

## 线下商城开局向好，线上平台业务打开盈利空间

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 76.2 亿元，同比增长 26.3%，实现归母净利润 11.1 亿元，同比下降 17.2%；2023Q1 实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 32.7%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比增长 81.8%。公司 2022 年业绩基本符合预期，2023 年 Q1 归母净利润超预期。
- **租金减免约 10 亿元。**分业务来看，公司 2022 年商品销售业务实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 90.9%，为公司 2022 年度营收增长主要动力来源；市场经营业务实现营业收入 17 亿元，同比减少 29.2%，主要系公司减免小微企业及个体工商户 6 个月租金所致，营收因此减少约 10 亿元；酒店服务业务实现营业收入 1.8 亿元，同比增长 41.7%；展览广告业务实现营业收入 0.8 亿元，同比减少 33.3%；其他业务实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 20.3%。
- **结构性变化拉低毛利率，摊薄期间费用率。**公司 2022 年毛利率同比下降 17.94pp 至 15.3%，主要受两方面因素影响：一方面，2022 年公司核心业务市场经营共减免小微企业或个体工商户租金约 10 亿元，致使市场经营业务毛利率自 2021 年的 63.8% 下降至 43.3%；另一方面，公司商品销售业务毛利率较低，不到 1%，但其营收占比不断提高，自 2020 年的 12.8% 增长至 67.6%，拉低公司整体毛利率。期间费用整体保持平稳，但在营收规模快速增长情况下，期间费用率自 2021 年的 13.9% 摊薄至 2022 年的 11.5%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比下降 0.8/0.6/1pp 至 2.6%/7%/2%。
- **22 业绩受租金减免影响，23Q1 业绩超预期。**2022 年主要受市场经营业务租金减免一次性影响，公司归母净利率同比下降 7.6pp 至 14.5%；2023Q1 义乌国际商贸城日均客流量超过 20 万人次，日均接待外商 1646 人，同比增长 30.3%，日均车流量同比增长 23.4%，公司经营基本面不断向好，2023Q1 公司实现归母净利润 12.2 亿元，其中主要由房地产业务贡献的投资收益为 7.8 亿元，构成 2023Q1 业绩超预期主要来源。
- **盈利预测与投资建议。**公司运营全球最大小商品集散地，在数字化进程中逐步实现小商品产业“从玩家到平台”的身份转变，2023 年 Q1 线下商城经营态势持续向好，二区东新市场开业，“Chinagoods”、“义支付”及物流公司等一系列布局开始放量，进一步巩固公司核心平台地位，依托于各平台的增值服务收入将在未来体现为公司业绩，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.27 元、0.30 元、0.33 元。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 海外出口需求或不及预期、地产子公司盈利或不及预期、Chinagoods 发展或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7619.69	11638.90	13347.30	14591.21
增长率	26.28%	52.75%	14.68%	9.32%
归属母公司净利润(百万元)	1104.72	1485.37	1633.57	1795.39
增长率	-17.19%	34.46%	9.98%	9.91%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.27	0.30	0.33
净资产收益率 ROE	7.22%	8.98%	9.18%	9.36%
PE	37	28	25	23
PB	2.69	2.49	2.32	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	54.86
流通 A 股(亿股)	54.56
52 周内股价区间(元)	4.17-7.7
总市值(亿元)	410.91
总资产(亿元)	313.91
每股净资产(元)	2.77

### 相关研究

## 目 录

<b>1 义乌小商品起家，转型国际贸易综合服务商 .....</b>	<b>1</b>
1.1 聚焦小商品产业，打造一体化服务链条 .....	1
1.2 商品销售业务拉动营收高增，盈利能力稳定 .....	3
1.3 地方国资控股，股权激励彰显数字化决心 .....	5
<b>2 盈利预测与估值 .....</b>	<b>7</b>
<b>3 风险提示 .....</b>	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1：公司发展历史.....	2
图 2：公司主要经营模式对比.....	3
图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及增速.....	3
图 4：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	3
图 5：2018-2023Q1 公司各业务营收（亿元）.....	4
图 6：2018-2023Q1 公司各业务营收占比.....	4
图 7：2018-2022 年公司各业务毛利率水平.....	5
图 8：2018-2022 年公司各业务毛利润情况（亿元）.....	5
图 9：2018-2023Q1 公司期间费用率.....	5
图 10：2018-2023Q1 公司毛利率及归母净利率.....	5
图 11：公司股权结构.....	6

## 表 目 录

表 1：公司负责经营市场情况.....	1
表 2：公司股权激励计划.....	6
表 3：公司股权激励考核目标.....	7
表 4：分业务收入及毛利率.....	7
表 5：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

# 1 义乌小商品起家，转型国际贸易综合服务商

## 1.1 聚焦小商品产业，打造一体化服务链条

小商品城于 1993 年成立于浙江省义乌市，以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业。义乌中国小商品城创建于 1982 年，现拥有营业面积 640 余万平方米，商位 7.5 万个，从业人员 21 万多，日客流量 21 万人次，经营 26 个大类、210 万个单品。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”。义乌市场前后经历六次易址、十二次扩建、五次跃迁，市场形态从区域买卖到全国买卖，乃至全球买卖。公司围绕小商品产业，已发展为集合市场经营、商品销售、酒店服务和展览广告等多种业务的贸易综合服务商。

表 1：公司负责经营市场情况

市场	开业时间	建筑面积（万平方米）	商位数（个）
国际商贸城一区	2002 年 10 月 22 日	34	8000+
国际商贸城二区	2004 年 10 月 22 日	60+	8000+
国际商贸城三区	2005 年 9 月 1 日	46	6000+
国际商贸城四区	2008 年 10 月 22 日	108	16000+
国际商贸城五区	2011 年 5 月 5 日	64	7000+
篁园市场	2011 年 5 月 5 日	42	4992
国际生产资料市场	2013 年 11 月 19 日	72	4200+
国际商贸城一区东扩市场	2016 年 3 月 24 日	22	2892
国际商贸城二区东扩市场	待招商	13	497
全球数贸中心	待建设	75-88	-

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司自区域性小商品卖场发展至全球性小商品贸易综合服务商，主要经历了三个发展阶段：

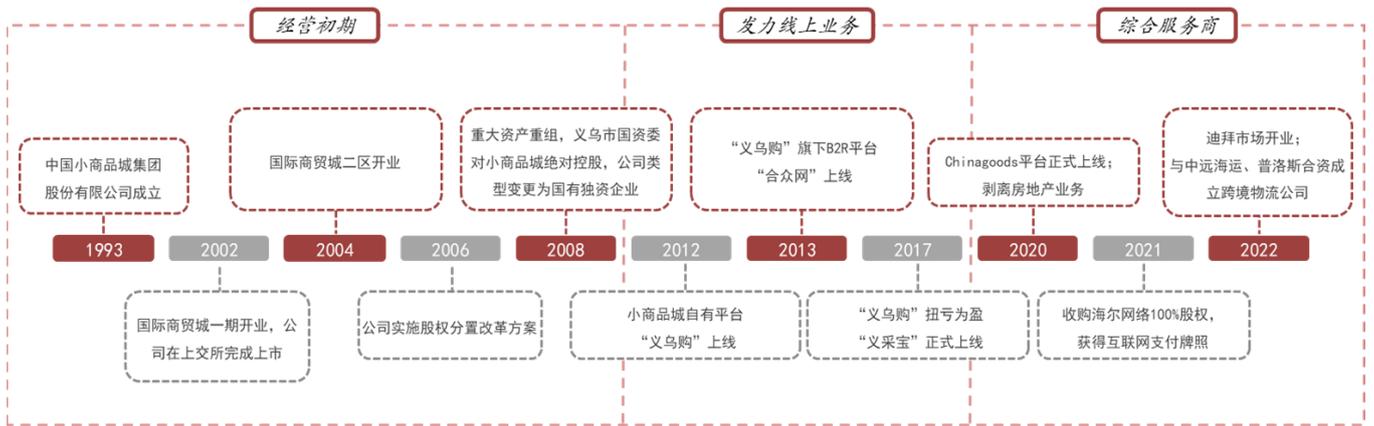
**（1）经营初期（1993-2011）：**1993 年，中国小商品城集团有限公司成立；2002 年，公司旗下国际商贸城一期开业，公司在上交所完成上市；2004 年，国际商贸城二区开业，经营面积得到显著提升；2006 年公司实施股权分置改革方案并于 2008 年实现义乌市国资委对小商品城的绝对控股，公司类型变更为国有独资企业。

**（2）发力线上业务（2012-2017）：**2012 年，公司自有平台“义乌购”正式上线，而后 2014 年交由公司控股子公司浙江义乌购电子商务有限公司运营，并于 2017 年实现扭亏为盈，目前义乌购已成为全球最大的小商品批发平台，入驻商家 5 万，注册采购商 1000 万，其中 10% 为海外用户；期间，公司“合众网”、“义采宝”等线上平台相继上线，公司基本实现小商品贸易产业的线上化。

**（3）综合服务商（2019 年至今）：**2020 年，“义乌小商品城”平台（Chinagoods）正式上线，Chinagoods 由义乌中国小商品城大数据有限公司负责开发运营，依托义乌市场 7.5 万家实体上铺资源，服务产业链上游 200 万家中小微企业；2021 年，公司通过收购海尔网络 100% 股权获得互联网支付牌照，并于 2023 年上线全球支付平台“义支付”；2022 年，

公司与迪拜环球港务集团共同开发建设的迪拜义乌中国小商品城正式投入运行，该项目是义乌市场“全球战略”中的第一个海外分市场，同年公司与中远海运、普洛斯合资成立跨境物流公司，至此，公司已成为围绕小商品产业的包含采购、商场运营、物流、支付等综合服务商。

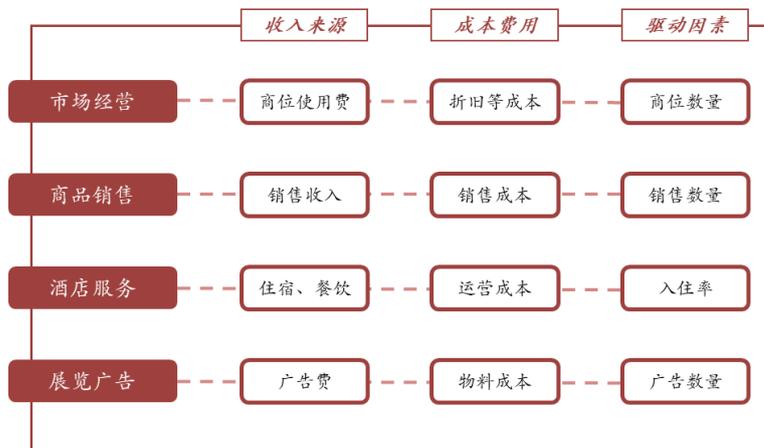
**图 1：公司发展历史**



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司围绕小商品产业，以线下市场经营为公司业务核心，进行业务展开，目前主营业务包括市场经营、商品销售、酒店服务及展览广告等，盈利稳定且持续性强。

- **市场经营：**公司采取商位出租模式，与商户签订合同明确约定使用期限、使用费及经营用途等。目前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、一区东扩市场、篁园市场以及国际生产资料市场。
- **商品销售：**公司通过“爱喜猫”、“义乌好货”及“Chinagoods”等平台 and 线下渠道，整合采购商需求，向市场经营户进行集中采购后，再打包出售给采购商，赚取中间费用。
- **酒店服务：**公司通过经营酒店收取客房住宿费用、餐饮服务费等，主要针对义乌区域内客商进行服务。
- **展览广告：**公司为商户提供设计、制作、发布、代理广告业务。

**图 2：公司主要经营模式对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

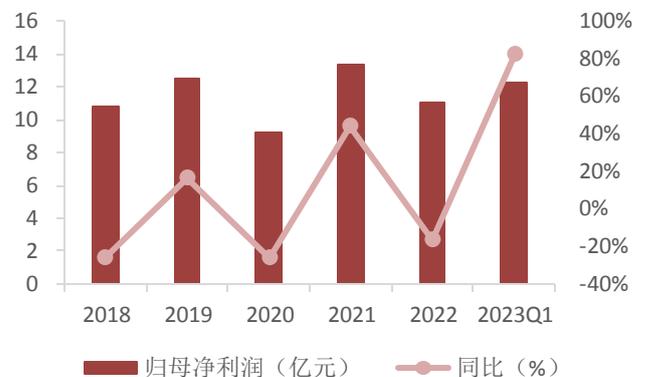
## 1.2 商品销售业务拉动营收高增，盈利能力稳定

**聚焦小商品产业，营收与盈利并增。**公司聚焦小商品产业，于 2020 年剥离房地产业务并引入基于“爱喜猫”、“义乌好货”及“Chinagoods”等平台开展的商品销售业务，当年实现营业收入 37.3 亿元，同比减少 7.8%；2021 年商品销售业务带动整体营收水平同比高增 62%至 60.3 亿元；2022 年 Q1-Q3 实现营业收入 63.2 亿元，同比增长 53.2%，Q4 受疫情反复影响有所承压，最终 2022 年全年实现营业收入 76.2 亿元，同比增长 26.3%；2023 年 Q1 公司实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 32.7%。

净利润方面，公司剥离房地产业务后，2021 年联营、合营公司投资收益增长明显，同时商品销售业务提供高增长动力，公司实现归母净利润 13.3 亿元，同比增长 44%；2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 16.2 亿元，同比增长 34%，Q4 受疫情反复影响有所承压，最终 2022 年全年实现归母净利润 11.1 亿元，同比减少 17.2%；2023 年 Q1 公司实现归母净利润 12.2 亿元，同比高增 81.8%。我们认为，公司自聚焦小商品产业以来，形成较强的业务协同效应，2022 年短期内受疫情反复影响有所承压，但中长期来看营收及利润已具备稳定增长表现。

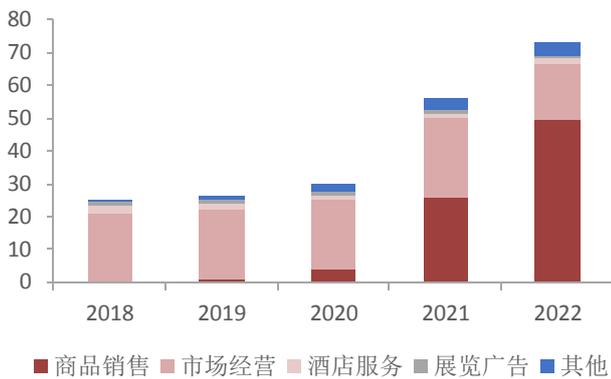
**图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**商品销售业务带动营收高增。**从营收结构来看，公司主营业务可以分为商品销售、市场经营、酒店服务及展览广告四大板块，其中商品销售与市场经营为公司主要营收来源，合计占比超过 80%。Chinagoods 商品销售平台于 2020 年正式上线，同年公司商品销售业务实现营业收入 3.8 亿元，占比为 12.8%，成为公司营收占比第二大业务；2021 年公司商品销售业务营收增长至 25.9 亿元，营收占比提升至 46.4%，跃升为公司第一大业务；2022 年商品销售业务同比增长 90.9%至 49.5 亿元，营收占比提升至 67.6%。我们认为，商品销售业务相较于基于义乌线下小商品城的市场经营业务具有更强的营收弹性，成为公司近年营收增长主要动力，后续 Chinagoods 平台在马太效应下，有望持续拉动公司营收维持高增态势。

**图 5：2018-2023Q1 公司各业务营收（亿元）**


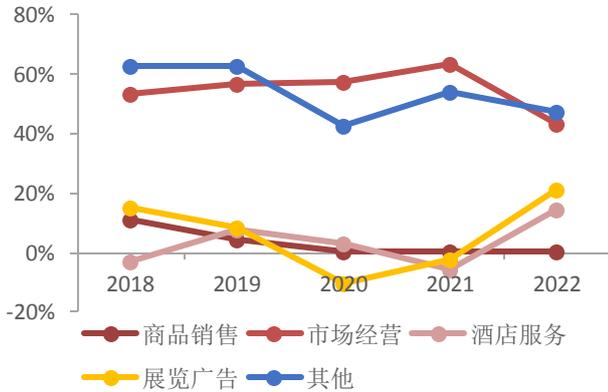
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：2018-2023Q1 公司各业务营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**毛利率短期因免租承压，长期为结构性变动。**从毛利率来看，公司整体毛利率水平自 2020 年开始出现明显下降，自 51.4%下降至 2022 年的 15.3%，主要受两方面因素影响：一方面，2022 年公司核心业务市场经营共减免小微企业或个体工商户租金约 10 亿元，致使毛利率自 2021 年的 63.8%下降至 43.3%，若还原租金减免影响，公司 2022 年市场经营业务毛利率为 64.3%；另一方面，公司商品销售业务毛利率较低，不到 1%，但其营收占比不断提高，自 2020 年的 12.8%增长至 67.6%，拉低公司整体毛利率。

从毛利润来看，公司市场经营业务为公司毛利率主要贡献来源，占比约 90%，2022 年受租金减免政策影响，毛利润贡献有所下滑，若还原租金减免影响，市场经营业务将贡献毛利润 17.4 亿元，同比增长 13.5%；其他业务为公司第二大毛利贡献业务，毛利占比约 10%，主要包含 Chinagoods 平台运营利润等，预计后期公司义支付（跨境人民币支付平台）及跨境物流业务放量，将带动公司毛利提升。

**图 7：2018-2022 年公司各业务毛利率水平**


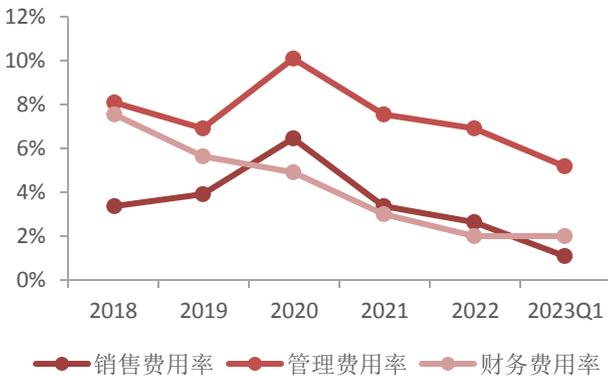
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2018-2022 年公司各业务毛利润情况（亿元）**

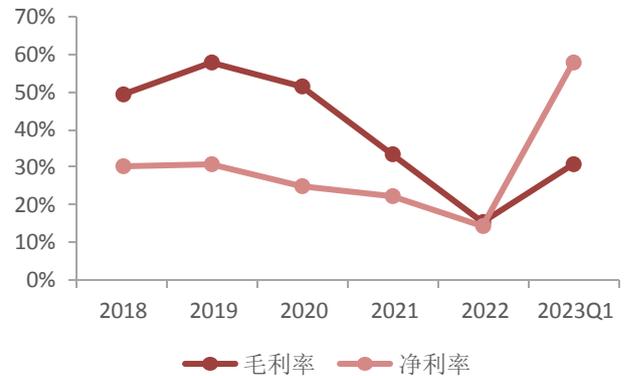

数据来源：公司公告，西南证券整理

**营收高增摊薄费用率。**公司 2020 年费用率有所上升主要系疫情期间国内市场推介与广告宣传、人力、中介机构咨询和防疫费用等增加；2021 年后整体费用率呈现下行态势主要系公司低费用率的商品销售业务增长拉动总体营收水平，从而实现在期间费用表现平稳情况下实现期间费用率的明显下降。

从归母净利润率水平来看，整体表现为下滑态势，主要原因在于毛利率水平受低毛利率的商品销售业务占比提升影响而下行，带动净利率水平有所下滑，但公司房地产投资业务贡献投资收益，使得公司净利率下降态势相较于毛利率更为平稳。我们认为，公司毛利率及净利率的下降皆为商品销售收入占比快速提升所致。

**图 9：2018-2023Q1 公司期间费用率**


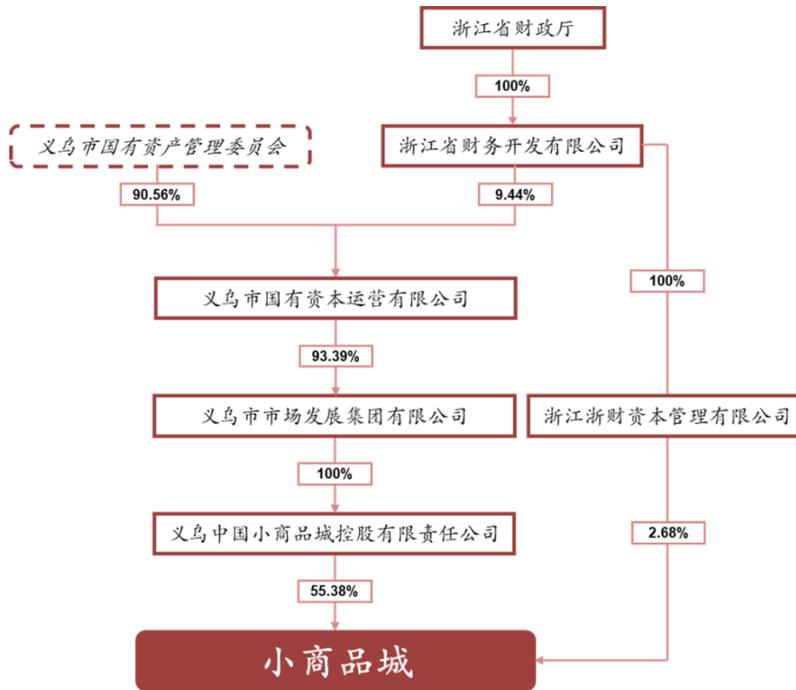
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：2018-2023Q1 公司毛利率及归母净利润率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 地方国资控股，股权激励彰显数字化决心

**义乌地方国企，股权结构稳定。**公司股权结构集中且为地方国资控股，义乌中国小商品城控股有限责任公司持有公司 55.38% 股权，为公司最大股东，而其 84.57% 的股份为义乌国资委持有，义乌国资委为公司实控人。此外，浙江省财政厅为公司第二大股东，直接或间接合计持有公司约 2.7% 的股权。

**图 11：公司股权结构**


数据来源：wind，西南证券整理

**股权激励激发活力。**公司 2020 年提出了股权激励计划，分别于 2020 年和 2021 年授予 4670 万股/234 万股公司股份，授予价格分别为每股 2.94 / 2.39 元，累计授予 4904 万股（占总股本约 0.9%），激励员工数量为 428 人。

**表 2：公司股权激励计划**

激励计划	授予价格	数量总额	占总股本比例	激励人数
2020 年首次授予	2.94 元/股	4670 万股	0.858%	397 人
2021 年预留部分授予	2.39 元/股	234 万股	0.043%	31 人
合计	-	4904 万股	0.9%	428 人

数据来源：公司公告，西南证券整理

**GMV 目标彰显公司数字化改革决心。**股权激励的考核条件除营收、EPS 外，还包括 Chinagoods 平台 GMV 目标，彰显公司数字化改革的决心，解除限售期的业绩考核要求为：

- 以 2019 年业绩为基数，2021/2022/2023 年营业收入增长率分别不低于 75%/120%/180%；
- 2021/2022/2023 年 EPS 分别不低于 0.20/0.22/0.25 元，对应归母净利润分别为 10.89/11.98/13.61 亿元；
- 2021/2022/2023 年公司 Chinagoods 平台 GMV 不低于 130/240/500 亿元；
- 主营业务收入占营业收入超 90%；营业收入增长率及每股收益大于等于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。

**表 3：公司股权激励考核目标**

年份	营收 (亿元)	营收 yoy	EPS	归母净利润 (亿元)	归母净利润 yoy	Chinagoods 平台 GMV (亿元)	GMV yoy
2021	70.75	89.9%	0.20	10.89	110.6%	130	-
2022	88.94	25.7%	0.22	11.98	10%	240	84.6%
2023	113.2	27.3%	0.25	13.61	13.6%	500	108.3%
其他	主营业务收入占营业收入超 90%；营业收入增长率及每股收益大于等于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平						

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

公司依托于我国最大的小商品市场——义乌国际商贸城，主营业务包括商品销售业务、市场经营业务、酒店业务、展览广告及其他业务等。目前公司主要利润来源于市场经营业务，该业务依靠商位增加及租金上涨实现稳健增长，同时公司的商品销售业务及依托于 Chinagoods 等线上平台的其他业务在互联网的马太效应下营收具有较高增速，我们认为公司目前整体处于数字化改革提速过程中，故作出以下假设：

假设 1：公司市场经营业务 2022 年减免商户租金约 10 亿元致使营收承压，假设 2023 年租金减免政策不再延续，二区东市场投产提供增量商位出租，2023-2025 年营业收入增速分别为 90%、0%、5%。

假设 2：公司商品销售业务通过集中采购赚取中间差价，发展速度较快，假设 2023-2025 年营业收入增速分别为 50%、20%、10%。

假设 3：预计公司 2023-2025 年商品销售业务毛利率分别为 0.4%、0.5%、0.6%；市场经营业务毛利率分别为 60%、62%、65%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 4：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	7619.7	11638.9	13347.3	14591.2
	增速	26.3%	52.7%	14.7%	9.3%
	营业成本	6452.9	9284.7	10761.6	11633.4
	毛利率	15.3%	20.2%	19.4%	20.3%
商品销售	营业收入	4949.3	7424.0	8908.7	9799.6
	增速	90.9%	50.0%	20.0%	10.0%
	营业成本	4935.2	7394.3	8868.7	9745.7
	毛利率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
市场经营	营业收入	1697.0	3224.3	3224.3	3385.6
	增速	-29.2%	90.0%	0.0%	5.0%
	营业成本	962.1	1289.7	1225.2	1184.9
	毛利率	43.3%	60.0%	62.0%	65.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
酒店服务	营业收入	180.3	198.3	208.2	218.6
	增速	41.4%	10.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	154.2	168.5	172.8	179.3
	毛利率	14.4%	15.0%	17.0%	18.0%
展览广告	营业收入	80.0	120.0	132.0	138.6
	增速	-33.1%	50.0%	10.0%	5.0%
	营业成本	62.6	96.0	101.6	103.9
	毛利率	21.8%	20.0%	23.0%	25.0%
其他	营业收入	420.2	672.4	874.1	1048.9
	增速	20.3%	60.0%	30.0%	20.0%
	营业成本	221.6	336.2	393.3	419.5
	毛利率	47.3%	50.0%	55.0%	60.0%

数据来源：Wind, 西南证券

公司以义乌小商品城为展业基础，围绕小商品产业持续扩宽业务边界，大力发展电子商务、国际贸易、国际物流、跨境支付等业务，公司已实现小商品城“从玩家到平台”的转变，因此我们选择 B2B 电子商务公司国联股份、商品采购公司厦门象屿和跨境贸易综合服务商焦点科技作为可比公司。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.27 元、0.30 元、0.33 元，对应 PE 分别为 28、25、23 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603613	国联股份	66.89	2.13	3.57	5.67		31.45	18.64	11.72	
600057	厦门象屿	10.73	1.20	1.44	1.71		8.93	7.43	6.28	
603713	焦点科技	23.66	0.97	1.18	1.42	1.82	18.46	20.05	16.66	12.97
平均值							19.61	15.37	11.55	12.97

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截止日期 2023.04.14）

### 3 风险提示

海外出口需求或不及预期；地产子公司盈利或不及预期；Chinagoods 发展或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7619.69	11638.90	13347.30	14591.21	净利润	1103.60	1481.51	1629.89	1791.51
营业成本	6452.91	9284.68	10761.65	11633.39	折旧与摊销	724.37	799.51	812.32	825.08
营业税金及附加	198.91	306.56	350.51	383.56	财务费用	149.15	392.57	361.87	360.26
销售费用	197.68	252.02	220.00	233.46	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	529.47	670.05	705.02	758.74	经营营运资本变动	1466.21	1793.98	-1035.25	366.60
财务费用	149.15	392.57	361.87	360.26	其他	-2043.24	-982.94	-899.81	-799.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1400.09</b>	<b>3484.64</b>	<b>869.01</b>	<b>2543.46</b>
投资收益	1041.52	1000.00	800.00	650.00	资本支出	-2478.20	-550.00	-550.00	-550.00
公允价值变动损益	-5.26	0.00	100.00	150.00	其他	115.50	997.42	899.12	800.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2362.70</b>	<b>447.42</b>	<b>349.12</b>	<b>250.87</b>
<b>营业利润</b>	<b>1146.51</b>	<b>1733.01</b>	<b>1848.26</b>	<b>2021.80</b>	短期借款	116.55	-1059.29	0.00	0.00
其他非经营损益	3.29	-1.10	1.03	0.70	长期借款	-366.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1149.81</b>	<b>1731.91</b>	<b>1849.28</b>	<b>2022.50</b>	股权融资	14.44	0.00	0.00	0.00
所得税	46.21	250.41	219.39	230.99	支付股利	-400.86	-286.35	-372.20	-400.27
净利润	1103.60	1481.51	1629.89	1791.51	其他	-420.59	-456.45	-361.87	-360.26
少数股东损益	-1.12	-3.86	-3.68	-3.88	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1057.22</b>	<b>-1802.09</b>	<b>-734.07</b>	<b>-760.53</b>
归属母公司股东净利润	1104.72	1485.37	1633.57	1795.39	<b>现金流量净额</b>	<b>-2025.27</b>	<b>2129.97</b>	<b>484.06</b>	<b>2033.80</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1991.30	4121.27	4605.32	6639.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1236.21	4093.00	3835.79	4235.13	销售收入增长率	26.28%	52.75%	14.68%	9.32%
存货	1330.35	3144.78	3162.22	3424.03	营业利润增长率	-30.68%	51.16%	6.65%	9.39%
其他流动资产	696.54	920.59	1014.57	1173.06	净利润增长率	-16.97%	34.24%	10.02%	9.92%
长期股权投资	6033.47	6033.47	6033.47	6033.47	EBITDA 增长率	-20.32%	44.80%	3.33%	6.11%
投资性房地产	2851.64	2851.64	2851.64	2851.64	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8080.95	7769.19	7444.63	7107.31	毛利率	15.31%	20.23%	19.37%	20.27%
无形资产和开发支出	6751.43	6844.36	6937.30	7030.24	三费率	11.50%	11.30%	9.64%	9.27%
其他非流动资产	3139.12	3108.42	3077.73	3047.04	净利率	14.48%	12.73%	12.21%	12.28%
<b>资产总计</b>	<b>32111.00</b>	<b>38886.73</b>	<b>38962.68</b>	<b>41541.04</b>	ROE	7.22%	8.98%	9.18%	9.36%
短期借款	1059.29	0.00	0.00	0.00	ROA	3.44%	3.81%	4.18%	4.31%
应付和预收款项	2475.44	3853.17	4221.30	4666.83	ROIC	17.70%	21.56%	22.45%	22.89%
长期借款	404.50	404.50	404.50	404.50	EBITDA/销售收入	26.51%	25.13%	22.64%	21.98%
其他负债	12890.68	18129.84	16579.97	17321.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16829.91</b>	<b>22387.51</b>	<b>21205.77</b>	<b>22392.89</b>	总资产周转率	0.24	0.33	0.34	0.36
股本	5486.07	5486.07	5486.07	5486.07	固定资产周转率	1.48	2.29	2.80	3.28
资本公积	1651.15	1651.15	1651.15	1651.15	应收账款周转率	37.08	39.45	34.14	33.89
留存收益	8267.52	9466.54	10727.91	12123.04	存货周转率	4.80	4.14	3.40	3.52
归属母公司股东权益	15262.29	16484.28	17745.65	19140.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.69%	—	—	—
少数股东权益	18.81	14.94	11.26	7.37	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15281.10</b>	<b>16499.22</b>	<b>17756.91</b>	<b>19148.15</b>	资产负债率	52.41%	57.57%	54.43%	53.91%
负债和股东权益合计	32111.00	38886.73	38962.68	41541.04	带息债务/总负债	29.48%	17.43%	18.40%	17.42%
					流动比率	0.42	0.68	0.75	0.86
					速动比率	0.32	0.51	0.56	0.67
					股利支付率	36.29%	19.28%	22.78%	22.29%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2020.03	2925.10	3022.44	3207.14	每股收益	0.20	0.27	0.30	0.33
PE	37.20	27.66	25.15	22.89	每股净资产	2.78	3.00	3.23	3.49
PB	2.69	2.49	2.32	2.15	每股经营现金	0.26	0.64	0.16	0.46
PS	5.39	3.53	3.08	2.82	每股股利	0.07	0.05	0.07	0.07
EV/EBITDA	16.19	10.06	9.57	8.39					
股息率	0.98%	0.70%	0.91%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn