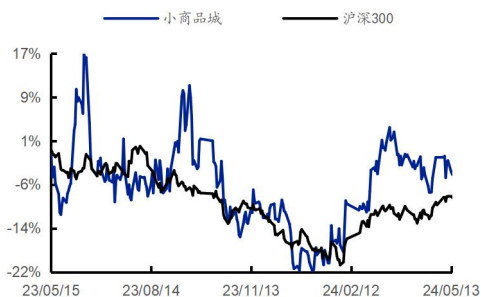


研究所:
 证券分析师: 芦冠宇 S0350521110002
 luyg@ghzq.com.cn
 证券分析师: 李宇宸 S0350524030001
 liyc02@ghzq.com.cn

主业量价齐升, 新业务成长逐步兑现, 孙公司剥离提升盈利能力

——小商品城(600415)公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
小商品城	-1.7%	5.7%	-7.6%
沪深300	5.2%	8.7%	-7.1%

市场数据

市场数据	2024/05/14
当前价格(元)	8.48
52周价格区间(元)	6.78-10.67
总市值(百万)	46,507.15
流通市值(百万)	46,381.61
总股本(万股)	548,433.42
流通股本(万股)	546,953.00
日均成交额(百万)	193.96
近一月换手(%)	0.72

事件:

小商品城发布《关于全资子公司拟转让股权暨关联交易的公告》，拟将全资子公司“大数据公司”持有的“兴宸企管”100%股权，转让给控股股东商城控股，交易对价为0元。“兴宸企管”持有“海城公司”95%的股份，本次交易可将海城公司剥离上市公司，提高公司盈利能力。

小商品城发布2023年报及2024一季报。2023年公司实现收入113亿元，同比增长48.3%，实现归母净利润26.76亿元，同比增长142.25%。2024Q1公司实现收入26.81亿元，同比增长26.42%，实现归母净利润7.13亿元，同比减少41.66%，主要系本期投资收益、资产处置贡献同比大幅减少，主业表现仍较为亮眼。

投资要点:

- 收入端**，分业务看，2023年公司市场经营实现营收30.74亿元，同比增长81.16%，主要系一方面2023年公司新增二区东新能源产品市场营业结转收入，另一方面公司2022年同期实施减租政策影响。2023年公司贸易服务实现营收6.02亿元，同比增长43.37%，主要系2023年公司CG平台等信息服务收入快速增长；配套服务实现收入4.67亿元，同比增长79.30%，主要系酒店入住率提高、会展业务规模扩大；商品销售业务实现收入67.92亿元，同比增长37.22%。
- 费用&利润端**，1) 2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.12%/4.96%/1.11%/0.19%，同比变动-0.47/-1.99/-0.85/-0.03pct。2) 利润方面，2023年公司毛利率为26.50%，同比增长11.18%，分业务看，市场经营毛利率为71.83%，同比增加28.52pct，主要系2023年公司确认东区1-2F选位费收入，拉高整体毛利水平，同时2023年客流回暖公司提高租金收入，规模效应凸显；贸易服务毛利率为69.74%，同比增长22.48%，2023年CG平台变现加快、支付业务年内实现盈利；得益于酒店入住率提升、会展业务规模扩大，配套服务实现毛利率23.58%，同比增长6.88%；2023年商品销售毛利率保持稳健，同比增长0.22%至0.50%。2023年公司净利率为30.89%，同比增加6.15%。3) 2024Q1公司归母净利润为7.13亿元，同比减少41.66%，其中投资收益同比减少7.3亿元，资产处

置同比减少 1.65 亿元。

- 公司经营表现亮眼，主业量价齐升，新业务成长持续兑现。1) 义乌外贸高景气度持续，2024 年 1 至 2 月，义乌市进出口总值达 1166 亿元，同比增长 47.3%；2024Q1 义乌国际商贸城日均客流量超 21 万人次，日均外商 3523 人，同比增长 160.2%，日均车流量 99514 车次，同比增长 6.8%，景气度高于 2019 年及 2023 年同期水平。受益于外贸高景气，公司市场经营主业有望快速发展，2023 年末公司对到期商位的租金进行调整，租金平均上浮 5.5%，公司预计未来三年增长率将不低于 5%。同时二区东新能源三层于 2023 年 12 月完成招商，线下市场进一步扩容。2) CG 平台加强 AI 应用，2024Q1 新增 GMV 达到 110 亿元，同比增长 37.5%；3) 义支付平台不断探索全程交易支持服务，2024Q1 跨境交易额超过 62 亿人民币。
- 孙公司剥离助力公司，优化资产结构，提升盈利能力。根据公司公告，兴宸企管 2023 年、2024Q1 实现净亏损 1.0 亿元、3646 万元。兴宸企管剥离后，将显著减亏，改善公司未来的利润。此外兴宸企管剥离后，将显著优化上市公司资产，截至 2024Q1 兴宸企管净资产为 -9.6 亿元，交易完成后将增厚上市公司的所有者权益，优化上市公司资产。未来公司将集中精力和资源在核心业务，提高盈利能力，减少潜在亏损和负债，优化内在价值。
- **盈利预测和投资评级** 主业+新业务增厚利润，看好业绩成长。1) 主业方面，预计二区东三层入场资格费+商位使用费进一步增厚公司业绩；2) 义支付跨境人民币业务规模持续扩大。我们预计 2024-2026 年公司收入同比增长 24.3%/23.4%/18.8%至 140.50/173.37/205.97 亿元，归母净利润同比增长 7.3%/16.6%/16.5%至 28.72/33.48/38.99 亿元，当前估值对应 2024 年 16/14/12 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 海外需求不及预期、国际贸易政策变化风险、数字化转型不及预期、交易进度不及预期，新市场建设及新业务发展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11300	14050	17337	20597
增长率(%)	48	24	23	19
归母净利润（百万元）	2676	2872	3348	3899
增长率(%)	142	7	17	16
摊薄每股收益（元）	0.49	0.52	0.61	0.71
ROE(%)	15	14	15	15
P/E	14.94	16.19	13.89	11.93
P/B	2.27	2.33	2.05	1.80
P/S	3.55	3.31	2.68	2.26
EV/EBITDA	14.77	13.57	11.33	9.37

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：小商品城盈利预测表

证券代码:	600415				股价:	8.48		投资评级:	买入		日期:	2024/05/14	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	15%	14%	15%	15%	EPS	0.49	0.52	0.61	0.71				
毛利率	26%	30%	30%	29%	BVPS	3.23	3.64	4.13	4.70				
期间费率	8%	8%	8%	7%	估值								
销售净利率	24%	20%	19%	19%	P/E	14.94	16.19	13.89	11.93				
成长能力					P/B	2.27	2.33	2.05	1.80				
收入增长率	48%	24%	23%	19%	P/S	3.55	3.31	2.68	2.26				
利润增长率	142%	7%	17%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.31	0.36	0.40	0.42	营业收入	11300	14050	17337	20597				
应收账款周转率	19.06	17.30	17.03	16.21	营业成本	8306	9870	12219	14535				
存货周转率	9.06	9.40	9.13	9.63	营业税金及附加	146	183	225	268				
偿债能力					销售费用	240	281	364	412				
资产负债率	51%	49%	48%	47%	管理费用	560	674	832	968				
流动比	0.48	0.45	0.50	0.57	财务费用	125	167	176	137				
速动比	0.27	0.22	0.26	0.33	其他费用/(-收入)	22	24	29	35				
					营业利润	3105	3243	3800	4438				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	103	100	97	100				
现金及现金等价物	2938	2003	2990	4483	利润总额	3208	3343	3897	4538				
应收款项	593	812	1018	1271	所得税费用	527	468	546	635				
存货净额	1247	1494	1900	2138	净利润	2681	2875	3352	3903				
其他流动资产	1766	2271	2567	3128	少数股东损益	5	3	3	4				
流动资产合计	6544	6580	8474	11019	归属于母公司净利润	2676	2872	3348	3899				
固定资产	4941	5516	5983	6434									
在建工程	3956	4556	5256	5956	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	13755	14975	16135	17255	经营活动现金流	1845	3324	5231	5624				
长期股权投资	7023	7323	7623	7923	净利润	2676	2872	3348	3899				
资产总计	36219	38950	43471	48586	少数股东损益	5	3	3	4				
短期借款	1620	1720	1920	2220	折旧摊销	888	755	763	779				
应付款项	1390	1351	1703	1688	公允价值变动	52	50	55	65				
合同负债	4067	4442	5376	6541	营运资金变动	-754	-110	1252	971				
其他流动负债	6656	7180	8053	8926	投资活动现金流	-1375	-2990	-3023	-3090				
流动负债合计	13732	14693	17052	19374	资本支出	-2427	-2450	-2473	-2470				
长期借款及应付债券	4361	3861	3361	3061	长期投资	139	-710	-605	-555				
其他长期负债	421	391	371	341	其他	913	170	55	-65				
长期负债合计	4783	4253	3733	3403	筹资活动现金流	460	-1260	-1226	-1036				
负债合计	18515	18946	20785	22777	债务融资	1098	-430	-320	-30				
股本	5484	5484	5484	5484	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	17704	20004	22686	25810	其它	-638	-830	-906	-1006				
负债和股东权益总计	36219	38950	43471	48586	现金净增加额	929	-925	982	1498				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。

李宇宸：证券分析师，香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

熊思雨：研究助理，中山大学硕士，主要覆盖人力资源、餐饮、会展板块。

余洁：研究助理，对外经济贸易大学本硕，覆盖酒店、珠宝板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，李宇宸，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

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。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。