

商贸零售

2025年06月17日

小商品城 (600415)

——数智化赋能贸易升级，产业链筑基关税破局

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025年06月16日

收盘价(元)	19.14
一年内最高/最低(元)	19.77/7.17
市净率	4.9
股息率(分红/股价)	2.77
流通A股市值(百万元)	104,942
上证指数/深证成指	3,388.73/10,163.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	3.89
资产负债率%	43.38
总股本/流通A股(百万)	5,484/5,483
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：**相关研究****证券分析师**赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com**联系人**赵令伊
(8621)23297818x
zhaoly2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **战略定位国际贸易综合服务商，加速推进数字化转型与全球化布局。**公司以义乌小商品市场为经营核心，业务覆盖市场经营、贸易服务、配套服务以及商品销售四个大类，当前已成为全球小商品贸易的知名品牌符号。近年来公司业务发展驶入快车道，25Q1营收/归母净利润分别实现31.61/8.03亿元，分别同比增长17.9%/12.7%。公司聚焦市场经营与贸易服务两大核心业务，24年毛利贡献分别为83.2%/13.5%，随着新市场数贸中心10月开业以及AI赋能数字化提速，预计将为公司业绩高速增长注入新动能。
- **关税波动下小商品出口展现强韧性，跨境电商与支付协同国家战略迎发展新机遇。**4月外部环境不确定性升温，关税波动风险冲击对美业务，但义乌24年对美出口占比仅14.2%，且在地缘风险预期下引发抢出口行为，致使对美出口出现前移效应，为后续双边谈判恢复贸易提供了充足缓冲垫，看好在出口地结构优化、物流网络高效铺设、1039贸易模式支持下义乌外贸延续强韧性。跨境电商与跨境支付打通实体商户线上化交易堵点，切实加强了商品出口效率，伴随中国企业出海升级与人民币国际化加速，行业的发展潜力与战略价值进一步凸显。
- **线下实体市场联动线上平台协同发展，数智赋能打造义乌贸易新增长极。**公司独家运营国际商贸城一至五区、篁园市场等640余万平方米专业市场，通过差异化收租+定期涨租实现稳定营收。新市场全球数贸中心预计10月开业，将成为公司AI等数字化技术落地的重要实体场景，公司同步开展与阿里云等顶级AI服务商的合作，积极推进落地AI赋能实体商业，24年自研AI产品渗透率达48%。Chinagoods作为B2B跨境电商平台上线以来实现跨越式发展，20-24年GMV从29亿元跃升至800亿元，为商户提供交易、物流、金融等全链条综合服务。义支付为国内稀缺持牌第三方跨境支付平台，实现金融服务与贸易产业协同，26年预期交易规模突破100亿美元。义乌深化改革总体方案出台推进公司进口业务创新发展，进口正面清单+综保区加速构建进出口双轮驱动新格局。
- **首次覆盖，给予公司“买入”评级。**小商品城作为全球小商品贸易的核心枢纽，依托线下专业市场构建起国际贸易综合服务体系，并通过布局“AI+”数字化线上平台与现代化贸易服务构筑差异化竞争壁垒。关税波动的压力测试下义乌外贸韧性进一步验证，线上线下融合的“交易+金融+物流”贸易产业链已具备规模效应和不可替代性，看好深化改革下公司“卖全球”与“买全球”协同并进，业绩成长空间进一步释放。我们采用PEG法进行估值，预计公司2025-2027年归母净利润分别为40.51/53.71/63.45亿元，对应25年PEG为1.03，可比公司25年PEG均值为1.42。给予公司2025年可比公司1.42xPEG，对应目标价26.4元，较当前上行空间38%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**关税及地缘政治风险，新业务发展不及预期，新市场经营不及预期，行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,737	3,161	19,957	25,379	30,946
同比增长率(%)	39.3	17.9	26.8	27.2	21.9
归母净利润(百万元)	3,074	803	4,051	5,371	6,345
同比增长率(%)	14.9	12.7	31.8	32.6	18.1
每股收益(元/股)	0.56	0.15	0.74	0.98	1.16
毛利率(%)	31.4	36.2	34.4	34.0	32.7
ROE(%)	15.0	3.8	17.8	20.9	22.0
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

小商品城作为全球小商品贸易的核心枢纽，依托线下专业市场构建起国际贸易综合服务体系，并通过布局“AI+”数字化线上平台与现代化贸易服务支持构筑差异化竞争壁垒。我们采用 PEG 法进行估值，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 40.51/53.71/63.45 亿元，对应 25 年 PEG 为 1.03，可比公司 25 年 PEG 均值为 1.42。给予公司 2025 年可比公司 1.42x PEG，对应目标价 26.4 元，较当前上行空间 38%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

我们认为市场经营业务将继续保持高速增长。新市场全球数贸中心开业预计 26/27 年贡献年租金 4.1/4.4 亿元，一次性招商选商收入也将随着招商节奏分别于 25-27 年分步确认，预计分别实现 25/35/40 亿元。我们预测国际商贸城 25-27 年租金 CAGR 为 6%，宾王市场等其他专业市场租金 CAGR 为 3%。

我们预计在 AI 技术赋能、与数贸中心联动产生协同效应的影响下 Chinagoods 平台加速生态构建，平均会员费 25-27 年分别增长 35%/30%/25%，AI 等增值服务费实现 0.6/1.6/2.4 亿元。同时据推算公司支付平台当前营收为 2.5 亿元左右，预计 25-27 年分别同比提升 74%/77%/59%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，特朗普政府上台以来出口不确定性增加，尤其是 4 月关税风险升级引发出口成本抬升担忧。我们认为，24 年义乌对美出口占比仅 14.2%，市场中仅 3000 多家商户涉及对美贸易，整体较为可控。同时义乌商家积极推进新市场开拓，25Q1 东盟、欧盟、一带一路等国家出口额分别增长 16.1%/16.5%/11.7%，有效分散了对美业务停滞的风险。数据上看 25 年 4 月义乌小商品景气指数、效益指数、市场信心指数分别同比上涨 1.81%/4.61%/1.91%，外贸整体维持较高景气度运行，关税波动影响有限。

市场普遍认为，公司传统商贸企业的基因将拖累数字化发展。我们认为，公司“产业+技术”融合发展的模式实际上将会成为未来“AI+”项目落地的典型范本。当前我国互联网企业不断加大 AI 研发投入，底层技术已比肩国际领先水平，然而下游应用场景的规模化落地仍存在较大提升空间。公司经营市场中 7.5 万户商家与 210 多万种商品为数字化技术应用提供了良好的实践基础，与阿里云、清华面壁团队等顶尖服务商的合作从根源上解决了技术端的短板，看好未来线下资源+线上平台驱动实现业绩飞轮。

股价表现的催化剂

人民币国际化进程加速带动跨境支付行业战略性地位提升，义支付为国内优质持牌跨境支付 B2B 平台，兼具丰富应用场景及广阔成长空间；关税波动下义乌外贸韧性再次得到验证，后续新兴市场开拓将带来市场贸易景气度进一步抬升；加速推进 AI 技术赋能实业场景，数贸中心配合 CG 平台有望搭建完整 AI 应用生态，开辟第二增长曲线。

核心假设风险

关税及地缘政治风险，新业务发展不及预期，新市场经营不及预期，行业竞争加剧。

目录

1. 全球小商品贸易引擎，根基牢固积极应对关税波动.....	7
1.1 三十余载商业基因深厚，造就新时代综合贸易服务商.....	7
1.2 义乌市国资委实控，新任管理层开辟新一轮成长周期.....	8
1.3 核心业务聚焦，市场经营和贸易服务增收增利	10
2. 出口韧性抵御关税冲击，跨境支付迎新机遇	12
2.1 小商品贸易：关税波动下外贸呈现强韧性	12
2.2 跨境电商：优化传统外贸产业链，助力企业线上出海.....	16
2.3 跨境支付：人民币国际化进程加速，重塑全球金融格局	19
3. 线下实体市场联动线上平台，数智赋能打造义乌新贸易...23	
3.1 市场经营稳中向好，夯实业务基本盘.....	23
3.2 全球数贸中心推动 AI 应用场景加速落地，与阿里云联手构建数字贸易新范式	25
3.3 依托“线上线下融合+数字化技术驱动”模式，Chinagoods 开辟贸易第二增长曲线.....	28
3.4 YiwuPay 推进一站式跨境支付解决方案，打通跨境贸易堵点	31
3.5 国家发改委印发义乌深化改革方案，推动义乌进口贸易创新发展..	34
4. 盈利预测与估值.....	37
4.1 盈利预测	37
4.2 估值分析	39
5. 风险提示	40

图表目录

图 1: 公司主营四大板块, 围绕小商品贸易提供配套与支持服务.....	7
图 2: 公司至今已有超 30 年发展历史.....	8
图 3: 国资实控, 股权结构清晰稳定.....	8
图 4: 近年来营收保持快速增长.....	10
图 5: 归母净利润 22 年后恢复快速增长.....	10
图 6: 商品销售增收强劲, 市场经营、贸易服务稳健增长.....	10
图 7: 市场经营与商品销售贡献主要营收.....	10
图 8: 市场经营贡献主要毛利.....	11
图 9: 市场经营与贸易服务毛利率较高且持续增长.....	11
图 10: 各项费用率逐年下降.....	11
图 11: 偿债比率指标回升.....	11
图 12: 经营活动现金流保持净流入.....	12
图 13: 分红比例与股息率呈上升趋势.....	12
图 14: 中国出口规模持续扩大, 义乌出口增速领先.....	13
图 15: 义乌在出口贸易中贡献显著.....	13
图 16: 义乌小商品整体出口价格指数保持平稳, 大部分细分品类稳中有升.....	13
图 17: 义乌中国小商品指数平稳, 景气、效益、信心指数均好于 24 年同期.....	14
图 18: 义乌小商品总价格与订单价格指数波动上行, 当前均处于历史高位.....	14
图 19: 义乌对一带一路沿线国家、非洲、东盟等地区进出口总额保持高增.....	14
图 20: 2025 年一季度义乌对一带一路、东盟、欧盟等地区进出口额增长快速... ..	14
图 21: 义新欧班列广泛辐射多国, 联通国际合作网络.....	15
图 22: 2014-2024 义乌市场采购贸易方式参与主体数量快速增长.....	16
图 23: 义乌市市场采购贸易占全市出口额比重维持高位.....	16
图 24: 中国跨境电商进出口总额持续增长.....	16
图 25: 中国跨境电商相关企业及组织注册量再创新高.....	16
图 26: 义乌跨境电商交易额与占比持续增长.....	17
图 27: 直播电商快速发展成重要拉动.....	17
图 28: 中国跨境出口电商产业链较传统外贸具备环节短、效率高等优势.....	17
图: 中国制造业增加值总额稳健增长, 全球占比稳定在 %左右.....	

图 30: 2000 vs 2020 中国制造业产品占全球生产份额 (按技术密集度分类) ..	18
图 31: 中国跨境电商企业数量分省份排名 TOP5 城市集中在沿海区域	19
图 32: 23 年义乌跨境电商出口产品品类前几名主要集中在服饰、美妆等品类....	19
图 33: 未来全球电商零售额与渗透率预计将延续增长趋势	19
图 34: 2024 年全球电商渗透率 Top10 国家渗透率绝对值仍较低.....	19
图 35: 跨境收单业务流程.....	20
图 36: 跨境支付的四种多元化模式.....	20
图 37: 全球跨境支付规模将持续增长	20
图 38: 人民币在国际支付中的市场份额提升.....	20
图 39: SWIFT 系统负责境内外银行间指令传递.....	20
图 40: SWIFT 在全球三大区域全面布局	20
图 41: 2025 年 3 月 SWIFT 体系中各国货币支付份额	21
图 42: 受到制裁后伊朗 GDP 出现负增长	21
图 43: 人民币跨境支付系统业务处理金额快速增长	22
图 44: CIPS 系统运作流程.....	22
图 45: mBridge 主体结构由体系内各国商业银行、跨境贸易公司构成.....	22
图 46: mBridge 去中心化运行, 依托区块链技术进行数据转化与外汇兑付	22
图 47: 小商品城市场成交额增速扩大	24
图 48: 国际商贸城客流显著复苏, 外商客流结构性改善.....	24
图 49: 小商品城整体市场商位出租率保持 9 成以上高位	24
图 50: 市场经营业务营收与毛利率疫后逐年改善	24
图 51: CG 平台已嵌入 AI 助理模型, 公司与阿里云合作将进一步强化模型能力 .	25
图 52: 公司自研 AI 产品的商家渗透率大幅提升	25
图 53: 全球数贸中心布局五大功能板块.....	26
图 54: 全球数贸中心选址毗邻国际商贸城五区, 与传统市场形成联动.....	26
图 55: 数贸中心市场通道预期效果.....	27
图 56: 数贸中心内部休憩区改造	27
图 57: 数贸中心积极追踪消费热点布局新兴赛道	27
图 58: 无人系统技术成果展洽会亮相全球数贸中心	27
图 59: CG 平台采购商规模强劲增长、全球化吸引力持续增强	28
图 60: CG 平台交易规模连续创下新高	28

图 61: CG 平台经营主体营收保持快速增长	28
图 62: CG 平台经营主体盈利能力不断提升	28
图 63: CG 平台搭建全链路贸易闭环	30
图 64: 公司持续保持对 CG 平台的研发投入	30
图 65: 公司近几年在 AI 应用开发方面多次取得突破	31
图 66: CG 平台部分 AI 功能的实现: 数字老板娘、短视频制作、实时翻译等	31
图 67: 义支付定位第三方支付机构提供支付服务	31
图 68: 义支付跨境交易规模持续增长, 预计 2026 年有望破百亿美金	33
图 69: 23 年以来义支付净利润增速显著	33
图 70: 义支付首笔沙特跨境人民币业务拆分流程	33
图 71: 义支付在全球已实现多币种结算支持	33
图 72: 义支付&中国银行/中国工商银行达成项目合作	34
图 73: 当前我国日用消费品主要进口途径及面临痛点	35
图 74: 义乌进口贸易快速发展, 为试点改革提供坚实基础	36
图 75: 优势品类化妆品与洗护用品进口增速放缓	36
表 1: 公司管理层履历丰富、专业能力强	9
表 2: 1039 相较 0110 出口贸易模式更适合小商品贸易出口	15
表 3: CIPS、mBridge、BRICS Pay 相较 SWIFT 具备成本低、效率高、去中心化等优势	23
表 4: 公司四类商铺出租模式满足商户差异化需求	24
表 5: 12 家顶流 AI 应用服务商与公司合作赋能小商品贸易	26
表 6: 全球数贸中心具备五大板块并形成功能协同	26
表 7: Chinagoods 相较国内其他跨境 B2B 平台具备商户聚焦、收费友好的特点	29
表 8: 义支付 22 年收购牌照后实现跨越式发展	32
表 9: 义支付主要业务模式覆盖境内外支付、金融增值服务等应用场景	32
表 10: 国家发改委《总体方案》推动义乌进口贸易创新发展	35
表 11: 2024 年义乌综保区实现全面发展	36
表 12: 小商品城收入拆分及预测	38
表 13: 可比公司估值表	39

1. 全球小商品贸易引擎，根基牢固积极应对关税波动

1.1 三十余载商业基因深厚，造就新时代综合贸易服务商

公司立足于义乌小商品市场打造国际影响力，加速成长为全球知名国际贸易综合服务商。据公司公告，浙江中国小商品城集团股份有限公司成立于 1993 年 12 月，并于 2002 年 5 月在上交所挂牌上市。公司以义乌小商品市场为核心，经营业务涵盖市场经营、贸易服务、配套服务以及商品销售四个大类。当前公司下属市场经营商品达 26 个大类、210 万余单品、商品辐射 230 多个国家和地区，24 年吸引外商来义采购超 100 万人次，已具备知名国际影响力，未来将加速成为赋能小商品全链路贸易的综合服务商。

图 1：公司主营四大板块，围绕小商品贸易提供配套与支持服务

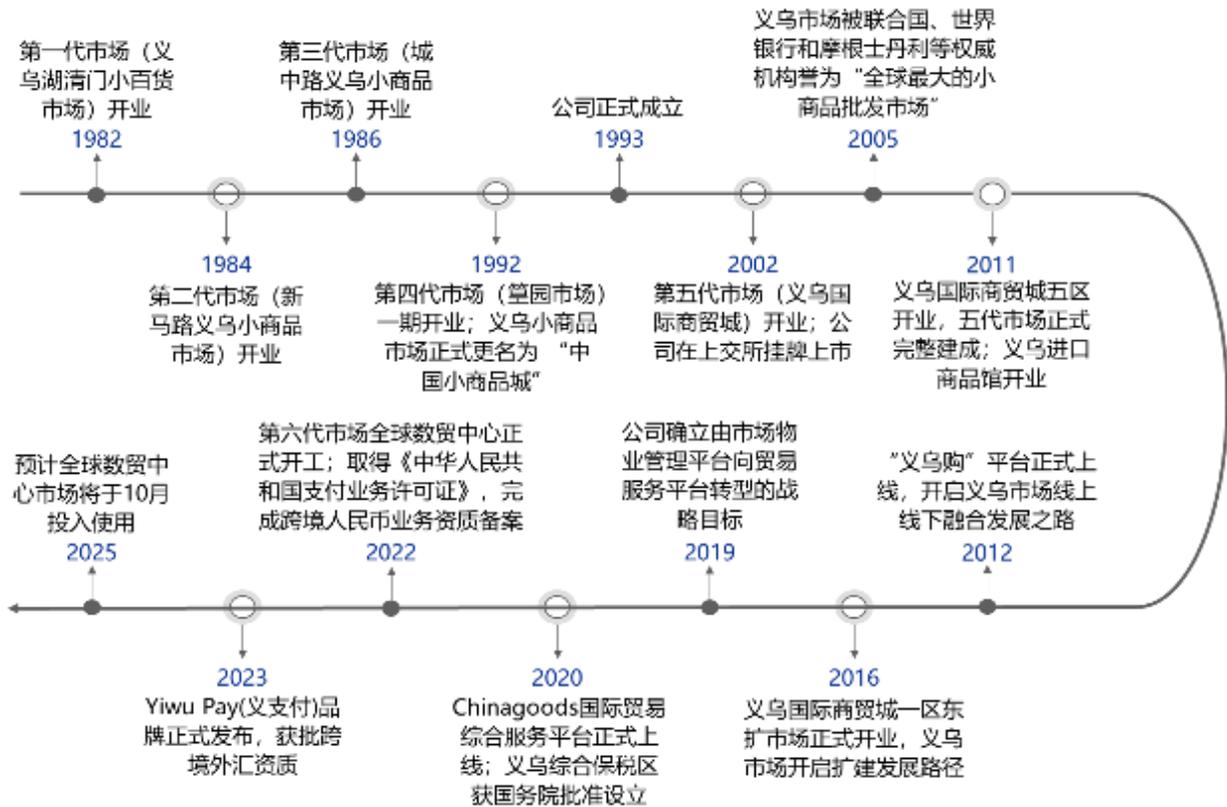


资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

30 余年发展聚焦小商品贸易，拥抱变化、创新发展始终处于进行时。 早在上世纪 70 年代，义乌当地就有“鸡毛换糖”的传统习俗，当中孕育着小商品交易的基本雏形。据公司公告与政府官网，80 年代以来，改革开放的时代浪潮唤醒了义乌人民的商业基因，凭借着当时政府前瞻性的战略指引，第一代小商品市场于 1982 年开业，义乌的小商品贸易驶入发展的快车道，短短的十年间市场便历经三次迭代发展成为第四代室内市场，经营面积与规范性实现质的提升。2002 年第五代现代化小商品市场——国际商贸城建成开业，适逢彼时中国刚加入 WTO 迎来历史机遇，义乌小商品开始走向世界，不断发展成为“全球最大的小商品批发市场”。2012 年我国互联网电商产业蓬勃发展，小商品城积极探索线上化转型推出义乌购平台，依托强大的线下商户资源开拓线上电商发展道路。2019 年以来公司切实践行从“物业管理”向“贸易服务”平台转型的战略，相继推出 Chinagoods、义支付等贸

易服务型平台，以此降低贸易成本、缩短贸易链条、提升贸易效率，引领小商品贸易迈入创新发展的全新阶段。

图 2：公司至今已有超 30 年发展历史

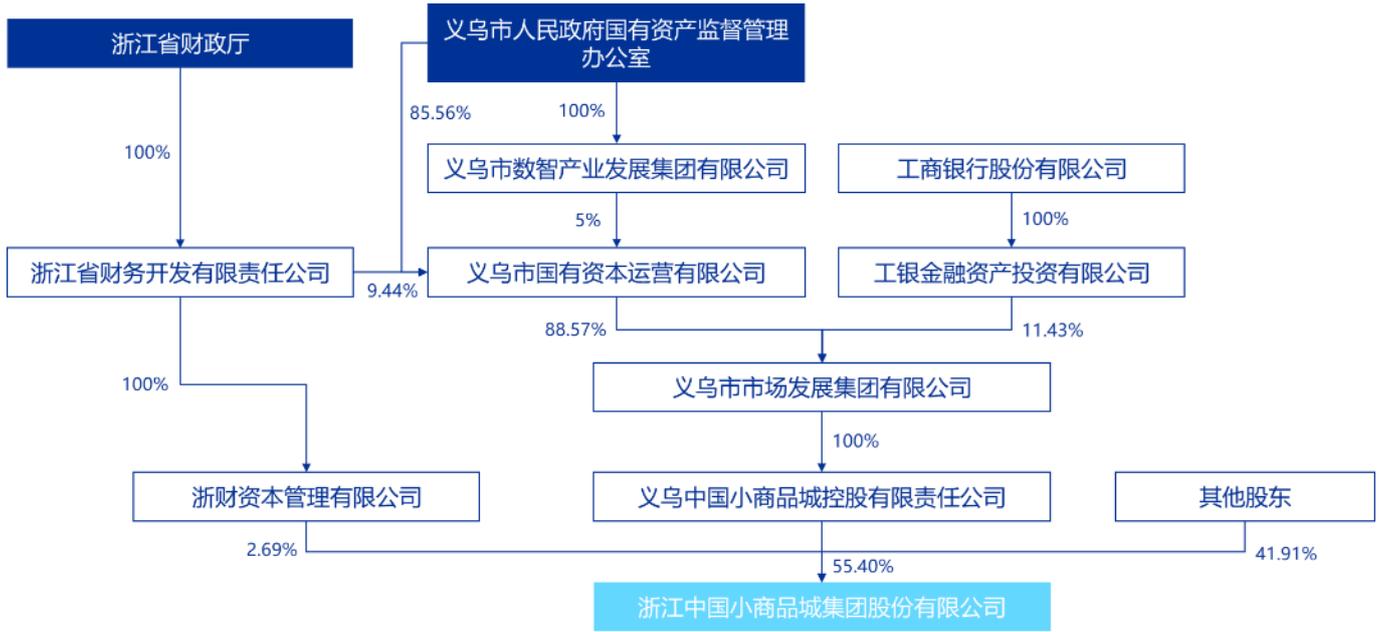


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 义乌市国资委实控，新任管理层开辟新一轮成长周期

股权结构稳定，实控人为义乌市国资委。据公司公告，截至 2025 年一季度末，公司第一大股东为义乌中国小商品城控股有限责任公司，持股比例达 55.40%，实际控制人为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（义乌市人民政府国有资产管理委员会更名而来），间接持有公司约 44.4%的股权。第二大股东为浙财资本管理有限公司，持股比例为 2.69%，为浙江省财政厅全资二级子公司。2018 年为响应浙江省划转国有资本充实社保基金政策，公司当时控股股东市场发展集团的 10%股权无偿划转至浙江省财务开发公司。2020 年为深化国有企业改革，公司原控股股东市场发展集团将全部股权无偿划转至现控股股东义乌中国小商品城控股有限责任公司，后者为专业的国有持股平台，从而实现国有资产配置优化。

图 3：国资实控，股权结构清晰稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层兼具国企体系内丰富工作背景与高水平专业能力，驱动公司实现高效、科学战略决策。据公司公告，2024年7月王栋被选举为公司新一任董事长，原董事长赵文阁离职。王总进入公司前长期任职于政府机关，曾任义乌市政府办公室党组成员、机关财务管理核算中心主任、公共资产管理中心主任等职务，2019年加入公司任副董事长、总经理掌管具体事务，积累了丰富的业内经验。执行层面上，多位副总经理曾分别任职进出口、供应链、对外经贸、信息技术等公司高管，专业技术水平过硬，有助于切实推动公司数字化创新发展、进出口贸易深化改革落地，最终实现向综合贸易服务商转型。

表 1：公司管理层履历丰富、专业能力强

姓名	职务	基本情况
王栋	董事长	中共党员，大学学历，高级会计师。曾任义乌市政府办公室党组成员，机关财务管理核算中心主任，公共资产管理中心主任，义乌市国资委党委委员。2019年起担任公司党委副书记、副董事长、总经理。2024年7月至今任公司董事长。
包华	副董事长、总经理	中共党员，本科学历。曾任义乌市交通旅游产业发展集团有限公司党委书记、董事长，义乌中国小商品城控股有限责任公司党委副书记，公司党委副书记。2025年1月至今任公司副董事长、总经理。
李承群	董事	中共党员，本科学历，高级经济师。曾任义乌市社会保险管理处主任，义乌市国有资产投资控股有限公司总经理，义乌小商品城恒大开发有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理，义乌市市场发展集团有限公司党委书记、董事长、总经理。2010年至今任公司董事。
张浪	董事	中共党员，本科学历，高级经济师、高级工程师。曾任义乌市市场发展局会展科科长，义乌市府办财贸科科长，义乌市金融办公室党组副主任，义乌市国际陆港集团有限公司党委书记、副董事长、总经理，义乌市市场发展集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理。2022年11月至今任公司董事。
许杭	董事、董事会秘书	中共党员，本科学历。曾任任浙商证券衢州上街营业部总经理助理，公司证券部业务主管、证券事务代表、投资证券部经理。2017年12月至今任公司董事、董秘。
刘晓婧	董事	中共党员，硕士学历。曾任中信建投证券股份有限公司理财规划师，杭州海兴电力科技股份有限公司证券事务代表，易易互联科技有限公司投融资经理，吉利聚能（浙江）科技有限公司投融资经理，浙江浙财资本管理有限公司投资运营部高级经理。年 月 至今任公司董事。

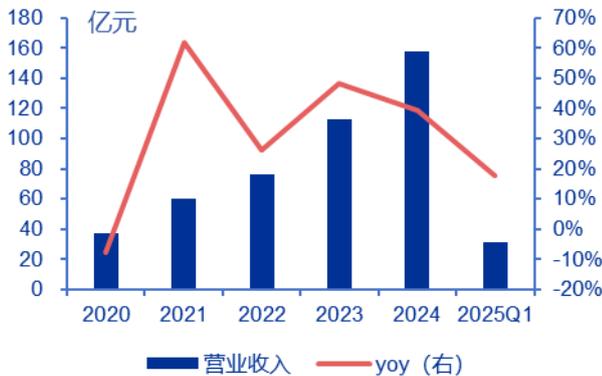
黄海洋	副总经理	中共党员，硕士学历。曾任义乌市城市投资建设集团有限公司党委委员、副总经理，现任公司党委委员、副总经理。
寿升第	副总经理	中共党员，本科学历。曾任浙江省义乌市外经贸局党委委员，浙江省义乌市商务局党委委员、副局长，现任公司党委委员、副总经理。
李小宝	副总经理	中共党员，本科学历。曾任义乌市城市投资建设集团有限公司党委委员、副总经理，现任公司党委委员、副总经理。
龚骋昊	副总经理	曾任义乌中国小商品城信息技术有限公司总经理，义乌中国小商品城供应链管理有限公司总经理，现任公司党委委员、副总经理。
杨旸	副总经理	曾任浙江义乌中国小商品城进口商品市场分公司总经理，浙江义乌中国小商品城进出口有限公司总经理，现任公司副总经理。
黄晓英	副总经理	曾任佛堂镇人民政府监察办主任、纪委书记、党委委员，现任公司党委委员、副总经理。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 核心业务聚焦，市场营销和贸易服务增收增利

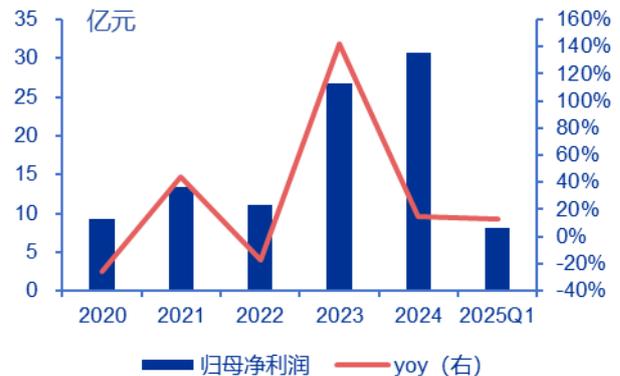
公司聚焦主业稳健运营，盈利能力持续向好。据公司公告，公司近年来营业收入维持快速增长趋势，24 年/25Q1 分别实现营业收入 157.37/31.61 亿元，同比分别增长 39.3%/17.9%，主因公司市场经营业务收租模式下收入较为稳定、20 年剥离房地产业务后规避地产市场波动风险以及整合市场资源推动自营贸易业务加速发展。公司归母净利润除 22 年短期下滑外均呈现较快的增长趋势，原因系 22 年为切实推进疫后复工复产，公司实施租金减免政策为市场经营户减负影响当期毛利 8.4 亿元，24 年/25Q1 分别实现归母净利润 30.74/8.03 亿元，同比分别增长 14.9%/12.7%。

图 4：近年来营收保持快速增长



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：归母净利润 22 年后恢复快速增长

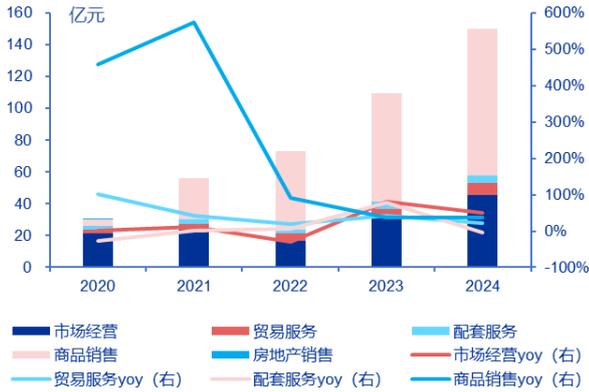


资料来源：wind，申万宏源研究

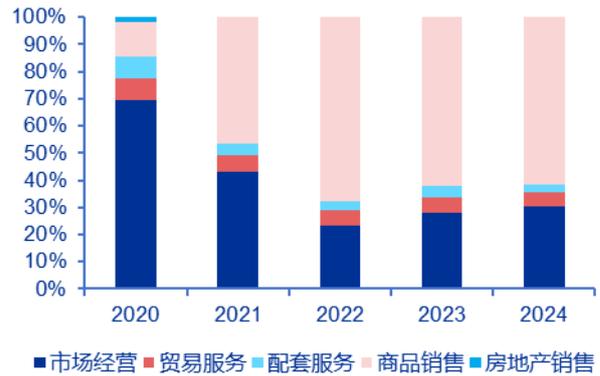
市场经营、商品销售业务贡献主要营收，贸易服务开辟新增量。公司主营业务收入可以拆分为市场经营、贸易服务、配套服务及商品销售，据公司公告，24 年四大类分别实现营收 45.78/7.39/4.48/92.57 亿元，同比分别+48.92%/+22.64%/-3.91%/36.30%，占比分别达 30.5%/4.9%/3.0%/61.6%。21 年开始公司自营商品业务启动加速布局，依托现有的庞大市场资源和分销渠道实现跨越式发展，商品销售业务营收快速增长。近年来公司贸易服务业务中线上平台数字化、支付牌照获取等方面均实现了突破，推动贸易服务业务打开业绩上行空间。

图 6：商品销售增收强劲，市场经营、贸易服务稳健增长

图 7：市场经营与商品销售贡献主要营收



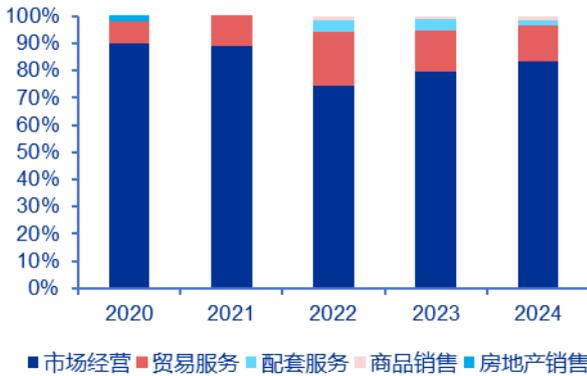
资料来源: wind, 申万宏源研究; 注: 房地产销售业务于 2020 年 6 月剥离公司报表, 故仅在 2020 年数据中有披露



资料来源: wind, 申万宏源研究

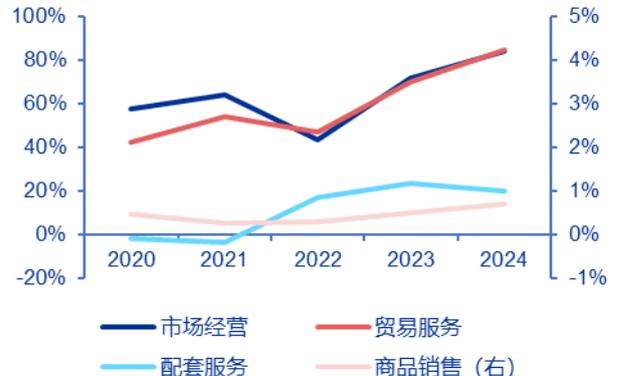
市场经营、贸易服务毛利率持续增长, 拉动公司盈利能力改善。据公司公告, 24 年市场经营/贸易服务/配套服务/商品销售分别实现毛利润 38.58/6.25/0.90/0.64 亿元, 占比分别为 83.2%/13.5%/1.9%/1.4%, 毛利率分别为 84.27%/84.58%/20.10%/0.69%, 同比分别 +12.44%/+14.84%/-3.48%/+0.19pct。公司持续优化成本结构, 充分发挥规模效应及数字化降本增效, 推动市场经营、贸易服务营业成本持续降低、毛利率大幅改善, 预计未来相关业态毛利率将持续维持高位。商品销售业务虽然营收占比较大, 但毛利率仅有不到 1%, 对公司整体毛利贡献较为有限, 考虑到未来深化改革政策落地推进, 公司进口业务持续优化成本收入结构并释放规模效应, 毛利率有望得到改善。

图 8: 市场经营贡献主要毛利



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 9: 市场经营与贸易服务毛利率较高且持续增长

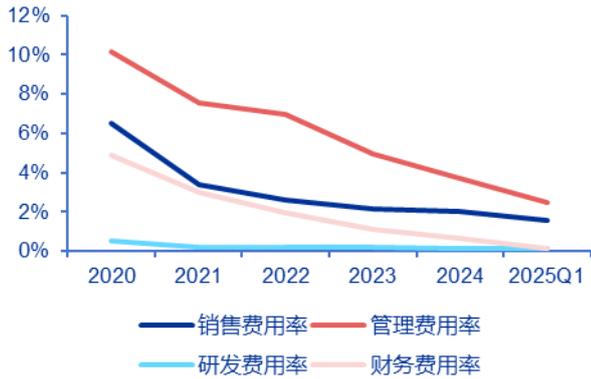


资料来源: wind, 申万宏源研究

控费与偿债能力不断提升。公司近年来持续强化费用管控、优化费率结构, 各项费用率均呈现持续的下降趋势, 24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/3.7%/0.1%/0.6%, 20-24 年期间合计变动-4.4/-6.4/-0.3/-4.2pct。公司 20-22 年偿债能力指标下滑较快, 但 22 年以来恢复增长, 24 年流动/速动/现金比率分别为 0.55/0.48/0.34, 偿债能力不断改善。

图 10: 各项费用率逐年下降

图 11: 偿债比率指标回升

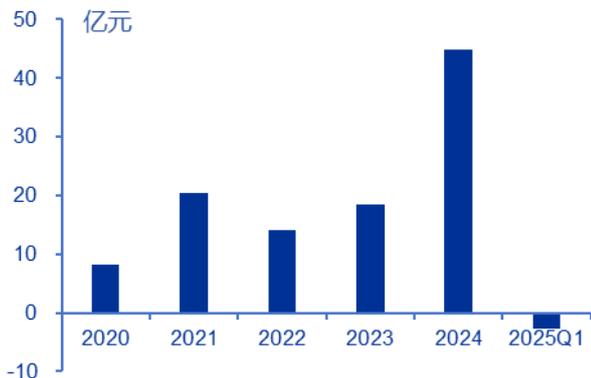


资料来源: wind, 申万宏源研究

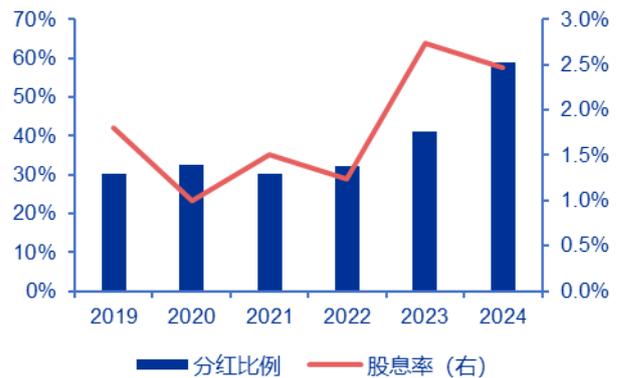


资料来源: wind, 申万宏源研究

经营现金流健康，持续加大分红与股东回报力度。公司经营现金流持续保持净流入，24年净流入额大幅增至44.91亿元，为公司经营提供了充足的流动性。公司长期以来均为股东提供稳定的分红回报，近两年经营情况改善下进一步大幅提高了股东回报力度，24年分红比例达58.87%（同比+17.89pct），股息率达2.46%，看好公司未来为股东提供更多投资回报收益。

图 12: 经营活动现金流保持净流入


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 13: 分红比例与股息率呈上升趋势


资料来源: wind, 申万宏源研究; 注: 股息率以年末股价为口径计算

2. 出口韧性抵御关税冲击，跨境支付迎新机遇

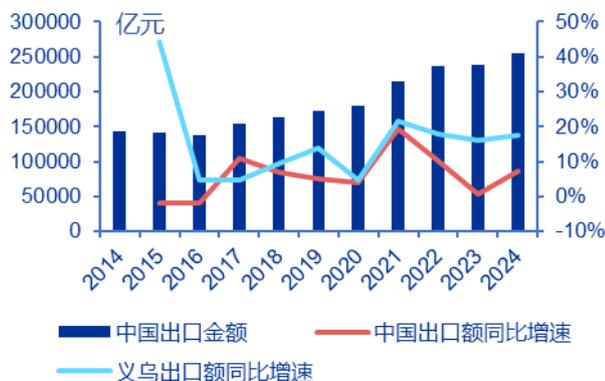
2.1 小商品贸易：关税波动下外贸呈现强韧性

受益于配套完整的产业体系和多元齐全的产品种类，我国出口贸易展现出较强的韧性与活力。据海关总署统计和世界贸易组织数据，24年全年我国出口金额达25.45万亿元，同比增长7.1%，连续8年保持增长，其中2024年前三季度我国出口占国际市场份额达到14.5%，连续8年保持世界货物贸易第一大国地位。据政府官网，结构上看我国跨境电商等贸易新业态不断发展，自主品牌出口创历史新高，产品核心竞争力不断强化，推动外贸实现高质量发展。

义乌作为世界小商品之都，出口贸易额与占比持续增长，在我国出口贸易中扮演越来越重要的角色。据义乌市统计局和海关总署，义乌市外贸出口额逐年稳定增长，从2016年

的 2201.6 亿元增至 2024 年的 5889.6 亿元，CAGR 达 13.1%。与浙江/全国对比来看，义乌外贸出口增速自 2018 年起连续 7 年稳定高于全国整体增速，推动义乌外贸出口占比逐年上升，2024 年占浙江全省外贸总额比重高达 15.1% (YoY+1.0pct)，占全国外贸总额比重达到 2.31% (YoY+0.2pct)，总出口额超过全国 23 个省（区）。

图 14: 中国出口规模持续扩大, 义乌出口增速领先



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

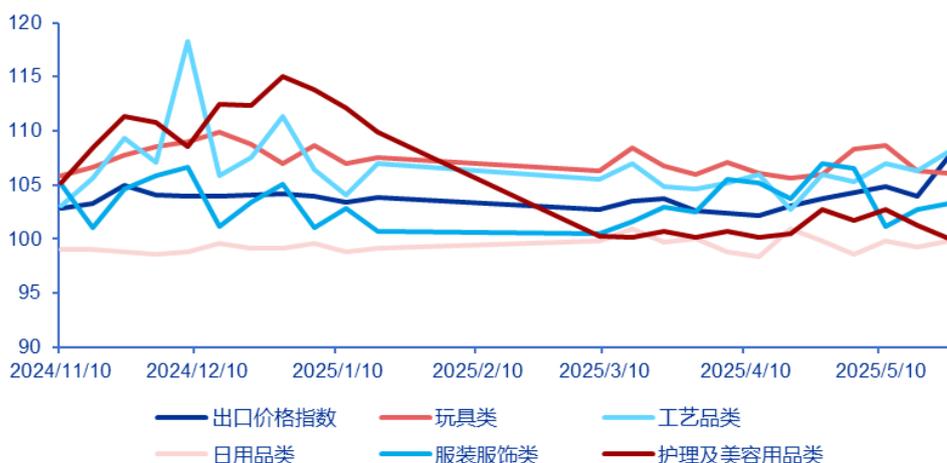
图 15: 义乌在出口贸易中贡献显著



资料来源: 义乌市统计局, 义乌海关, 申万宏源研究; 注: 出口占比数据 20 年之前为美元口径、之后为人民币口径

在美国对等关税政策影响下，义乌出口呈现结构性调整与韧性强化双重特征。据人民网，25 年关税风险升级下义乌部分企业对美出口订单占比由原先的 10%~30% 降至可忽略水平，但欧洲、南美、中东及东南亚等新兴市场迅速填补缺口。据义乌指数，义乌整体出口价格指数保持平稳，环比基本持平，说明在多元出口市场分担和出口结构调整作用下，义乌小商品出口仍具备较强的议价能力，义乌生产劳动力效率和供应链响应具有深厚壁垒，部分商品如玩具、圣诞用品、小家电等在美国市场占据较高市场份额的产品在短期内难以被替代，出口链韧性在关税波动的国际环境背景中得以进一步验证。

图 16: 义乌小商品整体出口价格指数保持平稳, 大部分细分品类稳中有升

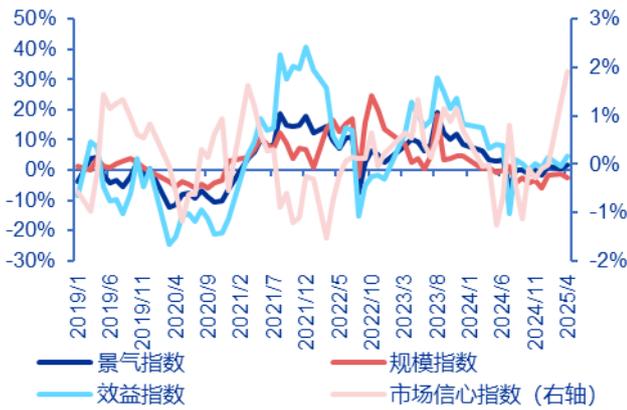


资料来源: wind, 义乌指数官网, 申万宏源研究

25 年初至今中国义乌小商品市场运行维持高景气。义乌不断推进产品+模式创新双轮驱动，依托高效供应链体系与超大规模产业集群优势构筑核心竞争力护城河，推动各项景气度指标近年来保持同比正增长。据义乌市统计局，义乌中国小商品指数保持稳健增长，2025 年 4 月景气指数较去年同期上涨 1.81%，其中小商品效益指数 (+4.61%)、市场信

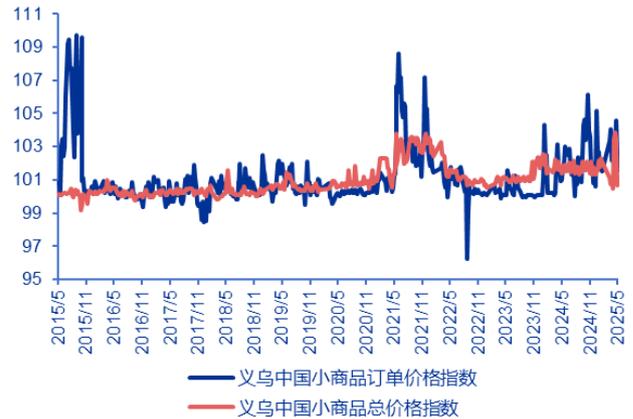
心指数 (+1.91%) 同步上行, 印证市场预期改善与经营效率提升。据国家统计局数据, 义乌小商品订单价格指数和总价格指数近期在关税政策冲击下下降反升, 与 18 年持续维持低位形成反差, 反映出义乌小商品正不断强化核心竞争力与议价能力, 关税成本大多转移至下游国外经销商, 产业链优势持续强化。

图 17: 义乌中国小商品指数平稳, 景气、效益、信心指数均好于 24 年同期



资料来源: 义乌市统计局, 义乌政府官网, 申万宏源研究

图 18: 义乌小商品总价格与订单价格指数波动上行, 当前均处于历史高位



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

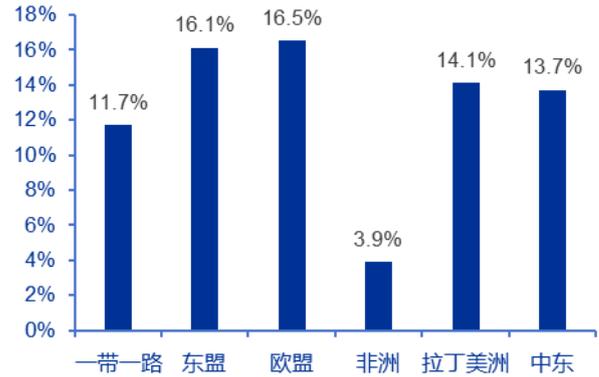
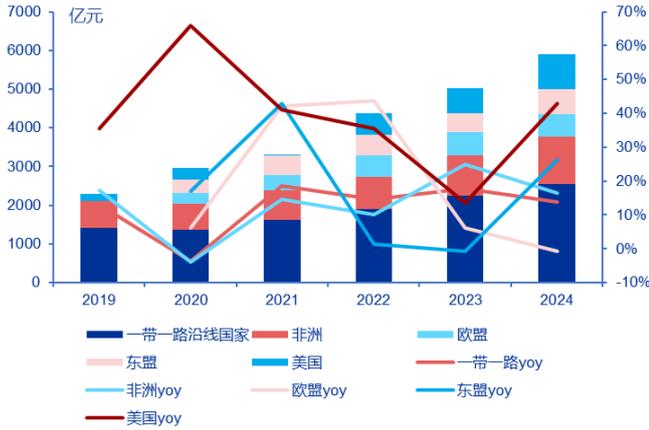
义乌应对关税抗风险能力强, 源于其出口地结构优化、物流网络铺设、贸易方式等多维度优势。

(1) 出口地结构优化、新兴市场分散地缘风险: 据义乌海关统计数据, 2024 年义乌市外贸表现亮眼, 全年实现进出口总额 6,689.3 亿元, 同比增长 18.2%, 其中出口额达 5,889.6 亿元, 同比增长 17.7%。从区域分布看, 新兴市场成为主要增长点: 义乌市对一带一路沿线国家、非洲、东盟分别进出口 2,597.4、1,220.8、640.5 亿元, 分别同比增长 13.9%、16.4%、26.2%。2025 年一季度义乌对东盟、欧盟、一带一路国家进出口额同比保持高速增长, 分别达 16.1%、16.5%及 11.7%, 其中义乌与一带一路国家之间的贸易纽带不断强化, 对共建一带一路国家合计进出口总额占同期进出口总额的 66.8%, 与 24 年占比相比提升了 5.0pct, “一带一路”节点优势与全球化出口网络有效分散了对美出口减少的地缘风险。

据义乌政府官网, 2024 年义乌对美国出口占比仅 14.19%, 整体规模有限, 虽然增速有明显扩大, 但主因系市场预期特朗普政府上台将引发国际贸易风险而进行了大规模的抢出口操作, 增速可持续性差, 高增速并不代表义乌对美出口形成依赖。据虎嗅网, 义乌 90 万家商户中只有 3000 余家参与对美贸易, “对等关税”政策所导致的美国出口减少容易进行对冲。

图 19: 义乌对一带一路沿线国家、非洲、东盟等地区进出口总额保持高增

图 20: 2025 年一季度义乌对一带一路、东盟、欧盟等地区进出口额增长快速



资料来源：义乌市统计局，义乌海关，申万宏源研究；注：由于 24 年进出口总额口径较之前年份有变动，因此该值为 23 年口径按同比推算值。同比数据均对应右轴。

资料来源：义乌海关，申万宏源研究

(2) 义新欧班列开拓高效物流通道：据义新欧官网，自 2014 年首趟班列开通以来，义新欧班列已发展为辐射 50 多个国家、开通 25 条线路的国际物流大动脉，累计开行超 6900 列（2024 年单年开行 2619 列，同比增长 10%）。其高效运输模式将义乌至欧洲的货运时间缩短至 18 天，成本与海运相当但时效提升 2/3，推动义乌从传统海运依赖转向“陆海联动”的多元化贸易通道，显著增强了义乌在全球贸易波动中的抗风险能力。

图 21：义新欧班列广泛辐射多国，联通国际合作网络



资料来源：义新欧，申万宏源研究

(3) 1039 市场采购贸易方式便利小商品出口：据海关总署，1039 市场采购贸易方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，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，其具有免征增值税、简化通关流程、收汇灵活的核心优势，精准匹配义乌“多品种、小批量、多种类”的小商品出口需求。

表 2：1039 相较 0110 出口贸易模式更适合小商品贸易出口

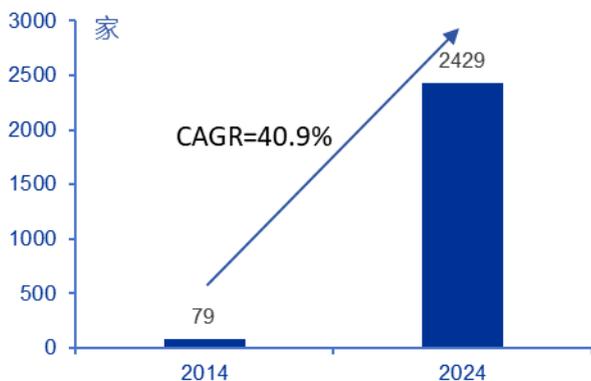
	1039 报关模式	0110 一般出口贸易方式
适用对象	针对中小微企业或个体工商户，以“多品种、小批量、多批次”为特点的小商品出口，单票报关限额 15 万美元以内	适用于传统大宗商品或常规贸易出口，需完整单证（如合同、发票、报关单等），适合大宗商品、机电产品、成套设备等标准化商品

核心特点	简化申报流程，支持无票免税（无需增值税发票）不征不退	需提供增值税专用发票，实行“先征后退”的出口退税政策
地域限制	仅限国家批准的市场采购贸易试点地区（如义乌、广州花都等）	全国通用，无特定地区限制
税务处理	增值税不征不退，无需开具增值税发票；所得税为个人生产经营所得税，可以申请 5% 的核定征收，应纳税额 = 5% * 经营收入	增值税需先缴纳，出口后凭单证申请退税；所得税按企业实际利润缴纳，需完整财务核算
报关与监管	简化申报，单票报关单最多可合并 10 种商品，对小额、多品类商品采取便利化通关措施	需逐项详细申报商品信息，严格审核单证和商品信息，通关流程相对复杂
外汇管理	打破“谁出口，谁收汇”限制，允许多主体收汇；允许采用人民币结算，规避地下换汇导致的账户冻结风险	外汇管理较为严格，通常需要经过规范的收汇核销手续，单主体收汇
优势	手续简便、税务成本低、适合小微主体	适用范围广、支持退税、合规性强
劣势	限试点地区、商品种类受限、单票报关限额	流程复杂、需完整单证、税务成本较高

资料来源：海关总署，雨果跨境，今日头条，申万宏源研究

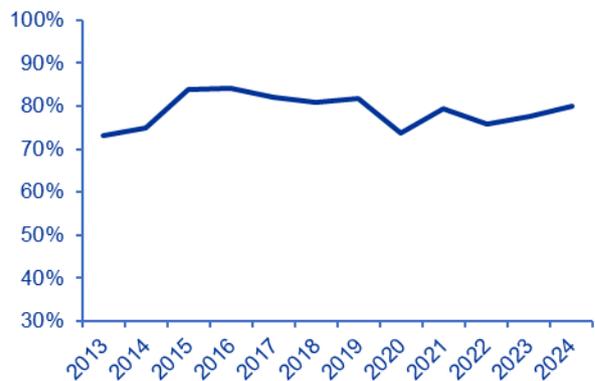
义乌作为试点发源地，大部分商户倾向于采用 1039 模式进行报关。截至 2024 年，中国市场采购贸易试点单位已有 39 家，参与市场采购贸易方式的市场主体已有 2429 个，14-24 年间 CAGR 达 40.9%。据义乌市统计局，义乌作为国内最有代表性的专业市场和 1039 模式试点发源地，市场采购贸易占出口额比重自试点以来持续维持在 70% 以上。面对美国加征关税，义乌企业可通过小规模、多品种的小商品拼箱出口，充分发挥 1039 市场采购贸易模式的高便利性对冲加征关税带来的成本抬升风险。

图 22：2014-2024 义乌市场采购贸易方式参与主体数量快速增长



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 23：义乌市市场采购贸易占全市出口额比重维持高位



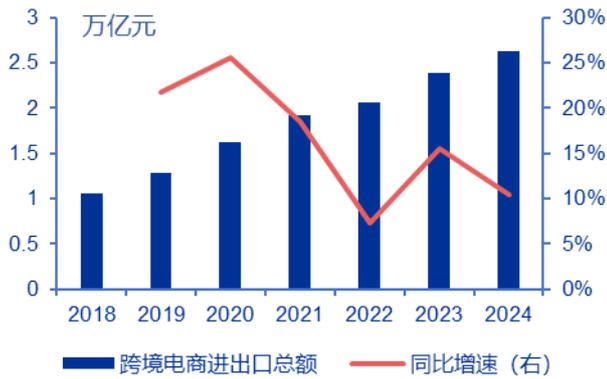
资料来源：义乌市统计局，申万宏源研究

2.2 跨境电商：优化传统外贸产业链，助力企业线上出海

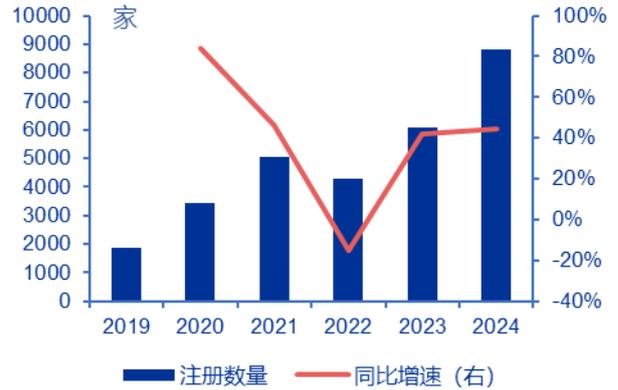
我国跨境电商行业运行于增长快车道，跨境电商平台打通实体商户线上交易堵点。近年来我国跨境电商出海稳步开拓，据海关总署数据，2024 年中国跨境电商进出口总额 2.63 万亿元，同比增长 10.8%，高于同期我国外贸整体增速 7.2pct。据企查查，2024 年全年跨境电商相关企业与社会组织注册量达 8822 家，同比维持 44.81% 的高速增长，供给端迎来强劲复苏。依托我国 165 个跨境电商综试区及各大跨境电商平台，跨境电商正在带动各地更多企业积极参与国际贸易，解决中小商家难以线上对接跨境买家资源痛点。

中国跨境电商进出口总额持续增长

图：中国跨境电商相关企业及组织注册量再创新高



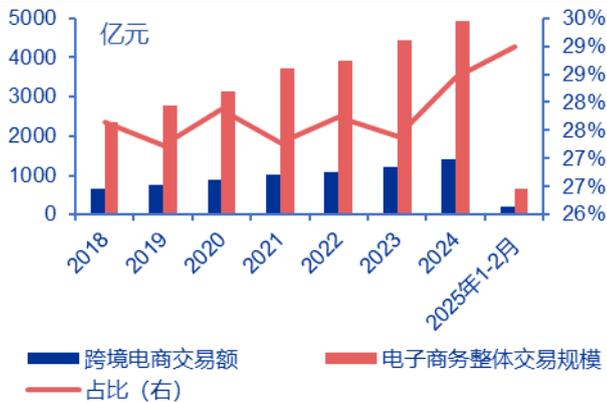
资料来源：海关总署，申万宏源研究



资料来源：企查查，申万宏源研究；注：查找关键词：跨境电商，查找范围：企业名、经营范围、品牌/产品

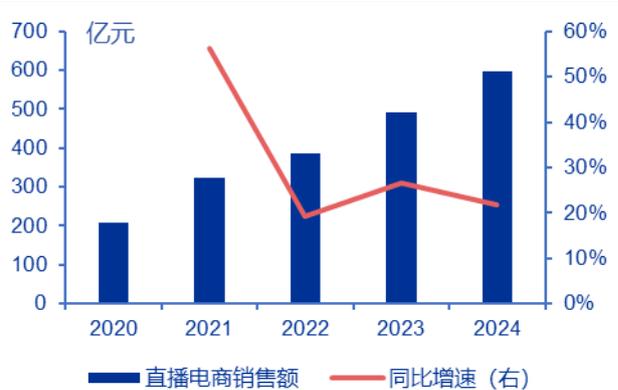
跨境电商为义乌外贸高质量发展注入新动力，直播电商新渠道开拓新增量空间。据公司公告，义乌市场外向度高达 60% 以上，且以 B 端采购商为主，具备明显的传统外贸货源优势和物流、仓储成本优势，外贸生态稳固。自 2018 年义乌获批建立跨境电商试验区起，义乌跨境电子商务交易额实现连续快速增长，据义乌市市场发展委，2025 年 1-2 月义乌市实现跨境电子商务交易额 188.5 亿元，同比增长 17.82%，占电子商务整体交易规模达 29.0%，占比继续提升。同时，“直播电商”也逐渐成为义乌市场中现象级的销售新模式，据义乌政府官网，2024 年义乌开展网红直播带货 88.3 万场，同比增长 29.28%，完成零售额 597.51 亿元，同比增长 21.74%，为跨境电商出口带来了新的增量。

图 26: 义乌跨境电商交易额与占比持续增长



资料来源：义乌市市场发展委，申万宏源研究

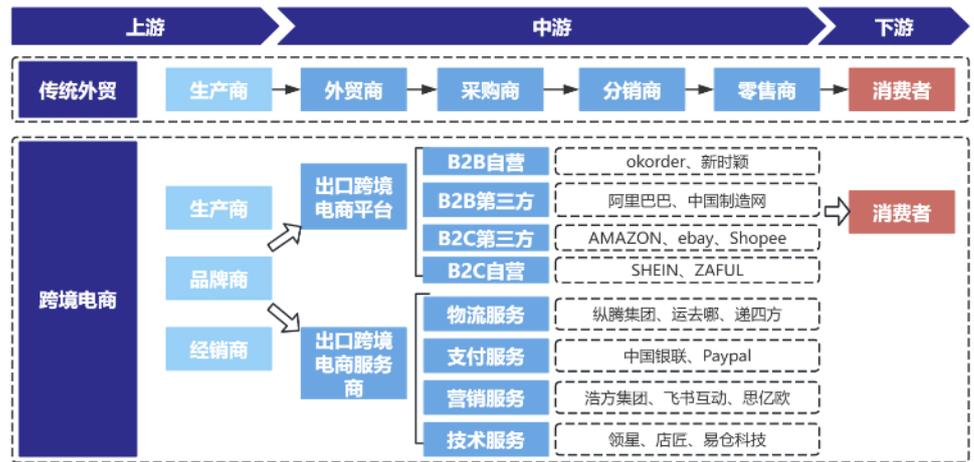
图 27: 直播电商快速发展成重要拉动



资料来源：义乌市市场发展委，申万宏源研究

中国跨境出口电商优化传统外贸产业链，提升运营效率。据浙江省发展规划研究院，相较传统外贸，跨境电商缩减了外贸商、海外采购商和各级分销商的贸易链条，以更简洁的方式构建了产品生产端到消费者终端的完整价值链，有效提高了供应链效率，缩短了资金的周转周期。近年来随着越来越多的传统线下零售商与外贸商积极布局电商出海，跨境电商产业链各类型与主体不断丰富，推动出口跨境生态类型日益多元。

图 28: 中国跨境出口电商产业链较传统外贸具备环节短、效率高等优势



资料来源：浙江省发展规划研究院，36 氪，荣续智库，申万宏源研究

产业链上游-生产商、品牌商、经销商：我国上游产业链具备坚实的制造业基础，据世界银行数据，中国是世界制造业第一大国，制造业增加值总额全球占比多年稳定在 30%上下。据工信部，自 2019 年始，中国制造业即具备 41 个大类、207 个中类、666 个小类品种产品，是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家。据艾媒咨询，2000-2020 年，中国低/中/中高技术产品占全球生产份额比例分别增长了 19.9%、28.9%、27.0%，三个技术产品类别占比均实现全球领先，中国制造业的重要性全方位凸显。

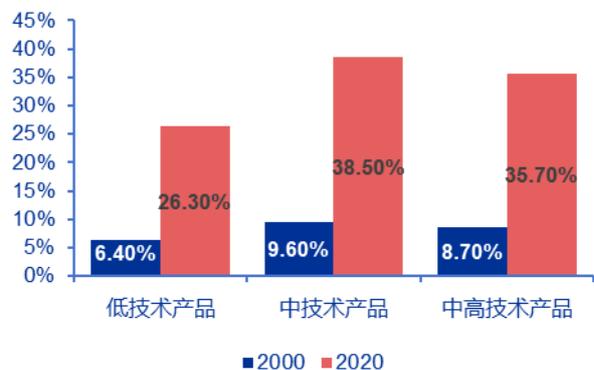
受到基础设施和经济发展水平等影响，跨境电商产业呈现显著的区域集聚特征，跨境出口品类仍以日用百货为主。据海关总署，从地域分布看，沿海省份广东、浙江、山东三地产业集中、人才丰富、外贸成熟，合计覆盖了全国超 50%的跨境电商企业，长三角地区作为传统制造业聚集地，电商主体规模增长最为迅速。从出口品类看我国跨境电商出口仍以日用百货品类为主，2024 年中国跨境电商细分出口品类前三分别为服饰鞋包首饰（27.3%）、手机等电子产品（14.4%）、家居家纺用品（12.4%）。以义乌为例，据浙江省发展规划研究院，义乌跨境电商出口产品集中在服装、服饰、美妆等品类，其中饰品为最主要品类，23 年占比达 38.93%，传统小商品在跨境电商出口上仍具备显著优势。

图 29：中国制造业增加值总额稳健增长，全球占比稳定在 30%左右



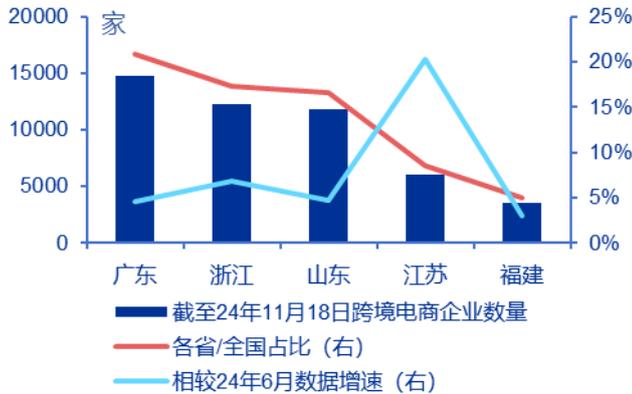
资料来源：世界银行，申万宏源研究

图 30：2000 vs 2020 中国制造业产品占全球生产份额 (按技术密集度分类)



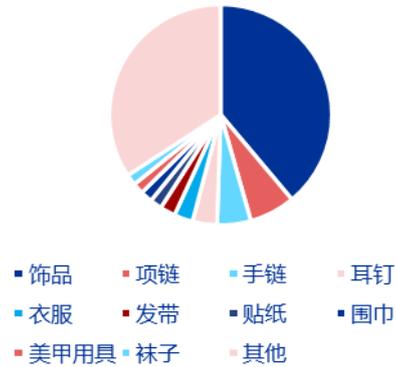
资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

图 31：中国跨境电商企业数量分省份排名 TOP5 城市集中在沿海区域



资料来源：海关总署，南财智库，量化咨询，申万宏源研究

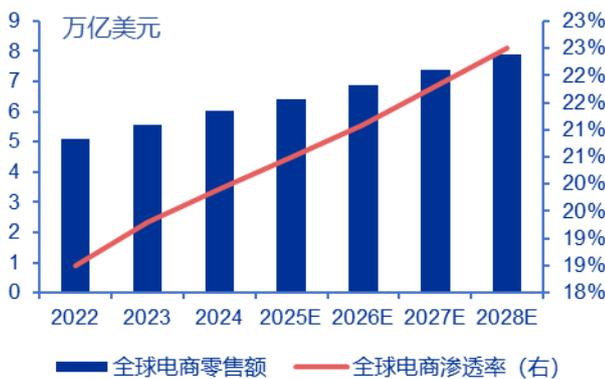
图 32：23 年义乌跨境电商出口产品品类前几名主要集中在服饰、美妆等品类



资料来源：浙江省发展规划研究院，申万宏源研究

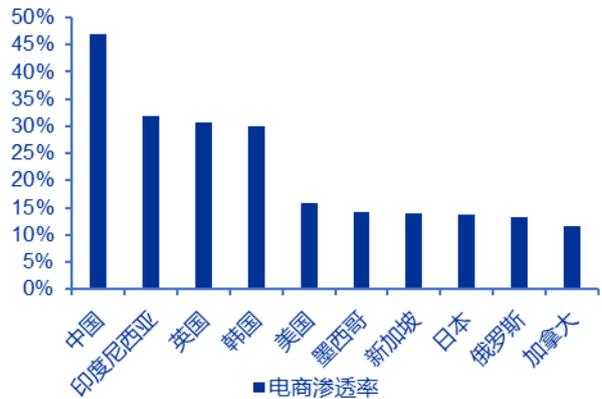
产业链下游-消费市场：海外零售端电商渗透率不断提升，为跨境电商创造了广阔的市场空间。据 eMarketer 数据及预测，2024 年全球电商零售额达到 6.0 万亿美元，同比增长 7.7%，预计 2028 年将达到 7.9 万亿美元，CAGR 达 7.0%。全球电商渗透率逐年走高，2024 年达 19.9%，同比+0.6pct，25 年有望进一步提升至 20.5%。分区域来看，据 MobiLoud，24 年中国电商渗透率达到 47%位列全球第一，而其他国家电商渗透率仍较低，未来受到数字技术催化和消费者行为习惯向线上转移趋势的影响，电商在海外市场仍具有较大增长空间，也为中国跨境电商出海提供了增量市场空间支撑。

图 33：未来全球电商零售额与渗透率预计将延续增长趋势



资料来源：eMarketer，申万宏源研究

图 34：2024 年全球电商渗透率 Top10 国家渗透率绝对值仍较低



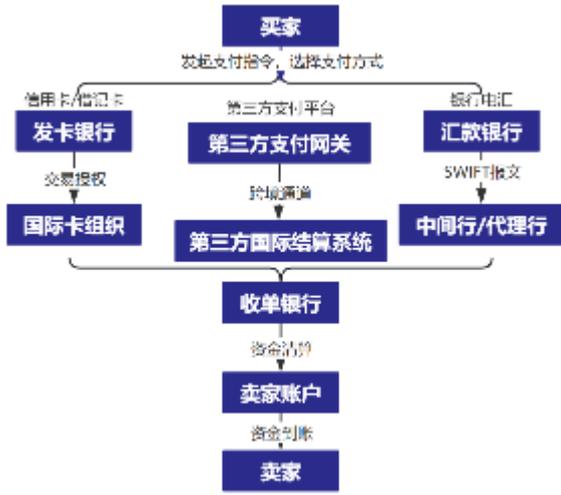
资料来源：MobiLoud，AMZ123，申万宏源研究

2.3 跨境支付：人民币国际化进程加速，重塑全球金融格局

跨境支付模式多元化探索，逐渐趋于快捷、透明化。FSB 将全球跨境支付模式分为四类：代理行模式、互联模式、闭环单一平台模式和点对点模式，其中代理行模式是指一国商业银行在境外代理银行开立清算账户，主要通过 swift 系统发送跨境报文，借助境外代理行支付清算体系完成跨境资金支付清算的模式，是目前最为传统的主导跨境支付模式。但近年来代理行模式由于经办银行数量多、环节复杂，支付效率低、成本高、监管难、不透

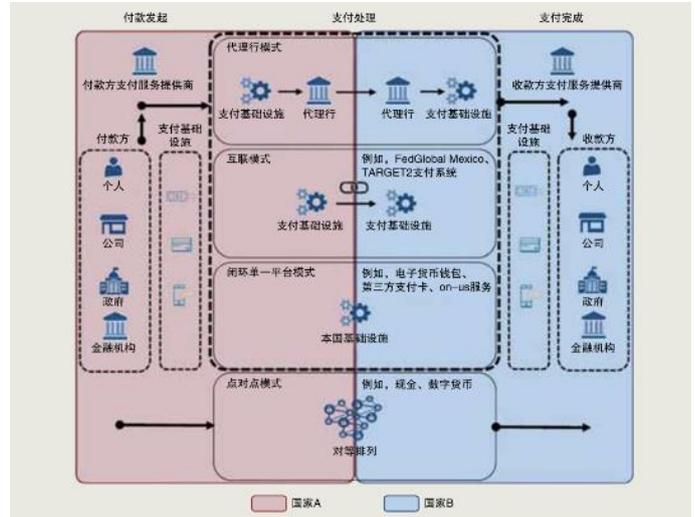
明和 swift 网络存在制约性, 逐渐开始探索其他模式, 以求实现“快捷、透明、完整、安全、无缝对接”的理想目标。

图 35: 跨境收单业务流程



资料来源: 丝易付, 申万宏源研究

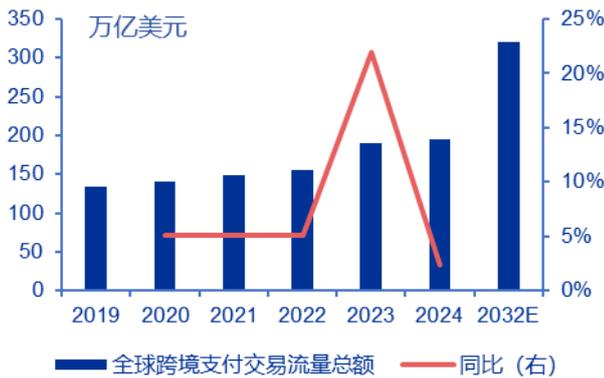
图 36: 跨境支付的四种多元化模式



资料来源: 国际金融, 申万宏源研究

全球跨境支付规模持续增长, 人民币在全球支付中地位日趋重要。据 FXC Intelligence 数据显示, 2024 年全球跨境支付交易流量总额达 194.6 万亿美元, 同比增长 2.37%, 其中批发跨境支付总市场规模为 154.7 亿美元, 占比达 79.5%。据 FXC Intelligence 预测, 到 2032 年, 全球跨境支付规模将达到 320 万亿美元, CAGR 达 6.4%。人民币在全球支付货币中的占比呈上升趋势, 据 SWIFT 统计数据, 截止到 2025 年 3 月, 在基于金额统计的全球支付货币排名中, 人民币连续 5 个月成为全球第四大活跃货币。

图 37: 全球跨境支付规模将持续增长



资料来源: FXC Intelligence, 亿欧智库, 申万宏源研究

图 38: 人民币在国际支付中的市场份额提升

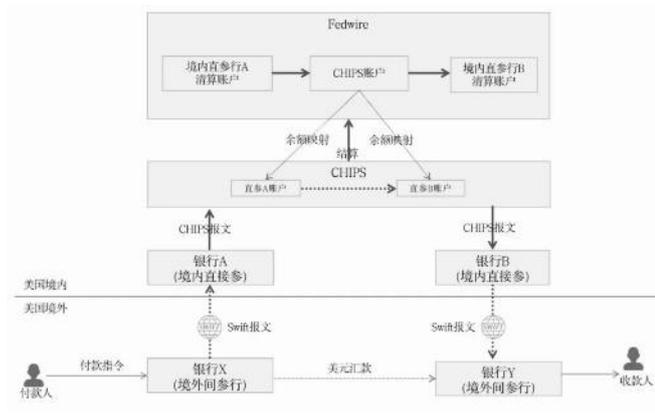


资料来源: Wind, 申万宏源研究

目前在全球金融通讯基础设施中占据主导地位的是 SWIFT 系统。SWIFT 系统通过标准化报文系统 (如 MT103、MT202 等) 传递支付指令和交易信息, 确保金融机构间的通信准确高效, 并不对银行账户做任何划拨, 资金流与信息流分离。目前 SWIFT 系统连接 200 多个国家的 1.1 万家金融机构, 日均处理超过 4200 万条信息。SWIFT 与全球大量主流跨境支付系统对接, 如 CHIPS、CIPS、TARGET2 等。

图 39: SWIFT 系统负责境内外银行间指令传递

图 40: SWIFT 在全球三大区域全面布局



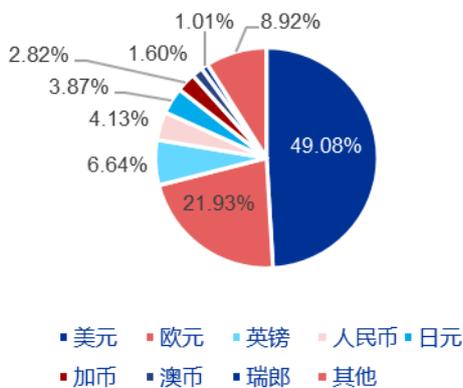
资料来源：PM OLD CAT，陈天宇公众号，申万宏源研究



资料来源：PM OLD CAT，陈天宇公众号，申万宏源研究

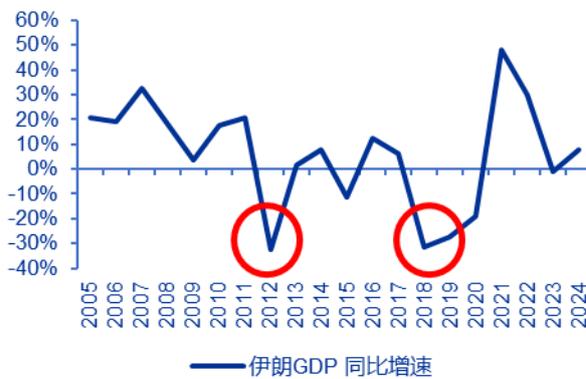
SWIFT 系统与美元强绑定，其独立性的缺失成中国积极探索多元化跨境支付系统的重要动因。 SWIFT 虽然是银行间业务开放系统，但其与美元强绑定，据 SWIFT 官方数据，2025 年 3 月美元支付份额占比从 2 月的 48.95% 提升至 49.08%，继续位列 SWIFT 各国货币占比中的第一大货币。历史上美国曾多次通过 SWIFT 制裁切断目标国家的跨境支付能力，进而使对方的金融经济发展受到打击，例如 2012 年和 2018 年美国两度动用 SWIFT 系统切断伊朗报文转换通道，致使伊朗 GDP 出现负增长，原油出口量大幅下滑。在美国关税政策的重压和地缘政治动荡的宏观背景下，中国需要搭建一套“去美元化”的多元跨境支付系统。

图 41：2025 年 3 月 SWIFT 体系中各国货币支付份额



资料来源：SWIFT，申万宏源研究

图 42：受到制裁后伊朗 GDP 出现负增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

人民币跨境支付基础设施快速进步，以弥补传统代理行模式和 SWIFT 系统的缺陷。目前相对成熟的新跨境支付系统主要有 CIPS 和 mBridge。

CIPS 二期投产上线以来，参与者规模持续扩大，业务量稳步攀升，系统功能逐步完善。 人民币跨境支付系统（简称 CIPS），是专司人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统，致力于提供安全、高效、便捷和低成本的资金清算结算服务，是我国重要的金融市场基础设施。据 CIPS 官网，截至目前 CIPS 共有 174 家直接参与者，1509 家间接参与者，其中亚洲 1101 家（含境内 563 家），欧洲 260 家，非洲 60 家，北美洲 34 家，南美洲 34 家，大洋洲 20 家，覆盖了全球范围内的服务。据中国人民银行数据，2024 年人民币跨境支付系统处理的金额达到 175.5 亿万元，处理业务 821.7 万笔，同比分别增长 42.6% 和 24.3%，人民币国际化体系建设取得重大进展。相比 CIPS 一期而言，二期丰富了结算模式、可支持

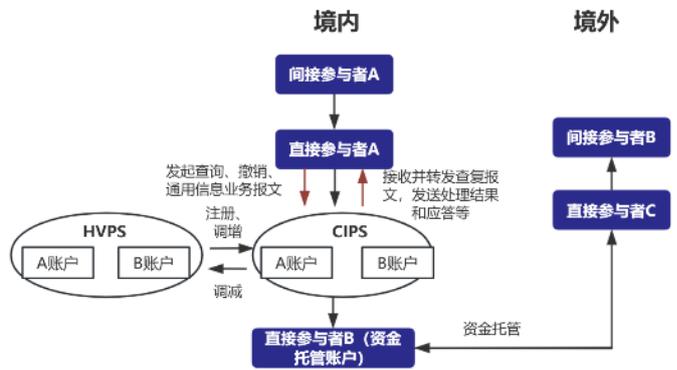
多种金融交易的结算需要、延长了系统对外服务时间、拓展了直接参与者类型、建成 CIPS 系统备份系统，并且采用最先进的报文标准，自主研发的报文格式进一步完善，金融机构在直连场景下可直接通过专线接入 CIPS，无需依赖 SWIFT 报文系统。

图 43: 人民币跨境支付系统业务处理金额快速增长



资料来源: 中国人民银行, 申万宏源研究

图 44: CIPS 系统运作流程



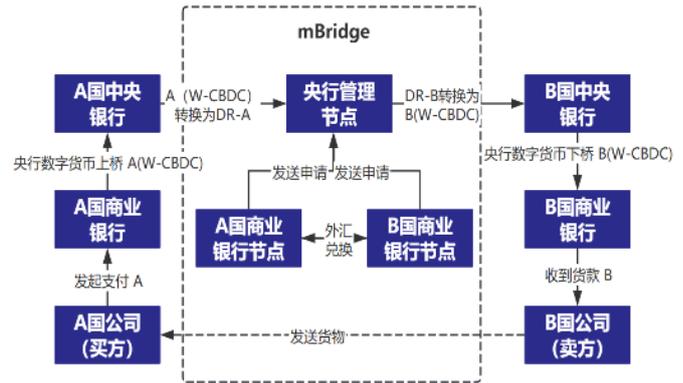
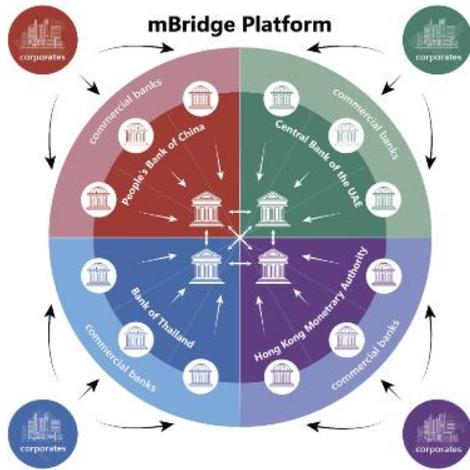
资料来源: 跨境金融监管公众号, 申万宏源研究

mBridge 将对传统代理行模式的技术跃迁与效率颠覆。 mBridge 多边央行数字货币桥是由香港金融管理局、中国人民银行数字货币研究所、泰国央行、阿联酋央行及国际清算银行 (BIS) 共同发起的跨境支付创新项目，旨在通过分布式账本技术 (DLT) 构建多国央行数字货币互联的走廊网络，实现高效、低成本的国际结算。它采用了与 SWIFT、CIPS 不同的技术与货币形态，据 BIS 报告，货币桥处理跨境支付交易最快 7 秒完成，节省近一半的交易成本，且采用去中心化架构，由各国央行与商业银行共同参与治理，打破了传统跨境支付依赖美元和代理行的模式。据中国人民银行公告，2024 年 6 月 mBridge 已进入最简可行产品 (MVP) 阶段，并在四个国家的 35 个银行完成真实交易试点。运行机理上，各国央行通过区块链节点连接形成跨境网络，本国央行数字货币 (CBDC) 以存托凭证 (DR) 形式“上桥”至链上流通，最终“下桥”为目的国当地 CBDC，实现外汇同步交收 (PvP)，全程由区块链技术保障交易原子性，规避传统结算中的信用风险与流动性风险。

此外，BRICS Pay 作为全球首个以新兴经济体为主导的跨境支付体系，其成功运行或将加速全球金融格局的多极化进程。 据金砖国家工商理事会，金砖国家支付系统 (BRICS Pay) 是一个由巴西、俄罗斯、印度、中国和南非共同开发的数字支付平台。2024 年俄罗斯中央银行行长纳比乌琳娜表示，159 个国家已准备好在金砖国家支付系统上线时使用该系统。BRICS Pay 采用“区块链路由云”架构，整合成员国央行、清算机构 (如银联、Mir)、商业银行及支付平台，形成分布式交易网络，具备去中心化、智能合约、实时清算、全天候运行、低手续费的特点，未来可能与 CIPS 与 mBridge 形成互动合力。

图 45: mBridge 主体结构由体系内各国商业银行、跨境贸易公司构成

图 46: mBridge 去中心化运行，依托区块链技术进行数据转化与外汇兑付



资料来源：BIS，申万宏源研究

资料来源：亚太经济杂志社，申万宏源研究

表 3: CIPS、mBridge、BRICS Pay 相较 SWIFT 具备成本低、效率高、去中心化等优势

系统	SWIFT	CIPS	mBridge	BRICS Pay
基本架构	报文传输系统，不参与资金清算，依赖各国清算系统（如 CHIPS）	人民币跨境清算系统，直连直接清算，间接参与通过 SWIFT 接入	基于区块链的央行数字货币网络，支持多国 CBDC 点对点交易	去中心化区块链系统，支持本币及数字货币结算，无单一控制方
交易方式	通过标准化报文传递支付指令，资金清算需依赖其他系统（如 CHIPS）	支持代理行、清算行、CIPS 直参行三种模式，直参行间可实时清算	央行数字货币（如数字人民币）点对点交易，同步交收（PvP）	基于智能合约的本币直接结算，支持数字货币与法币兑换
技术特点	中心化金融报文网络，无资金流处理功能	兼具报文系统与资金结算清算服务	分布式账本技术（DLT），支持多种原子结算	区块链与智能合约结合，强调去中心化与互操作性
支持货币	多币种（以美元为主）	人民币为主	参与国央行数字货币	金砖国家本币
效率与成本	交易周期 3-5 天，费用较高	直参行间实时清算，成本较低	交易最快 7 秒完成，成本较低	预计实时清算，手续费低
治理结构	由欧美国家主导的全球同业组织	中国人民银行监管，市场化运营	多边央行联合治理，平等参与，无中心化节点	金砖国家央行联合管理，去中心化决策
主要应用场景	传统贸易结算、金融交易信息传递	人民币跨境贸易、直接投资结算	央行数字货币跨境支付、外汇同步交收	金砖国家间本币贸易结算，规避美元依赖

资料来源：SWIFT 官网，CIPS 官网，中国物流与采购联合会，金砖国家工商理事会，申万宏源研究

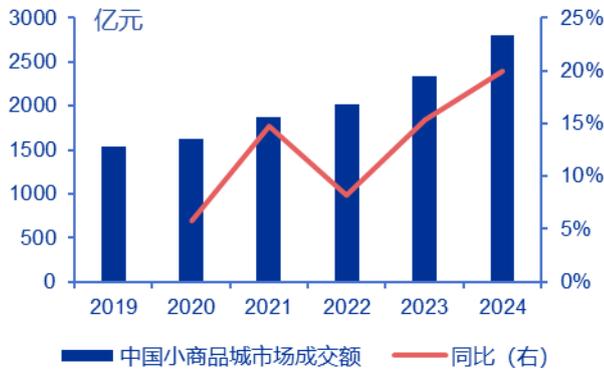
3. 线下实体市场联动线上平台，数智赋能打造义乌新贸易

3.1 市场经营稳中向好，夯实业务基本盘

国际商贸城客流实现全面复苏，拉动市场成交额提速增长。据公司公告，义乌商城集团独家运营义乌国际商贸城一区至五区、篁园市场等 640 余万平方米的专业市场，拥有 7.5 万个商铺、21 万从业人员。其市场汇聚全球 10 万余家生产企业的 170 万种商品，涵盖 26 大类、4200 多个种类，商品外向度达 65%，辐射 230 多个国家和地区，年接待境外客商超 万人次，常驻外商 万人，吸引沃尔玛等 余家跨国零售集团常驻采购。年

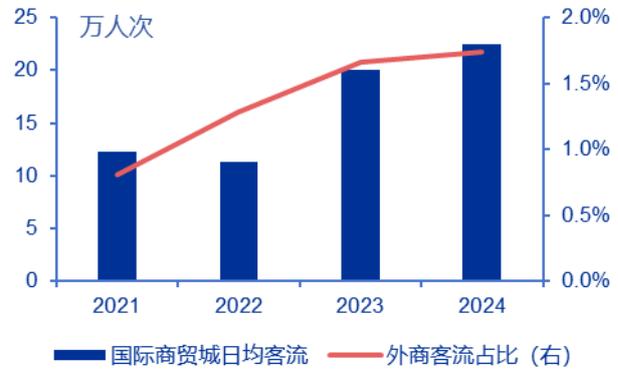
公司旗下国际商贸城日均客流 22.43 万人次，同比增长 2.15%，外商到访量 3900 人次，同比增长 17.22%，占比提升 0.1pct 至 1.7%，覆盖 230 余国，客流量指标创十年新高。

图 47：小商品城市场成交额增速扩大



资料来源：义乌市统计局，申万宏源研究

图 48：国际商贸城客流显著复苏，外商客流结构性改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

差异化收租模式为公司建立起确定性强、现金流充裕的主业经营优势。据公司公告，公司采用差异化的商铺出租模式，将商户分为定向安排、定向招商、招投标和定向投标四类：定向安排类为搬迁商户提供三年长期合约，享受远低于市场的政府指导价；定向招商类针对名、特、优品牌和优势企业设立直销中心提供 1 年期合约；招投标类面向普通品牌商提供两年或五年期合约；定向投标的对象主要涉及五区的床上用品行业及篁园市场所有行业的生产企业或代理商，租赁期限均为二年。这种多元化的租赁模式不仅确保了稳定的商户结构，还形成了差异化、市场化的定价体系，确保商铺具备高性价比与高流动性。

表 4：公司四类商铺出租模式满足商户差异化需求

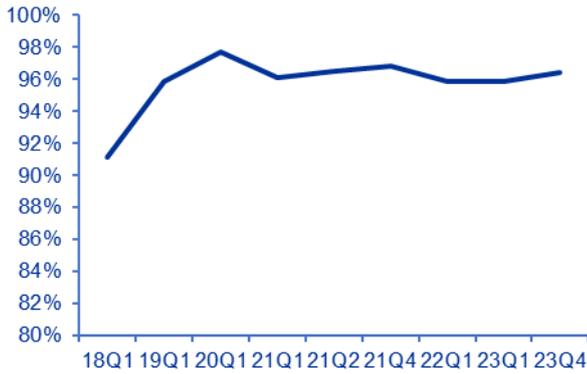
类别	定向安排类	定向招商类	招投标类（一般品牌）	定向投标类（特殊行业）
占比	45.67%	42.73%	11.37%	0.24%
目标商户	老市场搬迁商户/当地自营商户	名特优产品及优势企业	一般品牌生产企业/代理商	特定行业商户（五区/篁园市场）
合同期限	3 年	1 年	2 年或 5 年（3+2 模式）	2 年
定价标准	政府指导价（远低于市场价）	协商定价（接近市场价）	市场化招投标定价（较高）	市场化招投标定价（较普通招投标低）
主要分布	全市场	企业直销中心	全市场	五区床上用品/篁园市场 1-5 楼
经营特点	保障基础商户稳定	提升市场品牌形象	优化资源配置	行业专项管理
现金流特征	稳定但利润率较低	短期高附加值	市场化波动	中长期稳定

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：占比数据截至 23 年 Q1

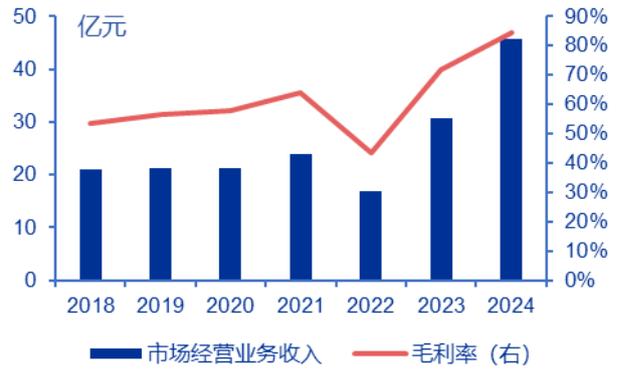
小商品城主体市场出租率始终保持在 90%以上的高位，经营模式稳健。差异化的商铺出租模式助推整体市场出租率维持高位，据公司公告，2018-2023 年小商品城各季度出租率均在 90%以上。从经营业绩来看，22-24 年市场经营业务收入分别为 16.97/30.74/45.78 亿元，同期毛利率分别为 43.31%/71.83%/84.27%，两项数据均实现连续增长，显示出较强的盈利能力和稳健的经营态势。

图 49：小商品城整体市场商位出租率保持 9 成以上高位

图 50：市场经营业务营收与毛利率疫后逐年改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 全球数贸中心推动 AI 应用场景加速落地，与阿里云联手构建数字贸易新范式

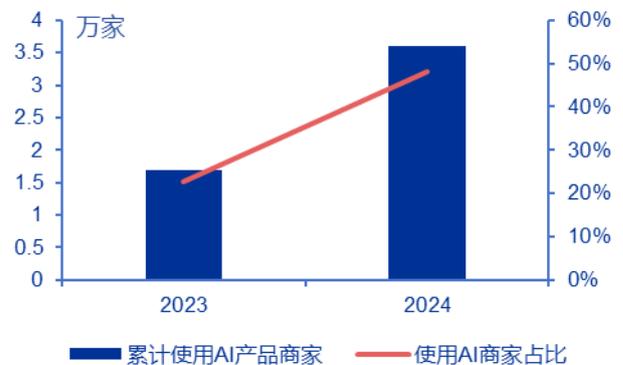
与阿里云达成战略合作打造 AI 应用，推进 AI 赋能实体商业。据义乌市政府，小商品城与阿里巴巴的战略合作以 AI 为核心驱动，通过打造“数智贸易大模型”深度融合云计算、大数据与国际贸易资源，推动全球数贸中心实现三大跃迁。1) 整合阿里云通义大模型与 Chinagoods 平台数据，打破信息壁垒，为 210 万企业提供智能决策支持，完成从经验贸易到算法贸易的转型。2) 借助 AI 分析全球贸易动态，多语言营销、跨境供应链优化等 AI 工具将成为中小商户出海的通用方案。3) 以 7000 平米“数字大脑”为载体，集成 AI 新品发布、数据交易等创新功能，结合 AR/VR 等技术构建“展销一体”的未来市场。这一合作不仅为义乌开拓了新时代数字贸易新基建，也进一步加速了中国制造数智化出海。据公司公告，义乌商城自研 AI 产品的商家采纳率呈现爆发式增长，占比由 23 年的 23% 激增至 24 年的 48%，AI 技术应用在中小商户中快速普及，AI 赋能实体商业加速落地。

图 51: CG 平台已嵌入 AI 助理模型，公司与阿里云合作将进一步强化模型能力



资料来源：Chinagoods 官网，申万宏源研究

图 52: 公司自研 AI 产品的商家渗透率大幅提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全球小商品贸易智能生态体系加速构建，数贸中心持续拓宽 AI 应用场景。据中国义乌网，公司在第 29 届义博会上正式发布全球首个商品贸易领域大语言模型，并升级推出 Chinagoods AI 智创服务平台，该平台整合了家国内顶尖 AI 服务商的技术能力，包

括清华面壁团队的 AI 解决方案、腾讯的智慧零售技术、人民数据的大数据分析等，构建了覆盖贸易全链条的智能服务体系。数字化赋能市场方面，全球数贸中心以国际化、现代化和数字化为核心优势，通过打造沉浸式消费场景、提供万兆网络和跨境接入等基础设施，并借助 AI、物联网、5G 等技术赋能智慧社区、写字楼和商场，构建新业务生态，推动商品贸易向智能化、标准化、国际化方向快速发展。

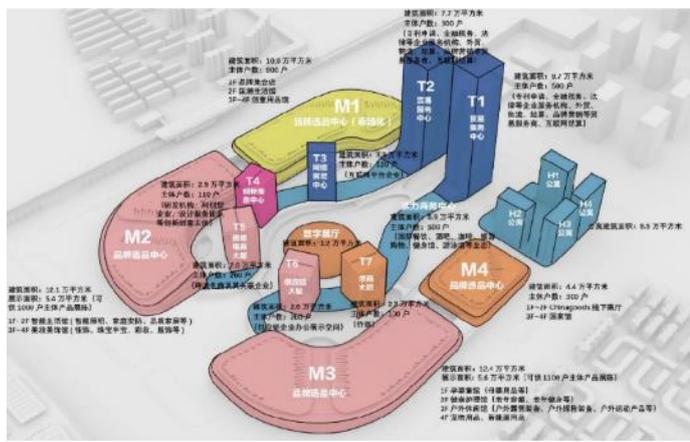
表 5: 12 家顶流 AI 应用服务商与公司合作赋能小商品贸易

AI 服务商名称	核心赋能方向	AI 服务商名称	核心赋能方向
清华面壁团队	多领域 AI 解决方案赋能商业实践	深圳灵图	小商品 AI 图文处理及详情页生成
腾讯	智慧零售、AIGC、云安全、IP 营销	北京云可科技	3D 数字品牌内容生成
人民网 (人民数据)	小商品指数大数据分析	特有数字人	数字人直播软件及营销
北京句子互动	AI 大模型驱动数字营销	企联 AI	抖音飞书 AI 协作工具开发
珠海跨海科技	跨境 AI 应用 (15 种语言支持)	爱原物	电商 AI 智能设计
北京卓奥优效	短视频/广告 AI 运营服务	Chinagoods AI	智慧商贸平台整合 (2.0 版)

资料来源: 义乌市人民政府, 申万宏源研究

全球数贸中心计划于 2025 年 10 月开业, 作为第六代数字化市场实现全方位升级, 投运后预计将显著提升公司盈利水平。据公司公告, 随着新经济、新模式、新业态的不断迭代, 全球消费需求也在不断升级, 公司积极推进现代化市场革新与建设, 投建的第六代新型市场全球数贸中心计划于 25 年 10 月正式开业, 布局市场、商务写字楼、商业街区、公寓和数字大脑五大功能板块。其中新市场将以 Chinagoods 平台作为数字化核心, 推动贸易全链路数字化转型, 集聚电商平台、AI 企业、设计机构等新主体, 发展数字贸易、服务贸易和跨境电商等新业态, 并集成仓储物流、金融支付等配套服务, 打造具有全球竞争力的“立体化、数字化、国际化”商贸新标杆, 助力中国制造品牌出海和数字贸易高质量发展。

图 53: 全球数贸中心布局五大功能板块



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 54: 全球数贸中心选址毗邻国际商贸城五区, 与传统市场形成联动



资料来源: 义乌全球数贸中心公众号, 申万宏源研究

表 6: 全球数贸中心具备五大板块并形成功能协同

板块	面积	核心功能	主要业态/服务
----	----	------	---------

市场板块	41 万㎡	场景化贸易全流程服务	时尚珠宝、母婴用品、智能装备、家居用品等
商务写字楼	31 万㎡	“市场+办公”创新模式，贸易服务集聚	研发设计、数字贸易、服务贸易企业
商业街区	3.8 万㎡	24 小时国际商贸文旅地标	五洲美食、潮流品牌、休闲娱乐
公寓板块	8.4 万㎡	1200 套精装公寓，酒店式服务	商贸人士及企业人才居住
数字大脑	0.7 万㎡	数据交易、AI 展示、新品发布	贸易数据、科技应用、品牌首发

资料来源：公司公告，申万宏源研究

数贸中心聚焦传统市场经营痛点，全面升级市场商位硬件条件。据义乌全球数贸中心公众号，数贸中心单个标准商铺面积由原先市场的 9 平米升级为 27.5 平米，商户可展示空间更大、客户选品体验感更佳，更适配新市场优质品牌引进和精品化市场运营的策略。空间布局上，新市场在保留传统国际商贸城一至五区“街巷式”布局的基础上，通过取消大小通道、统一采用 4.5 米宽主通道的优化设计，实现了全场贯通无死角的商业动线。另一方面，数贸中心内部精心打造了兼具美学与实用性的公共休憩区，既可作为网红打卡点提升市场人气，又能为采购商、顾客和经营户提供舒适的休憩交流空间，这一设计不仅解决了传统市场商位死角问题，更创造了促进商业互动与社交分享的新型市场环境。

图 55：数贸中心市场通道预期效果



资料来源：义乌全球数贸中心公众号，申万宏源研究

图 56：数贸中心内部休憩区改造



资料来源：义乌全球数贸中心公众号，申万宏源研究

数贸中心通过追踪消费热点与政策指引布局五大行业，数字化赋能新业务生态。据义乌全球数贸中心公众号，全球数贸中心积极布局新兴热点赛道，通过垂直布局特定消费场景、集聚培育高成长性细分行业、推动“人、货、场、链”数字化升级、满足多元需求四大思路布局行业。基于最新的政策引导与消费趋势，数贸中心已确定五大行业方向：1) 时尚珠宝、护肤及医美用品、女性时尚服配行业；2) 婴幼儿童生活用品、婴幼儿童成长用品行业；3) 旅行好物、健康医疗用品、家庭生活用品行业；4) 无人机及无人化装备、机器人及人工智能装备、AR/VR 装备行业；5) 时尚服饰面料行业。

图 57：数贸中心积极追踪消费热点布局新兴赛道

图 58：无人系统技术成果展洽会亮相全球数贸中心

- “她经济”、“悦己消费” → 时尚珠宝、护肤及医美用品、女性时尚服饰行业
- “品质育儿”、“宝宝经济” → 婴幼儿生活用品、婴幼儿成长用品行业
- “City Walk”、“银发消费” → 旅行好物、健康医疗用品、家庭生活用品行业
- “低空经济”、“新质生产力” → 无人机及无人化装备、机器人及人工智能装备、AR/VR装备行业
- 时尚日用消费品上游需求旺盛 → 时尚服饰面料行业



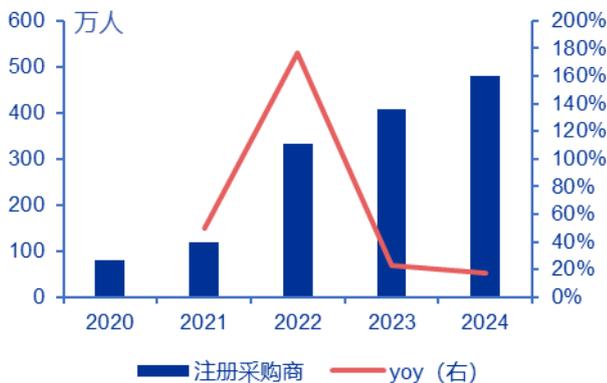
资料来源：义乌市政府官网，申万宏源研究

资料来源：中国义乌网，申万宏源研究

3.3 依托“线上线下融合+数字化技术驱动”模式, Chinagoods 开辟贸易第二增长曲线

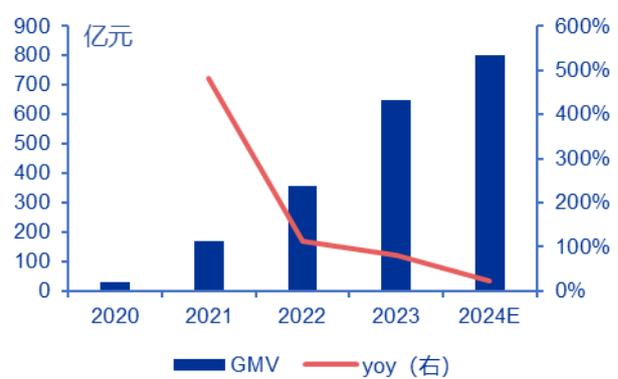
Chinagoods 平台为数字化贸易 B2B 综合服务平台，上线至今实现了跨越式发展。据海关总署，我国跨境电商出口额从 2018 年的 6116 亿元大幅增长至 2023 年的 1.8 万亿元，占全国货物出口总额比重从 3.7% 提升至 7.7%，跨境电商已成为外贸增长的重要引擎。这一期间，义乌小商品城紧随时代潮流，通过搭建 Chinagoods 平台开拓线上 B2B 综合贸易渠道，聚焦于解决旗下市场众多中小商户的线上化贸易痛点，推动平台实现快速发展。据公司公告，20-24 年 CG 平台注册采购商从 80 万人快速增长至 480 万人，平台 GMV 同步从 29 亿元跃升至约 800 亿元，实现用户规模与交易额双项增长。24 年，义乌中国小商品城大数据有限公司（CG 平台经营主体）实现营收 3.41 亿元，同比增长 18.2%，维持较快增长，实现净利润 1.65 亿元，盈利能力边际改善显著。

图 59: CG 平台采购商规模强劲增长、全球化吸引力持续增强



资料来源：公司公告，申万宏源研究

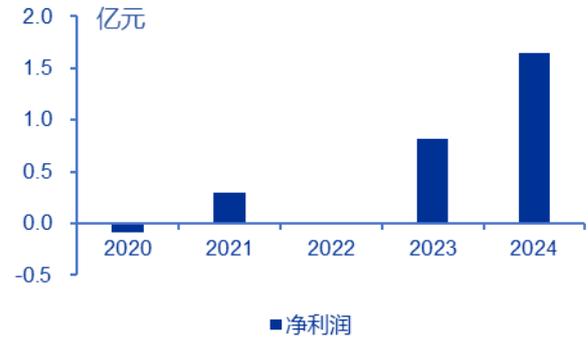
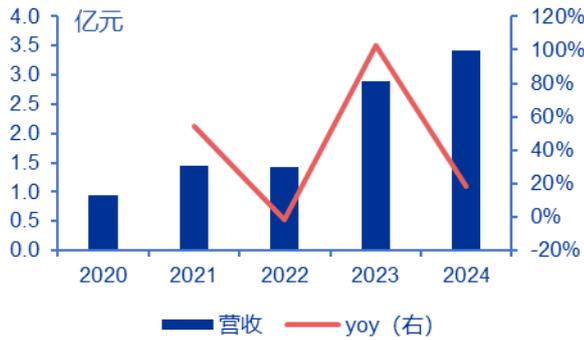
图 60: CG 平台交易规模连续创下新高



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：24 年实际数据未披露，采用 23 年计划实现贸易额数据

图 61: CG 平台经营主体营收保持快速增长

图 62: CG 平台经营主体盈利能力不断提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

Chinagoods 平台对比国内 B2B 电商平台具备供应链、数字化服务、物流等方面优势。

据公司官网，目前平台收入模式是通过提供会员基础服务、会员增值服务、数字广告业务服务、金融机构数字化服务和第三方服务等收取服务费。横向对比其他国内知名 B2B 电商服务平台，CG 平台在小商品贸易领域优势显著：

1) 在供应链方面，CG 平台依托全球最大小商品集散地，供应链完整，毗邻货源地，产品成本存在较大优势。敦煌网以小额 B2B 交易为主，供应链深度不足，阿里国际站则侧重于全品类产品的覆盖，在小商品贸易细分领域不存在比较优势。

2) 在数字化服务方面，CG 平台基于 AI 对平台全功能进行优化，推出了诸如“数字老板娘”、智能化运营平台“Yapping”等提高商户管理效率。敦煌网本身对于 AI 应用较为有限，而阿里国际站虽然整合 DeepSeek-R1 大模型，但主要面向金品诚企会员，其年费 8-9 万元，中小企业使用成本高。

3) 在物流方面，CG 平台有本地云仓，可自主装货，同时适合小商品拼装出口，成本较低。敦煌网有 DHLink188 条国际线路，但大件配送能力不足，而阿里国际站有菜鸟全球物流配送，但运费成本高，性价比较低。

表 7：Chinagoods 相较国内其他跨境 B2B 平台具备商户聚焦、收费友好的特点

	Chinagoods	阿里国际站	敦煌网
成立时间	2020 年	1999 年	2004 年
营收	3.41 亿元	209.44 亿元 (FY2024)	-
GMV	约 800 亿元	约 500 亿美元	-
供应商	7.5 万	23 万+	254 万+ (2022)
买家数	480 万	4800 万+	5960 万+ (2022)
收费标准	基础会员费：每年固定值 深度会员费：增值服务，广告服务，贸易支持服务	会员费：基础会员标准版 2.98 万元/年，2024 年新增 AI 版年费 3.58 万元/年；高级会员（金品诚企）标准版 8 万元/年，AI 版年费 9 万元/年 增值服务费：0 佣金（用阿里信保则收取 2%）；SaaS 服务、履约服务、金融服务等 客户管理服务：P4P 营销服务-按需求在 1-15 万元之间	平台使用费：基础服务 1399 元/年，进阶服务 3666 元/年 佣金：单笔订单金额小于 \$300 佣金率 12.5%-25%，\$300-\$1000 佣金率 4%-8%，超过 \$1000 佣金率 0.15%-3.5% 增值服务：广告费及物流费
功能特点	分两档收取会员费。深度会	基础版融入人工智能提升产品推广与客	为商家提供基础的店铺管理功能，收费模

员费空间想象力大，现由物 户匹配；高级版强化 AI 应用并提供更高 式为基础年费加上交易佣金
 流仓储服务、金融服务、广 级服务权益。可选增值服务为主要营收来
 告服务等分级收费，未来有 源，单项服务开通年均费用一般在数万元
 望由 AI 应用产品驱动 以上。

资料来源：公司公告，Chinagoods 官网，阿里巴巴公司公告，阿里巴巴国际站官网，跨境电商增长新趋势大会，敦煌网官网，申万宏源研究；注：表格中数据除特别标注外均为 2024 年数据

平台实现市场线上线下融合，提供交易、物流、金融等全链条综合服务。据公司公告，CG 平台依托公司国际商贸城市场 7.5 万家实体商铺资源，致力于推动线下中小商户商品展示线上化，满足外贸交易流程中买家线上可视化需求，提供供需双方在生产设计、展示交易、物流仓储、金融信贷等方面的服务支持，构建数字化、高效率的贸易 B2B 综合服务平台。具体来看，运营支持方面，平台提供了在线交易与金融支付服务，并依托数智技术和平台渠道，助力商户精准定位、导流及运营；物流方面，平台搭建了市内短驳、国内物流、国际物流的全流程物流体系服务，配合海外仓实现货物高效运输与存储；平台还推出了室内导航、市场服务、履约保障、关检汇税以及海外站等综合服务，全方位助力贸易各环节顺畅运行，打造一站式贸易生态体系。

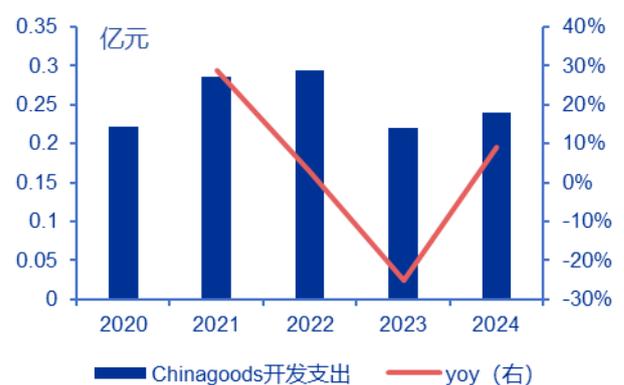
平台通过全栈能力构建实现数字化升级，加速 AI 创新场景落地，赋能小商品贸易全链条效率提升。据公司公告，公司对于 CG 平台的研发保持稳定投入，确保平台在当前技术变革的时代保持较强的数字化竞争优势，充分适应快速变化的市场需求与消费趋势，为平台的长期发展和创新提供支撑。公司十分重视 AI 项目的开发与应用，通过自主研发 AI 基座框架，覆盖模型层、推理层、应用层全栈能力，加速推动 AI 应用场景落地。具体来看，CG 平台推出的 AI 智能化运营平台 Yapping 通过开放生态架构、可视化流程引擎和场景化应用，显著提升了商户在社交平台自动回复、订单询单引导和客户数据分析等环节的效率，实现从单体智能向群体智能的跃迁，有效降低人力成本并优化获客、留存及转化率。

图 63: CG 平台搭建全链路贸易闭环



资料来源：Chinagoods 官网，申万宏源研究

图 64: 公司持续保持对 CG 平台的研发投入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

AI 自研产品深度赋能实体商户经营，为技术服务渗透率与付费转化率增长提供长期动能。据公司公告，中国小商品城集团通过 AI 技术深度赋能实体商户，打造出“数字老板娘”IP 并获央视认证，自主研发智能商品推荐、AI 多语言客服等 6 大数字化工具，24 年新增使用 AI 产品商户数 1.9 万家。其中 Chinagoods 平台推出的 AI 视频翻译、AI 店铺助理等 7 大应用累计访问量超 10 亿次，带动经营户私域流量活跃度增长 72%、深度使用用户订单增长 % 以上。平台还通过构建统一的会员体系覆盖市场、会展、酒店等六大场景，为会员提供 AI 品牌升级服务，包括智能设计生成和数据驱动的营销策略等，显著降低了商户设

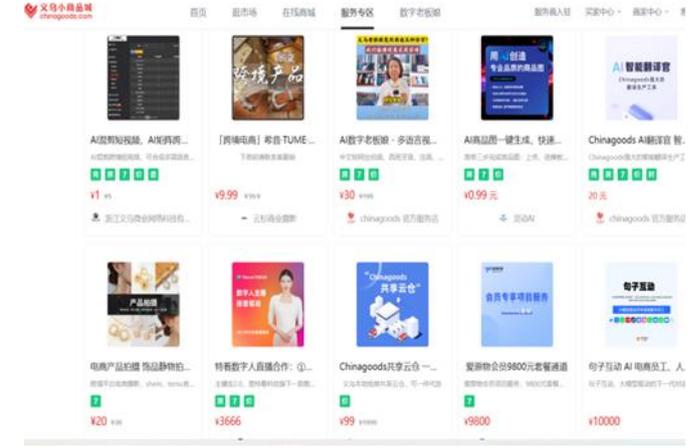
计成本并提高客单价。在硬件领域,公司与合作伙伴开发响应速度达毫秒级的端侧 AI 产品,推动小商品向高附加值转型。未来公司有望持续优化自研 AI 大模型应用能力,拓展跨境贸易等新场景,通过“低成本普惠+商业闭环”模式构建全球贸易 AI 生态,重塑行业价值链。

图 65: 公司近几年在 AI 应用开发方面多次取得突破



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 66: CG 平台部分 AI 功能的实现: 数字老板娘、短视频制作、实时翻译等



资料来源: Chinagoods 官网, 申万宏源研究

3.4 YiwuPay 推进一站式跨境支付解决方案, 打通跨境贸易堵点

义支付 (Yiwu Pay) 成立于 2012 年, 通过专业的全球支付服务能力, 金融合规能力和安全风控能力, 为国内外客户提供一站式跨境支付解决方案。其作为第三方支付机构, 功能实现上类似微信支付、支付宝, 通过资金清算与归集和支付清算结算机构、人行支付清算系统相连, 同时借助银行提供金融服务。与其他主流第三方支付机构不同的是, 义支付聚焦于跨境支付的数字化探索, 基于人工智能、云计算、大数据等前沿数字技术, 有效助力义乌 100 多万市场主体实现全面的贸易支付解决方案。

图 67: 义支付定位第三方支付机构提供支付服务



资料来源: 易观千帆, 申万宏源研究

收购牌照后义支付迎来发展机遇期，与中行、工行等国有四大行合作推进全球化跨境支付平台转型。据公司公告与义支付官网，义支付平台成立于 2012 年，成立以来即筹备支付牌照的相关申请但一直未获批准。后由于央行暂停发放新的支付牌照，公司转向存量市场寻求支付牌照收购，最终于 2022 年 6 月全资收购海尔网络并对其拥有支付牌照的全资子公司快捷通支付实现 100% 控股，并于同年 9 月取得跨境人民币业务资质。据义支付官网，2023 年 2 月平台正式发布“Yiwu Pay”品牌并上线跨境支付产品，11 月相继获得外汇业务资质许可和数字人民币跨境解决方案突破。2024 年 3 月实现首单迪拜跨境人民币业务落地，9 月联合中国工商银行在第三届全球数贸会发布跨境支付联动方案，标志着义支付已实现从本土支付企业向全球化跨境支付平台的转型。

表 8：义支付 22 年收购牌照后实现跨越式发展

时间	重要事项
2013.07	快捷通支付服务有限公司取得《中华人民共和国支付业务许可证》，正式成为获许在全国范围内从事互联网支付业务的第三方支付企业
2022.06	商城集团完成收购海尔网络并收到人民银行关于同意快捷通支付服务有限公司变更实际控制人的批复，持有后者 100% 股权，正式取得第三方支付牌照
2022.09	收到人民银行杭州中心支行批复，完成跨境人民币业务资质备案
2023.02	召开“Yiwu Pay 义支付”品牌发布会暨“ACP”冻卡无忧启动会，跨境支付产品正式上线
2023.11	国家外汇管理局正式批复义支付开展支付机构外汇业务资质许可
2023.11	义支付在第二届全球数贸会联合发布跨境数字人民币解决方案
2024.03	义支付首单迪拜跨境人民币业务落地
2024.09	义支付出席第三届全球数字贸易博览会并与中国工商银行发布跨境支付联动方案

资料来源：义支付官网，申万宏源研究

义支付作为持牌支付机构，构建了覆盖境内、跨境及增值服务的综合支付生态。据公司公告，义支付平台经营业务主要可以分为三类：1) 境内业务：通过银联、网联等通道为商户提供银行卡快捷支付、扫码支付、钱包支付及数字人民币收单服务。2) 跨境业务：聚焦进出口企业需求，提供全球代收付、外汇管理等一站式跨境资金解决方案。3) 支付服务业务：依托支付数据与商城征信合作，联合金融机构开发数据信贷模型，为商户提供供应链融资等增值服务，形成“支付+金融”的双轮盈利模式。

表 9：义支付主要业务模式覆盖境内外支付、金融增值服务等应用场景

业务类型	服务内容	目标客户	合作机构	收入模式	核心优势
境内支付业务	银行卡支付：支持银联卡快捷支付 扫码支付：微信、支付宝、银联等 钱包支付：银行/第三方电子钱包 数字人民币：数字人民币收单	国内电商、实体商户、零售企业	银联、网联、国内各大银行、数字人民币运营机构	支付手续费 (按交易额比例收取)	多支付方式覆盖、高并发处理能力、资金实时清算
跨境支付业务	全球代收付：支持多币种收款 (USD/EUR/GBP 等) 外汇结算：自动结汇至人民币 合规风控：反洗钱 (AML)、跨境资金申报	进出口贸易企业、跨境电商、外贸 SOHO	国际卡组织 (Visa/Mastercard)、海外银行、外汇管理局	跨境支付手续费+汇差收益	本地化结算、合规资质齐全、低汇率波动风险
支付服务业务	数据风控：基于交易流水生成征信报告	中小微企业、供应链上下游厂商	商业银行、商城征信、保理公司	金融服务费 (如贷款撮合)	支付数据反哺信贷评估、

1) 义支付与中国银行成功搭建国内首个“数字人民币 B2B 跨境结算平台”。该平台基于央行数字货币研究所的区块链技术架构，创新性地实现了“交易即结算”的跨境支付模式。通过 KY8+外汇申报系统与数字人民币钱包直连，构建了“TT 汇款→数字人民币兑换→境内结算”的全新资金链路，将单笔跨境交易时效从传统 72 小时大幅缩短至 8 秒，实现跨境贸易结算向数字货币结算系统的升级。

2) 义支付与工商银行合作完成了首笔基于货币桥的阿联酋迪拉姆 (AED) 直兑人民币 (CNY) 实时结算业务。该业务通过 ICBC 全球网络和货币桥系统构建了“境外本地汇款→货币桥兑换→义支付 ACS 账户结算”的完整闭环支付方案，完全规避了 SWIFT 中间环节，实现中东与中国贸易“零汇兑损失、实时到账”的突破性创新。

图 72: 义支付&中国银行/中国工商银行达成项目合作



资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

义支付平台引入大数据、机器学习算法等科技, 构建“三位一体”智能支付生态系统。在基础设施层, 平台高度重视交易数据的安全性, 采用先进端到端加密技术, 对数据进行层层加密处理, 确保从交易发起至结算完成的全程数据安全; 在风险防控层, 义支付部署了基于大数据和机器学习算法的智能风控系统, 能够实时监测每一笔交易的各项数据指标, 一旦发现任何可疑交易, 快速识别出潜在的风险, 并及时采取相应措施, 如暂时冻结交易等, 有效降低支付风险, 保障资金安全; 在运营保障层, 由合规、风控、反洗钱专家组成团队, 建立 7×24 小时应急响应机制, 为支付安全保驾护航。

3.5 国家发改委印发义乌深化改革方案, 推动义乌进口贸易创新发展

义乌市深化国际贸易综合改革总体方案出台, 推动义乌实现国内国外双循环畅通。2024 年 月 日, 国家发展改革委正式印发《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》,

提出 97 项具体改革举措，围绕市场采购贸易、内外贸一体化、商贸物流体系、要素市场制度和营商环境五大领域展开，旨在推动义乌从“卖全球”向“买全球卖全球”升级，为我国贸易强国建设探索经验。具体来看：为促进进口贸易持续健康发展，将优化进口消费品正面清单管理，强化数字化质量监管和全流程溯源，扩大国际检测认证互认。支持药品进口能力建设和平行进口业务发展。同时发挥综保区功能，优化跨境电商流程，促进“保税仓+海外仓”联动，拓展进口商品展示交易等新业态，提升贸易便利化水平。

表 10：国家发改委《总体方案》推动义乌进口贸易创新发展

政策领域	具体措施
正面清单管理	在安全可控前提下，对符合条件的进口消费品实行正面清单管理，优化通关流程，依托数字化平台加强质量安全监管，实行全流程溯源管理。
认证采信与国际互认	在我国已加入的合格评定双边/多边互认框架下，加大 CCC 认证对国外检测报告的采信力度。完善进口商品检测和认证服务体系，推动强制性产品认证实验室建设，支持第三方检测结果采信试点。
药品进口与检验能力	鼓励义乌参照药品进口口岸标准加强药品检验能力建设。
平行进口业务	支持符合我国法律法规及强制性标准要求家电等商品开展平行进口业务。
跨境电商发展	推动进口跨境电商线上线下联动发展，加强产业链整合，拓展多元化消费场景。允许免税店货物经综保区从境外进口，按规定配送。
综合保税区功能拓展	推动综保区与商品市场、铁路场站、航空口岸协同联动，发展展示交易、集拼中转、检测研发等业态。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

当前我国主流日用消费品进口模式制约进口贸易发展，义乌创新设立进口监管机制打开进口业务增量空间。据公司公告，当前我国日用消费品进口途径主要包括以下三种：1) 传统的一般贸易进口：最规范但流程相对繁琐的渠道。2) 快速发展的跨境电商进口：依托保税备货等模式实现高效通关。3) 存在监管盲区的灰色通道：包括出境旅游购物、“人肉”代购等非正规方式。在美妆、母婴用品等热门品类中，灰色渠道进口占比较高，给市场秩序和消费者权益保护带来挑战。因此，在总体方案指导意见下，义乌探索建立了一种新型的进口监管机制——“144 监管体系”：既能通过流程优化降低合规进口门槛，促进优质消费品进口，又能依托数字化手段实现全链条监管，确保进口商品质量安全。

图 73：当前我国日用消费品主要进口途径及面临痛点

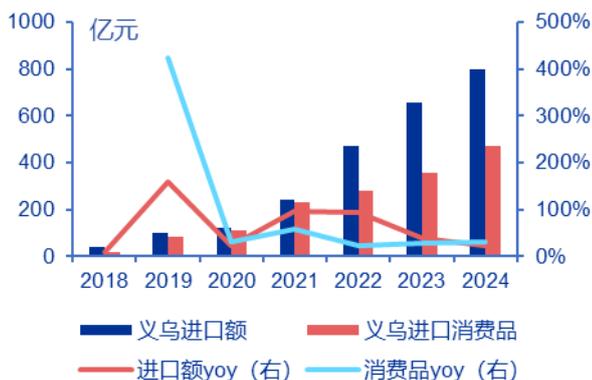


资料来源：公司公告，申万宏源研究

义乌进口贸易快速发展，创新试点有望激发长期增长潜能。据义乌市统计局，义乌近年来进口贸易增长势头强劲，24年实现进口总额799.7亿元，同比增长22.2%，占浙江省进口份额同比+1.0pct达5.9%，其中实现消费品进口额471.8亿元，同比增长30.5%。据公司公告，义乌商城集团作为进口贸易创新发展试点首批唯一试点企业，制定了首批试点商品清单，精选儿童玩具、日用杂货和家电三大品类开展试点，通过创新的“144监管体系”实现全流程监管。“1”指1个数字化监管平台。第一个“4”指的是4个限定，限定主体、限定商品、限定通道和区域、限定金额。第二个“4”指的是4项机制，包括溯源管理机制、双重监管机制、信用管理机制以及最高标准消费保障机制。

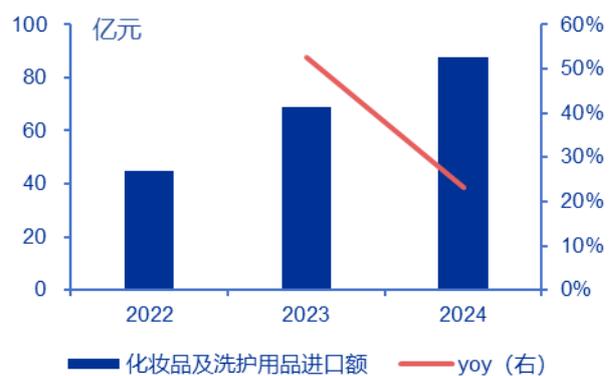
进口商品正面清单与“144监管体系”将从时效性、认证费用等维度利好商品进口，有效降低进口门槛实现品类扩围。据浙江省经济信息中心，此次正面清单试点旨在推动产品快速、合规进入中国市场，对能够符合要求的国外检测结果主动予以采信，避免重复检测认证。我们判断此举将显著利好清单内品类进口，据出海跨境通，以化妆品为例进口普通类化妆品一般备案取证需要2-3个月，单品检测费用一般在数万元，免除国内备案认证将显著提升进口商品时效性并降低初期费用。据新华网，该模式显著提升进口贸易效率，推动检测认证效率提高75%，成本降低15%-30%，帮助2800多家中小微企业降低进口门槛。据义乌市统计局，当地进口传统优势品类——化妆品与洗护用品24年进口增速为23%，同比-29.7pct，随着进口消费品正面清单管理制度不断深化，清单内进口品类预计将不断丰富，进口业态有望从单一优势品类高增转向多品类共同增长，推动进口贸易生态可持续发展。

图 74：义乌进口贸易快速发展，为试点改革提供坚实基础



资料来源：义乌市统计局，申万宏源研究；注：以24年为统一口径，部分23年以前数据为据同比增速推算

图 75：优势品类化妆品与洗护用品进口增速放缓



资料来源：义乌市统计局，申万宏源研究；注：22年数据为23年数据按同比增速推算

义乌小商品城依托综保区强劲的进口增长势头和日趋完善的贸易基础设施，正加速构建“进出口双轮驱动”新格局。通过全球中心仓数字化监管平台、本地化检测体系等创新举措，叠加二期封关运营带来的扩容空间，为出口业务提供了高效的通关、检测和物流支撑。新引进的15家跨境电商平台和5个亿元级供应链仓，将助力商户拓展全球分销网络。随着进口集散功能增强带动的产业链集聚效应，义乌出口业务将实现从传统小商品批发向“全球采购+跨境分销”的高附加值模式升级，进一步巩固其全球小商品贸易枢纽地位。

1表 2024年义乌综保区实现全面发展

指标类别	具体成果
进口业绩	实现进口额 513 亿元，同比增长 35%，位列浙江省综保区第 3 名
项目引进	新签约保税加工项目 5 个、头部跨境电商平台 15 个，落地亿元以上供应链品牌仓 5 个
创新项目	全球中心仓数字化监管平台列入"2024 年浙江省进口高质量发展项目计划"
检验便利化	"最多检一次"扩面至 27 家企业，完成 86 批次进口食品预检验
检测效率提升	实现燕窝、咖啡本地化检测（本地检测率提升 70%+），外送检测时效从 30 天压缩至 10 天内
基础设施建设	综保区二期通过封关验收，为扩大进口规模奠定基础

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

分业态来看：

- 1) 市场经营：**我们认为市场经营业务将继续保持高速增长。据公司公告，第六代新市场全球数贸中心将于 25 年 10 月正式对外开业，其中市场板块面积达 41 万平方米，可租面积约 17 万平方米，预计未来稳定贡献年租金 4 亿元左右。同时数贸中心一次性招商选商收入也将随着招商节奏分别于 25-27 年分步确认，预计分别实现 25/35/40 亿元。据 23 年年报披露，公司于当年更新租金测算模型，未来 3 年存量店铺租金年增长率不低于 5%，我们保守估计商贸城市场 25-27 年租金 CAGR 为 6%，宾王市场等其他专业市场租金 CAGR 为 3%。综上，我们预计市场经营业务在 25-27 年收入分别为 63.5/75.4/81.0 亿元，同比增速分别为 38.7%/18.7%/7.5%。
- 2) 贸易服务：**我们认为贸易服务业务将进入高速发展期。25 年开年以来我国互联网企业加大投入 AI 战略，国内推理需求持续爆发，实体商品贸易作为承接 AI 应用端需求的重要载体，预计“AI+商业”将实现跨越式发展。我们预计在 AI 技术赋能、与数贸中心联动产生协同效应的影响下 Chinagoods 平台加速生态构建，平均会员费 25-27 年分别增长 35%/30%/25%，AI 等增值服务费实现 0.6/1.6/2.4 亿元。另一方面，国际不确定性增加的背景下人民币国际化重要性不断提升，跨境支付行业有望迎来重要催化，公司义支付平台有望实现强劲增收。综上，我们预计贸易服务业务营收在 25-27 年分别实现 10.8/16.9/24.7 亿元，同比增速 46.1%/56.8%/45.7%。
- 3) 配套服务：**我们认为配套服务业务将保持稳定增长。公司配套服务包括酒店服务与会展服务两个板块，随着线下市场热度不断提升，客流的复苏将带动酒店实现 RevPAR 与 OCC 的同步改善；政策端大力推进对企业“走出去”的服务，公司会展业务也有望迎来业绩修复。综上，我们预计配套服务业务在 25-27 年收入分别为 4.7/5.0/5.5 亿元，同比增速分别为 5%/7%/10%。
- 4) 商品销售：**我们认为商品销售业务有望迎来新的发展机遇。据公司公告及政府官网，24 年 12 月义乌市深化国际贸易综合改革总体方案出台，推动义乌向“买全球卖全球”双规并行发展，预计将带动进口业务加速发展。综上，我们预计商品销售业务

在 25-27 年收入分别为 112.0/145.8/184.7 亿元，同比增速分别为 21.0%/30.1%/26.7%。

综上，我们预计公司 25-27 年收入为 199.6/253.8/309.5 亿元，同比增速为 26.8%/27.2%/21.9%。我们预计公司将继续推进成本控制，强化业务间协同降本，预计公司 25-27 年毛利率分别为 34.4%/34.0%/32.7%。

表 12：小商品城收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	60	76	113	157	200	254	309
yoy	62%	26%	48%	39%	27%	27%	22%
毛利率	33%	15%	26%	31%	34%	34%	33%
市场经营							
营业收入	24	17	31	46	63	75	81
yoy	13%	-29%	81%	49%	39%	19%	8%
占比	40%	22%	27%	29%	32%	30%	26%
毛利率	64%	43%	72%	84%	84%	85%	85%
贸易服务							
营业收入	3	4	6	7	11	17	25
yoy	43%	20%	43%	23%	46%	57%	46%
占比	6%	6%	5%	5%	5%	7%	8%
毛利率	54%	47%	70%	85%	87%	90%	93%
配套服务							
营业收入	2	3	5	4	5	5	6
yoy	0%	5%	79%	-4%	5%	7%	10%
占比	4%	3%	4%	3%	2%	2%	2%
毛利率	-4%	17%	24%	20%	20%	21%	22%
商品销售							
营业收入	26	49	68	93	112	146	185
yoy	576%	91%	37%	36%	21%	30%	27%
占比	43%	65%	60%	59%	56%	57%	60%
毛利率	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
其他							
营业收入	4	3	4	7	9	11	14
yoy	-38%	-35%	25%	96%	20%	25%	27%
占比	7%	4%	3%	5%	4%	4%	4%
毛利率	65%	60%	61%	42%	44%	45%	46%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：各项营业收入数据单位为亿元人民币

期间费用假设：1) 销售费用：公司 20-24 年销售费用率逐年下降，我们预计公司 25-27 年销售费用率延续趋势分别为 1.9%/1.7%/1.5%；2) 管理费用：公司近年来持续推进内部管控降本增效，管理费用率逐年下降，但考虑到新市场开业人员薪酬等费用提升，我们预计公司 25-27 年管理费用率分别为 3.8%/3.6%/3.3%；3) 研发费用：公司持续投入数字化转型，但由于营收增长较快因此研发费用率始终保持较低水平，预计 25-27 年研发费用率分别为 .%/./.%。

综上，小商品城作为全球小商品贸易的核心枢纽，依托线下专业市场构建起国际贸易综合服务体系，并通过布局“AI+”数字化线上平台与现代化贸易服务支持构筑差异化竞争壁垒。关税波动的压力测试下义乌外贸韧性进一步验证，线上线下融合的“交易+金融+物流”贸易产业链已具备规模效应和不可替代性，看好深化改革下公司“卖全球”与“买全球”协同并进，业绩成长空间进一步释放。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 40.51/53.71/63.45 亿元，同比分别增长 31.8%/32.6%/18.1%。

4.2 估值分析

可比公司相对估值：目标价 26.4 元。

小商品城当前主要经营业务涵盖市场经营、贸易服务、配套服务以及商品销售四个大类，具备商贸零售专业批发市场+线上电商综合平台+数字支付服务平台多重属性。我们针对这三个板块分别选取了业内具备代表性、与小商品城业务相似的公司作为可比公司进行相对估值。

专业批零市场：农产品：运营全国多家农产品批发市场及线上市场，战略定位现代农产品流通全产业链资源提供商和服务商。

线上电商平台：1) 焦点科技：主营外贸 B2B 电子商务平台及跨境贸易综合服务，研发并运营了中国制造网、百卓采购网、新一站保险网三大电子商务平台。2) 阿里巴巴：运营的淘天为我国最大的电商平台之一，同时集团生态中也涵盖数字支付、金融服务等与公司相关的业务。

数字支付产业链：1) 新大陆：集智能终端、数字化金融服务能力为一体的数字化服务商，子公司拥有全国性银行卡收单业务牌照，提供综合支付服务及金融科技服务。2) 京北方：主业是向以银行为主的金融机构提供信息技术服务，旗下经营供应链金融服务平台、数字人民币系统等核心产品。

我们认为，小商品城经历 30 多年五代市场的迭代发展，存量市场经营稳健增收，新开业第六代市场全球数贸中心“选位费+租金”的商业模式开拓了充足增量空间。同时公司积极推进线上线下融合，“AI+产业”战略不断取得进展，数智赋能不仅仅停留于内部降本增效以及产品创收，长期来看各项新业务成长前景乐观。

考虑到小商品城归母净利润预测增速较高，较大幅度领先于可比公司，直接以可比 PE 估值不能完全反映公司高成长性优势，因此我们改用 PEG 法进行可比估值，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 40.51/53.71/63.45 亿元，对应 25 年 PEG 为 1.03，可比公司 25 年 PEG 均值为 1.42。给予公司 2025 年可比公司 1.42x PEG，对应目标价 26.4 元，较当前上行空间 38%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价/元	市值/亿元	归母净利润 (百万元)			25-27E		PE		PEG
		//	当地货币	E	E	E	CAGR	E	E	E	E
BABA.N	阿里巴巴*	115.96	2765	171380	188565	201612	8%	12	11	10	1.37

000061.SZ	农产品	6.52	111	432	508	648	23%	26	22	17	1.14
002315.SZ	焦点科技*	41.23	131	553	669	804	21%	24	20	16	1.15
002987.SZ	京北方	14.64	127	358	425	507	19%	35	30	25	1.87
000997.SZ	新大陆*	29.81	308	1375	1692	1794	14%	22	18	17	1.57
行业平均								24	20	17	1.42
600415.SH	小商品城	19.14	1050	4051	5371	6345	25%	26	20	17	1.03

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：可比公司归母净利润参考 Wind 一致预期，带*公司归母净利润预测采用申万预测；A 股公司收盘价截至 6 月 16 日，美股公司收盘价截至 6 月 16 日

5. 风险提示

1、关税及地缘政治风险。中美关税风险阶段性缓和，但未来仍存在较大不确定性，若双边谈判未能达成共识，中国与欧洲等其他市场也未能形成合作协议，义乌出口可能面临较大压力，进而拖累公司市场经营基本盘。

2、新业务发展不及预期。公司新业务 CG、义支付等平台近几年发展势头良好，但如果未来相关业务发展遭受内部瓶颈或外部冲击，存在进展不及预期的风险。

3、新市场经营不及预期。全球数贸中心为公司近年最大的投资项目，被视作是公司主营业务的重要增量，若新市场开业招商及运营效果不及预期，公司营收可能面临较大风险。

4、行业竞争加剧。公司业务从属商品贸易，仍面临阿里巴巴、拼多多等电商平台带来的竞争压力，未来与存量及新玩家的竞争加剧可能使公司业绩受损。

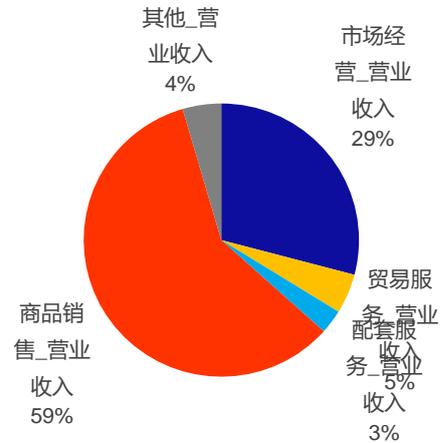
财务摘要

合并损益表

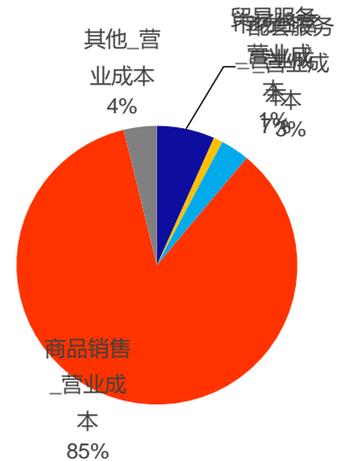
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,300	15,737	19,957	25,379	30,946
营业收入	11,300	15,737	19,957	25,379	30,946
市场经营_营业收入	3,074	4,578	6,349	7,536	8,098
贸易服务_营业收入	602	739	1,079	1,692	2,465
配套服务_营业收入	467	448	471	504	554
商品销售_营业收入	6,792	9,257	11,200	14,575	18,467
其他_营业收入	365	715	857	1,072	1,361
营业总成本	9,399	12,039	14,645	18,606	22,811
营业成本	8,306	10,798	13,097	16,746	20,826
市场经营_营业成本	866	720	993	1,153	1,211
贸易服务_营业成本	182	114	137	162	184
配套服务_营业成本	357	358	376	397	433
商品销售_营业成本	6,758	9,193	11,110	14,444	18,264
其他_营业成本	143	412	480	590	735
税金及附加	146	214	271	344	420
销售费用	240	321	388	442	477
管理费用	560	581	758	914	1,021
研发费用	22	23	38	48	43
财务费用	125	102	93	112	24
其他收益	32	45	48	53	60
投资收益	1,068	263	316	347	398
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-52	13	-1	0	0
信用减值损失	2	-13	5	2	-3
资产减值损失			0	0	0
资产处置收益	154	0	0	0	0
营业利润	3,105	4,007	5,680	7,175	8,589
营业外收支	103	22	43	56	40
利润总额	3,208	4,029	5,722	7,231	8,629
所得税	527	950	1,668	1,852	2,277
净利润	2,681	3,078	4,055	5,379	6,353
少数股东损益	5	5	3	8	8
归母净利润	2,676	3,074	4,051	5,371	6,345

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

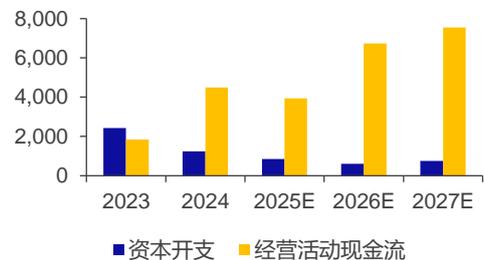


合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,681	3,078	4,055	5,379	6,353
加：折旧摊销减值	695	903	869	912	937
财务费用	196	143	93	112	24
非经营损失	-1,178	-267	-315	-347	-398
营运资本变动	-660	686	-595	566	669
其它	109	-39	-158	123	-29
经营活动现金流	1,845	4,491	3,949	6,744	7,556
资本开支	2,427	1,242	849	608	747
其它投资现金流	1,052	2,465	-72	-214	-55
投资活动现金流	-1,375	1,223	-921	-822	-802
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	1,098	-1,646	-1,512	473	-3,240
支付股利、利息	595	1,402	1,938	2,542	3,246
其它融资现金流	-43	-47	3,500	0	0
融资活动现金流	460	-3,095	50	-2,070	-6,486
净现金流	929	2,618	3,077	3,852	268

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

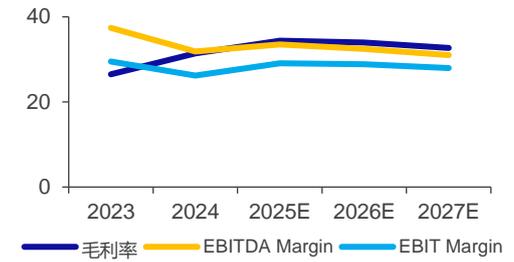
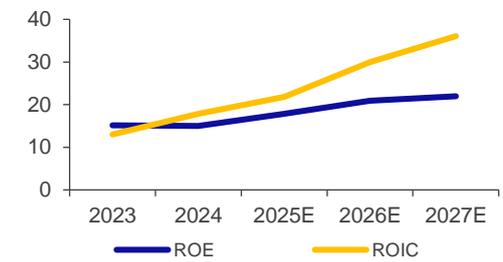
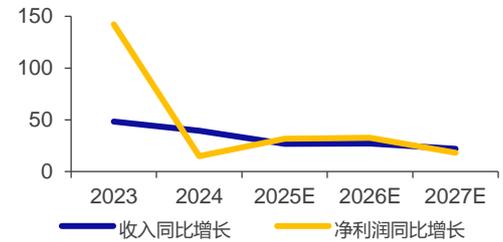
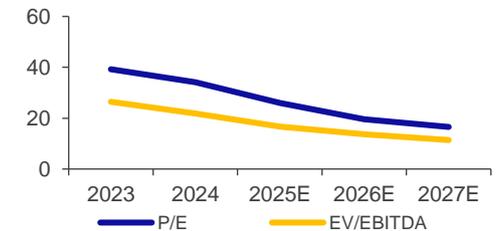
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,544	9,734	13,586	17,951	18,958
现金及等价物	2,938	5,940	9,125	13,126	13,608
应收款项	1,694	1,712	1,717	1,718	1,716
存货净额	1,247	1,358	2,019	2,381	2,910
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	665	725	725	725	725
长期投资	9,049	9,100	9,395	9,858	10,148
固定资产	8,896	7,805	7,637	7,865	8,242
无形资产及其他资产	11,729	12,530	12,674	12,140	11,576
资产总计	36,219	39,168	43,291	47,813	48,924
流动负债	13,732	17,569	15,909	17,330	18,774
短期借款	1,799	3,825	2,257	2,627	2,903
应付款项	2,489	2,491	3,823	4,527	5,452
其它流动负债	9,444	11,253	9,829	10,176	10,419
非流动负债	4,783	1,027	4,582	4,685	1,169
负债合计	18,515	18,596	20,491	22,015	19,944
股本	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,593	2,344	2,344	2,344	2,344
其他综合收益	23	111	128	178	230
盈余公积	1,880	2,162	2,534	3,027	3,609
未分配利润	8,704	10,400	12,236	14,683	17,223
少数股东权益	16	69	72	80	87
股东权益	17,704	20,572	22,800	25,798	28,980
负债和股东权益合计	36,219	39,168	43,291	47,813	48,924

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.56	0.74	0.98	1.16
每股经营现金流	0.34	0.82	0.72	1.23	1.38
每股红利	0.00	0.00	0.34	0.44	0.59
每股净资产	3.23	3.74	4.14	4.69	5.27
关键运营指标(%)					
ROIC	13.0	17.8	21.8	29.9	36.1
ROE	15.1	15.0	17.8	20.9	22.0
毛利率	26.5	31.4	34.4	34.0	32.7
EBITDA Margin	37.4	31.9	33.5	32.5	31.0
EBIT Margin	29.5	26.2	29.1	28.9	28.0
营业总收入同比增长	48.3	39.3	26.8	27.2	21.9
归母净利润同比增长	142.3	14.9	31.8	32.6	18.1
资产负债率	51.1	47.5	47.3	46.0	40.8
净资产周转率	0.64	0.77	0.88	0.99	1.07
总资产周转率	0.31	0.40	0.46	0.53	0.63
有效税率	24.6	25.2	30.8	26.9	27.7
股息率	0.0	0.0	1.7	2.3	3.0
估值指标(倍)					
P/E	39.2	34.2	25.9	19.5	16.5
P/B	5.9	5.1	4.6	4.1	3.6
EV/Sale	9.9	7.0	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	26.4	21.9	16.7	13.6	11.4
股本	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。