

小商品城 (600415. SH)

前三季度利润增长 43%，数字贸易等新兴业务快速增长

买入

核心观点

三季度主业经营较好，扣除投资收益后的归母净利润同比增长 44.32%。公司前三季度实现营收 79.06 亿元，同比+25.08%，归母净利润 23.17 亿元，同比+43.01%。单三季度营收同比+29.87%至 27.45 亿元，归母净利润同比-19.95%至 3.18 亿元，主要系去年同期投资收益较高影响。扣除投资收益影响后，三季度归母净利润同比增长达到 44.32%。在外贸服务需求复苏，公司数字贸易及跨境支付等新兴业务推动下，整体业绩表现较好。

数字贸易、跨境支付等新兴业务快速发展，贸易数据领域积极推进战略合作。分业务看，公司市场经营业务增长稳健，新兴业务中前三季度综合数字贸易平台 Chinagoods 实现 GMV 528.38 亿元，同比增长 122.34%；跨境支付平台“义支付 Yiwu Pay”自 2023 年 2 月 21 日正式上线以来，累计为近 2 万个商户开通跨境人民币账户，跨境清算资金约人民币 23 亿元。此外，公司在贸易数据生态建设方面积极推进合作，包括近期与人民网在数据确权、数据存储、数据赋能、数据运营等方面展开全方位、多层次的合作。

毛利率同比提升，费用率优化。公司前三季度毛利率 27.1%，同比+2.22pct。销售费用率/管理费用率分别为 1.34%/4.85%，分别同比-0.99pct/-1.08pct，整体费用率优化。前三季度存货周转天数同比下降 41 天至 59 天；前三季度经营性现金流净额 3.72 亿元，较去年同比净流出 3.37 亿元实现显著改善。

风险提示：市场出租率不及预期；Chinagood 业务发展不及预期；跨境支付业务发展不及预期；全球贸易环境恶化

投资建议：公司作为全球领先的外贸综合服务商，积极开展数据资产和数字贸易生态建设，未来一方面受益市场经营配套服务完善下的收入增长，此外数字贸易及跨境支付等新兴业务注入长期增长潜力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25.98/27.97/32.46 亿元，分别同比增长 135.21%/7.64%/16.05%，当前股价对应 PE 分别为 17.1/15.9/13.7 倍。综合绝对及相对估值，给予公司对应价值 9.4-10.58 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,033.84	7,619.69	11,279.43	13,582.69	15,875.45
(+/-%)	61.95%	26.28%	48.03%	20.42%	16.88%
净利润(百万元)	1334.10	1104.72	2598.44	2796.88	3245.76
(+/-%)	43.97%	-17.19%	135.21%	7.64%	16.05%
每股收益(元)	0.24	0.20	0.47	0.51	0.59
EBIT Margin	19.49%	2.93%	17.74%	19.23%	19.20%
净资产收益率(ROE)	9.13%	7.24%	15.82%	15.80%	16.97%
市盈率(PE)	33.26	40.13	17.06	15.85	13.66
EV/EBITDA	33.47	69.15	25.49	19.83	17.76
市净率(PB)	3.04	2.90	2.70	2.50	2.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

8.08 元

收盘价

44327/44088 百万元

总市值/流通市值

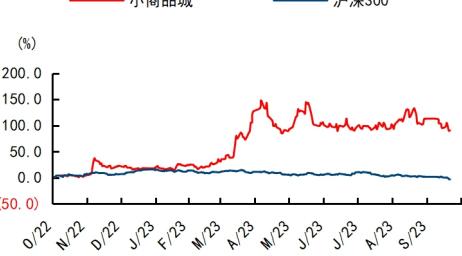
10.88/4.13 元

52 周最高价/最低价

902.25 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

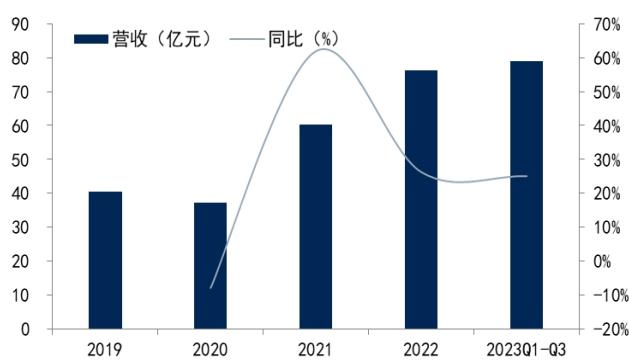
《跨境电商行业系列专题二—把握“一带一路”机遇顺势而起，AI 赋能降本增收》—2023-05-22

《跨境电商行业系列专题三：乘风破浪，掘金跨境蓝海—从 Temu、SHEIN、Shopee 的比较探析跨境电商产业链建设》—2023-08-13

财报点评

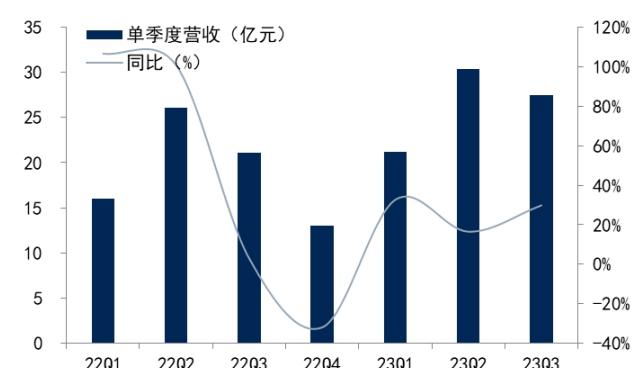
公司前三季度实现营收 79.06 亿元，同比+25.08%，归母净利润 23.17 亿元，同比+43.01%。单三季度营收同比+29.87%至 27.45 亿元，归母净利润同比-19.95%至 3.18 亿元，主要系去年同期投资收益较高影响。而三季度扣除投资收益影响后，归母净利润同比增长达到 44.32%。在外贸服务需求复苏，公司数字贸易及跨境支付等新兴业务推动下，整体业绩表现较好。

图1：小商品城营业收入及增速（亿元、%）



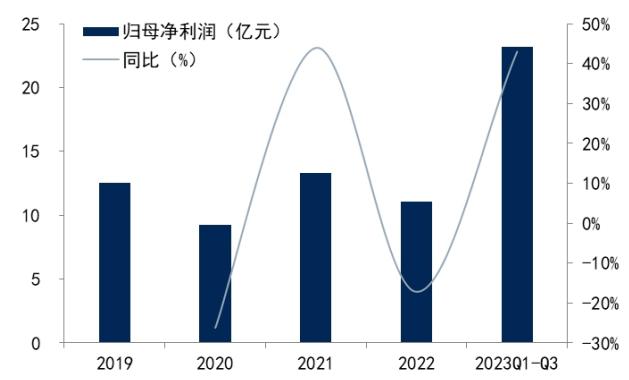
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：小商品城单季度营业收入及增速（亿元、%）



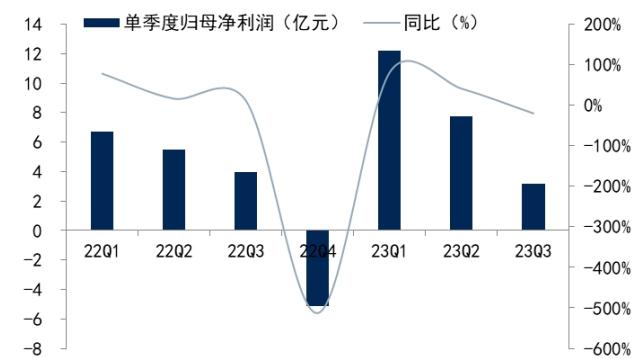
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：小商品城归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：小商品城单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，公司市场经营业务增长稳健，新兴业务中前三季度综合数字贸易平台 Chinagoods 实现 GMV 528.38 亿元，同比增长 122.34%；跨境支付平台“义支付 Yiwu Pay”自 2023 年 2 月 21 日正式上线以来，累计为近 2 万个商户开通跨境人民币账户，跨境清算资金约人民币 23 亿元。

公司在贸易数据生态建设方面积极推进合作，包括近期与人民网在数据确权、数据存储、数据赋能、数据运营等方面展开全方位、多层次的合作。总体上，此次合作公司将以数据应用为核心牵引，结合人民数据全国领域数据交易平台优势，深度挖掘一带一路小商品产业链与供应链深度交互的商业数据价值，赋能中国企业在“一带一路”沿线国家的贸易发展，积极获取全球贸易增量，构建新时代小商品义乌指数，打造全球小商品

贸易数据应用的新样板。此外，公司在 2023 年 10 月 22 日举办了“全球首个商品贸易领域大语言模型发布会”，未来将在数字化、智能化方面进一步赋能外贸产业链，进一步扩大增值服务规模，提高整体盈利水平。

图5: Chinagoods 国际站界面



资料来源: chinagoods 官网、国信证券经济研究所整理

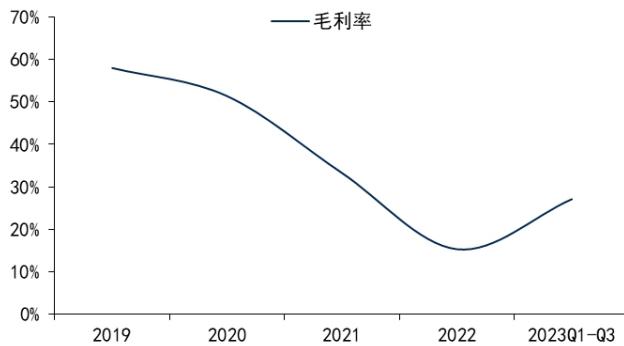
图6: 小商品城发布商品贸易领域大语言模型



资料来源: 义乌发布官方公众号、国信证券经济研究所整理

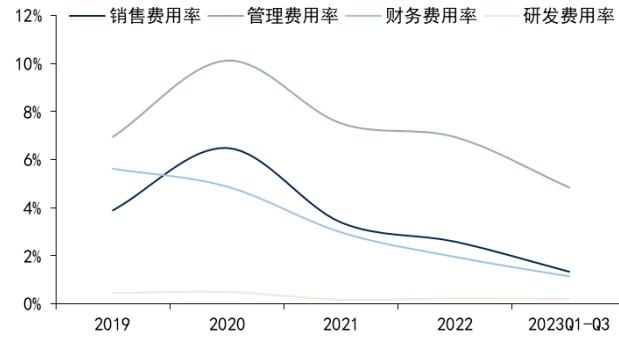
财务数据方面，公司前三季度毛利率 27.1%，同比+2.22pct。销售费用率/管理费用率分别为 1.34%/4.85%，分别同比-0.99pct/-1.08pct，整体费用率优化。前三季度存货周转天数同比下降 41 天至 59 天；前三季度经营性现金流净额 3.72 亿元，较去年同比净流出 3.37 亿元实现显著改善。

图7: 小商品城毛利率情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 小商品城费用率情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

◆ 收入及毛利率方面，我们分业务进行分拆预测

1、市场经营业务：公司拥有义乌国际商贸城等物业资产，该业务收入主要是市场商位使用费收入。公司市场经营业务拥有较强的品牌优势，以及完善的配套服务，过去两年出租率维持在 98% 左右，未来增长来源预计主要系新增租赁面积、配套服务进一步完善下的涨租空间以及近两年实行的入场资格费。

具体来看，2023 该业务收入预计较 2022 年增幅较大，一是因为 2022 年疫情下公

司主动减免 10 亿租金，此外二区东新能源市场进一步新扩建筑面积和商位，带来租金及入场资格费的增长。我们预计公司 2023 年市场经营业务实现营业收入 35.29 亿元，同比增长 107.93%。2024-2025 年预计分别实现营业收入 37.86/39.48 亿元。其中商铺租金总体采取以政府指导价为主、市场定价为辅的定价机制，预计租金小幅增长为主。

毛利率方面，预计随着公司提供的配套服务日益丰富及新增面积带来入场资格费增加，总体毛利率较前两年实现增长，其中 2023 年/2024 年新增入场资格费带来毛利率达到 70.56%/71.19%，2025 年暂无新扩面积带来入场资格费增长，毛利率预计为 70.71%。

2、商品销售业务：该业务主要系出口贸易等商品买卖业务，依托“爱喜猫”和“义乌好货”两大自营品牌整合供给端和销售端的资源，实现收入规模快速增长。供应端通过直采、代理及 OEM 等方面供给货源，经营品类涵盖食品、日化、美妆个护、潮玩文具、家居百货、时尚配饰、数码周边七大品类，其中以进口全球商品为主。销售端的客户主要系行业经销商、批发商等，为其提供批发集采、加盟拓店、品牌赋能、创意衍生等小商品流通环节的全链条服务。预计公司未来进一步扩张商品销售业务规模，推进品类及下游渠道客户数量增加，预计 2023-2025 年分别实现营业收入 66.82/80.52/100.22 亿元。

毛利率方面，商品销售业务盈利主要来源于购销差价，整体毛利率目前较低，未来随着核心产品增加以及自有品牌占比提升，毛利率有望稳步增长。预计 2023-2025 年毛利率分别为 2.5%/4.84%/5.24%。

3、酒店服务业务：公司在义乌拥有海洋酒店、银都酒店、商城宾馆和雅屋国际博览中心配套酒店（即皇冠假日酒店）4 家涉外星级酒店，收入来源为住宿费和餐饮收入，以及公司负责经营义乌国际会议中心，收入一定的管理费。2023 年在消费复苏、商旅出行增加情况下预计同比增幅较大，取得营业收入 2.43/2.87/3.3 亿元。

毛利率方面，酒店行业整体竞争较为激烈，不过随着客流恢复、商旅需求提升及公司推进服务和产品完善，预计 2023-2025 年毛利率分别为 17.62%/18.31%/19.02%。

4、展览、广告业务：该业务收入来源主要系会展收入及相关的广告收入，通过每年举办的会展吸引国内外客商及货商参与展览，可以促进当地贸易的增加，从而可以促进市场交易业务的发展。其中 2022 年全年共举办义博会、森博会、文交会、旅博会、进口商品博览会等各类展览活动 14 场次，展览面积 27.07 万平方米，参展企业 6112 家，观众 416958 人次，成交额 139.42 亿元。

2023 年随着展会需求增加及广告需求恢复，预计收入同比增长 90%至 1.52 亿元，2024-2025 年预计保持稳步增长趋势，受益新开展会增加以及市场商户增加带来的广告收入增长，预计收入分别为 1.82/2.10 亿元。毛利率随着精细化管理增强而稳步增长，预计 2023-2025 年毛利率分别为 25.9%/26.52%/28.44%。

5、其他服务业务：包括下属子公司的有限宽带业务收入、物流配送收入、电子商务收入等。公司其他服务中核心增长来源于 Chinagoods 平台，该平台 2020 年上线，以贸易数据整合为核心驱动，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，2022 年实现 GMV356.76 亿，同比增长 112%。总体上预计公司其他服务业务 2023-2025 年分别实现营业收入 6.72/9.75/13.65 亿元。

毛利率方面，考虑到 Chinagoods 平台收入占比不断提升，且相应的会员费、增值服务毛利率较高，我们预计其他服务业务 2023-2025 年毛利率分别为 63.74%/68.74%/75.44%。

◆ 费用预测

销售费用率方面，公司主业市场经营业务占比高，且在义乌市场品牌知名度较高，招商的广告支出较少，整体销售费用率较低。预计 2023-2025 年销售费用率分别为 1.58%/1.49%/1.47%。管理费用率方面，受益公司精细化管理能力提升，且入场资格费收入增长对应发管理费用支出较少，我们预计公司 2023-2025 年管理费用率分别为 5.4%/5.11%/4.81%，呈现优化趋势。

盈利预测结果

表1：小商品城盈利预测（百万元、%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6033.84	7619.69	11,279.15	13,582.82	15,875.75
<i>YoY</i>	61.95%	26.28%	48.03%	20.42%	16.88%
毛利率	33.25%	15.31%	29.08%	29.48%	29.10%
一、市场经营	2396.46	1697.63	3529.94	3786.46	3948.61
<i>YoY</i>	12.66%	-29.19%	107.93%	7.27%	4.28%
毛利率	63.82%	43.33%	70.56%	71.19%	70.71%
二、商品销售	2593.28	4949.30	6681.55	8351.94	10022.33
<i>YoY</i>	575.71%	90.85%	35.00%	25.00%	20.00%
毛利率	0.25%	0.28%	2.50%	4.84%	5.24%
三、酒店服务业务	127.45	180.26	243.36	287.16	330.23
<i>YoY</i>	-4.95%	41.43%	35.00%	18.00%	15.00%
毛利率	-4.95%	14.45%	17.62%	18.31%	19.02%
四、展览、广告业务	119.54	79.98	151.95	182.35	209.70
<i>YoY</i>	24.08%	-33.10%	90.00%	20.00%	15.00%
毛利率	-2.86%	21.79%	25.90%	26.52%	28.44%
五、其他服务业务	349.33	420.22	672.36	974.92	1364.88
<i>YoY</i>	43.42%	20.30%	60.00%	45.00%	40.00%
毛利率	54.12%	47.26%	63.74%	68.74%	75.44%
销售费用率	3.39%	2.59%	1.58%	1.49%	1.47%
管理费用率	7.52%	6.95%	5.40%	5.11%	4.81%
研发费用率	0.17%	0.23%	0.22%	0.21%	0.20%
归母净利润	1334.10	1104.72	2598.44	2796.88	3245.76
<i>YoY</i>	43.97%	-17.19%	135.21%	7.64%	16.05%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

总体上，综合以上假设预测，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 112.79/135.83/158.76 亿元，分别同比增长 48.02%/20.42%/16.88%，；实现归母净利润 25.98/27.97/32.46 亿元，分别同比增长 135.21%/7.64%/16.05%。

估值与投资建议

绝对估值：9.76-11.4 元/股

首先对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：从行业层面看，公司主营义乌外贸市场经营及全产业链配套增值服务业务，其中市场经营业务相对传统，但是出租率稳定，且持续受益义乌外贸市场的发展。此外全球数字贸易及跨境支付等

新兴业务发展相对较快，这也是公司近年来积极布局的领域。

从公司层面看，公司作为全球小商品贸易领域的服务龙头，传统市场经营业务增长受益新增租赁面积、配套服务进一步完善下的涨租空间。新兴业务未来增长空间大：1) 基于 Chinagoods 平台从传统租铺运营到综合数字外贸服务商转变，提供更多的增值服务；2) 以及从线上交易展示到支付形成支付流与信息流闭环，打通数据通道，留存市场商户贸易数据并进行商业开发；3) 跨境支付业务，尤其是跨境人民币业务也将受益整体人民币国际化进程。按照行业和公司分析思路，我们预期公司 2023-2025 年收入复合增速 18.64%，此外 2026/2027 年受益全球数贸中心建成投产后的新增租赁面积带来收入增速较高。毛利率及费用率则如前文盈利预测所述，中长期看呈现稳步向好趋势。

表2: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	26.28%	48.03%	20.42%	16.88%	35.00%	20.00%	6.00%	5.00%
营业成本/营业收入	84.69%	70.92%	70.52%	70.90%	70.60%	70.50%	70.42%	70.40%
管理费用/营业收入 (不含无形资产摊销)	4.70%	4.00%	3.80%	3.70%	3.70%	3.68%	3.65%	3.61%
销售费用/营业收入	2.59%	1.58%	1.49%	1.47%	1.45%	1.42%	1.42%	1.40%
研发费用/营业收入	0.23%	0.22%	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%	0.19%	0.19%
所得税税率	4.02%	19.65%	14.48%	12.71%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面，无杠杆 beta 采用 SW 商业物业经营过去五年的 beta 算术平均数 0.99；无风险利率参考十年期国债利率取 2.7%；股票风险溢价取 7%，债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 9.61%。

表3: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.99	T	19.65%
无风险利率	2.70%	Ka	9.63%
股票风险溢价	7%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价 (元)	8.08	Ke	10.47%
发行在外股数 (百万)	5486	E/(D+E)	86.91%
股票市值 (E, 百万元)	44327	D/(D+E)	13.09%
债务总额 (D, 百万元)	6677	WACC	9.61%
Kd	4.90%	永续增长率 (10 年后)	0.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	WACC 变化				
	8.6%	9.1%	9.61%	10.1%	10.6%
永续增长率变化	1.5%	12.57	11.80	11.14	10.56
	1.0%	12.09	11.40	10.79	10.26
	0.5%	11.66	11.04	10.48	10.00
	0.0%	11.29	10.72	10.21	9.76
	-0.5%	10.96	10.43	9.96	9.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按照以上分析，并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我

们最终得出公司合理估值区间为 9.76-11.4 元/股，中值 10.58 元/股。

相对估值：8.93-9.87 元/股

可比公司选择上，公司主营市场经营及相关配套服务业务，且近年来以外贸数据为核心，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，实现了收取商铺使用费+增值服务收入的双驱动。根据证监会行业分类，公司属于 CSRC 租赁和商务服务业，其中与公司类似以商铺经营为主业，并在近年来亦积极提供增值服务的企业包括海宁皮城和轻纺城，我们选取这两家作为可比公司。

海宁皮城主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁业务；轻纺城主要运营浙江绍兴县的“中国轻纺城”等专业轻纺批发市场，以营业用房的开发、租赁和物业管理为主业。

表5：可比公司 2020-2023 上半年年财务数据情况

	指标	小商品城	轻纺城	海宁皮城
2023 年中报	营业收入(百万元)	5161.0	426.8	581.6
	yoy (%)	22.7	8.0	-3.0
	归母净利润(百万元)	1998.3	203.9	109.7
	yoy (%)	63.5	-44.2	-40.6
	毛利率 (%)	30.6	49.1	38.8
	净利率 (%)	38.8	48.9	24.1
2022	营业收入(百万元)	7619.7	820.2	1392.6
	yoy (%)	26.3	-11.6	-4.3
	归母净利润(百万元)	1104.7	1186.8	270.1
	yoy (%)	-17.2	174.7	-17.6
	毛利率 (%)	15.3	56.5	36.6
	净利率 (%)	14.5	145.5	23.4
2021	营业收入(百万元)	6033.8	927.3	1455.6
	yoy (%)	62.0	13.1	1.6
	归母净利润(百万元)	1334.1	432.0	327.9
	yoy (%)	44.0	8.7	68.5
	毛利率 (%)	33.3	57.0	43.1
	净利率 (%)	22.0	47.8	23.1
2020	营业收入(百万元)	3725.7	819.7	1432.8
	yoy (%)	-7.8	-16.5	0.8
	归母净利润(百万元)	926.6	397.3	194.6
	yoy (%)	-26.2	17.2	-30.4
	毛利率 (%)	51.4	52.5	39.5
	净利率 (%)	24.7	49.4	13.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

根据以上财务数据可以看出，小商品城收入及利润规模均处于可比公司领先水平，各企业间规模差别主要与业务所覆盖的消费品类，以及是否推动产业链配套服务建设有关。此外从盈利能力看，公司近年来毛利率及净利率均表现稳健，疫情下仍保持较好的盈利水平，未来随着增值服务占比提升以及深化全产业链布局和数字化提效，整体盈利水平有望不断优化。

从可比公司估值情况看，可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值分别为 17.3/15.2/11.9 倍。综合考虑公司体量规模、盈利水平以及在全球小商品贸易领域的龙头地位，且公司近年来积极推动全球贸易数字化和增值服务变现。我们给予公司 2023 年 19-21 倍 PE，对应股价 8.93-9.87 元/股，中值 9.4 元/股。

表6: 可比公司估值

代码	公司简称	2023/10/20	总市值	EPS		PE		
				亿元	23E	24E	25E	23E
002344.SZ	海宁皮城	4.03	52.00	0.21	0.23	0.30	19.00	17.82
600790.SH	轻纺城	3.88	57.00	0.25	0.31	0.37	15.49	12.53
	平均						17.25	15.18
600415.SH	小商品城	8.08	443.00	0.47	0.51	0.59	17.19	15.84
								13.69

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

投资建议

公司作为全球领先的外贸综合服务商，积极开展数据资产和数字贸易生态建设，未来一方面受益市场经营配套服务完善下的收入增长，此外数字贸易及跨境支付等新兴业务注入长期增长潜力。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为25.98/27.97/32.46亿元，分别同比增长135.21%/7.64%/16.05%，当前股价对应PE分别为17.1/15.9/13.7倍。综合绝对及相对估值，给予公司对应价值9.4-10.58元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险；可能存在对公司新兴业务发展速度偏乐观，造成盈利预测高估的风险；可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

全球贸易环境恶化，如国际间贸易摩擦增加、关税增加，可能对行业发展造成不利影响；海外需求走弱，影响跨境电商企业出口，从而影响公司业务需求；数字贸易平台Chinagoods业务发展不及预期；义乌pay跨境支付结算发展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4831	1991	12883	11106	12880	营业收入	6034	7620	11279	13583	15875
应收款项	1449	630	989	1116	1337	营业成本	4028	6453	7999	9579	11256
存货净额	1327	1330	1689	2042	2343	营业税金及附加	162	199	366	387	461
其他流动资产	1216	1240	1780	2364	2617	销售费用	205	198	178	202	233
流动资产合计	8899	5254	17402	16690	19238	管理费用	454	529	710	775	846
固定资产	6169	8081	9430	10963	12145	研发费用	10	17	25	29	32
无形资产及其他	4044	6462	6203	5945	5686	财务费用	180	149	81	5	(6)
投资性房地产	6130	6280	6280	6280	6280	投资收益	634	1042	1300	650	650
长期股权投资	5772	6033	7233	7833	8433	资产减值及公允价值变动	7	(5)	10	10	10
资产总计	31015	32111	46549	47712	51784	其他收入	6	19	(25)	(29)	(32)
短期借款及交易性金融负债	4607	1146	2775	2843	2255	营业利润	1654	1147	3230	3267	3714
应付款项	493	1191	1055	1406	1728	营业外净收支	3	3	0	0	0
其他流动负债	10006	10075	21809	21229	24097	利润总额	1657	1150	3230	3267	3714
流动负债合计	15106	12412	25639	25478	28080	所得税费用	328	46	635	473	472
长期借款及应付债券	771	3902	3902	3902	3902	少数股东损益	(5)	(1)	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	507	516	566	616	666	归属于母公司净利润	1334	1105	2598	2797	3246
长期负债合计	1278	4418	4468	4518	4568	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	16384	16830	30107	29995	32647	净利润	1334	1105	2598	2797	3246
少数股东权益	20	19	17	16	14	资产减值准备	(2)	0	0	0	0
股东权益	14611	15262	16425	17701	19122	折旧摊销	639	661	920	1135	1286
负债和股东权益总计	31015	32111	46549	47712	51784	公允价值变动损失	(7)	5	(10)	(10)	(10)
						财务费用	180	149	81	5	(6)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1247	1418	10392	(1244)	2466
每股收益	0.24	0.20	0.47	0.51	0.59	其它	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
每股红利	0.12	0.12	0.26	0.28	0.33	经营活动现金流	3210	3188	13898	2676	6986
每股净资产	2.66	2.78	2.99	3.23	3.49	资本开支	0	(2396)	(2000)	(2400)	(2200)
ROIC	6.03%	1.66%	16%	29%	33%	其它投资现金流	(24)	13	0	0	0
ROE	9.13%	7.24%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(1963)	(2644)	(3200)	(3000)	(2800)
毛利率	33%	15%	29%	29%	29%	权益性融资	(8)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	3%	18%	19%	19%	负债净变化	489	(367)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	12%	26%	28%	27%	支付股利、利息	(651)	(652)	(1436)	(1520)	(1825)
收入增长	62%	26%	48%	20%	17%	其它融资现金流	(1697)	(1347)	1629	68	(588)
净利润增长率	44%	-17%	135%	8%	16%	融资活动现金流	(2028)	(3384)	193	(1453)	(2413)
资产负债率	53%	52%	65%	63%	63%	现金净变动	(781)	(2840)	10891	(1777)	1774
股息率	1.5%	1.5%	3.2%	3.4%	4.1%	货币资金的期初余额	5613	4831	1991	12883	11106
P/E	33.3	40.1	17.1	15.8	13.7	货币资金的期末余额	4831	1991	12883	11106	12880
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	0	(103)	10919	(275)	4213
EV/EBITDA	33.5	69.1	25.5	19.8	17.8	权益自由现金流	0	(1817)	12483	(212)	3630

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032