



公司研究 | 深度报告 | 小商品城 (600415.SH)

# 小商品城深度系列之三：出口突围提升全球竞争力，进口升级重构贸易新格局

## 报告要点

2024年12月国务院批准了《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，义乌承担了国家新一轮国际贸易改革试点的重任。本文围绕《方案》，重点分析了新方式下的消费品进口效率如何得以提升，并复盘分析了市场采购贸易方式对义乌出口贸易的重要助推作用。以史为鉴，本次改革试点，或推动义乌进口业务迈入加速增长，并打开小商品城的业务增长空间，同时更深远意义在于，有望为我国转变贸易发展方式、加快建设贸易强国探索经验，畅通国内国际双循环作出更大贡献。

## 分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



张彦淳

小商品城 (600415.SH)

## 小商品城深度系列之三：出口突围提升全球竞争力，进口升级重构贸易新格局

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

### 启航：新一轮国贸改革试点落地义乌

本文作为小商品城深度报告系列的第三篇，核心聚焦义乌市深化国际贸易综合改革，公司近年成功转型“外贸综合服务商”，传统业务与新业务共同成长，而受益于本轮国贸改革试点，外贸机制进一步创新，有望打开新的增长空间。

义乌市场是全球最大的小商品集散地，坐拥中国日用消费品基础制造业的深厚产业集群和完善的外贸生态，从而充分发挥了商贸人才的汇聚效应，人口净流入快于主要一线和新一线城市，2024年城镇人均可支配收入超过北京和上海，蝉联全国第一富县，持续体现旺盛的城市活力。作为效能突出的县级市，2024年12月国务院批准《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，义乌承担了国家新一轮国际贸易改革试点的重任，推动落实“建成更高能级的国际贸易重要窗口，世界小商品之都再造新的辉煌”的总体目标。

### 进口：持续扩大高质量的对外开放

伴随中国经济换挡提质，外贸政策方向逐步转变为积极扩大进口，2024年中央经济工作会议进一步提到要扩大对外开放的改革任务授权。当前，中国进口复合增速慢于出口，进口占比低于主要发达国家和地区，消费品进口占比呈现提升态势。现有主要进口方式在审批时长、适用范围、监管难度等方面存在一定的不足之处，为落实扩大高质量对外开放的国家战略，消费品进口方式亟待进一步改善。本轮进口机制的创新，在品类趋势上，契合跨境电商进口的经验，在需求上符合国内消费者对“质价比”的追求，预计具备较大的发展潜力。

### 出口：政策红利造就出口贸易辉煌

早在2011年，义乌就率先获批了“第一轮”国贸综合改革的首个试点，凭借市场采购贸易方式的核心创新，针对市场多品种、小批量、多批次的交易，降低了申报的复杂度、加快了安全收汇结汇速度、并采用免征销项税额&不退进项税额的税务政策，降低了税收成本和时间成本。此外，1039模式汇聚了个体工商户、小微企业等的碎片化需求，通过外贸链路是明确分工合作，实现规模效应，实质性提升了出海效率。2024年《方案》再次提出：“完善市场采购贸易方式”，改革力度进一步加大。另一方面，尽管国际贸易局势不确定性增加，但义乌整体受益于中国基础制造业优势向全球多国的外溢，或能有效缓和国际贸易成本波动的影响，维持外贸稳健增长。

### 投资建议：看好双轮驱动下的业绩增长确定性

公司独家运营全球最大的小商品集散市场，近年通过一系列积极举措从“传统商业物业经营企业”成功转型为“外贸综合服务企业”。2024年新老业务共振，驱动主业亮眼增长，分红率持续提升。2025年，全球数贸中心市场部分计划10月开业、写字楼2024年11月开盘即售罄、数字大脑预计2026年4月投用、义乌新一轮国贸改革政策试点有望赋能进口业务提速。中长期而言，新兴市场经贸合作的重要性凸显，公司战略卡位价值突出，新业务有望打开成长空间。预计公司2025-2027年EPS分别为0.75、0.95、1.14元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、国际经贸关系波动风险；
- 2、新项目招商或新业务发展不及预期；
- 3、进口业务进展不及预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。

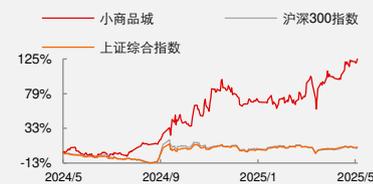
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	17.26
总股本(万股)	548,365
流通A股/B股(万股)	548,286/0
每股净资产(元)	3.89
近12月最高/最低价(元)	17.54/7.17

注：股价为2025年5月29日收盘价

### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《小商品城2025年一季度点评：主业亮眼增长，回购彰显信心》2025-04-23
- 《小商品城2024年年报点评：主业增速亮眼，分红率持续提升》2025-04-10
- 《再读小商品城：外贸生态深化布局，双轮驱动厚积薄发》2024-11-26

更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

启航：新一轮国贸改革试点落地义乌.....	6
进口：持续扩大高质量的对外开放.....	8
出口：政策红利造就出口贸易辉煌.....	17
投资建议：看好双轮驱动下的业绩增长确定性.....	22
风险提示.....	23

## 图表目录

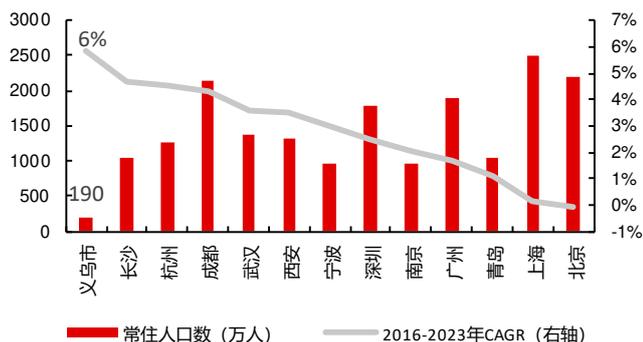
图 1：2023 年义乌与重点城市常住人口数及增速对比.....	6
图 2：义乌城镇居民人均可支配收入超过北京上海（万元）.....	6
图 3：新一轮国贸改革三大目标.....	7
图 4：中国进口规模及增速.....	9
图 5：中美日欧进口占进出口的比例.....	9
图 6：中国进口品类结构（按 BEC 分类）.....	10
图 7：中国进口品类结构（按 SITC 分类）.....	10
图 8：各国 2023 年进口品类结构（按 BEC 分类）.....	10
图 9：中国进口方式占比.....	11
图 10：中国跨境电商进口发展历程.....	12
图 11：跨境电商进口的供应链.....	12
图 12：2023 年中国跨境电商进口交易额占比.....	13
图 13：行云货仓对接主流电商平台.....	13
图 14：跨境电商进口每人每年有 26000 元购物限额.....	14
图 15：天猫国际消费者告知书.....	14
图 16：中国跨境电商进出口额（亿元）.....	14
图 17：中国跨境电商进口的占比.....	14
图 18：中国网购用户数和跨境电商进口用户数对比.....	15
图 19：2023 年天猫国际平台消费主要行业分布.....	16
图 20：2021 年中国进口跨境电商用户年龄分布.....	16
图 21：2021 年中国进口跨境电商用户城市层级分布.....	16
图 22：天猫国际的主要进口国及其对应的主要品类.....	17
图 23：1039 模式出口流程图.....	20
图 24：义乌进出口额及出口增速.....	21
图 25：义乌 1039 模式出口占比义乌出口.....	21
图 26：义乌出口占浙江和全国的比例.....	21
图 27：2024 年义乌出口额分国家占比.....	22
图 28：中国、越南、印度的劳密产品全球外贸市占率.....	22
图 29：亚马逊和 Chinagoods 上部分日用消费品价格对比.....	22
表 1：《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》的“七个先行”.....	7
表 2：历次中央经济工作会议关于“对外开放”的表述.....	8

表 3：中国进口政策发展四阶段 .....	8
表 4：我国当前日用消费品的进口的主要途径 .....	11
表 5：跨境电商进口正面清单不断优化的历程 .....	13
表 6：义乌市深化国际贸易综合改革着力解决五个难题 .....	15
表 7：义乌历史上重要的贸易改革政策梳理 .....	17
表 8：一般贸易出口和 1039 出口模式对比 .....	18
表 9：出口的重要税收政策一览 .....	19
表 10：不同出口方式的增值税处理方式 .....	19
表 11：1039 体系下的参与主体，及其角色或功能 .....	19
表 12：公司收入利润敏感性分析（亿元） .....	23

## 启航：新一轮国贸改革试点落地义乌

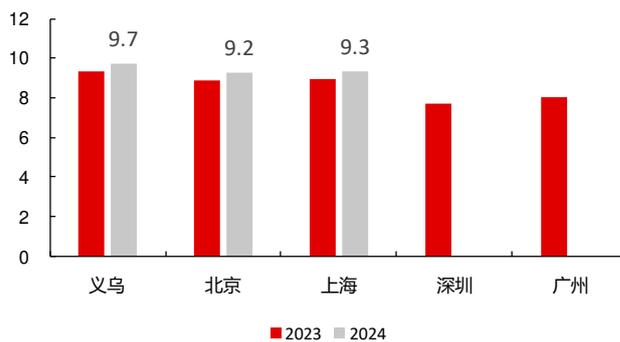
义乌人口持续净流入，人均可支配收入超过一线城市，城市活力旺盛。义乌市场是全球最大的小商品集散地，坐拥中国日用消费品基础制造业的深厚产业集群和完善的外贸生态，从而充分发挥了商贸人才的汇聚效应，2016-2023 年其常住人口复合增速为 6%，人口净流入快于主要一线和新一线城市；2024 年其城镇人均可支配收入为 9.7 万元，超过北京和上海，蝉联全国第一民富县，持续体现旺盛的城市活力。

图 1：2023 年义乌与重点城市常住人口数及增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2024 年义乌城镇居民人均可支配收入超过北京上海（万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

作为效能突出的县级市，2024 年义乌承担了国家新一轮国际贸易改革试点的重任，获得国家各部委、浙江省政府的大力支持和高度重视。为我国转变贸易发展方式、畅通国内国际双循环作出更大贡献，2024 年 12 月 11 日，国务院发布关于同意《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》的函，《方案》提出“七个先行”，包括完善市场采购贸易方式、推动进口贸易创新发展等核心内容。2025 年 2 月 6 日，浙江省委、省政府在义乌举行了高规格的国贸改革动员部署会，推动落实“建成更高能级的国际贸易重要窗口，世界小商品之都再造新的辉煌”的总体目标。

图 3：新一轮国贸改革三大目标



资料来源：小商品城公司公告，长江证券研究所

表 1：《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》的“七个先行”

《总体方案》的“七个先行”	具体内容
完善市场采购贸易方式	开展贸易企业信用分类分级管理；实施市场采购组货人制度，把组织货物拼箱、运输的贸易综合服务商这个关键主体纳入属地管理，实现贸易全流程可溯；优化“先查验后装运”监管模式，在装箱前完成海关查验，解决整柜集装箱掏箱难、查验找货难、重新装运难等问题。
推动进口贸易创新发展	通过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，形成既有利于扩大进口又能确保风险可控的进口新模式。具体包括清单内商品全流程溯源监管、强制性产品认证实验室建设、第三方检测结果采信试点等。
提升贸易平台功能	第一，推动保税区与海外仓、商品市场、铁路场站、航空口岸等的联动，提升流转效率。第二，建设以“全球数贸中心”为标志的第六代义乌小商品市场，着力提升全程物流履约能力，推动“义支付”第三方支付平台更好服务市场收付款。
推动完善跨境电商规则	在数据流动、商品溯源、电子签名、争端解决、知识产权保护、消费者权益保护等方面，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。
加强内外贸一体化标准建设	建立小商品国际化标准体系，推动“标准进市场”，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	进一步放大“义新欧”中欧班列开行线路多、货源支撑强、运输时效快等优势，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，拓展直连直通的国际海运航线，推进“丝路海运”建设。织密欧亚国际公路运输网络，加强“一带一路”沿线交流合作。

资料来源：浙江省人民政府，长江证券研究所

## 进口：持续扩大高质量的对外开放

伴随中国经济换挡提质，外贸政策方向逐步转变为积极扩大进口。2017 年，党的十九大报告宣告我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段；中央经济工作会议从 2018 年开始提出“更高水平对外开放”，提到要削减进口环节制度性成本、推动“一带一路”高质量发展，2018 年首届进博会在上海成功举办；2024 年中央经济工作会议进一步提到要扩大对外开放的改革任务授权。基于此，2018 年后我国政策方向逐步转变为积极扩大进口，促进外贸平衡发展。

表 2：历次中央经济工作会议关于“对外开放”的表述

年份	历次中央经济工作会议关于“对外开放”的表述
2024	<b>扩大高水平对外开放</b> ，稳外贸、稳外资。 <b>推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权</b> ，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。 <b>推动高质量共建“一带一路”走深走实。</b>
2023	<b>扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能</b> ，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。 <b>抓好支持高质量共建“一带一路”八项行动的落实落地。</b>
2022	<b>要推进高水平对外开放</b> ，提升贸易投资合作质量和水平。要为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利，推动外资标志性项目落地建设。
2021	<b>扩大高水平对外开放</b> ，推动制度型开放，落实好外资企业国民待遇，吸引更多跨国公司投资，推动重大外资项目加快落地。 <b>推动共建“一带一路”高质量发展。</b>
2020	<b>实行高水平对外开放</b> ，推动改革和开放相互促进。
2019	<b>要推进更高水平对外开放</b> ，保持对外贸易稳定增长，稳定和扩大利用外资，扎实推进共建“一带一路”。
2018	<b>要推进更高水平对外开放</b> ，着力稳外贸、稳外资。要适应新形势、把握新特点，推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变。要放宽市场准入，要扩大进出口贸易，推动出口市场多元化， <b>削减进口环节制度性成本</b> 。要精心办好第二届“一带一路”国际合作高峰论坛。
2017	对外开放深入发展，倡导和推动共建“一带一路”，积极引导经济全球化朝着正确方向发展。
2016	有重点地推动对外开放，推进“一带一路”建设，发挥好政策性、开发性、商业性金融作用。

资料来源：共产党员网，长江证券研究所

表 3：中国进口政策发展四阶段

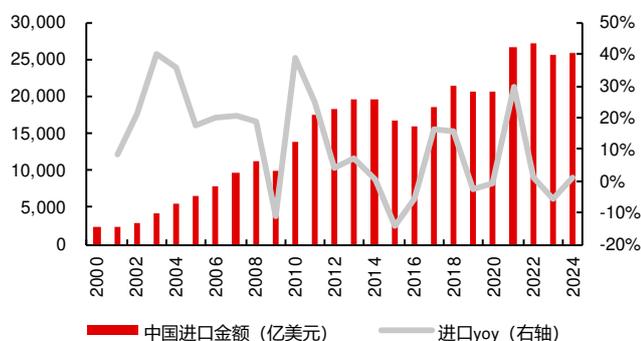
时间范围	政策特征	具体举措	品类特征	关税调整与法规变化
1979 年— 1991 年	<b>半保护半 开放政策</b>	奖励出口、限制进口	优先引进软件、先进技术、关键设备，进口商品走向多样化	1985 年颁布《进出口关税条例进出口关税条例》和《中华人民共和国进出口税则》，1151 个税目降低税率。
1992 年— 2001 年	<b>逐渐开放 进口政策</b>	改革开放提速，为加入 WTO 做准备；主动降低关税，减少非关税壁垒；	先进技术、关键设备依然是进口的优先领域，重点建设物资、农用物资和原材料进口也是重点。	继续降低部分税目的税率
2001 年— 2016 年	<b>进出口并 重政策</b>	履行 WTO 承诺，降低关税、取消部分进口配额、对个人放开对外贸易经营权，外贸经营审批制改备案制。	对最终消费品一般设置较高的关税，对部分消费品征收消费税，大部分消费品进口价格较高，国家依然以鼓励先进技术和关键零部件的进口为主。	2004 年修订《中华人民共和国对外贸易法》，允许个人从事外贸；2005 年取消普通全部商品进口配额许可证。

2017 年至 今	<b>积极扩大 进口政策</b>	2018 年开始举办进博会。	对药品、汽车及零部件、日用消费品、机电设备等多种品类多次大幅度降低进口商品关税	2012 年《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》；2018 年《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见》
--------------	----------------------	----------------	---	--

资料来源：中国贸易报，长江证券研究所

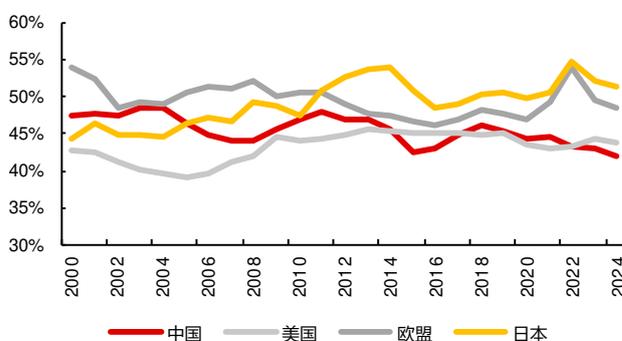
当前，中国进口复合增速慢于出口，进口占比低于主要发达国家和地区。2010-2024 年，中国进口复合增速为 4.5%，出口复合增速为 6.0%，进口占比从 47% 回落到 42%，2024 年美国、欧盟、日本进口占比分别为 44%、49%、51%，中国进口占比较低，或有较大的提升空间。

图 4：中国进口规模及增速



资料来源：海关总署，长江证券研究所

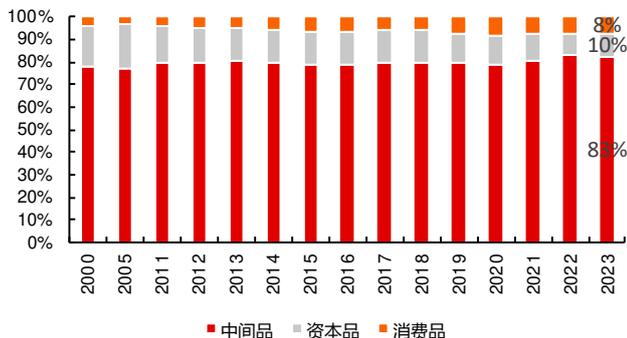
图 5：中美日欧进口占进出口的比例



资料来源：Wind，长江证券研究所

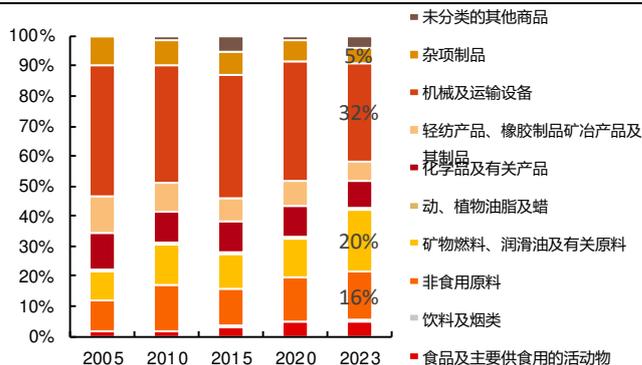
从进口品类上看，中国进口以中间品为主，消费品进口占比呈现提升态势。2023 年，中国进口总额中，中间品、资本品、消费品分别占比 83%、10%、8%，中间品以机械产品及零部件、化学相关制品、矿物燃料及原料为主，进口占比较稳定；资本品以成品机器设备为主，进口占比有所回落；终端消费品进口占比 2011-2023 年提升了 3.4pct，更加适应国内消费者多元化、个性化的消费需求。

图 6：中国进口品类结构（按 BEC 分类）



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

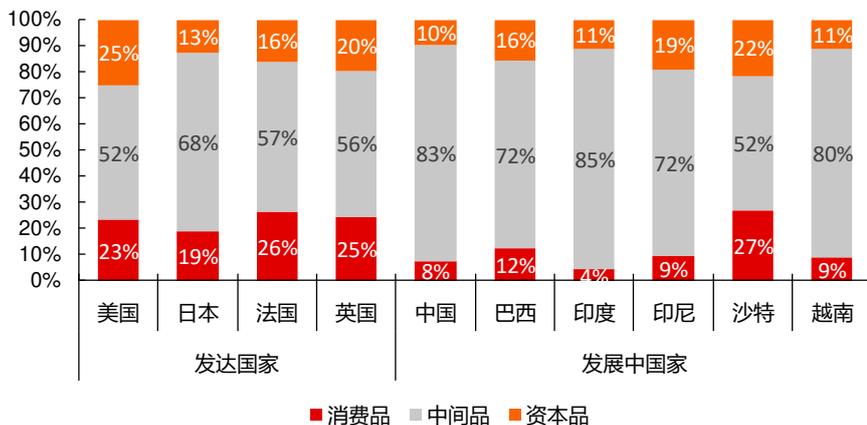
图 7：中国进口品类结构（按 SITC 分类）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：杂项制品主要包括家具、旅行用品、服装、鞋靴、钟表等）

横向对比海外各国，发达国家的消费品进口占比显著高于发展中国家，伴随综合国力提升，中国的消费品进口规模或有较大提升空间。2023 年，美日英法的消费品进口占比分别为 23%、19%、25%、26%，显著高于大部分代表性发展中国家，体现出全球贸易分工中，发展中国家更侧重中间品加工环节，发达国家则更侧重终端消费环节。而中国的消费品进口占比尚低于印尼、越南、巴西，更显著低于美日英法，由此推断，扩大对外开放，或有助于调整贸易结构，也顺应国内经济高质量发展和综合国力提升的趋势。

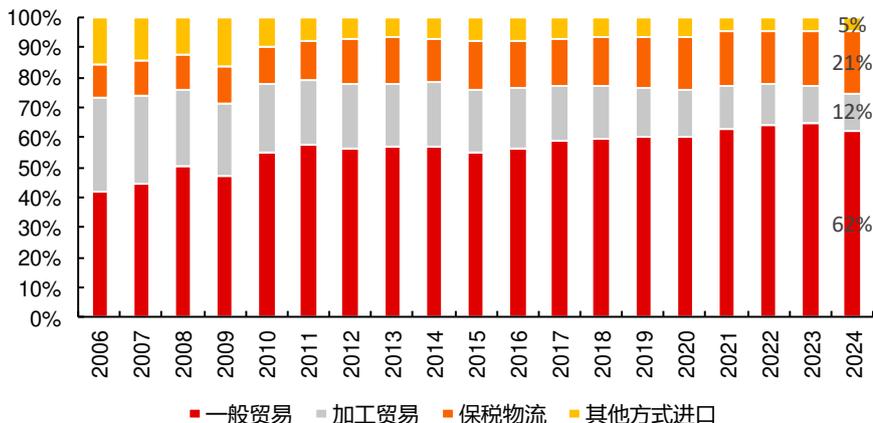
图 8：各国 2023 年进口品类结构（按 BEC 分类）



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所

从进口方式来看，一般贸易和加工贸易为主，保税物流方式占比提升，进口方式的拓展，顺应了进口品类的丰富化趋势。由于中间品进口占主导，因而一般贸易和加工贸易是主要进口方式。而伴随消费品进口占比提升，保税物流方式的占比也有相应扩大，2023 年其占比提升至 21%，适应了包括跨境电商进口在内的外贸新模式，整体反映出，进口方式的拓展，顺应了进口品类的丰富化趋势。

图 9：中国进口方式占比



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：免税进口包含在其他方式中，2024 年免税进口金额 26 亿美元，占比进口总额的 0.1%）

就消费品领域，目前主要通过三种方式进口，一般贸易、跨境电商和灰色通道，但均有一定的不足之处，消费品进口方式存在较大改善空间。一般贸易进口（海关监管代码 0110）适用于全品类，但涉及预先办理备案、认证等手续，过程复杂，难度较大，且成本较高；跨境电商进口（海关监管代码 1210、9610）细分为“国内保税仓发货”和“海外仓发货”两种模式，优势在于减免证照办理流程，商品送达消费者的时效性高，但仅限于在线平台销售，仅供消费者个人使用，难以实现规模化发展。海外代购等灰色通道进口则在监管上存在难度且售后服务缺乏保障。可见，为落实扩大高质量对外开放的国家战略，提升消费品进口占比以满足消费者的多元化需求，消费品进口方式亟待进一步改善。

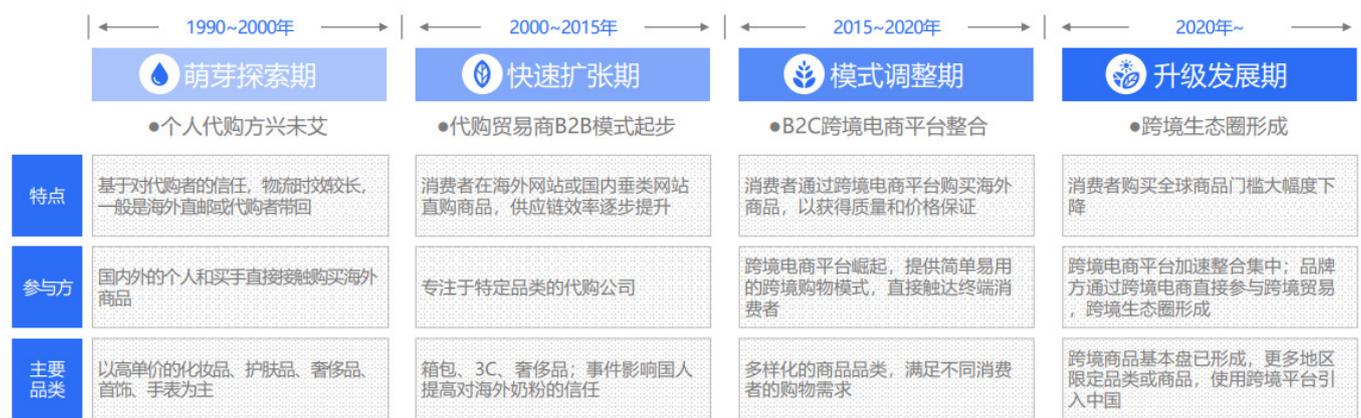
表 4：我国当前日用消费品的进口的主要途径

进口方式	海关监管代码	具体机制	优势	不足
一般贸易进口	0110	指中国境内具备进出口经营权的企业以单边输入关境的方式开展的正常贸易活动，需按海关监管制度完成申报、缴税等手续。	适用于全品类	涉及预先办理备案、认证等手续，过程复杂，难度较大，且成本较高。
跨境电商进口	网购保税进口 (1210)	采用“国内保税仓发货”模式，商品提前从境外批量进口到海关特殊监管区域或保税物流中心（B 型），消费者下单后商家即可开始打包、向海关申报，海关放行后装车配送出区。	证照办理减免； 1-3 天可送达消费者	仅限于境外主体在在线平台销售，仅供消费者个人使用，难以实现规模化发展。
	直购进口 (9610)	采用“海外仓发货”模式，消费者下单后，商家从境外发货，经过国际运输抵达中国海关监管区域，向海关申报入境，完成通关手续后进入国内派送环节。	证照办理减免； 一般 3-7 天可送达消费者	
灰色通道进口	无	海外代购等	满足个性化需求	监管上存在难度且售后服务缺乏保障。

资料来源：海关发布，公司公告，长江证券研究所

跨境电商作为消费品进口的重要方式之一，主要贡献在于大幅降低了跨境购物的门槛。跨境电商进口早期可追溯到个人海淘、代购贸易商，但缺乏规范化监管，为顺应国内消费者的跨境购物需求，促进跨境电商进出口业务规范化发展，海关总署分别于 2014 年 1 月、7 月增设 9610、1210 两种监管方式代码。紧随其后，天猫国际于 2014 年 2 月上线，B2C 跨境电商开始平台化发展。供应链上，围绕电商平台已形成了跨境电商进口生态，孵化出行云货仓等 B2B 服务平台，提供海外采购、物流清关、末端配送、线上运营、品牌管理等全面服务，大幅降低了跨境购物的门槛。

图 10：中国跨境电商进口发展历程



资料来源：京东国际&NIQ《2024 中国跨境进口消费趋势白皮书》，长江证券研究所

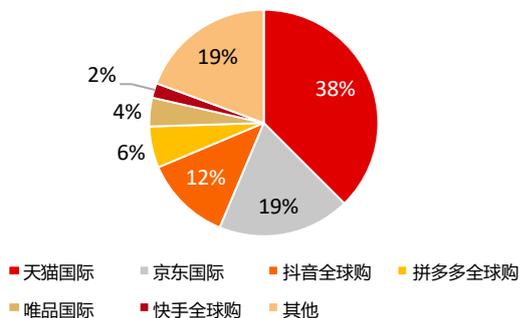
图 11：跨境电商进口的供应链



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

跨境电商平台在 B2B 服务商的助力下，形成了头部集中的行业格局，初步培养了跨境购物的消费心智。以行云货仓为例，其客户主要包括综合电商、垂类电商、社交电商平台，提升前端采购、报关通关、后端仓储和配送环节的运营效率，基于此，跨境电商平台已形成偏寡头格局，2023 年天猫国际、京东国际、抖音全球购的市场份额分别为 38%、19%、12%，头部三家合计占比约 7 成。

图 12: 2023 年中国跨境电商进口交易额占比



资料来源: 易观分析, 长江证券研究所

图 13: 行云货仓对接主流电商平台



资料来源: 行云货仓公司官网, 长江证券研究所

同时, 跨境电商进口的品类丰富度也在不断提升。2016 年, 财政部等 13 个部门首次发布了跨境电商零售进口“正面清单”, 该清单限制了跨境电商零售进口商品品类, 海关按此清单对跨境电商零售进口实施管理。2019-2022 年, 海关分批次调整优化正面清单的范围, 截至 2022 年 3 月, 清单税则号列数扩充至 1476 个, 包含食品饮料、生鲜、服装鞋帽等主要消费品类。

表 5: 跨境电商进口正面清单不断优化的历程

时间	政策
2016 年 4 月	财政部等 13 个部门首次发布了《跨境电子商务零售进口商品清单》和《跨境电子商务零售进口商品清单(第二批)》两批清单, 第一批清单包括 <b>1142 个</b> 税则号列商品, 第二批清单共有 <b>151 个</b> 税则号列商品, 两批清单涵盖了 <b>食品饮料、生鲜、服装鞋帽、家用电器、化妆品、儿童玩具、生活用品等</b> 。
2019 年 1 月	实施《跨境电子商务零售进口商品清单(2018 年版)》, 该清单增加了 <b>健身器材等</b> 商品, 清单税则号列数达 <b>1321 个</b> 。
2020 年 1 月	实施《跨境电子商务零售进口商品清单(2019 年版)》, 该清单增加了 <b>冷冻水产品、酒类、电器等</b> 商品, 清单税则号列数达到 <b>1413 个</b> 。
2022 年 3 月	发布了《跨境电子商务零售进口商品清单调整表》, 经过此次优化调整, 清单税则号列数达 <b>1476 个</b> 。

资料来源: 海关发布, 长江证券研究所

但另一方面, 跨境电商进口在 2020 年后进入增长瓶颈期, 核心原因或在于流通范围、消费金额等方面的限制, 以及监管体系不够健全, 导致其规模化发展仍受到一定程度的制约。为引导跨境电商进口健康有序发展, 监管设置单次交易限值为 5000 元, 个人年度交易限值为 26000 元, 且仅限消费者自用, 禁止进入国内流通领域; 此外, 我国尚未完全建立起跨境商品追踪溯源系统, 叠加海内外标准差异, 易导致假货混入、以及售后难题<sup>1</sup>, 因而跨境电商进口规模化发展受到一定程度的制约。

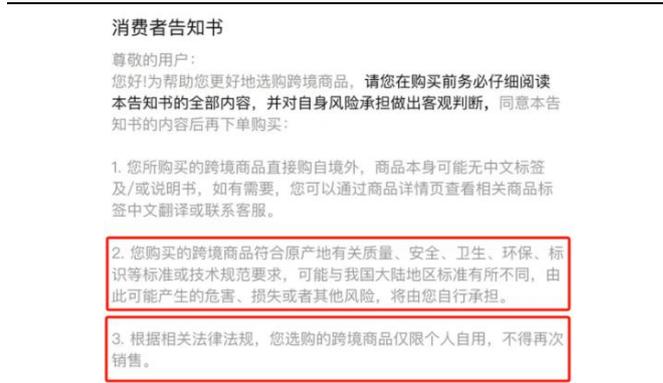
<sup>1</sup> 魏浩, 涂悦, 《中国跨境电商零售进口: 发展特点、存在问题与政策建议》, 《国际贸易》2023 年第 4 期

图 14: 跨境电商进口每人每年有 26000 元购物限额



资料来源：掌上海关小程序，长江证券研究所（注：年度交易总额在限值以内的，关税税率暂设为 0%，进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收。超过年度交易限值的，应按一般贸易管理）

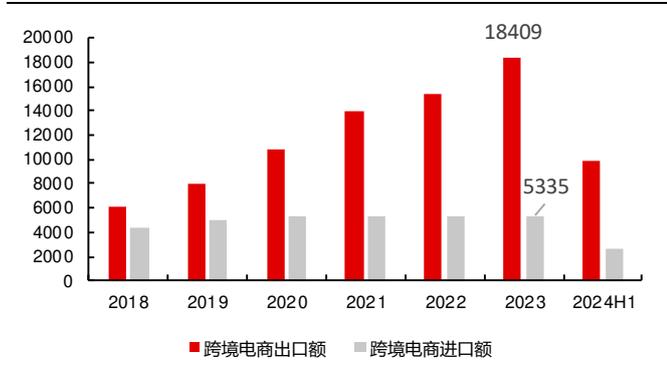
图 15: 天猫国际消费者告知书



资料来源：天猫国际，长江证券研究所

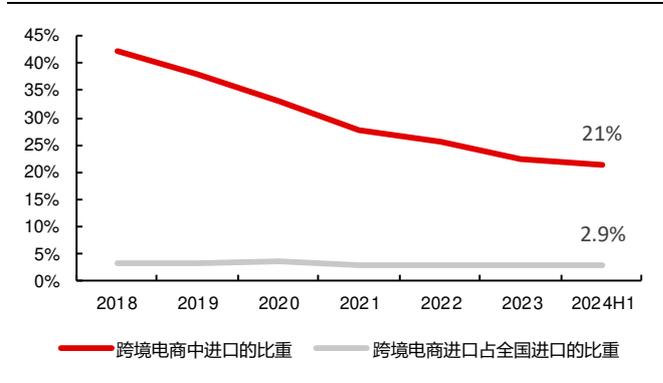
2023 年，跨境电商进口额为 5335 亿元，相较 2020 年基本持平，增速落后于跨境电商出口，跨境电商进口占全国进口的比例也维持在 3%左右的较低水平；2023 年跨境电商进口用户数 1.88 亿人，仅占网购用户数的 21%，由此预计，进口消费品的用户渗透率仍有较大提升空间。

图 16: 中国跨境电商进出口额 (亿元)



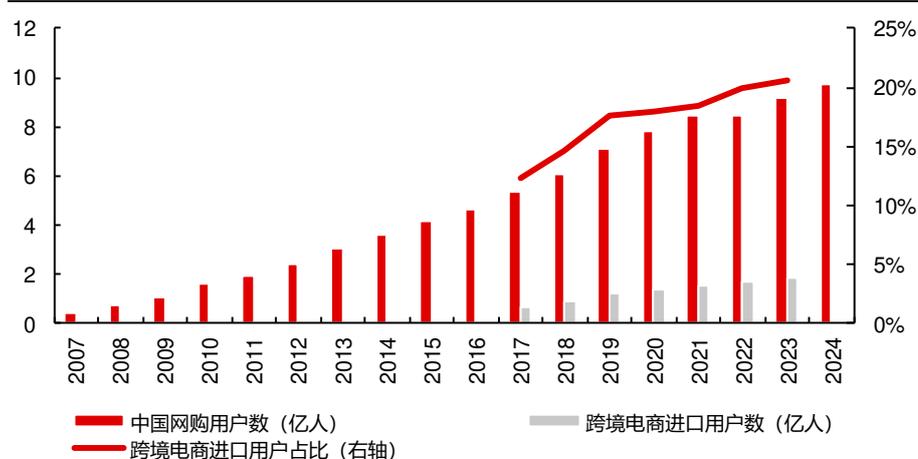
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 17: 中国跨境电商进口的占比



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 18：中国网购用户数和跨境电商进口用户数对比



资料来源：中国互联网络信息中心，尼尔森，京东国际，长江证券研究所

此次义乌深化国际外贸改革试点，聚焦进口贸易创新发展、贸易数字化、支付结算等核心命题，商城集团作为唯一试点企业。《改革方案》提出，将全力实施进口日用消费品正面清单，前期以商城集团作为唯一试点企业，优化清单内商品通关流程，加快进口贸易发展，同时增强贸易数字化能力、提升贸易结算效率。

小商品城承担改革试点的重任，提出：2025 年完成 19 类商品试点并建立配套制度；三年内逐步将化妆品、保健品等纳入进口正面清单。通过优化 3C 认证流程（如本地机构认证、快速验厂），构建“144 全流程监管体系”（一平台、四限定、四机制）<sup>2</sup>，实现进口商品从溯源到消费保障的全链条管理。

表 6：义乌市深化国际贸易综合改革着力解决五个难题

五个难题	解决方案
开展日用消费品进口难度较大	全力实施进口日用消费品正面清单。前期，以商城集团作为唯一试点企业，即将落地商品的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 年全市进口规模达 1000 亿，到 2030 年突破 3000 亿。
出口企业贸易数字化能力不足	我们将聚焦采购组货、履约结算等贸易全链路，推动“关汇税、运仓融”数字集成赋能，让小企业也能做跨国的大生意。
物流通道韧性不足、成本较高	我们将着力降低全社会物流成本，打造陆海空邮“四位一体”物流体系，加快搭建国内仓、海外仓、国际物流专线“两仓一线”，帮助中小企业提升物流领域的话语权、议价权。
贸易结算不畅、效率不高	我们将以“义支付”为平台，优化跨境人民币与外汇服务，提供合规、安全、高效的跨境支付解决方案，有序探索数字人民币在跨境贸易领域的试点，为贸易出海保驾护航。力争 2025 年“义支付”跨境支付交易规模达 50 亿美元，2026 年突破 100 亿美元。
新业态新模式发展空间不够	充分调动广大市场经营主体参与改革的积极性、主动性和创造性，全力打造国际一流营商环境，让各种新业态新模式在义乌都能茁壮成长，各类企业都能在义乌成就创业创富梦想。

资料来源：义乌市人民政府，长江证券研究所

<sup>2</sup>小商品城 2024 年报：一个平台，即构建一个全流程数字化监管平台，4 个限定，即限定主体、限定商品、限定金额、限定通道和区域。4 项机制，即溯源管理机制，实现一物一码、一码溯源；双重监管机制，实现属地综合监管、平台数字化监管；信用管理机制，对试点参与企业实行信用管理；最高标准消费保障机制，包括 7 天无理由退换货、先行赔付、“三包”服务保障。

同时，本轮进口机制的创新，在品类趋势上，契合跨境电商进口的经验，具备较大的发展潜力。2021年，跨境电商进口中，消费品占97%，主要为美容化妆及洗护产品、食品生鲜、医药保健品及医疗器具、奶粉、服饰鞋包及珠宝配饰等<sup>3</sup>。天猫国际中，保健品、美妆、个人护理品类占比预计分别为32%、20%、10%。由此，小商品城拟纳入进口正面清单的化妆品、保健品等品类，预计在国内具备较成熟的进口商品消费心智和较大的需求空间。

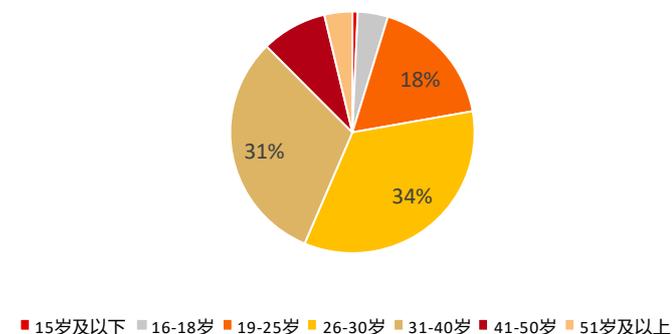
图 19：2023 年天猫国际平台消费主要行业分布



资料来源：智彗商业，阿里消费洞察，艾媒咨询，长江证券研究所

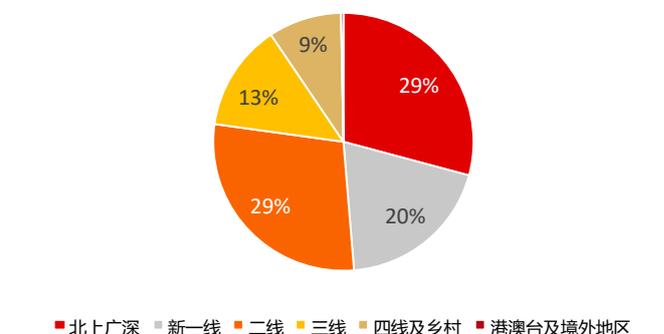
需求层面来看，目标客群以二线及以上城市的中青年消费者为主，进口产品来自美欧日韩澳为主，符合国内消费者对“质价比”的追求。2021年，跨境电商进口消费中，26-40岁客群占比预计在6成以上，二线及以上客群占比约8成，以天猫国际为例，其产品主要是来自美国、欧洲、日韩、澳洲等地的时尚箱包、美妆个护、膳食营养、母婴亲子等各国优势品类，反映出进口商品一定程度上符合了国内消费者对“质价比”的追求。

图 20：2021 年中国进口跨境电商用户年龄分布



资料来源：艾媒咨询，草莓派数据调研，长江证券研究所（调研时间：2021年10月，样本量为1347人）

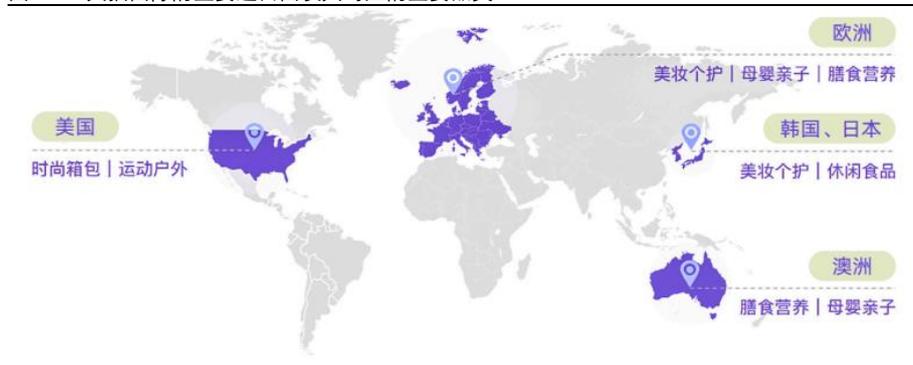
图 21：2021 年中国进口跨境电商用户城市层级分布



资料来源：艾媒咨询，草莓派数据调研，长江证券研究所（调研时间：2021年10月，样本量为1347人）

<sup>3</sup> 据海关总署2021年表述。

图 22：天猫国际的主要进口国及其对应的主要品类



资料来源：天猫国际，长江证券研究所

义乌市能够承担新一轮外贸改革试点的重任，亦得益于上一轮外贸改革的斐然成果，其核心举措——市场采购贸易方式带来的政策红利，促进义乌出口规模快速扩大，并形成了成熟完善的外贸体系，为本轮改革打下坚实的基础，下文拟详细复盘。

## 出口：政策红利造就出口贸易辉煌

早在 2011 年，义乌就率先获批了“第一轮”外贸综合改革的首个试点，凭借市场采购贸易方式的核心创新，义乌出口实现了蓬勃发展。2011 年，国务院批复《浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案》（下文简称《方案》），是全国首个由国务院批准的县级市综合改革试点，核心是实行市场采购贸易方式。《方案》提出，到 2020 年，率先实现贸易发展方式转变，使义乌成为转变外贸发展方式示范区、带动产业转型升级的重要基地、世界领先的国际小商品贸易中心和国际商贸名城。基于国家的高度重视，后续各类针对义乌的支持政策相继出台。

表 7：义乌历史上重要的贸易改革政策梳理

时间	重点政策
2011 年 3 月	国务院批复浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案。
2013 年 4 月	商务部、发展改革委等八部委联合发布《关于同意在浙江省义乌市试行市场采购贸易方式的函》，同意在义乌试行市场采购贸易方式。
2014 年 10 月	杭州海关发布 2014 年第 4 号公告，宣布市场采购贸易方式 11 月 1 日起在浙江省义乌市正式实施，海关监管代码为“1039”。这标志着我国一种新的贸易方式正式诞生。
2015 年 8 月	国务院办公厅发布公告，同意在义乌市等全国 9 个城市开展内贸流通体制改革试点。
2016 年 5 月	国家发展改革委发布《关于做好现代物流创新发展城市试点工作的通知》，义乌入选首批全国现代物流创新发展试点城市。
2017 年 11 月	浙江省办公厅正式印发《浙江省义乌市国际贸易综合改革试点三年（2017-2020 年）实施计划》，力争到 2020 年，实现市场成交额、进出口总额双倍增，努力在全国率先实现外贸发展方式转变，把义乌建设成为贸易便利化改革的示范区、“一带一路”陆上桥头堡、产业转型升级的重要基地和世界领先的国际小商品贸易中心。
2019 年 1 月	浙江省委省政府批复《义乌国际贸易综合改革试验区框架方案》。
2020 年 3 月	国务院批复同意设立义乌综合保税区。

2022年6-9月	“义新欧”中欧班列实现进出境双向“快速通关”。义乌跨境电商出口申报一体化模式首单完成。
2023年9月	<b>中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平</b> 亲临义乌，先后到后宅街道李祖村、国际商贸城二区考察，了解义乌因地制宜发展特色产业、推进乡村振兴和发展对外贸易、推动高质量发展等情况。
2024年1月	<b>国家发展改革委</b> 正式启动深化义乌国际贸易综合改革总体方案部委意见征求工作（第一轮），向30个部委和16个委内司局开展意见征求。
2024年5月	<b>国家发展改革委</b> 就深化义乌国贸改革总体方案，向31个国家部委开展第二轮征求意见。
2024年12月	<b>国务院</b> 办公厅关于同意《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》的函发布。

资料来源：浙江省人民政府网，义乌商报，长江证券研究所

市场采购贸易方式，又称 1039 模式，是指由符合条件的经营者在经认定的市场集聚区内采购的、单票报关单货值不超过 15 万美元、并在指定口岸办理出口商品通关手续的贸易方式，其海关监管代码为 1039。1039 模式专门针对市场多品种、小批量、多批次的交易特点，是推动国际贸易便利化的一种新型贸易方式。

**通关方面：降低了申报的复杂度。**商品清单所列品种在 5 种以上的，可按“章”归并简化申报。

**收汇方面：加快了安全收汇结汇速度。**一般贸易出口方式下，遵循“谁出口谁收汇”原则，出口货物的发货人负责收取外汇，这一原则旨在明确责任主体，确保外汇收支的合规性和可追溯性。1039 模式下收汇条件灵活放宽——在符合条件的情况下可通过个人外汇账户来办理外汇结算。允许多主体收汇；允许采用人民币结算；允许出口外贸公司、市场供货商、境外采购商、采购中介等贸易主体开立外币结算账户，加快了收汇结汇速度。

表 8：一般贸易出口和 1039 出口模式对比

重点环节	一般贸易出口	市场采购贸易方式 (1039)
通关	按照商品信息逐项申报品名、税号、货值、数量等信息	商品清单所列品种在 5 种以上的，可按“章”归并简化申报
收汇	“谁出口谁收汇”，凭报关单办理结汇及收款。通常 B 类（外汇局根据企业遵守外汇管理规定等情况，将企业分为 A、B、C 三类实施分类管理）及以下企业还需逐笔审核报关单	突破了“谁出口、谁收汇”的限制，委托报关的市场主体可以自身名义办理收汇
增值税	提供合法有效进货凭证可申请退税；若无提供视同内销缴税	试点备案企业出口免征增值税

资料来源：中国外汇，长江证券研究所

**增值税方面：采用免征销项税额，不退进项税额（即“免征不退”），降低了税收成本和时间成本。**一般贸易出口方式下，国家允许退还或免征增值税、消费税，在免税申报时，需要提供出口报关单、出口发票、进货凭证包括增值税专用发票等。但对于“货散、单小、品种多”的小商品交易，商户较难从供应商取得进项发票，因此难以用进项税抵扣销项税，加重税务成本。1039 模式下，免征销项税，不退进项税，则有效简化了税收程序，降低了税收成本。

表 9：出口的重要税收政策一览

重要政策	文号	主要内容
《出口货物退（免）税管理办法（试行）》	国税发〔2005〕51号	<b>出口商自营或委托出口的货物</b> ，除另有规定者外，可在货物报关出口并在财务上做销售核算后， <b>凭有关凭证</b> 报送所在地税务局（以下简称税务机关）批准 <b>退还或免征其增值税、消费税</b>
关于《出口货物劳务增值税和消费税管理办法》有关问题的公告	国家税务总局公告2013年第12号	出口企业或其他单位办理 <b>免税申报</b> 手续时，应将以下凭证留存企业备查： 1. <b>出口货物报关单</b> （如无法提供出口退税联的，可提供其他联次代替）；2. <b>出口发票</b> ；3.委托出口的货物，还应提供受托方主管税务机关出具的 <b>代理出口货物证明</b> ；4.属购进货物直接出口的，还应提供相应的合法有效的进货凭证。合法有效的 <b>进货凭证包括增值税专用发票</b> 、增值税普通发票及其他普通发票、海关进口增值税专用缴款书、农产品收购发票、政府非税收入票据
《市场采购贸易方式出口货物免税管理办法（试行）》	国家税务总局公告2015年第89号	市场经营户自营或委托市场采购贸易经营者以市场采购贸易方式出口的货物 <b>免征增值税</b> 。

资料来源：国家税务总局，长江证券研究所

表 10：不同出口方式的增值税处理方式

主体	出口方式	免销项税额	退进项税额	税收成本	时间成本
大企业，凭证齐全	一般贸易出口	✓	✓	低	高
小商户，缺乏进项发票、报关单，“无票出口”	一般贸易出口	×	×	高（视同内销）	低
	1039 出口	✓	×	低	低

资料来源：上海出口退税网，长江证券研究所

具体机制来看，1039 模式汇聚了个体工商户、小微企业等的碎片化需求，通过外贸链路是明确分工合作，实现规模效应，实质性提升了出海效率。1039 模式的主要参与主体包括：供货商（包括个体工商户、小微企业等）、组货人（负责货物的分类整理、市内仓储物流）、外贸公司（负责装箱、税汇关的管理）、报关企业（负责报关）、结汇人（按具体交易条款灵活结汇）。原本没有进出口资质的商户，经过 1039 模式相关备案后，就能从事外贸业务，且各主体通过明确的分工合作，共同构筑了义乌深厚的外贸产业集群，共享市场繁荣的巨大红利。

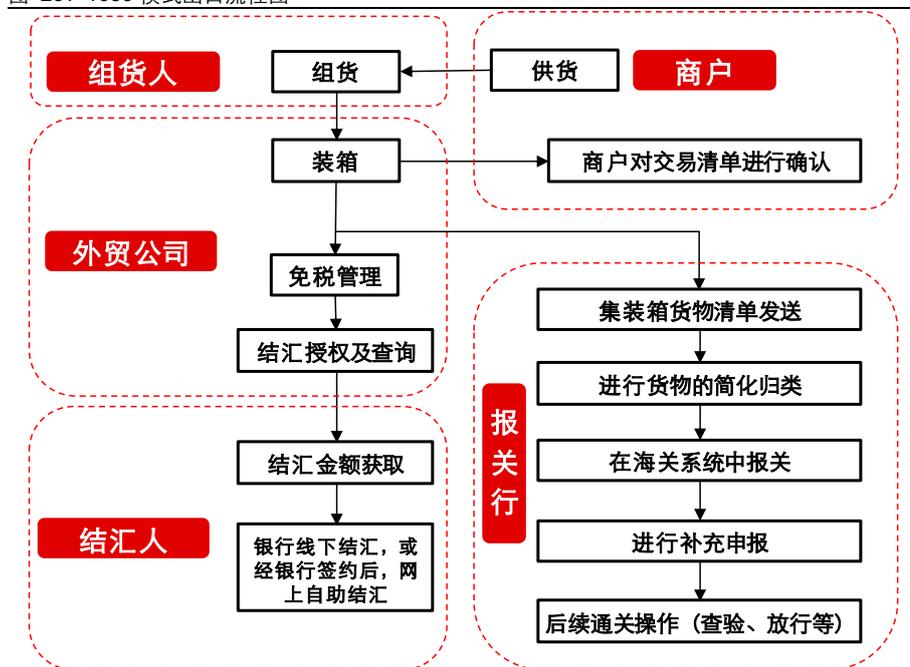
表 11：1039 体系下的参与主体，及其角色或功能

类别	主体	角色或功能	条件
结汇人	个体工商户	供货	营业执照要求注册地是义乌当地办理
	小微企业	供货	在义乌从事市场采购贸易
	外商投资合伙企业	供货	在义乌从事市场采购贸易
	境外采购商	采购后供货	在义乌从事市场采购贸易，具备护照、外籍商友卡
代理商&供货商	市场及专业街经营户	供货	在小商品城或专业街等市场集聚区有实体商铺和相应的商铺号

组货人	负责不同货物的分类整理、仓储和市内物流，发送组货清单给外贸公司	有自建或租用的仓库和固定办公地址；必须是义乌市境内的拥有独立法人资格的企业
市场采购贸易经营者	即外贸公司，负责装箱、免税管理、结汇管理、进行市场采购出口申报	从事进出口业务具有独立法人企业，具备企业海关编码
报关企业	为外贸公司提供专业的报关服务：对货物进行简化归类、在海关系统中进行报关单信息的预录入、办理后续通关手续，包括海关查验、放行等	专业从事报关的独立法人企业

资料来源：市场采购贸易联网信息平台，长江证券研究所

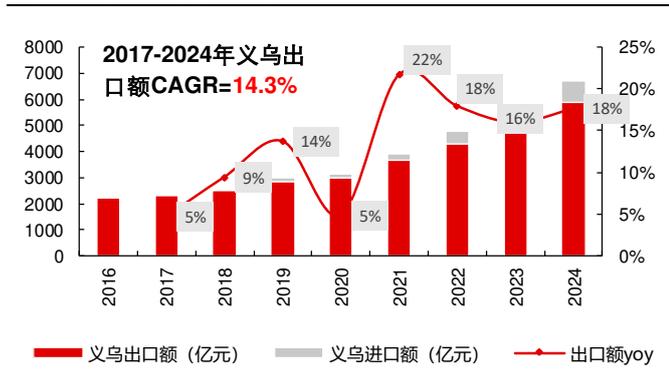
图 23：1039 模式出口流程图



资料来源：市场采购贸易联网信息平台，长江证券研究所

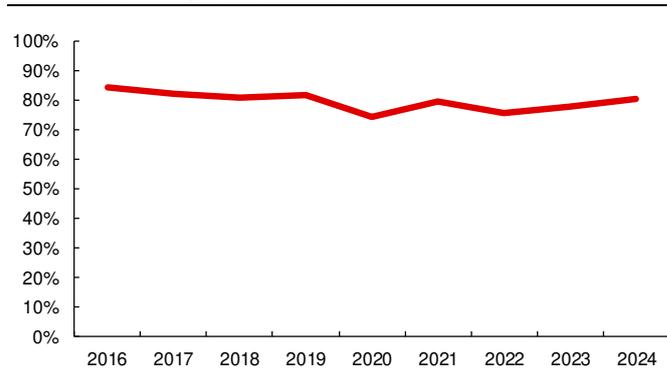
**1039 模式改革成效突出，带动义乌出口快速扩大。**受益于 1039 模式，2024 年义乌出口额 5890 亿元，2017-2024 年复合增速 14%，1039 模式出口占比在 80%左右，2024 年义乌出口占浙江的 15.1%，占全国的 2.3%，相较 2016 年分别提升了 2.6pct、0.7pct。义乌作为试点“领头羊”，促进 1039 模式向全国推广，截至 2024 年，全国试点地区扩张至 39 个。同时，2024 年《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》再次提出：“完善市场采购贸易方式”，改革力度进一步加大。具体措施包括“优化市场采购贸易便利化措施”、“全面加强交易、物流、支付、融资等贸易供应链全环节数字化转型”等。

图 24：义乌进出口额及出口增速



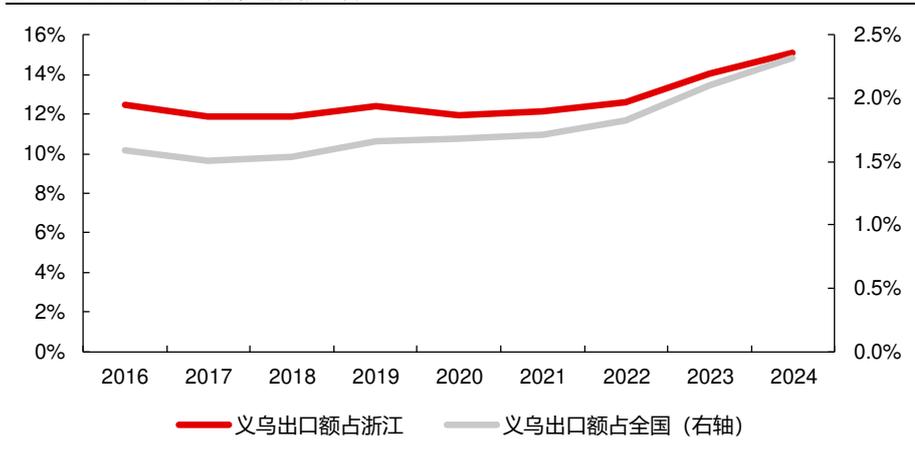
资料来源：金华市统计局，长江证券研究所

图 25：义乌 1039 模式出口占比义乌出口



资料来源：金华市统计局，长江证券研究所

图 26：义乌出口占浙江和全国的比例



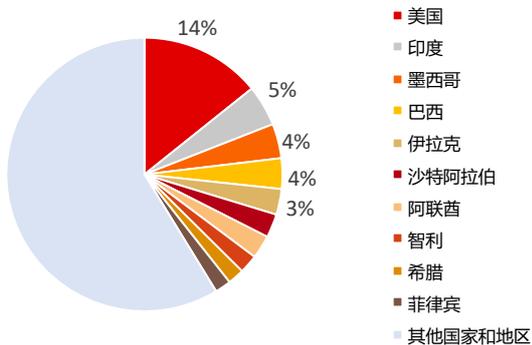
资料来源：Wind，长江证券研究所

另一方面，尽管国际贸易局势不确定性增加，但义乌整体受益于中国基础制造业优势向全球多国的外溢，或能有效缓和国际贸易成本波动的影响，维持外贸稳健增长。2025 年 4 月 2 日，美国政府拟对多国加征“对等关税”，增加了国际贸易局势的不确定性。在此背景下，我们认为义乌基于：

- 第一， 出口国家较为分散，“一带一路”国家占比较高；
- 第二， 中国基础制造业优势，至少在中期内仍保持难以复制的优势，尤其是劳动密集型产品在全球的市占率显著领先；
- 第三， 日用消费品偏刚需，海外需求或具备较强的韧性；
- 第四， 义乌商户普遍采用薄利多销的定价策略，商品出货价本身较低，与海外零售价之间差距较大，或有较大的空间以缓和国际贸易成本波动；

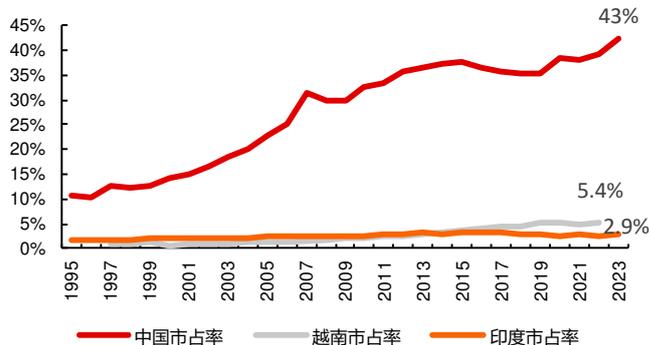
因此，或能有效平滑国际外贸局势变化的影响，维持义乌外贸稳健增长。

图 27：2024 年义乌出口额分国家占比



资料来源：义乌市人民政府，长江证券研究所

图 28：中国、越南、印度的劳密产品全球外贸市占率



资料来源：UN Comtrade，长江证券研究所（劳动密集型产品，按 SITC 编码分类下的服装、纺织品、鞋类、家具、塑料制品、箱包和玩具 7 大类加总测算，下同；市占率按本国出口额除以各国出口额合计来测算）

图 29：亚马逊和 Chinagoods 上部分日用消费品价格对比



资料来源：亚马逊官网，Chinagoods 官网，长江证券研究所（注：亚马逊的商品选取标准为：亚马逊基础产品自有品牌 Amazon Basics，且产地为中国的商品；统计于 2025 年 4 月。样本有限，仅供参考）

由此预计，此次新一轮国际贸易改革，义乌再次承担改革试点重任，引领探索制度创新，或推动义乌进口业务迈入加速增长，并打开小商品城的业务增长空间，同时更深远意义在于，有望为我国转变贸易发展方式、加快建设贸易强国探索经验，畅通国内国际双循环作出更大贡献。

## 投资建议：看好双轮驱动下的业绩增长确定性

公司独家运营全球最大的小商品集散市场，近年通过一系列积极举措从“传统商业物业经营企业”成功转型为“外贸综合服务企业”。2024 年新老业务共振，驱动主业亮眼增长，分红率持续提升。2025 年，全球数贸中心市场部分计划 10 月开业、写字楼 2024 年 11 月开盘即售罄、数字大脑预计 2026 年 4 月投用、义乌新一轮国贸改革政策试点有望赋能进口业务提速。中长期而言，新兴市场经贸合作的重要性凸显，公司战略卡位价值突出，新业务有望打开成长空间。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.75、0.95、1.14 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、国际经贸关系波动风险：**4月以来，美国对中国的关税政策出现变化，全球贸易格局和趋势的不确定性增大；
- 2、新项目招商或新业务发展不及预期：**全球数贸中心后续招商情况可能在不同行业之间存在一定差异，同时新业务处于渗透率提升阶段，若招商进展或新业务成长较慢，则市场经营业务的增长可能不及预期；
- 3、进口业务进展不及预期：**公司受益于新一轮国贸改革政策支持，积极培育进口业务，但后续品类获批进度和国内流通渠道开拓进展仍存在不确定性，需持续紧密关注。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，核心假设包括：义乌出口景气度持续较高、数贸中心顺利招商、新业态保持较快成长。若假设不成立，例如出现义乌出口增速放缓、数贸中心招商不及预期等情况，盈利预测可能出现偏差。

表 12：公司收入利润敏感性分析（亿元）

亿元	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营收</b>	<b>157</b>	<b>197</b>	<b>243</b>	<b>292</b>	<b>157</b>	<b>193</b>	<b>239</b>	<b>286</b>
yoy	39%	25%	24%	20%	39%	23%	23%	20%
<b>毛利额</b>	<b>49</b>	<b>66</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>78</b>	<b>91</b>
毛利率	31%	33%	34%	33%	31%	32%	33%	32%
<b>归母净 利润</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>52</b>	<b>62</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>59</b>
yoy	15%	34%	27%	20%	15%	29%	25%	18%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>15737</b>	<b>19701</b>	<b>24340</b>	<b>29179</b>	货币资金	5539	9022	14923	21271
营业成本	10798	13116	16112	19544	交易性金融资产	400	400	400	400
<b>毛利</b>	<b>4939</b>	<b>6584</b>	<b>8227</b>	<b>9636</b>	应收账款	486	657	744	892
%营业收入	31%	33%	34%	33%	存货	1358	3643	4476	5429
营业税金及附加	214	278	319	335	预付账款	1098	1312	1611	1954
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	852	2367	2753	3157
销售费用	321	402	482	506	<b>流动资产合计</b>	<b>9734</b>	<b>17401</b>	<b>24907</b>	<b>33102</b>
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	6947	6947	6947	6947
管理费用	581	668	734	734	投资性房地产	6115	6115	6115	6115
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	5504	5703	5794	5870
研发费用	23	30	38	42	无形资产	5181	5481	5781	6081
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	285	285	285	285
财务费用	102	97	92	92	递延所得税资产	62	61	61	61
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	5340	6119	6919	7719
加：资产减值损失	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>39168</b>	<b>48112</b>	<b>56809</b>	<b>66181</b>
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	60	60	60	60
公允价值变动收益	13	0	0	0	应付款项	1470	2186	2685	3257
投资收益	263	197	170	146	预收账款	217	1182	1460	1751
<b>营业利润</b>	<b>4007</b>	<b>5366</b>	<b>6805</b>	<b>8159</b>	应付职工薪酬	177	656	806	977
%营业收入	25%	27%	28%	28%	应交税费	627	985	1217	1459
营业外收支	22	18	18	18	其他流动负债	15018	17356	19681	21529
<b>利润总额</b>	<b>4029</b>	<b>5384</b>	<b>6823</b>	<b>8177</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>17569</b>	<b>22425</b>	<b>25910</b>	<b>29034</b>
%营业收入	26%	27%	28%	28%	长期借款	658	658	658	658
所得税费用	950	1271	1610	1930	应付债券	0	0	0	0
净利润	3078	4113	5213	6248	递延所得税负债	68	68	68	68
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3074</b>	<b>4107</b>	<b>5205</b>	<b>6238</b>	其他非流动负债	301	300	300	300
少数股东损益	5	6	8	9	<b>负债合计</b>	<b>18596</b>	<b>23451</b>	<b>26936</b>	<b>30059</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.56</b>	<b>0.75</b>	<b>0.95</b>	<b>1.14</b>	归属于母公司所有者权益	20504	24586	29791	36029
					少数股东权益	69	75	83	92
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>20572</b>	<b>24661</b>	<b>29874</b>	<b>36121</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>39168</b>	<b>48112</b>	<b>56809</b>	<b>66181</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4491</b>	<b>6305</b>	<b>7569</b>	<b>8039</b>					
取得投资收益收回现金	257	197	170	146	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	76	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1242	-1881	-1782	-1782	每股收益	0.56	0.75	0.95	1.14
其他	2133	20	0	0	每股经营现金流	0.82	1.15	1.38	1.47
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1223</b>	<b>-1664</b>	<b>-1612</b>	<b>-1636</b>	市盈率	23.95	23.04	18.18	15.17
债券融资	-3498	0	0	0	市净率	3.59	3.85	3.18	2.63
股权融资	0	1	0	0	EV/EBITDA	15.38	14.66	11.07	8.65
银行贷款增加(减少)	-1765	0	0	0	总资产收益率	7.8%	8.5%	9.2%	9.4%
筹资成本	-1402	-56	-56	-56	净资产收益率	15.0%	16.7%	17.5%	17.3%
其他	3571	-1103	0	0	净利率	19.5%	20.8%	21.4%	21.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3095</b>	<b>-1158</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>	资产负债率	47.5%	48.7%	47.4%	45.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>2619</b>	<b>3482</b>	<b>5901</b>	<b>6347</b>	总资产周转率	0.42	0.45	0.46	0.47

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。