



Research and
Development Center

新品类驱动增长，数贸改革打开成长新空间

—小商品城(600415)公司首次覆盖报告

2025年12月26日

范欣悦 商社首席分析师

执业编号：S1500521080001

邮箱：fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社零售分析师

执业编号：S1500525030003

邮箱：luyanling@cindasc.com

证券研究报告

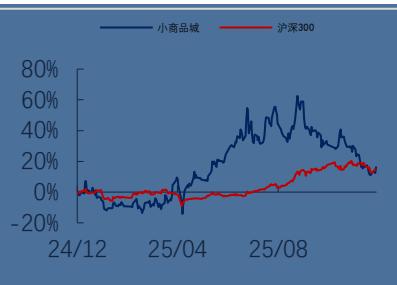
公司研究

公司首次覆盖报告

小商品城(600415)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.41
52周内股价波动区间(元)	23.02-12.15
最近一月涨跌幅(%)	-10.69
总股本(亿股)	54.84
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	899.85

资料来源：聚源，信达证券研发中心

新品类驱动增长，数贸改革打开成长新空间

2025年12月26日

报告内容摘要：

小商品市场行业领导者，打造“全球一流”贸易综合服务商。公司锚定“打造一流的国际贸易综合服务商”的战略目标，通过建立商品展示交易生态、配套服务生态、贸易服务生态三大生态，提升贸易效率，持续为小商品流通创造价值。2024年公司业绩表现亮眼，实现营业收入157.4亿元，同比增长39.3%，归母净利润30.7亿元，同比增长14.9%。

义乌市进出口贸易持续繁荣，“1039”与自贸协定创造出海机遇。义乌市进出口贸易总额近年来持续增长，2023年达5,660.5亿元，同比增长18.2%，其中出口总额达5,005.7亿元，首次突破5,000亿元大关。“1039”市场采购贸易模式免增值税、结汇灵活、申报简易等优点极大降低小商品出口的通关时间和通关成本，同时“一带一路”及RCEP持续拉动国际需求，利好小商品出海。

市场扩容挖掘新增长动力，数智化转型打造业务新业态。义乌中国小商品城持续扩容，国际商贸城二区东市场1-2层已于2023年3月开业，全球数贸中心于2022年11月动工，截至2025H1市场板块建设已顺利竣工.chinagoods平台已上线小商AI、数字人、AI智能商品发布、智能扣图等AIGC功能，赋能商家经营提效，2024H1平台实现GMV450亿元，活跃度不断提升。Yiwu Pay积极为chinagoods平台、市场、供应链等商城生态提供个性化的支付结算服务，支付链路不断完善。

小商品城作为义乌国际贸易核心载体，依托深化国贸综合改革政策红利，在AI商贸服务、数字人民币跨境支付、进口贸易创新、全球数贸中心建设四大新品类新业务领域实现突破性发展。2025H1公司营收77.13亿元(yoy+13.99%)，归母净利润16.91亿元(yoy+16.78%)，其中贸易服务板块营收同比激增43.16%，新业务成为业绩增长核心引擎。我们认为，公司凭借“市场主业+贸易服务”双轮驱动架构，叠加新品类场景落地与市场化定价机制完善，后续成长空间广阔。

盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为43.14/55.84/66.78亿元，当前股价对应PE分别为20.9X/16.1X/13.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：宏观经济周期风险，地缘政治与供应链重构风险，关税及贸易摩擦升级风险，新业务培育与投入效果不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,300	15,737	19,682	24,465	29,485
增长率YoY %	48.3%	39.3%	25.1%	24.3%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,676	3,074	4,314	5,584	6,678
增长率YoY%	142.3%	14.9%	40.4%	29.4%	19.6%
毛利率%	26.5%	31.4%	33.8%	34.9%	34.9%
净资产收益率ROE%	15.1%	15.0%	19.3%	22.7%	24.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.56	0.79	1.02	1.22
市盈率P/E(倍)	33.62	29.28	20.86	16.11	13.48
市净率P/B(倍)	5.09	4.39	4.03	3.65	3.34

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年12月25日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

1.小商品城：国企排头兵，小商品市场行业领导者	6
1.1定位“全球一流”贸易综合服务商，不断完善三大业务生态	6
1.2市场结构升级叠加数字化转型，把握增长机会时点	8
1.3营业收入稳定增长，成本控制带动期间费用率持续下降	8
2.国际贸易繁荣，政策支持带来小商品贸易增长机会	10
2.1“1039”带动出口增长，通关难度降低助力小商品出海	11
2.2自贸协定带来国际机遇，地方政策大力支持小商品城发展	12
2.3进口贸易创新试点：正面清单破局“买全球”，消费与贸易双受益	12
2.4全球数贸中心：市场化定价增厚业绩	13
3.数贸转型赋能业务增长，品牌出海寻求新增长动力	14
3.1市场经营景气度持续回升，线下市场扩容挖掘新增长动力	14
3.2商品销售持续扩张，酒店展会双向赋能	15
3.3加快推进数字化改革，打造一流国际贸易综合服务商	17
3.3.1 AI 赋能全链路贸易闭环，chinagoods 助力数字化转型	17
3.3.2 支付链路持续完善，Yiwu Pay 跨境收款保障卖家出海权益	19
3.4多维度全球布局，共同助力品牌出海	20
4.盈利预测与投资评级	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资评级	22
5. 风险提示	23

图 目 录

图 1: 小商品城公司发展历程	6
图 2: chinagoods 国际布局	7
图 3: 公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）	7
图 4: 公司 2020 年股权激励业绩考核条件	8
图 5: 公司近三年市值复盘（截至 2025 年 12 月 16 日）	8
图 6: 2019-2024 公司营业收入及增速（亿元）	9
图 7: 2019-2024 公司归母净利润及增速（亿元）	9
图 8: 2018-2023 年义乌中国小商品城市场成交额（亿元）	9
图 9: 2019-2024 年公司各业务板块营业收入（亿元）	10
图 10: 2019-2024 年公司各业务板块毛利（亿元）	10
图 11: 2019-2024 公司毛利率、归母净利率	10
图 12: 2019-2024 公司期间费用率	10
图 13: 2018-2024 年义乌市进出口总额（亿元）	11
图 14: 2018-2024 年义乌市出口总额占进出口总额比重	11
图 15: 市场采购贸易与一般贸易对比	11
图 16: 2013-2024 年义乌市市场采购贸易出口情况（亿元）	12
图 17: 义乌市对“一带一路”沿线国家出口额（亿元）	12
图 18: 2014-2024 年“义新欧”班列开行列数（列次）	12
图 19: 全球数贸中心五大功能板块图	13
图 20: 2022-2025Q1 中国小商品城季度成交额（亿元）	14
图 21: 小商品城各经营市场情况（截至 2025 年 10 月）	14
图 22: 二区东新能源产品市场鸟瞰图	15
图 23: 全球数贸中心建筑布局	15
图 24: 公司商品销售业务规模（亿元）及毛利率	15
图 25: 日本大阪义乌市场开业	16
图 26: 银都酒店	17
图 27: 第 31 届义博会	17
图 28: 公司数字贸易生态	17
图 29: 2019-2024 年公司贸易服务收入（亿元）及毛利率	17
图 30: 1688 平台与义乌小商品城数字馆发布会	18
图 31: 2021H1-2023H1 chinagoods 平台 GMV（亿元）	18
图 32: chinagoods 全链路贸易闭环示意图	18
图 33: “世界义乌”商贸大模型沙盒测试启动仪式	19
图 34: Yiwu Pay 跨境结算流程示意图	19
图 35: Yiwu Pay 跨境收款趋势	20

图 36: 公司海外仓分布图 (截至 2025 年 12 月)	21
图 37: 迪拜中国小商品城.....	21
图 38: 小商品城业务预测 (百万元)	22
图 39: 可比公司估值对比.....	23

投资聚焦:

报告亮点: 深入论证公司在市场经营、数字贸易生态和全球化布局等方面的竞争优势，测算公司新业务增长潜力，并结合政策红利与市场化定价机制，进行成长性分析，深入剖析义乌进出口贸易繁荣的现状，用以支撑公司“市场主业+贸易服务”双轮驱动的增长逻辑。

投资逻辑:

公司是小商品市场行业领导者，定位“全球一流”贸易综合服务商。公司依托义乌国际贸易核心载体优势，通过建立商品展示交易生态、配套服务生态、贸易服务生态三大生态，提升贸易效率。2024年公司营业收入157.4亿元，归母净利润30.7亿元，同比增长39.3%和14.9%。2025H1贸易服务板块营收同比激增43.16%，新业务成为业绩增长核心引擎。

品类驱动增长，数贸改革打开新空间。公司依托深化国贸综合改革政策红利，在AI商贸服务、数字人民币跨境支付、进口贸易创新、全球数贸中心建设四大新业务领域实现突破性发展。全球数贸中心采用市场化定价机制，租金动态调整，显著提升盈利水平；Yiwu Pay 累计开通跨境人民币账户超2万个，2024H1交易额超120亿元；chinagoods平台2024H1 GMV达450亿元，AIGC功能赋能商家提效。公司凭借“市场主业+贸易服务”双轮驱动架构，成长空间广阔。

义乌贸易持续繁荣，政策红利释放潜力。义乌市进出口总额持续增长，2024年达6689.3亿元，同比增长18.2%，其中出口占比超85%。“1039”市场采购贸易模式免征增值税、结汇灵活，降低小商品出口成本；RCEP及“一带一路”政策拉动国际需求，利好小商品出海。进口贸易创新试点落地，首批35种商品清单提升通关效率，成本下降15%-30%。

数智化转型赋能，全球化布局加速。公司加快数字化改革，chinagoods平台注册采购商超409万人，覆盖150余个国家；Yiwu Pay为商城生态提供个性化支付结算服务；海外仓布局超210个，面积超190万平方米。公司通过线下市场扩容、线上平台协同及海外渠道拓展，持续强化全球贸易服务能力。

行业定位：全球小商品贸易生态核心运营商。公司是义乌小商品市场独家经营主体，拥有全球最大的小商品集散地资源，市场建筑面积超800万平方米，汇集26个大类、210万种商品，服务产业链上下游超210万家中小微企业。通过构建“市场主业+数字贸易+跨境服务”三大生态，公司从传统市场管理者转型为覆盖展示交易、支付结算、仓储物流、数据赋能的全链条国际贸易综合服务商，在国内综合商品交易市场中占据领先地位。

数字化驱动的全球贸易枢纽。公司以“1039”市场采购贸易模式为核心抓手，依托义乌进出口总额超6600亿元的规模优势，打通“组货-报关-结算-物流”全流程数字化闭环。通过chinagoods平台、Yiwu Pay跨境支付、FBC海外仓网络三大支柱，形成“线下市场集群+线上数字平台+跨境基础设施”的立体化贸易服务体系，成为连接中国制造与全球需求的关键节点，助力中小微企业实现“一键出海”。

1. 小商品城：国企排头兵，小商品市场行业领导者

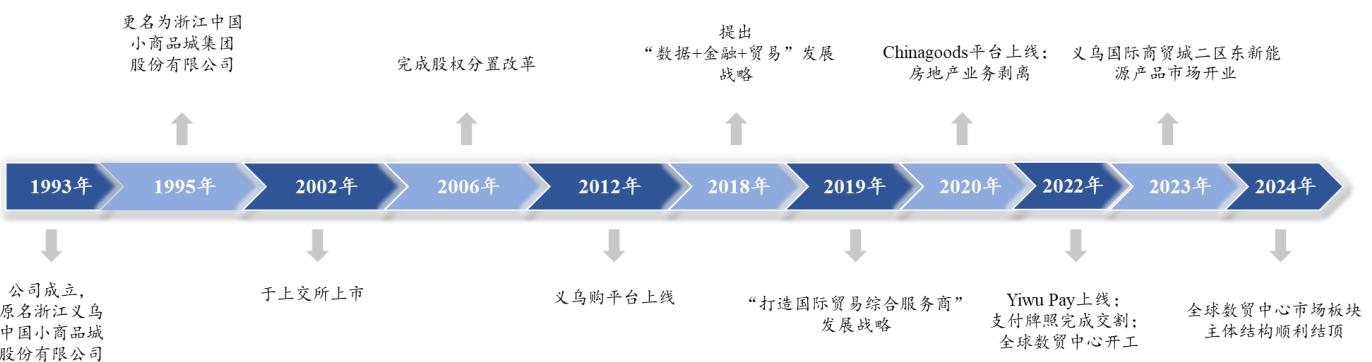
小商品城作为义乌国际贸易核心载体，依托深化国贸综合改革政策红利，在AI商贸服务、数字人民币跨境支付、进口贸易创新、全球数贸中心建设四大新品类新业务领域实现突破性发展。2025H1公司营收 77.13 亿元(yoy+13.99%)，归母净利润 16.91 亿元(yoy+16.78%)，其中贸易服务板块营收同比激增 43.16%，新业务成为业绩增长核心引擎。我们认为，公司凭借“市场主业+贸易服务”双轮驱动架构，叠加新品类场景落地与市场化定价机制完善，后续成长空间广阔。

1.1 定位“全球一流”贸易综合服务商，不断完善三大业务生态

小商品市场头部企业，创新发展巩固优势。浙江小商品城集团股份有限公司成立于1993年12月，主要从事市场开发经营及配套服务和商品销售，提供网上交易平台等业务。2002年5月，公司于上海证券交易所上市。公司三十年来深耕市场主业，义乌市场作为当前全球最大的小商品集散地，历经5次升级，10次扩建，截至2023年底，市场从业人员超过20万人，经营商铺达7.5万个，市场主体总量超过100万户，汇集了26个大类、210万种商品。近年来，公司积极发展数字贸易，提出“以市场为主业，以数字为纽带，以平台为支撑，打造国际贸易综合服务商”的发展战略，不断巩固提升核心竞争力，促进公司从市场管理者向贸易综合服务商转变。

剥离房地产业务，聚焦市场主业。2020年7月12日，公司与商城控股签订了股权转让协议，将子公司商城房产及浦江绿谷各51%的股权转让至商城控股，处置后公司对商城房产和浦江绿谷的持股比例由100%下降为49%，并于同年7月15日完成了公司章程修改和工商变更登记。故自2020年7月15日起，公司不再将商城房产和浦江绿谷纳入合并范围，完成房地产业务的剥离。

图 1：小商品城公司发展历程



资料来源：小商品城集团官网、信达证券研发中心

锚定“全球一流”战略定位，不断丰富完善三大业务生态。公司致力于为全球中小微企业搭建共享式贸易服务平台，通过建立商品展示交易生态、配套服务生态、贸易服务生态三大生态，降低贸易成本、缩短贸易链条、提升贸易效率，持续为小商品流通创造价值。线上交易平台 Chinagoods 自 2020 年 10 月上线以来，依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源，服务产业链上游 200 万家中小微企业，以贸易数据整合为核心驱动，对接供需双方在生产制造、展示交易、仓储物流等环节的需求。2022 年 8 月起，公司对快捷通品牌开展迭代升级，打造全新品牌 Yiwu Pay 义支付，联动公司 Chinagoods 平台、进出口公司、市场运营公司等板块共同推进数字人民币应用工作，为市场贸易提供合规、安全、高效的一体化支付解决方案。同时，公司与中远海运、普洛斯合作，成立了合资公司智捷元港，合资公司发挥各方资源优势，打造数字化跨境物流第三方交付平台，融入公司现有的业务体系。

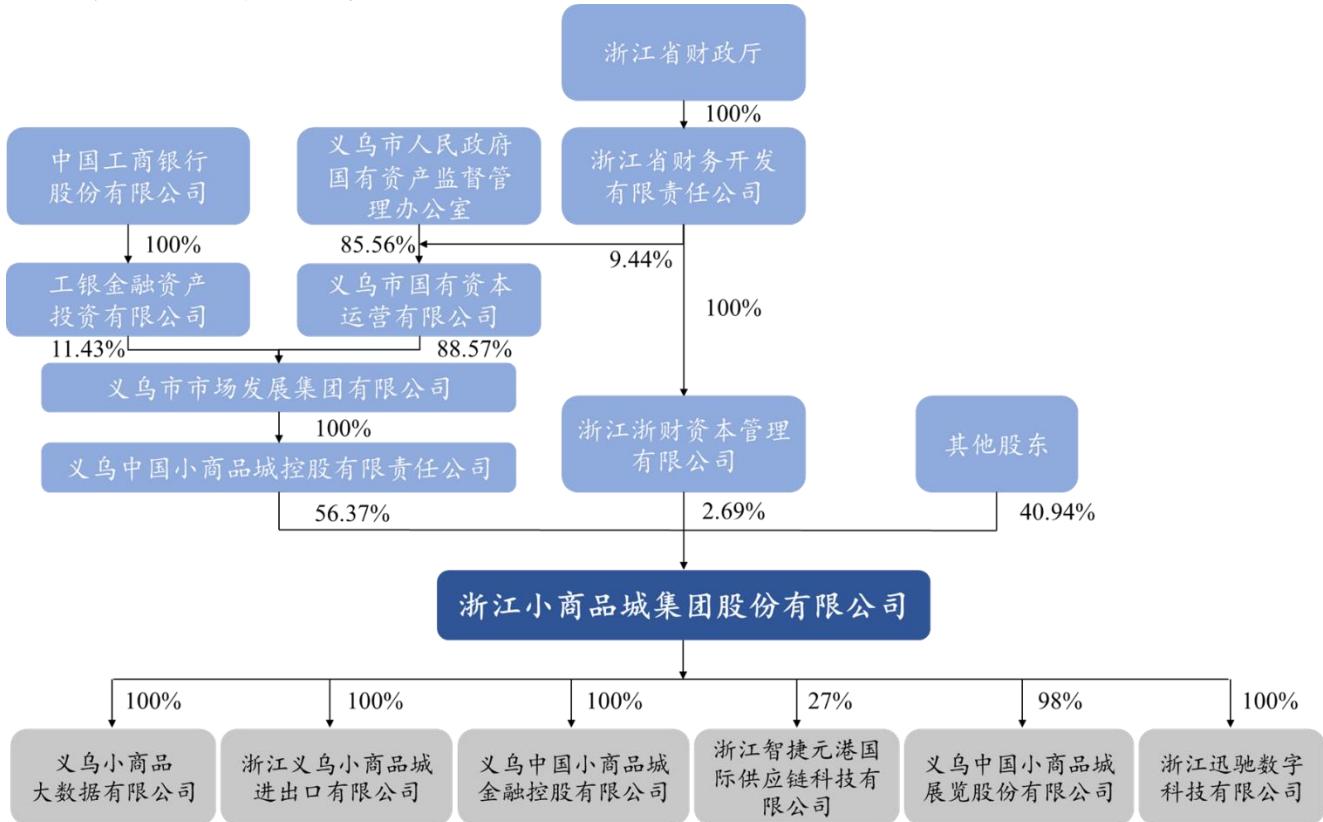
图 2: chinagoods 国际布局



资料来源：小商品城集团官网、信达证券研发中心

国资背景资源优势，义乌市国资委为公司实际控制人。据 2025 年三季报，当前公司实际控制人为义乌市国资委，第一大股东义乌中国小商品城控股有限责任公司持股 56.37%，第二大股东为浙江浙财资本管理有限公司，持股比例 2.69%。公司股权结构高度集中，国资比例较高，在充分利用政策及资源等方面具备天然优势。

图 3: 公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

高管多为体制内背景，股权激励激发国企活力。公司高管中多人拥有体制内工作经历，且多为义乌市政府、国资委等浙江、义乌当地机关单位，凸显公司国资控股属性，高管个人的工作经验及人脉资源也使公司能够充分利用国资背景，综合政策、地方政府支持等各方面优势，为公司发展提供助力。公司于 2020 年公布股权激励政策，授予公司董事、中高层管理人员、核心技术骨干等共计 405 人限制性股票，业绩考核期为 2021-2023 年，其中 2021 年业绩考核条件已超额完成。

图 4: 公司 2020 年股权激励业绩考核条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	以2019年业绩为基数，2021年营业收入增长率不低于75%；2021年每股收益不低于0.20元，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平；2021年主营业务收入占营业收入比重不低于90%；2021年公司创新业务chinagoods平台GMV不低于130亿元。
第二个解除限售期	以2019年业绩为基数，2022年营业收入增长率不低于120%；2022年每股收益不低于0.22元，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平；2022年主营业务收入占营业收入比重不低于90%；2022年公司创新业务chinagoods平台GMV不低于240亿元。
第三个解除限售期	以2019年业绩为基数，2023年营业收入增长率不低于180%；2023年每股收益不低于0.25元，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平；2023年主营业务收入占营业收入比重不低于90%；2023年公司创新业务chinagoods平台GMV不低于500亿元。

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

1.2 市场结构升级叠加数字化转型，把握增长机会时点

25H1 业绩表现亮眼，盈利能力稳中有升，数字化转型及新业务拓展共同拉动估值弹性。23年上半年的“强复苏”状态主要为新能源类产业拓展带来的结构升级、自主研发产品比例提升并加速由产品出海向品牌出海转型及线上化程度提高同步贸易履约力增长所带来的共同作用。义乌市场景气度持续回升，据公司公告，24Q1 义乌国际商贸城日均客流量超 21 万人次，日均外商 3,523 人，同比增长 160.2%，景气度高于 2019 年及 2023 年同期水平。2024 上半年，线上交易平台 chinagoods 实现 GMV450 亿元，同比增长 40.6%；支付平台 Yiwu Pay 发展迅速，24H1 跨境人民币支付业务交易额超 120 亿人民币，快捷通公司实现净利润 2,738.1 万元。

图 5: 公司近三年市值复盘（截至 2025 年 12 月 25 日）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

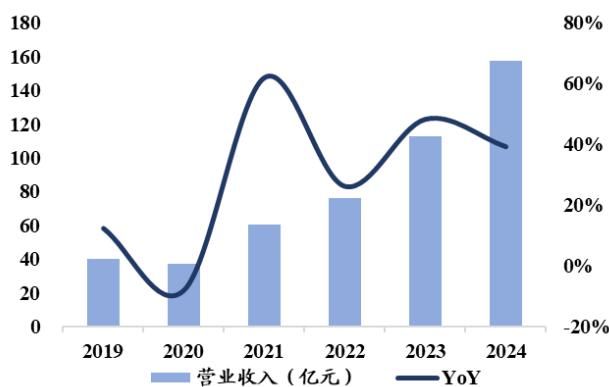
1.3 营业收入稳定增长，成本控制带动期间费用率持续下降

市场经营业务为核心，三大业务生态共同驱动发展。公司目前已建立起三大业务生

态，分别为包含市场经营和自营贸易业务的商品展示交易生态、包含会展和酒店业务为主的配套服务生态、以及以线上服务平台和仓储物流等业务为主的贸易服务生态。其中，市场经营业务为公司毛利第一大来源，其主要收入来源为市场商位使用费收入，采取商位出租模式，商位所有权属于公司，商户只拥有合同期限内的商位使用权，同时享有公司提供的市场运营服务，商户根据合同约定一次性缴纳及分期缴纳商位使用费。

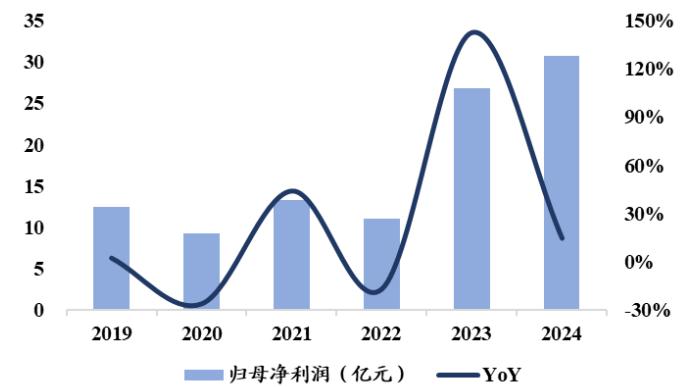
2020 年后营业收入持续增长，归母净利润有所波动。公司营业收入 2021 年增幅较大，主要系商品销售规模扩大所致，2022 年增长主要来自商品销售业务及酒店入住率上升，2023 年营业收入同比增幅 48.3%，主要系本期二区东新能源产品市场开业及上年减租、商品销售规模同比扩大所致。2024 年营收同比增长 39.3%，主要系公司市场经营、chinagoods 和义支付等新业务、以及商品销售收入同比增加所致。公司归母净利润有所波动，2023 年公司归母净利润有较大增长，主要系市场经营利润、贸易履约服务业务利润及投资收益同比增加所致。2024 年归母净利润同比增速有所放缓，主要系投资收益同比减少、上期预计负债转回及宾王数码城征收所致。

图 6：2019-2024 公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

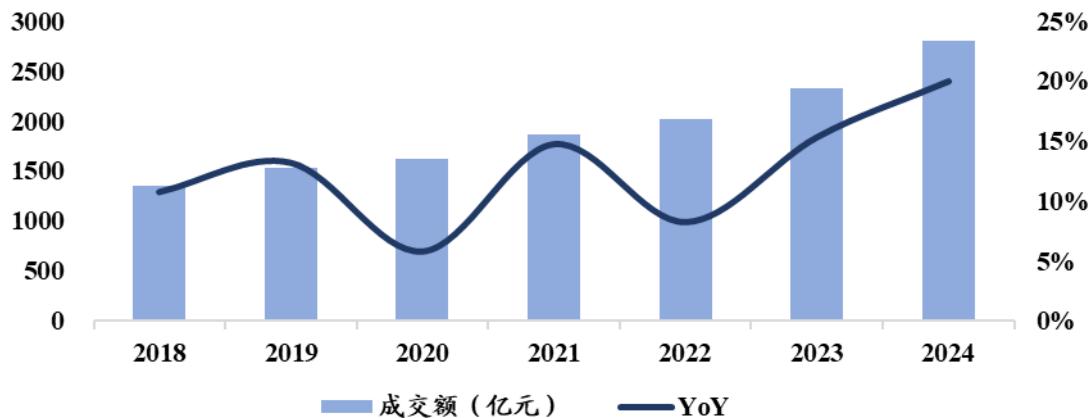
图 7：2019-2024 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

市场成交额增长稳定，稳居综合市场领先地位。义乌小商品城中国市场成交额增长稳定，2018-2024 年 CAGR 为 12.8%，2024 年市场成交额达 2798 亿元，同比增长 20.02%。义乌国际商贸城稳居国内综合市场领先地位，具备强大的韧性与活力，并形成了强产业集群效应。

图 8：2018-2023 年义乌中国小商品城市场成交额（亿元）

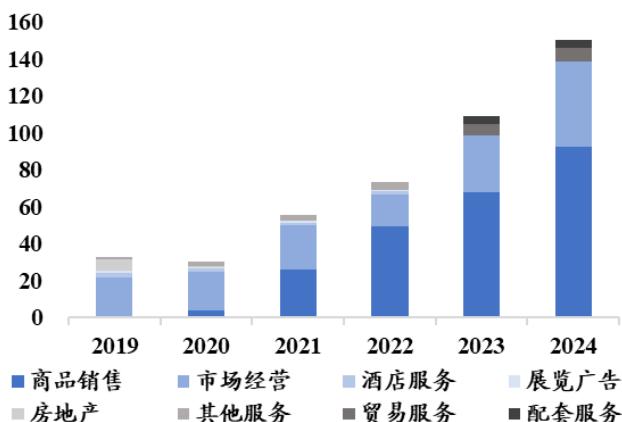


资料来源：公司年报，义乌市人民政府网，信达证券研发中心

商品销售业务规模持续上升，市场经营业务贡献主要毛利。公司商品销售业务自 2019 起大幅增长，主要包含出口贸易等商品买卖业务，19-23 年商品销售业务收入 CAGR 为 215.4%，2023 年公司商品销售业务收入规模达 67.9 亿元，同比增长 37.2%，主要系

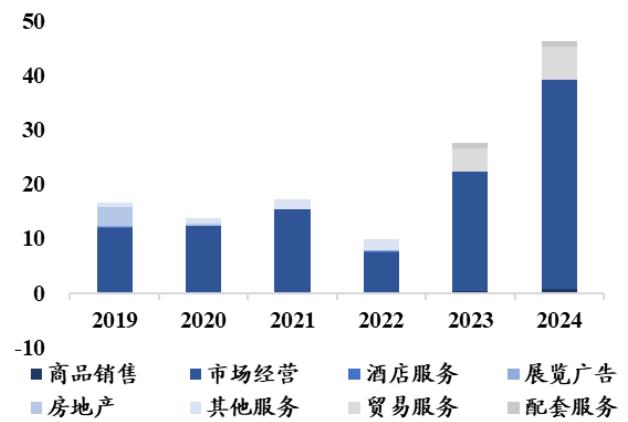
RCEP 等政策的推广带来的进出口贸易机会大幅增加。2024 年公司商品销售业务规模持续扩大，同比增长 37.5%。市场经营业务贡献主要毛利，其构成主要是市场商位使用费收入，公司通过引入新兴行业盘活商位，提升管理能效等措施，进而提升该部分业务毛利率，同时市场也由传统的商业物业管理型导向转为经营服务型导向，2023 年公司市场经营业务毛利达 22.1 亿元，毛利率达 71.8%。2024 年市场经营收入同比增加 48.9%，主要为市场新增商位招商收入同比增加。此外，2023 年公司年报业务分部统计口径由其他服务转为贸易服务，但均指提供与市场相关的配套服务。2024 年贸易服务业务毛利率同比增加 14.84pct，主要系 Chinagoods 平台等信息服务成本同比减少，而收入增加从而显著提升业务毛利率。

图 9：2019-2024 年公司各业务板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

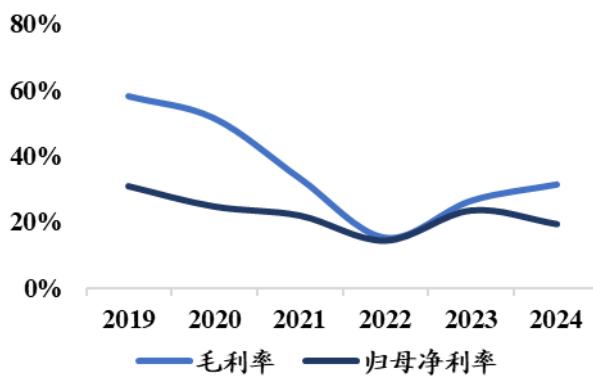
图 10：2019-2024 年公司各业务板块毛利（亿元）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

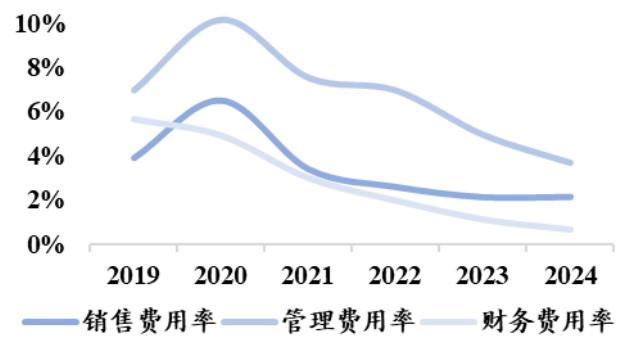
归母净利率回升，期间费用率持续下降。公司 2022 年毛利率与归母净利率大幅下降，主要系实施减租政策等致营业毛利润减少 8.4 亿元，同时较 2021 年同期投资收益增加 4.1 亿元、所得税费用减少 2.8 亿元所致，毛利润大幅下降且所得税费用减少导致毛利率与归母净利率趋同。公司 2024 年实现归母净利润 30.7 亿元，归母净利率达 19.5%。自 2020 年起，公司期间费用率持续下降，主要系通过加强成本控制、降低市场管理成本，改革机制体制等措施降本增效，成本优势逐渐显现。2024 年因全球数贸及品牌出海宣传，销售费用率微增。

图 11：2019-2024 公司毛利率、归母净利率



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 12：2019-2024 公司期间费用率



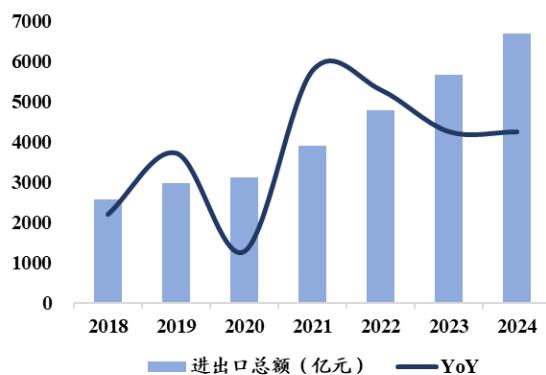
资料来源：iFind、信达证券研发中心

2. 国际贸易繁荣，政策支持带来小商品贸易增长机会

义乌进出口贸易繁荣，出口贸易占比较高。近年来义乌市进出口总额持续增长，2018-2024 年义乌市进出口总额 CAGR 为 17.4%，2024 年进出口总额达 6689.3 亿元，同比增长 18.2%。其中，出口总额占比始终维持较高比例，2018-2024 年义乌市出口

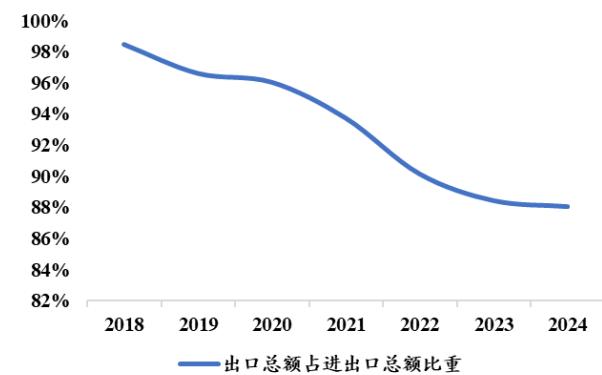
总额占进出口总值比重均在 85%以上，2023 年出口总额首次突破 5,000 亿元大关，达 5,005.7 亿元并延续增长态势。出口贸易总额的持续增长为义乌小商品贸易提供了潜在增长机会，未来小商品贸易总额有望进一步提升。

图 13：2018-2024 年义乌市进出口总额（亿元）



资料来源：浙江政务服务网，信达证券研发中心

图 14：2018-2024 年义乌市出口总额占进出口总额比重



资料来源：浙江政务服务网，信达证券研发中心

2.1 “1039” 带动出口增长，通关难度降低助力小商品出海

市场采购贸易简化出海，免增值税灵活结汇利好义乌小商品出口。市场采购贸易方式是国务院大力推广的有效拓展外贸增长空间、联动国内国际两个市场的外贸新业态，此贸易方式下，符合条件的经营者在经国家主管部门认定的市场集聚区内进行采购，并在采购地办理出口商品通关手续，2014 年海关总署增列海关监管代码 1039，故又称“1039 模式”。小商品出口具有小单化、小批量和多批次的特点，传统贸易模式下通关时间和成本较高。市场采购贸易模式下，市场集聚区内经营户以市场采购贸易出口的货物免征增值税，同时实行简易申报，市场经营户可根据自身需求，灵活选用转关或全国一体化通关模式，并且允许多批次、多种类、小批量的无票货物以市场采购方式出口，为广大小微企业和个体商户解决了多批量杂货“无票”难出口的痛点，极大降低小商品出口的通关时间和通关成本，为义乌小商品出口提供便利条件。

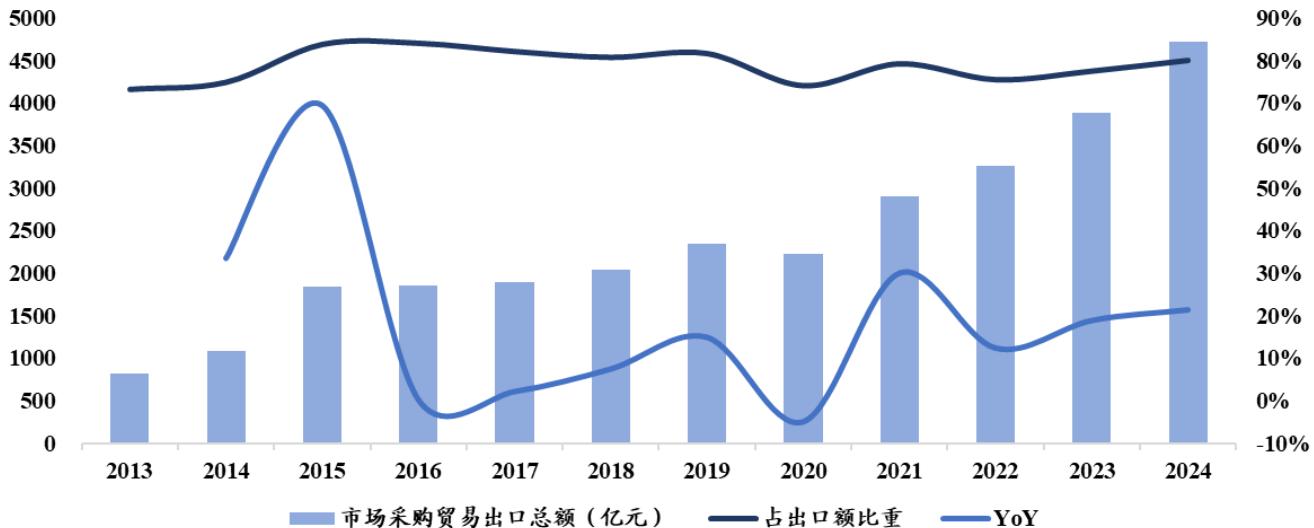
图 15：市场采购贸易与一般贸易对比

一般贸易 (0110)		市场采购贸易 (1039)	
税务	增值税先征后退(出口必须要有发票)		增值税免征不退，可无票出口
结算	按正常程序结算		外汇结汇灵活，可以转私人账户，允许外商以人民币结算货款
通关	按正常程序		出口货物按大类申报和认定查验
关检	随机抽查		来源可溯，风险可控，责任可究，交易确认
商务	全国注册，监管本地公司		本地注册，全程监管
商检	全申报，法检商品签发通关		法检商品，主动申报，签发通关单

资料来源：绍兴市贸促会，信达证券研发中心

义乌市场采购贸易出口额快速上升，试点成功后全国推广。市场采购贸易第一批在义乌试点，随后逐渐向全国推广。2013-2024 年，义乌市场采购贸易出口总额 CAGR 为 17.3%，2024 年达 4717.6 亿元，占出口额比重为 80.1%，已成为义乌市国际贸易主要出口方式。

图 16: 2013-2024 年义乌市市场采购贸易出口情况 (亿元)



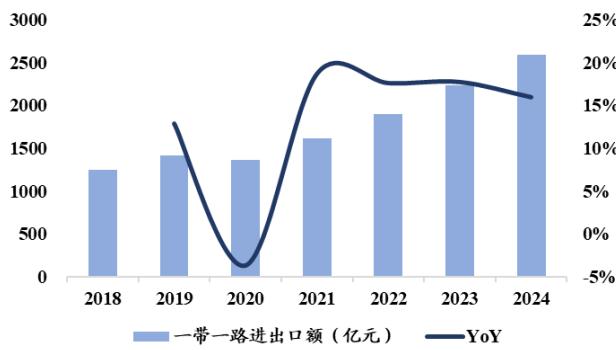
资料来源：义乌市人民政府网，外汇管理局，澎湃新闻，中国义乌网，信达证券研发中心

注：2013-2015 年披露数据以美元为单位，图中数据已按当年年末外汇管理局汇率中间价数据换算

2.2 自贸协定带来国际机遇，地方政策大力支持小商品城发展

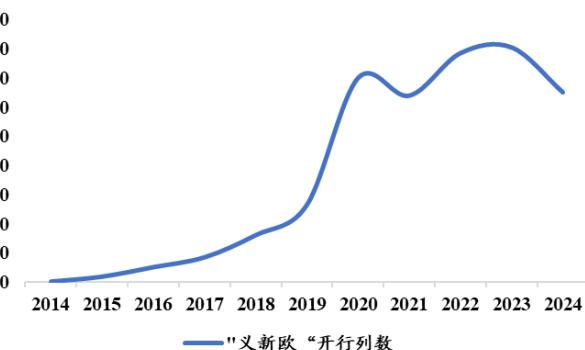
“一带一路”与 RCEP 拉动国际需求，义乌市场迎来新机遇。自 2013 年提出建设“一带一路”以来，我国与共建国家贸易联系日益紧密，2024 年义乌市全年进出口额达 6689.2 亿元，同比增长 18.2%，对非洲进出口 1220.8 亿元，同比增长 16.4%，对东盟和欧盟分别进出口 640.5 亿元/645.1 亿元，分别同比增长 26.2%/同比下降 0.85%。对“一带一路”沿线国家合计进出口 2597.4 亿元。

图 17: 义乌市对“一带一路”沿线国家出口额 (亿元)



资料来源：义乌市人民政府网，信达证券研发中心

图 18: 2014-2024 年“义新欧”班列开行列数 (列次)



资料来源：新华网、中货协公众号、浙江日报、义新欧公众号、中国日报网、金华发布公众号、信达证券研发中心

建设世界小商品之都，地方政策大力支持。义乌市于 2021 年发布《义乌市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，坚持实施兴商建市发展战略，2035 年建成国际一流营商环境样板城市、以世界小商品之都为特色的国际样板城市，基本建成世界小商品之都，本世纪中叶高质量高水平建成世界小商品之都。

“十四五”期间建成国际商贸城六区市场，力争 chinagoods 交易额三年 500 亿、五年上市，建设 200 条低成本“门到门”“环球义达”物流专线等。

2.3 进口贸易创新试点：正面清单破局“买全球”，消费与贸易双受益

进口试点政策落地见效，商城集团率先实施正面清单管理，推动进口商品高效流通。2024 年 12 月义乌进口贸易创新发展试点正式启动，作为核心举措的进口消费品正

面清单管理制度落地实施，公司旗下商城进出口公司凭借深厚的贸易资源积累成为首批试点企业，率先享受政策红利。试点以义乌商城集团为首批唯一试点企业，从现有跨境电子商务零售进口商品清单中选取国外成熟流通、国内市场需求大、消费者已广泛使用的商品，制定了首批 35 种试点商品清单，涵盖儿童玩具、日用杂货和家电三大品类。这些商品，由义乌商城集团完成进口、清关后，销售给义乌中国进口商品城的批发商，再由批发商进行批零销售。首批日用百货、家电、玩具 3 类试点商品运行数据显示，该平台商品检测认证效率提升 75%，费用成本下降 15% 至 30%。

2.4 全球数贸中心：市场化定价增厚业绩

聚焦高端品类升级市场主业，市场化定价打开盈利增长空间。全球数贸中心作为公司市场主业高端化、数字化升级的核心载体，定位清晰且战略意义重大，项目聚焦时尚珠宝、高端饰品等高附加值品类，区别于传统小商品市场的低端定位，有望实现市场经营板块的盈利结构优化。相较于传统市场“固定租金+管理费”的定价模式，该项目采用市场化定价机制，租金与展位费根据楼层、位置、面积及品类热度动态调整，核心区域展位租金预计较传统市场同类展位提升，显著提升市场经营板块盈利水平。2025H1，公司已收到全球数贸中心（市场板块）时尚珠宝行业招商款，带动经营活动产生的现金流量净额同比增加 12.68 亿元，招商成效初步显现。

图 19：全球数贸中心五大功能板块图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

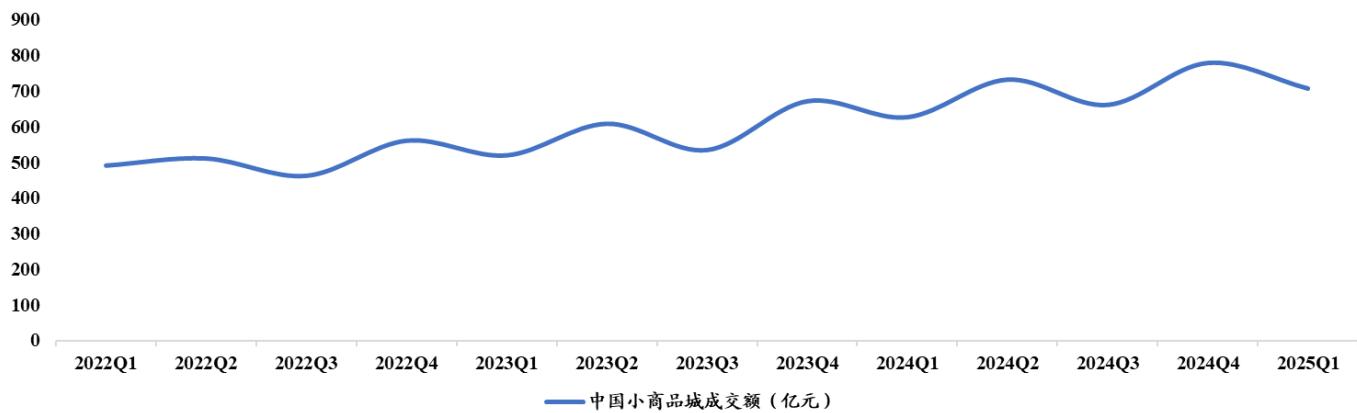
“数字+实体”融合打造全链条服务，多业务协同构筑成长壁垒。该项目定位“数字贸易+实体展销”融合平台，并非简单的物理空间升级，而是通过整合公司 AI 商贸服务、义支付、Chinagoods 平台等新业务资源，打造集展示、交易、金融、物流、溯源于一体的全链条服务体系。在数字服务层面，项目将为入驻商户提供“AI 设计助手”“智能撮合”“数字展厅”等一站式 AI 商贸服务，帮助商户拓展全球客户；在金融服务层面，“义支付”将为商户提供跨境收款、币种兑换、短期融资等全流程金融支持。

3. 数贸转型赋能业务增长，品牌出海寻求新增长动力

3.1 市场经营景气度持续回升，线下市场扩容挖掘新增长动力

规模效应彰显头部优势，中国小商品城活跃度高。义乌中国小商品城由公司独家经营开发、管理，并服务相应合作商户，目前经营的市场范围包括国际商贸城一至五区市场、进口市场、一区东扩和二区东市场、篁园市场以及国际生产资料市场，主要收入来源为市场商位使用费。近年来，中国小商品城始终保持较高的交易活跃程度，2023年以来季度成交额始终保持在500亿元以上，其中2024Q1义乌国际商贸城日均客流量超21万人次，日均外商3,523人，同比增长160.2%，景气度高于2019年及2023年同期水平。

图 20：2022-2025Q1 中国小商品城季度成交额（亿元）



资料来源：义乌市人民政府网，信达证券研发中心

图 21：小商品城各经营市场情况（截至 2025 年 10 月）

市场	开业时间	建筑面积（万平方米）	市场类型
宾王市场（2016年起改建为宾王158文创园）	宾王市场（1995年）、宾王158文创园于2017年起陆续开始营业	32	第四代市场
篁园市场	一期（1992年）、二期（1994年）、服装市场（2011年5月）	42	
国际商贸城一区	2002年10月	34	
国际商贸城一区东扩	2016年1月	27	
国际商贸城二区	2004年10月	60+	
国际商贸城二区东扩	2023年3月	13	第五代市场
国际商贸城三区	2005年9月	46	
国际商贸城四区	2008年10月	108	
国际商贸城五区	2011年5月	64	
生产资料市场	2013年11月	75	-
进口商品城	2019年11月	12	-
全球数贸中心（国际商贸城六区）	2025年10月	125	第六代市场

资料来源：公司公告，公司官网，chinagoods 公众号，义乌购资讯公众号，义乌市人民政府网，信达证券研发中心

二区东新能源市场开业，线下市场进一步扩容。国际商贸城二区东市场总建筑面积13.1万平方米，地上五层，地下两层。其中，1-2层用于商位购置，定位于新能源系列产品行业、家装五金产品行业，建筑面积约4万平，商位总计490间。2023年年报公告，1-2层已于2023年3月开业，3层则于2023年12月完成招商定位。

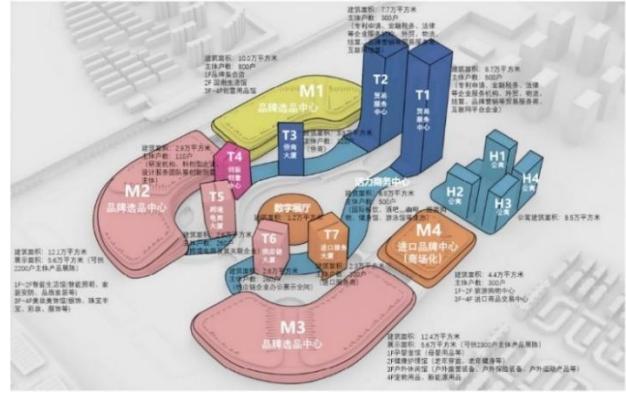


图 22: 二区东新能源产品市场鸟瞰图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 全球数贸中心建筑布局



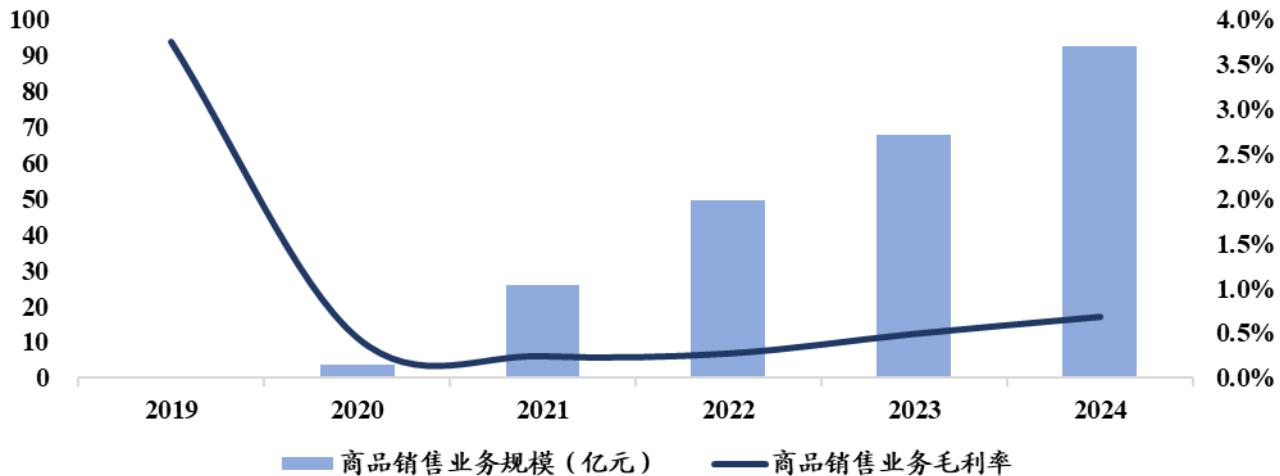
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

建设全球数贸中心，加快国际贸易综合服务商转型。全球数贸中心于 2022 年 11 月动工，公司拟投资 83.21 亿元（含 19.96 亿元土地出让金）打造义乌全球数字自贸中心，预计建设周期约为 4 年，期内项目年均净利润约为 1.76 亿元。全球数贸中心围绕新贸易、新地标、新市场三条主线，以数字化改革为引领，发挥 chinagoods 平台的支撑功能，融合产品制造、展示交易、物流仓储、关检汇税等小商品产业链条全要素，搭建小商品贸易“一站式”服务平台。未来，公司将以全球数贸中心为载体，将数字经济发展生态和数字基础设施深度植入小商品贸易的各个环节，加快实现公司向国际贸易综合服务商转型，预计将为公司市场经营业务带来新的增长机遇。

3.2 商品销售持续扩张，酒店展会双向赋能

商品销售业务规模不断扩大，毛利率仍有提升空间。公司商品销售业务主要指出口贸易等商品买卖业务，主要由全资子公司义乌中国小商品城供应链管理有限公司经营，负责“义乌中国小商品城”及旗下“爱喜猫 ICMALL”、“义乌好货好字标”等子品牌的授权加盟业务，依托义乌小商品城背后 210 万中小微企业和厂家的源头供应链优势，为合作客户提供批发集采、加盟拓店、品牌赋能、创意衍生等小商品流通环节的全链条服务，致力成为专业的小商品数字化供应链服务商。近年来公司商品销售业务规模有大幅增长，由 2019 年的 0.7 亿元增长至 2023 年的 92.6 亿元，CAGR 为 167%，自 2020 年起商品销售业务毛利率均未超过 0.5%，主要系商品销售业务目前依然处于扩张规模及维护渠道的阶段，短期内此项业务毛利率依然偏低。2024 年商品销售业务毛利率提升至 0.69%，主要系业务规模扩大产生规模效应所致。

图 24: 公司商品销售业务规模（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司通过整合义乌市场源头供应链资源，集“新潮国货”、“进口好物”为一体，打造内销外贸两相宜的“一盘好货”贸易体系，服务国内国际双循环，做大做强“义乌好货”、“爱喜猫”品牌，充分发挥公司供销两端优势。

供应端：自营品牌源头直采，搭建供应链服务平台。公司旗下“义乌好货”和“爱喜猫”两大自营品牌通过源头直采、国内代理、OEM生产等方式，据公司公告，截至2021年末累计拥有国内外品牌代理108个、优质单品(SKU)2万+，在库核心供应商2,000家，优势商品3,000个，经营品类涵盖家居生活、美妆护肤、母婴用品、零食酒水、文娱文创、玩具数码、跨境商品七大品类，打造全场景数字化、全链路新体验、O2O线上线下融合发展的供应链服务平台。2021年公司签约仓储服务商30余家，签约物流服务商50余家、进口清关4,000+TEU，不断强化进口供应链服务能力。截至2021年末，累计签约进口贸易额18.6亿元。

分销端：线上线下相结合，加速布局分销渠道。线下：积极布局全国二级批发市场、行业经销商渠道，通过母品牌授权、子品牌加盟、供应链合作等模式，2021年底累计拓展合作渠道2,000多家，入选首批全国商品市场优化升级专项行动试点。线上：探索跨境孵化机制，开辟短视频及直播业务，建设运营chinagoods海外旗舰店、抖音专营店、快手专营店等，2021年底累计完成线上订单数14.9万单。

图 25：日本大阪义乌市场开业



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

酒店业务营收创新高，市场展会双向赋能。酒店服务业务主要由公司下属浙江银都酒店管理公司负责经营和管理，现有7家星级酒店、1家高端民宿和指尖食堂、银都咖啡(Yandoocafe)两个餐饮品牌，其中客房和餐饮销售主要依靠协议客户、会议、婚宴以及在线预订商介绍等方式。2023年公司酒店业务线(含受托经营酒店)实现营

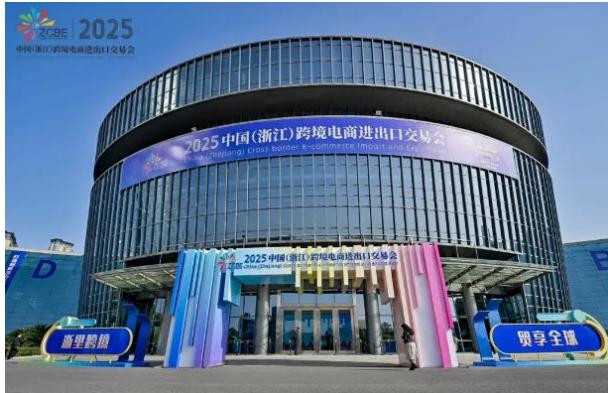
收超 4 亿元，创历史新高，实现 chinagoods 平台与酒店会员系统互通，旗下酒店圆满完成杭州亚运会、世界城地组织会议等重要接待任务。公司展览板块主要承办的展会项目有中国义乌国际小商品（标准）博览会（UFI）、中国义乌进口商品博览会（UFI）、中国义乌国际森林产品博览会（UFI）等、海外展（韩国进口商品展示会、中国消费品（俄罗斯）品牌展、贝宁（西非）中国商品展览会等）等自营项目，并从事展馆运营开发和租赁等会展全产业链服务，同时承接义乌国际博览中心场馆运营管理。截至 2023 年 12 月底，公司共举办义博会、文旅会、礼品展等国内展 52 场，吸引采购商超 174 万人次。

图 26：银都酒店



资料来源：银都酒店官网，信达证券研发中心

图 27：第 31 届义博会



资料来源：义博会-出口商品展公众号，信达证券研发中心

3.3 加快推进数字化改革，打造一流国际贸易综合服务商

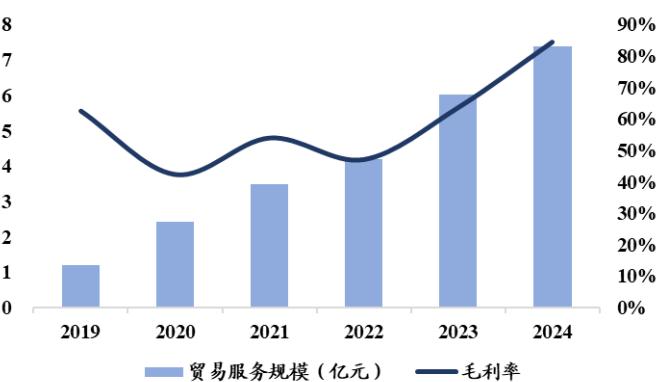
目标一流贸易服务商，数字化改革构建新业务生态。公司锚定“打造一流的国际贸易综合服务商”战略目标，在全国统一大市场的框架下，统筹推进经营发展，以数字化改革突破传统业务物理限制，加速构建以市场为核心的实体经济生态和以 chinagoods 平台为核心的数字经济生态。公司 2019-2022 年贸易服务业务（其他服务）收入规模持续增长，毛利率维持较高水平，2023 年达 6.0 亿元（2023 年业务分部统计口径由其他服务转为贸易服务，但均指提供与市场相关的配套服务），毛利率为 63.7%，2024 年贸易服务业务收入 7.39 亿元，同比增加 22.6%，毛利率达 84.6%，高毛利率主要系 chinagoods 线上平台功能迭代，数字贸易服务能力提升所致。

图 28：公司数字贸易生态



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 29：2019-2024 年公司贸易服务收入（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3.1 AI 赋能全链路贸易闭环，chinagoods 助力数字化转型

平台活跃度不断提升，多方合作加快数字化转型。义乌小商品城平台，简称“chinagoods 平台”，由义乌中国小商品城大数据有限公司（以下简称大数据公司）负责开发运营，于 2020 年 10 月上线，是依托公司市场 7.5 万家实体商铺资源，服务产业链上下游 210 万家中小微企业的，以贸易数据整合为核心驱动，对接供需双方



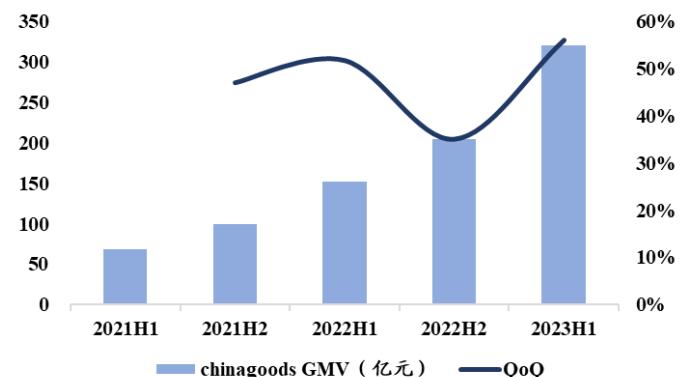
需求的 B2B 数字化贸易综合服务平台。目前平台主要收入来源为服务费收入，即通过提供会员基础服务、会员增值服务、数字广告业务服务、金融机构数字化服务和第四方服务等收取服务费。平台运营主体大数据公司已于 2021 年实现盈利，营收 1.4 亿元，净利润 0.27 亿元，净利率 19.6%。自上线以来，截止 2023 年，chinagoods 累计上传商品数超 1,000 万个，注册采购商超 409 万人，已上线运营西班牙站、迪拜站、哥伦比亚站等 6 个国家站，2024 年上半年平台实现 GMV450 亿元，活跃程度不断提升。同时，chinagoods 与 1688 平台、百度、京东等展开合作，聚力打造第四方服务平台，加快公司数字化贸易转型。

图 30：1688 平台与义乌小商品城数字馆发布会



资料来源：浙江之声，信达证券研发中心

图 31：2021H1-2023H1 chinagoods 平台 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

“三流汇聚”提升贸易效率，助力小商品数字化出海。 chinagoods 旗下采购宝产品于 2021 年 11 月上线，针对市场采购贸易中订单分散、拼箱申报、无票免税等特征，结合“组货人制度”，实现一键“跟单采购”、“数字验货”、“装柜出货”、“智能报关”，将订货单、装箱单、报关单和结汇单“四单”串联，形成独特的市场采购贸易方式的信息闭环；运用 chinagoods 平台物流、海外仓、供应链金融服务等功能，形成物流闭环；运用公司支付、保理、小额贷款、本外币兑换等牌照和贷款宝、结汇宝等产品形成支付流与资金流的闭环。“三流汇聚”简化贸易环节、提升贸易效率，为中国小商品数字化出海提供极大便利。

图 32：chinagoods 全链路贸易闭环示意图



资料来源：chinagoods 官网，信达证券研发中心

AIGC 能力丰富，赋能商家经营提效。 Chinagoods 平台持续深化 AI 技术赋能，自 2023 年 10 月起密集推出“小商 AI”系列应用，涵盖视频翻译、AI 翻译官、店铺助理、设计、独立站、名片及视创等多元场景，累计使用及访问量已突破 10 亿人次大关，彰显强大的用户粘性与市场认可。其中，精准响应外贸主体需求的“AI 翻译官”功能，经持续迭代，现已全面支持 116 种语言的互译，并集成 AI 同传、语音翻译、图片翻译、文本翻译、文档翻译等全方位能力，成为助力商户无缝对接全球市场的核

心工具。AI 驱动的产品矩阵有效支撑了平台价值提升，其经营主体（大数据公司）2025年上半年实现营业收入 2.57 亿元，净利润 1.55 亿元，同比增长 109.69%。

图 33：“世界义乌”商贸大模型沙盒测试启动仪式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3.2 支付链路持续完善，Yiwu Pay 跨境收款保障卖家出海权益

收购海尔网络 100% 股权，完成支付牌照交割。公司于 2022 年 8 月公告完成收购海尔网络 100% 股权。本次收购完成后，公司通过海尔网络间接持有快捷通 100% 的股权，并打造“Yiwu Pay 义支付”的全新品牌形象。快捷通是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，2023 年牌照续展后支付业务许可有效期至 2028 年 7 月 5 日，并获得国家外汇管理局批复支付机构外汇业务资质许可。

支付牌照停止新增，获取门槛较高。中国人民银行明确宣布，坚持“总量控制”原则，“一段时期内原则上不再批设新机构”，并注销长期未实质开展支付业务的支付机构牌照，当前中国第三方支付牌照的发放处于暂缓阶段。

图 34：Yiwu Pay 跨境结算流程示意图

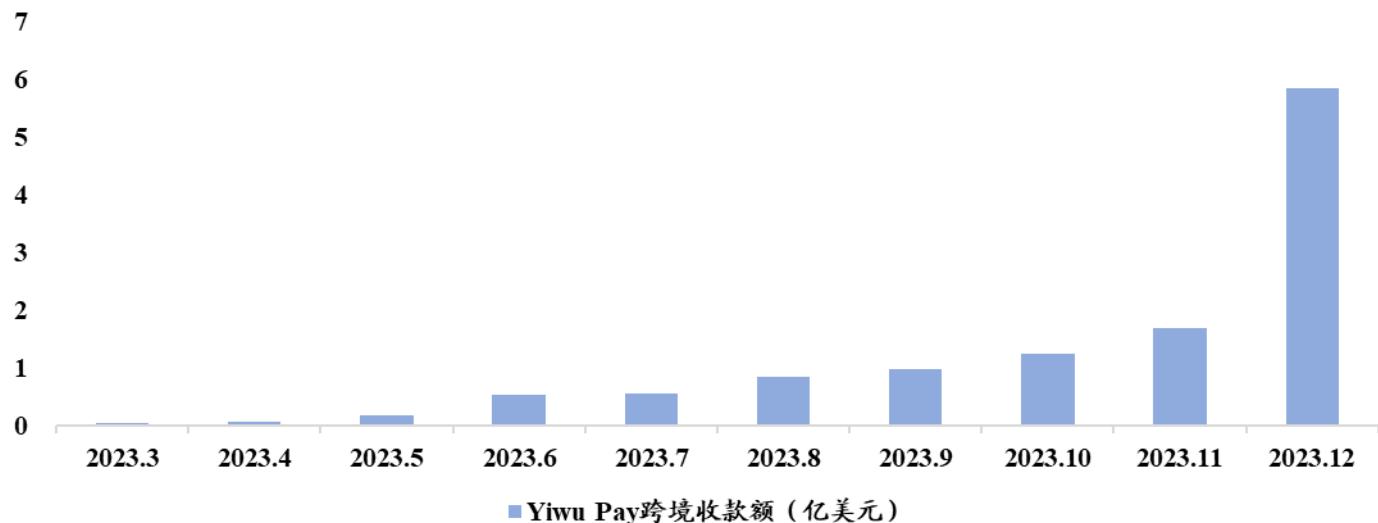


资料来源：浙江国资公众号，信达证券研发中心

打通跨境支付通道，支付链路不断完善。作为集团数字贸易生态的重要一环，Yiwu Pay 积极融入集团业务场景，不断完善支付链路，为 chinagoods 平台、市场、供应

链、保理、仓储、物流、酒店、指尖食堂等商城生态提供个性化的支付结算服务。截至 2023 年 12 月 31 日，累计开通跨境人民币账户超 2 万个，新增跨境人民币支付业务交易额超 85 亿人民币，与全球数百家主流银行合作，交易覆盖五大洲 150 余个国家和地区，可支持币种突破 25 个，已收款币种达 16 个。

图 35: Yiwu Pay 跨境收款趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

跨境交易保障小商品出海，联合人民网发展数据服务。市场经营户通过小商品城 chinagoods 平台履约并用 Yiwu Pay 产品收款，将享受“冻卡无忧”计划。截至 2023 年底，Yiwu Pay 所有交易未发生一笔风险争议资金，未产生任何冻卡事件，为经营户顺利出海提供了坚实的金融基建保障。2014 年 7 月，公司下属征信公司成立，协同政府部门推进全市社会信用体系建设，通过技术开发，系统接口对接，以及基于银行保险机构普惠金融的数据支持等收取服务费用。2023 年 9 月，公司与人民数据签署战略合作协议，借助人民数据的资源积累，在数据确权、数据存储、数据赋能、数据市场运营及一带一路国际数据中心多个方面展开合作。截至 2024 年 6 月 30 日，公司可确认的无形资产-数据资源的金额超过 844.5 万元。

3.4 多维度全球布局，共同助力品牌出海

加快 FBC 仓布局，打造全链路数字化全球履约交付体系。FBC 即 Fulfillment By China Commodities City，是以“中国小商品城”为品牌的全链路数字化全球履约交付体系，由商城集团领衔，智捷元港负责运营管理相关工作。以 FBC 海外仓为枢纽，进行全球物流网络规划，为出海企业提供全域覆盖、全流程透明的国际贸易履约服务。截至 2023 年底，公司已签约“义乌系”海外仓数量达 210 个，面积超 190 万平方米，其中在捷克、西班牙、迪拜、马来西亚、墨西哥通过自营合作布局 5 个 FBC 海外仓（捷克、迪拜为自营仓），为小商品出海提供高效、便捷、立体的仓储服务保障。

图 36: 公司海外仓分布图 (截至 2025 年 12 月)



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

Yiwu Market 布局核心城市辐射周边，线下直销直接切入海外市场。迪拜义乌中国小商品城于 2022 年开始营业，距马克图姆机场及中东地区最大港口之一的杰贝阿里港仅 15 分钟车程，有效辐射周边（中东、北非、欧洲等地）近 10 亿人口的消费市场。chinagoods 平台首家线下店在 2024 年 5 月于坦桑尼亚的达累斯萨拉姆市 Kariakoo 市场开始试运营，达累斯萨拉姆作为坦桑尼亚第一大城市，是该国经济、文化中心，也是东非重要港口，而 Kariakoo 市场则是坦桑尼亚和东非最繁荣的批发市场，未来线下店将以坦桑尼亚为中心，辐射整个东非市场。海外线下市场通过商品的逐步同步，解决部分境外采购商来义采购成本较高、线上展示实物体验感不强、线上交流效率高等痛点，有效提升了海外客户的采购体验。未来，公司重点调研谋划在印尼雅加达、埃及开罗、沙特吉达等城市设立海外新型小商品贸易中心。

图 37: 迪拜中国小商品城



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

各类模式多点开花，共同助力品牌出海。**(1) Yiwu Selection 海外展厅加速落地：**2023 年完成优化及新增日本东京、阿联酋迪拜、巴西圣保罗等 5 个 Yiwu Selection 海外展厅，目前 Yiwu Selection 海外展厅共计 12 个组织 500 多家商户参与海外采洽会，超 10,000 个 SKU 的义乌小商品入驻海外展厅。**(2) Yiwu Fair 海外展成功举办：**2023 年完成举办俄罗斯、印尼、韩国等 6 场 Yiwu Fair 海外展，吸引 200 多家企业参展，总展览面积超 10,000 平方米。**(3) chinagoods 数字出海：**2023 年 chinagoods 西班牙站、沙特站、哥伦比亚站等 6 个国家站完成上线，实现 3.2 万家经营户 70 万款商品面向海外买家展示发布。**(4) 本土合作推进品牌出海：**公司与非洲 Egatee、日本 Aucfan、韩国 G&G Commerce 三大本土知名电商平台，以及埃及

开罗航空城经济特区开展合作，签订战略合作协议，陆续落地品牌出海项目。

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

1) 市场经营：2025年全球数贸中心开业，经营面积持续扩大；此外，公司在2023年年报中披露未来3年租金增长率将不低于5%，即2024-2026年租金增长率不低于5%，且后续新市场预计采取选位费模式进行招商；量价齐升下，假设2025-2027年收入分别增长42%/40%/30%。由于选位费贡献提升，毛利率预计维持较高水平，假设2025-2027年分别为85%/80%/75%。

2) 商品销售：义乌新一轮国际贸易改革方案落地，公司作为首批唯一试点企业，将充分受益于改革东风，假设2025-2027年收入分别增长20%/18%/16%，假设2025-2027年毛利率分别为0.7%/0.6%/0.6%。

3) 贸易服务：公司成功转型服务商，以Chinagoods、YiwuPay及履约为代表的贸易服务业务快速发展，或将进一步助力公司长期业绩提升。假设2025-2027年收入分别增长20%/18%/16%，假设对应毛利率分别为85%/85%/85%。

4) 配套及其他服务：主要为赋能小商品城商户和采购商，假设2025-2027配套和其他的收入增速分别为5%和持平状态。

图 38: 小商品城业务预测 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,935	15,737	19,682	24,465	29,485
YoY	44%	44%	25%	24%	21%
商品销售					
收入	6,791.6	9,257.2	11,108.7	13,108.2	15,205.5
YoY	37%	36%	20%	18%	16%
毛利率	0.50%	0.69%	0.70%	0.60%	0.60%
市场经营					
收入	3,074.4	4,578.4	6,501.3	9,101.8	11,832.3
YoY	81%	49%	42%	40%	30%
毛利率	71.83%	84.3%	85%	80%	75%
配套服务					
收入	466.62	448.39	470.81	494.35	519.07
YoY		-3.91%	5%	5%	5%
毛利率	23.58%	20.10%	20%	20%	20%
贸易服务					
收入	602.5	738.9	886.7	1,046.2	1,213.6
YoY	43%	23%	20%	18%	16%
毛利率	69.74%	84.6%	85%	85%	85%
其他业务					
收入		714.5	714.5	714.5	714.5
YoY			0%	0%	0%
毛利率		42%	42%	42%	42%

资料来源：Wind、公司公告、信达证券研发中心

4.2 投资评级

小商品城作为全球国际贸易综合服务领域的标杆企业，凭借独特的实体市场集群优

势、全链路数字化服务生态以及全球化布局势能，在复杂的全球贸易环境中稳固领先地位，构筑深厚竞争壁垒。其转型路径清晰明确，数智化与国际化双轮驱动成长动能强劲，未来有望打造覆盖贸易、支付、物流、金融的全球商贸生态体系。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为43.14/55.84/66.78亿元，当前股价对应PE分别为20.9X/16.1X/13.5X。在商贸零售行业内，选取业务具有可比性的农产品、百联股份、王府井、重庆百货及汇嘉时代等作为可比公司，2026年可比公司平均估值处于行业合理区间。考虑到小商品城核心业务量价齐升，叠加义支付试点扩容、AI赋能增效及进口业务突破等多重增长引擎，高增长态势具备强确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

图 39：可比公司估值对比

证券代码	证券名称	收盘价（元）	EPS 2025E	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025E	PE 2026E	PE 2027E
000061.SZ	农产品	9.92	0.21	0.24	0.28	47.85	42.20	35.39
600827.SH	百联股份	9.38	0.27	0.31	0.35	34.58	30.26	26.5
600859.SH	王府井	15.12	0.22	0.34	0.43	69.35	44.3	34.82
600729.SH	重庆百货	26.86	3.19	3.42	3.68	8.42	7.85	7.30
603101.SH	汇嘉时代	10.04	0.26	0.42	0.57	38.12	24.09	17.65
行业平均						39.66	29.74	24.33
600415.SH	小商品城	16.41	0.79	1.02	1.22	20.86	16.11	13.48

资料来源：Wind、信达证券研发中心（估值日期：采用2025年12月25日收盘价，除小商品城外，其余一致预期来自于Wind）

5. 风险提示

宏观经济周期风险。全球及中国宏观经济的周期性波动，可能影响小商品市场的整体景气程度。若经济增长放缓或出现衰退，将直接抑制市场采购需求，对公司所属市场的出租率、服务收入等构成潜在压力。

地缘政治与供应链重构风险。全球供应链格局正在发生调整，部分发达国家推动“近岸外包”或“友岸外包”，可能促使部分采购订单流向其他国家或地区。这种结构性变化可能对以中国制造为核心的义乌小商品集散模式构成长期挑战，影响公司的枢纽地位。

关税及贸易摩擦升级风险。主要进口国的关税政策变动、贸易壁垒提高或区域性贸易协定的冲击，可能直接削弱义乌小商品的价格优势与供应链吸引力，导致部分订单转移，对公司所依托的市场采购贸易体系造成持续性压力。

新业务培育与投入效果不及预期。公司重点投入的CG平台、义支付等新业务处于市场开拓与培育期，面临技术迭代快速、用户习惯培养、以及投入产出效益不及预期的挑战。若关键业务未能如期形成自我造血能力，将持续占用公司资源，并拖累整体业绩表现。

资产负债表					利润表						
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,544	9,734	16,236	13,573	19,087	营业收入	11,300	15,737	19,682	24,465	29,485
货币资金	2,923	5,539	11,234	7,662	12,212	营业成本	8,306	10,798	13,024	15,916	19,188
应收票据	0	11	14	16	19	营业税金及附加	146	214	256	318	383
应收账款	593	486	739	925	1,078	销售费用	240	321	394	489	590
预付账款	986	1,098	1,302	1,592	1,919	管理费用	560	581	709	905	1,061
存货	1,247	1,358	1,628	1,989	2,398	研发费用	22	23	24	35	40
其他	796	1,242	1,319	1,389	1,461	财务费用	125	102	-26	-83	-12
非流动资产	29,675	29,434	31,073	30,966	30,848	减值损失合计	0	0	0	0	0
长期股权投资	7,023	6,947	7,147	7,347	7,547	投资净收益	1,068	263	295	367	442
固定资产(合计)	4,941	5,504	7,028	7,180	7,250	其他	136	46	39	49	59
无形资产	6,238	5,181	5,181	5,181	5,181	营业利润	3,105	4,007	5,636	7,302	8,736
其他	11,473	11,802	11,716	11,257	10,869	营业外收支	103	22	22	22	22
资产总计	36,219	39,168	47,309	44,539	49,935	利润总额	3,208	4,029	5,658	7,324	8,758
流动负债	13,732	17,569	21,842	16,766	19,858	所得税	527	950	1,335	1,728	2,067
短期借款	1,620	60	0	0	0	净利润	2,681	3,078	4,323	5,595	6,691
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	5	9	11	13
应付账款	1,390	1,470	1,809	2,211	2,665	归属母公司净利润	2,676	3,074	4,314	5,584	6,678
其他	10,722	16,039	20,033	14,556	17,193	EBITDA	2,949	4,724	6,694	8,227	9,745
非流动负债	4,783	1,027	3,038	3,038	3,038	EPS(当年)(元)	0.49	0.56	0.79	1.02	1.22
长期借款	863	658	658	658	658						
其他	3,920	369	2,380	2,380	2,380						
负债合计	18,515	18,596	24,879	19,804	22,896						
少数股东权益	16	69	77	89	102						
归属母公司股东权益	17,688	20,504	22,352	24,646	26,937						
负债和股东权益	36,219	39,168	47,309	44,539	49,935						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	经营活动现金	1,845	4,491	12,312	350	9,494
营业总收入	11,300	15,737	19,682	24,465	29,485	净利润	2,681	3,078	4,323	5,595	6,691
同比(%)	48.3%	39.3%	25.1%	24.3%	20.5%	折旧摊销	888	890	1,061	986	999
归属母公司净利润	2,676	3,074	4,314	5,584	6,678	财务费用	196	143	85	141	141
同比(%)	142.3%	14.9%	40.4%	29.4%	19.6%	投资损失	-1,087	-263	-295	-367	-442
毛利率(%)	26.5%	31.4%	33.8%	34.9%	34.9%	营运资金变动	-754	634	7,185	-5,984	2,127
ROE%	15.1%	15.0%	19.3%	22.7%	24.8%	其它	-79	9	-47	-22	-22
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.56	0.79	1.02	1.22	投资活动现金流	-1,375	1,223	-2,359	-491	-416
P/E	33.62	29.28	20.86	16.11	13.48	资本支出	-2,427	-1,242	-1,895	-528	-528
P/B	5.09	4.39	4.03	3.65	3.34	长期投资	139	-380	-348	-300	-300
EV/EBITDA	14.77	15.38	12.20	10.36	8.28	其他	913	2,845	-116	337	412
						筹资活动现金流	460	-3,095	-4,259	-3,431	-4,528
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	1,019	-1,765	-60	0	0
						支付利息或股息	-595	-1,402	-2,553	-3,431	-4,528
						现金流净增加额	929	2,618	5,694	-3,572	4,550

研究团队简介

范欣悦, 商社行业首席分析师, CFA, 曾任职于中泰证券、中银国际证券, 所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业, 本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁, 美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士, 曾就职于浙商证券、西部证券, 具备4年以上零售及新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所, 主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。