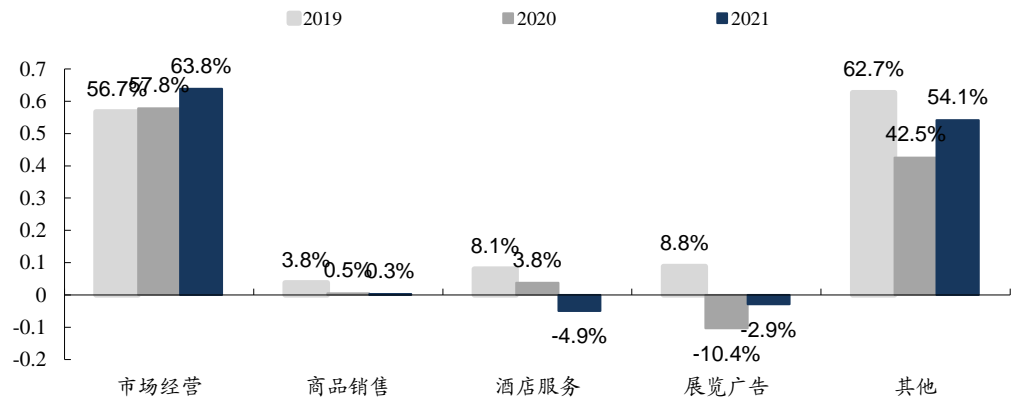
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8: 小商品城各项业务毛利润占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 小商品城各主营业务毛利率

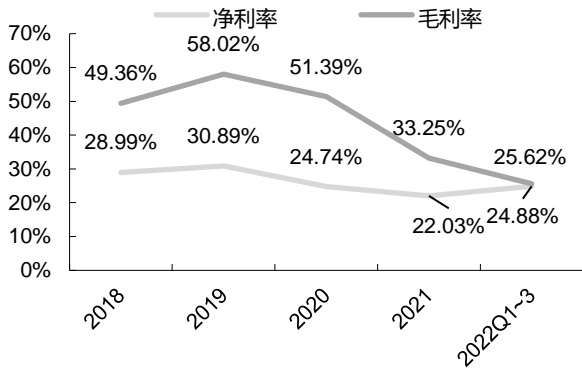


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

业务结构改变, 导致公司利润率和费用率下降。2020 年公司费用率上升主要系疫情期间国内市场推介与广告宣传、人力、中介机构咨询和防疫费用等增加; 2021 年公司销售、管理、研发费用率均有所下降, 毛利率、净利率也有所下降, 主要原因是利润率、费用率较低的商品销售规模大幅增长, 造成的结构性变化。公司主业市场经营业务的利润率和费用率是相对较为稳定的。

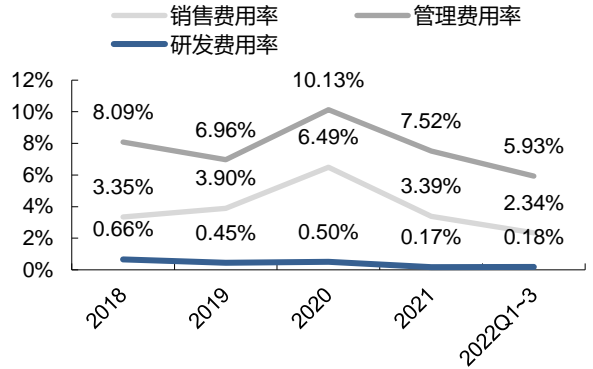


图10: 小商品城利润率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 小商品城费用率情况

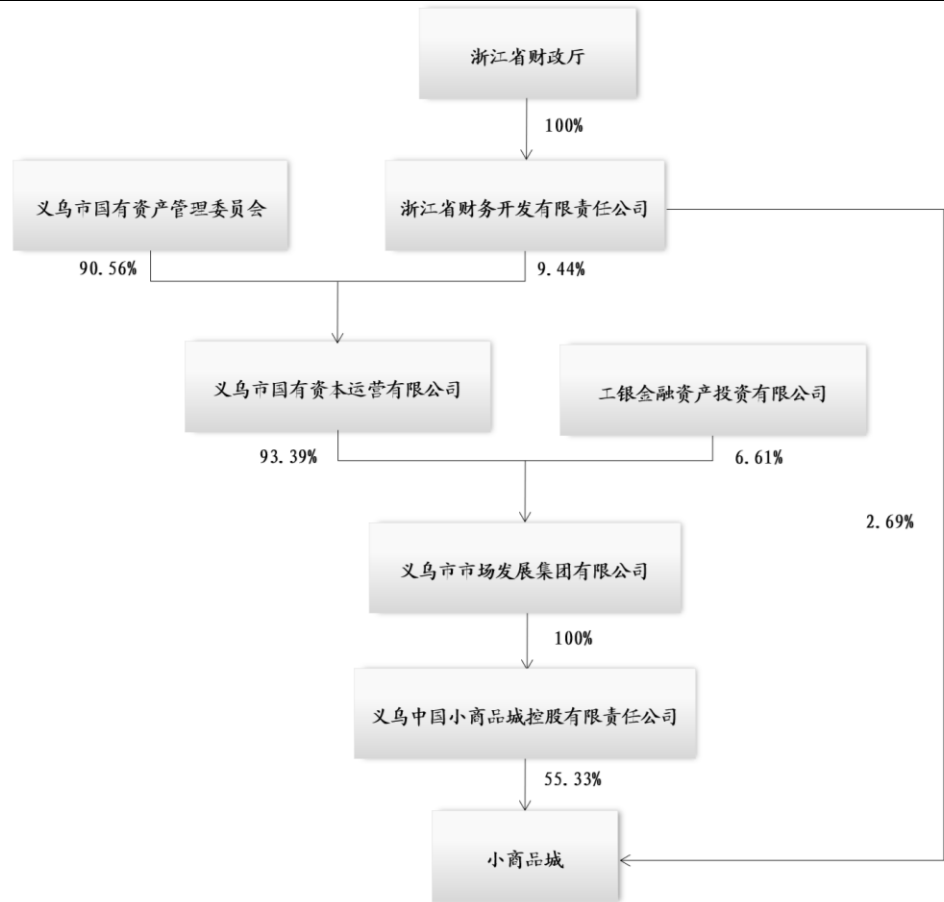


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 地方国资控股，股权激励完成公司上下齐心

公司为地方国资企业，实际控制人为义乌市国资委。公司股权结构较为清晰，截至2022Q3，商城控股持股 55.33%，而商城控股 84.6%的股权为义乌市国资委所有。浙江省财政厅持股比例大约为 2.7%，公司其余股东以财务投资者为主。

图12: 公司股权结构图



数据来源: 同花顺 iFinD, 东吴证券研究所

表1: 公司前五大股东概况

股东名称	持股数 (亿股)	持股比例
义乌中国小商品城控股有限责任公司	30.38	55.33%
浙江省财务开发有限责任公司	1.47	2.69%
香港中央结算有限公司	0.65	1.19%
中国平安人寿保险股份有限公司	0.46	0.84%
广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	0.28	0.50%

数据来源: 同花顺 iFinD, 东吴证券研究所

公司推行股权激励计划, 为发展注入动力。2020年10月, 公司提出了股权激励计划, 分别于2020年和2021年对包括公司董事、高级管理、中层管理、核心技术(业务)骨干在内的激励对象授予限制性股票, 授予价格分别为每股2.94/2.39元, 累计授予4,904万股(占授予前总股本约0.9%), 激励员工数量为428人, 占公司员工总数的约9.5%。

表2: 股权激励计划概况

激励计划	授予价格	数量总额	占总股本比例	激励人数	激励员工占比
2020年限制性股票激励计划 (首次授予)	2.94元/股	4,670万股	0.86%	397	8.8%
2020年限制性股票激励计划 (预留授予)	2.39元/股	234万股	0.043%	31	0.74%
合计	-	4,904万股	0.9%	428	9.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 占总股本的计算基数为实施前总股本

公司股权激励考核条件包括营业收入、EPS、Chinagoods平台的GMV等。在2021-2023年三个会计年度中, 若当期业绩考核达标, 激励对象所获的限制性股票可按计划解除限售。2021-2023年营业收入考核指标对应的同比增速下限分别为+90%/+26%/+27%, EPS对应同比增速为+18%/+10%/+14%, Chinagoods平台GMV对应同比增速为+349%/+85%/+108%。

表3: 公司股权激励业绩考核目标

年份	基准年	业绩考核条件
2021		① 营业收入增长率 $\geq 75\%$ (对应收入 $\geq 71$ 亿元, yoy +90%); ② EPS $\geq 0.20$ 元/股 (对应归母净利润 $\geq 11$ 亿元, yoy +18%); ③ Chinagoods 平台 GMV $\geq 130$ 亿元 (对应 yoy +349%)
2022	2019 (收入 40.43 亿元, EPS 0.23 元/股)	① 营业收入增长率 $\geq 120\%$ (对应收入 $\geq 89$ 亿元, yoy +26%); ② EPS $\geq 0.22$ 元/股 (对应归母净利润 $\geq 12$ 亿元, yoy +10%); ③ Chinagoods 平台 GMV $\geq 240$ 亿元 (对应 yoy +85%)
2023		① 营业收入增长率 $\geq 180\%$ (对应收入 $\geq 113$ 亿元, yoy +27%); ② EPS $\geq 0.25$ 元/股 (对应归母净利润 $\geq 14$ 亿元, yoy +14%); ③ Chinagoods 平台 GMV $\geq 500$ 亿元 (对应 yoy +108%)

其他考核目标: 主营业务收入/营业收入  $\geq 90\%$ , 营业收入增长率、每股收益  $\geq$  对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平;

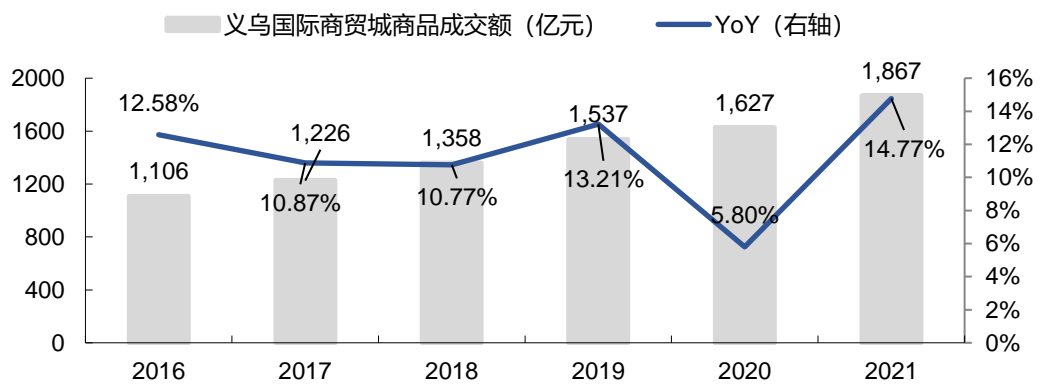
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 2021-2023年归母净利润通过2022.11.15股本数估算

## 2. 小商品城市场经营：营业面积稳步提升，单位租金有望增长

### 2.1. 义乌是世界小商品之都，义乌国际商贸城是小商品的重要枢纽

义乌小商品市场是全球最大的小商品集散地，成交额一直稳居全国综合市场前列，集群效应显著。改革开放初期，义乌率先建立小商品市场，经过多年发展，小商品城已经成为我国最大的商品集散地之一。2021年，义乌国际商贸城商品成交额达到1867.79亿元，同比增长14.77%；2016-2021年CAGR为9.1%。作为我国最重要的小商品集散地之一，义乌国际商贸城商品成交额的增长，是小商品市场不断完善、以及我国小商品制造业不断发展壮大的时代缩影。

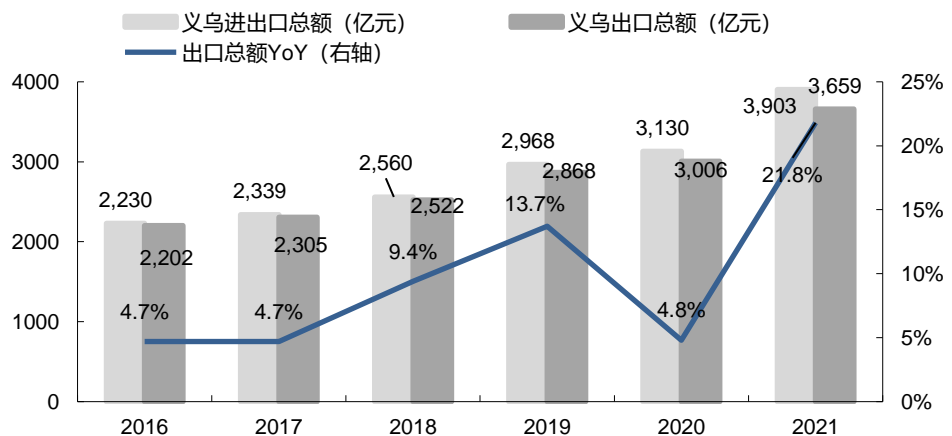
图13：义乌小商品城市场商品成交金额逐年增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在小商品贸易的带动下，义乌市外贸出口的表现也十分亮眼。我国生产的很多小商品最终出口到了世界各地。义乌小商品城与全球230多个国家和地区保持贸易往来，外向度高达65%。根据义乌市国民经济和社会发展统计公报，义乌进出口总值连年升高，其中出口总值从2016年的2230亿元增长至2021年的3903亿元，其中出口总值3659亿元，同比增长21.7%，超过了全国18个省份。

图14：义乌进出口总额均呈上升趋势，出口总额占比高



数据来源：义乌市国民经济和社会发展统计公报，东吴证券研究所

在小商品进出口贸易的带动下，义乌本地的相关产业链也在逐步完善，在进出口报关、集货拼箱等方面的集群效应逐渐开始显现，带动了相当数量的新兴 B2C 跨境电商涌现和发展。在此背景之下，公司 Chinagoods 平台跨境出口电商、爱喜猫跨境进口进口电商等业务，也有广阔的发展前景。

## 2.2. 市场扩建扩容+租金提升，市场经营收入有进一步挖潜空间

截至 2022H1，义乌中国小商品城已开业的市场包括国际商贸城一区至五区、篁园市场、宾王市场和国际生产资料市场等，汇集了 26 个大类、210 多万个单品，商位数 7.5 万个，围绕市场进出口总额近 4,000 亿的货物聚集，跨境铁路、空运能力蓬勃发展以国内物流的低成本带来超高拼箱出口物流效率，形成显著的集群效应。

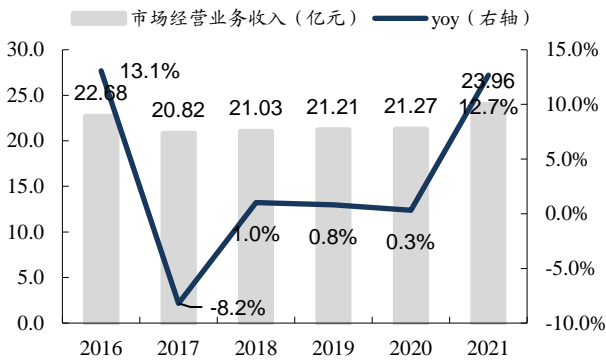
表4: 义乌中国小商品城主要已开业市场概况

市场	开业时间	建筑面积 (万平方米)	商位 (个)	经营主体 (户)
篁园市场	1992.02	42	4992	--
宾王市场	1995.11	29	271	--
国际商贸城一区	2002.10	34	8000+	10000+
国际商贸城二区	2004.10	60+	8000+	10000+
国际商贸城三区	2005.09	46	6000+	8000+
国际商贸城四区	2008.10	108	16000+	20000+
国际商贸城五区	2011.05	64	7000+	--
国际生产资料市场	2013.11	75	4266	2600
国际商贸城一区东扩市场	2016.01	23	2448	--
国际商贸城二区东扩市场	招商中	13	478	--
义乌全球数贸中心	建设中	130	--	--
合计	--	494+	57455+	50600+

数据来源：公司官网，公司公告，义乌商贸城二区市场公众号，东吴证券研究所

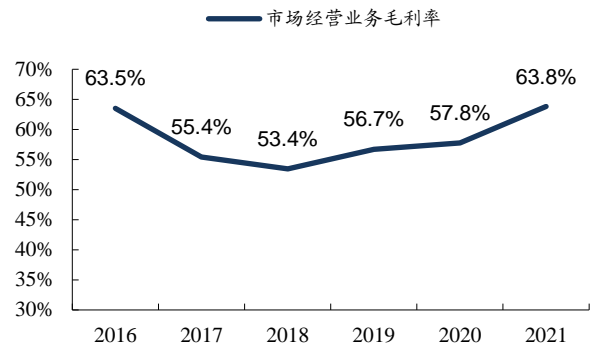
**市场经营业务是公司的主要利润来源。**2021 年公司市场经营收入达 24.0 亿元，同比+12.7%。2016~2021 年该业务的收入较为稳定。该业务是公司主要的利润来源，2016-21 年其毛利率保持在 50%以上。该业务的收入主要是义乌市场的商位使用费，成本主要是折旧摊销及市场运营员工的工资。

图15: 公司市场经营业务收入保持稳定



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司市场经营业务毛利率

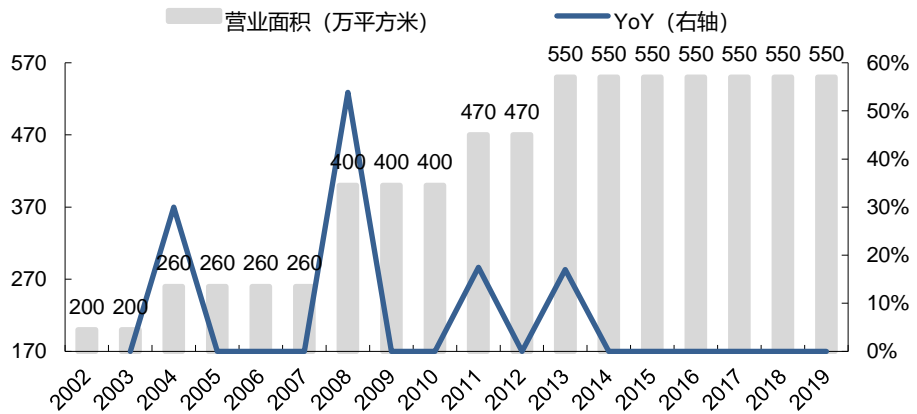


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

未来公司市场经营业务的主要增长点: ①义乌小商品市场扩建, 租赁面积增长; ②租金市场化, 单位面积租金提升。

第一, 随着市场的不断扩建, 公司可出租的建筑面积持续扩大。义乌小商品市场自1982年创建以来, 历经5次升级、10次扩建, 营业面积不断提升, 截至2022年达到约640万平方米。未来随着义乌国际商贸城的不断扩张, 国际商贸城还将不断扩建。如, 义乌国际商贸城二区东市场于2022年6月建设完工, 总建面达13.1万平米; 义乌全球数贸中心项目与11月25日动工, 总建筑面积约130万平米。

图17: 义乌国际商贸城历年的经营面积

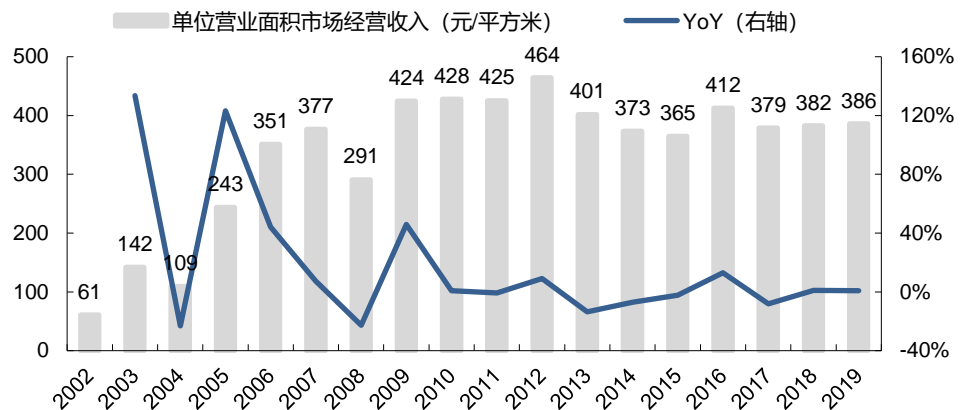


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

第二, 推行市场化定价, 未来单位面积租金有进一步挖潜空间。2011-2021年, 小商品城的单位经营面积的收入基本持平, 而市场年成交额翻了3倍, 未来单位面积租金有挖潜空间。具体措施包括: ①公司会将部分商家退铺的铺面收回, 并进行市场化定价的公开拍卖, ②商城扩建的新商铺使用更为市场化的租金; ③新签订的租赁条款中也设置了相应的租金上浮条款。



图18: 义乌国际商贸城单位营业面积产生的市场经营收入



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所测算；注：这是单位营业面积的租金收入，而非单位租赁面积的租金收入。营业面积>租赁面积，商户实际上支付的单位租赁面积租金，会高于此图中的数字。

公司也在积极探索海外市场的扩张和布局机会。公司第一个海外分市场迪拜市场已于2022年6月底正式营业，整体出租率近99%，有效辐射周边近10亿人口的消费市场，解决了线上展示实物体验感不强等痛点。

### 3. 1039 市场采购模式+ Chinagoods 线上平台，打造第二增长曲线

我们认为，未来我国消费行业，供应链环节的改造和提效将会是重要的行业机会。我国消费行业在TO C端已经发展得较为完善，而TO B领域的流通方式总体上仍然较为原始，未来数字化改造、产业互联改造，将带来较大的提效空间。

小商品城作为我国重要的贸易枢纽，有望成引领产业互联网改造。一是1039市场贸易模式的改造，该模式大大减轻了商户出口报关流程，加快审批速度，提升出口速度。二是公司的1039平台，平台依托于义乌商贸城数万户实体商铺资源，实现B2B产业互联，加快流通环节的信息流通效率，并沉淀数据，实现提质增效。三是义乌综保区等一系列履约设施的建设，这些物流设施的重资产投入有望进一步提升小商品城商家的履约效率，并与Chinagoods等业务形成协同。

#### 3.1. 市场采购贸易模式（1039 模式）前景广阔，义乌市场率先试点

1039 市场采购模式是一种更高校的出口通关贸易模式，在义乌率先试点后广受经营户欢迎。据海关总署公告2014年第54号，市场采购贸易方式（海关代码1039，简称1039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。市场采购贸易模式相比一般贸易模式具有准入门槛低、通关效率高、申报手续简便、增值税免征不退、综合成本低、外汇管理灵活等优势。

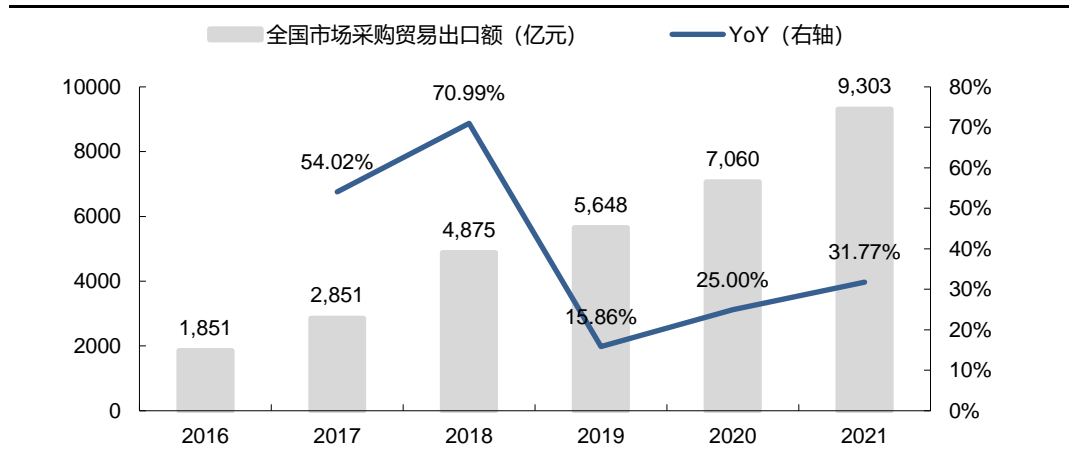
**表5: 市场采购贸易模式与一般贸易模式相比的优势**

市场采购贸易	一般贸易	市场采购优势
不具备国际贸易能力的中小商户也可参与	商检、报关、结汇、退税缺一不可	准入门槛低
归类通关，按大类申报	无归类通关，货物出口逐个进行	通关效率高
出口免税申报，不需要开发票	开增值税发票，后办理出口退税	申报手续简便，增值税免征不退
不需要花费高昂的成本	需要花费高昂的成本	综合成本低
自建销售渠道	自建销售渠道	
允许多主体收汇，鼓励采用人民币结算	严格执行“谁出口，谁收汇”政策，不允许现金贸易	外汇管理灵活

数据来源：市场采购贸易服务平台公众号，季晓伟《“市场采购”新型贸易方式与一般贸易方式的比较研究》，东吴证券研究所

市场采购贸易模式有助于贸易便利化发展，有望成为未来的一个主流出口贸易形式。2016-2021 年市场采购贸易出口规模增长迅猛，CAGR 达 38%。2021 年 1039 模式出口额在我国出口总额中占比达 4.3%，未来仍有进一步提升空间。

**图19: 2016-2021 年全国市场采购贸易出口规模增长迅猛**



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

义乌市场率先试点 1039 贸易模式，经营配套完善、经验丰富。2013 年义乌小商品市场成为首个 1039 模式试点市场，此后在叠石桥、海宁皮城等一系列国内主要的贸易市场实现了更大范围内推广。作为 1039 模式的先行者和我国小商品外贸的核心地，义乌市委市政府出台了系列配套监管和支持政策，配套服务完善。

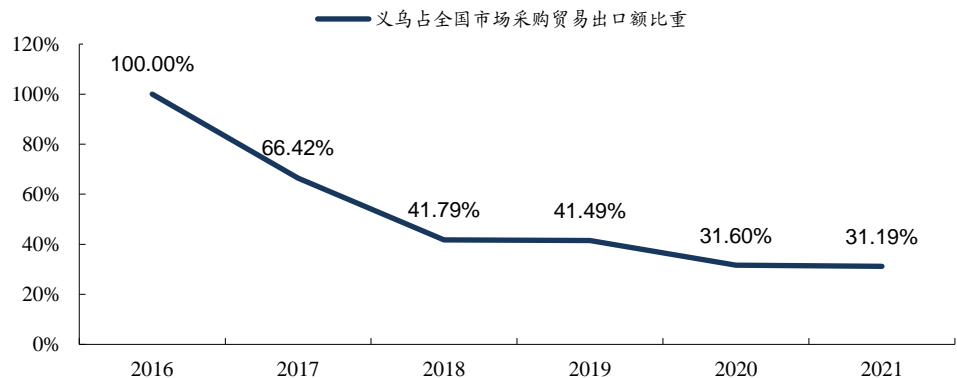
表6: 1039 市场采购试点范围

批次	试点市场	时间
第一批	浙江义乌市场采购试点	2013-04
第二批	江苏海门叠石桥国际家纺城、浙江海宁皮革城	2015-12
第三批	江苏省常熟服装城、广东省广州花都皮革皮具市场、山东省临沂商城工程物资市场、湖北省武汉汉口北国际商品交易中心、河北省白沟箱包市场	2016-09
第四批	浙江温州（鹿城）轻工产品交易中心、福建省泉州市石狮服装商城、湖南省高桥市场、广东省佛山市（顺德）亚洲国际家具材料贸易中心、广东省中山市立和灯饰博览中心、四川省成都市国际贸易中心	2018-11
第五批	辽宁西柳服装城、浙江绍兴柯桥中国轻纺城、浙江台州路桥日用品及塑料制品交易中心、浙江湖州（织里）童装及日用消费品交易管理中心、安徽蚌埠中恒商贸城、福建晋江国际鞋纺城、山东青岛即墨国际商贸城、山东烟台三站批发交易市场、河南中国（许昌）国际发制品交易市场、湖北宜昌三峡物流园、广东深圳华南国际工业原料城、广东汕头市宝奥国际玩具城、广东东莞市大朗毛织贸易中心、云南昆明俊发·新螺蛳湾国际商贸城、云南瑞丽国际商品交易市场（边贸商品市场）、内蒙古满洲里市满购中心（边贸商品市场）、广西凭祥出口商品采购中心（边贸商品市场）	2020-09
第六批	天津王兰庄国际商贸城、河北唐山国际商贸交易中心、吉林珲春东北亚国际商品城、黑龙江绥芬河市青云市场、江西景德镇陶瓷交易市场、重庆市大足龙水五金市场、新疆阿拉山口亚欧商品城、新疆乌鲁木齐齐边疆宾馆商贸市场	2022-10

数据来源：公司公告，海关总署，东吴证券研究所

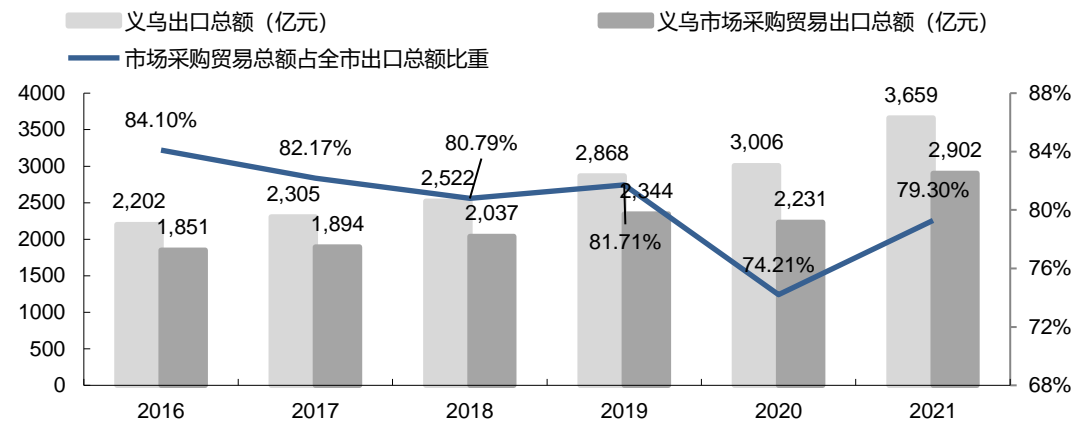
市场采购（1039）模式已经逐渐成为义乌小商品的主流出口模式，未来 1039 模式有望进一步推动义乌小商品市场发展。2021 年，全国市场采购贸易方式出口 9,303.9 亿元，其中义乌达到 2,901.6 亿元，占比 31.2%，是全国份额最高的试点地。市场采购贸易出口模式适合小商品的出口，2016 年以来，义乌 1039 模式的出口额占全市出口总额的比重均超过 70%。

图20: 义乌是全国 1039 出口模式的首个试点地，2021 年占全国 1039 模式出口额的 31%



数据来源：义乌市国民经济和社会发展统计公报，东吴证券研究所

图21: 义乌市场采购贸易模式出口额占全市总出口额比重保持在 70%以上

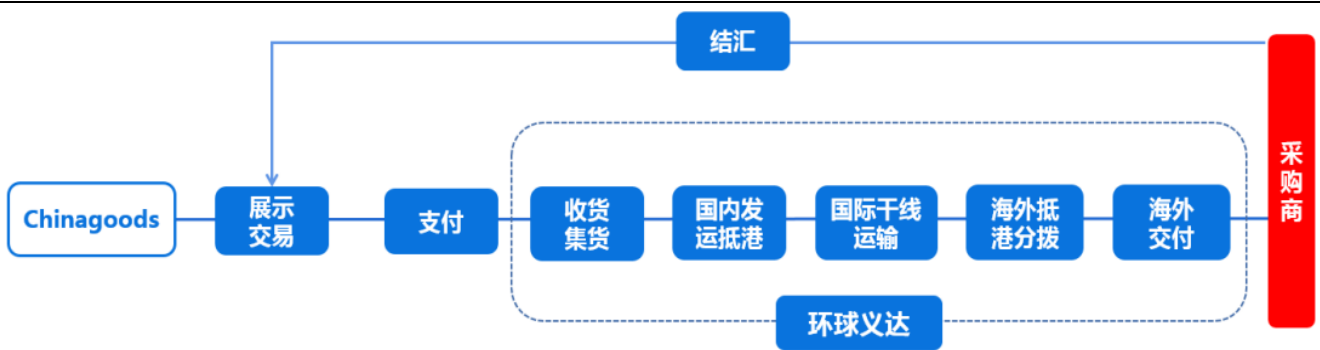


数据来源: 义乌市国民经济和社会发展统计公报, 东吴证券研究所

### 3.2. Chinagoods 平台有望成为第二增长曲线

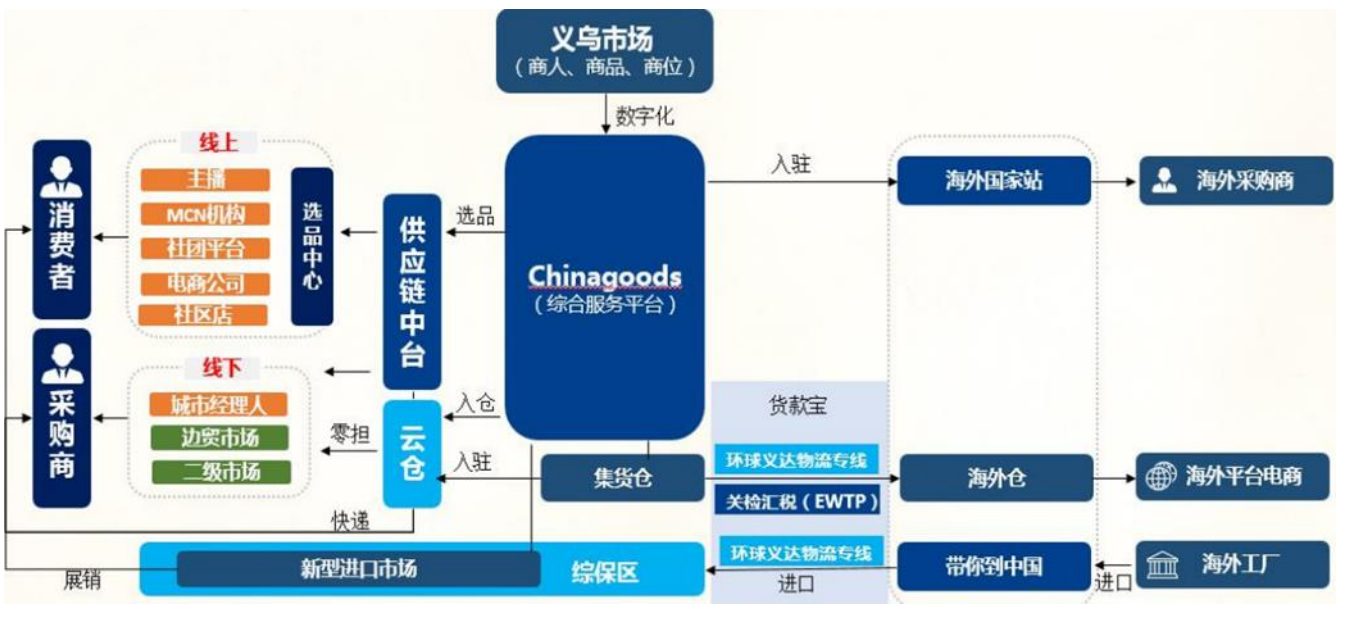
Chinagoods 是以贸易数据整合为核心驱动的数字化贸易综合服务平台, 框架体系为“市场主体+业务平台+服务平台+基础设施”, 可理解为一个“满足小商品出口全链路需求的 B2B 电商”。Chinagoods 平台依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源, 服务产业链上游 200 多万家中小微企业, 对接供需双方在生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷、市场管理等环节的需求, 实现市场资源有效、精准配置, 提供数字化跨境物流解决方案、贷款保障方案, 并于公司国际物流业务平台环球义达充分协同, 逐步实现在线集货拼箱、下单和支付、融资、订舱、全链路可视化, 形成物流比价机制, 为贸易主体提供更便捷、高效、低成本的综合服务。

图22: Chinagoods、环球义达平台履约端流程



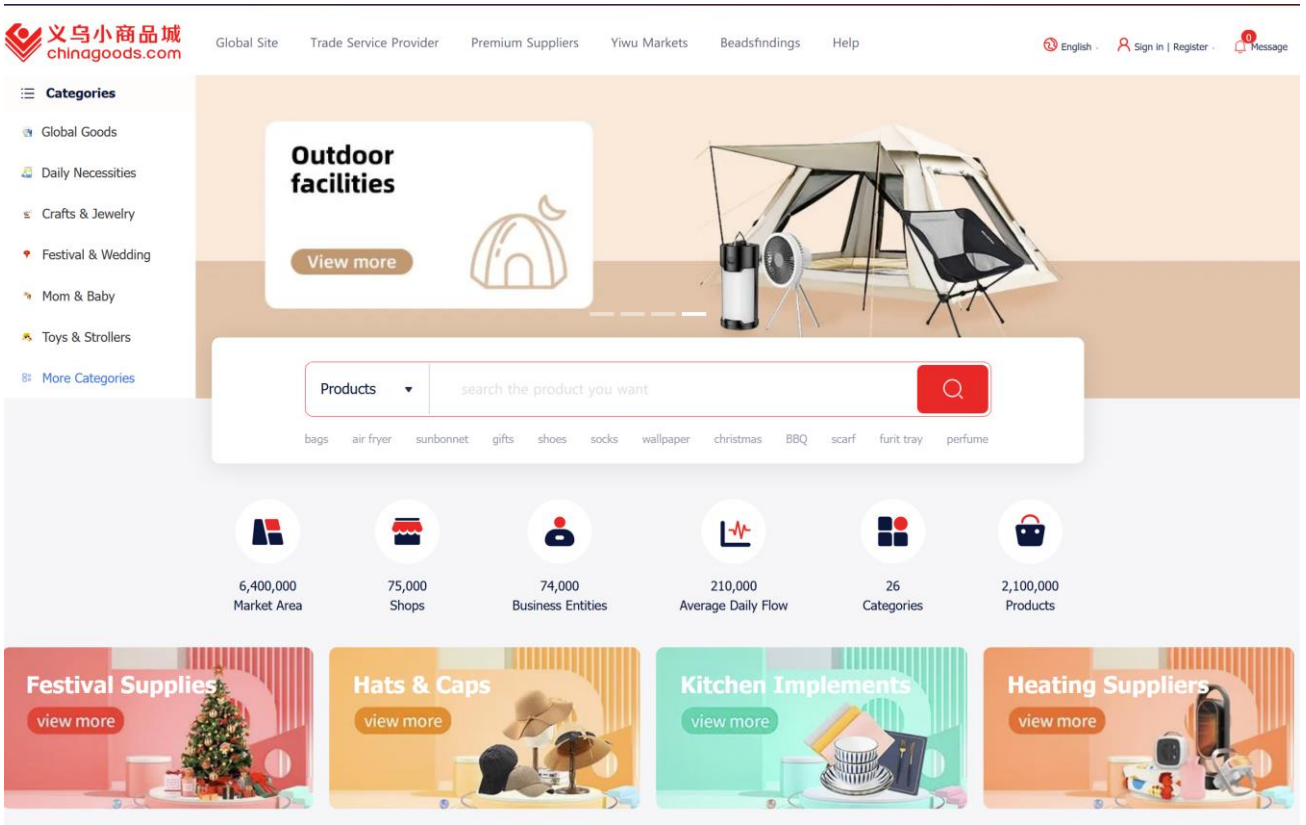
数据来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

图23: Chinagoods 总体业务框架图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: Chinagoods 平台海外版首页

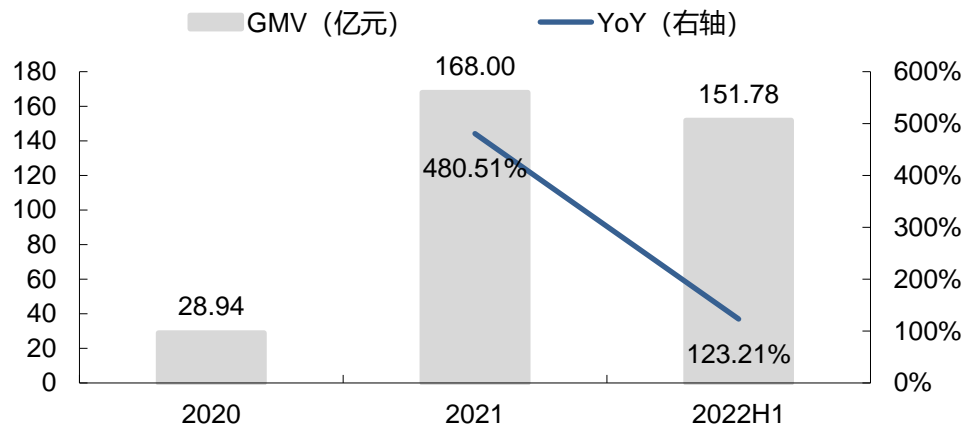


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所



**Chinagoods 平台上线以来，经营规模和业绩快速成长。**Chinagoods 平台于 2020 年 10 月正式上线。2021 年，平台累计上线经营户 6 万余家、累计上架商品 SKU 超 460 万个，注册采购商量超 120 万，日均访问量峰值超过 500 万次，APP 下载数量超 200 万次；大数据公司（Chinagoods 平台运营主体）营收 1.4 亿元（计入报表的“其他主营业务”中），净利润 2,747 万元，平台全年实现 GMV168 亿；2022H1 实现 GMV151.78 亿元，同比增长 123.21%。

图25: Chinagoods 平台成交额自上线后持续高增



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**Chinagoods 平台目前主要的变现手段是增值服务会员费，未来线上平台变现手段还有进一步丰富的空间。**目前在小商品城实体市场中的经营户可以申请开通线上经营，其实体商位使用费中已包含线上平台的基础费用；符合一定条件的优选商户额外付费提升会员等级后，可进一步享受专属小二 1V1 服务、线上广告流量曝光等服务。小商品城场外的商户经过认证并支付会员费后，也可在平台上展示曝光并开展相关业务。目前，Chinagoods 平台的主要收入来源为会员费，未来有进一步拓展数据变现、履约端变现的潜力。

**Chinagoods 与市场采购联网平台有机融合，有望促进义乌小商品贸易的繁荣；并有望吸引其他地区的小商品资源入驻，实现聚集效应和虹吸效应。**1039 模式优化了小商品出口的保管审批等流程，而 Chinagoods 则优化商家的供应链效率，并帮助商家获得更多的曝光，打破地理区隔的限制。二者共同发力之下，将有望增强小商品城服务体系内的商家的竞争力，促进义乌小商品贸易的繁荣；而其他地区的商家或也会更倾向于使用小商品城的交易体系，以提升其贸易效率和竞争实力。2021 年 Chinagoods 平台 GMV 为 168 亿，约为同期义乌 1039 模式出口额的 8%，未来有很大增长潜力。

### 3.3. 建设国内首个数字综合保税区，完善贸易端交付履约能力

综保区的建设有助于提升小商品城经营户的履约能力，维持小商品市场的行业地位，并与 Chinagoods、出口贸易等业务形成协同。义乌综合保税区是内陆示范型海关特殊监管区域，规划用地面积 1.34 平方公里，布局保税物流、保税加工、保税研发、保税服务、口岸作业等功能区块。近年来，全球贸易生态链条还不完善，市场采购小单化、碎片化。在此背景下，公司立足贸易服务商的定位，大力推进市场创新发展，建设国内首个数字综保区，依托 Chinagoods 平台形成的全链路、全功能服务赋能实体市场。

发展建设数字综保区，作为小商品进出口贸易的重要配套。公司与阿里巴巴合作建设 eWTP 数字综保区，区内建设仓展销一体的新型保税进口市场，区域协同发展保税产业带，境内境外打通的数字贸易生态，实现全要素“云上互联”、全区域数字监管，探索落地“保税+直播”“保税+指定口岸+专业市场”等数字贸易新模式。

图26：义乌综合保税区主卡口



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图27：义乌综合保税区功能布局图



数据来源：义乌综合保税区公众号，东吴证券研究所

自封关运行以来，跨境电商 1210、一般贸易进出口等保税物流业务稳步开展，成果丰硕：全区供应链金融服务平台（一期）正式上线，关税税款担保产品“关税宝”、“海关分离式付税保函”等业务批量落地；完成首单“区港联动+大宗”业务；2021 年 11 月 24 日，首场跨境保税直播在 D2 仓进行；12 月 9 日，首票跨境商品退货入区查验业务在义乌综合保税区完成查验。封关运行两个多月内实现进出口总额约 28 亿元。

## 4. 开展商品销售、展览广告、酒店业务，作为市场的配套支撑

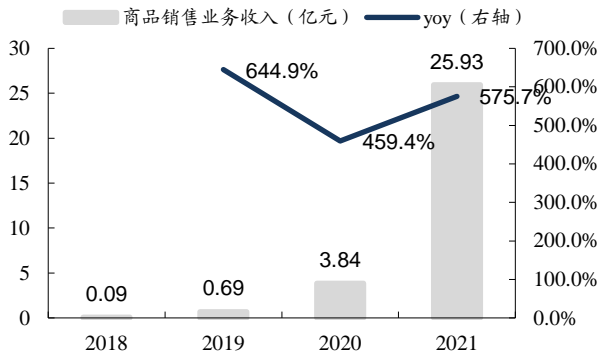
公司其他业务包括商品销售、展览广告、酒店服务等业务。这些业务并非公司的主要盈利来源，而更多是作为市场经营，以及 Chinagoods 业务的配套支撑。

### 4.1. 商品销售：爱喜猫+义乌好货，挖掘进口电商+小商品内贸潜力

公司商品销售（自营贸易）业务主要包括：①跨境进口电商“爱喜猫”，②小商品内贸电商“义乌好货”两大平台。2021 年，公司自营贸易商品销售业务累计拥有国内外品牌代理 108 个、SKU 2 万+，在库核心供应商 2,000 家，优势商品 3000 个，已初具规模。该业务 2021 年实现收入 25.93 亿元，同比+576%；而毛利率较低，仅为 0.3%，毛

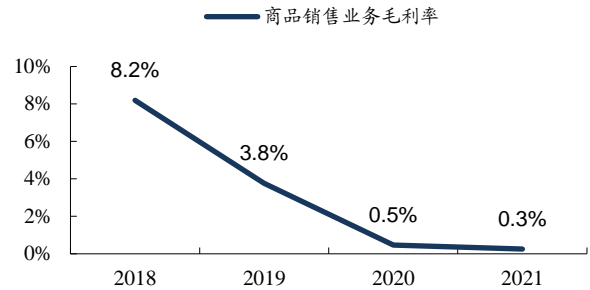
利润在公司总体利润中不到 1%，总体上仍定位为主业的辅助与支撑。当然未来随着公司物流等方面的配套逐步完善，该业务的毛利率有一定的提升空间。

图28: 公司商品销售业务收入较高, 近年来增速较快



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

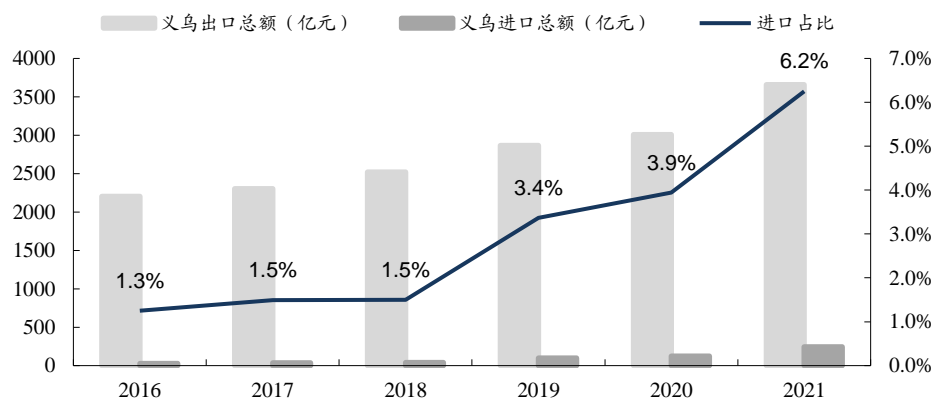
图29: 公司商品销售业务毛利率较低, 利润贡献不高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(1) “爱喜猫”承载公司跨境进口电商业务, 义乌小商品跨境进口有较大发展空间。至 2021 年, 义乌当地的小商品进出口交易主要以出口为主, 跨境进口小商品占比和金额都较低。未来, 义乌本地的跨境小商品进口业务有望借助义乌小商品产业集群流量得到高速发展, 而“爱喜猫”平台亦有望成为这一进程的助推器。

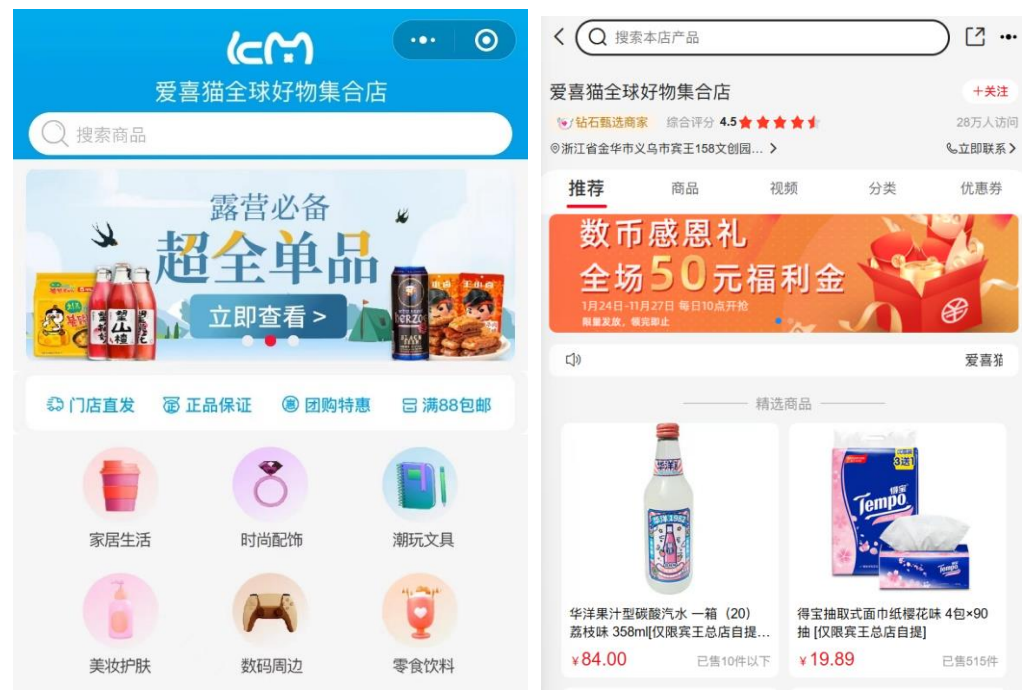
图30: 义乌进口总额占比提升, 未来义乌小商品跨境进口业务有提升空间



数据来源: 义乌市国民经济和社会发展统计公报, 东吴证券研究所

2020 年爱喜猫拓展国内销售合作网点 2000 家, 完成线上线下分销渠道营收 3 亿元。爱喜猫打造进口商品品牌集散中心, 孵化潜力进口品牌, 通过集采、“带你到中国”海外直采等方式控制源头货源, 拥有多个海外品牌代理和优质商品储备。

图31: 爱喜猫微信小程序&amp;Chinagoods 旗舰店页面



数据来源: 爱喜猫微信小程序, 东吴证券研究所

(2) “义乌好货”平台主要面向小商品内贸。目前我国小商品在批发流通环节仍有较大的改造空间, 存在环节多、流通效率低下等问题。“义乌好货”一大核心作用, 在于帮助商家构建高效的分销渠道体系。平台围绕渠道拓展、品牌提升、供应链创新、贸易服务四大模块, 打造“义乌市场主导、下游渠道承接、各方互利共生”的内贸市场体系。

“爱喜猫”和“义乌好货”主要是从供应、分销、服务等方面对小商品的流通领域赋能。公司本身暴露的存货风险较低、营运资金需求可控。公司内贸业务的货值是计入报表的收入、成本中的, 因此该业务利润率较低; 在运输和清关过程中的商品货值, 也会体现在公司的存货中。但实际经营过程中, 公司主要作为供应链履约的一个节点, 不会承担过多的存货和运营资金经营风险。

#### 4.2. 完善酒店业务, 助力市场经营

酒店服务业务主要由公司下属各酒店分公司负责经营和管理。截至 2019 年, 公司共经营管理七家酒店, 其中, 四家全资酒店、两家受托管理酒店和一家筹建中的酒店, 包括海洋酒店、银都酒店、商城宾馆、博览皇冠假日酒店、幸福湖国际会议中心等。公司成立了浙江银都酒店管理有限公司, 从整合酒店资源、完善管理体系、实施品牌策略等多角度对旗下酒店进行统一运营管理。



图32: 义乌商城宾馆外景



数据来源: 携程, 东吴证券研究所

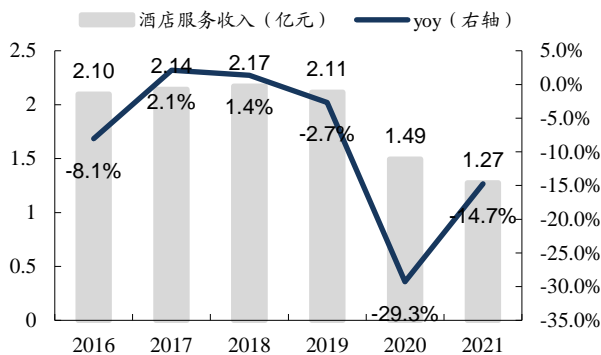
图33: 幸福湖国际会议中心俯瞰图



数据来源: 携程, 东吴证券研究所

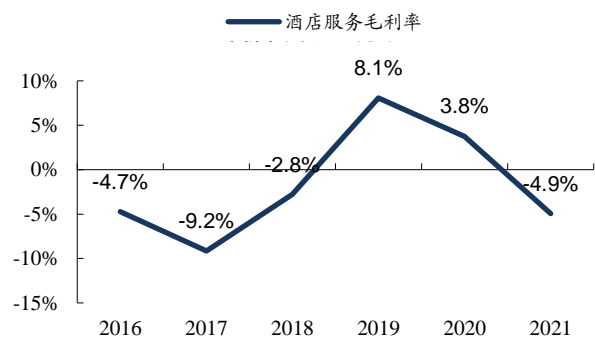
疫情期间酒店业务受到一定的影响。公司 2016~2019 年酒店业务收入在 2.1~2.2 亿元之间, 而 2021 年酒店业务的收入仅 1.3 亿元。由于酒店业务的成本较为刚性(主要为折旧摊销、餐饮原材料成本、工资), 公司 2021 年酒店业务的毛利也出现亏损。未来随着疫情的转好, 义乌旅客人流提升, 以及防疫相关成开支的缩减, 酒店业务的收入及利润或有修复空间。

图34: 酒店服务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 酒店服务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

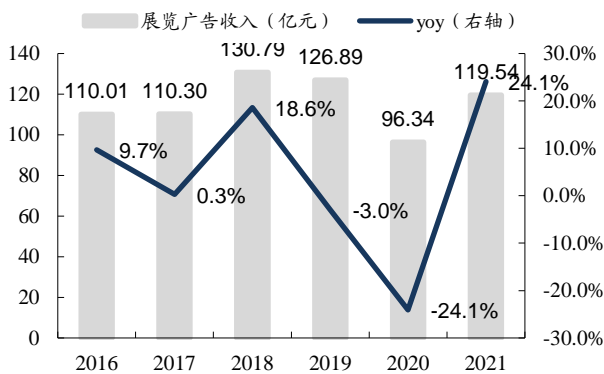
总体而言公司酒店业务是作为小商品城经营的补充。公司经营的酒店主要提供住宿、餐饮、休闲娱乐、会议等综合服务, 主要收入来源包括客房销售、餐饮销售、商品销售和场地租赁等。公司经营酒店的地理位置均位于小商品市场附近, 满足来往的经营户住宿等各项需求, 也能够满足商家办会等各项需求。近期因疫情防控原因业绩有所承压, 而在未来疫情恢复之后有望修复。长远来看, 酒店业务将主要是辅助性质, 不是公司主要盈利点。



### 4.3. 展览广告业绩有望随商场扩建而增长，也有望受益于疫情恢复

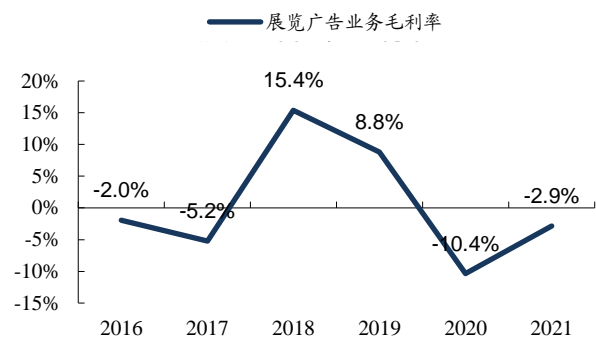
公司展览广告业务的收入，主要包括：①公司市场区域内的展牌、广告牌，②相应广告制作服务，③义博会、森博会等会展等。公司 2021 展览广告服务收入为 120 亿元，同比+24%；毛利率为-2.9%。展览广告业务主要的成本是折旧摊销和会展成本，未来随疫情转好，办理会展业务的收入有望贡献修复弹性。而未来随着义乌国际商贸城的扩建，有望扩充展位资源增厚业绩。

图36：公司展览广告服务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37：公司展览广告服务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 关键假设与盈利预测

小商品城背靠我国最大的小商品集散地——义乌国际商贸城。公司主要业务包括：①市场经营业务，②商品销售业务，③酒店业务，④展览广告，⑤Chinagoods 及其他业务。

市场经营业务是公司目前的主要利润来源，未来借助商城经营面积增长和商铺租金增长，仍有望稳健成长。Chinagoods 平台是公司未来最重要的成长性业务之一，其收入和利润计入在其他业务中，未来也有较大的成长空间。商品销售利润较薄，随公司不断深入小商品供应链，也有一定的成长空间。酒店业务长期将保持平稳，中短期随疫情恢复有一定的改善空间。具体来看：

**(1) 市场经营业务：**主要为义乌国际商贸城市场的租金、租赁权转让收入，是公司主要利润来源之一，未来稳健增长。

收入方面，我们预计公司 2022~24 年市场经营收入为 19.7/ 31.4/ 34.0 亿元，同比-18%/+60%/+8%。这主要是因为 2022 年下半年公司因疫情减免了 10 亿元的租金（影响

约 10 亿元收入和约 8 亿元净利润），造成此项收入的一次性下滑，2023 年将恢复。2023~24 年，随公司新市场（二区东和数贸市场）投产增厚租赁权转让收入，及原有市场的少量铺位租金重新定价增厚租金收入，2023~24 公司市场经营收入有望增长。

毛利方面，市场经营业务的成本主要为折旧、人工等相对固定开支，毛利率弹性较大，我们预计公司 2022~24 年市场经营业务的毛利率为 56%/ 71%/ 72%。

**表7：公司市场经营业务收入及毛利预测**

市场经营业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	2,127.14	2,396.46	1,965.10	3,144.16	3,395.69
yoy	0.3%	12.7%	-18.0%	60.0%	8.0%
毛利率	57.8%	63.8%	56.0%	71.0%	72.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

**（2）商品销售业务：短期提销售，中长期改善利润。**该业务主要基于“爱喜猫”平台开展跨境小商品进口，以及“义乌好货”开展小商品内贸供应链，主要目的是挖掘义乌小商品跨境进口的潜力，以及帮助商家优化内贸的供应链。我们预计该业务 2022~24 年实现收入 50.6/ 65.7/ 75.6 亿元，同比+95%/ 30%/ 15%。此业务 2020 年下半年开始发力，2021~2023 是增速较快的阶段；2023~24 年公司将尝试通过一系列配套及物流服务，提升利润率。我们预计该业务 2022-2024 年毛利率为 0.5%/ 0.6%/ 0.8%。

**表8：公司商品销售业务收入及毛利预测**

商品销售业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	383.79	2,593.28	5,056.89	6,573.96	7,560.06
yoy	459.4%	575.7%	95.0%	30.0%	15.0%
毛利率	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**（3）酒店经营业务：主要是辅助小商品城市场的经营需求，长期业绩稳定，短期受益于疫情修复。**酒店的收入取决于客房单价、入住率等指标，成本则相对较为刚性。短期疫情期间公司酒店业务受损，疫后有望修复。我们预计酒店业务 2022~24 年收入为 1.47/ 1.98 / 2.18 亿元，同比+15%/ +35%/ +10%，逐渐恢复到疫情前每年 2.1~2.2 亿元的收入水平；预计酒店业务毛利率为 3.5%/ 8.0%/ 8.0%。

**表9：公司酒店业务收入及毛利预测**

酒店服务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	149.50	127.45	146.57	197.87	217.66
yoy	-29.3%	-14.7%	15.0%	35.0%	10.0%
毛利率	3.8%	-4.9%	3.5%	8.0%	8.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(4) 展览广告：主要是小商品城的线下商城及线上网站平台的广告收益，疫情后有望随需求提升而修复，长期受益于新市场落成后增厚广告资源。我们预计公司 2022-24 年展览广告收入分别为 1.08/ 1.34/ 1.55 亿元，同比-10%/ +25%/ +15%；预计毛利率为 -10%/ 8%/ 13%，有望在 2023~24 年实现收入与毛利润的修复。

表10: 公司展览广告业务收入及毛利预测

展览广告	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	96.34	119.54	107.58	134.48	154.65
yoy	-24.1%	24.1%	-10.0%	25.0%	15.0%
毛利率	-10.4%	-2.9%	-10.0%	8.0%	13.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(5) Chinagoods 及其他业务：Chinagoods 是公司未来重要的第二增长曲线和重要的利润增长点。Chinagoods 主要变现模式是会员费及增值服务收费，将受益于市场数字化进程的推进，以及 1039 模式的推进，未来有较大增长空间。我们预计 2022-24 年 Chinagoods 及其他业务收入为 4.9/ 7.1/ 9.6 亿元，同比+40%/ +45%/ +35%。随规模效应显现，毛利率亦有提升空间，预计 2022~24 年为 63%/ 70%/ 75%。

表11: 公司 Chinagoods 及其他主营业务收入及毛利预测

Chinagoods 及其他主营业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	243.57	349.33	489.06	709.13	957.33
yoy	101.8%	43.4%	40.0%	45.0%	35.0%
毛利率	42.5%	54.1%	63.0%	70.0%	75.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司费用率有结构性下滑。由于公司商品销售业务增速较高，而且该业务利润率、费用率均较低，将摊薄公司此后的费用率。我们预计公司 2022~24 年销售、管理、研发费用率都将有所下降。

表12: 公司费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.49%	3.39%	3.00%	2.50%	2.30%
管理费用率	10.13%	7.52%	8.30%	6.60%	6.00%
研发费用率	0.50%	0.17%	0.20%	0.17%	0.15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

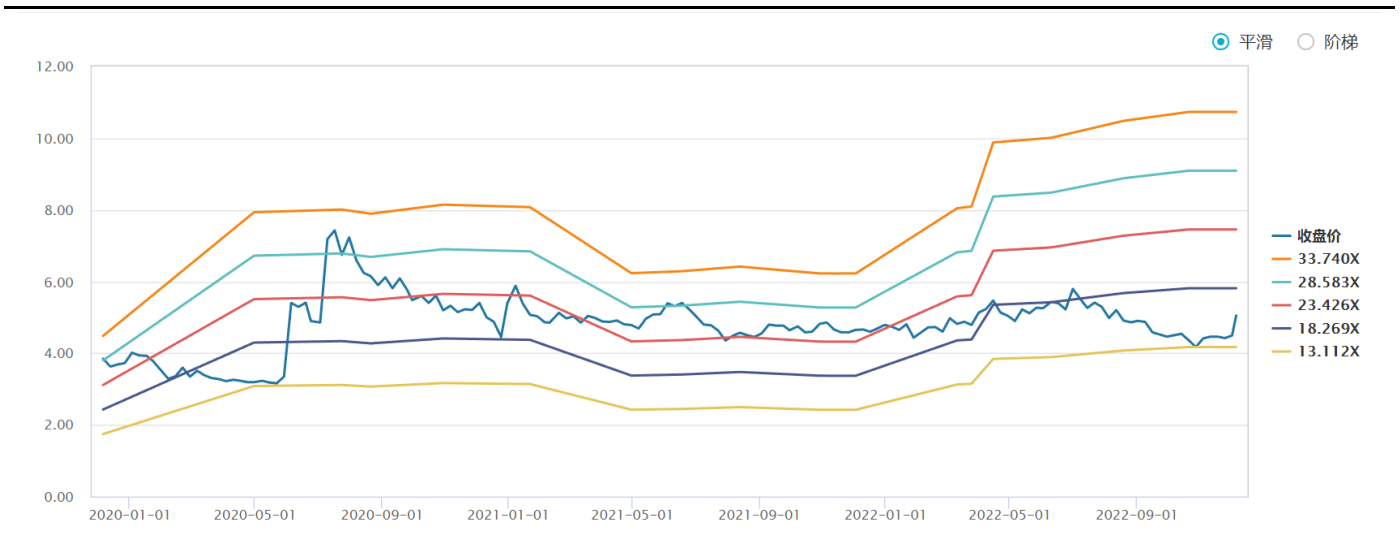
综上，我们预计公司 2022~24 年收入为 80.8 亿元、110.7 亿元、126.0 亿元，同比 +34%/ 37%/ 14%；预计归母净利润为 12.55 亿元、20.10 亿元、23.57 亿元，同比-6%、+60%、+17%。其中，2022 年的收入、归母净利润中考虑了下半年因疫情减免租金而影响的约 10 亿元收入和大约 8 亿元的净利润。

## 5.2. 投资建议与评级

公司市场经营业务壁垒深厚稳中有增，未来 Chinagoods 产业互联网板块有广阔的发展前景。在市场经营方面，国际商贸城是义乌周边一系列小商品贸易产业链的核心所在，聚集效应和壁垒深厚，未来随商城扩建和租金市场化，有稳健的增长空间。Chinagoods 平台是公司未来的重要增长点，平台背靠义乌市场的商户资源实现产业整合，GMV 不断提升，有望成为未来小商品进出口的线上枢纽。

我们预计公司 2022~24 年归母净利润为 12.55/ 20.10/ 23.57 亿元，同比-6%/ +60%/ +17%，对应 12 月 6 日收盘价为 22x/ 14x/ 12x 的 P/E 估值。考虑到公司市场经营+Chinagoods 平台的业务具备稀缺性，我们使用历史平均 P/E 对公司进行估值。由于 2022 年公司因租金减免影响了约 8 亿元净利润，我们使用 2023E 的归母净利润（20 亿元）来估值；公司历史平均 P/E TTM 为 23.4 倍，考虑时间因素我们给予 15%的折价，按 20.3 倍的 2023E P/E，给予公司 410 亿元的目标市值，对应目标价为 7.47 元/股，给予“买入”评级。

图38：小商品城 P/E Band (TTM)



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**新增商场落成及招商不及预期:** 受商场建设工期及经济情况影响, 竣工延后会推迟商场营业时间, 经济不景气或影响商场招商工作。

**Chinagoods 发展不及预期:** 平台仍处在发展的早期阶段, 上下游商家的接受度、平台变现方式及变现能力等仍有待观察。

**海外宏观环境影响出口需求:** 义乌小商品的部分需求来自外需, 若外需减弱将影响商家的利润, 或影响租金、投放广告意愿等。

**地产子公司盈利不及预期:** 公司有较高的税前利润来自地产子公司的投资收益(预计 22~24 年每年大约 5~10 亿), 若地产子公司盈利不及预期, 将影响公司未来几年的盈利水平。

**疫情风险:** 疫情封锁将影响市场经营户的正常经营, 并有可能引发减租, 影响公司的收入及利润。



## 小商品城三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,899</b>	<b>10,780</b>	<b>12,279</b>	<b>13,853</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,034</b>	<b>8,079</b>	<b>11,073</b>	<b>12,599</b>
货币资金及交易性金融资产	4,907	6,039	7,083	8,565	营业成本(含金融类)	4,028	6,447	8,075	9,134
经营性应收款项	1,060	1,260	1,526	1,671	税金及附加	162	145	188	214
存货	1,327	1,896	2,052	2,008	销售费用	205	242	277	290
合同资产	0	0	0	0	管理费用	454	671	731	756
其他流动资产	1,605	1,586	1,618	1,609	研发费用	10	16	19	19
<b>非流动资产</b>	<b>22,115</b>	<b>24,330</b>	<b>24,988</b>	<b>25,565</b>	财务费用	180	156	204	173
长期股权投资	5,772	6,122	6,472	6,822	加:其他收益	24	32	39	42
固定资产及使用权资产	5,304	5,077	5,715	6,021	投资净收益	634	1,131	886	882
在建工程	1,091	2,181	1,440	950	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	4,044	4,420	4,400	4,374	减值损失	-7	0	0	0
商誉	0	285	570	855	资产处置收益	0	-1	1	1
长期待摊费用	188	188	188	188	<b>营业利润</b>	<b>1,654</b>	<b>1,564</b>	<b>2,505</b>	<b>2,938</b>
其他非流动资产	5,717	6,056	6,202	6,354	营业外净收支	3	4	5	5
<b>资产总计</b>	<b>31,015</b>	<b>35,111</b>	<b>37,267</b>	<b>39,418</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,657</b>	<b>1,568</b>	<b>2,510</b>	<b>2,943</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,106</b>	<b>15,083</b>	<b>15,232</b>	<b>15,028</b>	减:所得税	328	314	502	589
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,607	4,293	3,978	3,664	<b>净利润</b>	<b>1,329</b>	<b>1,254</b>	<b>2,008</b>	<b>2,354</b>
经营性应付款项	647	648	725	756	减:少数股东损益	-5	-1	-2	-3
合同负债	4,058	4,190	4,441	4,567	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,334</b>	<b>1,255</b>	<b>2,010</b>	<b>2,357</b>
其他流动负债	5,794	5,952	6,087	6,041	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.23	0.37	0.43
非流动负债	1,278	4,559	4,559	4,559	EBIT	1,192	590	1,823	2,227
长期借款	771	521	521	521	EBITDA	1,923	1,892	3,235	3,652
应付债券	0	3,531	3,531	3,531	毛利率(%)	33.25	20.20	27.08	27.50
租赁负债	206	206	206	206	归母净利率(%)	22.11	15.54	18.15	18.71
其他非流动负债	301	301	301	301	收入增长率(%)	61.95	33.89	37.07	13.78
<b>负债合计</b>	<b>16,384</b>	<b>19,641</b>	<b>19,790</b>	<b>19,587</b>	归母净利润增长率(%)	43.97	-5.92	60.13	17.28
归属母公司股东权益	14,611	15,450	17,460	19,817					
少数股东权益	20	19	17	14					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,631</b>	<b>15,469</b>	<b>17,477</b>	<b>19,831</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,015</b>	<b>35,111</b>	<b>37,267</b>	<b>39,418</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,033	1,142	2,782	3,138	每股净资产(元)	2.66	2.82	3.18	3.61
投资活动现金流	1,651	-2,382	-1,179	-1,113	最新发行在外股份(百万股)	5,486	5,486	5,486	5,486
筹资活动现金流	-1,702	2,372	-558	-542	ROIC(%)	4.76	2.13	5.86	6.67
现金净增加额	1,974	1,132	1,044	1,482	ROE-摊薄(%)	9.13	8.12	11.51	11.89
折旧和摊销	731	1,302	1,413	1,425	资产负债率(%)	52.83	55.94	53.10	49.69
资本开支	-1,998	-2,163	-915	-845	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.77	22.07	13.78	11.75
营运资本变动	443	-458	9	19	P/B(现价)	1.90	1.79	1.59	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

