

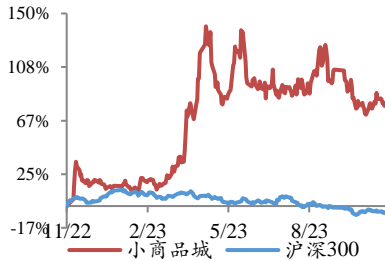
小商品、大生意，三大生态系统成形铸高壁垒

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-11-27

收盘价(元)	7.79
近12个月最高/最低(元)	10.51/4.38
总股本(百万股)	5,484
流通股本(百万股)	5,457
流通股比例(%)	99.50
总市值(亿元)	427
流通市值(亿元)	425

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 供应链整合“强化内功”，业务协同实现高增长

公司通过深化要素资源市场化配置，以自营贸易为突破口，投资产业链上下游、打通供应链连接阻塞点，实现国际贸易生态链建设的同时，积极构建全球化供应链服务体系。剔除2022租金减免影响，**(1) 市场经营**业务（存量）年均贡献稳定，二区东将驱动业务收入规模再上新台阶；随着业务聚焦**(2) 商品销售占比**由2019的1.7%增至2023H1的55%，成为公司收入主要贡献力量；**(3) 关联业务**会展、酒店及广告业务板块稳定经营，与主业形成协同发展。

● 以 chinagoods 为载体，构建数字贸易生态

公司从中长期发展考虑，于2019年开始依托 chinagoods 平台形成全链路、全功能服务赋能实体市场，加大“稳外贸、托内需”力度，并首次在经营计划中对平台 GMV 提出超百亿的目标。chinagoods 作为公司数字化转型的重要抓手，以贸易数据整合为核心驱动，可在生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷、市场管理等多环节为供需双发提供服务。2022年，chinagoods 平台全年实现 GMV356.76 亿，同比增长 112%。

● “YiwuPay 义支付”打通跨境人民币支付通道，支付链路不断完善

“Yiwu Pay 义支付”成立于2012年，通过专业的全球支付服务能力，金融合规能力和安全风控能力，为国内外客户提供一站式跨境支付解决方案，让客户能够合规收款、轻松结汇，提高资金使用效率，确保资金安全到账。业务涵盖线上线下 B2B 支付、跨境支付等各类场景，其中跨境支付收入为公司主要收入。据央行数据，人民币跨境收付金额从2009年不到100亿元增至2022年的42万亿元，公司“义支付”业务将进一步推动贸易服务潜力的释放。

● 顺应新发展格局，多维度提升数字化能力、增强数据要素沉淀

我国新外贸正在向基于外贸数字化的新型跨境贸易方式发展。无论是识别交易对手、识别外需变化，还是贸易双方对降本增效的诉求，都需要数字技术的沉淀及贸易产业数字化的支持。(1) 公司将打造义乌全球数贸中心项目，项目总建面123.6万方，拟分两期开发，项目总投资83.2亿元；(2) 2023年9月，公司与人民数据管理(北京)有限公司签订《战略合作框架协议》，以人民数据的存储资源优势为支撑，以义乌小商品城货源商流信息流为对象，共同打造贸易数据生态。

● 投资建议

公司背靠“世界小商品之都”义乌市场这一平台，市场经营业务稳健发展；chinagoods 拉动商品销售业务增长的同时，助力公司三大生态系统的构建与完善，有望实现业绩的进一步提升；公司对数字经济领域布局的投入，借力“一带一路”倡议和“RCEP”协议推动业务实现降本增效。公司具备人民币第三方跨境支付牌照有望助推人民币国际化。我们预计公司2023~2025

年 EPS 分别为 0.45、0.51、0.58 元/股，对应当前股价 PE 分别为 17、15、13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

市场经营风险，人才储备不足风险，外部不确定因素等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7620	11168	13945	16462
收入同比 (%)	26.3%	46.6%	24.9%	18.1%
归属母公司净利润	1105	2493	2807	3192
净利润同比 (%)	-17.2%	125.7%	12.6%	13.7%
毛利率 (%)	15.3%	26.4%	25.5%	25.1%
ROE (%)	7.2%	14.0%	13.7%	13.4%
每股收益 (元)	0.20	0.45	0.51	0.58
P/E	26.20	17.13	15.22	13.38
P/B	1.88	2.41	2.08	1.80

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 定位全球，共享服务.....	5
1.1 发展历程.....	5
1.2 股权结构及管理层介绍.....	5
1.3 盈利分析.....	7
2 以传统业务为核心，构建实体经济生态.....	8
2.1 市场经营.....	9
2.2 商品销售.....	11
2.3 酒店服务.....	11
2.4 展览广告.....	12
3 以 CHINAGOODS 为载体，构建数字贸易生态.....	13
3.1 CHINAGOODS 平台，突破传统业务物理限制.....	13
3.2 上线“YIWU PAY 义支付”，打通跨境人民币支付通道.....	14
3.3 建设国际商贸城第六代市场，打造义乌全球数字自贸中心.....	16
3.4 成立智捷元港，履约服务数字化、智能化发展.....	17
3.5 成立义乌云带路，建设“一带一路”国际数据中心.....	18
4 借力“一带一路”、“RCEP”，外循环节点持续贯通.....	19
4.1 迪拜市场.....	20
4.2 “义新欧”中欧班列.....	21
盈利预测&投资建议.....	22
风险提示：.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

图表目录

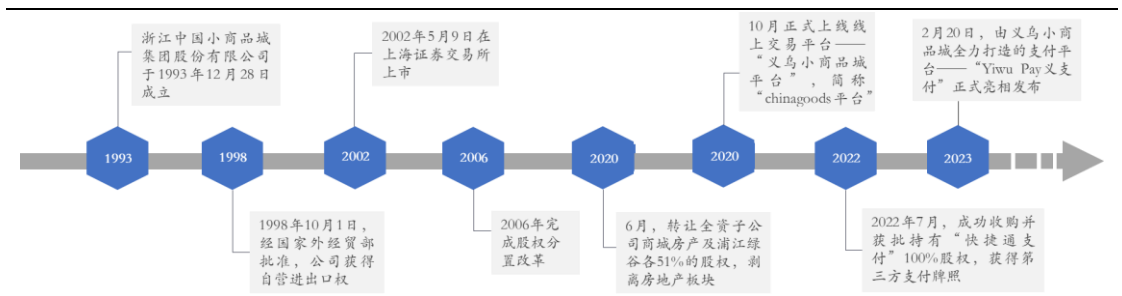
图表 1 公司发展历程梳理.....	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2023Q3 末)	6
图表 3 公司管理层简介.....	6
图表 4 公司股权激励介绍.....	7
图表 5 2019-2023Q1 公司营业收入及增速.....	8
图表 6 2019-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	8
图表 7 2019-2023Q1-3 公司毛利率、净利率.....	8
图表 8 2019 年-2023H1 年公司营业收入构成.....	9
图表 9 2019 年-2022 年公司各业务的毛利率.....	9
图表 10 2017-2023H1 年市场经营营业收入及其增速.....	9
图表 11 公司的实体经济生态	9
图表 12 公司市场经营情况简介	10
图表 13 二区东新能源产品市场展示.....	10
图表 14 2017-2023H1 年公司商品销售营业收入及增速.....	11
图表 15 爱喜猫展示.....	11
图表 16 2017 年-2023H1 年公司酒店服务营业收入及增速.....	12
图表 17 义乌博览皇冠假日酒店.....	12
图表 18 2017 年-2022 年公司展览广告营业收入及增速.....	12
图表 19 展馆外部广告位图.....	12
图表 20 CHINAGOODS 部分语言版本展示	13
图表 21 平台搭建“云上一平台”“地面一张网”.....	14
图表 22 CHINAGOODS 全链路贸易闭环.....	14
图表 23 YIWUPAY 发展历程	15
图表 24 YIWUPAY 实现外贸资金收付通常.....	15
图表 25 YIWUPAY 全球币种、本地账户支付币种一览图.....	16
图表 26 打造义乌全球数字自贸中心.....	17
图表 27 集合派的数字化平台优势.....	18
图表 28 国际数据中心项目架构规划.....	19
图表 29 2020-2023H1 义乌进出口总额及同比增速.....	20
图表 30 义乌“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速.....	20
图表 31 义乌市场+迪拜市场联动.....	21
图表 32 义新欧产品服务.....	21
图表 33 义新欧班列运行图.....	22
图表 34 “义新欧”班列年度开行总量走势.....	22
图表 35 盈利预测汇总表.....	23

1 定位全球，共享服务

1.1 发展历程

- 1982年，地处浙江中部的义乌在全国率先创办小商品市场，开启了“兴商建市”的征程。四十多年来，义乌市场经历六次易址、十二次扩建、五代跃迁。市场的形态也从区域内的买卖，拓展到买卖全国货，再到买卖全球货。
- 五代跃迁分别是：第一代马路市场；第二代摊位市场；第三代棚架市场；第四代室内市场；第五代国际商贸城，义乌市场成交额一直稳居全国综合市场前列，先发优势显著。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，汇集**26个大类、210多万种**商品，服务上下游**200多万**家中小微企业。从而有了“全球小商品看义乌”的说法，同时小商品指数也成为全球小商品贸易的“晴雨表”。
- 浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“公司”或“小商品城”）成立于1993年12月28日，是国有控股企业。2002年5月9日在上海证券交易所上市。公司致力于为全球中小微企业搭建共享式贸易服务平台，不断丰富和完善三大生态系统（商品展示生态、服务配套生态、贸易履约生态），锚定“全球一流国际贸易综合服务商”战略定位。

图表 1 公司发展历程梳理

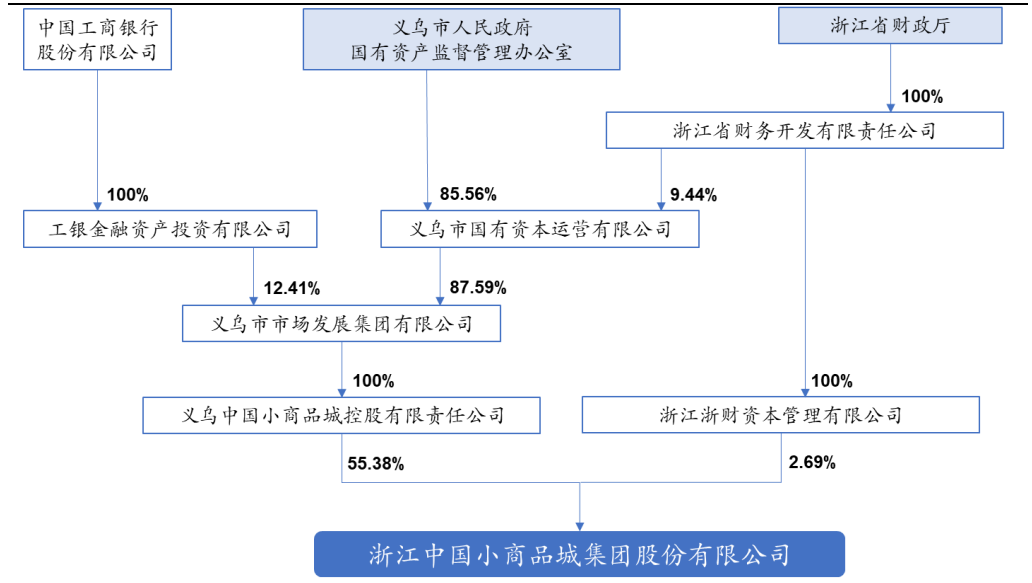


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构及管理层介绍

截至2023Q3末，公司控股股东为义乌中国小商品城控股有限责任公司，持股比例为55.38%。稳定的持股比例彰显控股股东对企业发展具有持续、稳定、高效的决策特点。通过对股权结构的梳理，公司实际控制人为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会。

图表 2 公司股权结构 (截至 2023Q3 末)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

公司在市场运营管理方面形成了一系列完善的管理体系，积累了丰富的运营管理经验，在多年的发展过程中，培养并形成了知识结构和专业结构合理、具备战略发展眼光的专业管理团队。

图表 3 公司管理层简介

姓名	职位	任期起始时间	工作经历简介
赵文阁	董事长	2018-09-27	曾任公司党委副书记、副董事长、总经理，现任公司党委书记、董事长。
王栋	副董事长、 总经理	2019-03-08	曾任义乌市国资办党委委员、副主任、国资运营中心管委会副主任（兼），现任公司党委副书记、副董事长、总经理。
许杭	董事、 董事会秘书	2017-12-12	曾任公司证券法务部总经理、证券事务代表，现任公司董事、董事会秘书。
赵笛芳	财务负责人	2014-05-12	曾任公司财务部总经理，现任公司财务负责人。

资料来源：公司公告，公司官网，wind，华安证券研究所

- 公司于 2020 年 10 月发布限制性股票激励计划，培养人才、留住人才的同时，有效地激发公司团队活力，从“人力”层面促进公司在现有的基础上继续提速发展。从涉及人员来看，此次股权激励覆盖对象多、职位丰富，有利于进一步完善公司治理结构、建立健全公司长效激励与约束机制，吸引并留住优秀人才，充分调动公司董事、中高层管理人员、核心技术（业务）骨干人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远可持续发展，确保公司发展战略和经营目标的实现。
- 已进行部分的具体内容如下：
- 限制性股票激励计划：**①2020 年 12 月 11 日为首次授予日，共向 395 名激励对象授予 4670 万股限制性股票，占公司当时股本总额的 0.858%，授予价格为 2.94 元/股；②2021 年 8 月 9 日，共向 31 名激励对象授予 234 万股限制性股票，占公司当时股本总额的 0.043%，授予价格为 2.39 元/股。因激励对象职务调动或离职的原因，2021

年 11 月 30 日公司回购注销已获授但尚未解除限售的 98 万股 限制性股票；2022 年 10 月 21 日回购注销已获授但尚未解除限售的 520 万股 限制性股票。截至 2022 年底，仍存续的激励对象共 372 人，共持有限制性股票为 4286 万股。

图表 4 公司股权激励介绍

解除限售安排	解除时间	解除限售比例	业绩考核要求	
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起 <u>24</u> 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 <u>36</u> 个月内的最后一个交易日当日止	33%	以 2019 年业绩为基数，2021 年营业收入增长率不低于 <u>75%</u> ；2021 年每股收益不低于 <u>0.20</u> 元，且上述两个指标均不低于对标企业 <u>75</u> 分位值水平或同行业平均水平；2021 年主营业务收入占营业收入比重不低于 <u>90%</u> ；2021 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 <u>130</u> 亿元。	
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 <u>48</u> 个月内的最后一个交易日当日止	33%	以 2019 年业绩为基数，2022 年营业收入增长率不低于 120%；2022 年每股收益不低于 0.22 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；2022 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 240 亿元。	
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 <u>60</u> 个月内的最后一个交易日当日止	34%	以 2019 年业绩为基数，2023 年营业收入增长率不低于 180%；2023 年每股收益不低于 0.25 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；2023 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元。	
限制性股票的解除限售条件—个人层面考核要求				
考评结果 (S)	优秀	良好	合格	不合格
解除限售系数	1		0.8	0
个人当年实际解除限售额度=解除限售系数×个人当年计划解除限售额度，绩效评价中的特殊情况由董事会裁定				

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

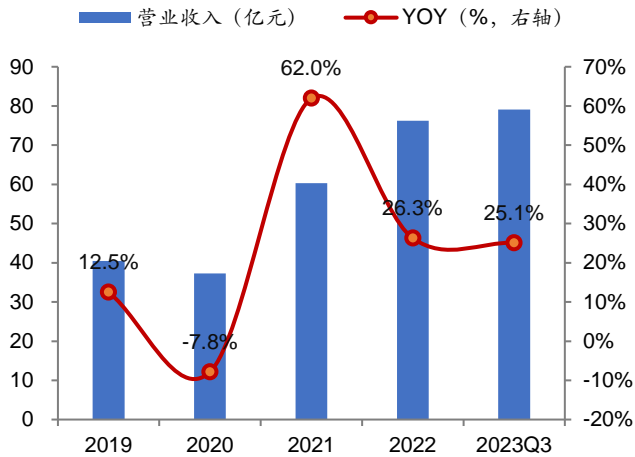
注：①每股收益=扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润/公司总股本；若公司发生资本公积转增股本、派发股票红利、配股、增发等影响公司股本总数的事宜，计算每股收益时，所涉及的公司股本总数不做调整，以 2019 年底公司股本总数为计算依据。扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润以激励成本摊销前的数值作为计算依据。

②以上营业收入、每股收益以剥离房地产业务数据为考核计算依据

1.3 盈利分析

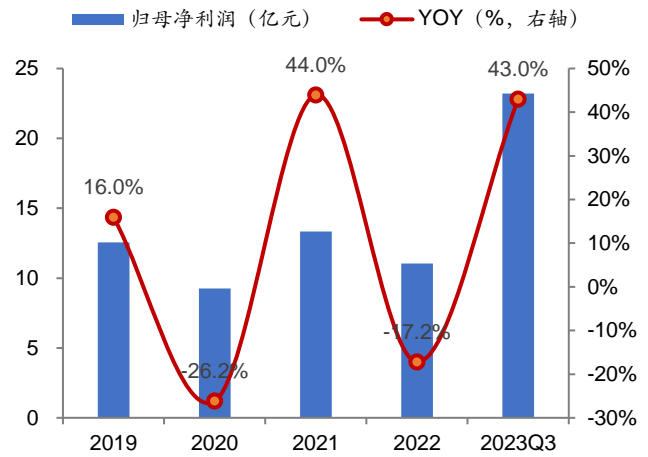
- 2019-2023Q3，公司营业收入分别为 40.4/37.3/60.3/76.2/79.1 亿元，主要受益于商品销售规模的持续增长，公司营业收入整体呈上升趋势，业务发展较好。2019-2023Q3，公司归母净利润分别为 12.6/9.3/13.3/11.0/23.2 亿元，盈利能力增强，公司利润增速明显高于收入。2021 年对于公司是重要的一年，这一年实现了收入、利润双高增；该年份公司自营贸易迈上新台阶，主要通过整合义乌市场源头供应链资源，同时集“进口好物”为一体，打造内销外贸两相宜的贸易体系，实现跨越式发展。

图表 5 2019-2023Q1 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

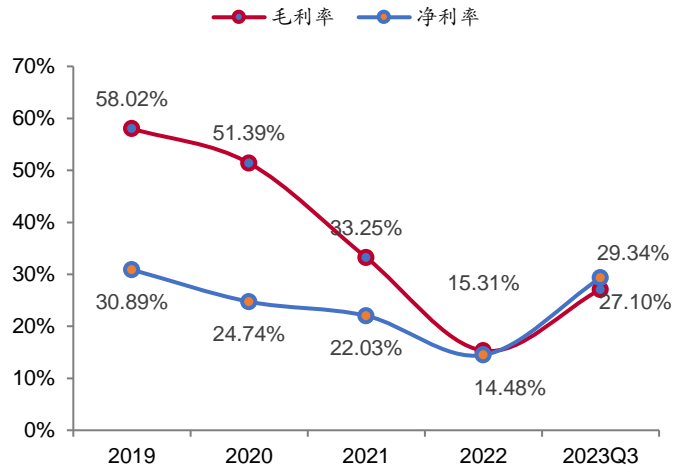
图表 6 2019-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司 2022 年毛利率下降是由市场经营业务减免约 10 亿元租金和商品销售业务毛利率低、占比增加所致。随着市场景气度上升, 结合 2023Q3 数据来看, 公司毛利率已现企稳回升态势, 且净利率已回升至 2020 年之前的水平。

图表 7 2019-2023Q1-3 公司毛利率、净利率



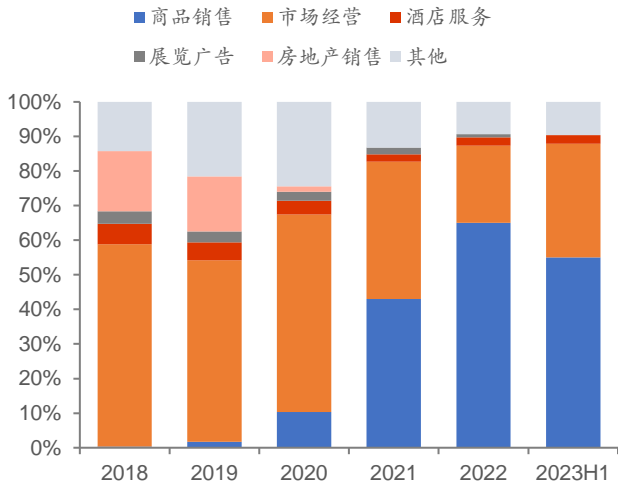
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 以传统业务为核心, 构建实体经济生态

- 公司现有主营业务分为市场经营、商品销售、酒店服务和展览广告。2020 年以前, 房地产板块是公司营收的一大组成部分, 2017-2020 年房地产销售板块营收分别为 67.18/6.26/6.47/0.59 亿元, 呈明显下滑趋势。2020 年公司通过转让义乌中国小商品城房地产开发有限公司及浦江绿谷置业有限公司各 51% 股权剥离房地产板块, 推动各类资源要素向主业集中, 做到聚焦。
- 公司商品销售营业收入占比较大, 但毛利率偏低, 2020-2022 毛利率分别为 0.46%/0.25%/0.28%, 对公司利润贡献有限; 市场经营业务的毛利率较高, 2020-2022

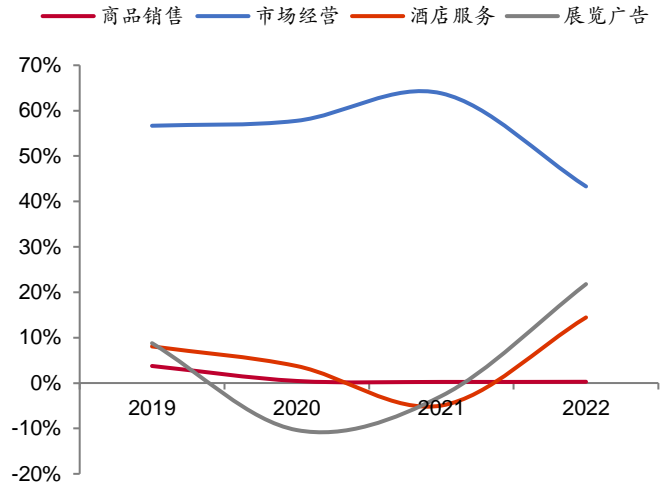
毛利率分别为 57.77%/63.82%/43.31%，贡献了公司主要的利润。

图表 8 2019 年-2023H1 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 9 2019 年-2022 年公司各业务的毛利率



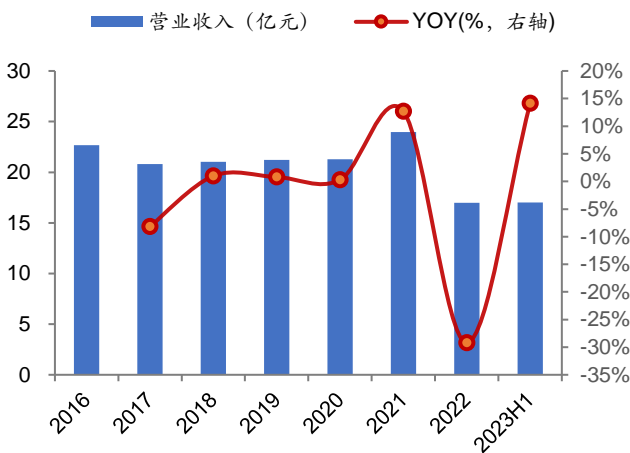
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

2.1 市场经营

2022 年，公司经营的市场商位出租率保持在 98%左右，成交额 2020.90 亿元，同比增长 8.3%，展现出强大的韧性与活力；同时，为全力推进中小微企业、个体工商户复工复产，2022 年公司减免小微企业或个体工商户租金约 10 亿元。

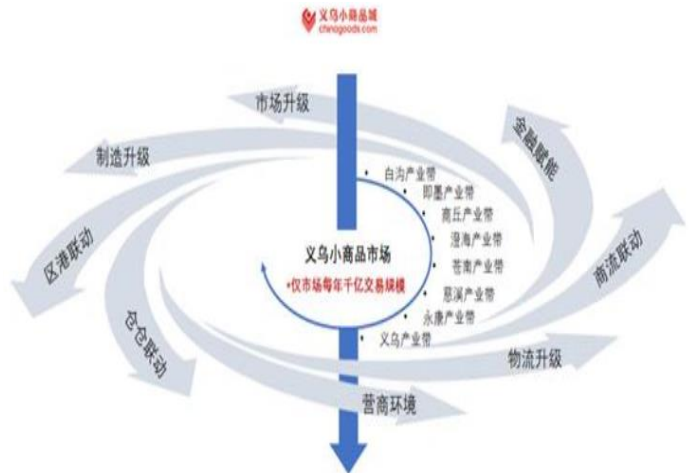
该业务有两大特点：①公司实行商位使用费预收制，收入来源稳定，再考虑到在建的国际商贸城六区的租金和选位费，市场经营业务未来几年会持续迎来增量。②根据公司公告，截至 2022 年末公司预收账款 8.86 亿元，合同负债 39.91 亿元，市场经营业务收入 16.97 亿元，加回减免的约 10 亿元租金，粗略计算该业务收入保障系数 1.8，更能体现业务的稳定。

图表 10 2017-2023H1 年市场经营营业收入及其增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 11 公司的实体经济生态



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

公司负责经营的市场包括国际商贸城一至五区市场、进口市场、一区东、二区东扩市场、篁园市场、国际生产资料市场等。2023Q1，国际商贸城日均客流量超 20 万人次，日均外商 1646 人，同比增长 30.3%，日均车流量 88593 车次，同比增长 23.4%。

图表 12 公司市场经营情况简介

市场名称	开业时间	商位数量	经营户数	主营	
义乌国际商贸城	一区	2002.10	8000 余个	10000 余户	一楼经营花类、玩具；二楼经营饰品；三楼经营工艺礼品；四楼开办了中小生产企业直销中心、台商馆，东铺房为外贸企业采购服务中心
	二区	2004.10	8000 余个	10000 余户	一楼经营箱包、伞具、雨披袋；二楼经营五金工具配件、电工产品、锁具、车类；三楼经营五金厨卫、小家电、电讯器材、电子仪器仪表、钟表等；四楼设生产企业直销中心及香港馆、韩商馆、四川馆、安徽馆、江西九江馆、新疆和田馆等精品交易区；五楼设外贸采购服务中心
	三区	2005.9	7000 余个	8000 余户	一楼经营笔墨用品、纸制品和眼镜；二楼经营办公学习用品和体育休闲用品等；三楼经营化妆品、拉链、纽扣等；四楼为生产企业直销中心；五楼经营画业
	四区	2008.10	16000 余个	20000 余户	市场一楼经营袜类；二楼经营日用百货、手套、帽类、针棉；三楼经营鞋类、线带、花边、领带、毛线、毛巾；四楼经营文胸、内衣、皮带、围巾。市场设有高架车道，各种车辆直达市场各个楼层
	五区	2011.5	7000 余个	/	市场一楼为义乌中国进口商品城，主营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等行业。市场专设有网商服务区
进口市场	2019.11	/	/	以进口商品零批兼营为主，探索发展“保税+新零售”、“保税+展贸”、“保税+加工”等业态	
一区东扩市场	2015	2448 个	/	和一区老市场形成合力，进一步巩固饰品、饰品配件在国内龙头地位	
篁园市场	2011.5	4992 个	/	专业服装城、批发零售互补	
国际生产资料市场	2013.11	4000 余个	/	进口红酒、食品、日化用品、工艺品、化妆品、电子电器、厨房用品、家居	
迪拜市场	2022.6	1600 余个	/	迪拜是义乌制造在中东地区最大的贸易集散地，布局五金工具、五金厨卫、床上用品等八大行业	

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

二区东新能源产品市场

2022 年，公司利用义乌市场产品体系、客户群体、贸易服务与新能源应用产品贸易高度契合的优势，打造全国首个新能源产品展示交易的专业市场：二区东新能源产品市场。二区东市场总建筑面积 13.1 万平方米，地上五层，地下两层，1-2 层商位共计 478 间，已于 2022 年完成招商工作，收取入场资格费和商位使用费等款项金额合计 8.56 亿元，预计 3 层在 2023 年开始完成招商和购置，4-5 层及地下两层为泊车场地。目前二区东市场已正式开业，集聚经营主体 260 余户，汇聚光伏组件、新能源若干大类 200 多个品牌，植入了一系列数字化应用场景，构建数字化市场体系，探索“市场+数字”的创新模式。

义乌市场新能源产品出口持续增长，据义乌海关发布，2023H1 义乌机电产品出口 919.2 亿元，增长 13.5%，占义乌市出口总值的 38.7%；2023 年 1-5 月，二极管及类似半导体器件和太阳能电池各出口 126.7 亿元、126.5 亿元，分别增长 6.6%和 6.9%。

图表 13 二区东新能源产品市场展示



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

2.2 商品销售

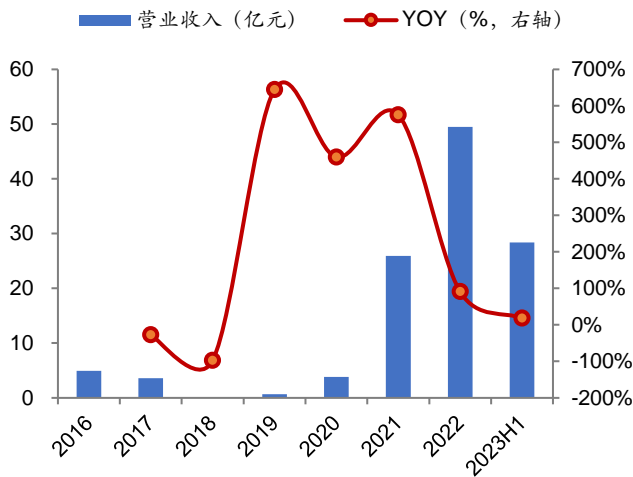
2020年10月，chinagoods平台上线带动商品销售业务规模急速扩大、营收显著增加，使得商品销售业务在2021年超越市场经营业务，成为公司收入贡献第一大业务。

爱喜猫。公司以“ICMall 爱喜猫”为核心品牌整合供应链，打造一站式进口贸易服务平台。爱喜猫是集进口好物+新潮国货为一体的城市潮流精品店，涵盖家居生活、美妆护肤、母婴用品、零食酒水、文娱文创、玩具数码六大品类、2万+优质单品。爱喜猫线下包括义乌宾王店、金华万达店、温州平阳店等；线上分别入驻头部平台考拉海购和多多国际、入驻自营电商平台chinagoods和开通微信小程序爱喜猫商城。爱喜猫致力于打造集采购、分销网络为一体的线上分销体系。

犇犇找货。犇犇找货是chinagoods平台的一款为采购商快速匹配精准货源、提高找货效率，为市场经营户精准匹配商机、对接精准采购商资源的平台，它可实现找货覆盖义乌7.5万家商户、数百万款商品。采购商发布的找货需求，可以做到1小时商机响应，4小时商户报价，24小时追踪服务。2022年公司“415”电商节期间，有2万+个全球采购商通过“犇犇找货”参与线上采洽。

图表 14 2017-2023H1 年公司商品销售营业收入及增速

图表 15 爱喜猫展示



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

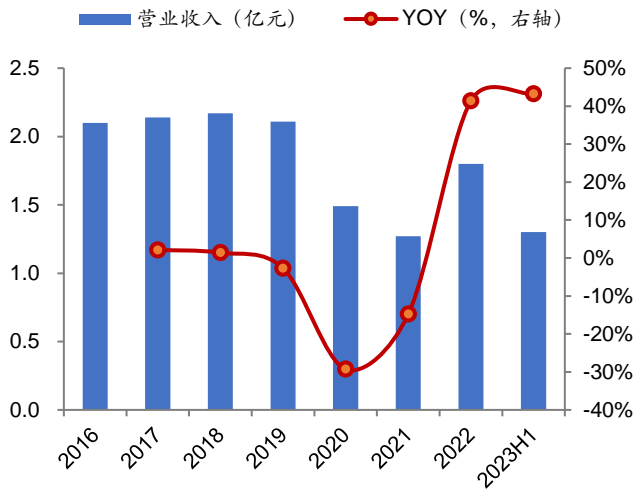
资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.3 酒店服务

公司下属各酒店分公司负责经营和管理。酒店的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。客房和餐饮销售主要依靠协议客户、会议、婚宴以及在线预订商介绍等方式。公司现经营管理义乌银都酒店、义乌博览皇冠假日酒店、义乌商城宾馆等。

2022年，酒店板块实现营收1.8亿元，逆境中迸发活力，同比增长41.43%。公司酒店业务规模在行业中所占份额较小，对公司利润贡献较小，2022年利润占比为2.23%。酒店业务现已与chinagoods平台深度融合，优化全链路体验，开发统一会员营销平台，构建私域流量池，进一步推进会员统一发展与运营，实现流量规模效应；整合融入公司市场数据库，完成酒店社区模块搭建与产品上线。

图表 16 2017 年-2023H1 年公司酒店服务营业收入及增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 17 义乌博览皇冠假日酒店



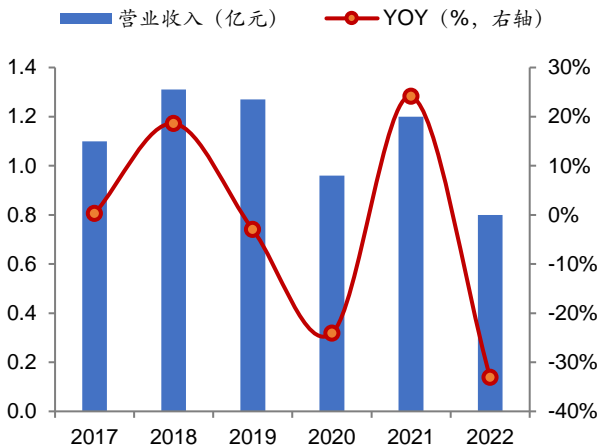
资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.4 展览广告

展览广告业务主要配合公司举办的会展。公司控股义乌中国小商品城展览股份有限公司（以下简称“商城展览”），现已发展成为国内组展、海外出展、展览配套服务于一体的，业务范围一条龙的专业展览企业。商城展览拥有 7600 平方米大型会议活动多功能厅，可提供国际标准展位 6300 个，先后承办了中国义乌国际小商品博览会、中国义乌国际森林产品博览会、中国义乌国际进口商品博览会、义乌五金电器博览会等重大国际贸易会展。

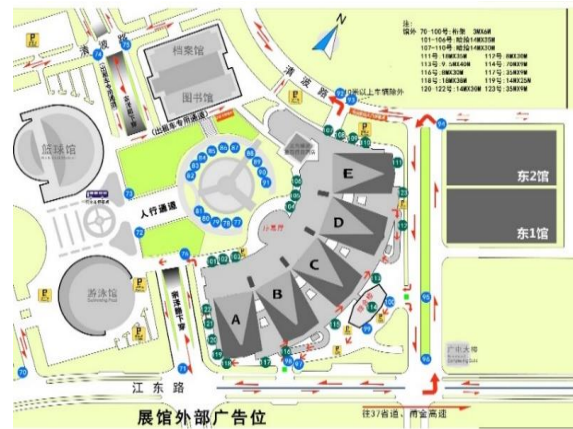
2022 年，展览广告板块实现营收近 8 千万元，逆境中展现韧性；会展板块完成股份制改革，持续推动资本化运作；展览数字化稳步推进，围绕五金会、义博会、森博会、文旅会 4 大主办展线上布局，构建数字营销、线上展会、智慧展馆等核心数字化应用，将传统展会业务向数字化新业务模式转型。2023Q1，“市井好货”系列活动云会场总 GMV 达 22.6 亿元，吸引 56 万采购商关注；第 17 届中国义乌文化和旅游产品交易博览会展馆面积 6 万平方米，设 3403 个标准展位，吸引采购商及观众 10.3 万人次，同比增长超 20%。

图表 18 2017 年-2022 年公司展览广告营业收入及增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 19 展馆外部广告位图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

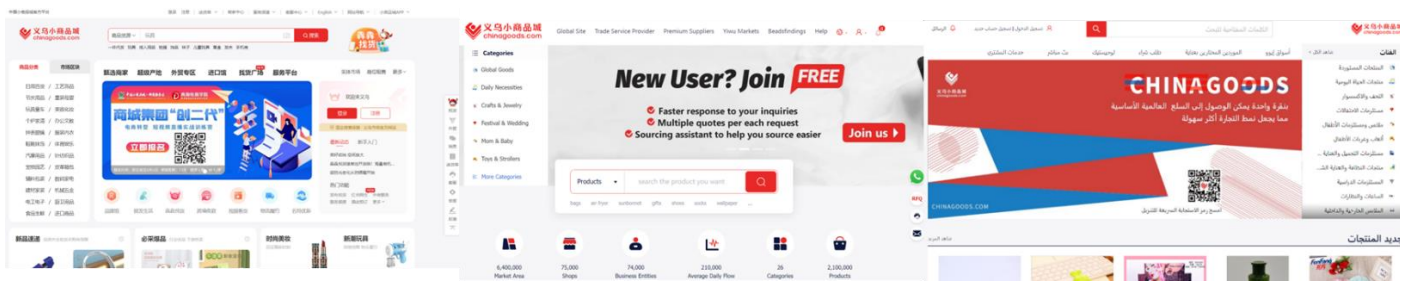
3 以 chinagoods 为载体，构建数字贸易生态

3.1 chinagoods 平台，突破传统业务物理限制

chinagoods 平台（义乌市场官方网站“义乌小商品城”平台）于 2020 年 10 月上线。网站依托义乌市场 7.5 万家实体商铺具有的资源，服务产业链上游 200 万家中小微企业，覆盖 26 个大类，以贸易数据整合为核心驱动，采用“国家站+海外仓+展厅”运营模式，为商户提供从采购、出货、报税、回款到国际仓储、物流、支付、订舱等“一条龙”服务，致力于构建真实、开放、融合的数字化贸易 B2B 综合服务平台。

chinagoods 现已上线中文版、英文版、阿拉伯语版、西班牙语版等网站，开通西班牙站、迪拜站等国家站功能。

图表 20 chinagoods 部分语言版本展示

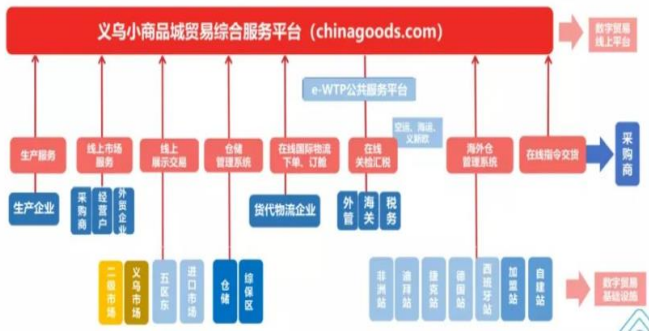


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

得益于市场采购贸易模式允许义乌上万吨商品拼箱出口、简略申报、无票免税，让义乌在市场采购贸易出口方面保持稳步增长，占据全国总额的三分之一，并在中小商品的全球流通中形成“虹吸效应”。2023H1，义乌通过市场采购贸易方式出口 1810 亿元，增长 19.1%，占义乌出口总值的 76.2%，拉动全市出口增长 14.3 个百分点；2023H1 义乌通过一般贸易进出口 713.2 亿元，增长 17.7%。chinagoods 平台是公司线上-线下市场融合并进的标志，依托 chinagoods 平台，公司突破传统业务物理限制，加快“市场采购+跨境电商”发展，将市场商户、外商、外贸公司、组货人等各类主体纳入数字贸易服务闭环。

chinagoods 平台注册采购商超 332 万人，链接外贸公司超 2500 家。chinagoods 采购宝产品，针对市场采购贸易中订单分散、拼箱申报、无票免税等特征，结合“组货人制度”，实现一键“跟单采购”、“数字验货”、“装柜出货”、“智能报关”，将订货单、装箱单、报关单和结汇单“四单”串联，形成独特的市场采购贸易方式的信息闭环；运用 chinagoods 平台物流、海外仓、供应链金融服务等功能，形成物流闭环；运用公司支付、保理、本外币兑换等牌照和货款宝、结汇宝等产品形成支付流与资金流的闭环。“三流汇聚”简化贸易环节、提升贸易效率，助力小商品数字化出海。

图表 21 平台搭建“云上一平台”“地面一张网”



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 22 chinagoods 全链路贸易闭环



资料来源：公司官网，华安证券研究所

采购宝是市场采购 2.0 体系的核心组件、chinagoods 平台生态链的重要一环，是一款外贸进出口贸易全链路履约服务产品，于 2021 年 12 月正式上线运行。采购宝支持在线精准、高效的“识图找货、直播找货、专区找货”功能；订单信息生成后，自动备案采购商订单，附加出口信用保险来保障订单安全，同时，为客户提供 200 多条国际物流专线的海运舱位，物流信息全程可视可追踪。通过采购宝，可实现客户在拥有 7.5 万个摊位、210 万个商品的国际商贸城中快速找到所需产品；可实现在小商品贸易链路长、主体多、环节复杂的情况下，保障订单交易安全，降低银行卡冻结风险，提高资金使用率。平台已将采购宝迭代升级，先后优化升级了采购商认证体系，融合了犇犇找货、找货笔记、组货信息修改、贷款宝贷款融资等功能。

海外仓面积 187.75 万方，覆盖 49 个国家，并在迪拜、美国、西班牙、比利时、德国等地，通过自建、加盟等方式布局了海外仓 140 余家。

共享云仓是平台主要为市场经营户、场外经营户和采购商提供一键订仓、仓库共享、在线出入库、商品管理等服务，解决他们的物品存放、临时周转等需求。

根据公司公告披露，2021 年大数据公司（chinagoods 平台运营主体）实现营收 1.4 亿元、净利润 2747 万元；2020-2022 年 chinagoods 平台 GMV 分别为 130/168/356.76 亿元，2023H1 平台实现 GMV320 亿元，同比增长 210.83%。公司 2023 年经营计划提出 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元的目标。

chinagoods 平台于 2023 年开始收取会员费：①**基础服务费**，每商户约 2~3 千/年；②**深度服务费**，公司可营收 5~6 千万/年；③**金融机构数字化服务**，此服务与一带一路产业带数据沉淀相关，或者是数据商业化，当公司在 chinagoods 平台上积累了信息流、资金流、物流和支付流并且可以相互印证的时候，可以结合支付公司，给第三方金融机构（主要指银行）提供数据报告，银行以此给经营商户进行授信，目前此项服务在内测中。

3.2 上线“Yiwu Pay 义支付”，打通跨境人民币支付通道

2023 年 2 月，公司全力打造的支付平台——“Yiwu Pay 义支付”正式亮相。义支付创立于 2012 年，注册资本 1.8 亿元，是公司全资控股的持牌第三方支付机构。Yiwu Pay 的发布，助力公司进一步形成互联网支付牌照、征信牌照、保理牌照的金融服务“三驾马车”，向贸易全链条服务延伸。截止到 2023H1，义支付自正式上线以来，实现跨境人民币业务服务客户数 1.1 万余户，跨境清算资金超人民币 6 亿元。

未来公司将发挥第三方支付牌照与市场贸易场景融合优势，打响“义支付”品牌：①**跨境支付**：持续扩大跨境人民币业务规模，积极申请跨境外汇资质，将跨境能力遍布全球，

成为专业市场全球跨境贸易第一选择；②国内支付：进一步强化数智金融赋能市场内贸的能力和水平；③跨境贸易数字人民币支付：打造数字人民币境内境外、线上线下全场景应用标杆。

图表 23 YiwuPay 发展历程

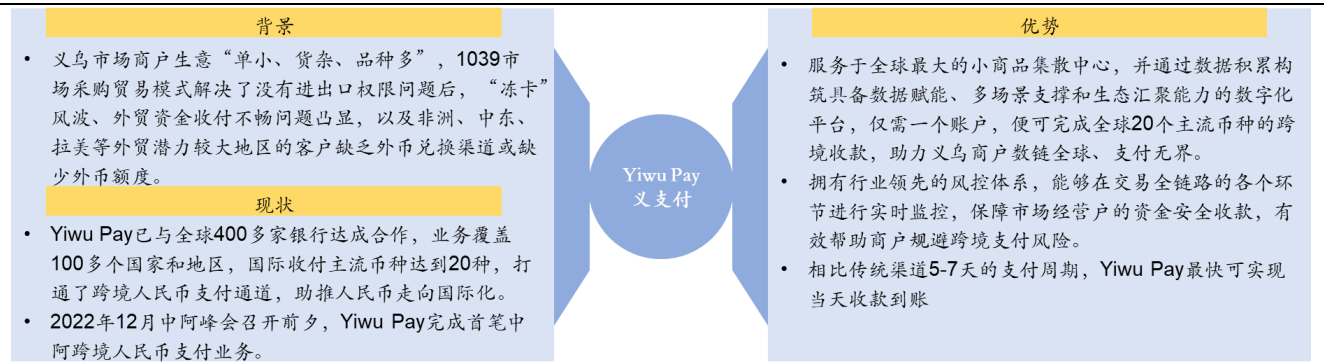


资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

解决外贸资金收付不畅问题

2月20日, “义支付”正式发布并启动了“冻卡无忧”计划, 经营户通过 chinagoods 平台履约, 用 Yiwu Pay 收款, 若产生冻卡问题, 将由商城集团先行垫付贸易资金, 并提供全程支持与协助。此外义支付强化了还原申报, 同时会开展“尽调”, 即请交易双方提供贸易相关单据, 并利用“实地+管理调查”等举措, 对贸易真实性等情况进行调查, 确保收款账户的安全; 另一方面得益于人民币跨境支付系统 (CIPS) 这一强大的清算网络, 以及人民币在国际上越来越受欢迎。

图表 24 YiwuPay 实现外贸资金收付通常



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

上线本地收款账户

本地收款账户于 2023 年 6 月 9 日正式上线, 一次性推出了印尼、韩国、菲律宾、欧盟、美国、墨西哥 6 种本地收款账户, 能为欧、亚、美三洲部分主要国家的支付效率提速, 助力企业资金高速流转、降低业务运营成本和减小汇率风险。

优势: ①简化谈判流程, 提高外贸效率与安全性。②到账快、最快可当日到账, 无中间行手续费。③通过本地收款账户, 客户无需再换汇即可支付, 省去换汇成本。④使用本地收款账户收款后, 买家只需在所在国家处理一笔境内打款 (类似于中国境内银联间互相转账), 便可完成货款支付, 中国经营户也会收到 Yiwu Pay 的通知, 大大降低双方信任成本。⑤0 开户费、0 入账费和 0 账户维护费, 成本更低。

图表 25 YiwuPay 全球币种、本地账户支付币种一览图



Yiwu Pay全球币种、本地账户支持币种一览图



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

3.3 建设国际商贸城第六代市场，打造义乌全球数字自贸中心

义乌是全球最大的小商品集散中心，2022 年市场高位出租率在 98% 以上，结合市场未来发展的需要，在数字经济的背景下，2023 年 4 月 11 日，公司发布公告称，拟投资 83.21 亿元建设国际商贸城第六代市场，打造义乌全球数字自贸中心。国际商贸城六区位于国际商贸城五区东侧，规划总用地面积约 37.44 万平方米，总建筑面积约 123.64 万平方米，建设周期约 4 年，分为市场、写字楼和公寓三大板块，预计 2025 年 8 月公寓投入使用、2025 年 10 月市场试营业、2026 年 4 月商务写字楼和商业街区试营业。市场集研发设计、品牌孵化、时尚智造、展示贸易、新媒体营销等功能业态于一体，实质是“国际商贸城新一代有形市场形态的数字化模式探索”，尤其是进出口贸易产业数字化的全新创新。公司将以全球数贸中心为载体，将数字经济发展生态和数字基础设施深度植入小商品贸易的各个环节，加快实现公司向国际贸易综合服务商转型。

图表 26 打造义乌全球数字自贸中心



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

3.4 成立智捷元港，履约服务数字化、智能化发展

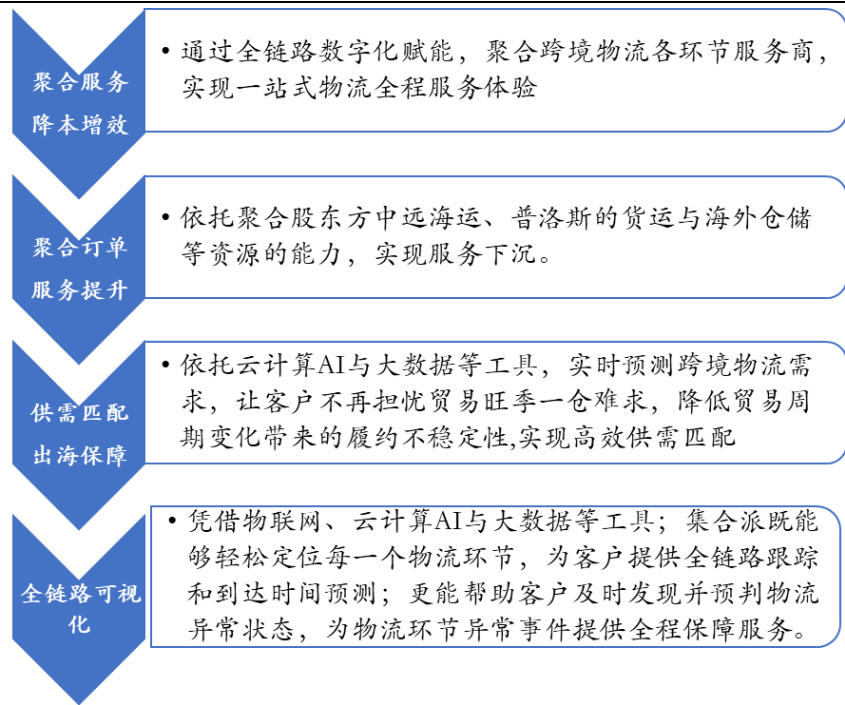
作为市场采购贸易最大的聚集地，义乌拥有 5.5 万个商户，关联 200 多万家中小微企业，贸易辐射全球 230 多个国家和地区。近三年跨境电商、市场采购贸易额年均增幅分别达到了 **34.6%** 和 **28.3%**，但相对于一般贸易模式，市场采购模式的履约支撑不够。在此背景下，2022 年公司与中远海运、普洛斯成立合资公司智捷元港，智捷元港整合三方优势资源，打造更适应跨境贸易单小货杂新趋势的物流服务模式，提升物流履约能力。

智捷元港将融入公司现有的业务体系，联动小商品贸易上下游各环节，完善组货人生态、海运生态、仓储生态、金融服务生态等，改变传统外贸各参与主体“散乱”的供需关系，提升贸易效率。公司将在履约的前端仓储环节与后端支付环节与智捷元港开展业务合作延伸，实现全球货义乌拼、义乌出，提升贸易的便利化水平。

未来履约的发展首先是全链路一体化，其次是数字化、智能化履约服务的快速发展，全链路协同的履约服务体系价值将愈发凸显，而数字化智能化建设是提升全链路协同水平的关键。智捷元港一方面赋能义乌外贸发展，提升市场主体活力，为义乌外贸行业提供稳定的海运运力和高效的国内外仓储资源支持，稳定小商品跨境贸易；另一方面通过数字纽带串联整合包括贸易履约在内的各项贸易服务业务，放大整体服务功能，以此降低贸易成本、提升贸易便利化水平。

集合派 (Zmetaport)。集合派是智捷元港自研的数智化跨境物流综合服务平台，聚合了各级优质跨境物流服务提供商，打通跨境物流各环节的数据壁垒，实现全产业链高效协同运营。2022 年 11 月 27 日，在第 28 届中国义乌国际小商品博览会(以下简称“义博会”)上，集合派第一次以独立参展商身份在 C 馆跟大家见面，受到不少外贸进出口企业、市场经营主体、常驻义乌外商的关注。

图表 27 集合派的数字化平台优势



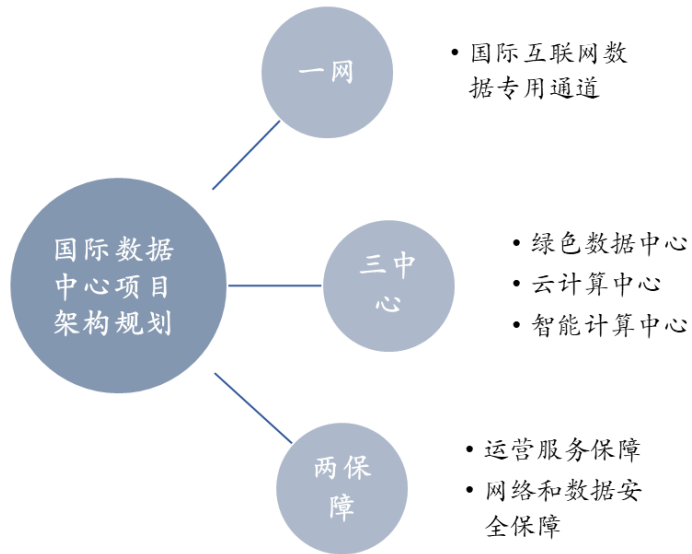
资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

3.5 成立义乌云带路，建设“一带一路”国际数据中心

从宏观来看，2023 年进入“一带一路”倡议 10 周年，10 年来“一带一路”带动整个中国的对外经贸关系，“一带一路”沿线贸易增长超过了世界贸易增长的平均水平；义乌积极响应“一带一路”，2023H1 对“一带一路”沿线国家合计进出口 1012 亿元，增长 21%。义乌紧跟国家走出去战略，作为世界小商品之都，沉淀了大量“一带一路”相关数据，而数字经济、数字贸易引领未来发展，因此为聚焦义乌市场产业链供给侧转型升级，创建线上线下深度融合的贸易全过程，提升算力支持，推动数据要素流动和集成，公司与“浙江联通”签订协议，拟合作建设运营“一带一路”国际数据中心。“一带一路”国际数据中心作为义乌第一数据入口，将成为全国一体化算力网络长三角国家枢纽边缘节点，成为“一带一路”国际互联网数据交换枢纽。

2023 年 4 月 24 日公司发布公告称，为推动国际数据中心项目尽快落地，拟投资 5 亿元设立义乌云带路数据科技有限公司，云带路公司设立有利于探索布局国际新型互联网数据交换枢纽，对接国内外主流数据中心、云服务商，为跨境电商、跨境金融、跨境物流、跨国视频会议、跨境传输等场景提供“安全合规、弹性灵活、一站接入、优惠便捷、快速稳定、全球联动”的国际互联服务，推动公司形成“一带一路”贸易大数据平台。

图表 28 国际数据中心项目架构规划

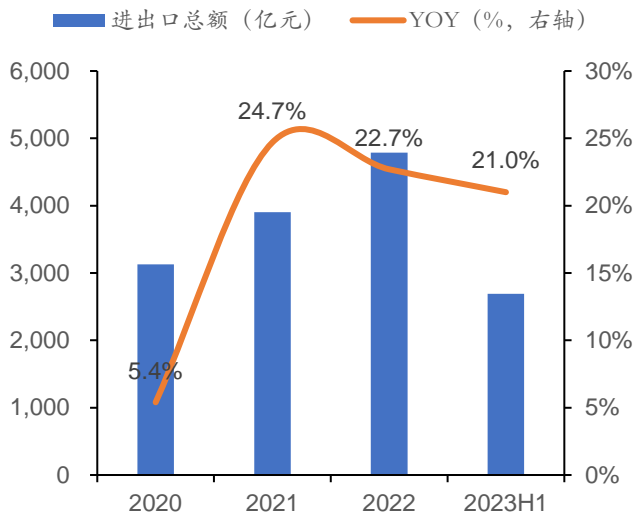


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

4 借力“一带一路”、“RCEP”，外循环节点持续贯通

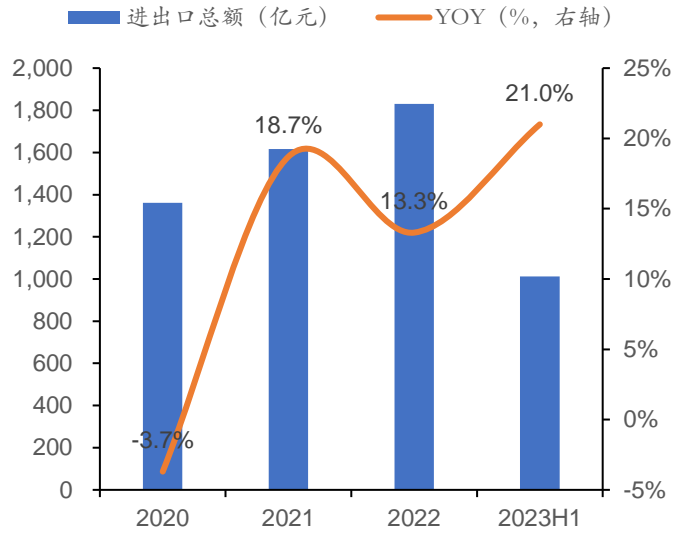
- 义乌市场是连接国内国际贸易供应链的重要平台，处于全球小商品供应链的关键节点，对畅通内循环、提升外循环、服务“双循环”新发展格局具有举足轻重的地位。“RCEP”即《区域全面经济伙伴关系协定》(Regional Comprehensive Economic Partnership)，于 2022 年 1 月正式生效，现成员国包括中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国，“RCEP”覆盖超 20 亿人口和约占全球 1/3 的经济体量，被称为“全球最大的自贸区”。
- 公司提出要加大中东、非洲、RCEP 等义乌市场重点贸易国家和地区的海外项目布局力度，实现义乌市场前移，带动义乌商品主动走出去。2022/2023H1，义乌市实现进出口 4788.0/2689.7 亿元，同比增长 22.7%/21.0%。非洲继续稳居义乌外贸出口第一大市场，义乌对“一带一路”沿线国家合计进出口 1831.1/1012.0 亿元，增长 13.3%/21.0%，对其他 RCEP 国家合计进出口 776.1/384.7 亿元，增长 14.3%/2.8%。区域上，东南亚、中东和拉美地区在与义乌的贸易中占据较高市场份额，“一带一路”沿线国家及“RCEP”区域持续为义乌市场带来机遇。

图表 29 2020-2023H1 义乌进出口总额及同比增速



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 30 义乌“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速

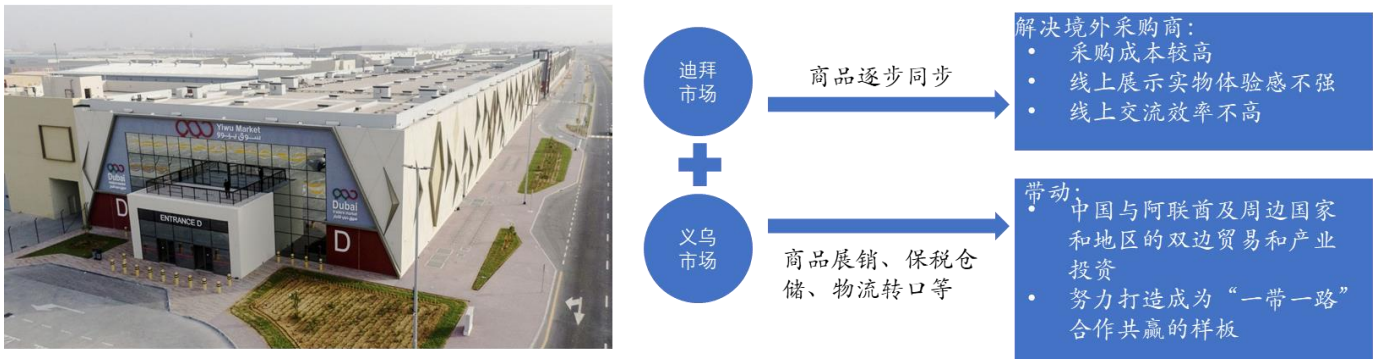


资料来源：公司官网，华安证券研究所

4.1 迪拜市场

- 2022 年 6 月，小商品城首个海外分市场——迪拜市场正式营业，该市场由公司与迪拜环球港务集团共同开发建设，项目总投资约 10.6 亿元人民币，占地面积 20 万平方米，建筑面积 16 万平方米，涵盖商品展示及保税仓储功能，其中展示部分由 1600 个商位组成，采用划行归市，布局五金工具、五金厨卫、床上用品等八大行业；仓储区则由 324 间保税仓库组成。迪拜市场地理位置优越，距马克图姆机场及中东地区最大港口之一的杰贝阿里港 15 分钟车程，可有效辐射中东、北非、欧洲等地近 10 亿人口的消费市场。
- 迪拜是“中东门户”，是义乌制造在中东地区最大的贸易集散地。迪拜市场是公司“全球战略”中第一个海外分市场，也是公司融入国内国际双循环新发展格局的重要举措之一。公司相关负责人表示：“迪拜义乌中国小商品城突破了时空限制，相当于将义乌市场前移至海外。”
- 入驻迪拜市场的小商品城企业可享受货物转口零关税、无企业所得税、无个人所得税、100%所有权、无需当地保人、无外汇管制，以及利润和资本调拨回国不加限制等政策。

图表 31 义乌市场+迪拜市场联动



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

4.2 “义新欧”中欧班列

- 义乌作为“世界小商品之都”，过去主要通过汽车运输的方式将货物运往乌鲁木齐或口岸，再销往地处内陆的俄罗斯和中亚等国家，出境物流效率低、周期长成为义乌市场的发展痛点，因此义乌对通往内陆的物流需求十分迫切。
- 2014年9月，习近平主席首次提出“义新欧”铁路计划，同年11月18日，“义新欧”中欧班列在浙江义乌铁路口岸发出第一班列，2023年恰逢“一带一路”倡议发布十周年。目前“义新欧”中欧班列已累计开通19条线路、覆盖51个国家和地区、通达160个城市，年发行2269列，较2015年上涨7倍，年运输金额超400亿元，较2015年上涨4倍，成为“一带一路”与中欧交往的“金丝带”。“义新欧”以义乌小商品进出口为基础，发力物流产业链上下游，带动周边产业升级，与数字经济发展充分融合，为公司线下市场、物流履约、进口贸易和线上chinagoods平台、支付业务的发展带来广阔空间。
- 2023H1，“义新欧”中欧班列已累计开行1366列，累计货运量突破112168标箱，同比增长16.2%。

图表 32 义新欧产品服务

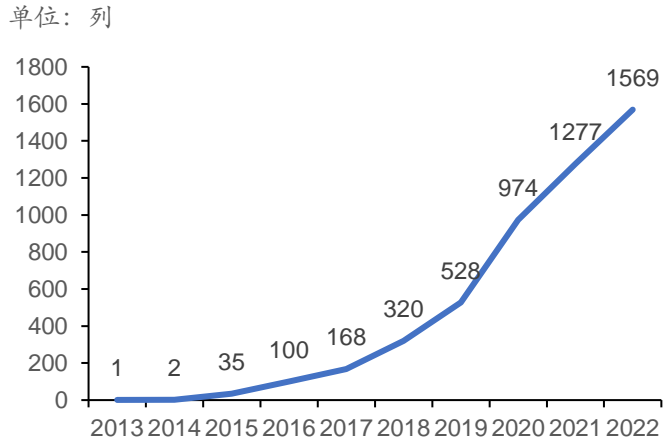


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 33 义新欧班列运行图



图表 34 “义新欧”班列年度开行总量走势



资料来源：公司公告，官方公众号，华安证券研究所

资料来源：公司官网，官方公众号，华安证券研究所

盈利预测&投资建议

我们以公司业务进行划分，假设如下：

(1) 市场经营：受减免约 10 亿元租金影响，公司市场经营业务营收在 2022 年出现下滑，这一影响因素在 2023 年不再出现；新增二区东市场 1-2 层于 2022 年完成招商工作，随着 3 层在 2023 年完成招商和购置，我们预计二区东市场出租率在 95% 以上，2023 年市场经营业务营收有显著增长，2024、2025 年营收增长平稳。我们预计 2023~2025 年，公司市场经营业务增速分别为 87%、10%、5%。

(2) 商品销售：受公司线上平台 chinagoods 带动影响，公司商品销售业务规模不断扩大。预计该业务 2023~2025 年的增速分别为 42%、30%、20%。

(3) 酒店服务：酒店服务业务和义乌市场的客流量相关，目前义乌国际商贸城的客流量逐步修复。预计该业务 2023~2025 年增速分别为 12%、5%、3%。

(4) 展览广告：义乌市场景气度恢复，承办的展会数量预计增加，预计 2023~2025 年同比增长分别为 16%、5%、5%。

(5) 其他业务：其他业务中包含了 chinagoods 平台业务，2023 年 chinagoods 开始收取会员费，我们预计其他业务未来几年将有持续增长，2023~2025 年增速分别为 60%、50%、50%。

图表 35 盈利预测汇总表

	2022A	2023E	2024E	2025E
市场经营				
营业收入 (百万元)	1697.02	3173.43	3490.77	3665.31
同比 yoy	12.54%	87.00%	10.00%	5.00%
毛利率	43.31%	72.27%	73.64%	74.27%
商品销售				
营业收入 (百万元)	4949.3	7028.01	9136.41	10963.69
同比 yoy	90.85%	42.00%	30.00%	20.00%
毛利率	0.28%	1.79%	2.20%	2.22%
酒店服务				
营业收入 (百万元)	180.26	201.89	211.99	218.35
同比 yoy	41.43%	12.00%	5.00%	3.00%
毛利率	14.45%	15.52%	15.70%	15.88%
展览广告				
营业收入 (百万元)	79.98	92.78	97.42	102.29
同比 yoy	-33.10%	16.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.79%	22.00%	22.00%	22.00%
其他				
营业收入 (百万元)	420.22	672.35	1008.53	1512.79
同比 yoy	20.30%	60%	50%	50%
毛利率	47.26%	70.25%	72.24%	73.48%
合计				
营业收入 (百万元)	7619.69	11168	13945	16462
同比 yoy	42.86%	46.57%	24.86%	18.05%
毛利率	15.31%	26.36%	25.50%	25.12%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

投资建议：

公司背靠“世界小商品之都”义乌市场这一平台，市场经营业务稳健发展；chinagoods 拉动商品销售业务增长的同时，助力公司三大生态系统的构建与完善，有望实现业绩的进一步提升；公司对数字经济领域布局的投入，借力“一带一路”倡议和“RCEP”协议推动业务实现降本增效。公司具备人民币第三方跨境支付牌照有望助推人民币国际化。我们预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 0.45、0.51、0.58 元/股，对应当前股价 PE 分别为 17、15、13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级

风险提示：

市场经营风险

大型商场、综合超市、仓储式商店、电子商务等其他商品流通业态是商品交易市场的有力竞争者。大型商场产品质量可靠、品牌知名度较高；综合超市或仓储式商店产品种类多样、价格便宜；电子商务提供了新的交易方式，使消费者可以较为方便的购买所需要的商品。采购商或者消费者出于便利等因素的考虑，也有可能选择通过电子商务平台进行采购或消费。因此公司可能面临着其他商品流通业态竞争的风险。此外，受专业市场方兴未艾、产业市场迅猛发展、中西部地区快速发展等因素影响，公司可能还面临着其他同类专业市场竞争的风险。

人才储备不足风险

随着市场转型加速和公司业务扩张，具有丰富经验的国际贸易、仓储物流、供应链、海外开发、信息数据、产业投资、商业运营的拓展，公司可能面临专业人才、复合型人才储备不足的风险。

外部不确定性

国际政治冲突引起国际贸易不确定性增加，全球市场贸易发展形势较以往更加复杂严峻；新技术加速孕育新机遇，贸易新模式新业态不断涌现。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5254	10427	11701	14006	
现金	1991	3068	3854	4927	
应收账款	211	345	416	491	
其他应收款	419	2497	2337	2757	
预付账款	606	1062	1372	1537	
存货	1330	2758	3026	3597	
其他流动资产	697	697	697	697	
非流动资产	26857	30459	34210	38006	
长期投资	6033	7154	8125	9027	
固定资产	5221	5615	5990	6381	
无形资产	6462	7793	9288	10882	
其他非流动资产	9140	9897	10808	11716	
资产总计	32111	40885	45912	52013	
流动负债	12412	18697	20920	23832	
短期借款	1059	1059	1059	1059	
应付账款	1191	1577	1847	2263	
其他流动负债	10162	16061	18013	20509	
非流动负债	4418	4418	4418	4418	
长期借款	405	405	405	405	
其他非流动负债	4013	4013	4013	4013	
负债合计	16830	23115	25338	28249	
少数股东权益	19	16	13	10	
股本	5486	5484	5484	5484	
资本公积	1651	1651	1651	1651	
留存收益	8125	10618	13425	16618	
归属母公司股东权益	15262	17754	20561	23753	
负债和股东权益	32111	40885	45912	52013	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1400	4268	4211	4299	
净利润	1105	2493	2807	3192	
折旧摊销	759	807	836	843	
财务费用	301	232	232	232	
投资损失	-1094	-1229	-1395	-1646	
营运资金变动	326	2190	1733	1680	
其他经营现金流	782	78	1071	1509	
投资活动现金流	-2363	-2958	-3193	-2993	
资本支出	-4101	-2773	-3342	-3522	
长期投资	359	-1413	-1245	-1117	
其他投资现金流	1380	1229	1395	1646	
筹资活动现金流	-1057	-234	-232	-232	
短期借款	117	0	0	0	
长期借款	-367	0	0	0	
普通股增加	-5	-2	0	0	
资本公积增加	20	0	0	0	
其他筹资现金流	-821	-232	-232	-232	
现金净增加额	-2025	1077	786	1074	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	7620	11168	13945	16462	
营业成本	6453	8225	10390	12328	
营业税金及附加	199	328	389	462	
销售费用	198	290	279	296	
管理费用	529	782	823	905	
财务费用	149	113	329	578	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	-5	0	0	0	
投资净收益	1042	1229	1395	1646	
营业利润	1147	2912	3181	3600	
营业外收入	7	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	1150	2912	3181	3600	
所得税	46	421	377	411	
净利润	1104	2491	2804	3189	
少数股东损益	-1	-3	-3	-3	
归属母公司净利润	1105	2493	2807	3192	
EBITDA	1020	3834	4350	5025	
EPS (元)	0.20	0.45	0.51	0.58	

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	26.3%	46.6%	24.9%	18.1%
营业利润	-30.7%	154.0%	9.3%	13.2%
归属于母公司净利	-17.2%	125.7%	12.6%	13.7%
获利能力				
毛利率 (%)	15.3%	26.4%	25.5%	25.1%
净利率 (%)	14.5%	22.3%	20.1%	19.4%
ROE (%)	7.2%	14.0%	13.7%	13.4%
ROIC (%)	1.2%	11.2%	12.0%	12.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.4%	56.5%	55.2%	54.3%
净负债比率 (%)	110.1%	130.1%	123.2%	118.9%
流动比率	0.42	0.56	0.56	0.59
速动比率	0.27	0.35	0.35	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.27	0.30	0.32
应收账款周转率	36.16	32.33	33.55	33.53
应付账款周转率	5.42	5.22	5.62	5.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.45	0.51	0.58
每股经营现金流薄)	0.26	0.78	0.77	0.78
每股净资产	2.78	3.24	3.75	4.33
估值比率				
P/E	26.20	17.13	15.22	13.38
P/B	1.88	2.41	2.08	1.80
EV/EBITDA	31.39	11.71	10.14	8.57

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。