

小商品城 (600415.SH)

传统业务稳中有增 顺势转型佳音可期

报告要点

小商品城有全球最大的小商品集散地——义乌国际商贸城。从 1982 发展至今，目前的义乌小商品共有 7.5 万家实体商铺、产业链上下游 210 万家中小微企业、汇集了 26 个大类 210 多万种商品。2023Q1-Q3，公司实现营业收入 79.06 亿元/yoy+25.08%，扣非归母净利润 21.51 亿元/yoy+37.74%。

公司致力于转型为“国际一流贸易服务商”，战略性丰富公司新业务生态系统公司全力打造的 Chinagoods 全链路贸易闭环线上服务平台为新业务核心，业务逐步由物业模式转变为供应链一体化服务模式。2023Q1-Q3 的 Chinagoods 平台 GMV 达 524.38 亿元/yoy+122.34%，提前达到 2023 全年 GMV 目标。

传统业务：市场经营业务仍有扩容潜力，商铺销售业务发展势头正足

小商品城传统业务主要分为市场经营、商品销售、酒店服务、展览广告。1) 市场业务稳固，现金流稳定。新二区东新能源市场、综保区及海外市场蓬勃发展。2023H1 公司市场经营业务收入 16.96 亿元/yoy+13.44%，占比 34.9%，预计未来市场经营业务收入将稳步提升；2) 公司整合义乌市场源头供应链资源，服务国内国际双循环，2022 年商品销售收入占比 65%，实现跨越式发展。

新业务：线上平台赋能一体化跨境贸易体系，数字化变现空间无限

1) **平台**：平台目前主要通过提供会员基础服务、会员增值服务、数字广告业务服务收取服务费，目前平台注册采购超 332 万人，连接外贸公司超 2500 家；2) **支付**：公司重点布局“Yiwu Pay”，提高跨境支付便捷性，截至 2023Q3，“Yiwu Pay”全球支付币种拓展至 20 种，最高单日结汇 3755 万人民币，累计交易额破 3 亿人民币；3) **物流**：22 年 8 月，公司与中远海运物流、普洛斯合资成立公司智捷元港，公司持股 27%，目前已开拓了 24 条航线，业务拓展至 79 个国家，为中小微企业提供全程物流履约服务。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 126/152/179 亿元，同比变化 +65.1%/21.0%/17.2%；归母净利润分别为 26.5/28.6/30.84 亿元，同比变化 +140.1%/13.7%/7.5%；EPS 分别为 0.48/0.52/0.56 元。我们认为公司将持续受益于“一带一路”倡议、数字经济以及跨境贸易的增长，传统市场业务扩容且新业务提升空间较大，给予“持有”评级。

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	76	126	152	179
增长率(%)	26.3%	65.1%	21.0%	17.2%
归属母公司所有者净利润(亿元)	11.0	26.5	28.6	30.8
增长率(%)	-17.2%	140.1	7.9%	7.5%
每股收益(元)	0.200	0.484	0.522	0.561

风险提示： 1.市场经营风险：新市场落成招商风险及 Chinagoods、Yiwu Pay 发展不及预期；
2.外部不确定性风险：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。

商业贸易

评级：持有 首次覆盖

日期：2024.01.30

分析师 何晓敏

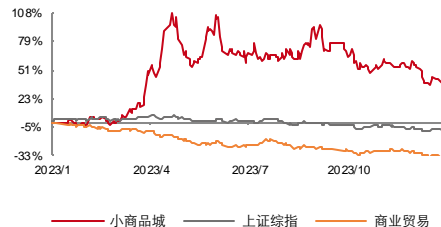
登记编码：S0950523110001

电话：(021) 61392631

邮箱：hexiaomin@wzkzq.com.cn

公司基本数据	2024/1/29
总股本(万股)	548,433.42
流通 A 股/B 股(万股)	548,433.42
资产负债率(%)	48.99
每股净资产(元)	3.16
市盈率(当前)	22.50
市净率(当前)	2.36

公司表现 2024/1/29



资料来源：Wind，聚源

内容目录

一、公司简介	5
二、行业整体向好，数字经济进一步带动外贸	8
2.1 行业发展情况：我国进出口贸易景气度逆势上升，外贸新业态发展迅猛	8
2.1.1 借力“一带一路”倡议，义新欧助力外贸发展	10
2.1.2 多政策支持数字化经济发展，大力推动对外贸易化水平	11
2.1.3 人民币国际化推动跨境支付	13
2.2 地方发展情况：一方县域，何以练就百万商海雄兵？	14
2.2.1 地方政策支持，大力提升贸易便利化水平	15
2.2.2 “义乌制造”全球认可，产品薄利多销，具备刚需属性	15
2.2.3 作为 1039 模式首个试点城市，先发优势明显	16
2.2.4 配套设施完善，快递业务量全国第一	17
三、传统业务稳中有进，创新业务贡献增量	18
3.1 实体市场生态：围绕市场经营多维度并进，剥离地产聚焦主业	18
3.1.1 市场经营业务：高毛利传统业务，持续扩展国内外市场	19
3.1.1.1 国内市场：稳中有增	19
3.1.1.2 海外市场：未来重点布局方向	21
3.1.2 商品销售业务：打通贸易全链路，推广义乌自有品牌	22
3.1.3 酒店&展览广告	23
3.2 数字领域生态：以 Chinagoods 为载体，陆续贡献收入利润	24
3.2.1 Chinagoods，打造数字化贸易综合平台	24
3.2.2 支付链路：持有稀缺牌照资质，切入跨境支付新赛道	26
3.2.3 仓储物流：打通贸易链联通环节，打造数字智能化仓储体系	28
3.2.4 推进数字建设举措：数据确权，建设数贸中心	29
四、盈利预测与投资评级	31
4.1 市场经营：减租因素消除，新市场带来增量	31
4.2 商品销售：两大品牌作突破口，提升供应链整合度	32
4.3 酒店服务及展览广告：稳中有增，流量带来业绩	32
4.4 新业务：围绕线上平台，战略转型一体化贸易服务商	32
五、投资建议与评级	34
六、风险提示	35

图表目录

图表 1: 浙江中国小商品城集团股份有限公司 logo.....	5
图表 2: 浙江省财政厅控股	5
图表 3: 小商品城控股公司控股比例超 50%	6
图表 4: 商品销售和市场经营业务占比超九成	6
图表 5: 公司毛利占比情况	7
图表 6: 公司市场经营毛利率稳中向上	7
图表 7: 公司费用情况	8
图表 8: 公司股权激励业绩考核目标	8
图表 9: 全球商品贸易总额变化趋势 (百亿美元)	9
图表 10: 2022 年中国商品贸易总额占比 14.4% (百亿美元)	9
图表 11: 中国加入 WTO 前后进出口金额变化 (亿美元)	9
图表 12: 中国社会消费品零售总额和增长速度 (亿元)	10
图表 13: "一带一路"中东国家摄影.....	10
图表 14: 义新欧系列班列运行图	11
图表 15: 义新欧班列实拍图	11
图表 16: 义新欧站点货运箱实摄图	11
图表 17: 近年数字经济相关政策	12
图表 18: 中国数字经济首次突破 50 万亿.....	12
图表 19: 中国数字经济规模对 GDP 占比接近 42%.....	12
图表 20: 人民币跨境支付业务总额 (亿元)	13
图表 21: 中国跨境电商相关企业数量变化 (家)	14
图表 22: 中国跨境电商相关企业数量同比增长速度	14
图表 23: 义乌市进出口总额占比稳中向上 (亿美元)	14
图表 24: 义乌市地方相关政策	15
图表 25: 义乌中国小商品价格指数稳定走强 (单位: 点)	16
图表 26: 义乌中国小商品景气指数稳中向上 (单位: 点)	16
图表 27: 1039 贸易模式突出优势	16
图表 28: 全国出口总额和全国市场贸易采购出口额 (亿元)	17
图表 29: 义乌市场贸易采购出口额 (亿元)	17
图表 30: 义乌市场贸易出口额占比情况	17
图表 31: 公司营业收入稳中向上	18
图表 32: 公司净利润回弹较强	18
图表 33: 公司实体市场生态图示	19
图表 34: 公司市场经营业务营收及增长率	19
图表 35: 义乌中国小商品城主要已开业市场概况	19
图表 36: 繁华绣湖商圈中的义乌篁园市场	20
图表 37: 浙江义乌宾王商贸区鸟瞰十年巨变	20
图表 38: 公司二区东项目情况	21
图表 39: 二区东新能源产品市场	21
图表 40: 义乌综保区	21
图表 41: 义乌小商品城海外仓拓展情况	22
图表 42: 迪拜市场火热开业	22
图表 43: 公司商品销售业务营收及增长率	22
图表 44: "义乌好货"旗舰展厅	23
图表 45: 爱喜猫金华万达店	23

图表 46: 公司经营“义乌银都雅悦酒店”.....	23
图表 47: 公司经营“义乌商城宾馆”.....	23
图表 48: 酒店业务收入情况 (百万元)	24
图表 49: 展览广告收入情况 (百万元)	24
图表 50: 1039 贸易模式与公司 Chinagoods 平台结合.....	24
图表 51: Chinagoods 国内版首页.....	25
图表 52: Chinagoods 海外版首页.....	25
图表 53: Chinagoods 总体业务框架图.....	25
图表 54: ChinagoodsAI 智创服务平台	26
图表 55: AI 赋能	26
图表 56: Chinagoods GMV 逐年上涨.....	26
图表 57: Chinagoods 入驻采购商数量迅速上升.....	26
图表 58: Yiwu Pay 在跨境支付中的优势.....	27
图表 59: 义支付高速发展.....	28
图表 60: Yiwu Pay 官网提供跨境支付安全解决方案.....	28
图表 61: 公司支付链路系统.....	28
图表 62: 全球数贸中心规划图.....	29
图表 63: 全球数贸中心规划图.....	30
图表 64: 全球数贸中心规划图.....	30
图表 65: 公司“支付-平台-物流”整体业务布局.....	31
图表 66: 公司市场经营业务收入及毛利预测 (百万元)	31
图表 67: 公司商品销售业务收入及毛利预测 (百万元)	32
图表 68: 公司其他服务收入及毛利预测 (百万元)	32
图表 69: Chinagoods 平台交易营收测算.....	33
图表 70: 公司跨境支付手续费收入测算 (亿元)	33
图表 71: 2025 年不同市占率和手续费率下公司跨境人民币业务手续费收入测算.....	34
图表 72: 公司汇率点差收入测算 (亿元)	34
图表 73: 小商品城 P/E Band (TTM)	35
图表 74: 可比公司估值.....	35

一、公司简介

义乌小商品贸易市场的发展最早可以追溯至 80 年代，40 年时间里，经历六次易址、十二次扩建、五代跃迁，市场的形态从第一代马路市场、第二代摊位市场、第三代棚架市场、第四代室内市场，发展到第五代国际商贸城。小商品城创建于 1982 年，20 多年来，经历四次搬迁八次扩建，现拥有营业面积 400 余万平方米，由国际商贸城、篁园市场、宾王市场三个市场簇群组成，商位 6.2 万个，从业人员 20 万多，日客流量 20 多万人次，是国际性的小商品流通、信息、展示中心，中国最大的小商品出口基地之一，2005 年被联合国、世界银行与摩根士丹利等权威机构称为“全球最大的小商品批发市场”。

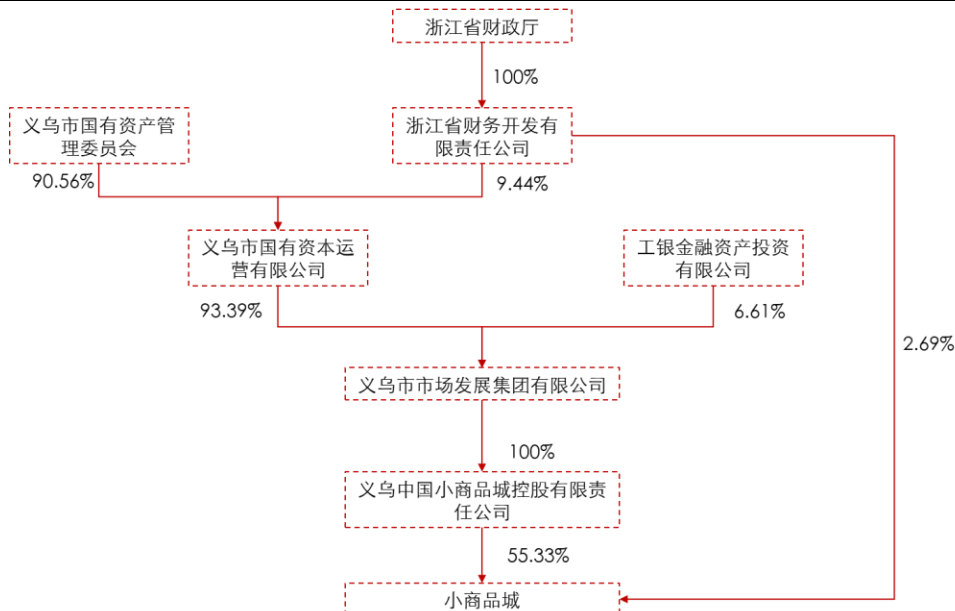
图表 1：浙江中国小商品城集团股份有限公司 logo



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

“义乌中国小商品城”是全国商品交易市场中首个获得国家工商总局驰名商标认定的市场，公司多措并举发挥“义乌中国小商品城”的品牌效应，致力提升公司在行业中的影响力和主导力，公司品牌优势、影响力不断增强。

图表 2：浙江省财政厅控股



资料来源：wind，五矿证券研究所

公司股权结构较为清晰，截至 2023Q3，商城控股持股 55.38%，而商城控股实际控制人为义乌国资委。小商品城的股权结构使其能充分利用国资委控股企业在政策、资源的优势，有先天的发展基础。

图表 3: 小商品城控股公司控股比例超 50%

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公司	30.38	55.38%
浙江浙财资本管理有限公司	1.47	2.69%
香港中央结算有限公司	0.79	1.43%
高雅萍	0.32	0.59%
南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	0.27	0.49%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

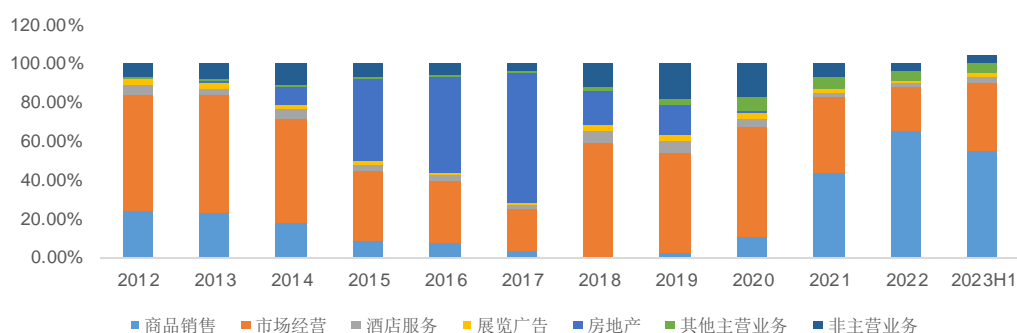
1.1 财务分析: 传统业务稳步向上, 新业务带来增量

收入端: 商品销售营收超越市场经营业务成为公司最大板块, 总体收入持续增长

公司四大主营业务分别为: 市场经营、商品销售、酒店服务及展览广告, 2022 年市场经营/商品销售/酒店服务/展览广告营收分别为 17、49.5、1.8、0.8 亿元。

- 2020 年, 因房地产收入波动较大, 公司正式剥离房地产业务;
- 同年, 公司加大商品销售发业务推进力度, 通过“爱喜猫”和“义乌好货”开展自营贸易, 公司商品销售业务规模急速扩大, 2021 年超越市场经营业务成为公司第一大业务, 2022 年收入占比 65%;
- 市场经营方面, 22 年公司为企业减免租金 10 亿元, 因此市场经营业务收入同比增速下滑;
- 其他业务指市场配套服务, 如仓储、宽带业务、数据服务等, 占比较小;
- 2023H1, 公司商品销售收入占比 55%, 相较于 2022 占比略有下滑, 而公司市场经营业务相较于 2022 年有所上升, 主要原因为 2022 年减租消除、年底义乌国际商贸城二区东市场开业, 并且自 2022 年年底开始义乌商场客流量逐渐回暖等因素导致租金收入增加。

图表 4: 2022 商品销售和市场经营业务收入合计收入占比超 85%



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

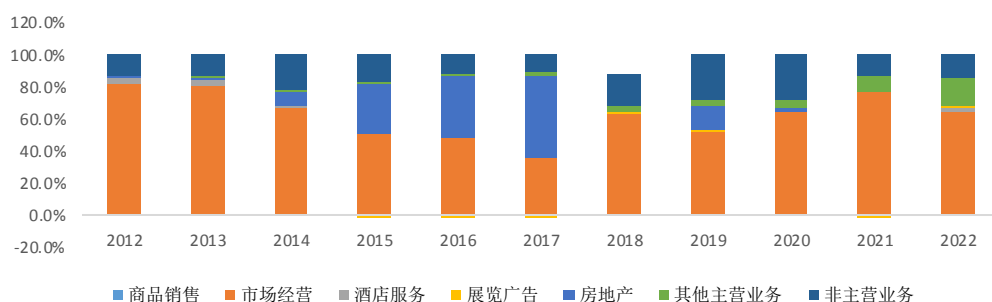
毛利端: 市场经营及其他服务贡献主要毛利, 其他服务毛利占比不断提升

从各业务毛利端看:

- 2018-2021 年, 市场经营业务毛利率较高, 贡献最主要毛利。2018 至 2021 年市场经营业务的毛利占比超过 60%, 毛利率超过 50%, 2022 年下降较多, 主因租金减免而成本不变所致;
- 商品销售虽然营收规模大, 但毛利较低, 因公司偏向建立贸易链条以及打开义乌品牌知名度, 薄利多销;

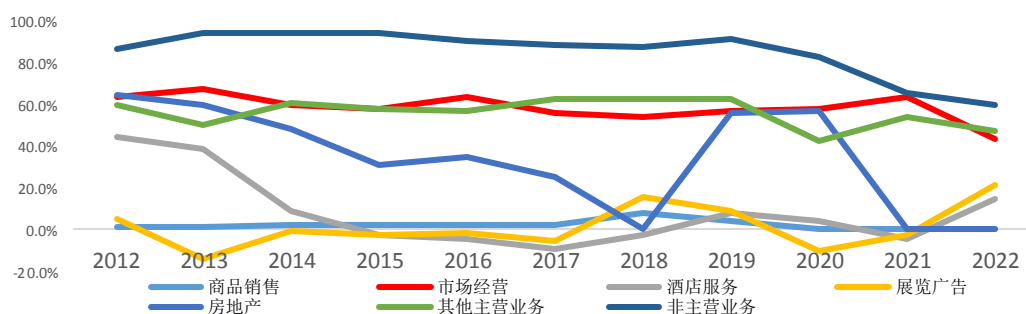
- 3) 酒店和会展业务毛利率 2019 至 2021 年持续下降至负，主要系疫情形势、防控政策等宏观环境因素致，2022 年酒店入住率同比上升，毛利率有所改善；
- 4) 其他服务（Chinagoods 平台会员费、跨境人民币支付以及其他增值配套服务）毛利贡献持续升高，有望逐渐成为公司的第二增长曲线；
- 5) 其他业务为市场配套服务，如仓储、数据服务等，毛利有下滑趋势。

图表 5：公司毛利占比情况



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 6：公司市场经营毛利率稳中向上



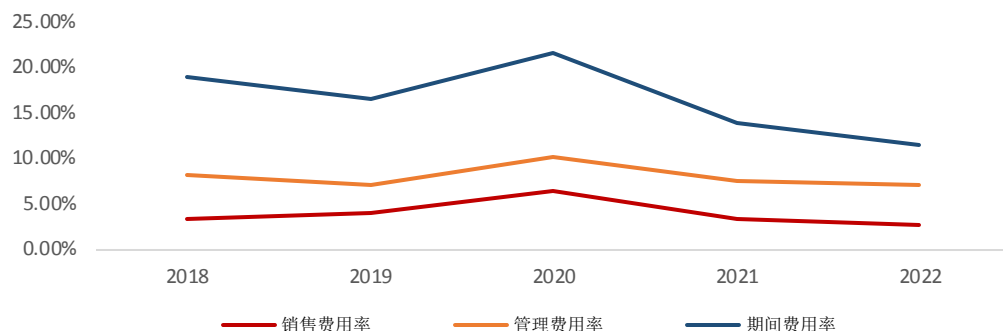
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

费用端：受益于营收规模上升，费用率在 21 年后整体有下降趋势

2022 年销售、管理、期间费用率分别为 2.59%/6.95%/11.5%。

- 1) 20 年销售费用率和管理费用率上升，主要是因为疫情期间加大国内循环招商力度、市场推介及广告宣传费增加，同时人力费用、中介机构咨询费用较上年增加，新增防疫费用等。由于 20 年剥离掉毛利较高，费用率较高房地产业务，21 年公司的费用率开始下降。
- 2) 随着商品销售业务规模的扩张，逐渐形成规模效应，相关费用有望进一步摊薄。

图表 7：公司费用情况



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

1.2 管理分析：以业绩为指标，实施股权激励计划，激发公司活力。

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，包含了三个解除限售期。行权条件不仅包含公司业绩指标，还涉及创新业务 Chinagoods 平台的考核。公司健全激励约束的长效机制，充分调动人员积极性，为公司长远战略发展提供支持。

图表 8：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 ≥ 71 亿元，yoy+90%）；
		②EPS ≥ 0.20 元/股（对应归母净利润 ≥ 11 亿元，yoy+18%）；
		③Chinagoods 平台 GMV ≥ 130 亿元（对应 yoy+349%）
2022	2019（收入 40.43 亿元，EPS0.23 元/股）	①营业收入增长率 $\geq 120\%$ （对应收入 ≥ 89 亿元，yoy+26%）；
		②EPS ≥ 0.22 元/股（对应归母净利润 ≥ 12 亿元，yoy+10%）；
		③Chinagoods 平台 GMV ≥ 240 亿元（对应 yoy+85%）
2023		①营业收入增长率 $\geq 180\%$ （对应收入 ≥ 113 亿元，yoy+27%）；
		②EPS ≥ 0.25 元/股（对应归母净利润 ≥ 14 亿元，yoy+14%）；
		③Chinagoods 平台 GMV ≥ 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；

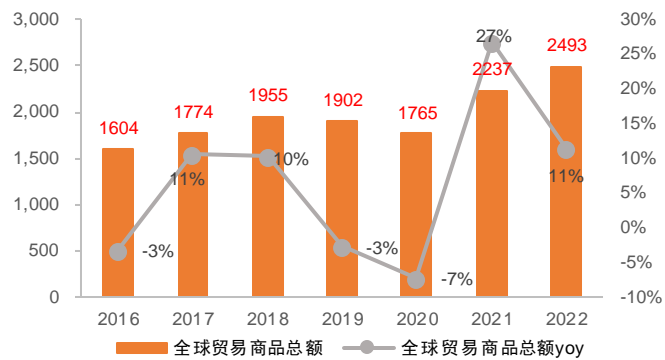
资料来源：Wind，五矿证券研究所

二、行业整体向好，数字经济进一步带动外贸

2.1 行业发展情况：我国进出口贸易景气度逆势上升，外贸新业态发展迅猛

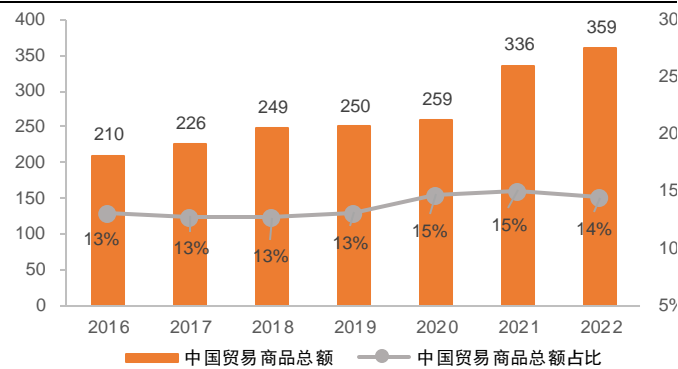
进出口市场：中国货物贸易体量连续六年世界第一，贸易韧性与活力强。加入 WTO 是中国自近代以来首次主动接入世界经济大循环，让中国能在全球市场上获取源源不断的现金流。20年来，中国经济总量从世界第六位上升到第二位，货物贸易从世界第六位上升到第一位（连续六年全球首位），服务贸易从世界第十一位上升到第二位，利用外资稳居发展中国家首位，对外直接投资从世界第二十六位上升到第一位。

图表 9: 全球商品贸易总额变化趋势 (百亿美元)



资料来源: WTO 官网, 五矿证券研究所

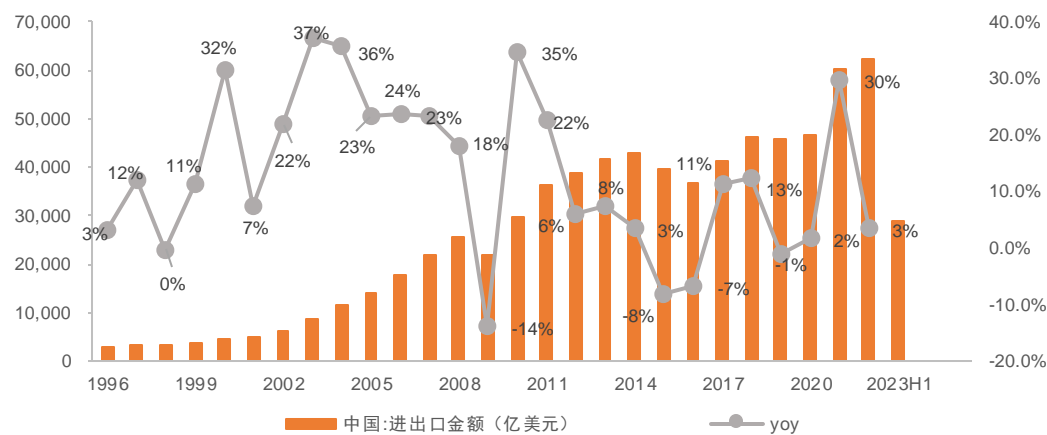
图表 10: 2022 年中国商品贸易总额占比 14.4% (百亿美元)



资料来源: WTO 官网, 五矿证券研究所

加入 WTO 以来, 中国进出口总额逐年上升, 从 1995 年 2810 亿美元上升到 2022 年 62509 亿美元, CAGR 达 11% 以上。2023H1 中国进出口总额 29026 亿美元, 较 2019 年同期上升 34%, 恢复较好。

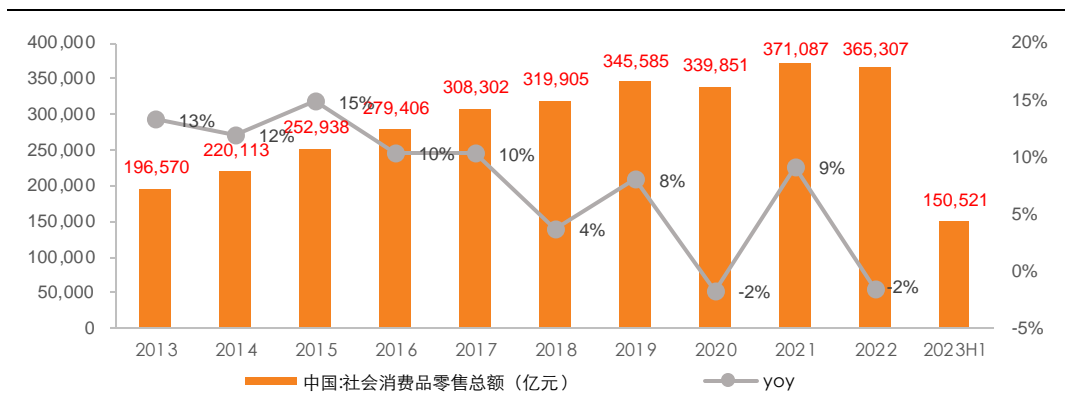
图表 11: 中国加入 WTO 前后进出口金额变化 (亿美元)



资料来源: wind, 五矿证券研究所

国内市场: 中国消费市场发展迅速, 推动小商品贸易发展。 中国是世界上最大的小商品制造销售国, 同时中国消费市场也是构建国内国际双循环相互促进发展新格局非常重要的一环。2013 年至 2022 年, 中国社会消费品零售总额从 19.7 万亿元增长到 36.5 万亿元, CAGR 为 7.15%, 成为仅次于美国的全球第二大消费市场。

图表 12: 中国社会消费品零售总额和增长速度 (亿元)



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

2.1.1 借力“一带一路”倡议, 义新欧助力外贸发展

2023 年恰逢“一带一路”倡议发布十周年。“一带一路”平台从亚欧大陆延伸到非洲和拉美, 150 多个国家、30 多个国际组织签署共建“一带一路”合作文件, 成立了 20 多个专业领域多边合作平台。

除了进出口总成绩优秀, 我国 2023 年第二个进出口成绩单同样优秀---进一步攻占“一带一路”沿线国家的市场, 2023 年, 我国对俄罗斯、印度、东盟、拉美、非洲等地等国出口增速都十分可喜 (分别为 61.5%、5.9%、0.6%、2.1%、14.7%)。截至 2022 年, 中国与共建国家进出口总额累计达到 19.1 万亿美元, 年均增长 6.4%; 与共建国家双向投资累计超过 3800 亿美元, 其中中国对外直接投资超过 2400 亿美元。

义新欧班列通道能力提升

图表 13: “一带一路”中东国家摄影



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

义新欧是以义乌为起点, 连接欧亚大陆的一条国际铁路联运路线, 首列运行于 2014 年。近年来, 开行列数不断增加, 通道能力不断提升。

图表 14: 义新欧系列班列运行图



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

十年内发展迅速，“义新欧”中欧班列开行数量及货运金额连年增长。目前“义新欧”中欧班列已累计开通 24 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”。截至 2022 年末，“义新欧”累计开行 6724 列，发运超 50 万标箱货物，货运金额超 1000 亿元。2022 年开行 2269 列，占当年全部中欧班列 14.2%，全国排名第三。

图表 15: 义新欧班列实拍图



资料来源：“义新欧”官网，五矿证券研究所

图表 16: 义新欧站点货箱实拍图



资料来源：“义新欧”官网，五矿证券研究所

2.1.2 多政策支持数字化经济发展，大力推动对外贸易化水平

数字经济的快速发展已深刻地改变了对外贸易的方式和模式，最常见的应用有电子商务平台、跨境电商、大数据分析平台、区块链技术等，数字贸易规模不断扩大，为全球贸易的跨境、便捷和高效提供了条件，随着人工智能、大数据、云计算等技术的不断发展和应用，数字技术在对外贸易中的作用将越来越重要。

国家高度重视数字资源体系发展。中国于 2023 年 10 月正式组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。国家数据局的设立，彰显了数字中国

建设与数据资源体系在未来国家发展战略中的重要地位，更是数字中国建设整体提速并迈上新台阶的信号。

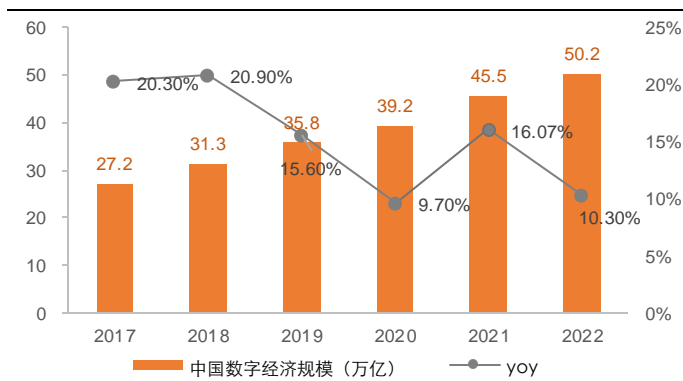
图表 17：近年数字经济相关政策

时间	文件	内容
2021.12	《国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》	提出数字经济发展速度之快、辐射范围之广、影响程度之深前所未有，正推动生产方式、生活方式和治理方式深刻变革，成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。
2022.1	《不断做强做优做大中国数字经济》	政策提出要加强关键核心技术攻关，加快新型基础设施建设，推动数字经济和实体经济融合发展，推进重点领域数字产业发展，规范数字经济发展，完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作。
2022.1	《大力推动中国数字经济健康发展》	政策提出，发展数字经济是构建新发展格局的重要支撑、是建设现代化经济体系的重要引擎、构筑国家竞争新优势的必然选择。我们要不断做强做优做大中国数字经济，深刻领会、准确把握，有力有效抓好贯彻落实，大力推动中国数字经济健康发展。
2022.11	《国务院关于数字经济发展情况的报告》	报告提出，中国目前应该集中力量推进关键核心技术攻关，牢牢掌握数字经济发展自主权；适度超前部署数字基础设施建设，筑牢数字经济发展根基；大力推动数字产业创新发展，打造具有国际竞争力的产业体系；加快深化产业数字化转型，释放数字对经济发展的放大、叠加、倍增作用；持续提升数字公共服务水平，不断满足人民美好生活需要；不断完善数字经济治理体系，推动数字经济规范健康发展；全面加强网络安全和数据安全保护，筑牢数字安全屏障；积极参与数字经济国际合作，推动构建网络空间命运共同体。
2023.2	《数字中国建设整体布局规划》	《规划》提出，到 2025 年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字中国建设体系化布局更加科学完备，经济、政治、文化、社会、生态文明建设各领域数字化发展更加协调充分，有力支撑全面建设社会主义现代化国家。
2023.9	《大力推动数字经济和实体经济深度融合》	提出深刻认识推动数字经济和实体经济深度融合的重要意义，推动数字经济和实体经济深度融合是建设现代化产业体系的必然要求、是构建新发展格局的重要途径、是推进新型工业化的应有之义、是打造国际竞争新优势的战略选择。

资料来源：人民网，新华社，五矿证券研究所

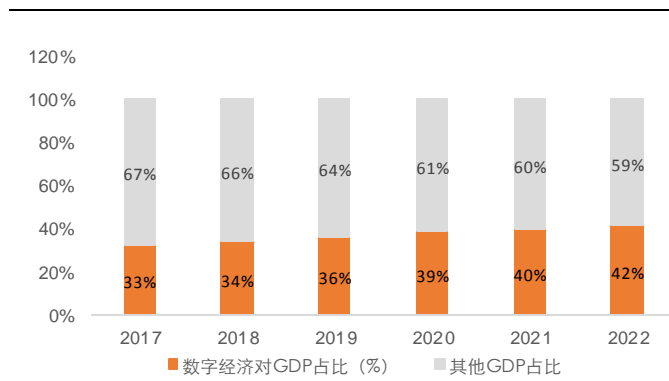
中国数字经济发展迅速。2022 年，中国数字经济规模首次突破 50 万亿元，达到 50.2 万亿元，同比增加 4.68 万亿元，在 2022 年度 GDP 中占比进一步提升，超过四成，达到 41.5%。同时，2022 年在中国疫情防控取得重大胜利，经济发展环境得到改善的背景下，中国 GDP 同比名义增长 5.3%，数字经济同比名义增长 10.3%，高出名 GDP 名义增长率 4.98%。

图表 18：中国数字经济首次突破 50 万亿



资料来源：中国信通院，五矿证券研究所

图表 19：中国数字经济规模对 GDP 占比接近 42%



资料来源：中国信通院，五矿证券研究所

在全球化的背景下，数字经济已成为各国竞争力的重要标志，也是国际贸易的重要组成部分。未来的对外贸易将是多元化，全球化和智能化的，数字贸易将继续成为对外贸易增长的重要引擎。

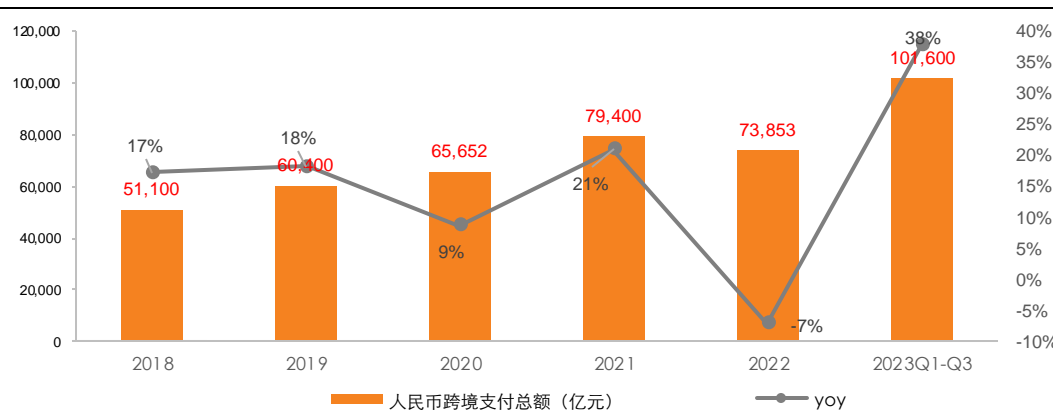
2.1.3 人民币国际化推动跨境支付

人民币国际化助力中国商品出口全球。中国人民银行《2022年人民币国际化报告》显示，截至2022年，人民币为世界第五大国际储备货币（其中人民币在全球外汇储备中的占比约为2.7%，美元占比约为58%、欧元占比约为20%、日元约为5.5%、英镑约为4.9%）、第五大支付货币（其中人民币国际支付份额约为2.19%，美元约41%、欧元约36%、英镑约6.58%、日元约2.98%），在IMF特别提款权货币篮子中的权重排名第三，并且在2022年5月，IMF将人民币在SDR中权重由10.92%上调至12.28%。

2022年，银行人民币跨境收付金额合计为42.1万亿元，同比增长15.1%。其中，货物贸易人民币跨境收付金额占同期收付总额18.2%。2023年1-9月，人民币跨境收付金额为38.9万亿元，同比增长24%。其中，货物贸易人民币跨境收付金额占同期收付总额24.4%，同比上升7个百分点，为近年来最高水平。

随着人民币国际化进一步提升，中国商品贸易总额在全球占比有望进一步提高，中国有序推进人民币国际化，为实体经济运行提供有力支撑。

图表 20：中国人民币跨境支付业务总额（亿元）

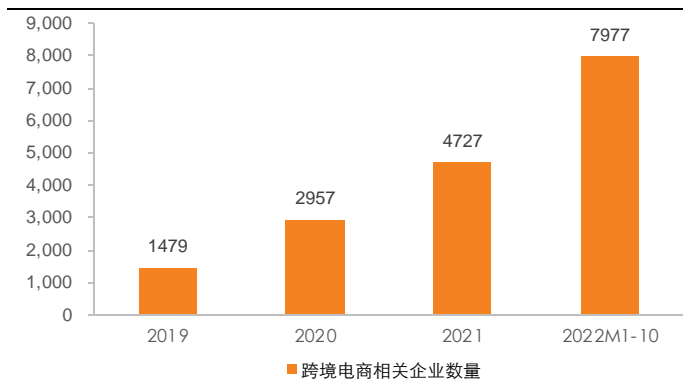


资料来源：wind，五矿证券研究所

受益于跨境贸易政策支持以及数字经济发展，2020年之后，中国外贸新业态新模式相关企业数量大幅上升。2020年中国跨境电商相关企业数量2957家，同比增长99.93%。2021年跨境电商相关企业数量4727家，同比增长59.86%。不仅是数量上的增长，更多领域没有传统外贸能力的中小微企业可以通过外贸新业态模式参与国际贸易往来，同时也孕育出一批业务范围更广，专业性更强的外贸服务企业。截至2023年5月，中国外贸综合服务企业超2000家，在海关备案的跨境电商相关企业14000余家，其中电商海外仓企业已经达到1700余家，2022年新增注册3200余家。

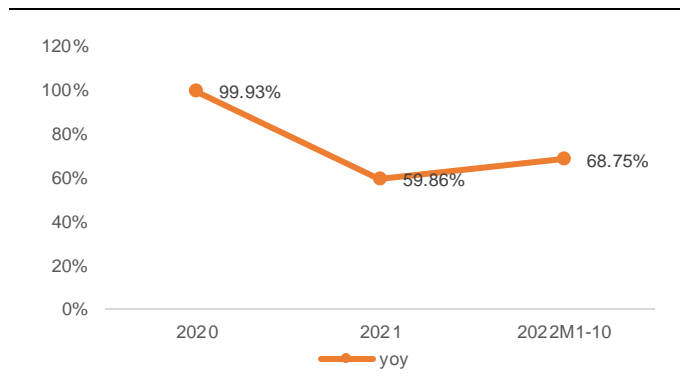
综上，我国进出口贸易景气度逆势中上升，外贸新业态发展迅猛

图表 21: 中国跨境电商相关企业数量变化 (家)



资料来源: 发改委官网, 五矿证券研究所

图表 22: 中国跨境电商相关企业数量同比增长速度



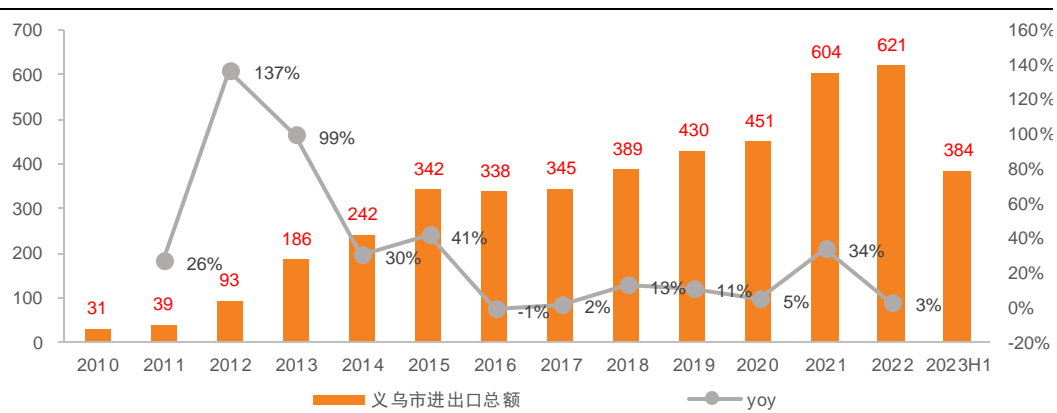
资料来源: 发改委官网, 五矿证券研究所

2.2 地方发展情况: 一方县域, 何以练就百万商海雄兵?

义乌是全球最大的小商品集散中心, 同时是国内国际双循环的重要节点

自 2013 年提出“一带一路”以来, 义乌市进出口总额飞速增长, 截至 2022 年, 义乌市进出口总额 621 亿美元, 2013-2022 年均增长率高达 50%。对内物流直达 1500 多个县市, 对外联通“一带一路”, 275 条国际专线遍布全球, 已成为融入双循环的重要节点。

图表 23: 义乌市进出口总额占比稳中向上 (亿美元)



资料来源: wind, 五矿证券研究所

市场主体体量第一, 活力涌动

截至 2023 年 10 月, 义乌市市场主体突破 100 万户, 位于浙江县级市第一, 占全省总额约十分之一。共有在册电商经营主体 56.3 万户, 占经营主体一半以上, 占全省在册电商经营主体三分之一, 居全省首位。2022 年, 义乌小商品城成交额 2020.87 亿元, 同比增长 8.3%, 连续 30 年位居全国批发零售市场榜首。商城内日均客流超 20 万人次, 日均外商流量 3100 多人。

习近平总书记对义乌的发展十分关切。在地方工作期间, 总书记 12 次到访义乌, 把握发展方向, 用 12 字概括为“莫名其妙、无中生有、点石成金”。并多次在国外重要场合提到义乌, 2023 年 9 月, 总书记再次来到义乌, 提语“义乌的小商品、大市场, 不断地再造新的辉煌”。

那么, 为何是义乌?

2.2.1 地方政策支持，大力提升贸易便利化水平

近年，义乌市地方政府和中央陆续出台相关政策，多围绕高质量发展，重点将义乌建设为世界小商品城之都，持续支持推进义乌小商品城贸易发展。根据《义乌建设 RCEP 高水平开放合作示范区行动纲要》，到 2025 年义乌将实现对 RCEP 国家进口 400 亿元以上，并实现转口贸易额 100 亿元；对 RCEP 国家跨境电商出口超 100 亿元。《义乌市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》指出，到二〇三五年，要基本建成世界小商品之都，成为“新时代全面展示中国特色社会主义制度优越性重要窗口”的模范生。

图表 24：义乌市地方相关政策

时间	文件	内容
2021.2	《义乌市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	《纲要》提出，基于“一二三发展战略”，义乌发展目标为本世纪中叶要高质量高水平建成世界小商品之都，到二〇三五年，要基本建成世界小商品之都，成为“新时代全面展示中国特色社会主义制度优越性重要窗口”的模范生。
2022.1	《义乌建设 RCEP 高水平开放合作示范区行动纲要》	《纲要》明确，到 2025 年义乌将实现对 RCEP 国家进口 400 亿元以上，并实现转口贸易额 100 亿元；对 RCEP 国家跨境电商出口超 100 亿元。
2022.3	《关于促进市场高质量发展的若干意见》	《意见》提出推动商品市场优化升级，招引市外优质电商企业，支持电商企业做大做强，促进电商产业基地高质量发展等十五余条主力义乌自贸区建设，打造小商品贸易枢纽的意见。
2022.12	《义乌市“标准城市”建设行动计划（2022—2025 年）》	计划提出，建设重点任务包括标准赋能市场转型，服务第六代市场发展、标准赋能商品贸易，支撑数字自贸区建设。推动地方小商品进出口发展。
2023.2	《义乌市推动经济高质量发展政策新闻发布会》	会议提出，政策性外贸产业专项贷款增长 10%以上，对短期出口信用保险保费扶持比例不低于 60%，其中对外贸综合服务企业扶持比例不低于 80%。支持外贸新业态新模式发展，深化“Chinagoods 国家站+海外仓+展厅”运营模式，全年新增 10 个以上。

资料来源：政府官网，五矿证券研究所

2.2.2 “义乌制造”全球认可，产品薄利多销，具备刚需属性

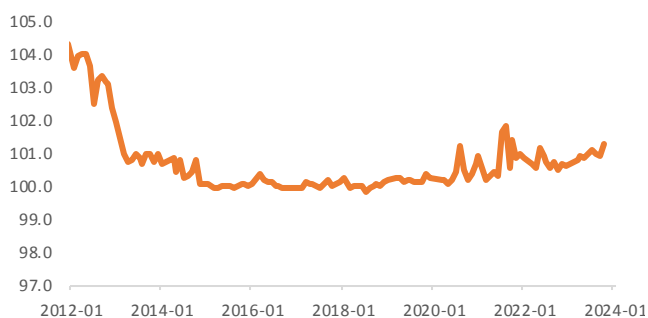
1) **刚需**：义乌小商品共分为 15 个大类：工艺品类、首饰类、玩具类、五金及电料类、电子电器类、钟表眼镜类、文化办公用品类、体育娱乐用品类、服装服饰类、鞋类、针与纺织品类、箱包类、护理及美容用品类、日用品类、辅料和包装类，满足大众刚需消费需求； 2) **薄利多销**：义乌人从当年的露天市场小买卖,到如今依托小商品城走进了世界大市场，一条重要的经验,就是“薄利多销”，在所有环节上尽力降低成本，并且靠良好的信誉吸引回头客，这是义乌小商品市场做大的关键。在竞争激烈的商战中为自己找到广阔的“无人地带”，让“薄利”与“多销”良性互动，成就了一方市场。**当前储蓄意愿高、消费者信心尚未完全修复，小商品以其刚需且便宜的特点交易量逆势上涨。**

3) **品牌话语权**：义乌于 2006 年编制发布了义乌中国小商品指数、《小商品分类与代码》，实现了从输出商品到输出指数与行业标准的重大提升，拥有了国际小商品贸易与生产的定价、定标话语权。义乌小商品共分为 15 个大类（以上），义乌指数围绕这 15 大类来计算加权汇总后的数据。义乌指数又分为价格指数与景气度指数，**义乌价格指数的调查指标选取了 40 个**，其中，反映价格的指标包括各种交易价格，反映市场规模的指标包括各种交易额，反映经济效益的指标包括商品周转次数、资金周转次数等；**义乌景气度指数**由“规模指数”、“效

益指数”、“信心指数”三个部分构成，“规模指数”指的是商品交易额、交易量与品种扩张度，“效益指数”指的是毛利额指数、商转指数、资转指数和毛利率指数，“信心指数”指的是客流量与商户运营信心。近年来，小商品价格指数虽保持平稳，但景气指数稳步向上趋势不变。

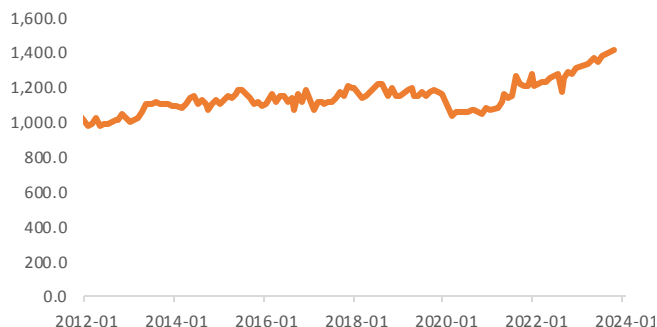
义乌指数不仅是有关各方了解市场走势的“晴雨表”，更影响着全球通胀，为小商品和经营者提供商品信息，从而生产适销对路的商品，选择经营品种和进货时机，保持合理库存，提高资金利用率。更是全球通胀的先行指标，就像 OECD 的先行指标用来参考各国的经济前景一样，“义乌指数”这个被用来衡量义乌小商品行情的指数，无意间将影响着全球的通货膨胀。

图表 25: 义乌中国小商品价格指数稳定走强 (单位: 点)



资料来源: 同花顺 iFinD, 五矿证券研究所

图表 26: 义乌中国小商品景气指数稳中向上 (单位: 点)



资料来源: 同花顺 iFinD, 五矿证券研究所

2.2.3 作为 1039 模式首个试点城市，先发优势明显

1039 模式（市场采购贸易模式），是指由符合条件的经营者在经国家商务主管部门认定的市场集聚区内采购的、单票报关商品货值 15 万（含 15 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。它实行免税政策，对于没有进出口权的外贸商来说，无需开增值税发票，货物可以采用注册外贸个体户方式出口，节省成本，解决无法取得进项发票、税负率过高的问题，实现税务合规；通关便利化，允许组柜拼箱，实行简化归类申报，对超过十种以上商品的，可按“章”归类、单票报关单只需要列一种商品；解决没有外汇首款渠道的问题，可以通过大陆正规银行收汇结汇，实现企业合法结汇收款，商户无冻卡风险。

图表 27: 1039 贸易模式突出优势

	一般贸易模式 (0110)	市场采购贸易模式 (1039)
税费	增值税先征后退（出口必须要有发票）	增值税免征不退，可无票出口
结算	出口收汇上限制比较多	外汇结算灵活，允许以人民币结算
通关	正常程序申报	出口商品按照大类申报
限额	没有报关限额	报关限额 15 万美元以内

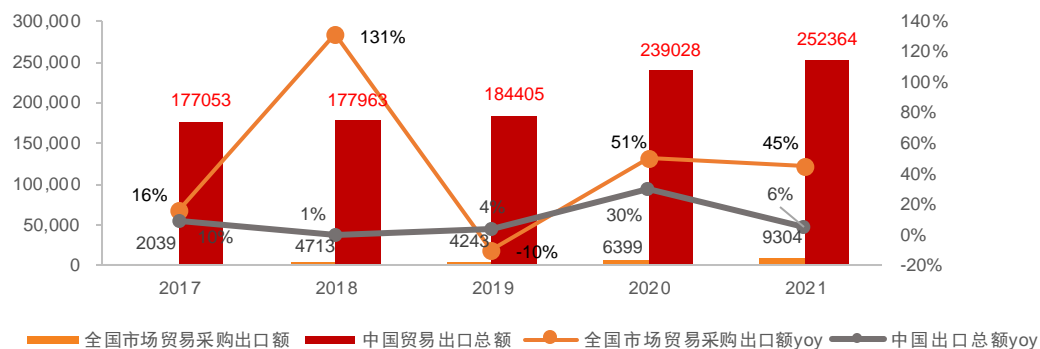
资料来源: 海关总署, 五矿证券研究所

义乌市场是 1039 市场贸易模式首批试点市场，具有先发优势。2013 年义乌小商品城市场成为首个 1039 模式试点市场，得益于市场采购贸易模式，允许义乌上万种商品拼箱出口、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”。2022 年，浙江外贸进出口规模达 4.68 万亿元，居全国第 3。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%，共近 400 个公共海外仓遍布世界各地，建有 18 个国家级和省级境外经贸合作园区，为浙江经济海外发展提供了有力支撑。

市场采购模式发展较快，未来发展空间广阔。2017 至 2021 年，中国贸易出口额从 17.7 万亿元增长到 25.2 万亿元，CAGR 为 9.2%；中国市场贸易采购出口额从 2039 亿元增长到 9304 亿元，CAGR 为 46%。

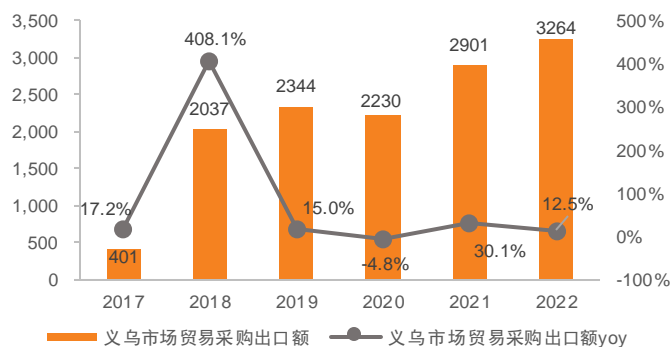
图表 28：全国出口总额和全国市场贸易采购出口额（亿元）



资料来源：政府官网，五矿证券研究所

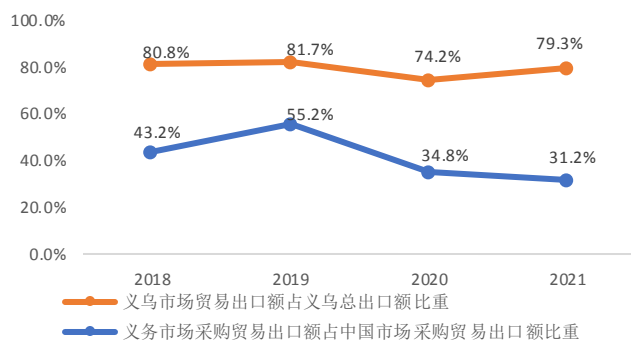
义乌市场受利于市场采购模式的先发优势和政策红利迅速发展，目前市场采购模式仍为蓝海市场，小商品城或享长期红利。由于政策限制等原因，和现有电商、跨境电商交易模式不同，目前跨境电商的 B2C 出口模式已被行业龙头抢占。但是 1039 模式目前只有小商品城一家上市企业参与，其规模有望持续上涨。2017 至 2022 年，义乌市场贸易采购出口额从 401 亿元增长到 3264 亿元，CAGR 为 52%；2018 至 2021 年，义乌市场贸易出口额占义乌总出口额比重一直处于 80%左右，占绝大部分；2021 义乌市场贸易采购出口额占全国市场贸易采购出口额比重为 31%，未来提升空间巨大。

图表 29：义乌市场贸易采购出口额（亿元）



资料来源：政府官网，五矿证券研究所

图表 30：义乌市场贸易出口额占比情况



资料来源：政府官网，五矿证券研究所

2.2.4 配套设施完善，快递业务量全国第一

义乌商业贸易配套设施完善，物流网点遍布，国内外大型快递物流公司多已在义乌设立区域性分拨中心。

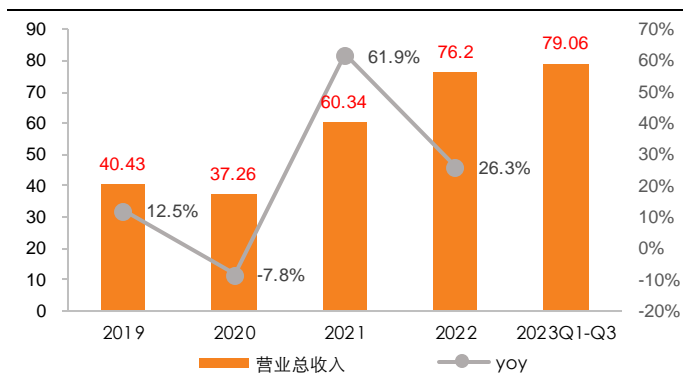
综上，义乌贸易产业拥有不可复制的优势与极高的壁垒，并早已根植“出海”领域，强生命

力可跨越经济周期。

三、传统业务稳中有进，创新业务贡献增量

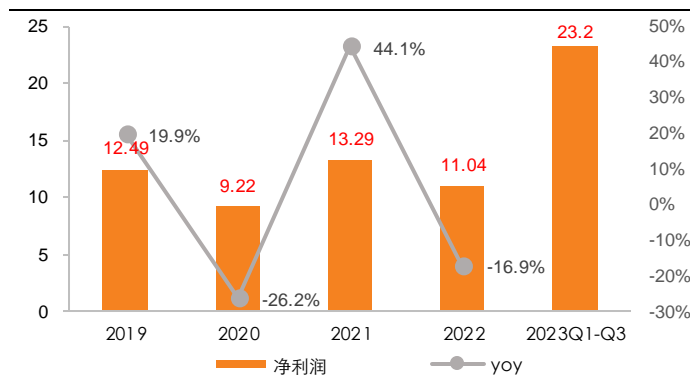
公司实体主业与创新数字生态深度融合，稳定增长、未来可期。公司实体市场及数字生态创新业务共同发展，带动其市场竞争力稳步提升。市场经营户由信息贸易时代向数字贸易时代升级，市场商位出租率保持在 98% 以上，2022 年商品成交额 2020.90 亿元，同比增长 8.3%；与此同时，小商品城于 2023 年 10 月发布的三季报的数据显示，2023 年前三季度实现营收约 79.06 亿元，同比增加 25.08%；归属于上市公司股东的净利润约 23.2 亿元，同比增加 43.01%；基本每股收益 0.43 元，同比增加 43.33%。展现出强大的韧性和活力。

图表 31：公司营业收入稳中向上



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：公司净利润回弹较强



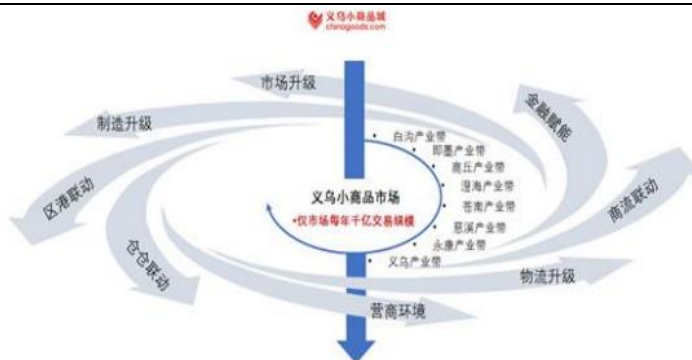
资料来源：Wind，五矿证券研究所

3.1 实体市场生态：围绕市场经营多维度并进，剥离地产聚焦主业

义乌国际商贸城被誉为“全球最大的小商品批发市场”，其运营主体是小商品城。小商品城的实体市场生态以义乌小商品市场为依托，为全球的消费者和商家提供了一个全方位的小商品贸易平台，仅市场每年千亿交易规模。义乌市场在小商品流通领域形成了产业集群的支撑，如义乌产业带、永康产业带等。同时公司利用物流升级、金融赋能、市场及制造升级等方式为实体市场提供强有力的支持。

小商品城的实体业务市场主要涵盖市场经营、商品销售、酒店业务、展览广告四大业务板块以及其他实体业务。2020 年以前，地产业务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，因此公司剥离地产板块，推动各要素聚焦主业。

图表 33：公司实体市场生态图示

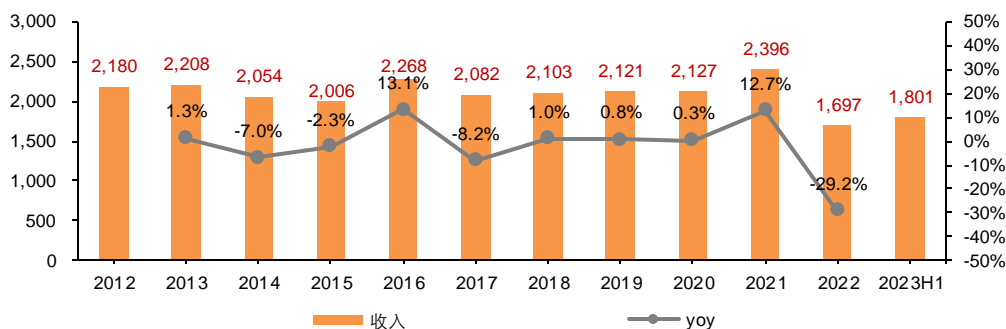


资料来源：公司年报，五矿证券研究所

3.1.1 市场经营业务：高毛利传统业务，持续扩展国内外市场

公司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。因疫情影响，公司 2022 年大部分店铺停业，公司为租户减租，一次性影响约 10 亿元收入，此项减租于 2023 年取消。从长期来看，租金依然有稳步上涨的趋势。

图表 34：公司市场经营业务营收及增长率



资料来源：公司年报，五矿证券研究所

3.1.1.1 国内市场：稳中有增

公司经营的国内市场包括国际商贸城、进口市场、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，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 35：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)
篁园市场	1992.02	42
宾王市场	1995.11	29
国际商贸城一区	2002.1	34
国际商贸城二区	2004.1	60+
国际商贸城三区	2005.09	46

市场	开业时间	建筑面积 (万平方米)
国际商贸城四区	2008.1	108
国际商贸城五区	2011.05	64
国际生产资料市场	2013.11	75
国际商贸城一区东扩市场	2016.01	23
国际商贸城二区东扩市场	招商中	13
义乌全球数贸中心	建设中	130
合计	--	494+

资料来源：公司官网，公司公告，义乌商贸城二区市场公众号，五矿证券研究所

其中义乌国际商贸城是义乌最大的小商品批发市场，拥有多个区域，涵盖了各种类型的小商品，包括工艺品、玩具、家居用品、服装等。义乌篁园市场主要经营服装、鞋包、饰品等，是义乌第二大小商品批发市场。义乌宾王市场以经营外贸订单为主，商品种类繁多，包括服装、饰品、玩具等。国际商贸城五个区市场分别卖饰品礼品、电器和配件、体育用品、生活用品和纺织品。国际生产资料市场是服务小商品上游，面向国际的综合性专业批发市场，市场主营健康医疗器械、皮革原材料及辅料、五金等，产品以外销为主，内销为辅，品类齐全。

图表 36：繁华绣湖商圈中的义乌篁园市场



资料来源：中国义乌国际森林产品博览会，五矿证券研究所

图表 37：浙江义乌宾王商贸区鸟瞰十年巨变



资料来源：新华社，五矿证券研究所

二区东新能源产品市场成为传统业务新亮点，义乌综保区高速发展

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。其通过云计算和贸易互联网为信息技术支持，运用只能集成管理系统进行统一管控，提升市场智慧化运营的高科利用性。通过自然语言理、计算机视觉、机器学习和智能语音等 **AI 能力建设**和输出，帮助市场参与各方无缝衔接人货场，实现**产业数字化成果在线下市场的应用**。

根据公司官方数据，二区东项目租金基准价为 1985 元/m² 每年，商位使用费起拍价为 3 万元/平，单个商铺面积在 20-30 平居多，合同期限为一年。2023 年上半年已确认二区东 1-2 层收取商位使用费和租金等款项合计金额 8.6 亿元。二区东 3 层已于 2023 年底开始招标，预计会在 2024 年贡献收入增量。

图表 38：公司二区东项目情况

项目	数据
商位数量	490 个
商位面积 (个/㎡)	18-61m ²
商位租金	每年 1985 元/㎡，1 楼、2 楼楼层系数分别为 1.2、1.0，位置系数为 1.2、1.1、1.0
商位费标底	30000 元/㎡起
租赁期限	2023.1.1-2023.12.31
总收入合计	约 8.6 亿元

资料来源：公司公众号，五矿证券研究所

同时，作为义乌自贸试验区的重要标志性项目，**义乌综保区**一期已于 2021 年 10 月 22 日正式封关运行，二期规划建设也已全面启动，已签约近二十个重点项目。在义乌综保区上线的“**e 综保**”**园区运营管理系统**等多项功能平台，全年进口大宗商品货值已突破百亿元。2022 年，义乌综保区坚持以数字化改革为发展提速，通过精准项目招商、精细运营管理、创新业态拓展等措施，实现进口额超 200 亿元，位列 2020-2022 年新获批综合保税区第一。

图表 39：二区东新能源产品市场



资料来源：第一财经，五矿证券研究所

图表 40：义乌综保区



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

3.1.1.2 海外市场：未来重点布局方向

小商品城内商家货物大半部分都是销往海外，因此“出海”一词商户们并不陌生。

2022 年，迪拜义乌中国小商品城营业，招商率已达 99%。迪拜市场地理位置优越，与迪拜环球港务集团“DP World”共同开发建设，项目总投资 10.6 亿元，占地面积 20 万平方米，涵盖商品展示及保税仓储功能。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 分钟左右车程，有效辐射周边（中东、北非、欧洲等地）近 10 亿人口的消费市场，**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战略格局的重要举措之一。**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。迪拜市场链接义乌市场，通过商品的逐步同步，解决部分境外采购商来义采购成本较高、线上展示实物体验感不强、线上交流效率不高等痛点。

入住迪拜义乌中国小商品城的企业可享受**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。**迪拜市场通过商品展销、保税仓储、物流转口等模式，带动中国与阿联酋及周边国家和地区的双边贸易和产业投资，努力打造成为“一带一路”合作共赢的样板。

图表 41: 义乌小商品城海外仓拓展情况



资料来源: Chinagoods 官网, 五矿证券研究所

图表 42: 迪拜市场火热开业



资料来源: 百度百科, 五矿证券研究所

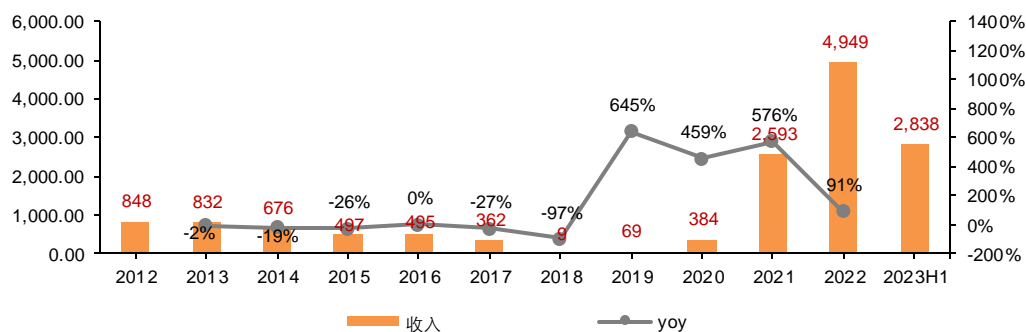
海外仓加速拓展。截至 2022 年底, 公司累计布局海外仓 120 个, 面积超 60 万 m^2 , 覆盖 46 个国家和地区, 服务出口超 60 亿元。累计布局“带你到中国”展厅 15 个, 面积 4200 余 m^2 , 展陈商 2.1 万个 SUK。捷克、卢旺达、贝宁、菲律宾、泰国 5 个展厅已实现“海外仓+展厅”运行模式。引进一米供应链等企业, 选择西班牙站点开展“Chinagoods 国家站+海外仓+展厅”运营模式试点。

3.1.2 商品销售业务: 打通贸易全链路, 推广义乌自有品牌

公司围绕“国际贸易综合服务商”战略目标, 通过自营贸易切入市场贸易上下游, 打通供货、仓储、展示、交易等流通环节, 打造全球知名的优质小商品供应链平台。1) “义乌好货”于 2018 年首次布局, 内贸为主, 通过整合义乌市场源头供应链资源, 同时打通仓储、展示、交易等流通环节, 加速小商品内贸渠道扩展; 2) “爱喜猫”于 2019 年开业品牌首店, 定位是提升进口贸易链综合服务能力, 提升公司进口贸易实力, 爱喜猫进口的商品均以跨境保税模式进口至义乌保税区, 由公司第三方供应链“义乌懿达”承接保税区发货, 消费者在平台下单承诺三天内直邮到家。

2021 年, 公司商品销售业务随着 Chinagoods 平台的上线迈上新台阶, 公司整合义乌市场源头供应链资源, 集“新潮国货”、“进口好物”为一体, 打造内销外贸两相宜的“一盘好货”贸易体系, 服务国内国际双循环, 做大做强“义乌好货”“爱喜猫”品牌。2022 年, 公司商品销售收入 49 亿元, 实现跨越式发展。

图表 43: 公司商品销售业务营收及增长率



资料来源: 公司年报, 五矿证券研究所

在供应端方面，义乌好货与爱喜猫的联营模式展现出了强大的实力。他们通过源头直采、国内代理以及代工生产（OEM）等方式，构建了一个涵盖广泛、种类繁多的商品体系。这其中，不仅有时尚潮品、母婴用品，还包括学习办公用品以及休闲体育用品等，为消费者提供了一站式“买全球”的便捷体验。

在分销端方面，采取了独特的城市合伙人模式。这种模式使得“义乌好货+爱喜猫”的联营模式在宁夏、内江、汶川、泸州、南宁以及贵港等地成功复制。同时，在线上端，他们充分利用公司数字领域的产业布局，通过 Chinagoods 等平台实现了海内外的全方位销售，同时还开设了抖音专营店、快手专营店、微信小程序等。

这种线上线下的全方位布局，使得“义乌好货+爱喜猫”的联营模式在国内外市场上展现出了强大的竞争力。我们认为，公司自营贸易为的是帮助经营户解决贸易链条的各个环节痛点难点，同时宣传义乌品牌，起步阶段相对不看重盈利能力。

图表 44：“义乌好货”旗舰展厅



资料来源：浙江日报，五矿证券研究所

图表 45：爱喜猫金华万达店



资料来源：爱喜猫官网，五矿证券研究所

3.1.3 酒店&展览广告

商品城在实体市场开展的其他服务包括酒店及展览广告业务，主要服务于市场经营和商品销售两大主要业务。

图表 46：公司经营“义乌银都雅悦酒店”



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 47：公司经营“义乌商城宾馆”



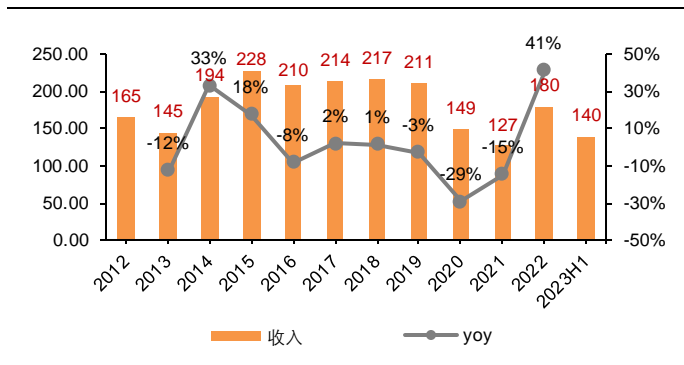
资料来源：携程旅行酒店板块，五矿证券研究所

小商品城酒店业务由其下属的各酒店分公司负责经营和管理，旗下拥有海洋酒店、银都酒店、商城宾馆和雅屋国际博览中心配套酒店这 4 家涉外星级酒店。此外，公司通过代理义乌市场发展集团运营义乌国际会议中心收取管理费。2022 年，酒店板块实现了 1.8 亿元的营收，同比增长 41.43%。在这一年里，酒店业务线与 Chinagoods 平台进行了深度融合，优化了全

链路体验，并开发了统一的会员营销平台，构建了私域流量池。这些举措进一步推动了会员的统一发展和运营，实现了流量规模效应。此外，酒店板块还整合融入了公司的市场数据库，完成了酒店社区模块的搭建和产品上线。

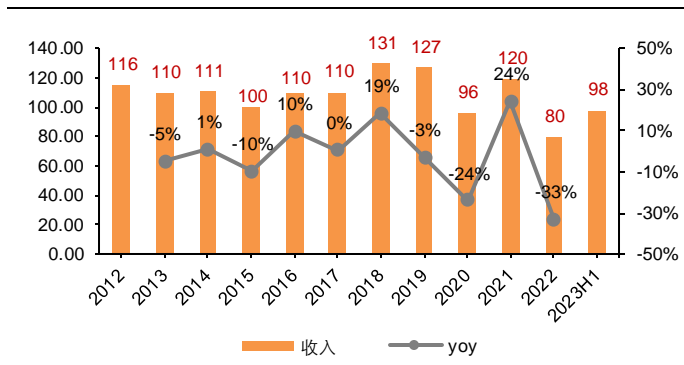
在展览广告板块，2022年实现了近8千万元的营收，展现出了在逆境中的韧性。在这一年里，会展板块完成了股份制改革，并持续推动资本化运作。展览数字化稳步推进，围绕五金会、义博会、森博会、文旅会这4大自办展进行了线上布局，构建了数字营销、线上展会、智慧展馆等核心数字化应用。这些举措将传统展会业务向数字化新业务模式进行了转型。

图表 48：酒店业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 49：展览广告收入情况（百万元）

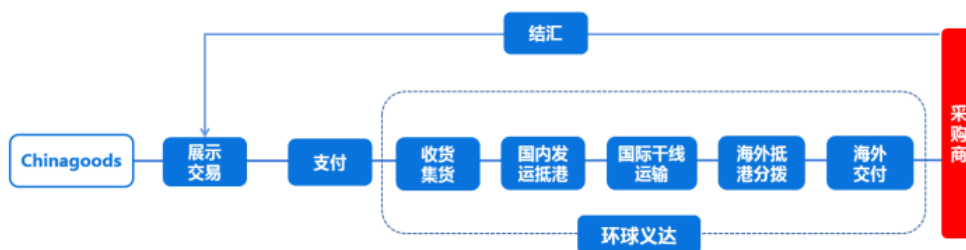


资料来源：公司公告，五矿证券研究所

3.2 数字领域生态：以 Chinagoods 为载体，陆续贡献收入利润

公司锚定“打造一流的国际贸易综合服务商”战略目标，在全国统一大市场框架下，统筹推进经营发展，以数字化改革突破传统业务物理限制，加速构建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。

图表 50：1039 贸易模式与公司 Chinagoods 平台结合



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

3.2.1 Chinagoods，打造数字化贸易综合平台

Chinagoods 于 2020 年上线，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，可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，框架体系为“市场主体+业务平台+服务平台+基础设施”，可构建开放、融合的数字化贸易综合服务平台，是公司实现贸易数字化的核心载体。Chinagoods 采购产品，“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。

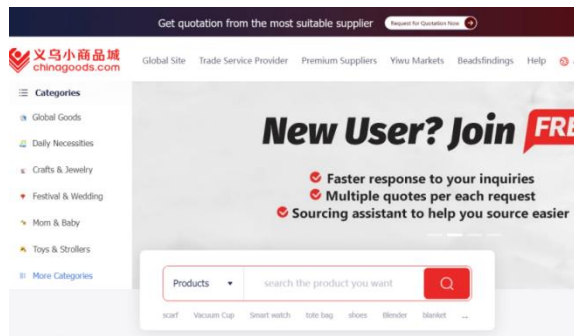
此平台 1) 针对市场采购贸易中订单分散、拼箱申报、无票免税等特征，结合“组货人制度”，实现一键“跟单采购”、“数字验货”、“装柜出货”、“智能报关”，将订货单、装箱单、报关单和结汇单“四单”串联，形成独特的市场采购贸易方式的信息闭环；2) 运用 Chinagoods 平台物流、海外仓、供应链金融服务等功能，形成物流闭环；3) 运用公司支付、保理、本外币兑换等牌照和货款宝、结汇宝等产品形成支付流与资金流闭环。

图表 51: Chinagoods 国内版首页



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

图表 52: Chinagoods 海外版首页



资料来源: 公司网站, 五矿证券研究所

Chinagoods 平台通过打造出海贸易闭环，提高了贸易效率，并为出口商和采购商提供了更加稳定可靠的贸易环境。 Chinagoods 平台不仅提供数字交易、数字履约、数字金融、数字监管等服务，还与“环球义达”打通，提供义乌小商品城集团在国际物流、海外云仓、金融服务等方面的履约交付。这为出口贸易提供了全方位的服务支持，形成了一个数字化的贸易闭环。在这个闭环中，采购宝在贸易过程中起着关键作用，它实现了订单、装箱单、报关单和结汇单的串联，确保了贸易的真实性和可靠性。

小商品城 Chinagoods 官网已支持阿拉伯站、西班牙站、哥伦比亚站、坦桑尼亚站、印度站，极大支持了外商采购便捷性。

图表 53: Chinagoods 总体业务框架图



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

全球首个商品贸易领域 AI 大语言模型: 10月21日, 第29届中国义乌国际小商品(标准)博览会开幕。作为本届义博会的重要配套活动之一, “AI 改变商业·义乌产业 AI 应用大会”22日在义乌国际博览中心举行。会上, 义乌发布了全球首个商品贸易领域大语言模型以及全

新升级的 ChinagoodsAI 智创服务平台，涵盖 AI 对话、AI 生成商品详情、AI 一键生成视频、AI 数字人等应用。

图表 54: ChinagoodsAI 智创服务平台



资料来源: 公司网站, 五矿证券研究所

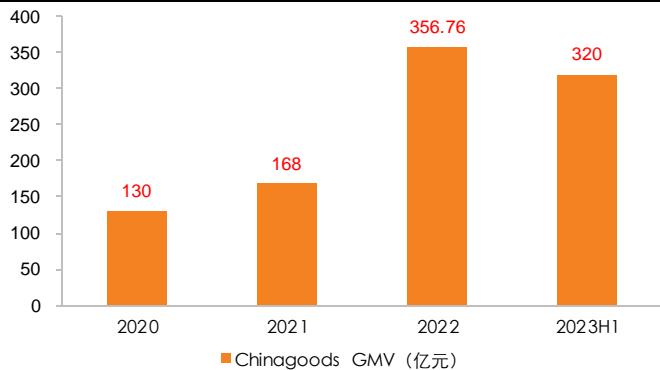
图表 55: AI 赋能



资料来源: 公司网站, 五矿证券研究所

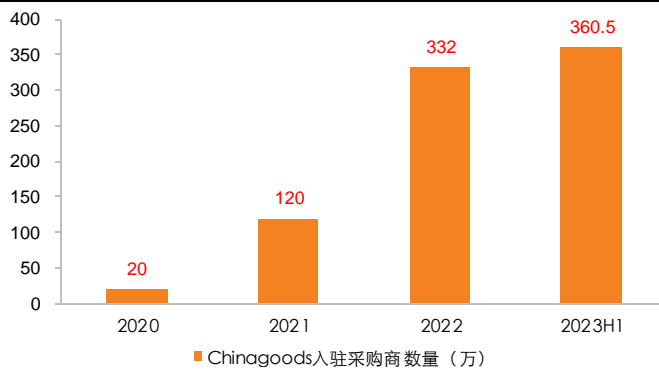
当下, 人工智能应用是新一轮国际贸易竞争的尖端领域, AI 大模型无疑是数字贸易领域的“**第二增长曲线**”。AI 智创数字贸易的系列应用也将重构义乌市场, 给义乌小商品产业带来新的增长。Chinagoods 自 2020 年开业以来, 平台 GMV 迅速上涨, 2023H1 Chinagoods 全平台 GMV 高达 320 亿人民币, 同比增长 210.83%。目前, 小商品城线下商户已全部上线, 同时, 平台入驻采购商数量同样有十分强劲的上漲趋势。

图表 56: Chinagoods GMV 逐年上涨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 57: Chinagoods 入驻采购商数量迅速上升



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

贸易数字化, 让贸易更简单。自平台上线以来, 截至 2023Q1, Chinagoods 平台注册采购商已突破 350 万人次, 其中贷款包作为供应链金融服务已累积放贷约 7 亿元。同时, 从 2020 年到 2022 年, Chinagoods 平台的 GMV 分别为 130 亿元、168 亿元和 357 亿元。2023 年的股权激励考核目标为不低于 500 亿元。从 2023 年开始, Chinagoods 平台向入驻商户收取基础会员费, 随着入驻商户的增加和深度服务费渗透率的提高, 预计 Chinagoods 平台的收入将持续增长。

3.2.2 支付链路: 持有稀缺牌照资质, 切入跨境支付新赛道

重要发展节点:

- 1) 2022 年 8 月, 公司完成对快捷通的股权, 小商品城获得互联网支付业务资质;

- 2) 2022年9月,“义支付”获得跨境人民币支付资质;
- 3) 2023年2月正式上线“义支付”;
- 4) 2023年11月,“义支付”获得开展支付机构外汇业务牌照。

目前,在互联网支付领域,共有**110张牌照**;而同时具有跨境人民币支付资格和互联网支付牌照的仅有不到**30家**。

支付平台安全、合规、高效。“义支付”助力义乌90多万市场主体、上下游210多万家中小微企业“数链全球、支付无界”。义支付不仅助力企业资金高速流转,还降低了业务运营成本,同时减小了汇率风险以及冻卡风险。

图表 58: Yiwu Pay 在跨境支付中的优势

跨境支付客户需求	Yiwu Pay 在跨境支付中的优势
目前进出口贸易大多使用传统的国际汇款方式,成本较高(离岸账户的开户费、入账费等)、效率较低(平均到账时间 1-10 天);	快速到账行,随时可提现,手续费较低(0.3%);
由于国内金融机构监管越来越严格、银行对违法资金流动的考量、银行对自身利润的考量等因素,导致海外账户开户越来越困难,大量的中小企业都达不到银行的开户要求;	外贸经营户的个体工商户公司主体都可以 0 费用快速开户;
为防止违法资金流动,国外政策监管越来越严格,企业经常会面临冻卡风波,导致收付款延迟;	Yiwu Pay 与 Chinagoods 之间对接,保证“采购单、组货单、报关单、结汇单”四单集成,验证贸易真实性,避免冻卡风险;
外汇波动不稳定,企业面临汇兑波动风险;	使用人民币结算,避免企业的汇兑风险;
单一账户结算支持币种较少。	Yiwu Pay 目前已与全球超过 400 家银行达成合作,业务覆盖 100 多个国家和地区,国际收付主流币种达到 16 种。

资料来源:公司公告,五矿证券研究所

义支付将第三方支付牌照与市场贸易场景融合,目前囊括两类业务:**1) 国内支付**:义支付为市场贸易提供合规、安全、高效的一体化支付解决方案;**2) 跨境支付**:“Yiwu Pay 义支付”目前已与全球超过 400 家银行达成合作,业务覆盖 100 多个国家和地区,国际收付主流币种达到 16 种。2023 年 11 月公告显示,“义支付”已获批开展支付机构外汇业务,这将会进一步增强义支付的品牌影响力和服务能力,特别是带动跨境业务的快速成长,提升贸易效率,并且扩大跨境业务沉淀的数据规模,为公司带来新的增长动能。目前中国具有跨境支付资质的第三方支付机构不到 30 家,该业务费用率一般在 0.3-0.7 之间。义支付立足于义乌小商品城,具备天然的客户基础,获客成本低,有望以更低的费率提供支付业务,对于市场经营户来说,跨境人民币支付可以缩短账期并且规避汇率风险。

图表 59: 义支付高速发展



资料来源: 日照新闻网, 五矿证券研究所

图表 60: Yiwu Pay 官网提供跨境支付安全解决方案

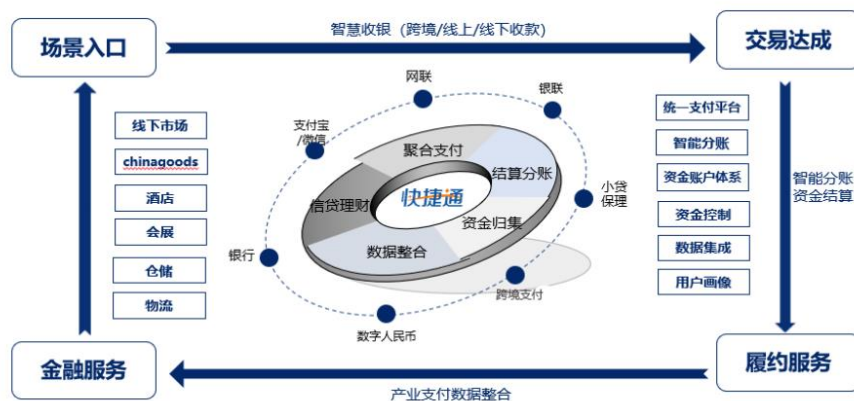


资料来源: 公司网站, 五矿证券研究所

一带一路为人民币国际化加速度。一带一路提出至今, 中国跨境人民币结算净额逐步提高, 2022年全年, 参与Yiwu Pay的跨境人民币结算的国家地区达到**176个**, 累计结算金额**565.39亿元**, 同比增长**56.23%**, 但2022年义乌外贸出口额高达**4300多亿元**, 人民币结算占比仅**13%**, 因此义乌跨境贸易人民币结算占比仍有较大提升空间。截至2023Q2, Yiwu Pay本地收款账户上线, 全球支付币种拓展至**20种**。最高单日结汇**3755万人民币**, 累计交易额破**3亿人民币**。

公司预期跨境人民币业务目标为**3-5年内, GMV达到100亿美元以上**, Yiwu Pay成为全球具有较大影响力的支付品牌。

图表 61: 公司支付链路系统



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

公司以支付结算业务为着力点, 助推义乌市场实现数字化转型, 构建“人-货-场”的资金流与信息流闭环, 打造**数字贸易全球化战略金融新基建**。

3.2.3 仓储物流: 打通贸易链联通环节, 打造数字智能化仓储体系

小商品城上线统一仓储信息平台、订舱系统、快递运营平台。Chinagoods 数字云仓、环球义达供应链产业园开仓运营。上线国际物流专线 206 条, 累计发货量突破 100 万立方米。公司已于 2022 年 3 月确立投资义乌市跨境电商物流园, 项目投资总额 24.44 亿元, 将促使

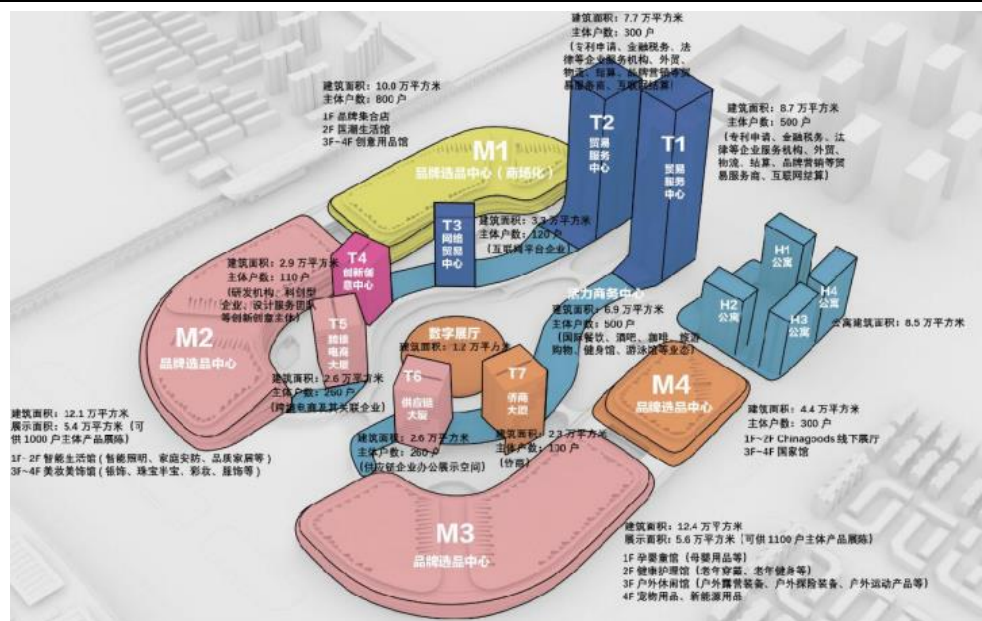
公司加速构建跨境电商生态圈，推动公司关联产业升级，联动公司线下市场、Chinagoods 平台及仓储、物流等业务协同板块，形成齐头并进的良好局面。

2022年8月，公司与国际物流企业中国远洋物流公司、普洛斯投资有限公司联合成立浙江智捷元港国际供应链科技有限公司，公司持股27%。合资公司将发挥各方面资源优势，作为跨境物流第三方交付平台，其聚合优质服务提供商，为中小微企业提供全程物流履约服务。

3.2.4 推进数字建设举措：数据确权，建设数贸中心

2021年，义乌市政府决策建设全球数贸中心。园区对标国际一流园区数字基础建设，以畅通小商品贸易信息交互，推动全球贸易人员的交流为目标，致力于通过数字业务集成和服务生态集聚的双重驱动，将义乌小商品市场打造成为未来市场的示范者、引领者。

图表 62：全球数贸中心规划图



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

本项目位于义乌国际商贸城五区东侧，地块范围东至 规划道路，西至春风大道，南至银海路，北至诚信大道。项目地块是丝路新区发展的重要节点，也是城市过去与未来两种规划理念、传统与数字两种经济形态的“双龙”汇聚之处。

图表 63: 全球数贸中心规划图



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 64: 全球数贸中心规划图



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

同时, 公司与人民网合作, 开展数字确权业务, 共同探索推进数据确权, 即数据资源“入表”具体落地工作。

公司可借助人民数据在全国布局的 51 个数据中心, 保障小商品贸易数据归案, 达成数据存储合作, 同时, 可以通过人民网“人民数据资产服务平台”销售自身拥有合法、完整所有权及知识产权或前述权力完整授权的数据产品和服务, 实现双方数据运营合作; 还可以依托人民网数据积累, 通过双方数据资源融合, 促进数字化赋能小商品城, 在经营管理中发挥作用, 引领小商品市场发展方向。第九届义博会期间, 数字贸易展区展示了“小商品数据第一证”(编号: 0001), 涉及义乌小商品贸易数据的持有、使用和经营权, 确权主体为小商品城, 颁证时间为 2023 年 10 月。

整体来看, 公司新业务重点布局支付、物流与平台三大核心板块, 着力打造一体化国际贸易服务商

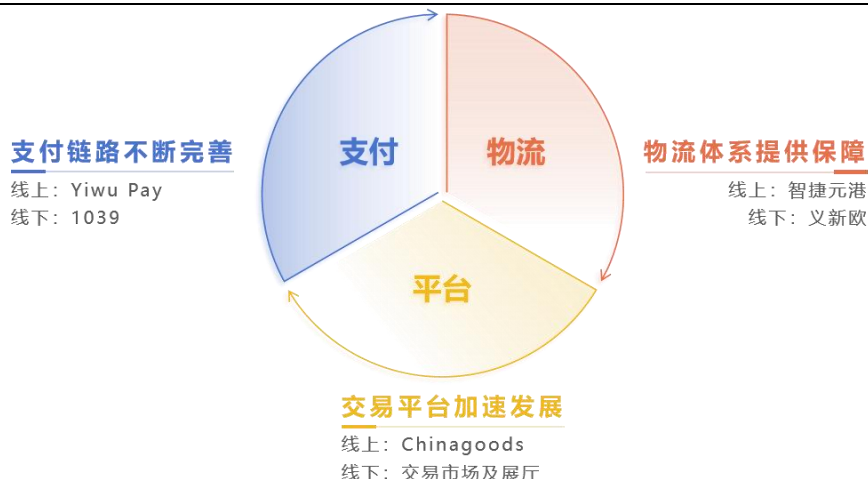
义乌小商品城利用“AI+Chinagoods 平台+Yiwu Pay 义支付”模式, 实现了数据驱动的智能贸易服务。AI 用于数据分析和智能推荐, Chinagoods 平台提供一站式贸易服务, Yiwu Pay 义支付保障交易安全便捷。三者结合, 提高了贸易效率和便利性。

支付板块: 线上支付方面, 公司积极布局“Yiwu Pay 义支付”, 为市场贸易提供合规、安全、高效的一体化支付解决方案, 通过支付赋能数字经济, 完善全球数字贸易服务生态, 助力公司产业的数字化发展; 线下支付方面, 义乌积极响应商务部号召开市场采购贸易方式试点, 并逐年培育发展, 前景广阔。

物流板块: 线上物流方面, 公司联合中远海运和普洛斯成立了合资公司——浙江智捷元港供应链科技有限公司, 打造立足义乌、服务全国、面向全球的一站式数字化贸易履约服务平台, 赋能中小微企业融入国内国际双循环发展新格局, 打造共同富裕示范区经济高质量发展的新标杆; 线下物流方面, “义新欧”集团自成立以来, 积极谋划市场布局, 不断致力于国际物流方案的探索和优化, “义新欧”班列开行规模和质量始终位于中欧班列第一梯队。

平台板块: 线上平台方面, Chinagoods 网站为新零售新批发搭建与线下市场相对应的线上平台, 致力于建立完善的全链路贸易闭环; 线下平台方面, 二区东新能源产品市场、综保区及海外市场蓬勃发展, 为公司经营提供稳定的交易市场。

图表 65: 公司“支付-平台-物流”整体业务布局



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

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

四、盈利预测与投资评级

我们以公司业务进行划分, 假设如下:

小商品城背靠中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: 市场经营业务, 商品销售业务, 酒店业务, 展览广告, Chinagoods 及其他服务。

4.1 市场经营: 减租因素消除, 新市场带来增量

小商品城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。2022 年下半年公司因疫情, 对租户减免约 10 亿元的租金, 造成此项收入的一次性下滑, 2023 年即修复 (2022 年实际市场营收 16.97 亿元)。2023-2025 年, 随着公司新市场 (二区东和数贸市场) 投产增厚租赁权转让收入, 原有市场的少量铺位租金重新定价增厚租金收入, 同时, 客流量修复后商铺选位费抬高, 2023-2025 年公司市场经营收入有望稳定增长。

因 23 年二区东商铺选位费收入为一次性, 假设 2024、2025 年公司市场经营收入主要来自于商户租金和一次性商铺选位费, 预计 2024 年之后, 二区东市场开始贡献大约 7000w 的租金增量收益, 同时, 数贸中心开始招商贡献招商收益。我们预计公司 2023-2025 年市场经营收入为 36.5/38.0/39.0 亿元人民币, 同比+115.1%/4.0%/+2.7%。毛利率预计维持稳定, 并在市场扩容情况下略微降低, 我们预计 2023-2025 年市场经营毛利率分别为 67%/68%/67%。

图表 66: 公司市场经营业务收入及毛利预测 (百万元)

市场经营	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,396.46	1,697.02	3,650.00	3,795.00	3,899.00
yoy	12.7%	-29.2%	115.1%	4.0%	2.7%
毛利率	63.8%	43.3%	67.0%	68.0%	67.0%
收入占比	39.7%	22.3%	29.0%	24.9%	21.8%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

4.2 商品销售：两大品牌作突破口，提升供应链整合度

受公司线上平台 chinagoods 带动影响，假设公司商品销售业务规模不断扩大，我们预计该业务 2023-2025 年实现收入 74.2/96.5/115.8 亿元人民币，同比+50.0%/+30.0%/+20.0%，考虑到商品销售业务规模不断扩大，成本会随着规模效应不断降低，因此预计 2023-2025 年毛利率分别为 0.4%/0.4%/0.4%。

图表 67：公司商品销售业务收入及毛利预测（百万元）

商品销售	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,593.28	4,949.30	7,423.95	9,651.13	11,581.36
yoy	575.7%	90.9%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
收入占比	43.0%	65.0%	59.0%	63.4%	64.9%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

4.3 酒店服务及展览广告：稳中有增，流量带来业绩

随着线下商务出行活动恢复正常，义乌客流量大幅回暖，带动附属酒店入住率提升，假设义乌国际商贸城客流量稳步增长，我们预计该业务 2023-2025 年实现收入 3.2/3.6/3.9 亿元人民币，同比+80.0%/10.0%/10.0%；随着线下活动的恢复，假设 2023 年之后广告会展需求大幅增长并恢复至疫情前水平，我们预计 2023-2025 年公司该业务收入分别为 1.4/1.6/1.8 亿元人民币，同比增速分别为 70.0%/20.0%/10.0%。随着线下商旅活动恢复，酒店板块以及会展板块将随着持续修复，我们预计 2023-2025 年酒店板块毛利率分别为 37%/35%/35%，展览广告毛利率分别为 30%/28%/28%。

图表 68：公司其他服务收入及毛利预测（百万元）

酒店服务	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	127.45	180.26	324.47	356.92	392.61
yoy	-14.7%	41.4%	80.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-4.9%	14.4%	37.0%	35.0%	35.0%
展览广告	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	119.54	79.98	135.96	163.15	179.47
yoy	24.1%	-33.1%	70.0%	20.0%	10.0%
毛利率	-2.9%	21.8%	30.0%	28.0%	28.0%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

4.4 新业务：围绕线上平台，战略转型一体化贸易服务商

Chinagoods 平台：

平台于 2023 年该平台开始收取会员费，假设 2023 年该平台收入以基础会员费为主，2024 年开始平台 GMV 不断提升且 AI 嵌套式 AI 服务费收入开始增长，单个商户的总体费用提高，我们预计 2025 年 chinagoods 平台营收将达到 3.38 亿元人民币。

业绩测算：假设：1) 目前入驻商户服务年费大约 3000 元/家，预计提高用户粘性之后开始收取增值服务费，客单价逐渐递增；2) 线下 7.5 万商户目前已全部上线入驻，未来 3 年假设用户数不变；3) 净利润参考阿里巴巴，约 35%。因此我们认为 2023-2025 年公司此营收分别为 2.63/3.00/3.38 亿元。

图表 69：Chinagoods 平台交易营收测算

	2022	2023E	2024E	2025E
商户数量 (万)	7.5	7.5	7.5	7.5
客单价 (元)	3000	3500	4000	4500
营收 (亿元)	2.25	2.63	3.00	3.38
净利率 (亿元)		35%	35%	35%
净利润 (亿元)		0.92	1.05	1.18

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

“YiwuPay”支付平台：

假设 1) 到 2025 年，义乌出口人民币结算比例提升至 62%；2) 公司市占率 (GMV) 提升至 22%；3) 收取费率为在市占率提高之后逐年稳定提高，那么预计公司 2023-2025 此项收入分别为 0.4/1.8/4.8 亿元人民币。

义乌 pay 盈利模式拆分：

1. 交易服务手续费收入

参考现在较流行的跨境支付平台 Paypal 的跨境支付手续费约为 4.4%、payoneer 约为 1%、万里汇约为 0.3%。

假设：1) 到 2025 年，义乌进出口人民币结算额比例提升至 62%；2) 公司预期 3-5 年内 Yiwupay 的 GMV 达到 100 亿美元以上，公司市占率 (GMV) 提升至 22%；3) 此业务刚上线时收费比例约为 0.3%，公司在提高用户粘性后提高手续费率至 4%。那么，2025 年公司跨境支付手续费收入将达到 3.84 亿元。

图表 70：公司跨境支付手续费收入测算 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
义乌市进出口总额	3903	4788	5400	6188	7001
义乌出口人民币结算额	362	565	1155	2788	4359
人民币结算渗透率	9%	12%	21%	45%	62%
yiw upay 在义乌跨境人民币结算中市占率			8%	16%	22%
公司跨境支付 GMV			92.4	446.08	958.98
手续费率			0.30%	0.30%	0.40%
对应手续费收入			0.28	1.34	3.84

资料来源：Wind，义乌市人民政府、五矿证券研究所

图表 71：2025 年不同市占率和手续费率下公司跨境人民币业务手续费收入测算

费率/市占率(义乌)	20%	30%	40%	50%	60%
0.10%	0.8718	1.3077	1.7436	2.1795	2.6154
0.20%	1.7436	2.6154	3.4872	4.359	5.2308
0.30%	2.6154	3.9231	5.2308	6.5385	7.8462
0.40%	3.4872	5.2308	6.9744	8.718	10.4616
0.50%	4.359	6.5385	8.718	10.8975	13.077
0.60%	5.2308	7.8462	10.4616	13.077	15.6924

资料来源：公司公告、五矿证券研究所

2. 贸易外汇差收入

在公司获取跨境外汇资质后，可以灵活选择离岸与在岸的货币兑换，当公司商户的外汇交易达到一定规模之后，贸易外汇价差即可成为公司一项可观收入来源。

离岸和在岸人民币的汇差一般在 100bp 左右，假设 1) 公司汇兑点差收入为贸易额 0.1%，且只收取单边点差；2) 中国外汇交易中心提供的汇率即为实时市场中人民币/美元货币的兑换汇率。那么，我们预计公司对应汇差收入在 2025 年将达到 0.96 亿元。

图表 72：公司汇率点差收入测算（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
义乌市进出口总额	3903	4788	5400	6188	7001
义乌出口人民币结算额	362	565	1155	2788	4359
渗透率	9%	12%	21%	45%	62%
公司在义乌的跨境业务市占率			8%	16%	22%
公司跨境支付 GMV			92.4	446.08	958.98
汇兑点差比率			0.1%	0.1%	0.1%
对应汇差收入			0.09	0.45	0.96

资料来源：Wind，义乌市人民政府、五矿证券研究所

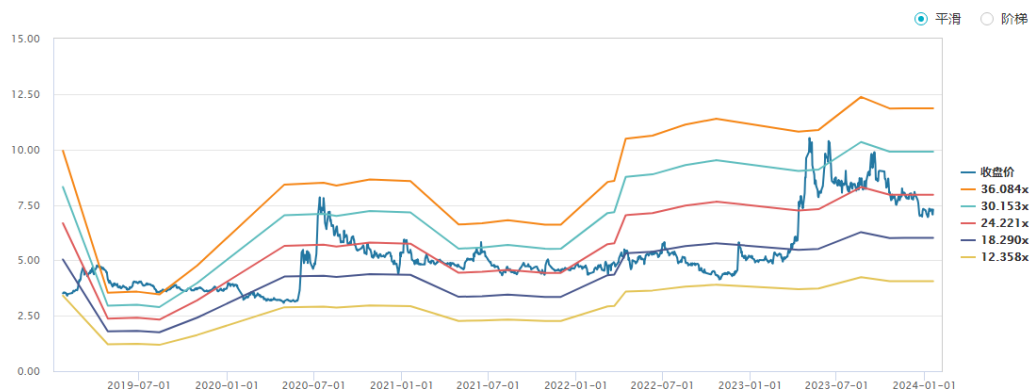
费用率方面，公司 2023 年 Q1-3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.34%/4.85%/0.21%，我们预计 2023-2025 年费用率保持相对稳定，波动较小。

五、投资建议与评级

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、商铺数量增长和商铺租金增长，此项营收仍有望稳健成长。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。酒店与展览业务长期将保持平稳发展。**Chinagoods** 平台是公司未来最重要的新业务核心，公司结合支付、仓储、物流，在义乌贸易体量基数下，将成为一流的国际贸易综合服务商。

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 26.5/28.6/30.8 亿元,同比+140.1%/+13.7%/+7.5%。

图表 73: 小商品城 P/E Band (TTM)



资料来源: wind, 五矿证券研究所

估值

公司以租赁商铺为主业，因此我们选择依托产业链整合产业上下游且主业为从事商铺及物业租赁等市场业务的公司作对比。我们预计公司 23-25 年 EPS0.46/0.52/0.56 元，可比公司 24 年平均 PE20 倍。我们认为公司将持续受益于“一带一路”倡议、数字经济以及跨境贸易的增长，传统市场业务扩容且新业务提升空间较大，给予公司 20 倍 PE，首次覆盖给予“持有”评级。

图表 74: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE2023	预测 PE2024
600790 CH	轻纺城	53.5 亿	16.64	31.08	26.87
023441 CH	海宁皮城	47.1 亿	25.09	24.39	23.65
007851 CH	居然之家	181 亿	14.3	10.66	9.32
		93.8	18.68	22.04	19.95

注: 轻纺城/海宁皮城/居然之家分别依托中国轻纺城/皮革市场/家居卖场等从事商铺及物业租赁等市场业务，并依托所处产业链整合上下游，与公司存在一定可比性。交易数据截止 24 年 1 月 24 日;

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

六、风险提示

1. 市场经营风险: 新市场落成招商风险及 Chinagoods、Yiwu Pay 发展不及预期;
2. 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。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	76	126	152	179
增长率(%)	26.3%	65.1%	21.0%	17.2%
归属母公司所有者净利润 (亿元)	11.0	26.5	28.6	30.8
增长率(%)	-17.2%	140.1%	7.9%	7.5%
每股收益(元)	0.200	0.484	0.522	0.561
净资产收益率 (%)	7.2%	15.1%	14.0%	13.1%

财务报表及指标预测

利润表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	76	126	152	179
营业成本	65	93	119	143
毛利	12	32	33	35
%营业收入	15.3%	25.8%	21.7%	19.8%
营业税金及附加	2	4	4	5
%营业收入	2.6%	2.9%	2.8%	2.8%
销售费用	2	4	5	6
%营业收入	2.6%	3.5%	3.2%	3.2%
管理费用	5	10	11	13
%营业收入	6.9%	7.7%	7.4%	7.4%
财务费用	1	0	0	0
%营业收入	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	10	16	19	23
营业利润	11	31	32	35
%营业收入	15.0%	24.6%	21.3%	19.4%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	11	31	32	35
%营业收入	15.1%	24.6%	21.3%	19.4%
所得税费用	0	4	4	4
净利润	11	26	29	31
归属于母公司所有者的净利润	11	27	29	31
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.200	0.484	0.522	0.561

现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	14	43	36	33
取得投资收益	2	16	19	23
长期股权投资	-3	-11	-10	-9
无形资产投资	-24	-15	-17	-18
固定资产投资	-1	-4	-4	-4
其他	3	-16	-17	-17
投资活动现金流净额	-24	-30	-28	-25
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	144	-5	-3	-3
筹资成本	-7	-4	0	0
其他	-148	1	0	0
筹资活动现金流净额	-11	-8	-3	-3
现金净流量	-20	6	5	4

资产负债表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20	26	31	35
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	2	4	5	5
存货	13	31	35	42
预付账款	6	12	16	18
其他流动资产	11	34	32	36
流动资产合计	53	108	118	137
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	60	72	81	90
投资性房地产	29	31	34	36
固定资产合计	52	53	52	53
无形资产	65	78	93	109
商誉	3	4	6	8
递延所得税资产	2	2	2	2
其他非流动资产	59	69	80	92
资产总计	321	416	467	526
短期贷款	11	5	2	-1
应付款项	12	18	21	26
预收账款	9	9	12	15
应付职工薪酬	2	5	5	6
应交税费	2	8	9	10
其他流动负债	89	149	167	189
流动负债合计	124	194	217	246
长期借款	4	4	4	4
应付债券	35	35	35	35
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	4	5	5	5
负债合计	168	239	262	291
归属于母公司	153	176	205	235
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	153	176	205	235
负债及股东权益	321	416	467	526

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.200	0.484	0.522	0.561
BVPS	2.78	3.21	3.73	4.29
PE	26.20	14.89	13.80	12.83
PEG	—	0.11	1.75	1.70
PB	1.88	2.24	1.93	1.68
EV/EBITDA	31.39	11.04	10.34	9.57
ROE	7.2%	15.1%	14.0%	13.1%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译若与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(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;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。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及作者在自身所知范围内,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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海

地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室
 邮编:200120

深圳

地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
 邮编:518035

北京

地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室
 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

		Ratings	Definitions
The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037