

小商品城 (600415.SH)

增持 (首次)

小商品龙头根基深厚，数字化转型打造第二增长曲线

小商品城为国内小商品批发龙头，以义乌国际商贸城市场经营为核心主业，业务基本盘稳健，市场扩建持续开拓增长空间；业务创新方面，公司上线 Chinagoods 平台转型贸易综合服务商，构建一站式全球化供应链服务体系有望打造第二增长曲线，看好公司长期发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

- 小商品城：义乌小商品批发龙头，转型一流国际贸易综合服务商。**小商品城立足于世界小商品之都义乌，拥有全球最大的小商品集散市场。公司主要从事小商品实体市场经营、商品销售、酒店服务及广告展览等业务，2020年推出一体化贸易综合服务平台 Chinagoods 开启数字化转型，拓展线上交易服务业务。2022年公司实现营收76.2亿元，同比+26.28%，2023年宏观环境向好小商品实体市场加速复苏，叠加线上交易服务增收，有望驱动收入及盈利改善。
- 市场经营业务：主业根基深厚稳健经营，市场扩建开拓增长空间。**公司以义乌国际商贸城市场经营为核心主业，主要采用商位出租模式收取入场费及商位使用费，基于640万方实体市场构建稳健的业务基本盘，2022年实现成交额2020.9亿元，同比+8.3%，实现毛利率43.3%，是集团的主要利润来源。放眼长期，公司持续开展国内及海外市场扩建，2022年国内启动二区东新能源产品市场招商，2023年义乌全球数字自贸中心投入建设，海外“全球战略”中第一个海外分市场-迪拜小商品城开业运行，开拓新市场机遇同时有望持续贡献业务增量。
- Chinagoods：布局1039蓝海市场，打造全球供应链服务体系前景广阔。**市场采购贸易方式（1039）适配小商品碎片化贸易出口，作为跨境市场蓝海赛道发展空间广阔，义乌首批试点先发优势强。针对1039经营主体仓储成本高、资金压力大融资难等痛点，公司建立 Chinagoods 贸易综合服务平台开启数字化转型，打造涵盖展示交易、数字化仓储物流供应链金融等服务在内的一站式全球化供应链服务体系，同时 Chinagoods 打通1039市场联网平台，未来平台有望凭借先发优势不断增强1039模式下在报关认定、集货履约等环节的话语权，未来成长空间广阔。
- 投资建议：预计公司2023-2025年将实现营业收入112.6/133.6/153.7亿元，同比增长47.8%/18.7%/15.0%；归母净利润为19.3/22.5/26.0亿元，同比增长74.8%/16.6%/15.6%，首次覆盖给予“增持”评级。**
- 风险提示：宏观经济风险；创新业务发展不及预期风险；市场竞争风险。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6034	7620	11259	13364	15373
同比增长	62%	26%	48%	19%	15%
营业利润(百万元)	1654	1147	2241	2667	3136
同比增长	15%	-31%	95%	19%	18%
归母净利润(百万元)	1334	1105	1933	2253	2605
同比增长	44%	-17%	75%	17%	16%
每股收益(元)	0.24	0.20	0.35	0.41	0.47
PE	34.4	41.5	23.7	20.3	17.6
PB	3.1	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

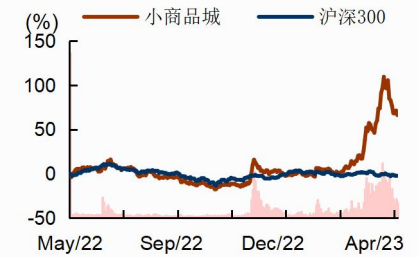
消费品/商业
当前股价：8.41元

基础数据

总股本(万股)	548607
已上市流通股(万股)	545639
总市值(亿元)	461
流通市值(亿元)	459
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	48.5%
主要股东	义乌中国小商品城控股有限
主要股东持股比例	55.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	87	65
相对表现	11	84	66



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
- 李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
- 潘威全 研究助理
panweiqian@cmschina.com.cn
- 李星馨 研究助理
lixingxin@cmschina.com.cn

正文目录

一、小商品城：小商品批发龙头，转型一流国际贸易综合服务商	5
1、公司发展历程：深耕义乌小商品市场，数字化转型提高市场竞争力	5
2、主营业务：以市场经营为核心，创新发展数字化贸易新业务	5
3、股权结构：义乌市国资委控股，股权激励注入发展活力	6
4、经营情况：营收规模稳步扩张，未来分部业务增收有望驱动利润增长	7
二、市场经营业务：主业根基深厚稳健经营，市场扩建开拓增长空间	8
2.1 行业：义乌小商品市场领先全球，带动义乌进出口外贸蓬勃发展	8
2.2 市场经营业务：主业基本盘稳固，稳健盈利贡献主要利润	9
2.3 未来增长：新市场扩建贡献业务增量，实体市场数字贸易转型拓展想象空间	10
三、Chinagoods：布局 1039 蓝海市场，打造全球供应链服务体系前景广阔	12
3.1 1039 模式蓝海市场，公司前瞻布局高景气赛道拓宽发展空间	12
3.2 Chinagoods 平台推动贸易数字化转型，打通 1039 全链路稀缺数据构建差异化优势	13
3.3 打造一站式全球化供应链服务体系，数字化物流+金融增值服务挖掘增长潜力	15
3.4 拟合作建设“一带一路”国际数据中心，为小商品贸易数字化提供算力及数据赋能	17
四、其他业务：多元业务丰富生态布局，商品销售高增推动进口贸易扩张	18
4.1 商品销售：进口贸易规模快速扩张，盈利提升空间仍广	18
4.2 酒店及展览广告业务：疫后需求复苏及生态协同有望支持长期发展	19
五、盈利预测及投资建议	19

图表目录

图 1: 小商品城发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 4 月)	6
图 3: 公司营业收入与同比增速	7
图 4: 公司归母净利润与同比增速	7
图 5: 公司主要业务收入占比情况	8
图 6: 公司毛利率及分业务毛利率情况	8
图 7: 义乌国际商贸城采购额及增速	8
图 8: 义乌市进出口贸易额及增速	8
图 9: 义乌小商品城实体市场全景图	10
图 10: 市场经营收入、增速及毛利率	10
图 11: 2023 年 3 月 17 日二区东市场正式开业运营	10
图 12: 二区东市场新能源产品商铺	10
图 13: 义乌全球数字自贸中心俯瞰图	11
图 14: 义乌全球数字自贸中心项目建设指标	11
图 15: 迪拜义乌中国小商品城全景	11
图 16: 迪拜义乌中国小商品城店铺	11
图 17: 我国市场采购贸易出口额增速及占比	13
图 18: 义乌市场采购贸易出口额及占比	13
图 19: Chinagoods 平台业务模式	14
图 20: 义乌市场采购贸易联网信息平台	14
图 21: Chinagoods 上线采购宝支持市场采购贸易方式	14
图 22: Chinagoods 官网首页	15
图 23: Chinagoods GMV 及增速	15
图 24: Yiwu Pay 跨境支付交易流程	15
图 25: Chinagoods 供应链金融服务体系	16
图 26: 环球义达平台履约流程图	17
图 27: 公司海外仓数量及面积逐年增长	17
图 28: 义乌综合保税区规划图	17
图 29: 商品销售业务收入增速及毛利	18
图 30: 爱喜猫线上及线下店铺	18

图 31: 酒店服务收入增速及毛利率	19
图 32: 展览广告收入增速及毛利率	19
表 1: 公司经营模式及主营业务介绍	5
表 2: 2020 年限制性股权激励计划考核条件	7
表 3: 义乌小商品城分部市场	9
表 4: 二区东市场商位招投标费用体系	11
表 5: 1039、0110、9610 贸易模式对比	12
表 6: 我国市场采购贸易方式 (1039) 试点单位	13
表 7: 小商品城盈利预测	20
表 8: 小商品城分部可比公司	20
表 9: 小商品城分部估值表	20
附: 财务预测表	21

一、小商品城：小商品批发龙头，转型一流国际贸易综合服务商

1、公司发展历程：深耕义乌小商品市场，数字化转型提高市场竞争力

专注义乌小商品市场三十载，稳固批发市场龙头地位。浙江中国小商品城集团股份有限公司成立于 1993 年 12 月 28 日，于 2002 年 5 月 9 日在上海证券交易所上市，总部位于浙江省义乌市，实控人为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会。公司主要从事小商品市场经营，近年基于“打造一流的国际贸易综合服务商”战略目标开展数字化改革，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并开展线上交易服务，核心竞争力持续提升，逐步稳固龙头地位。

图 1：小商品城发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

2、主营业务：以市场经营为核心，创新发展数字化贸易新业务

从经营模式来看，公司主要有两大业务经营模式：（1）**市场经营模式**，主要由公司下属各市场分公司负责经营和管理，采取商位出租模式，收入来源主要为市场商位使用费收入。目前公司负责经营的市场包括国际商贸城一至五区市场、篁园市场、进口市场、国际生产资料市场、一区/二区东扩市场等；（2）**线上交易平台模式**，立足于“义乌小商品城”平台（即“chinagoods 平台”），依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源，服务产业链上游 210 万家中小微企业，以贸易数据整合为核心驱动，对接供需双方在展示交易、仓储物流、金融信贷等多个环节的需求，实现市场资源高效配置，构建真实、开放、融合的数字化贸易综合服务平台。

从业务分类来看，公司主要有四大主营业务：（1）**市场经营业务**，公司出租实体商铺收取使用费；（2）**商品销售业务**，进行进出口贸易商品买卖，主要针对“爱喜猫”及“义乌好货”两大自营品牌；（3）**酒店服务业务**，开展酒店运营或参与经营，包括提供客房住宿、餐饮服务、会场出租等并收取相应费用或管理费；（4）**展览广告业务**，为客户提供设计、制作、发布、代理广告等业务，并收取展会、广告等费用。

表 1：公司经营模式及主营业务介绍

	模式/业务分类	模式/业务介绍
经营模式	市场经营模式	公司下属各分公司负责经营管理，采用商位出租模式，收取市场商位使用费收入，商位所有权属于公司，商户只拥有合同期限内的商位使用权
	线上交易平台	Chinagoods 平台，依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源，服务产业链上游 210 万家中小微企业
主营业务	市场经营业务	公司出租商位收取使用费
	商品销售业务	进出口贸易商品买卖，主要针对“爱喜猫”及“义乌好货”两大自营品牌

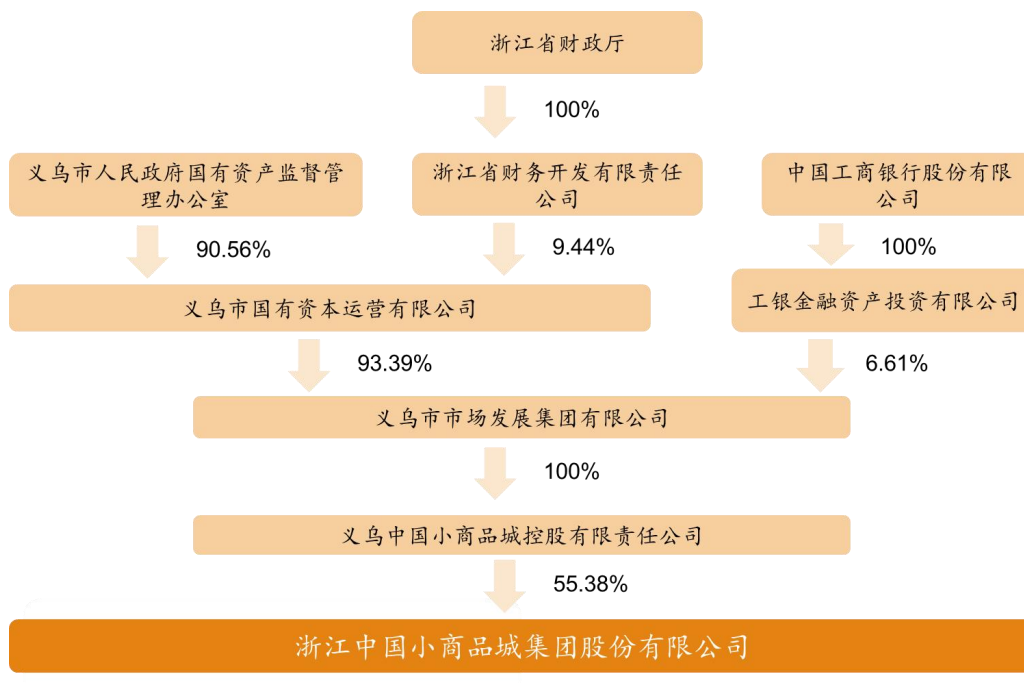
酒店服务业务	提供酒店客房住宿、餐饮服务、会场出租等酒店服务，收取相应服务费/管理费
展览广告业务	为义乌小商品商户提供广告设计/制作/发布/代理等业务，并收取展会/广告费用。

资料来源：公司公告、招商证券

3、股权结构：义乌市国资委控股，股权激励注入发展活力

公司股权结构明晰，义乌市国资委为实际控制人。截至 2023 年 4 月，义乌中国小商品城控股有限责任公司持有浙江中国小商品城集团股份有限公司 55.38% 的股份，为公司控股股东；实际控制人为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会，间接持股约 46.8%。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 4 月）



资料来源：公司公告，招商证券

管理层完善公司治理，股权激励注入发展活力。2020 年 10 月，公司发布股权激励计划，拟授予限制性股票 5048 万股，其中首次授予 4792 万股（占总股本的 0.88%），授予价格为 2.94 元/股，预留授予 256 万股。首次授予的激励对象共 405 人，预留授予激励对象 34 人，包括公司董事、中高层管理人员、核心技术（业务）骨干及公司董事会认为需要激励的人员。股权激励考核以 2019 年业绩为基数，考核条件包括营收、EPS、Chinagoods 平台 GMV 等以及个人绩效考核，根据考核评价结果确定当年度的解除限售比例。此次股权激励计划旨在激发公司整体活力、带动业务高质量发展。2023 年 1 月 16 日针对 2020 年限制性股权激励计划的首个限售期届满，可解除限售的激励对象共 339 人，可解除限售的限制性股票合计 1317.36 万股，占公司总股本的 0.24%。

表 2: 2020 年限制性股权激励计划考核条件

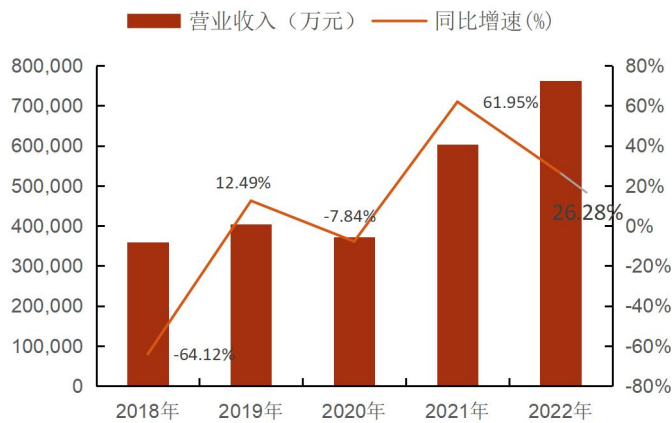
年份	基准年	考核条件	解除限售时间
2021 年		年营业收入增长率不低于 75%，每股收益不低于 0.20 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130 亿元	2023 年 (自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止)
2022 年	2019 年	年营业收入增长率不低于 120%，每股收益不低于 0.22 元，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 240 亿元。	2024 年 (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 48 个月内的最后一个交易日当日止)
2023 年		年营业收入增长率不低于 180%，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；主营业务收入占营业收入比重不低于 90%；公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元。	2025 年 (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 60 个月内的最后一个交易日当日止)

资料来源：公司公告，招商证券

4、经营情况：营收规模稳步扩张，未来分部业务增收有望驱动利润增长

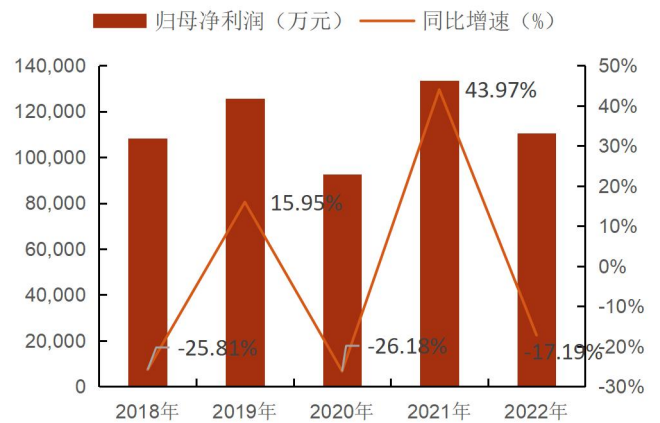
营业收入稳中有增，宏观环境向好有望持续改善收入及盈利。2022 年疫情之下公司仍彰显经营韧性，营业收入为 76.2 亿元，同比增速 26.3%，主要受益于商品销售规模的进一步扩张；归母净利润为 11.05 亿元，同比下降 17.2%，主要由于 22 年对中小微企业及个体工商户减免 6 个月租金导致市场经营收入减少约 10 亿元。2023 年以来宏观环境向好，小商品市场需求加速复苏，2023 年 1-4 月营收同比增长 22.97%，归属于上市公司股东净利润同比增长 78.7%，收入及利润持续改善。

图 3: 公司营业收入与同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

图 4: 公司归母净利润与同比增速



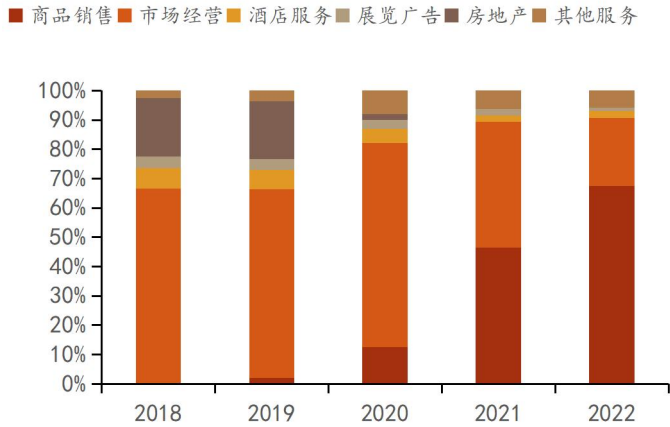
资料来源：公司公告，招商证券

业务结构：市场经营及商品销售为主要收入来源，商品销售收入保持高速增长。公司主业市场经营业务近年收入维持相对稳健，2022 年市场经营收入为 16.97 亿元，受租金减免影响同比下降 29.2%，收入占比为 23.2%；商品销售收入持续高速增长，2022 年达 49.49 亿元，同比增长 90.9%，2019-2022 年收入 CAGR 达 316%，2022 年收入占比提升至 67.6%；此外酒店服务、展览广告、其他服务收入各自占比 2.5%、1.1%、5.7%。

毛利率受收入结构调整影响有所下降，市场经营主业盈利相对稳定，未来分部业务增收有望持续驱动利润增长。2019 年起业务结构变化导致毛利率呈下降趋势，一方面毛利率较高的房地产业务剥离，另一方面利润率较低的商品销售业务持续扩张。而市场经营主业作为主要的利润贡献业务毛利率维持相对稳定，2021 年达 63.83%，2022 年受疫情租

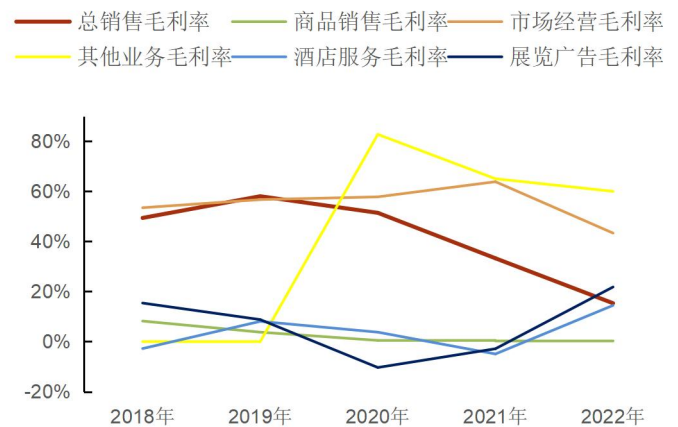
金减免影响毛利率降至 43.3%。此外 2022 年酒店服务、展览广告业务高效运营驱动下盈利能力改善，毛利率均由负转正，分别为 14.4%和 21.8%。未来市场经营主业的市場建设规模进一步扩张以及 Chinagoods 创新业务增值收入增长有望持续驱动利润提升。

图 5: 公司主要业务收入占比情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 公司毛利率及分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

二、市场经营业务: 主业根基深厚稳健经营, 市场扩建开拓增长空间

2.1 行业: 义乌小商品市场领先全球, 带动义乌进出口外贸蓬勃发展

义乌小商品市场领先全球, 疫后市场景气度快速恢复。小商品产业以丰富品类、高效流通为特点, 贯穿工业生产及社会消费的方方面面, 义乌是全球最大的小商品集散地, 被誉为世界小商品之都, 市场规模位居行业前列、成交额逐年稳健增长, 2022 年义乌小商品市场成交额达到 2020.9 亿元, 同比增长 8.3%。2023 年疫情开放后义乌小商品市场景气度快速上升, 截至 3 月义乌国际商贸城日均客流量超过 20 万人, 恢复至 2019 年水平, 日均外商 1646 人, 同比增长 30.3%, 宏观持续复苏有望进一步带动小商品市场需求回暖。

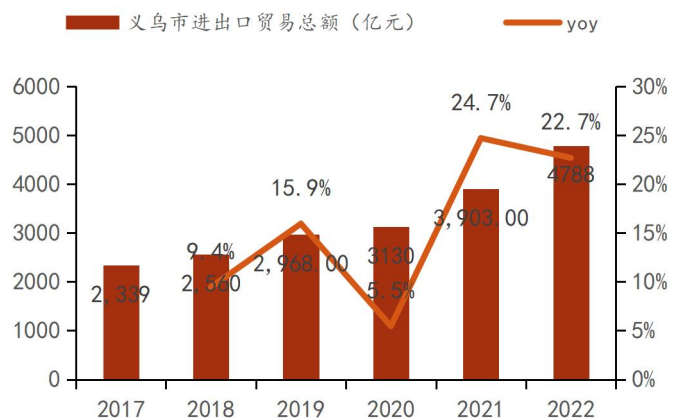
义乌进出口外贸受益小商品产业贸易蓬勃发展。国内国际双循环背景下义乌小商品出口贸易蓬勃发展, 与全球 230 多个国家和地区保持小商品贸易往来, 同时小规模多品种的小商品拼箱出口是义乌外贸订单的重要组成部分, 带动义乌市整体进出口外贸快速发展, 2022 年义乌实现进出口 4788 亿元, 同比增长 22.7%, 其中出口额 4316.4 亿元, 同比增长 18%, 疫情之下表现亮眼, 疫后小商品产业链恢复有望进一步驱动义乌进出口贸易持续发展。

图 7: 义乌国际商贸城采购额及增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 8: 义乌市进出口贸易额及增速



资料来源: 金华市统计局, 招商证券

2.2 市场经营业务：主业基本盘稳固，稳健盈利贡献主要利润

市场经营为主业，根基深厚需求稳定。公司以义乌国际商贸城市场经营为核心主业，主要基于目前负责经营的国际商贸城一至五区市场、进口市场、一区东扩市场、二区东扩市场、篁园市场、国际生产资料市场进行商位出租赚取市场商位使用费。截至 2022 年义乌国际商贸城总经营面积达 640 万平方米，共汇集 26 个大类、210 多万种单品，拥有 7.5 万个实体商铺，市场需求具有强韧性，2021、2022 年商位出租率均超过 98%。

表 3：义乌小商品城分部市场

市场	开业时间	建筑面积（万平方米）	商位数（个）	经营户（个）	品类
国际商贸城一区	2002.10	34	8000+	10000+	花类及配件、玩具、珠宝首饰、装饰工艺等
国际商贸城二区	2004.10	60	8000+	10000+	箱包、伞具、户外用品、五金配件、小家电、电讯器材、特色商品等
国际商贸城三区	2005.9	46	6000+	8000+	笔墨用品、纸制品、办公学习用品、体育用品、化妆品、服装辅料等
国际商贸城四区	2008.10	108	16000+	20000+	服装、鞋类、帽类、日用百货、皮带等
国际商贸城五区	2011.5	64	7000+	10000+	进口商品、床上用品、婚庆用品、酒店用品、汽车用品及配件、宠物用品、小商品配送等
国际生产资料市场	2013.11	75	4000+	190	进口红酒、食品、日化用品、工艺品、化妆品、电子电器、厨房用品、家居生活用品及建材类等
篁园市场	2011.5	42	4992	-	服装、综合零售、综合休闲配套服务等
宾王市场	1995.11	29	9000+	10000+	文创、服装、数码电器、居家生活、进口商品等
国际商贸城一区东扩市场	2015.11	22	2448	3000+	饰品及饰品配件等
国际商贸城二区东扩市场	2023.3	13	480（一二层）	持续招商	新能源产品
义乌全球数贸中心	在建	124	-	-	-

资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

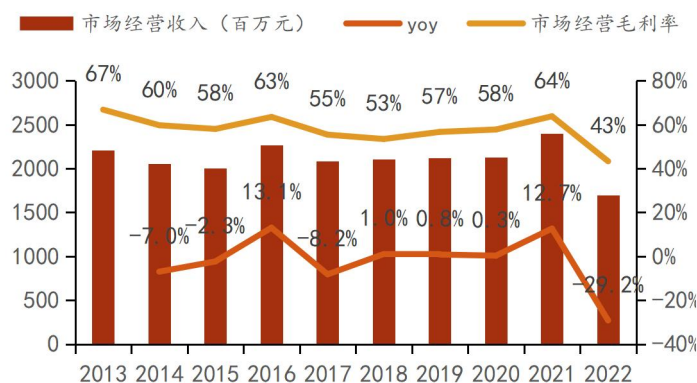
市场经营业务基本盘稳健，为集团贡献主要利润。近年公司市场经营收入维持相对稳定，2022 年收入为 16.97 亿元，同比-29.2%，主要由于公司为推进中小微企业及个体工商户复工复产，给予 2022 年 6 个月的租金减免约 10 亿元，整体业务基本盘仍保持稳固。盈利方面，市场经营业务为公司利润的主要来源，2021 年业务毛利率达 63.8%，2022 年受租金减免影响毛利率降至 43.3%，占公司整体毛利的 74.2%。2023 年以来宏观持续复苏实体商业向好，需求增长驱动下市场经营业务有望恢复稳健增长。

图 9: 义乌小商品城实体市场全景图



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 10: 市场经营收入、增速及毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

2.3 未来增长: 新市场扩建贡献业务增量, 实体市场数字贸易转型拓展想象空间

在巩固存量市场优势的同时, 公司进一步开展国内及海外市场扩建, 国内聚焦数字化贸易新场景, 启动二区东市场运营, 并开启义乌全球数字自贸中心建设, 聚焦 AI、智慧交通、绿色低碳等数字新基建, 为贸易主体提供全生命周期数字化服务; 海外率先开拓迪拜市场, 推动公司“全球战略”落地, 开拓新市场机遇的同时有望持续贡献业务增量。

(1) 国际商贸城二区东扩市场: 新能源产品市场推进义乌产业数字化场景落地。 公司利用义乌小商品城成熟的贸易生态, 以及其客户群体、贸易服务等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市场。义乌国际商贸城二区东市场建筑面积约 13.1 万平方米, 主要引进新能源产品及家装五金产品。相比传统市场, 二区东市场定位于义乌未来数字市场样板, 规划设计更为超前, 引入一系列数字化场景应用及大数据、物联网、AI 等新技术 (例如 AI 摄像头、互动屏、数字人“老板娘”等), 率先构建起数字化市场体系, 帮助采购商及经营户无缝衔接入货场, 实现产业数字化成果在线下市场的应用。

新市场入场资格费市场化定价, 旺盛需求下有望持续贡献收入增量。 2022 年 11 月二区东市场完成一二层招商工作, 共计商铺约 480 间, 单均摊位面积增扩至 20-30 平方米, 为商户提供了更大的展示多元化商品的空间。收费方面, 新市场采用招投标办法确定入场资格, 每平米商位入场资格费投标起拍价为 3 万元, 此外商户需按年缴纳商位使用费 2000~3000 元/平米/年。商位市场化定价机制下入场资格费大幅提升, 截至 2022 年 11 月公司收取入场资格费及商位使用费等合计约 8.4 亿元, 2023 年二区东市场 3 层开放招标有望持续带来营收及利润增量。

图 11: 2023 年 3 月 17 日二区东市场正式开业运营



资料来源: Chinagoods 官方公众号, 招商证券

图 12: 二区东市场新能源产品商铺



资料来源: Chinagoods 官方公众号, 招商证券

表 4: 二区东市场商位招投标费用体系

费用	价格	说明
入场资格费	标底 3 万元/平方米	以招投标办法确定入场资格, 以每平方米商位入场资格费*商位面积为商位招投标标价, 签约前一次性付清
保证金	3 万元	投标前交纳, 中标后投标保证金转为商位入场资格费
商位使用费	基准价 1985 元/平方米/年	总使用费=基准价*楼层系数*位置系数*商位面积 楼层系数: 1.2 (一楼)、1.0 (二楼) 位置系数: 1.2、1.1、1.0

资料来源: Chinagoods 官方公众号, 招商证券

(2) 义乌全球数字自贸中心: 第六代义乌市场有望引领小商品数字化贸易改革。2023 年 4 月 11 日公司发布公告拟投资 83.21 亿元打造义乌全球数字自贸中心, 总建筑面积 123.64 万平方米、用地面积约 37.44 万平方米。项目主要以数字化改革为引领, 布局服务贸易、产业培育、创新创业、活力商务、进口百货、品牌选品六大中心, 围绕新贸易、新地标、新市场三条主线, 旨在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各环节, 有望引领小商品产业数字化贸易改革。

图 13: 义乌全球数字自贸中心俯瞰图



资料来源: 《义乌全球数贸中心项目可行性研究报告》, 招商证券

图 14: 义乌全球数字自贸中心项目建设指标

主要技术/经济指标	数值	单位
用地面积	37.4379	万平方米
总建筑面积	123.6415	万平方米
地上建筑面积	86.04	万平方米
停车位	8843	个
项目总投资	83.21	亿元
项目建设投资	76.54	亿元
建设期	6	年

资料来源: 《义乌全球数贸中心项目可行性研究报告》, 招商证券

(3) 海外市场: 迪拜义乌中国小商品城启动全球化战略第一站。迪拜·义乌中国小商品城由浙江中国小商品城集团股份有限公司与迪拜环球港务集团 (DP World) 合资成立, 商城集团持股 27%。迪拜市场于 2022 年 6 月 30 日正式开业运行, 是义乌市场“全球战略”中第一个海外分市场, 项目总投资约 10.6 亿元, 占地面积约 20 万平方米、建筑面积 16 万平方米, 有效辐射中东、北非、欧洲等地近 10 亿人口消费市场, 涵盖商品展示及保税仓储功能, 展示部分由 1600 个商位组成, 布局五金厨卫、床上用品等八大个行业, 仓储部分由 324 个仓库组成。迪拜市场的拓展实现了义乌市场移至海外的突破, 解决了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、线上交流效率不高痛点, 作为“一带一路”合作共赢样板有望进一步推进小商品城全球化战略推进。

图 15: 迪拜义乌中国小商品城全景



图 16: 迪拜义乌中国小商品城店铺



资料来源：Chinagoods 官方公众号，招商证券

资料来源：Chinagoods 官方公众号，招商证券

三、Chinagoods：布局 1039 蓝海市场，打造全球供应链服务体系前景广阔

3.1 1039 模式蓝海市场，公司前瞻布局高景气赛道拓宽发展空间

市场采购贸易方式适配小商品碎片化贸易出口。根据海关总署 2019 年 12 月发布的《关于修订市场采购贸易监管办法及其监管方式有关事宜的公告》，市场采购贸易（海关代码 1039）指由符合条件的经营者在国家主管部门认定的市场集聚区内采购，单票报关单商品货值 15 万美元及以下、并在采购地办理出口商品通关手续的贸易方式。市场采购贸易方式是一种为专业跨境贸易市场量身打造的新兴贸易方式，自 2014 年 11 月起在浙江义乌首次落地实施，为小商品贸易出口提供了一整套通关、商检、免税/退税、结汇等系统解决方案。

1039 模式优势：1) 增值税免税，从事小商品贸易的商户多为个体工商户，很少有上游工厂为其开发票、下游采购商普遍也没有硬性要求开增值税发票，而未取得或无法取得增值税发票的货物均可以通过市场采购贸易方式（1039）出口；2) 准入门槛低，不具备国际贸易能力的中小商户/个体工商户也可参与；3) 通关便利，简化归类申报，出口货物按大类申报和认定查验，相比 0110 一般贸易模式受到品类数量的限制更小，且可以拼箱报关；4) 外汇收汇灵活，突破“谁出口、谁收汇”限制，可由试点市场采购贸易代理公司收结汇或市场经营户个人收结汇，且允许外商以人民币结算货款。

表 5：1039、0110、9610 贸易模式对比

	1039（市场采购贸易）	0110（一般贸易）	9610（跨境电商）
概念	指由符合条件的经营者在国家主管部门认定的市场集聚区内采购，单票报关单商品货值 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	传统 B2B 外贸常用报关模式，指我国境内有进出口经营权的企业单边进出口的贸易	集货模式，指电子商务企业向海外出售的货物分批核放出境，之后定期将已核放的清单归并形成报关单，并根据相关合作机制通过电子口岸将报关单电子数据提供给税务、外汇管理部门，便利电子商务企业办理退税、结汇手续
适用交易类型	B2B（现场采购）	B2B	B2C（电商平台）
适用商品	适用认定的市场集聚区内采购的“多品种、多批次、小批量”货物	企业单边售定的正常贸易的进出口货物	适用于境内个人或电子商务企业通过电子商务交易平台实现交易，并采用“清单核放、汇总申报”模式办理通关手续的电子商务零售进出口商品
报关企业要求	不具备国际贸易能力的中小商户/个体工商户也可参与	企业注册登记	电商/物流企业办理信息登记，办理报关业务的需注册登记
特点	有票退税、无票免税；简化归类通关便利；外汇收汇灵活，允许人民币结算	相对规范，需办理出口退税、外汇核销等整套流程	“清单核放”方式更便利快捷，保证通关效率；“汇总申报”方式只需定期汇总报关，节约通关成本

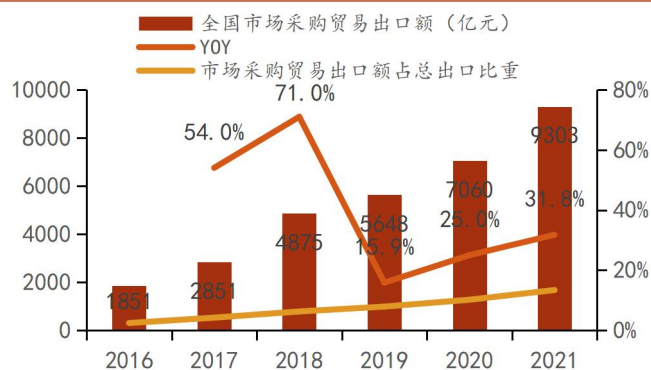
资料来源：海关总署，招商证券

1039 市场快速增长，未来发展空间广阔。2013 年商务部、国家发改委等八部委联合下发《关于同意在浙江省义乌市试行市场采购贸易方式的函》，开始在全国范围内全面推广 1039 贸易方式，2016-2021 年全国市场采购贸易出口总额 CAGR 达 38%，2021 年总额达 9303.9 亿元，占全国出口总额（跨境电商+市场采购贸易）的比重由 2016 年的 2.42% 提升至 13.4%，成为我国跨境出口重要助推器。截至 2022 年 1039 模式已开拓至第六批试点市场，创新贸易模式仍处于快速成长期，未来发展潜力大。

义乌作为首批试点先发优势强，小商品城前瞻性布局高景气赛道有望持续高增长。义乌作为全国市场采购贸易方式的引领者近年来规模维持高速增长，2015-2021 年复合增速超过 30%；2022 年义乌通过市场采购贸易方式出口 3264.3

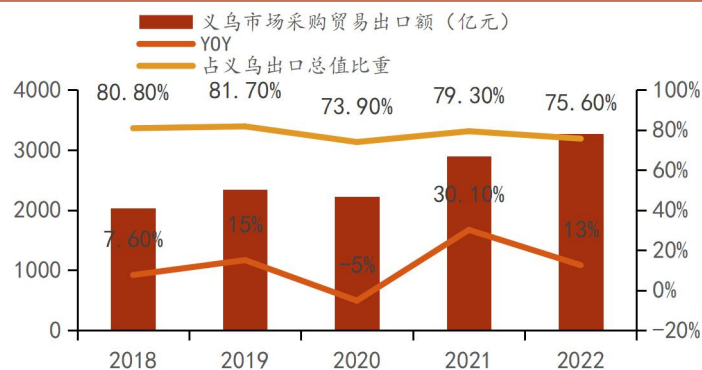
亿元，同比增长 12.7%，占义乌出口总值的 75.6%。义乌市小商品市场发达，高度适配 1039 贸易模式，率先试点配套服务完善、先发优势强；小商品城前瞻性布局 1039 蓝海市场，有望充分受益行业红利持续高增长。

图 17: 我国市场采购贸易出口额增速及占比



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 18: 义乌市场采购贸易出口额及占比



资料来源: 义乌市统计局, 招商证券

表 6: 我国市场采购贸易方式 (1039) 试点单位

批次	时间	市场采购贸易试点
第一批	2013.04	浙江义乌
第二批	2015.12	江苏海门叠石桥国际家纺城、浙江海宁皮革城
第三批	2016.09	江苏省常熟服装城、广东省广州花都皮革皮具市场、山东省临沂商城工程物资市场、湖北省武汉汉口北国际商品交易中心、河北省白沟箱包市场
第四批	2018.11	浙江温州(鹿城)轻工产品交易中心, 福建省泉州市石狮服装商城, 湖南省高桥市场, 佛山顺德亚洲国际家具材料贸易中心, 广东省中山市利和灯饰博览中心, 四川省成都市国际贸易中心
第五批	2020.09	辽宁西柳服装城, 浙江绍兴柯桥中国轻纺城, 浙江台州路桥日用品及塑料制品交易中心, 浙江湖州(织里)童装及日用消费品交易管理中心, 安徽蚌埠中恒商贸城, 福建晋江国际鞋纺城, 山东青岛即墨国际商贸城, 山东烟台三站批发交易市场, 河南中国(许昌)国际发制品交易市场, 湖北宜昌三峡物流园, 广东深圳华南国际工业原料城, 广东汕头市宝奥国际玩具城, 广东东莞市大朗毛织贸易中心, 云南昆明俊发, 新螺蛳湾国际商贸城, 云南瑞丽国际商品交易市场(边贸商品市场), 内蒙古满洲里市满购中心(边贸商品市场), 广西凭祥出口商品采购中心(边贸商品市场)
第六批	2022.10	天津王兰庄国际商贸城、河北唐山国际商贸交易中心、吉林珲春东北亚国际商品城、黑龙江绥芬河市青云市场、江西景德镇陶瓷交易市场、重庆市大足龙水五金市场、新疆阿拉山口亚欧商品城、新疆乌鲁木齐边疆宾馆商贸市场

资料来源: 公司公告, 海关总署, 招商证券

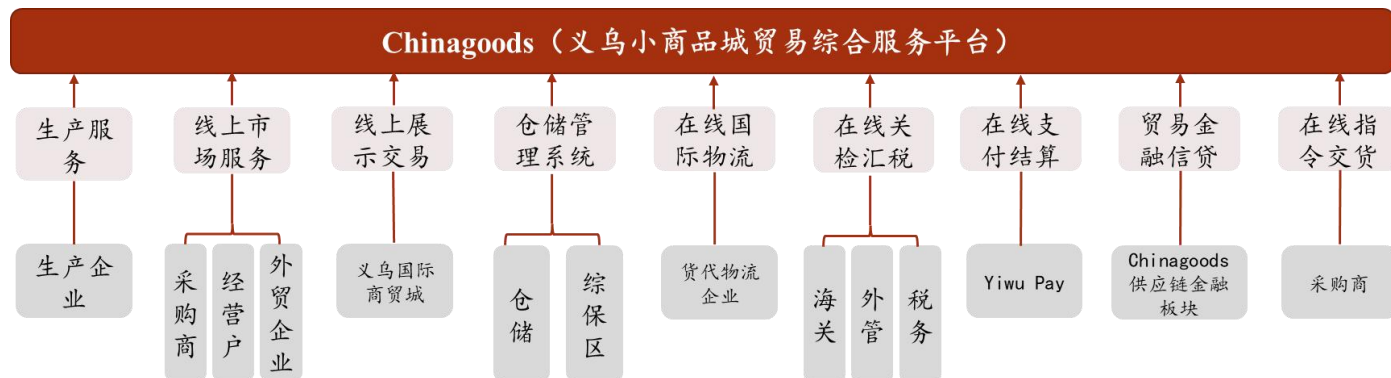
3.2 Chinagoods 平台推动贸易数字化转型, 打通 1039 全链路稀缺数据构建差异化优势

市场采购贸易方式具备参与主体灵活、交易成本低廉等优势, 但同时也存在中间环节繁琐、经营主体垫资成本高、资金压力大、融资渠道少回款困难、仓储成本高/仓位无法保证等问题。针对上述痛点, 公司建立全链路全场景的 B2B 跨境平台 chinagoods, 对接供需双方在生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷、市场管理等各环节的需求, 从而实现市场资源的精准匹配, 有效解决 1039 模式经营痛点, 同时推进公司数字化转型、促进线上线下市场融合。

Chinagoods 助力贸易数字化转型, 线上线下融合拓展业务边界。 Chinagoods “义乌小商品城” 平台于 2020 年 10 月上线, 打造 “市场主体+业务平台+服务平台+基础设施” 框架体系, 依托公司国际商贸城 7.5 万家实体商铺资源,

服务产业链上游 210 万家中小微企业。业务模式方面，平台建立了完善的全链路贸易闭环，集合“产品展示→在线交易→金融支付&信贷→物流仓储→关检汇税”等全场景功能，形成义乌小商品城商户出口贸易的物流、信息流、资金流整合，从而以贸易数据整合为核心驱动实现义乌小商品跨境贸易场景拓展。

图 19: Chinagoods 平台业务模式



资料来源：公司官网，招商证券

平台优势：Chinagoods 打通 1039 市场联网平台，构建市场采购 2.0 版本打造 1039 贸易综合生态，未来有望持续扩大市场份额。义乌市政府基于对中小微企业在 1039 模式下贸易经营的全流程监管，打通商务局、税务局、海关署等部门数据开发了一套市场联网平台，同时授权义乌小商品城大数据公司与 Chinagoods 相打通，实现数据共享及系统对接，Chinagoods 平台也因此掌握了大量 1039 贸易全链路稀缺数据资源。同时，chinagoods 基于市场贸易模式设计了多项数字化服务产品，于 2021 年 11 月上线采购宝，针对市场采购贸易中订单分散、拼箱申报、无票免税等问题，实现一键“采购单、组货单、报关单、结汇单”四单集成，形成独特的市场采购贸易方式的信息闭环、确保贸易真实可靠性，从而简化贸易环节、提高贸易效率。截至 2022H1 采购宝成交额达 5.03 亿元。未来平台凭借先发优势有望不断增强 1039 模式下在报关认定、集货履约等环节的话语权，市场份额有望进一步提升。

图 20: 义乌市场采购贸易联网信息平台



资料来源：义乌市场采购贸易平台官网，招商证券

图 21: Chinagoods 上线采购宝支持市场采购贸易方式

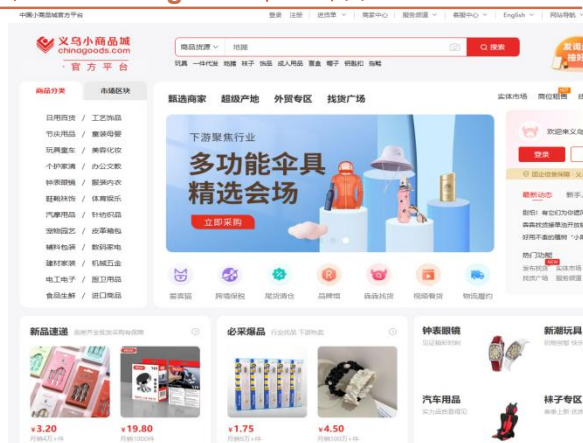


资料来源：Chinagoods app，招商证券

运营情况：上线以来 GMV 高速增长，多维服务提升收入增长潜力。平台上线以来交易规模高速增长，2022 年平台实现 GMV 356.7 亿元，同比增长 112%；2023 年 1-4 月平台实现 GMV152 亿元，同比大幅增长 198%。目前平台已上线运营中文站、英文站、阿拉伯语站及西班牙语国家站，累计上线经营户 6 万余家、注册采购商超 120 万，商品种类超过 460 万种。收入变现方面，平台 2023 年起对 6 万商户收取基础服务费 3000 元/年，并针对不同商户的定制需求提供个性化增值服务并收取会员增值费，以及针对履约、支付、金融信贷等供应链服务收取服务费，未来具备较高

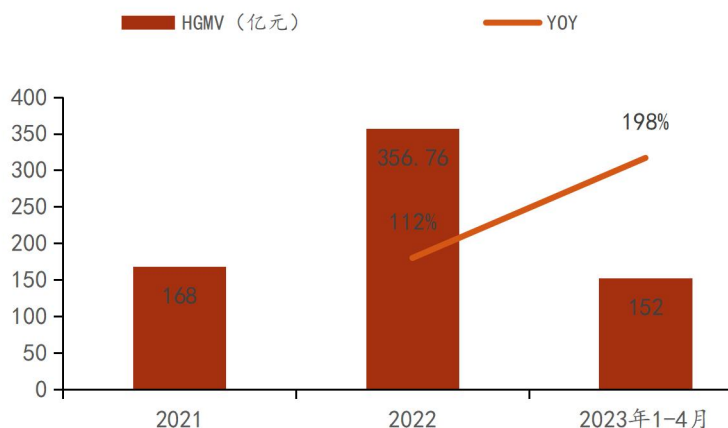
的增长潜力。

图 22: Chinagoods 官网首页



资料来源: Chinagoods 官网, 招商证券

图 23: Chinagoods GMV 及增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

3.3 打造一站式全球化供应链服务体系, 数字化物流+金融增值服务挖掘增长潜力

在全场景数字贸易生态下, 公司构建了涵盖数字仓储物流、数字贸易金融等完善的全球化、数字化的供应链服务体系, 服务于贸易链上下游群体, 推动义乌小商品供应链全链路数字化转型, 多元增值服务未来有望进一步挖掘增长潜力、拓展收入增长空间。

(1) 供应链金融: YiwuPay 打通跨境人民币支付, 金融机构数字化有望抬升盈利空间

支付结算: YiwuPay 打通跨境人民币支付通道, 提供跨境贸易一体化支付解决方案。公司支付链路不断完善, 于 2022 年 6 月正式完成对第三方支付机构快捷通的收购, 于 9 月起对支付牌照启用品牌名“义支付”(英文品牌名“Yiwu Pay”), 并获批跨境人民币业务资质, 为小商品产业生态提供智慧收银、跨境支付、智能分账等服务, 完善了小商品数字贸易的金融基础设施建设。2022 年 12 月 Yiwu Pay 完成义乌与沙特的首单跨境人民币支付交易, 截至 2023 年 Yiwu Pay 已与全球 400 多家银行达成合作, 业务覆盖 100 多个国家和地区, 国际收付主流币种达到 16 种, 为市场贸易提供合规、安全、高效的一体化支付解决方案, 有效加强全球贸易资金结算效率。平台 2023 年 2 月正式上线以来, 实现跨境人民币业务服务客户 2604 户, 跨境清算资金人民币 1.3 亿元。

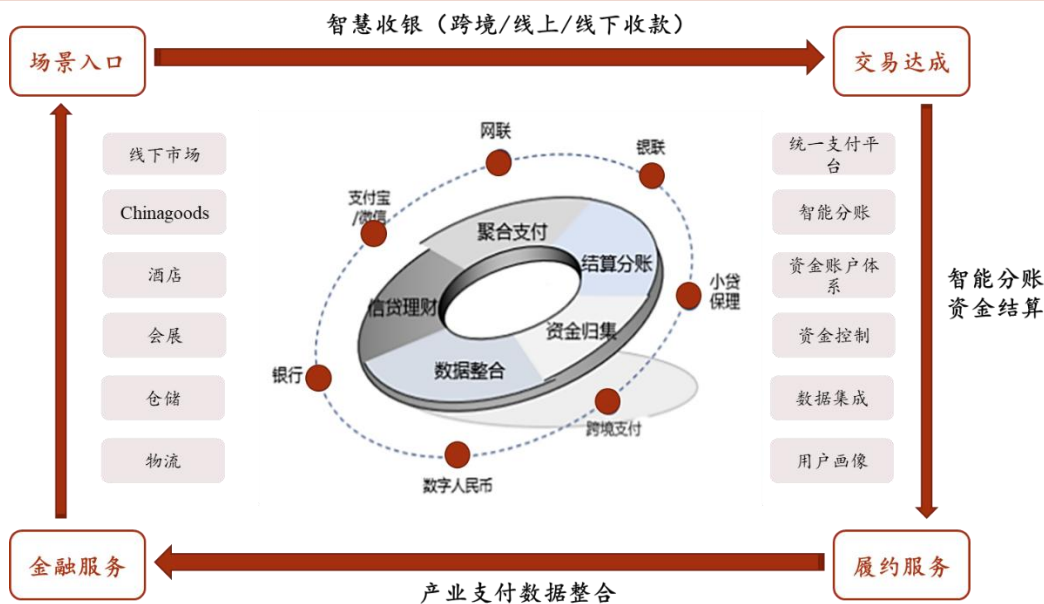
图 24: Yiwu Pay 跨境支付交易流程



资料来源: 义支付官网, 招商证券

供应链金融服务体系：贸易链路支付数据沉淀推进金融机构数字化，长期有望持续拓展想象空间。公司凭借支付、保理、小额贷款、本外币兑换等牌照和贷款宝、结汇宝等产品形成支付流与资金流的闭环，为小商品商户提供贸易保险、金融信贷等信用金融服务；对于银行等金融主体，公司以交易过程所沉淀的 1039 全链路贸易、跨境支付、物流稀缺数据为基础，帮助银行提供授信服务、推进金融机构数字化，并以此增强平台盈利。随着公司金融服务体系的不断完善以及平台跨境人民币业务规模的持续扩张，供应链金融业务未来有望进一步提升平台盈利能力。

图 25: Chinagoods 供应链金融服务体系



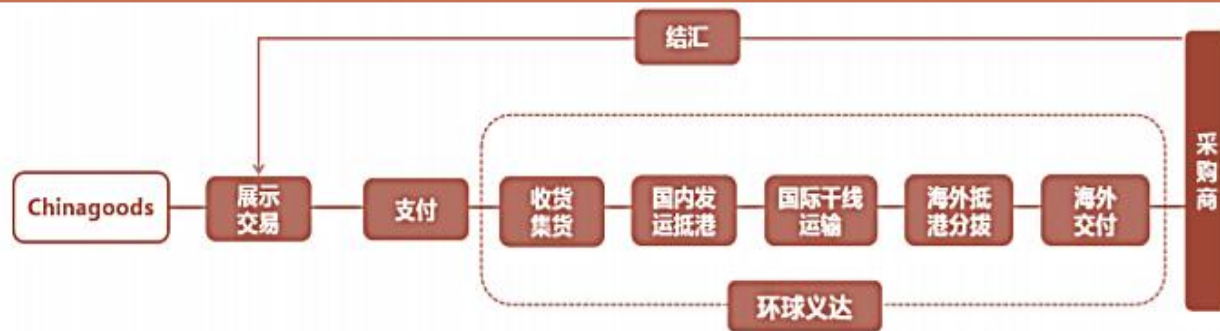
资料来源：公司公告，招商证券

(2) 数字化仓储物流：资源协同打造一站式智能化跨境物流供应链

针对市场采购贸易模式存在的履约昂贵、经营主体与船运公司等实际承运人议价能力弱、物流服务标准化不足等问题，公司于 2020 年成立环球义达物流贸易平台、2022 年成立智捷元港合资公司，旨在聚合多方资源提供更高效低成本的数字化跨境物流解决方案。

- **环球义达物流贸易平台提供一站式数字化仓储物流解决方案。**环球义达平台是 Chinagoods 体系内的履约交付平台，负责完成展示交易支付后的收货集货、国内&国际运输、海外分拨及交付等全链路履约服务，取缔多层货代体系从而缩短货代分销层级，提升物流效率、优化服务成本。截至 2021 年末平台共上线 206 条国际物流专线，累计发货量超过 100 万立方米。
- **智捷元港供应链合资公司实现资源协同、打造针对小商品跨境贸易的智能化物流供应链。**公司与中远海运、普洛斯成立合资公司智捷元港，公司持股比例为 27%。中远海运集团是以航运、港口、物流等为基础和核心产业的国际化综合性物流企业，强于数字化专业化物流供应链解决方案的提供；普洛斯是全球领先的专注于供应链、大数据等领域产业服务与投资的公司，在海外仓储及供应链管理方面优势显著。公司集合各方资源优势打造数字化跨境物流第三方交付平台，融入公司现有的业务体系，完善组货人生态、海运生态、仓储生态，在履约前端仓储环节及后端支付环节与合资公司开展业务合作延伸，实现跨境供应链资源智能协同。

图 26: 环球义达平台履约流程图

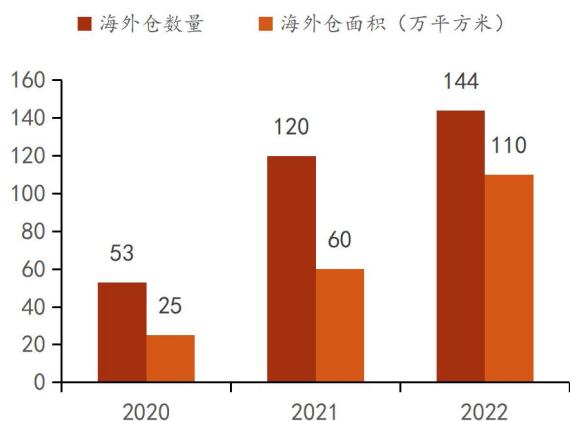


资料来源: 公司公告, 招商证券

此外, 公司不断完善仓储生态基建, 打造国内云仓+海外仓+综保区的商贸物流基建体系, 推动公司数字化仓储物流系统提速增效。

- **国内云仓:** Chinagoods 共享云仓引入集约化、自动化仓储设施设备, 旨在探索“非标小商品数字化库存管理和标准化跨境销售”、行业垂直仓数字化运营等模式, 更好满足中小微贸易主体仓储需求, 吸引多个行业商会入驻, 2022 年上半年出租率超过 86%。
- **海外仓:** 公司积极搭建海外仓贸易枢纽网络, 打造以仓储组货、金融服务为内容的贸易履约业务, 截至 2022 年累计布局海外仓 144 个, 面积超 110 万平方米, 覆盖全球 47 个国家, 初步形成美洲、亚洲、欧洲、非洲、大洋洲 5 大仓群, 并在捷克、卢旺达、贝宁、菲律宾、泰国等展厅开展“海外仓+展厅”运行模式, 推动商品市场前移的同时集团强大的供应链仓储能力在海外市场得以充分展现。
- **综保区:** 公司于 2020 年起投资建设义乌综合保税区, 2021 年 10 月义乌综保区一期封关运行, 二期规模建设也已全面启动, 以保税物流、保税加工为重点建设业态, 2022 年完成了“综保区前店中仓后场全产业链项目”、“B2B 智能制造分拨仓项目”等仓储供应链项目签约, 推进保税物流业务稳步开展, 2022 年实现进口额 200 亿元、跨境包裹出区超 2510 万个。

图 27: 公司海外仓数量及面积逐年增长



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 28: 义乌综合保税区规划图



资料来源: 《浙江中国小商品城集团股份有限公司关于投资建设义乌综合保税区二期项目的公告》, 招商证券

3.4 拟合作建设“一带一路”国际数据中心, 为小商品贸易数字化提供算力及数据赋能

战略合作浙江联通, 拟合作建设运营“一带一路”国际数据中心。2023 年 4 月 25 日公司发布对外投资公告, 与浙江联通签订《战略合作框架协议》, 拟合作建设运营“一带一路”国际数据中心, 并且拟投资 5 亿元设立义乌云带路

数据科技有限公司，经营范围涵盖 IDC 业务、人工智能、跨境组网服务、网络和数据安全服务、数据要素市场化等，主要用于推进项目尽快落地。国际数据中心项目主要定位于“一带一路”国际互联网数据交换枢纽，项目建设内容主要包括“一网三中心两保障”架构规划，其中“一网”指国际新型互联网数据专用通道，“三中心”包括“绿色数据中心、云计算中心、智能计算中心”，“两保障”指运营服务保障以及网络和数据安全保障；项目一期预计投资约 18 亿元。

项目意义：依托“一带一路”为商家出海提供国际互联及数据服务支持，进一步开拓小商品海外版图。国际数据中心项目有利于集团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和云服务商，为跨境电商、跨境金融、跨境物流等场景提供安全合规、优惠便捷、全球联动的国际互联服务，进而推进产业集聚、汇集形成“一带一路”贸易大数据平台，推动小商品城在商品智能选型、柔性生产制造、供应链智能优化、智能客服等跨境前沿领域的全面布局，从而强化小商品跨境业务生态协同、进一步开拓小商品城海外经营版图。

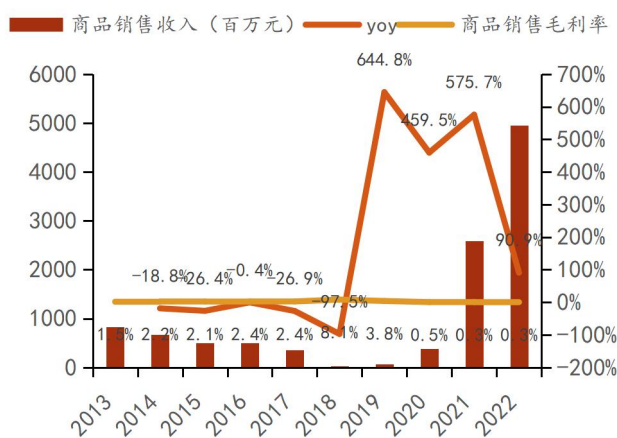
四、其他业务：多元业务丰富生态布局，商品销售高增推动进口贸易扩张

4.1 商品销售：进口贸易规模快速扩张，盈利提升空间仍广

商品销售业务高增长推动进口贸易扩张，未来利润提升空间大。商品销售业务主要针对公司旗下“爱喜猫”和“义乌好货”两大自营品牌，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、跨境商品七大类目，集“新潮国货”、“进口好货”为一体，打造内销外贸“一盘好货”贸易体系。2019 年以来商品销售业务规模快速扩张，2022 年收入达 49.49 亿元，同比增长 90.85%；利润端，商品销售业务尚处发展初期盈利能力仍有待提升，2022 年毛利率为 0.3%，未来随着业务规模扩张及自营模式逐步发展成熟，利润仍具较大提升空间。

- **供应端**，公司采用源头直采、国内代理、OEM 生产等方式，截至 2021 年累计拥有国内外品牌代理 108 个、优质单品 (SKU) 2 万+，在库核心供应商 2000 家。
- **渠道端**，两品牌全面布局线上线下分销渠道，线下包括全国二级批发市场、行业经销商渠道，通过母品牌授权、子品牌加盟、供应链合作等模式累计拓展合作渠道 2000 多家，线上探索跨境孵化机制，开设 chinagoods 海外旗舰店、抖音专营店、快手专营店等，截至 2021 年累计完成线上订单 14.9 万单。
- **服务端**：公司持续强化进口供应链服务能力，共签约仓储服务商 30 余家、物流服务商 50 余家，截至 2021 年累计签约进口贸易额 18.6 亿元。

图 29：商品销售业务收入增速及毛利



资料来源：公司公告，招商证券

图 30：爱喜猫线上及线下店铺



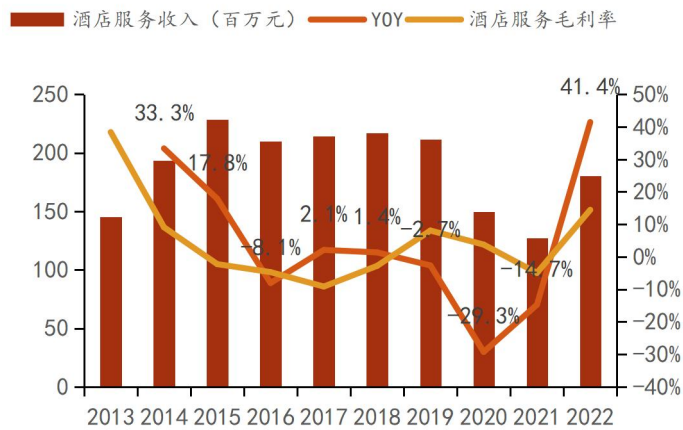
资料来源：Chinagoods app，爱喜猫 ICMALL 公众号，招商证券

4.2 酒店及展览广告业务：疫后需求复苏及生态协同有望支持长期发展

酒店服务业务：公司酒店板块主要提供住宿、餐饮、休闲娱乐、会议等综合服务，由公司下属各酒店分公司负责经营和管理，由全资子公司浙江银都酒店管理有限公司对旗下酒店统一运营管理，其收入来源包括客房销售、餐饮销售、商品销售和场地租赁等。Chinagoods 上线以来酒店业务与平台逐渐深度融合，开发了统一会员营销平台、构建私域流量池，进而不断推动业务规模增长，2022 年酒店板块实现收入 1.8 亿元，同比增长 41.43%。

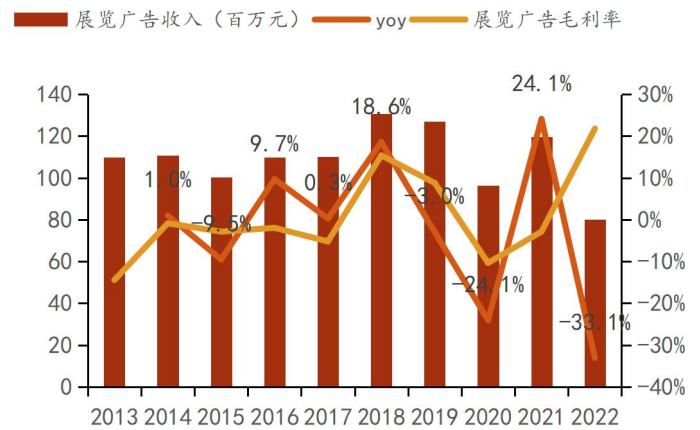
展览广告业务：公司展览广告业务主要针对义乌厂商在各分部线下市场和线上平台以及义博会、森博会等会展的广告宣传需求，提供广告设计、制作、发布、代理等广告业务。2022 年疫情影响线下会展开办导致收入端承压，展览广告板块实现营收 7997.6 万元，同比-33.1%，但同时随着 Chinagoods 平台数字营销功能的持续完善，以及线上展会、智慧展馆等数字化应用落地，公司传统展会业务也在持续向数字化新业务转型，有望为板块收入增长增添新动力。

图 31：酒店服务收入增速及毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

图 32：展览广告收入增速及毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

五、盈利预测及投资建议

预计公司 2023-2025 年将实现营业收入 112.58、133.64、153.73 亿元，同比增长 47.8%/18.7%/15.0%。

1) **市场经营业务：**对于存量市场，2022 年公司减免小微企业及个体工商户租金约 10 亿元，2023 年起预计该影响将消除，存量市场租金规模将维持稳定。对于增量市场，据公司 2022 年 11 月 15 日发布的《关于对外投资的进展公告》，二区东市场 1-2 层商位于 2022 年底完成招商，预计增加公司 2023 年营业收入（入场资格费及商位使用费）约 8.4 亿元，此外二区东市场三层、全球数贸中心未来也将陆续完工并开启招标工作。我们预计 2023-2025 年市场经营收入将为 35.53、44.03、53.63 亿元，同比增长 109.4%、23.9%、21.8%。

2) **Chinagoods：**2023 年起平台开始面向 6 万商户收取 3000 元/年的基础服务费，此外平台或将基于 1039 模式全链路交易数据提供供应链金融服务并收取手续费，预计 2023-2025 年 Chinagoods 将实现基础服务及供应链增值服务收入 6.87、8.73、10.88 亿元。

预计 2023-2025 年毛利为 28.59、35.74、43.29 亿元，毛利率为 25.4%、26.7%、28.2%。市场经营业务盈利能力有望保持稳健，Chinagoods 平台服务将带动整体毛利增长，此外商品销售业务毛利率提升空间大，预计板块完成规模扩张后有望针对盈利能力做出改善，驱动整体毛利水平稳健增长。

预计 2023-2025 年期间费用率为 9.8%、9.7%、9.7%。费用端来看，Chinagoods 平台上线以及疫后线下会展等活动恢复，或将带来销售费用率的小幅回升，同时公司持续优化市场管理经营效率，管理费用率有望进一步降低，预计整体费用水平将保持相对稳定。

预计 2023-2025 年归母净利润为 19.3、22.5、26.0 亿元，同比增长 74.8%、16.6%、15.6%，盈利有望实现高速增长

长，看好公司市场经营业务扩张及平台业务的成长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: 小商品城盈利预测

单位: 百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入		6,033.84	7,619.69	11,258.64	13,363.80	15,373.08
	YoY	62.0%	26.3%	47.8%	18.7%	15.0%
市场经营		2,396.46	1,697.02	3,553.02	4,403.02	5,363.02
	YoY	12.7%	-29.2%	109.4%	23.9%	21.8%
Chinagoods				686.60	872.91	1,087.53
	YoY				27.1%	24.6%
商品销售		2,593.28	4,949.30	5,790.68	6,659.28	7,325.21
	YoY	575.7%	90.9%	17.0%	15.0%	10.0%
酒店服务		127.45	180.26	216.31	248.76	273.63
	YoY	-14.7%	41.4%	20.0%	15.0%	10.0%
展览广告		119.54	79.98	95.98	110.37	121.41
	YoY	24.1%	-33.1%	20.0%	15.0%	10.0%
其他服务		349.33	420.22	483.25	555.74	611.32
	YoY	43.4%	20.3%	15.0%	15.0%	10.0%
毛利		2,006.30	1,166.78	2,858.47	3,573.94	4,329.29
	毛利率	33.3%	15.3%	25.4%	26.7%	28.2%
期间费用		668.60	744.53	1,103.35	1,296.29	1,491.19
	费用率	11.1%	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%
归属于母公司所有者净利润		1,334.10	1,104.72	1,930.63	2,250.41	2,601.91
	YoY	44.0%	-17.2%	74.8%	16.6%	15.6%

资料来源: 招商证券预测

风险提示:

- **宏观经济风险:** 宏观经济复苏不及预期或将影响线下小商品消费需求, 造成收入及盈利不及预期风险。
- **供应链金融等创新业务发展不及预期风险:** Chinagoods 平台服务及供应链金融等业务尚处于探索初期, 业务发展存在不确定性风险。
- **市场竞争风险:** 1039 试点地区持续扩张或将加剧行业竞争, 对公司增长造成影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8899	5254	9163	13423	17679
现金	4831	1991	4749	8250	11802
交易性投资	75	62	62	62	62
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	185	211	285	338	389
其它应收款	1356	419	620	736	846
存货	1327	1330	1721	2006	2263
其他	1124	1240	1726	2032	2317
非流动资产	22115	26857	26255	25721	25245
长期股权投资	5772	6033	6033	6033	6033
固定资产	5079	5221	5356	5478	5589
无形资产商誉	4050	6751	6076	5469	4922
其他	7214	8851	8789	8740	8701
资产总计	31015	32111	35418	39144	42924
流动负债	15106	12412	14146	16201	18055
短期借款	943	1059	0	0	0
应付账款	493	1191	1551	1807	2039
预收账款	4212	4877	6349	7399	8347
其他	9458	5284	6246	6994	7669
长期负债	1278	4418	4418	4418	4418
长期借款	771	405	405	405	405
其他	507	4013	4013	4013	4013
负债合计	16384	16830	18563	20618	22473
股本	5491	5486	5486	5486	5486
资本公积金	1494	1532	1532	1532	1532
留存收益	7626	8245	9821	11493	13422
少数股东权益	20	19	17	15	12
归属于母公司所有者权益	14611	15262	16838	18511	20440
负债及权益合计	31015	32111	35418	39144	42924

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2033	1400	4113	3974	4161
净利润	1334	1105	1933	2253	2605
折旧摊销	701	724	1233	1166	1107
财务费用	337	301	220	262	301
投资收益	(770)	(1094)	(1000)	(1000)	(1000)
营运资金变动	473	369	1719	1289	1145
其它	(43)	(4)	8	5	4
投资活动现金流	1651	(2363)	368	368	368
资本支出	(2043)	(4115)	(632)	(632)	(632)
其他投资	3693	1752	1000	1000	1000
筹资活动现金流	(1702)	(1057)	(1723)	(841)	(977)
借款变动	2037	(4063)	(1146)	0	0
普通股增加	1	(5)	0	0	0
资本公积增加	36	38	0	0	0
股利分配	(302)	(401)	(357)	(580)	(676)
其他	(3475)	3374	(220)	(262)	(301)
现金净增加额	1982	(2020)	2758	3500	3552

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6034	7620	11259	13364	15373
营业成本	4028	6453	8400	9790	11044
营业税金及附加	162	199	294	349	401
营业费用	205	198	304	361	415
管理费用	454	529	777	909	1045
研发费用	10	17	23	27	31
财务费用	180	149	220	262	301
资产减值损失	(7)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	7	(5)	0	0	0
其他收益	24	39	0	0	0
投资收益	634	1041	1000	1000	1000
营业利润	1654	1147	2241	2667	3136
营业外收入	6	7	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0	0
利润总额	1657	1150	2241	2667	3136
所得税	328	46	310	417	534
少数股东损益	(5)	(1)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	1334	1105	1933	2253	2605

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	62%	26%	48%	19%	15%
营业利润	15%	-31%	95%	19%	18%
归母净利润	44%	-17%	75%	17%	16%
获利能力					
毛利率	33.3%	15.3%	25.4%	26.7%	28.2%
净利率	22.1%	14.5%	17.2%	16.9%	16.9%
ROE	9.1%	7.2%	11.5%	12.2%	12.7%
ROIC	6.2%	4.4%	10.7%	11.6%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	52.4%	52.4%	52.7%	52.4%
净负债比率	17.3%	4.8%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	0.6	0.4	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.5	0.3	0.5	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	3.0	4.9	5.5	5.3	5.2
应收账款周转率	35.6	38.5	45.5	42.9	42.3
应付账款周转率	7.1	7.7	6.1	5.8	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.24	0.20	0.35	0.41	0.47
每股经营净现金	0.37	0.26	0.75	0.72	0.76
每股净资产	2.66	2.78	3.07	3.37	3.73
每股股利	0.07	0.07	0.11	0.12	0.14
估值比率					
PE	34.4	41.5	23.7	20.3	17.6
PB	3.1	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	24.6	32.2	15.5	14.0	12.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、黄金珠宝、商贸零售等行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。