

小商品城（600415）

证券研究报告

2020 年 10 月 26 日

高标准股权激励方案落地，双循环综合贸易服务商扬帆起航

公司公告 2020 年限制性股票激励计划（草案），国资层面股权激励实现重大突破。公司拟授予限制性股票 5048 万股。其中拟以 2.94 元/股的价格向 405 名激励对象首次授予 4792 万股，包括董事长、总经理在内的核心管理层 10 人，以及中层管理、核心技术（业务）骨干及董事会认为应当激励的人员共 395 人。此外预留部分 256 万股，为未来公司招聘核心人才并进行股权激励做出股份预留。

公司股权激励的考核要求严格，包括三个方面：①**收入：**以 2019 年为基数，2021-23 年营收增速不低于 75%/120%/180%，对应 2021-23 年营收 70.75 亿/88.94 亿/113.20 亿元，2022/23 年营收同比增速为 25.71%/27.27%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；②**业绩：**2021-23 年每股收益不低于 0.20/0.22/0.25 元，对应 2022/23 年每股收益同比增速为 10%/13.64%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；③**chinagoods 平台 GMV：**2021-23 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130/240/500 亿元，对应 2022/23 年 GMV 同比增速为 84.62%/108.33%。公司自授予登记完成之日起 24/36/48 个月后的首个交易日起分批解禁 33%/33%/34%的股份。

我们认为，国企改革股权激励落地激发管理层及员工积极性。公司董事长赵文阁、董事兼总经理王栋、董事兼董事会秘书许杭 2019 年税前年薪 70.08 万/64.24 万/59.57 万元，本次均获授 30 万股权益，授予价格 2.94 元/股，获股成本 88.2 万元，当前市场价 5.73 元/股，持股市场价格 171.9 万元。获授股权价格提升带来的收益与年薪相比规模可观，管理层努力经营提升业绩激励充分。

此外，股权激励要求高业绩目标，彰显公司发展信心。公司 2020Q1-3 营收 31.55 亿元，同比增长 1.83%。考核要求以 2019 年为基数，2021 年营收增速不低于 75%，则 2019-2021 两年营收 CAGR 需达 32.29%，21 年业绩同比增长要求更高。

股权激励落地，叠加疫情逐步受控底部反转开启，维持“买入”评级。公司作为全国批发市场龙头，义乌市国资委旗下零售企业，转变战略聚焦主业，借助国资背景建设和打造以义乌综合保税区为核心的第六代市场。建设仓储，整合物流货代，发展供应链金融，同时发力内需，实现双循环发展。受房地产业务剥离，投资收益增加影响，2020 年净利润从 10.6 亿元上调到 12.0 亿元，我们预计 2020-22 年净利润分别为 12.0/12.1/14.1 亿，对应当前 26/26/22 倍 PE。

风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧，供应链金融业务推进进度不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,593.75	4,042.77	4,004.92	7,074.84	8,894.09
增长率(%)	(64.12)	12.49	(0.94)	76.65	25.71
EBITDA(百万元)	2,337.70	2,460.33	2,258.31	2,070.69	2,616.19
净利润(百万元)	1,082.63	1,255.28	1,199.04	1,208.34	1,414.00
增长率(%)	(25.81)	15.95	(4.48)	0.78	17.02
EPS(元/股)	0.20	0.23	0.22	0.22	0.26
市盈率(P/E)	28.81	24.85	26.01	25.81	22.06
市净率(P/B)	2.65	2.40	2.26	2.13	2.00
市销率(P/S)	8.68	7.71	7.79	4.41	3.51
EV/EBITDA	8.40	7.76	13.50	11.26	11.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/商业物业经营
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.73 元
目标价格	元

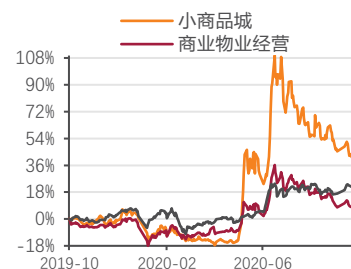
基本数据

A 股总股本(百万股)	5,443.21
流通 A 股股本(百万股)	5,443.21
A 股总市值(百万元)	31,189.62
流通 A 股市值(百万元)	31,189.62
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	49.80
一年内最高/最低(元)	8.49/3.17

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
吴慧迪	联系人
wuhuidi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《小商品城-半年报点评:综合贸易服务商加速升级，双循环龙头价值凸现》 2020-08-16
- 2 《小商品城-公司研究简报:小商品城产业升级二次腾飞——仓储、线上交易和供应链金融》 2020-07-06
- 3 《小商品城-首次覆盖报告:批发市场的发展商龙头，携手阿里推动实体贸易链数字化》 2020-07-01

第一，公司公告 2020 年限制性股票激励计划（草案），国资层面股权激励实现重大突破。

公司拟授予限制性股票 5048 万股。其中拟以 2.94 元/股的价格向 405 名激励对象首次授予 4792 万股，包括董事长、总经理在内的核心管理层 10 人，以及中层管理、核心技术（业务）骨干及董事会认为应当激励的人员共 395 人。此外预留部分 256 万股，为未来公司招聘核心人才并进行股权激励做出股份预留。

公司股权激励的考核要求严格，包括三个方面：

①**收入：**以 2019 年为基数，2021-23 年营收增速不低于 75%/120%/180%，对应 2021-23 年营收 70.75 亿/88.94 亿/113.20 亿元，2022/23 年营收同比增速为 25.71%/27.27%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；

②**业绩：**2021-23 年每股收益不低于 0.20/0.22/0.25 元，对应 2022/23 年每股收益同比增速为 10%/13.64%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；

③**chinagoods 平台 GMV：**2021-23 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130/240/500 亿元，对应 2022/23 年 GMV 同比增速为 84.62%/108.33%。

公司自授予登记完成之日起 24/36/48 个月后的首个交易日起分批解禁 33%/33%/34%的股份。

表 1：激励的考核要求

	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入（亿元）	40.43		70.75	88.94	113.20
以 2019 年为基数增速（%）			75%	120%	180%
同比增速（%）				25.71%	27.27%
基本每股收益（元/股）	0.23		0.20	0.22	0.25
同比增速（%）				10.00%	13.64%
chinagoods 平台 GMV（亿元）			130	240	500
同比增速（%）				84.62%	108.33%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，国企改革股权激励落地激发管理层及员工积极性。公司董事长赵文阁、董事兼总经理王栋、董事兼董事会秘书许杭 2019 年税前年薪 70.08 万/64.24 万/59.57 万元，本次均获授 30 万股权益，授予价格 2.94 元/股，获股成本 88.2 万元，当前市场价 5.73 元/股，持股市场价格 171.9 万元。获授股权价格提升带来的收益与年薪相比规模可观，管理层努力经营提升业绩激励充分。

此外，股权激励要求高业绩目标，彰显公司发展信心。公司 2020Q1-3 营收 31.55 亿元，同比增长 1.83%。考核要求以 2019 年为基数，2021 年营收增速不低于 75%，则 2019-2021 两年营收 CAGR 需达 32.29%，21 年业绩同比增长要求更高。

第二，打造 chinagoods 平台，未来或引进支付牌照，基于 GMV 进行抽成变现流量。

全资子公司义乌中国小商品城大数据有限公司打造 chinagoods 平台全链路、全场景、数字化的市场贸易生态圈。义乌市场官方网站“义乌小商品城”平台（chinagoods）2020 年 4 月 15 日上线测试，于 10 月 21 日正式上线。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 200 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，实现市场资源有效、精准配置，构建真实、开放、融合的数字化贸易综合服务平台。公司计划通过三年的努力，chinagoods 平台全链路、全场景、数字化的市场贸易生态圈基本成型，平台用户体验良好、内外贸渠道畅通、运营推广机制健全，拥有一批忠实的客户群体。

我们认为，chinagoods 平台是商户接受公司综合服务的综合入口平台，基于公司提供的多种服务汇聚商户流量，加强流量粘性，未来或引进支付牌照，基于 GMV 进行抽成，变

现流量。疫情客观催化商户在线展示交易需求，推动了交易向线上发展。公司建设仓储，整合货代物流，提供更好的仓储及物流服务，实现平台引流、仓储控货、物流数据沉淀，以发展供应链金融服务，进一步加强流量粘性。此外，基于公司对市场的管理职能，公司有能力将线下义乌小商品市场积累的商户流量进行线上引流，初期可以获取大量低成本流量。未来公司或引进支付牌照，基于平台 GMV 进行抽成，变现流量。

第三，公司与上海嘉题及卫哲先生签订《战略合作框架协议》，聘任卫哲先生为公司首席战略顾问，聘请上海嘉题为公司提供咨询顾问服务、运营管理服务以及投资并购重组咨询。

上海嘉题及卫哲先生提供的服务具体包括：①咨询顾问服务：组建专门的咨询顾问团队，帮助公司进行战略规划、运营提升、人才引入、战略投资等。②运营管理服务：以管理输出、代运营等方式，向公司创新业务板块（义乌中国小商品城大数据有限公司等）输出其在众多被投企业中被实践应用的运营提升、数字化改造和科技赋能等相关经验。③投资并购重组咨询：协助公司挖掘、寻找境内外商贸流通、跨境电子商务、仓储物流、互联网企业等服务等相关领域的优质项目或企业，尽最大可能促成相关被投资项目或公司在义乌进行主体落地或与义乌相关产业资源进行经营合作。

我们认为，公司借力专业人才及团队，克服了公司内部在线平台运营经验积累不足的难点，实现公司及其关联企业旗下在线交易及服务平台（包括但不限于 Chinagoods、义乌好货、环球义达等）的战略及运营提升，加强公司创新业务能力和产业升级。

第四，公司发布三季报。

公司发布三季报。2020 年前三季度收入 31.55 亿元，同比增长 1.83%，归母净利 11.1 亿元，同比增长 8.57%，归母扣非净利 6.15 亿元，同比减少 15.27%。20Q3 收入 10.34 亿元，同比减少 20.2%，归母净利 3.90 亿元，同比增长 11.96%，扣非归母净利 0.12 亿元，同比减少 94.9%。非经常性收益主要系公司剥离地产业务带来投资收益。

第五，总结。

公司构建经济双循环。

①**出口积极转型，搭建国内仓储、建设 chinagoods 平台，进行物流货代整合，建设海外仓，形成针对义乌小商品城商户出口贸易的物流、信息流、资金流的三流合一，发展供应链金融。**5 月，公司对全资子公司商城物流增资 8100 万元，主要用于商城物流对义乌市智慧交通有限公司、义乌环球义达供应链有限公司缴付出资及补充商城物流所需营运资金。海外仓备货项目稳步推进，截至 6 月底，已累计完成海外仓合作 22.4 万 m²，出口 11 亿元。7 月，公司聘任供应链专家周龙先生为公司副总经理。8 月，公司以 1.66 亿元竞得 1-48# 地块的国有建设用地使用权，土地用途为仓储用地，出让面积 23.73 万平方米，建筑高度 ≤40 米，出让年期 50 年。chinagoods 平台是商户接受公司综合服务的综合入口平台，10 月 21 日正式上线。

②**进口业务方面，在义乌综合保税区搭建电子围网，利用较低的仓储成本、物流成本、资金成本，为市场商户带来便利。**5 月，公司以 2.66 亿元竞得 42# 地块的国有建设用地使用权，拟用于建设以保税展贸为核心的新型进口市场，以 1.65 亿元竞得 43# 地块的国有建设用地使用权，拟用于建设保税仓储设施。公司建设义乌综保区的一期项目主要包含以保税展贸为核心的新型进口市场、保税仓储设施及口岸设施，一期项目拟投资总额约 44.86 亿元。

③**开拓内需市场。**8 月，“义乌中国小商品城”进驻天猫，主营家居类商品，后期还将扩充为涵盖箱包、玩具、服装等 10000 款商品的全品类旗舰店，店铺运营方为义乌国资委旗下“义乌商城集团”。

股权激励落地，叠加疫情逐步受控底部反转开启，维持“买入”评级。公司作为全国批发市场龙头，义乌市国资委旗下零售企业，转变战略聚焦主业，借助国资背景建设和打造以义乌综合保税区为核心的第六代市场。建设仓储，整合物流货代，发展供应链金融，同时发力内需，实现双循环发展。受 2020 年地产剥离业务带来投资收益影响，预计 20-22 年净利润分别为 12/12.1/14.1 亿，对应当前 26/26/22 倍 PE。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,213.72	6,486.41	5,051.17	12,572.97	5,202.33
应收票据及应收账款	12.99	16.03	1,363.44	798.32	1,696.97
预付账款	15.74	44.68	5.19	103.44	44.00
存货	3,343.67	4,296.06	5,129.02	12,558.08	10,566.55
其他	5,480.51	4,535.26	1,841.82	2,409.49	2,503.77
流动资产合计	12,066.64	15,378.44	13,390.64	28,442.31	20,013.61
长期股权投资	1,160.52	1,771.42	1,771.42	1,771.42	1,771.42
固定资产	5,112.20	4,783.82	4,880.00	4,847.34	4,724.39
在建工程	1,084.96	865.75	555.45	381.27	258.76
无形资产	3,788.81	3,456.14	3,340.05	3,223.97	3,107.89
其他	3,664.73	5,067.66	3,639.99	3,777.77	4,093.26
非流动资产合计	14,811.22	15,944.79	14,186.92	14,001.77	13,955.72
资产总计	26,877.86	31,323.23	27,577.56	42,444.08	33,969.34
短期借款	3,909.69	4,178.90	4,023.60	3,976.40	4,100.00
应付票据及应付账款	695.71	525.24	37.80	2,184.24	34.11
其他	8,509.54	8,188.64	6,154.37	17,813.79	9,524.70
流动负债合计	13,114.94	12,892.79	10,215.77	23,974.43	13,658.81
长期借款	800.00	530.69	648.12	655.34	696.80
应付债券	996.36	4,564.29	2,352.42	2,637.69	3,184.80
其他	141.54	251.16	303.42	232.04	262.21
非流动负债合计	1,937.90	5,346.15	3,303.96	3,525.07	4,143.81
负债合计	15,052.84	18,238.93	13,519.74	27,499.51	17,802.62
少数股东权益	62.99	63.68	267.07	311.06	547.42
股本	5,443.21	5,443.21	5,443.21	5,443.21	5,443.21
资本公积	1,520.83	1,524.18	1,524.18	1,524.18	1,524.18
留存收益	6,351.13	7,511.14	8,347.54	9,190.30	10,176.08
其他	(1,553.15)	(1,457.92)	(1,524.18)	(1,524.18)	(1,524.18)
股东权益合计	11,825.02	13,084.30	14,057.82	14,944.57	16,166.72
负债和股东权益总计	26,877.86	31,323.23	27,577.56	42,444.08	33,969.34

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,041.77	1,248.83	1,199.04	1,208.34	1,414.00
折旧摊销	808.19	663.49	390.21	402.92	411.54
财务费用	311.42	439.64	(3.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(1,136.14)	(444.79)	(634.44)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,045.33)	(5,462.62)	(960.71)	5,872.25	(9,379.61)
其它	2,327.35	2,016.55	188.70	48.97	247.38
经营活动现金流	1,307.25	(1,538.91)	179.82	7,429.48	(7,409.69)
资本支出	491.13	208.05	7.74	151.38	19.83
长期投资	(51.60)	610.90	0.00	0.00	0.00
其他	(2,308.64)	(716.80)	617.47	(139.84)	18.88
投资活动现金流	(1,869.11)	102.15	625.21	11.54	38.72
债权融资	7,465.03	9,544.22	7,740.58	8,184.68	8,615.61
股权融资	(340.92)	(125.62)	(63.27)	3.00	3.00
其他	(5,917.31)	(7,187.10)	(9,917.57)	(8,106.90)	(8,618.27)
筹资活动现金流	1,206.80	2,231.50	(2,240.26)	80.78	0.34
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	644.93	794.74	(1,435.23)	7,521.80	(7,370.64)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,593.75	4,042.77	4,004.92	7,074.84	8,894.09
营业成本	1,820.00	1,696.95	2,093.52	4,244.91	5,203.04
营业税金及附加	238.55	270.42	180.22	346.67	435.81
营业费用	120.31	157.58	160.20	353.74	444.70
管理费用	290.86	281.21	280.34	495.24	622.59
研发费用	23.81	18.27	31.58	70.75	88.94
财务费用	271.01	227.56	(3.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	547.90	0.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	33.69	(25.39)	4.23	5.64
投资净收益	1,083.26	203.64	634.44	100.00	100.00
其他	(2,180.10)	(478.88)	(1,218.10)	(208.46)	(211.28)
营业利润	1,378.14	1,631.69	1,871.11	1,670.77	2,207.65
营业外收入	58.22	5.29	7.13	0.00	0.00
营业外支出	16.01	4.23	4.05	0.00	0.00
利润总额	1,420.36	1,632.74	1,874.18	1,670.77	2,207.65
所得税	378.59	383.92	461.05	417.69	551.91
净利润	1,041.77	1,248.83	1,413.13	1,253.08	1,655.73
少数股东损益	(40.86)	(6.45)	214.09	44.74	241.74
归属于母公司净利润	1,082.63	1,255.28	1,199.04	1,208.34	1,414.00
每股收益（元）	0.20	0.23	0.22	0.22	0.26

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-64.12%	12.49%	-0.94%	76.65%	25.71%
营业利润	-38.79%	18.40%	14.67%	-10.71%	32.13%
归属于母公司净利润	-25.81%	15.95%	-4.48%	0.78%	17.02%
获利能力					
毛利率	49.36%	58.02%	47.73%	40.00%	41.50%
净利率	30.13%	31.05%	29.94%	17.08%	15.90%
ROE	9.20%	9.64%	8.69%	8.26%	9.05%
ROIC	11.34%	11.46%	12.76%	9.55%	24.45%
偿债能力					
资产负债率	56.00%	58.23%	49.02%	64.79%	52.41%
净负债率	35.95%	23.37%	19.13%	-29.36%	21.11%
流动比率	0.92	1.19	1.31	1.19	1.47
速动比率	0.67	0.86	0.81	0.66	0.69
营运能力					
应收账款周转率	170.99	278.61	5.81	6.55	7.13
存货周转率	0.85	1.06	0.85	0.80	0.77
总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.20	0.23
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.23	0.22	0.22	0.26
每股经营现金流	0.24	-0.28	0.03	1.36	-1.36
每股净资产	2.16	2.39	2.53	2.69	2.87
估值比率					
市盈率	28.81	24.85	26.01	25.81	22.06
市净率	2.65	2.40	2.26	2.13	2.00
EV/EBITDA	8.40	7.76	13.50	11.26	11.86
EV/EBIT	11.84	10.19	16.32	13.98	14.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com