

# 小商品城（600415.SH）

优于大市

## 义乌国际贸易综合改革方案发布，小商品城的受益点分析

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 商贸零售 · 一般零售

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

**证券分析师：** 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn  
**证券分析师：** 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

**执证编码：** S0980517070001  
**执证编码：** S0980522120001

### 事项：

近日，国家发改委印发《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》（下称方案），该方案已获国务院同意。方案提出了深化市场采购贸易改革、加快内外贸一体化改革、完善现代商贸物流体系等具体内容。

**国信零售观点：** 1) 行业层面，方案的落实进一步体现了义乌是重要国际贸易窗口的地位，相关政策内容有助于进一步便利义乌进出口，繁荣贸易生态，推出进出口贸易额增长。2) 公司层面而言，小商品城主营的市场经营业务受益义乌贸易的持续景气度，为涨租及贸易服务业务提供有力支撑。此外，方案以小商品城为试点单位，先行推进进口正面清单试点，力争到 2025 年义乌市进口贸易额达到 1000 亿元，2023 年达到 3000 亿元，较 2023 年的 655 亿元增长 358%。公司作为前期唯一试点单位，其自营的进口贸易业务及对进口商的第三方服务业务均有望受益。

总体上，此次方案聚焦义乌国际贸易改革，进一步深化义乌出口贸易的发展，重点便利进口贸易繁荣。公司作为重点的市场经营及贸易服务商企业，将加速建设以全球数贸中心为标志的市场新平台，加速从传统贸易形态向数字贸易生态跃升，全面提升公司小商品贸易在全球市场的优势地位，带来业绩的成长稳定增长。考虑公司作为试点单位，先行推进进口正面清单试点，有助于带来进口相关业务的增长，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 29.67/35.82/49.04 亿元（前置分别为 28.07/33.36/42.69 亿元），对应 PE 分别为 26.5/22/16 倍，维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》印发，进一步推动义乌进出口贸易发展

根据国家发改委官网公布的方案，其主要内容包括及核心要点包括：

- 1、完善市场采购贸易方式：适应交易即时化、订单碎片化、物流包裹化等国际贸易新趋势，将数字化技术全面嵌入交易、物流、支付、融资等贸易供应链监管与服务各个环节，为中小微主体降本增效。
- 2、推动进口贸易创新发展：建立进口消费品正面清单管理制度，优化清单内商品通关流程。且根据浙江省政府新闻发布，前期将以商城集团作为唯一试点企业，计划明天落地进口正面清单首单业务。以此为突破，加快进口贸易发展，力争 2025 年全市进口贸易额达 1000 亿元，到 2030 年突破 3000 亿元。
- 3、提升贸易平台功能：一是保税区与海外仓的联动，让商品在境内外分拨存储更加灵活高效；二是建立以“全球数贸中心”为标志的第六代义乌小商品市场，推动“义支付”第三方支付平台更好服务市场收付款。
- 4、推动完善跨境电商规则，加快与 RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）等国际规则标准相融相通。
- 5、加快内外贸一体化标准建设，建立小商品国际化标准体系，争取开展国家小商品标准制度型开放试点，每年发布一批小商品国际标准。
- 6、创新支持中欧班列高质量发展；7、加强“一带一路”沿线合作等。

表1:《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》相关内容

政策方向	相关内容
完善市场采购贸易方式	适应交易即时化、订单碎片化、物流包裹化等国际贸易新趋势，将数字化技术全面嵌入交易、物流、支付、融资等贸易供应链监管与服务的各个环节，为中小微主体降本增效
推动进口贸易创新发展	建立进口消费品正面清单管理制度，优化清单内商品通关流程
提升贸易平台功能	一是保税区与海外仓的联动；保税区与商品市场、铁路场站、航空口岸等联动，提升保税商品区内外流转效率。二是建设以“全球数贸中心”为标志的第六代义乌小商品市场
推动完善跨境电商规则	加快与RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）等国际规则标准相融相通
加快内外贸一体化标准建设	建立小商品国际化标准体系，争取开展国家小商品标准制度型开放试点，每年发布一批小商品国际标准
创新支持中欧班列高质量发展	提升中欧班列区域集结能力，深化铁路运单物权化改革
加强“一带一路”沿线合作	深化与宁波舟山港一体化发展，拓展直连通的国际海运航线，推进“丝路海运”建设

资料来源：浙江发布、国家发改委、国信证券经济研究所整理

### ◆ 历史上义乌贸易改革有效繁荣出口贸易，此次方案重点在进口贸易加速破局

2011年，义乌承担了国家国际贸易综合改革试点任务，探索建立新型贸易方式。此次改革极大的促进了义乌出口贸易的发展，其中2014年海关总署宣布市场采购贸易方式正式确立，增列“1039”监管代码，针对多批次、多种类、小批量无票货物的贸易更加便利，有效推动了义乌成为“世界小商品城”。

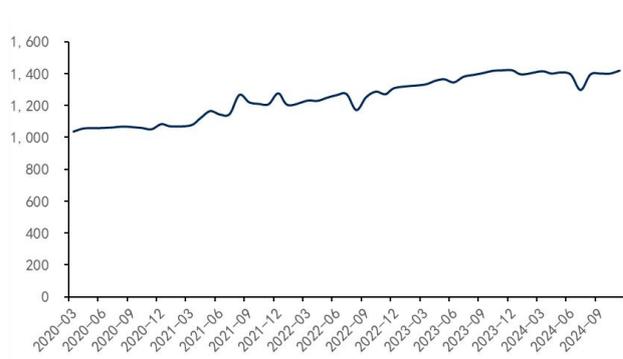
据义乌市统计数据，义乌出口从改革前2010年约200亿元到2023年突破5000亿元，增长超24倍，快递业务量10年翻了近30倍，占全国1/12。

图1: 义乌市进出口总值及增速（亿元、%）



资料来源：义乌市政府、国信证券经济研究所整理

图2: 2020年以来义乌中国小商品指数：景气指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

而与出口相对，义乌进口目前规模较小。2024年1-11月，义乌市进出口总值6139.9亿元，同比增长17.6%，超去年总值，创历史新高。其中出口为5420.6亿元，进口仅为719.3亿元。此次方案的侧重点进而也放在了繁荣进口贸易，考虑以小商品城为试点单位，通过搭建数字化监管平台，先行推进进口正面清单试点。条件成熟时，将更多商品纳入清单。力争到2025年义乌市进口贸易额达到1000亿元，2023年达到3000亿元，较2023年的655亿元增长358%。

### ◆ 此次方案内容，小商品城的潜在受益点

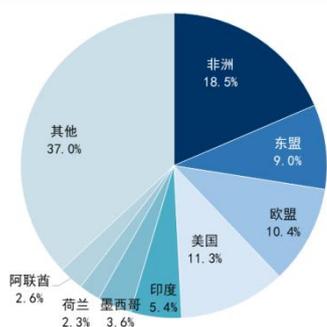
#### 1、政策有望推动义乌贸易景气度进一步增长，为公司涨租及业务拓展提供支撑。

如我们在《详解小商品城业务脉络，模式独特攻守兼备》报告中所言，义乌外贸景气度持续，是公司市场经营的重要前提。否则市场上商铺租赁的需求及价格都可能存在下行的风险，影响公司市场经营主业发展。而当前方案的推出，各项措施有助于进一步繁荣义乌贸易。其中重点也包括在区域拓展上，加强“一带一路”沿线合作。

义乌出口的区域结构多元化，单一经济体外贸环境变化对整体景气度的影响较小。据义乌海关数据，2023年进出口总值中，非洲占1048.9亿元，占比18.53%，美国占637.8亿元，占比11.27%，欧盟占590.6亿元，占比10.43%，东盟占507.4亿元，占比8.96%。因此，较为均衡的出口市场区域比例，在当前多变的国际贸易局势下，为公司带来了较强的抗风险能力。

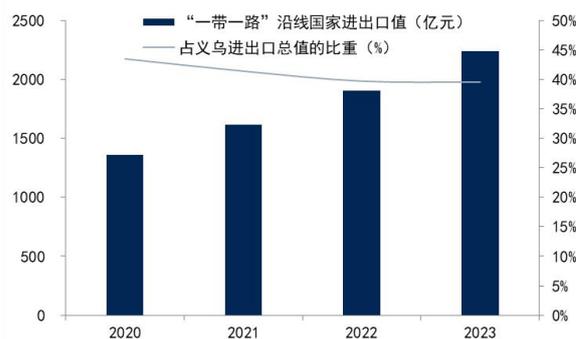
近年来在“一带一路”政策东风下，义乌对“一带一路”沿线国家出口保持良好增长态势，2023年进出口总值2239.3亿元，在义乌整体进出口总值中的占比为39.56%。因此，通过对潜力市场的深度布局，为未来的进一步高速增长空间打下基础。

图3: 义乌 2023 年进出口总值区域占比 (%)



资料来源: 义乌市国民经济和社会发展统计公报、国信证券经济研究所整理

图4: 义乌市对“一带一路”沿线国家出口值及占比 (%)



资料来源: 义乌市国民经济和社会发展统计公报、国信证券经济研究所整理

## 2、推动义乌进口贸易发展，公司入选唯一试点单位，利好自营进口业务及贸易服务业务

一方面，公司旗下拥有爱喜猫全球好物集合店，截止2024年中报，累计数量已达19家。爱喜猫以“发现全世界的好商品”为品牌愿景，集合进口好物&新潮国货创意组合的2万+优质单品，涵盖家居生活、美妆护肤、母婴用品、零食酒水、文娱文创、玩具数码六大品类。

另外，作为试点单位，公司构建了全程数字化的联合监管平台，提供了一站式的检测认证服务。未来有望进一步提升进口贸易服务能力，创造新的业务增量。

## 3、提升贸易结算效率与安全性，公司义支付业务受益

据浙江省新闻发布内容，要依托公司“义支付”平台，优化跨境人民币与外汇服务，确保跨境支付的合规性、安全性和高效性。争取在2026年实现“义支付”平台跨境支付交易规模100亿美元以上。着力破解贸易结算不畅、效率不高的问题。

公司旗下Yiwu Pay（义支付）已获批跨境人民币结算和支付机构外汇业务，截至2024年6月30日，跨境人民币支付业务交易额超120亿人民币，可支持币种达25种，交易覆盖150多个国家和地区。经营主体公司快捷通2024上半年也实现了净利润2738.1万元，较去年同期的亏损572万元实现显著改善。

当然，除以上受益点外，实际上公司逐步发展成为集市场管理、展示交易、物流服务、金融服务为一体的国际贸易综合服务商。未来在义乌进出口贸易进一步繁荣的背景下，各项业务均有望迎来发展机遇，推动业绩长期稳定增长。

### ◆ 投资建议

总体上，此次方案聚焦义乌国际贸易改革，进一步深化义乌出口贸易的发展，重点便利进口贸易繁荣。公司作为重点的市场经营及贸易服务商企业，将加速建设以全球数贸中心为标志的市场新平台，加速从传统贸易形态向数字贸易生态跃升，全面提升公司小商品贸易在全球市场的优势地位，带来业绩的成长稳定增长。考虑公司作为试点单位，先行推进进口正面清单试点，有助于带来进口相关业务的增长，我们上调公

司 2024-2026 年归母净利润预测至 29.67/35.82/49.04 亿元（前置分别为 28.07/33.36/42.69 亿元），对应 PE 分别为 26.5/22/16 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

义乌贸易景气度下降；全球数贸中心建设不及预期；商铺出租率不及预期；义支付交易流水不及预期或发生金融合规风险。

表2: 可比公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	投资收盘价（元）				EPS			PE			总市值（亿元）	
			2024/12/24	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/12/24	
600415.SH	小商品城	优于大市	14.34	0.49	0.54	0.65	15.00	26.51	21.96				786.35	
300866.SZ	安克创新	优于大市	96.19	3.97	3.94	4.91	22.30	24.41	19.59				511.16	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

**相关研究报告：**

- 《小商品城（600415.SH）-三季度归母净利润增长 177%，新兴业务继续成长》——2024-10-15
- 《小商品城（600415.SH）-详解小商品城业务脉络，模式独特攻守兼备》——2024-08-27
- 《小商品城（600415.SH）-上半年业务增长向好，进一步完善全球综合贸易服务商定位》——2024-08-16
- 《小商品城（600415.SH）-一季度核心主业表现优异，新兴业务持续贡献增量》——2024-04-17
- 《小商品城（600415.SH）-2023 年业绩预告增长 140%-149%，新兴业务快速成长》——2024-01-10

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1991	2923	8856	8268	10332	营业收入	7620	11300	14999	18970	25320
应收款项	630	708	1315	1663	2009	营业成本	6453	8306	10239	13055	16760
存货净额	1330	1247	2171	2669	3283	营业税金及附加	199	146	329	386	466
其他流动资产	1240	1651	2552	3029	5064	销售费用	198	240	213	339	760
<b>流动资产合计</b>	<b>5254</b>	<b>6544</b>	<b>14909</b>	<b>15645</b>	<b>20704</b>	管理费用	529	560	901	1119	1506
固定资产	8081	8896	10232	13280	18034	研发费用	17	22	31	40	77
无形资产及其他	6462	6238	5989	5739	5490	财务费用	149	125	153	87	58
投资性房地产	6280	7517	7517	7517	7517	投资收益	1042	1068	300	100	0
长期股权投资	6033	7023	7823	8423	9023	资产减值及公允价值变动	(5)	(52)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>32111</b>	<b>36219</b>	<b>46470</b>	<b>50604</b>	<b>60767</b>	其他收入	19	166	(31)	(40)	(77)
短期借款及交易性金融负债	1146	1799	2517	1821	2046	营业利润	1147	3105	3433	4045	5694
应付款项	1191	1390	1357	2106	2563	营业外净收支	3	103	0	0	0
其他流动负债	10075	10543	18375	20309	26580	<b>利润总额</b>	<b>1150</b>	<b>3208</b>	<b>3433</b>	<b>4045</b>	<b>5694</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12412</b>	<b>13732</b>	<b>22249</b>	<b>24236</b>	<b>31188</b>	所得税费用	46	527	460	456	780
长期借款及应付债券	3902	4361	4361	4361	4361	少数股东损益	(1)	5	6	7	9
其他长期负债	516	421	471	521	571	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1105</b>	<b>2676</b>	<b>2967</b>	<b>3582</b>	<b>4905</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4418</b>	<b>4783</b>	<b>4833</b>	<b>4883</b>	<b>4933</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>16830</b>	<b>18515</b>	<b>27082</b>	<b>29118</b>	<b>36121</b>	净利润	1105	2676	2967	3582	4905
少数股东权益	19	16	19	23	29	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	15262	17688	19369	21464	24617	折旧摊销	661	763	914	1202	1496
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>32111</b>	<b>36219</b>	<b>46470</b>	<b>50604</b>	<b>60767</b>	公允价值变动损失	5	52	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	149	125	153	87	58
每股收益	0.20	0.49	0.54	0.65	0.89	营运资本变动	1418	(1069)	5417	1409	3783
每股红利	0.12	0.11	0.23	0.27	0.32	其它	(0)	4	3	4	6
每股净资产	2.78	3.23	3.53	3.91	4.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>3188</b>	<b>2426</b>	<b>9301</b>	<b>6196</b>	<b>10190</b>
ROIC	1.66%	11.47%	20%	28%	35%	资本开支	0	(1296)	(2000)	(4000)	(6000)
ROE	7.24%	15.13%	15%	17%	20%	其它投资现金流	13	47	0	0	0
毛利率	15%	26%	32%	31%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(248)</b>	<b>(2238)</b>	<b>(2800)</b>	<b>(4600)</b>	<b>(6600)</b>
EBIT Margin	3%	18%	22%	21%	23%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	25%	28%	28%	29%	负债净变化	(367)	458	0	0	0
收入增长	26%	48%	33%	26%	33%	支付股利、利息	(652)	(595)	(1286)	(1488)	(1751)
净利润增长率	-17%	142%	11%	21%	37%	其它融资现金流	(3738)	1017	718	(697)	225
资产负债率	52%	51%	58%	58%	59%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5781)</b>	<b>744</b>	<b>(568)</b>	<b>(2184)</b>	<b>(1526)</b>
股息率	0.8%	0.8%	1.6%	1.9%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(2840)</b>	<b>931</b>	<b>5933</b>	<b>(588)</b>	<b>2064</b>
P/E	71.2	29.4	26.5	22.0	16.0	货币资金的期初余额	4831	1991	2923	8856	8268
P/B	5.2	4.4	4.1	3.7	3.2	货币资金的期末余额	1991	2923	8856	8268	10332
EV/EBITDA	108.0	34.8	25.2	20.6	15.8	企业自由现金流	0	91	7176	2187	4243
						权益自由现金流	0	1566	7762	1414	4418

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032