



小商品城 (600415.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

AI 商业化落地加速，进口改革再造增长极

投资逻辑:

我们认为小商品城 AI+贸易服务的商业化落地有望加速。市场认为公司贸易服务业绩贡献将呈线性增长，但我们认为在六期市场及一带一路贸易高增的催化下，贸易服务的增长曲线将更为陡峭；同时，公司进口业务的商业化服务多元，是增量业绩期权。

“一带一路”与“1039”双重β驱动，为贸易服务提供绝佳落地场景。1039即市场采购贸易模式的海关监管代码，是一种针对中小卖家在指定市场聚集区进行出口贸易的便利监管模式。义乌1039出口额2024年达4717亿元，同比增长21.5%；一带一路进出口金额2024/2025H1达4133/2738亿元，同比增长18%/26.9%，增速显著提升。一带一路下跨境交易呈现碎片化特征，为CG平台AI工具及义支付等贸易服务创造了绝佳应用场景。

国际数贸中心开业即火爆，AI产品商业化落地加速。六期市场招商火爆，市场板块商位数3760间，2025年10月开业入驻率超98.4%。新市场有57%新生代商户和52%拥有自主品牌的商户，AI应用程度高。实际增收的标杆效应下，CG平台的AI工具服务有望快速上量，带动盈利能力提升。同时，义支付产品与区域拓展持续：义支付于2025年Q3正式获批1039市场采购贸易外汇结算试点，产品业务范围从此前的跨境人民币结算为主进一步拓展至1039外汇结算业务，且单笔交易限额由5万美元提升至15万美元，业务范围从义乌获批拓展至全省，有望通过获取市场份额带动交易额增长。

受益于健全的生态与数字化能力，公司成为落地进口正面清单首单业务的唯一试点，有望再造第二增长极。公司拥有广泛的市场与商户资源，并负责运营义乌唯一综保区，贸易生态健全；通过“1+4+4”体系对进口商品进行全流程监管，数据根据深厚，成为落地进口正面清单首单业务唯一试点。进口政策改革旨在进一步简化进口流程，扩大进口规模，是可比拟出口1039的重大政策驱动。当前我国跨境电商进口市场规模达5千亿元，代购市场规模达3千亿元，新进口代码有望部分取代老模式，同时创造新需求，增长空间广阔。

盈利预测、估值和评级

暂不考虑进口业务业绩贡献的情况下，我们预计公司25-27年收入分别212/278/344亿元，同比增长34.7%/31.0%/24.0%；归母净利润45/60/72亿元，同比增长47.4%/32.8%/19.3%。传统业务与创新业务的商业价值深度绑定，我们认为应基于公司利润中枢上移、长期成长的趋势，整体提升目标估值，当前对应PE 19.3/14.5/12.2X，目标26年估值20X，目标价21.94元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

全球经济大幅衰退、AI产品销售不及预期、进口政策落地不及预期。

商贸零售组

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）

guyiqing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.00元

目标价（人民币）：21.94元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,300	15,737	21,196	27,771	34,445
营业收入增长率	48.30%	39.27%	34.69%	31.02%	24.03%
归母净利润(百万元)	2,676	3,074	4,529	6,017	7,178
归母净利润增长率	142.25%	14.85%	47.36%	32.84%	19.30%
摊薄每股收益(元)	0.488	0.561	0.826	1.097	1.309
每股经营性现金净额	0.36	0.82	1.64	1.02	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.13%	14.99%	19.48%	22.40%	23.03%
P/E	15.00	23.92	19.31	14.54	12.18
P/B	2.27	3.59	3.76	3.26	2.81

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、全球小商品贸易龙头，转型国际贸易综合服务商	4
1.1 义乌市改革基因深厚，小商品城是核心载体	4
1.2 出口贸易高增，义乌 Alpha 持续	5
1.3 以市场业务为根基，数字化赋能打开增长空间	6
1.4 市场化经营理念+国企资源优势铸就公司壁垒	7
2、“渠道、场景、工具”融合，新业务落地加速	9
2.1 一带一路出口占比大幅提升，提供贸易服务最佳落地场景	9
2.2 CG 平台 AI 应用加速，业务已进入创收阶段	9
2.3 义支付全链路服务完善，产品与区域扩展驱动增长	13
3、政策优势叠加生态壁垒，开辟进口新增长曲线	15
3.1 顺应国家战略开展进口改革，小商品城生态与数据壁垒显著	15
3.2 效率提升+税费优惠，新型进口模式优势突出	17
3.3 高附加服务流程丰富，商业化落地空间广阔	18
4、盈利预测与估值分析	20
4.1 财务分析：市场经营贡献充裕现金流，贸易服务带来业绩弹性	20
4.2 盈利预测	22
4.3 估值分析	22
5、风险提示	24

图表目录

图表 1： 义乌改革基因与公司优良机制共振，加速公司业务创新和发展，2020-2024 毛利 CAGR 跃升至 27%...	4
图表 2： 1039 模式免征增值税、通关便利、收汇灵活，降低企业的通关成本和合规压力	4
图表 3： 义乌是全国 1039 市场采购贸易出口领头羊	5
图表 4： 义乌年度快递量领先，规模效应显著（亿件）	5
图表 5： 小商品城交易额高增持续，全国批发市场连续 32 年居全国专业市场榜首	5
图表 6： 公司构建四大业务模式，市场经营和贸易服务贡献毛利，商品销售带动收入增长（2024 年数据）	6
图表 7： 市场经营、贸易服务为核心毛利贡献（亿元）	7
图表 8： 公司市场经营、贸易服务毛利率持续提升	7
图表 9： 公司线上下业务融合促进，其中围绕数据资源的 CG 平台、支付、进口业务为未来增长新引擎	7
图表 10： 公司股权结构（截至 2025Q3）	8
图表 11： 公司 2020 年发布股权激励计划的业绩考核条件均已达成	8
图表 12： 海外首个分市场——日本大阪义乌市场开业	9
图表 13： 25H1 小商品城加速海外基础设施布局	9



图表 14: 义乌市“一带一路”进出口金额占比持续提升	9
图表 15: CG 平台 AI 发展时间轴: 25 年已成功落地 13 项 AI 工具	10
图表 16: CGAI 智创平台提供多场景的外贸 AI 解决方案	10
图表 17: 小商品城大数据子公司利润率持续提升	10
图表 18: 数贸中心市场聚焦高端制造、美妆珠宝、IP 潮玩等新兴行业	11
图表 19: 六期市场新生代商户占比高, AI 增收效果显著	11
图表 20: AI 用户数持续高增, 场内商家 56% 有拓展	11
图表 21: 相比其它 B2B 外贸平台, Chinagoods 仍处于发展初期, 收费业务拥有较大成长空间	12
图表 22: 伴随会员费和渗透率提升, 基础会员费增长空间较大	13
图表 23: AI 工具仍处于使用习惯养成初期, 年收入空间广阔	13
图表 24: 义支付 vs 传统银行, 政策、资源和模式三重加持, 精准解决小商品支付痛点	13
图表 25: 跨境人民币支付为义支付业务重心	14
图表 26: 义支付跨境收款总额持续高速增长	14
图表 27: 全国跨境人民币结算比例持续提升, 但截至 24 年仍有 70% 为外汇结算	14
图表 28: 2024 年以来我国出口造成的贸易顺差持续扩大	15
图表 29: 义乌进出口比例失衡, 进口额仅占出口的 14%	15
图表 30: 新一轮改革要求买全球、卖全球双向发力	15
图表 31: 我国传统的进口模式各有缺陷, 义乌新型模式通过合规高效进口方案, 解决传统进口模式困境	16
图表 32: 小商品城贸易生态完善, 确保进口业务高效合规运转	16
图表 33: 通过“1+4+4”体系监管进口商品全流程, 小商品城数据与运营壁垒突出	17
图表 34: 义乌新型进口模式通过流程简化降低启动资金, 通过保税政策减轻税费压力	17
图表 35: 根据案例测算, 义乌新型进口模式启动资金和税费较低, 成本优势显著 (假设进口采购 100 支口红场景)	18
图表 36: 小商品城进口综保区&出口业务创收项目对比: 进口业务高附加值项目更丰富	19
图表 37: 综保区物理空间持续扩容, 招商动作紧随空间释放	19
图表 38: 当前我国跨境电商进口市场规模约 5 千亿, 代购市场规模约 3 千亿	20
图表 39: 根据测算, 小商品城出口相关业务货币化率约 1%, 22-24 年呈逐年上升趋势	20
图表 40: 受贸易服务业务带动公司毛利率水平持续提升, 25H1 达 37%	21
图表 41: 销售和管理费用率持续摊薄, 净利率稳中向好	21
图表 42: 2025 年 H1 研发资本化率达 76%	21
图表 43: 2025 年 Q1-Q3 公司经营活动现金流达 96 亿元	21
图表 44: 公司分产品收入拆分及预测	22
图表 45: 公司可比公司估值对比	23



1、全球小商品贸易龙头，转型国际贸易综合服务商

1.1 义乌市改革基因深厚，小商品城是核心载体

义乌的改革基因与公司自身的优良机制，在每一轮综合贸易改革的时代浪潮中共振，加速推进公司的业务创新和发展。小商品城的发展历程大致可分为三个阶段：1) 市场初创阶段（1984-2002 年），受益于兴商建市战略，商城集团成立且篁园市场一二期开业，奠定了小商品城的运营基础，1999-2002 年公司毛利 CAGR 达 17%；2) 快速壮大期（2002-2019 年），随着国际商贸城一至五区相继投用，叠加国家综改试点任务试点，公司积累了广泛的线下商户资源，2002-2020 年毛利 CAGR 达 18%；3) 数字化加速期（2020 年以来）：随着 Chinagoods 平台上线和义支付牌照获批，公司数字化转型加速；新一轮国贸改革落地和全球数贸中心市场开业，主营市场经营业务和新业务快速发展，2020-2024 年毛利 CAGR 跃升至 27%。

图表1：义乌改革基因与公司优良机制共振，加速公司业务创新和发展，2020-2024 毛利 CAGR 跃升至 27%



来源：义乌市政府，义乌商报，国家发改委，中国义乌网，东方财富网，浙江法制报，金华发布，chinagoods，浙江省商务厅政务网，ifind，国金证券研究所

1039 模式针对小商品多品类、小批量的出口特点，为义乌中小微企业开辟出口快捷通道。市场采购贸易方式(1039)是指由符合条件的经营者，在经国家商务主管部门等部门认定的市场集聚区内采购的、单票报关单商品货值 15 万美元及以下、并在采购地办理出口商品通关手续的贸易方式，实现免征增值税、通关便利、收汇灵活，大幅度降低企业的通关成本和合规压力。

图表2：1039 模式免征增值税、通关便利、收汇灵活，降低企业的通关成本和合规压力

免增值税	市场采购贸易方式下的税收征管更简单，对用该贸易方式出口的货物免征增值税，也不办理出口退税，免征免退节约了交易成本
通关便利	出口商品若每票报关单商品在 10 种以上即可享受海关 24 小时全程电子通关、简化申报、智能卡口验放；实行报关单简化归类办法，只需对货值最大的前 5 种商品按货值从高到低在出口报关单上逐项申报；以市场采购贸易方式出口的商品直接在采购地办理出口通关手续，无需将商品运至口岸海关再办理，降低了物流成本和不确定性。
收汇灵活	从事市场采购贸易方式的境内和境外个人，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，并根据贸易背景进行收汇结汇。

来源：海关总署，国金证券研究所



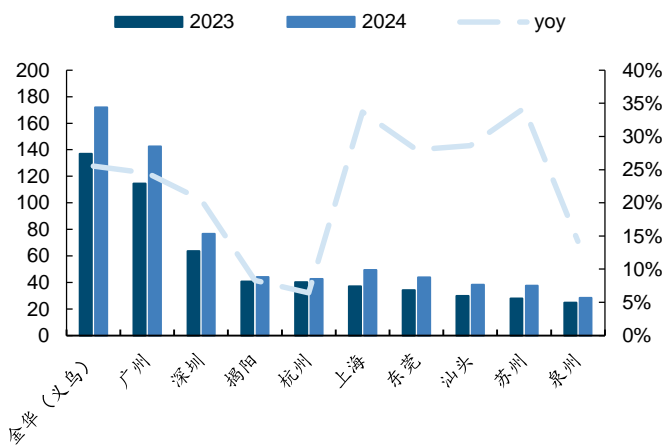
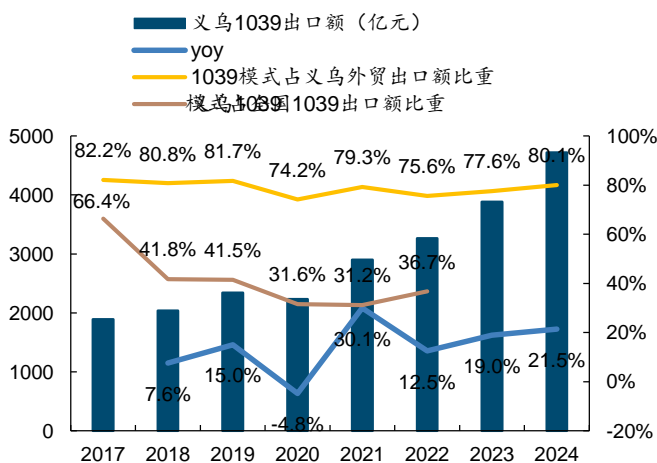
1.2 出口贸易高增，义乌 Alpha 持续

1039 模式驱动下，义乌出口业务快速增长。1993 年商城集团成立以来，独家经营开发义乌中国小商品城，承担了服务义乌市本地商品流通的职责，2002 年国际商贸城成立后逐渐成为国际小商品贸易枢纽。截至目前义乌小商品销往全球 230 多个国家和地区，275 条国际专线遍布全球，义新欧班全年开行 1580 列，对内物流直达 1500 多个县。1039 模式将义乌基建优势转化为出口动能，驱动义乌出口额稳步提升。义乌 1039 出口额从 2017 年的 1893 亿元持续增长至 2024 年的 4717 亿元，2024 年同比增长 21.5%。

义乌快递业务量排名全国第一，规模效应下形成“价格洼地”。义乌商业贸易配套设施完善，物流网点齐全，国内外大型快递物流公司多已在义乌市范围内设立区域性分拨中心，已形成面向全球的货物运输配送网络。根据国家邮政局公布的邮政行业运行情况，2024 年义乌快递业务量超 170 亿件，排名全国第一。规模效应形成价格洼地，降低商户履约成本，持续强化义乌在全球贸易中的核心竞争力。

图表3：义乌是全国 1039 市场采购贸易出口领头羊

图表4：义乌年度快递量领先，规模效应显著（亿件）

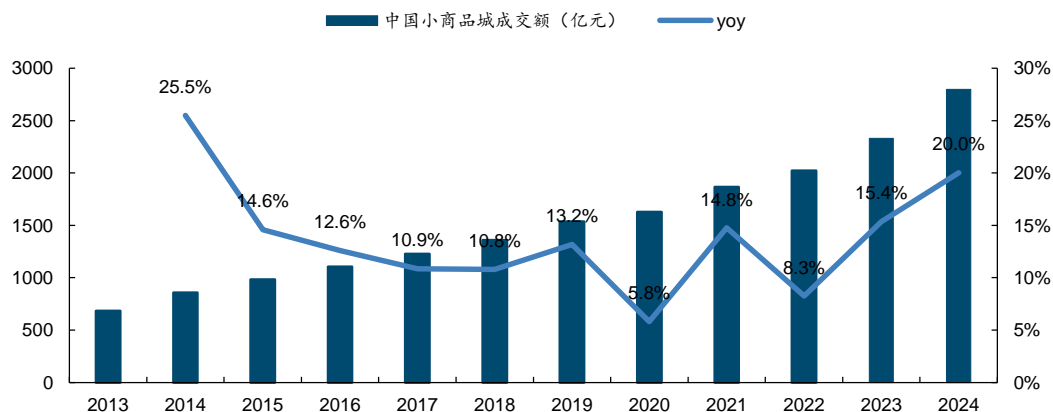


来源：公司公告，义乌市人民政府官网，浙江省义乌市 2018 年国民经济和社会发展统计公报，新京报，国金证券研究所

来源：中新经纬，国家邮政局，国金证券研究所

小商品城已确立全国的领跑者地位，展现出强大的韧性与活力。根据义政办数据，2024 年，义乌中国小商品城成交额 2798 亿元，同比增长 20%。根据人民日报，2022 年，义乌国际商贸城市场成交额已经连续 32 年居全国专业市场榜首。年均复合增长率超 8%，是全球小商品定价、采购、信息的核心枢纽。根据公司公告，市场商位出租率大部分保持在 90%以上，公司市场经营业务竞争力与可持续性较强。

图表5：小商品城交易额高增持续，全国批发市场连续 32 年居全国专业市场榜首



来源：义乌政府网，义乌商报，浙江日报，义政办，人民日报，国金证券研究所



1.3 以市场业务为根基，数字化赋能打开增长空间

公司构建三大贸易生态系统，驱动收入规模与盈利质量双轮增长。公司致力于为全球中小微企业搭建共享式贸易服务平台，锚定“全球知名国际贸易综合服务商”战略定位，不断完善商品展示交易生态、配套服务生态、贸易服务生态三大生态系统和四大业务模式，通过降低贸易成本、缩短贸易链条、提升贸易效率，持续为小商品流通创造价值：

- 1) 市场经营业务通过租金模式提供主要毛利，2024 年以 84% 的毛利率贡献了 78% 的毛利；
- 2) 贸易服务业务依托 CG 平台、义支付及征信保理等数字化工具，通过增值服务及服务费获取高弹性的毛利和收入，以 85% 的毛利率贡献了 13% 的毛利；
- 3) 配套服务提供酒店与会展支撑；
- 4) 商品销售则通过整合采购需求实现差价收益，带动收入增长，收入 CAGR3 达 53%。

图表6：公司构建四大业务模式，市场经营和贸易服务贡献毛利，商品销售带动收入增长（2024 年数据）

业务		经营模式	客户	收入来源	毛利率	毛利贡献占比	收入 CAGR3
1) 市场经营		租金按年或者每两年收取	承租商铺的经营户，客户分散度高	商铺使用费收入	84%	78%	24%
2) 贸易服务	—CG 平台	以贸易数据整合为驱动，对接供需双方需求的数字化贸易综合服务平台	7.5 万家实体商铺资源及其它商户	提供会员基础服务、增值服务、数字广告服务、金融机构数字化服务和第三方服务等收取服务费	85%	13%	28%
	—仓储物流	义乌集货仓、区域仓、海外仓服务	市场经营户、国内外采购商、物流快递、组货人外贸公司等	仓储费、装卸费、跨境物流货代差价			
	—义支付	依托小商品贸易场景，为商户提供境内外收付款、结售汇等支付结算服务	市场经营户、采购商、贸易企业等	支付手续费、结售汇价差收入			
	—征信保理	1. 征信：基于贸易数据为商户提供信用评估与报告 2. 保理：应收账款融资、账款管理等服务	金融机构、贸易企业、市场经营户	征信报告服务费、保理融资利息收入、账款管理费			
3) 配套服务	—酒店	拥有产权并自主运营	义乌区域内客商	住宿餐饮费、会场出租费用	20%	2%	22%
		无产权仅参与经营管理		管理费收入			
	—会展	公司举办展会，与参展方/广告投放方签署合作协议	参展方/广告投放方	展会、广告收入			
4) 商品销售		整合采购商的采购需求，向市场经营户主体集中采购商品后，再出售给采购商	外销：供应商主要为经营户，客户主要为贸易商。 内销：供应商主要为海外品牌经销商等，客户以国内卖场、商超为主	小商品供销差价	0.7%	1.30%	53%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场经营和贸易服务业务为核心毛利贡献，毛利呈现快速增长趋势。公司以市场经营业务为根基，2024 年市场经营业务毛利 38 亿元，占比达 78%；贸易服务快速发展，2024 年贸易服务毛利达 6 亿元，同比增速达 49%，主要因 CG 平台和义支付快速发展。

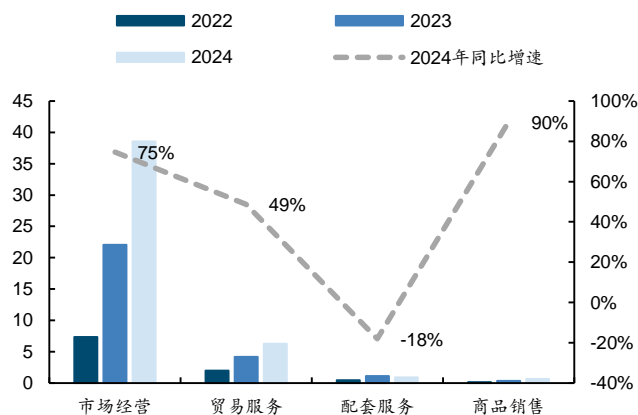
数字化赋能叠加线上下业务协同，贸易服务板块毛利率较高且持续提升。2022-2024 年，贸易服务板块毛利率持续提升，2024 年贸易服务毛利率达到 85%，优于其他业务毛利率，



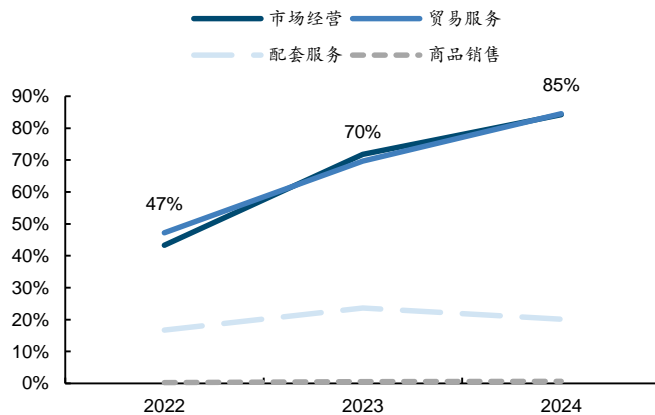
证明了数字化赋能下，贸易服务的规模效应与技术溢价持续释放；同时，小商品城线上下业务高效协同，带动毛利率进一步优化。

图表7：市场经营、贸易服务为核心毛利贡献（亿元）

图表8：公司市场经营、贸易服务毛利率持续提升



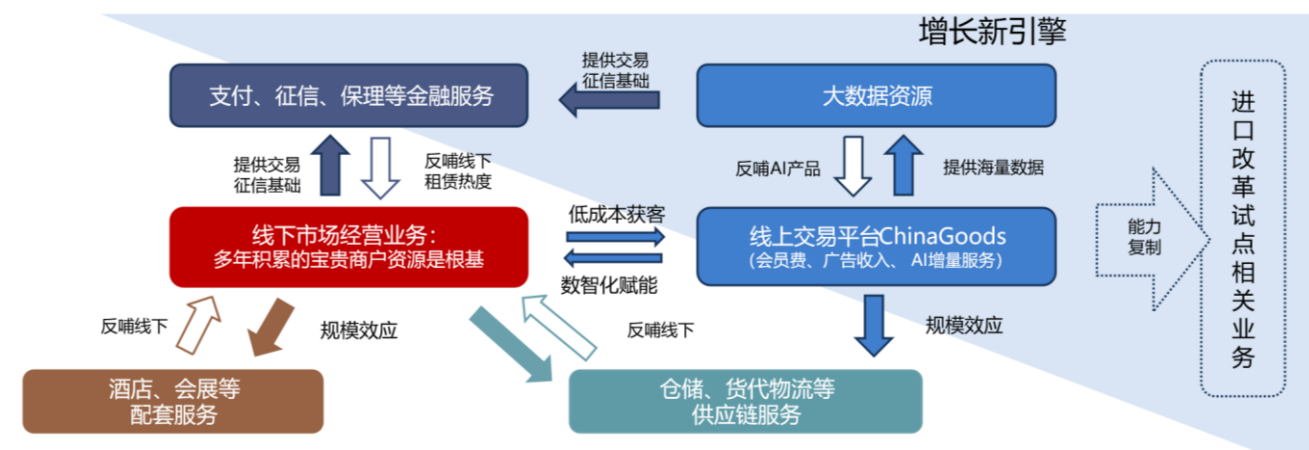
来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

小商品城以线下市场沉淀的商户为根基，多业务形成高效协同。1) 线下形成规模效应，截至2024年底，公司线下市场经营商铺达7.5万个，为配套服务及供应链服务提供用户基础；2) 线上下真实交易数据为金融及数据服务提供支撑，商城征信目前已覆盖108万法人，共计1.64亿余条数据，授信主体超5万户，授信总额超144.8亿元；3) 衍生生态服务资源反哺线下，进一步增强商户租赁热度及用户粘性。

图表9：公司线上下业务融合促进，其中围绕数据资源的CG平台、支付、进口业务为未来增长新引擎

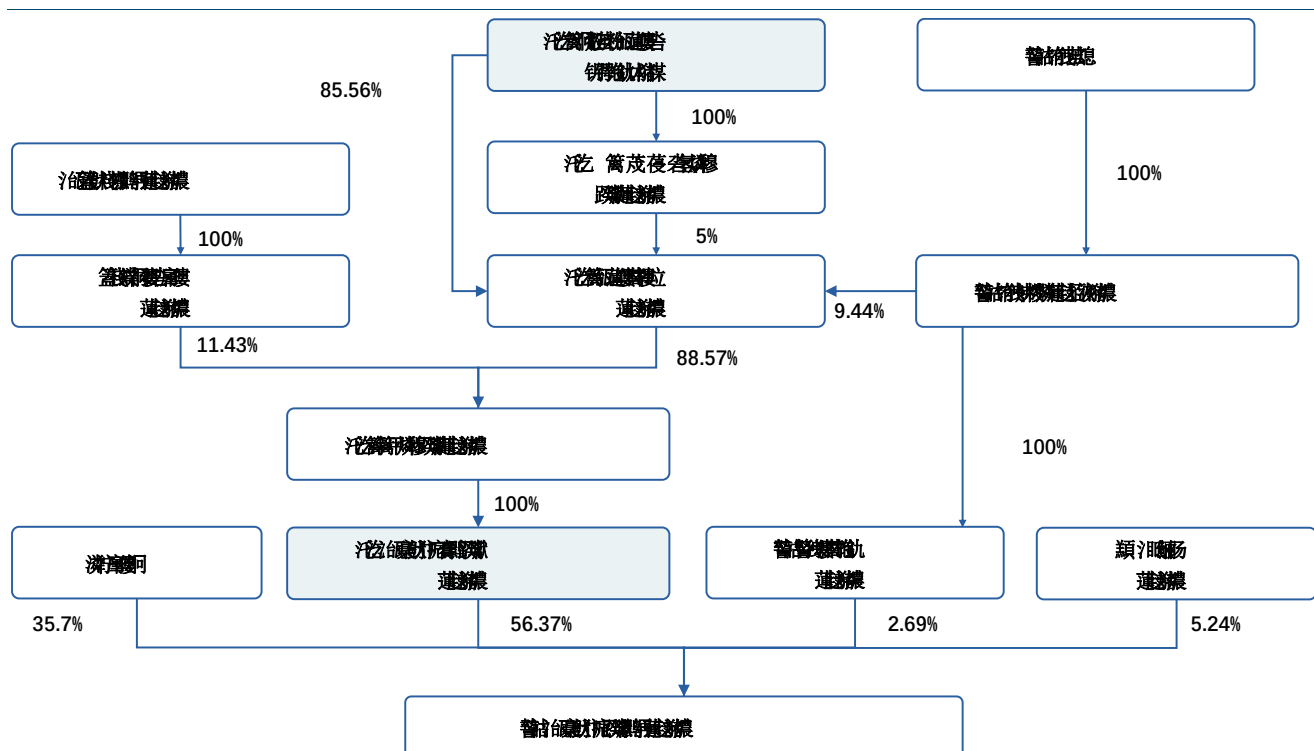


来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 市场化经营理念+国企资源优势铸就公司壁垒

股权结构稳定，义乌国资委为实控人。截至2025年Q3，义乌中国小商品城控股有限责任公司为公司最大股东，持股比例56.4%，义乌国资委间接控股45.2%，为公司实际控制人，浙江省财政厅为公司第二大股东，持股比例7.4%。

图表10: 公司股权结构 (截至 2025Q3)



来源：公司公告，国金证券研究所

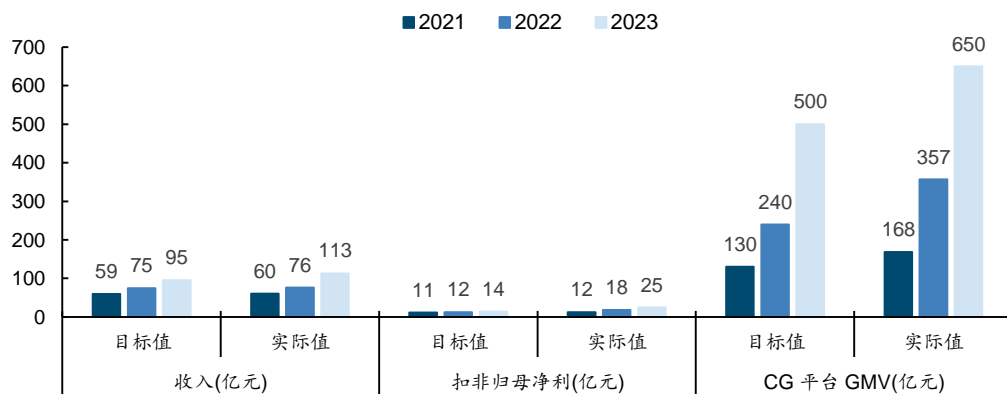
2019 年以来公司坚持市场化改革，主要聚焦于三个方面。

1) 实施股权激励，调动内部积极性。公司 2020 年 10 月公告施行股权激励计划，授予共 426 名员工 4904 万股股票，覆盖所有二级及以上员工，考核营收、EPS、Chinagoods 平台 GMV、相对同行表现四个方面，体现了公司数字化转型的决心

2) 引入外部战投，推进体制机制改革。加快引入物流（中远海运）、仓储（普洛斯）、供应链金融（招商局资本）、跨境结算（中国银行）等领域领军企业作为战略投资者，并赋予下属公司更多经营自主权，以提升业务水平。

3) 新业务积极引入市场化团队与市场化资金，提升业务能力。2021 年小商品城收购海尔网络股权，获得支付牌照，组建了由原连连支付 CEO 左刚带队的跨境支付业务团队。2022 年，小商品城与中远海物流、普洛斯成立三方合资公司智捷元港，引进原顺丰首席运营官袁萌等高级管理人员，同年 Chinagoods 总经理赵炜等资深业内专家相继加入公司。

图表11：公司2020年发布股权激励计划的业绩考核条件均已达成



来源：公司公告，国金证券研究所



2、“渠道、场景、工具”融合，新业务落地加速

2.1 一带一路出口占比大幅提升，提供贸易服务最佳落地场景

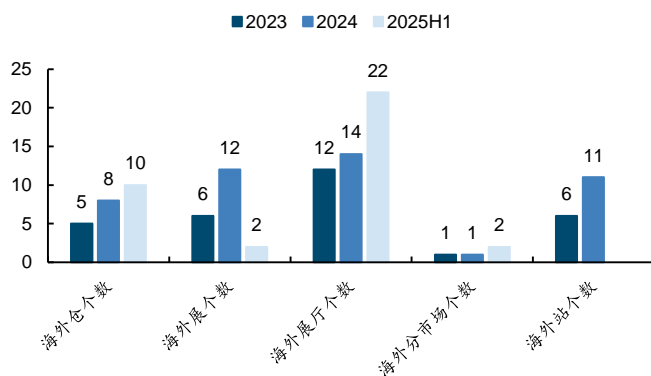
公司加大海外布局，驱动一带一路贸易额提升。2024 年起公司开始推进义乌市场“海外复制”的品牌出海战略，通过在海外布局市场、展厅、海外仓等基础设施，全力推动义乌小商品触及更多海外市场，帮助商户拓展客源。25H1 公司布局加速，重点发力中东、南美、非洲等新兴市场，新增出海项目 13 个，并成功落地东亚首个海外分市场——日本大阪义乌市场。义乌市场小商品已流通覆盖 233 个国家和地区。25H1 义乌进出口一带一路金额增速 26.9%，占比达 67.5%，同比提升 5.7pct。

跨境贸易呈现碎片化特征，为公司贸易服务提供绝佳落地场景。公司品牌出海战略下，“一带一路”国家贸易额增速显著提升，跨境 B2B 交易呈现小型化、碎片化特征，为 SaaS 平台及跨境支付等贸易服务创造了绝佳应用场景。

图表12：海外首个分市场——日本大阪义乌市场开业



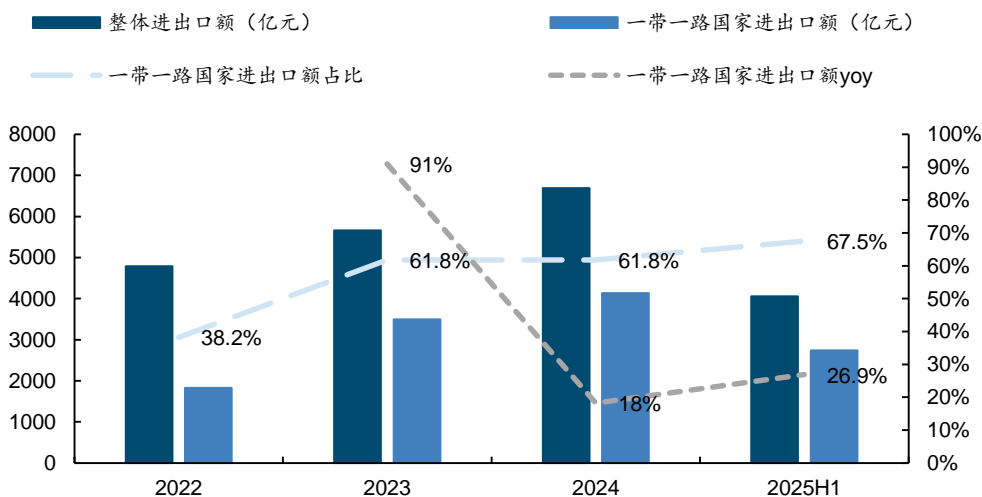
图表13：25H1 小商品城加速海外基础设施布局



来源：中国义乌网，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：义乌市“一带一路”进出口金额占比持续提升



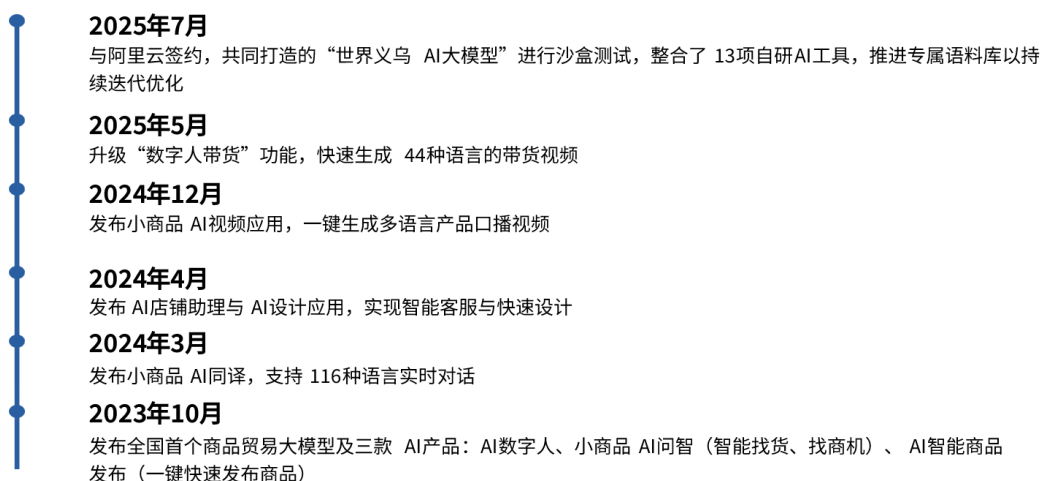
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 CG 平台 AI 应用加速，业务已进入创收阶段

CG 平台建立多元收费模式，AI 工具推广有望增厚收入。Chinagoods 平台是以贸易数据驱动的 B2B 电商平台，依托 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，对接供需双方需求。目前平台服务费主要分为：1) 基础服务费、2) 增值服务费、3) 数字广告、4) 金融机构数字化服务和第四方服务等。AI 工具推广有望加速商业化落地，增厚公司平台增值服务费。



图表15: CG 平台 AI 发展时间轴: 25 年已成功落地 13 项 AI 工具



来源: 公司公告, 中国义乌网, 新浪财经, 国金证券研究所

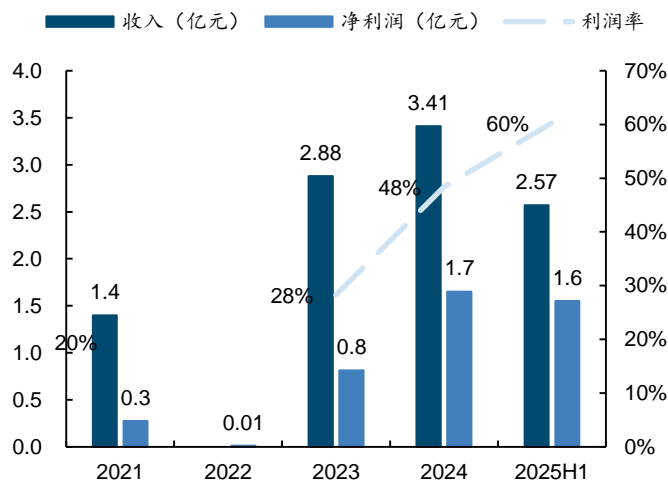
持续深化 AI 技术赋能, 驱动用户数量与盈利能力双突破。CG 平台持续深化 AI 技术赋能, 2025 年 4 月与阿里云签署三年战略合作协议, 共建小商品垂直领域“世界义乌 AI 大模型”, 小商品城负责商贸场景数据整合+平台运营+商户需求洞察; 阿里云提供云计算基础设施+通义大模型底座+算力, 提供 13 类外贸相关 AI 工具, 截至 2025 年 H1, “小商 AI”系列应用累计使用及访问量已突破 10 亿人次大关。技术深化与规模效应带动公司盈利能力提升, 根据公司公告, 大数据子公司净利润由 2021 年的 0.3 亿元提升至 2025 年 H1 的 1.6 亿元, 净利率从 2021 年的 20% 大幅提升至 2025 年 H1 的 60%。

图表16: CGAI 智创平台提供多场景的外贸 AI 解决方案

图表17: 小商品城大数据子公司利润率持续提升



来源: CGAI 智创平台, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

六期市场全球数贸中心, 布局聚焦高端制造、美妆珠宝、IP 潮玩等新兴行业, 开业即火爆。六期市场首轮招商 (时尚珠宝行业) 开放 389 个商位, 吸引 4400 余家企业报名, 竞争比例约 11:1。第二轮招商 (婴童童成长用品、护肤及医美用品行业) 共开放约 900 个商位, 吸引超 1.9 万户企业报名, 竞争比例约 20:1, 招商持续火爆。根据义乌商报和人民日报数据, 市场板块商位数 3760 间, 2025 年 10 月开业后即入驻 3700 余家, 入驻率超过 98.4%。



图表18：数贸中心市场聚焦高端制造、美妆珠宝、IP潮玩等新兴行业



来源：chinagoods，国金证券研究所

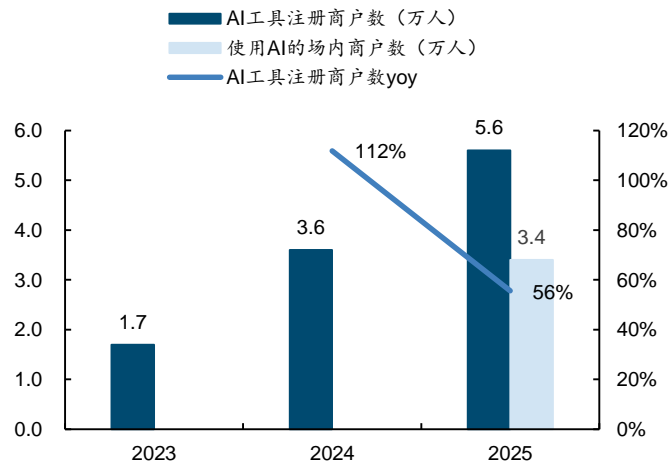
新一代商户对 AI 应用的增收效果显著，有望带动 AI 渗透率提升。六期市场以新生代商户为主，逐渐接管生意的义乌商二代更看重商品的独立设计和品牌溢价能力，并对数字化接受程度更高（AI 选品、大数据分析、直播种草等），成为 AI 工具推广拓展的突破抓手，实际创收效果有望带动“标杆效应”。根据公司公告，2025 年使用 AI 工具的场内商户数达 3.4 万人，根据 7.5 万场内商户计算，AI 工具在场内商户的渗透率约 45%，仍有约 55% 商户待拓展。在新一代商户标杆效应下，AI 渗透率有望持续提升。

图表19：六期市场新生代商户占比高，AI 增收效果显著

图表20：AI 用户数持续高增，场内商户仍有 55%待拓展

六期市场“商二代、创二代”等新生代商户占比 52%
拥有自主品牌或 IP 经营权的商户 57%

AI 选品设计	<ul style="list-style-type: none"> 一款 AI 眼镜智能产品的上架流程从 2 小时压缩到 12 分钟，选品上品效率增长 45%，订单增长了 15% 两天可以搞定原来一周的工作量，纯靠 AI 设计的款式已经实现 200 多万销售额
AI 视频制作	<ul style="list-style-type: none"> 一条高质量 TVC 的传统制作成本动辄数十万，周期数月，AI 技术将视频时间和成本降至原来的 1% 一商户在短时间内制作了 3000 多条短视频，实现了订单量 30% 的增长和询盘量翻倍。
AI 广告投流	<ul style="list-style-type: none"> 某饰品商家借助 AI 生成多条风格视频在 TikTok 进行投放，单条播放超百万，询盘转化率提升 45% 一家家居商户针对不同区域市场生成多版广告，点击率提升 200%。



来源：公司公告，义乌 Chinagoods 大会员，Chinagoods，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

平台服务和贸易数据进一步完善，有望推动基础服务费增长。从服务内容看，对比成熟的电商 SaaS 服务商中国制造网和阿里巴巴国际站，当前 Chinagoods 平台会员基础服务内容仍较为简单，基础服务费 3000 元/年；从前端流量看，中国制造网和阿里巴巴国际站成立时间均超过 20 年，积累了海量前端流量，阿里国际站注册会员超 1.5 亿，而 Chinagoods 平台由于成立时间较短，前端流量优势有限。随着平台会员基础服务完善、贸易数据持续沉淀、小商品城商铺资源进一步丰富，基础服务费增长空间较大。

线上下双重生态+场景化赋能持续推进，AI 工具服务费空间广阔。Chinagoods 的小商 AI 工具不仅能服务场内实体商户，还能服务于场外用户，且应用场景（如视创、设计、翻译）多元，可针对复杂需求衍生服务提升客单价，AI 工具服务费空间广阔。


图表21：相比其它 B2B 外贸平台，Chinagoods 仍处于发展初期，收费业务拥有较大成长空间

	中国制造网		阿里巴巴国际站		Chinagoods
会员等级	金牌会员	钻石会员	出口通 AI	金品诚企 AI	
会员费用	31100 元/年	59800 元/年	35800 元/年	90000 元/年	基础服务费 3000 元/年，小商 AI 系列工具 1 元/点数
服务内容	(1) 账户推广服务：1000 个产品，3000 个产品，10 个主 7 个主打产品，产品更新 2000 次/天 (2) 展示服务：最多 6 张高清全景、10 个产品动图、100 张图 (3) 认证服务：SGS/BV/TÜVRheinland/CTI 独立审核并出具完整认证报告 (4) 营销服务：RFQ 报价 (5) 数据分析				(1) 基础服务：基础建站、生意助手专业版、基础版外贸数据管家、信保交易、生意助手基础企业能力评估报告、主营产品认证、验厂视频、360 全景验厂、认证验真及透传 (2) 认证服务：实地认证、企业能力评估报告、主营产品认证、验厂视频、360 全景验厂、认证验真及透传 (3) 营销权益：橱窗(8 组)、品类视频、明星展播购买权、行业玩法优先权、买家端实力身份透传 (4) 企业级服务：专属旺铺、子账号权益(10 个)、数据管家行业版、客户通智能版、企业版外贸工作台
运营规则	一次性付费，规则相对固定，无需刷单等操作，对运营要求较低		除了基础平台费还需要竞价提升排名；运营规则复杂，对运营要求较高		场内+场外双重生态，场内服务绑定实体线下商位，定制平台服务；场外可付费使用 AI 工具，功能多样，较为灵活
平台规模	截至 2025Q3，中国制造网平台收费会员数为 2.9 万名		阿里巴巴国际站有着超 1.5 亿注册会员，5900+ 产品类别，截至 2024 年 6 月，全球已有超过 3 万中小微企业正在使用阿里国际站的 AI 工具做外贸		依托 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，截至 25H1 注册采购商突破 510 万。截至 25 年末大模型 APP 注册用户数超 5.6 万人，AI 应用累计服务用户超 28.8 万人，惠及线下经营户超 3.4 万家。

来源：阿里巴巴国际站，中国制造网，邦阅网，东方财富网，公司公告，新京报，中国国金证券研究所

伴随会员费和渗透率提升，基础会员费增长空间较大。根据东方财富网数据，当前 Chinagoods 平台基础会员费为 3000 元，未来可能逐步提升；根据公司公告，CG 平台有实体商铺 7.5 万家。若实际付费会员渗透率为 60%，则 Chinagoods 一年基础服务费达 1.4 亿；若渗透率达 90%，伴随会员费提升，Chinagoods 一年基础服务费有望达 5 亿以上。

AI 工具仍处使用习惯养成初期，年收入空间广阔。根据公司公告，截至 2025 年末，系列 AI 应用累计服务用户超 28.8 万人，惠及线下经营户超 3.4 万家。根据 7.5 万实体商户计算，AI 工具商户渗透率约 45%。根据 CG 平台官方网站，当前小商 AI 每天赠送用户 20 点数，1 点数对应 1 元，计算得出对应年度 AI 工具服务费约 2.5 亿元。随着自研 AI 工具矩阵+阿里云生态合作+场景化赋能持续推进，AI 工具使用频次和渗透率有望持续提升，若用户使用频次达 50 点/日，对商贸城内的用户渗透率达 90%，则年收入有望达 12 亿元。



图表22：伴随会员费和渗透率提升，基础会员费增长空间较大

基础会员费年收入=潜在用户数×会员费单价×渗透率			
基础会员费年收入（亿元）			
会员费年单价	3000 元(当前水平)	5000 元	8000 元
商户渗透率			
60%(4.5 万户)	1.4	2.3	3.6
80%(6 万户)	1.8	3.0	4.8
90%(6.75 万户)	2.0	3.4	5.4

来源：公司公告，东方财富网，中国义乌网，国金证券研究所

图表23：AI 工具仍处于使用习惯养成初期，年收入空间广阔

AI 工具年收入=总商户数×渗透率×日均点数×365 天×1 元/点				
AI 工具年收入（亿元）				
日均消费点数	30 点/天	40 点/天	50 点/天	
商户渗透率				
45%(3.4 万户, 当前渗透水平)	2.5	3.7	5.0	6.2
60%(4.5 万户)	3.3	4.9	6.6	8.2
80%(6 万户)	4.4	6.6	8.8	11.0
90%(6.75 万户)	4.9	7.4	9.9	12.3

来源：公司公告，中国义乌网，chinagoods，国金证券研究所

2.3 义支付全链路服务完善，产品与区域扩展驱动增长

义支付于 2022 年正式获批支付牌照，9 月获批跨境人民币资质，2023 年起全面承接 Chinagoods 平台业务，2025 年获国家外汇管理局批准业务范围从义乌拓展至浙江全省，义支付区域扩展，有望推动市场规模进一步扩张。

政策、资源和模式三重加持，精准解决小商品支付痛点。义乌的“1039 模式”市场采购贸易模式呈现单量小、批次多、频次高、品类广的典型特征，常常面临收款周期长、资金链路复杂、结汇效率低等现实难题。相较于传统银行支付，义支付具备三重产品优势：1）政策优势：自带国家批准的跨境支付牌照和外汇额度，商户无需自行申请资质即可合规收结汇；2）资源优势：基于本地商城生态，将货物循环、资金循环和信息循环统一，利用大量真实数据的沉淀，与市场采购平台、银行系统及商户无缝对接；3）模式优势：采用直收模式，企业无需再依赖多层级的资金通道，资金可直接从买家账户汇入国内银行，显著缩短了资金在途时间，提升了结算效率。

图表24：义支付 vs 传统银行，政策、资源和模式三重加持，精准解决小商品支付痛点

	义支付	传统银行支付
定位	为义乌小商品市场量身定制，聚焦中小微商家高频小额交易	面向全行业，更侧重标准化、大额企业交易
跨境收款速度	最快当天到账，支持实时换汇	通常需要 3-7 天，流程繁琐
跨境资质门槛	自带国家批准的跨境支付牌照和外汇额度，商家直接使用即可	中小商家需自行申请资质，审批周期长、门槛高
数字人民币支持	数字人民币试点，支持线上线下多场景及跨境支付	仅提供基础支持，场景覆盖有限
金融服务适配性	背靠本地商城集团，更懂义乌商家需求，可根据交易信息提供低息贷款等增值服务	对中小商家服务响应慢，增值服务少
交易体验	系统专门优化，极少卡单，问题响应速度快	系统对高频小额交易支持不足，易出现卡顿
功能整合度	一站式整合收款、换汇、记账、报税、贷款等服务	仅提供基础收款功能，其他服务需单独办理

来源：义支付，公司公告，国金证券研究所

产品能力升级，跨境支付收款总额稳健扩张。义支付业务分为跨境人民币支付、数字人民



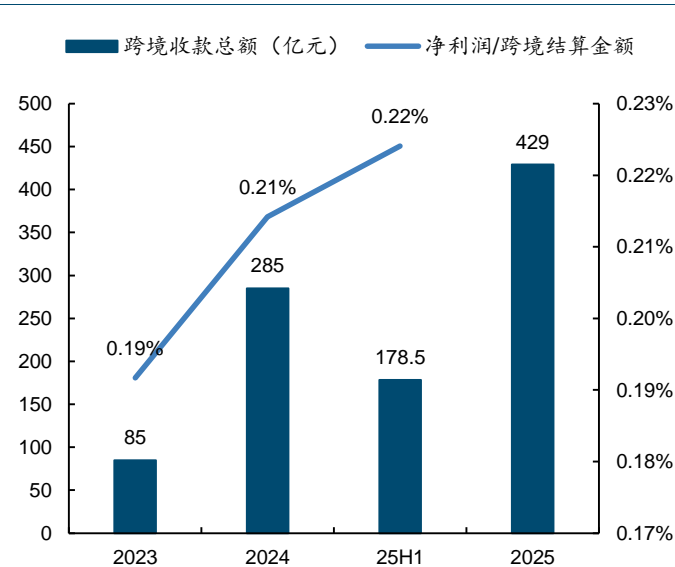
币和国内支付，其中跨境人民币支付为业务重心。义支付产品能力不断升级，截至 2025 年底，义支付已支持 29 种国际主流币种收款、业务覆盖 170 余个国家和地区，具备最快当日到账的高效结算能力，累计 2 亿币交易资金损失率低于 0.00001%。在产品创新驱动下，义支付跨境收款总额由 2023 年的 85 亿元快速增长至 2025 年的 429 亿元。

图表25：跨境人民币支付为义支付业务重心

业务板块	业务成效
业务重心：	· 深耕跨境 B2B&B2C 贸易形态，整合银行机构、海外渠道和集团生态资源，推进海外渠道建设及产品服务创新
跨境人民币支付	· 2024 年度交易额突破 40 亿美元，2025 年截至 6 月 30 日达 25.87 亿美金
数字人民币场景收付款服务	· 深入覆盖商城生态数字人民币支付场景，满足线上线下多场景收付款服务
币	· 2024 年交易额超 37 亿元，2025 年截至 6 月 30 日达 6.89 亿元
国内支付	· 聚焦产业支付业务场景，围绕商贸流通等支付需求打造多样化及产品服务
	· 2024 年交易额超 682 亿元，2025 年截至 6 月 30 日达 173 亿元

来源：公司公告，义支付，国金证券研究所

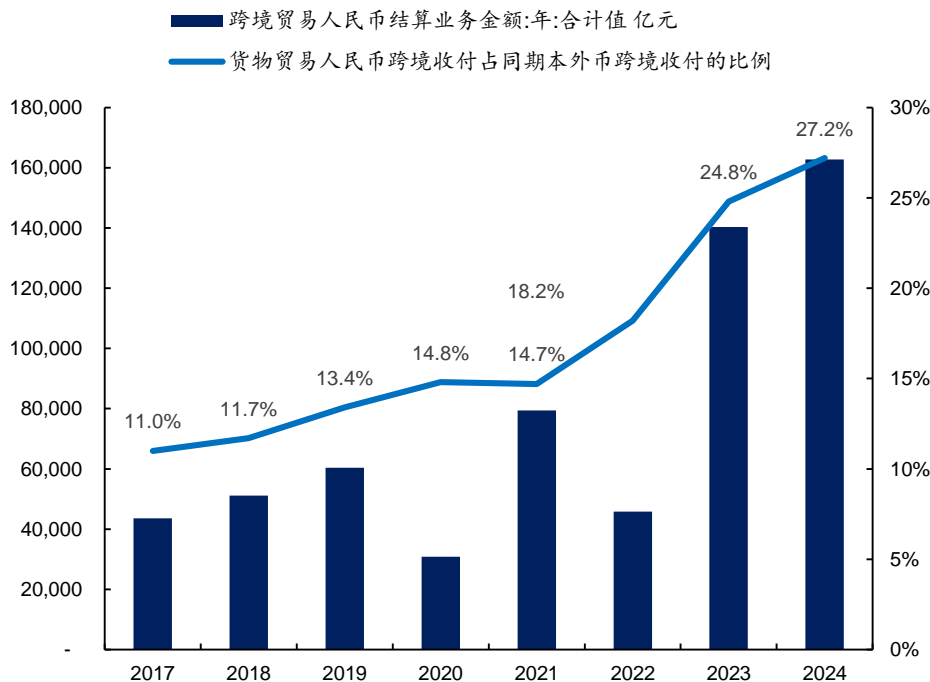
图表26：义支付跨境收款总额持续高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

拓产品、拓区域发展驱动，义支付高增有望持续。义支付 25Q3 正式获批 1039 市场采购贸易外汇结算试点（此前以跨境人民币结算为主），单笔交易限额从 5 万美元提升至 15 万美元，同时业务范围从义乌获批拓展至全省，有望通过获取市场份额带动交易额增长。

图表27：全国跨境人民币结算比例持续提升，但截至 24 年仍有 70%为外汇结算



来源：中经数据，中华人民共和国政府，中华人民共和国教育部，国金证券研究所

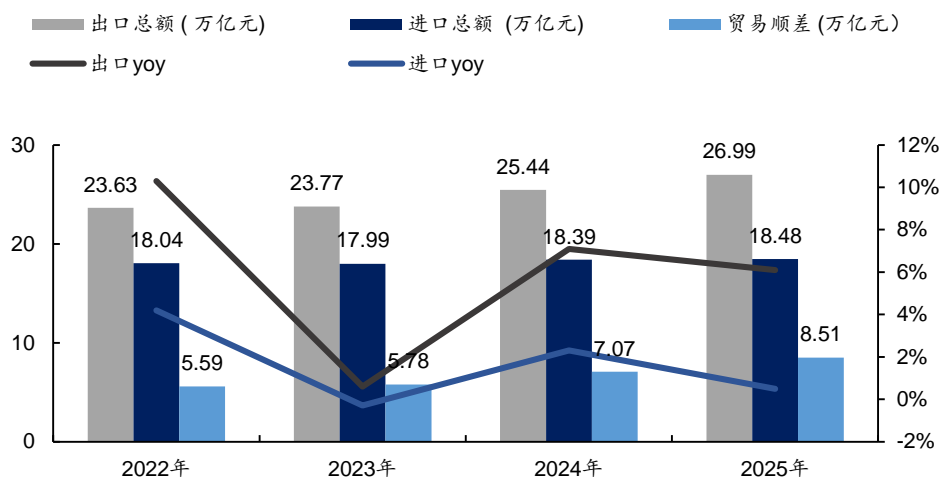


3、政策优势叠加生态壁垒，开辟进口新增长曲线

3.1 顺应国家战略开展进口改革，小商品城生态与数据壁垒显著

我国外贸出口强、进口弱，国家战略深化外贸体制改革。2024 年来，我国出口额增速快于进口，贸易顺差持续扩大。在此背景下，2024 年二十届三中全会指出要深化外贸体制改革，在扩大国际合作中提升开放水平。2025 年“十五五”规划建议进一步强调推动进出口平衡发展，从而扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面。

图表28：2024 年以来我国出口造成的贸易顺差持续扩大

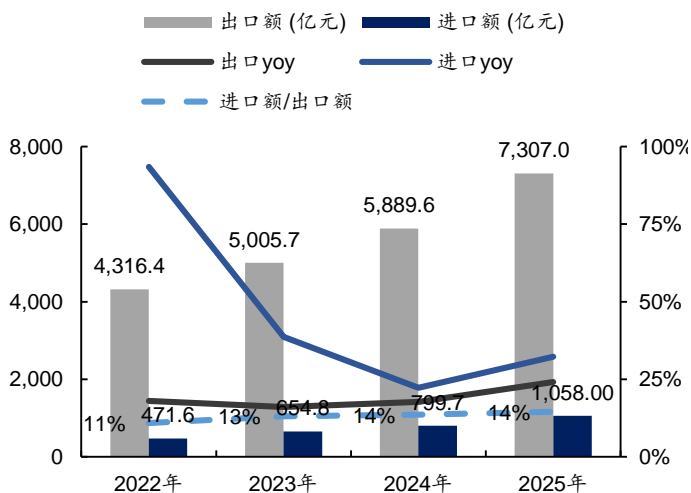


来源：中经数据，中华人民共和国政府，中华人民共和国教育部，国金证券研究所

义乌顺应国家发展战略，从“卖全球”到“买卖全球”双向发力。对标国家进出口平衡发展要求，义乌进出口结构失衡问题突出，进口额仅占出口额的 14%。因此，2024 年义乌新一轮深化改革顺应国家发展战略，在进口“买全球”方面加速发力，同时继续在“卖全球”上迭代深化，从而推动进出口平衡发展，扩大高水平对外开放。

图表29：义乌进出口比例失衡，进口额仅占出口的 14%

图表30：新一轮改革要求买全球、卖全球双向发力



	第一轮改革 (1039)	新一轮深化改革 (进口“正面清单”)
改革时间	2011 年	2024 年起
改革重点	侧重“卖全球”，建立新型贸易方式、优化出口商品结构等	在进口“买全球”方面加速破题，同时继续在“卖全球”上迭代深化
要解决的问题	出口产品低端、交易方式传统、管理体制制约等	进出口比例不平衡、中小微企业贸易难题等

来源：中国新闻网，中国义乌网，金华日报，国金证券研究所

来源：义乌市人民政府，浙江省人民政府新闻办公室，浙江省商务厅，义乌商报，国金证券研究所

我国传统的进口模式各有缺陷，传统一般贸易（0110）流程复杂、时效慢，快件方式管理难。传统一般贸易进口流程复杂、时效慢、合规成本高，难以满足碎片化、小批量进口需求；快件方式虽然能满足小批量进口需求，却无法办理企业结汇和退税手续，且管理不便。2014 年，为方便企业通关和规范海关管理，1210 和 9610 模式诞生，方便跨境电商零售进



口。

跨境电商模式（1210/9610）不完善且仅针对直接 2C，走私和维权问题多发。1210 和 9610 模式用途有限、交易额度有限，无法满足企业批量进口销售需求；模式不完善滋生走私问题，导致国家纳税统计难；售后服务体系不完善，消费者维权难。

义乌新型模式通过合规高效进口方案，解决传统进口模式困境。2024 年义乌进行新型进口模式改革，正面清单聚焦国外成熟流通、国内需求旺盛的进口消费品，提供便利监管模式；通过正面清单管理、数字化通关、CCC 认证采信等降低制度性成本，提升进口效率，适配中小商户的薄利多销模式。“1+4+4 监管体系”进行从预报关到商品售后全流程的监管，保障进口合规进行，同时给消费者带来可溯源的售后保障；证照管理优化推动产品认证证

图表31：我国传统的进口模式各有缺陷，义乌新型模式通过合规高效进口方案，解决传统进口模式困境

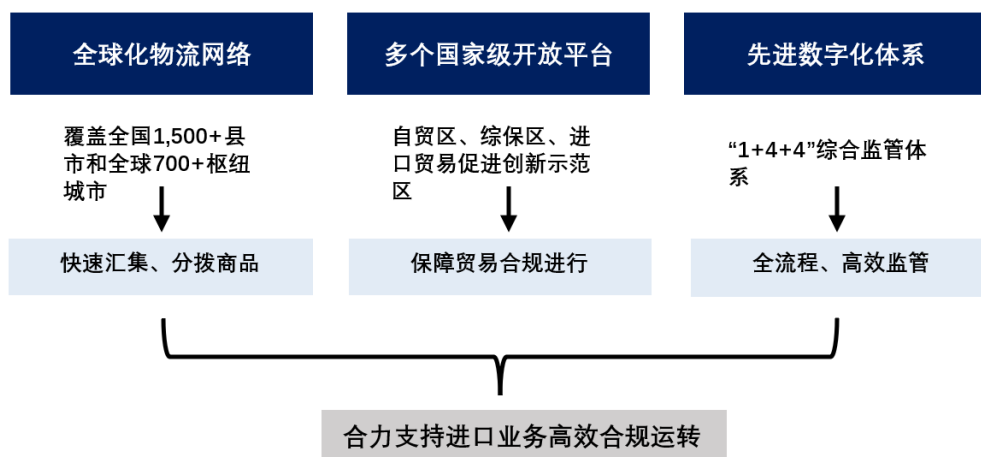


来源：外贸日报，中世通，义乌商报，海关总署，中国义乌网，央视新闻，义乌市人民政府，国金证券研究所

书快速办理，提高进口效率。

小商品城生态与数据壁垒显著，成为落地进口正面清单首单业务的唯一试点。小商品城贸易生态完善，具备全球化物流网络、多个国家级开放平台和先进的数字化体系，能够支持进口业务快速、合规进行。

图表32：小商品城贸易生态完善，确保进口业务高效合规运转

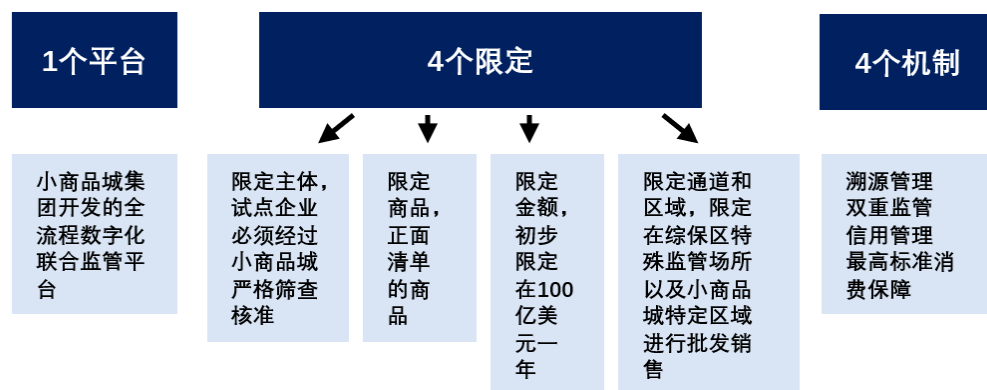


来源：公司公告，国金证券研究所

"1+4+4"体系对进口商品进行全流程监管，小商品城数据与运营壁垒突出。"1+4+4"体系顺应合规进口、保障消费者售后的目标，采用1个平台、4个限定、4个机制对商品进行预报关到售后全流程的监管。其中，1个平台由小商品城开发，意味着小商品城掌握所有进口商品的进口、销售、仓储物流、售后溯源数据，数据生态根基深厚；批发销售区域限定在综保区，小商品城作为综保区的建设和运营主体，掌控运营全流程和规则，运营壁垒突出。根据澎湃新闻，小商品城成为落地进口正面清单首单业务的唯一试点企业。



图表33: 通过“1+4+4”体系监管进口商品全流程, 小商品城数据与运营壁垒突出



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 效率提升+税费优惠, 新型进口模式优势突出

四类进口渠道链路对比, 义乌新型进口模式通过流程简化降低启动资金。一站式线上化平台降低代理成本, 境内外检测标准互认降低检测成本, 企业进口的启动资金较低。根据案例测算, 假设从海外采购 100 支 20 元的口红, 义乌新型模式的启动资金优于其他三种模式。

图表34: 义乌新型进口模式通过流程简化降低启动资金, 通过保税政策减轻税费压力

模式	0110 (传统一般贸易)	1210 (跨境电商零售进口-保税)	9610 (跨境电商零售进口-直购)	义乌新型进口模式
适用场景	适用于 B2B 的大批量货物进口	电商企业将商品批量备货至保税仓, 再从保税仓清关发货至消费者, 多品类、B2C	商品直接从境外直邮到境内消费者, 小批量、多品类、B2C	在特定区域 (义乌综保区), 由试点企业依托数字化监管平台, 为中小微企业提供的、基于正面清单的进口创新方案
资金启动门槛	较高, 前期需支付许可证代办、关税代垫、检测等费用	中等	中等	较低, 数字化平台和检验标准互认, 降低了代理、检验成本
税费压力	较高, 需在商品清关时全额支付关税、增值税、消费税	小额时优惠, 大额时按照实际交易价缴税, 税费压力较高		压力后置且费用可控
交易限值	无, 适合大宗、高价值商品进口	单次交易限值为人民币 5000 元, 个人年度交易限值为人民币 26000 元		无, 适合中小微企业批量采购
流程与效率	流程复杂, 备案、认证流程长, 时效慢	保税仓发货, 发货速度快; 但若库存估算不准确, 可能造成滞销、仓储成本高	较灵活, 直邮模式运输时效快	通过数字化平台整合流程, 认证、备案效率快

来源: 国家发展和改革委员会, 中国义乌网, 海关总署, 外贸日报, 中国海关, 大数跨境, 呼和浩特海关, 科灯跨境, 中世通, 国金证券研究所



义乌新型模式通过保税政策减轻税费压力，同时整体税费可控，适合中小微企业批量采购。相比于传统一般贸易和 9610 在清关时支付税费，新型进口模式采用保税模式，在货物出综保区时再征收税费，税费压力后置；相比于 1210 模式在超出交易限值时按照实际交易价（零售价+运保费）缴税、税费压力高，义乌新型进口模式整体税费压力可控，更适合中小微企业批量采购。

图表35：根据案例测算，义乌新型进口模式启动资金和税费较低，成本优势显著（假设进口采购 100 支口红场景）

	0110（传统一般贸易）	1210（跨境电商零售进口-保税）	9610（跨境电商零售进口-直购）	义乌新型进口模式
货物抵达可售状态前现金支出（不含税）				
1.商品采购价（假设 100 支口红， 采购价 20 元/支）	2000	2000	2000	2000
2.国际运保费	700	700	700	700
3.报关费	300	300	300	300
4.代理服务费	2000（大宗商品全流程门槛高， 需许可证代办、关税代垫、全项 检测对接等）	1000	1000	500（正面清单管理+数字化平台简化 流程，降低代理费）
5.检验费	4000	2000	2000	1000（义乌境内外检验标准互认，降 低重复检测费用）
6.贴标/仓储操作费	300	150	150	150
→支出小计（A）	9300	6150	6150	4650
单支成本（不含税）	93	62	62	46（资金启动门槛低）
税费政策与支付时点				
税费政策	(1)在限值以内关税税率为 0%，进口环节增值税、消费税按法定应纳 全额缴纳（关税+消费税+增值 税） (2)计税价格超过 5000 元单次交易限值但低于 26000 元年度交易限 值，按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税			
完税价格	CIF 价（采购价+运保费）	实际交易价（零售价+运保费）		CIF 价（采购价+运保费）
支付时点	清关时支付	销售出区时支付	订单清关时支付	销售出区时支付，节省资金占用成本
应缴税费				
总零售价	100*150=15000（由于跨境电商完税价格包含零售价，我们假设一支 口红零售价为 150 元）			
完税价格金额	2700（采购价 + 运保费）	15000+700=15700		2700（采购价 + 运保费）
7.关税（5%）	135	785		135
8.消费税（15%）	500	2909		500
	$(2700+135)/(1-15\%)\times 15\%$	$(15,700 + 785) / (1 - 15\%) \times 15\%$		$(2700+135)/(1-15\%)\times 15\%$
9.增值税（13%）	434	2521		434
	$(2700+135+500)\times 13\%$	$(15700 + 785 + 2909) \times 13\%$		$(2700+135+500)\times 13\%$
税费小计（B）	1069	6215		1069
全周期总成本（A+B）	10369	12365		5719
单支总成本	104	124		57

来源：freightamigo，中华人民共和国海关审定进出口货物完税价格办法，上海口岸服务平台，amz123，中国中贸，中世通，埔江国际供应链，中国（浙江）国际贸易单一窗口，中华人民共和国海关总署，国金证券研究所

3.3 高附加服务流程丰富，商业化落地空间广阔

义乌综保区收费模式多于出口业务，变现空间广阔。相比于出口业务作为货物快速离境的通道，义乌综保区在货物进口流通的多个节点创造高附加值服务，承担了货物准入、检测、保税存储等多方面的功能，因此收费模式更多元，如关税担保产品服务费、综保区仓储运营服务费、检测认证费、“e 综保”园区管理系统费等。



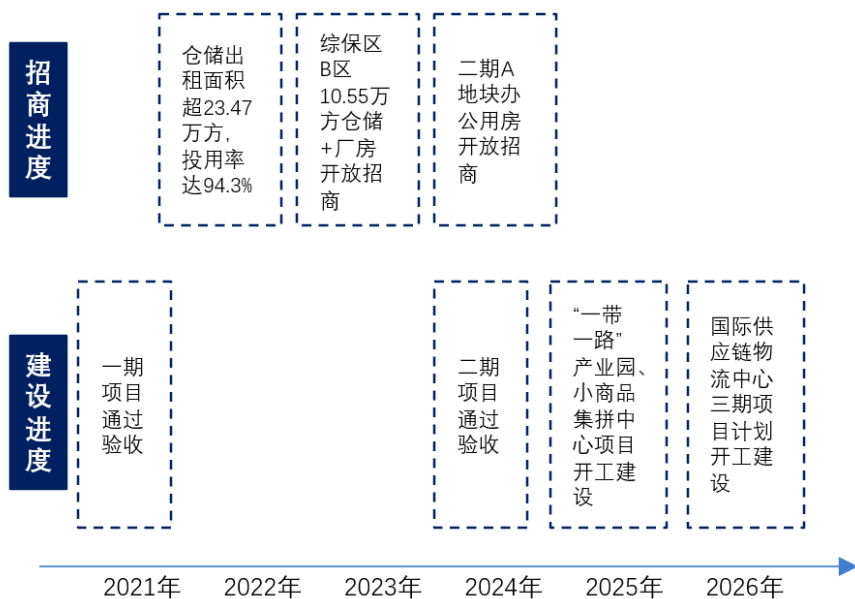
图表36：小商品城进口综保区&出口业务创收项目对比：进口业务高附加值项目更丰富



来源：义乌综合保税区，浙江开发区，义乌商报，公司公告，国金证券研究所

综保区空间扩容节奏紧凑，招商推进驱动收入增长。从 2021 年一期项目验收，到 2024 年二期验收，再到 2025-2026 年“一带一路”产业园和三期项目陆续建设，综保区物理空间持续扩容、节奏紧凑。招商动作紧随空间释放，持续带来相关收入，一期项目投用率达 94.3%，印证收入转化健康。

图表37：综保区物理空间持续扩容，招商动作紧随空间释放

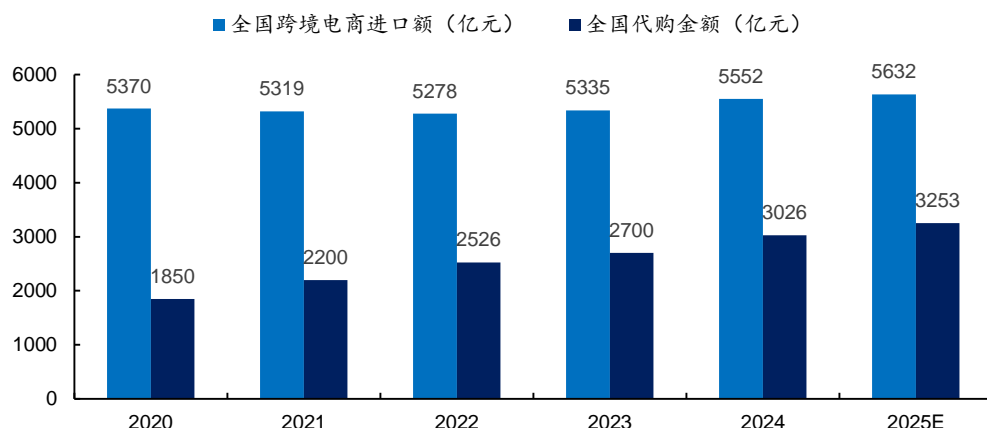


来源：义乌文明网，中国义乌，义乌综合保税区，国金证券研究所

替代存量市场同时创造新需求，进口业务规模目标千亿级别。根据“义乌市深化国际贸易综合改革”发布会制定的政策目标2025年全市进口规模达1000亿元，到2030年突破3000亿元，CAGR超15%。根据金华新闻网数据，2025年义乌进口规模1058亿元，已达成全年目标。当前我国跨境电商进口市场规模约5千亿，代购市场规模约3千亿，新进口代码有望逐渐取代老模式，同时创造新需求。



图表38：当前我国跨境电商进口市场规模约5千亿，代购市场规模约3千亿



来源：东方财富号，共研产业研究院，海关总署，央视网，国金证券研究所

多元化服务驱动，进口业务收入空间广阔。根据测算，小商品城出口相关业务货币化率约1%，且2022-2024年呈现逐年上升趋势。由于进口业务相关链条服务更多元，有望取得高于出口业务的更高货币化率，收入空间广阔。

图表39：根据测算，小商品城出口相关业务货币化率约1%，22-24年呈逐年上升趋势

	2020	2021	2022	2023	2024
小商品城出口业务收入（亿元）	29.2	32.4	26.4	46.1	62.1
义乌市出口 GMV（亿元）	3006.2	3659.2	4,316.4	5,005.7	5,889.6
出口业务货币化率	1.0%	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%

来源：公司公告，义乌市人民政府，浙江省人民政府新闻办公室，浙江省商务厅，中国义乌网，金华日报，国金证券研究所
(出口业务收入为小商品城剔除商品销售后的收入，只保留因提供平台和服务而获得的收入，分母采用义乌市出口额，小商品城出口业务货币化率=小商品城出口业务收入/义乌出口额)

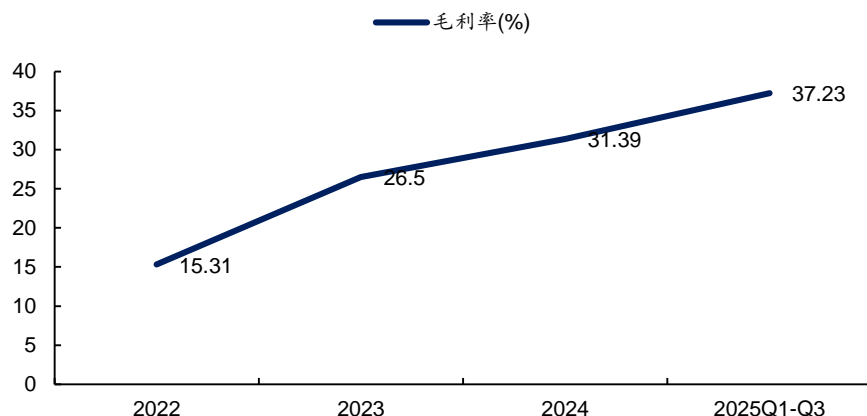
4、盈利预测与估值分析

4.1 财务分析：市场经营贡献充裕现金流，贸易服务带来业绩弹性

实体市场提质+贸易服务升级，高毛利业务收入增长带动毛利率持续提升。2025年全球数贸中心招商热度高，带动市场经营和商品销售收入增长；义支付体系持续升级，CG平台AI技术成效显著，推动贸易服务收入增长；同时成本端保持稳定，驱动毛利率提升，2025年Q1-Q3公司毛利率达37%。



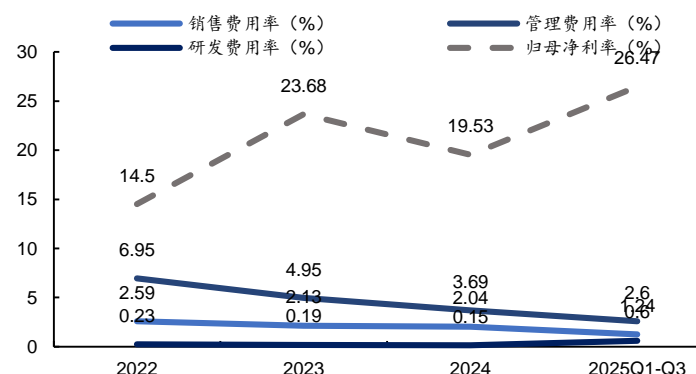
图表40：受贸易服务业务带动公司毛利率水平持续提升，25H1达37%



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

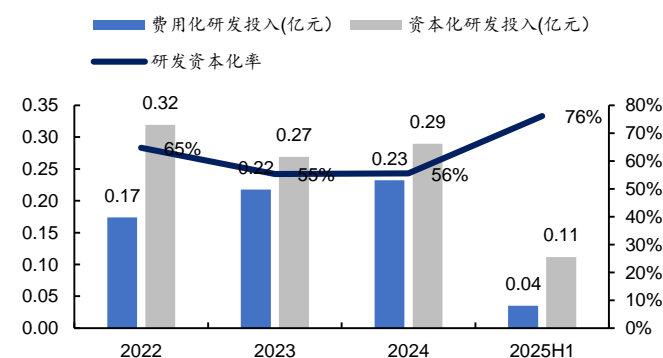
规模效应摊薄销售和管理费用，研发资本化平滑利润波动，公司净利率稳中向好。公司收入稳健增长，销售费用率和管理费用率持续摊薄，2025年Q1-Q3，公司销售费用率1.24%，管理费用率2.6%。公司AI投入和数字化转型加快，研发投入加大，2025年H1研发资本化率达76%，平滑了研发投入对当期利润的冲击。2025年Q1-Q3，公司净利率达26.47%。

图表41：销售和管理费用率持续摊薄，净利率稳中向好



来源：wind，国金证券研究所

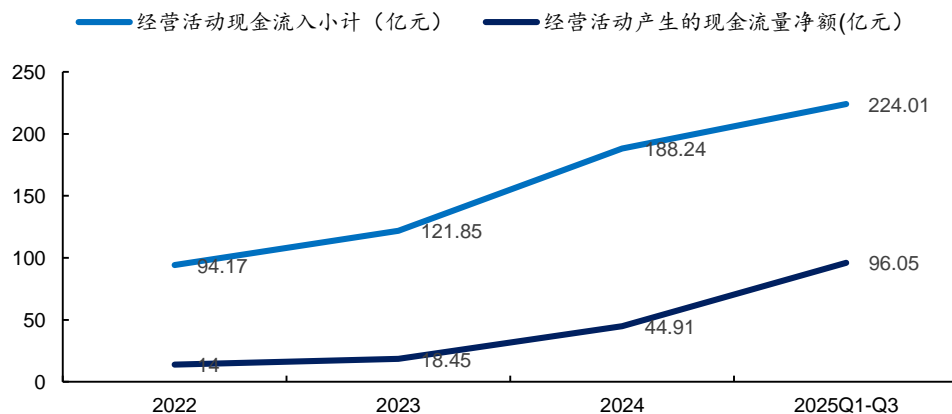
图表42：2025年H1研发资本化率达76%



来源：公司公告，国金证券研究所

六期市场选位费驱动现金流大幅增长。全球数贸中心招商活跃，选位费推动现金流增长，2025年Q1-Q3公司经营活动现金流达96亿元，2022-2025年呈现持续上升趋势。

图表43：2025年Q1-Q3公司经营活动现金流达96亿元



来源：公司公告，wind，国金证券研究所



4.2 盈利预测

主要假设：

- 1) 市场经营（租金&选位费）：受益于租金动态调整，以及全球数贸中心开业贡献租金和选位费增量，预计 2025-2027 年收入 62.57/81.66/90.33 亿元，同比增长 37%/31%/11%。考虑到六期市场投入运营、产生折旧与摊销，预计拉低初期的整体毛利率，并逐渐趋于稳定，我们预计 2025-2027 年市场经营毛利率为 81.6%/79.8%/80.7%。
- 2) 配套服务（酒店&会展）：考虑到全球数贸中心配套酒店、公寓逐步落地，叠加客流量持续提升，假设相关收入稳健增长，预计 2025-2027 年收入分别为 5.46/6.55/7.64 亿元，同比增长 22%/20%/17%。随着六期市场全球数贸中心配套服务逐步落地，毛利率预计趋于稳定，预计 2025-2027 年配套服务毛利率为 20%/20%/20%。
- 3) 商品销售（自营 ICMall 线上商城）：考虑到一带一路市场拓展带动，有望保持快速增长，预计 2025-2027 年收入分别为 125/162/211 亿元，同比 35%/30%/30%。伴随规模效应逐步释放，毛利率有望提升，预计 2025-2027 年商品销售毛利率为 0.7%/0.8%/0.8%。
- 4) 贸易服务（CG 平台&义支付&智捷元港）：GMV 和收入增长弹性较大，预计 2025-2027 年收入分别为 10.38/16.75/22.93 亿元，同比增长 41%/61%/37%。随着 AI 持续赋能与公司数字化水平提升，毛利率有望逐步提升，预计 2025-2027 年贸易服务毛利率为 85.0%/85.5%/86.0%。

图表44：公司分产品收入拆分及预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	11,299.69	15,737.38	21,195.95	27,771.45	34,445.48
yoy	48.3%	39.3%	34.7%	31.0%	24.0%
毛利率	26.5%	31.4%	31.2%	31.4%	29.6%
商品销售					
收入	6,791.57	9,257.22	12,497.25	16,246.42	21,120.34
yoy	37.2%	36.3%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
市场经营					
收入	3,074.35	4,578.35	6,257.21	8,166.23	9,032.85
yoy	81.2%	48.9%	36.7%	30.5%	10.6%
毛利率	71.83%	84.27%	81.59%	79.80%	80.74%
配套业务					
	466.6	448.4	545.6	654.8	764.4
yoy	79.3%	-3.9%	21.7%	20.0%	16.7%
毛利率	23.6%	20.1%	20%	20%	20%
贸易服务					
收入	602.46	738.88	1,038.39	1,675.08	2,293.19
yoy	43.4%	22.6%	40.5%	61.3%	36.9%
毛利率	69.7%	84.6%	85.0%	85.5%	86.0%

来源：ifind、国金证券研究所

公司市场业务重启扩张周期、量价齐升，新业务盈利成长有望非线性释放；政策持续加码，进口贸易综合改革方案落地，有望打开第二成长曲线。我们预计公司 2025-2027 年收入分别 212/278/344 亿元，同比增长 34.7%/31.0%/24.0%；毛利率 31.2%/31.4%/29.6%。

我们预计公司费用率在新业务规模效应带动下稳中有降，预计 2025-2027 年公司销售、管理及研发费用率分别 4.7%/4.2%/3.4%，我们预计公司归母净利润分别 45/60/72 亿元，同比增长 47.4%/32.8%/19.3%。

4.3 估值分析

我们认为，贸易履约生态圈的建设帮助公司提升利润中枢，带来成长空间。同时我们认为



商品展示生态圈（传统市场经营业务）和贸易履约生态圈（创新业务）相辅相成、不可分割，也不构成互相替代，因此建议优先采用整体估值。

商业逻辑上：线下市场经营业务与线上 chinagoods 业务并非独立。线下的 7.5 万个经营户是核心资源，线上 Chinagoods 平台的用户依赖线下商户，商户通过平台服务也需依托线下商铺，两者深度绑定。

产业链角色上：

1) 对商户而言，租金与平台服务费本质都是为了获取更高效的服务，过去支付铺位租金主要是为了展示商品，而现在支付平台服务费是为了在交易达成之后享受更高效便捷的后端服务。

2) 对公司而言，新老业务服务对象一致，只是服务范围得到了拓展。义支付可以解决 1039 模式下发票缺失、账户冻结等诸多支付痛点，以国企信用背书，还原贸易真实性，更好的满足中小微企业在贸易资金结算方面的需求；Chinagoods 整合出口数据要素，为商户提供资信评级，将真实授信依据提供给金融机构，满足小微企业融资需求；合资公司智捷元港解决物流层级低、加价倍率高、履约成本高的问题。

综上，传统业务与创新业务的商业价值深度绑定，应基于公司利润中枢上移、长期成长趋势，整体提升估值。我们预计 2025-2027 归母净利润 45/60/72 亿元，当前对应 PE 19.3/14.5/12.2X，目标 26 年估值 20X，目标价 21.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表45：公司可比公司估值对比

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1) 对标市场经营业务									
	002818.SZ	富森美	11.73	0.87	0.91	0.99	13.49	12.91	11.85
	000785.SZ	居然智家	3.16	0.10	0.11	0.13	32.85	28.68	24.96
2) 对标 CG 平台及物流业务									
	002315.SZ	焦点科技	53.46	1.65	1.93	2.30	32.37	27.72	23.25
	9988.HK	阿里巴巴-W	165.20	-	5.45	6.62	-	30.31	24.97
3) 对标 AI+电商									
	002803.SZ	吉宏股份	19.49	0.62	0.80	1.02	31.57	24.25	19.02
	300592.SZ	华凯易佰	13.86	0.37	0.67	0.94	37.89	20.59	14.79
	300792.SZ	壹网壹创	40.63	0.53	0.68	0.81	77.16	60.15	50.29
4) 对标支付业务									
	300773.SZ	拉卡拉	27.99	0.71	0.74	0.59	39.37	37.75	47.14
	9923.HK	移卡	8.04	0.24	0.40	0.55	33.14	20.02	14.62
	中位数						33.14	25.98	21.13
	平均数						47.58	35.18	28.79
	600415	小商品城	15.95	0.83	1.10	1.31	19.31	14.54	12.18

来源：Wind，国金证券研究所（2026 年 2 月 11 日数据）



5、风险提示

全球经济大幅衰退：公司市场营销、贸易服务、商品销售等主要业务的盈利能力与全球经济紧密相关，若全球经济增长乏力，可能导致义乌小商品市场繁荣程度下降，不利于商位出租及相关业务。

AI 产品销售不及预期：公司目前向国际贸易综合服务商转型，AI 工具的商业化落地（如增值服务收入）是未来业绩弹性的重要来源。若 AI 产品销售疲软，将拉低公司成长速度。

进口政策不及预期：政策的落地时间线和改革内容不可控，若政策落地延迟或内容修改，或将影响公司进口业务发展。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,620	11,300	15,737	21,196	27,771	34,445
增长率		48.3%	39.3%	34.7%	31.0%	24.0%
主营业务成本	-6,453	-8,306	-10,798	-14,583	-19,056	-24,252
%销售收入	84.7%	73.5%	68.6%	68.8%	68.6%	70.4%
毛利	1,167	2,994	4,939	6,613	8,716	10,194
%销售收入	15.3%	26.5%	31.4%	31.2%	31.4%	29.6%
营业税金及附加	-199	-146	-214	-180	-236	-293
%销售收入	2.6%	1.3%	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-198	-240	-321	-339	-444	-448
%销售收入	2.6%	2.1%	2.0%	1.6%	1.6%	1.3%
管理费用	-529	-560	-581	-636	-694	-689
%销售收入	6.9%	5.0%	3.7%	3.0%	2.5%	2.0%
研发费用	-17	-22	-23	-28	-36	-45
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	223	2,026	3,801	5,431	7,305	8,720
%销售收入	2.9%	17.9%	24.2%	25.6%	26.3%	25.3%
财务费用	-149	-125	-102	-51	-192	-257
%销售收入	2.0%	1.1%	0.6%	0.2%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-2	2	-13	-34	-3	-3
公允价值变动收益	-5	-52	13	0	0	0
投资收益	1,042	1,068	263	318	417	517
%税前利润	90.6%	33.3%	6.5%	5.6%	5.5%	5.8%
营业利润	1,147	3,105	4,007	5,664	7,527	8,976
营业利润率	15.0%	27.5%	25.5%	26.7%	27.1%	26.1%
营业外收支	3	103	22	10	10	10
税前利润	1,150	3,208	4,029	5,674	7,537	8,986
利润率	15.1%	28.4%	25.6%	26.8%	27.1%	26.1%
所得税	-46	-527	-950	-1,135	-1,507	-1,797
所得税率	4.0%	16.4%	23.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,104	2,681	3,078	4,539	6,029	7,189
少数股东损益	-1	5	5	10	12	10
归属于母公司的净利润	1,105	2,676	3,074	4,529	6,017	7,178
净利率	14.5%	23.7%	19.5%	21.4%	21.7%	20.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,104	2,681	3,078	4,539	6,029	7,189
少数股东损益	-1	5	5	10	12	10
非现金支出	761	886	903	1,039	1,281	1,409
非经营收益	-790	-968	-124	-280	-349	-450
营运资金变动	326	-644	634	3,706	-1,355	-2,649
经营活动现金净流	1,400	1,956	4,491	9,004	5,607	5,498
资本开支	-4,101	-2,427	-1,242	-2,564	-2,290	-1,590
投资	359	139	-380	0	0	0
其他	1,380	913	2,845	318	417	517
投资活动现金净流	-2,363	-1,375	1,223	-2,247	-1,873	-1,073
股权募资	0	0	0	34	0	0
债权募资	-355	1,098	-1,646	-2,526	0	0
其他	-702	-638	-1,450	-1,869	-2,484	-2,948
筹资活动现金净流	-1,057	460	-3,095	-4,361	-2,484	-2,948
现金净流量	-2,025	1,040	2,618	2,396	1,249	1,477

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,991	2,923	5,539	7,890	9,108	10,563
应收款项	630	708	614	871	1,065	1,321
存货	1,330	1,247	1,358	1,644	1,791	1,953
其他流动资产	1,303	1,666	2,223	2,874	3,540	4,078
流动资产	5,254	6,544	9,734	13,280	15,504	17,916
%总资产	16.4%	18.1%	24.9%	30.0%	32.7%	35.8%
长期投资	11,211	13,472	15,508	15,508	15,508	15,508
固定资产	8,081	8,896	7,805	9,069	10,098	10,305
%总资产	25.2%	24.6%	19.9%	20.5%	21.3%	20.6%
无形资产	7,058	6,872	5,880	6,221	6,221	6,215
非流动资产	26,857	29,675	29,434	30,942	31,964	32,158
%总资产	83.6%	81.9%	75.1%	70.0%	67.3%	64.2%
资产总计	32,111	36,219	39,168	44,222	47,468	50,074
短期借款	1,146	1,799	3,825	0	0	0
应付款项	2,517	3,253	3,155	4,136	5,384	6,805
其他流动负债	8,749	8,681	10,589	14,543	12,949	9,839
流动负债	12,412	13,732	17,569	18,679	18,333	16,644
长期贷款	405	863	658	601	601	601
其他长期负债	4,013	3,920	369	1,611	1,580	1,558
负债	16,830	18,515	18,596	20,891	20,514	18,803
普通股股东权益	15,262	17,688	20,504	23,252	26,862	31,169
其中：股本	5,486	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484
未分配利润	6,651	8,704	10,400	13,118	16,728	21,035
少数股东权益	19	16	69	79	91	101
负债股东权益合计	32,111	36,219	39,168	44,222	47,468	50,074

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.201	0.488	0.561	0.826	1.097	1.309
每股净资产	2.782	3.225	3.739	4.240	4.899	5.684
每股经营现金净流	0.255	0.357	0.819	1.642	1.022	1.003
每股股利	0.065	0.200	0.330	0.330	0.439	0.524
回报率						
净资产收益率	7.24%	15.13%	14.99%	19.48%	22.40%	23.03%
总资产收益率	3.44%	7.39%	7.85%	10.24%	12.68%	14.34%
投入资本收益率	1.05%	7.07%	11.56%	17.08%	20.11%	20.90%
增长率						
主营业务收入增长率	26.28%	48.30%	39.27%	34.69%	31.02%	24.03%
EBIT 增长率	-81.01%	807.16%	87.58%	42.89%	34.52%	19.36%
净利润增长率	-17.19%	142.25%	14.85%	47.36%	32.84%	19.30%
总资产增长率	3.54%	12.79%	8.14%	12.90%	7.34%	5.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	13.0	12.5	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	75.2	56.6	44.0	42.0	35.0	30.0
应付账款周转天数	47.6	56.7	48.3	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	250.1	159.6	127.7	133.8	109.0	84.8
偿债能力						
净负债/股东权益	19.60%	18.20%	-7.08%	-26.50%	-27.46%	-28.32%
EBIT 利息保障倍数	1.5	16.2	37.2	107.2	38.1	33.9
资产负债率	52.41%	51.12%	47.48%	47.24%	43.22%	37.55%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	10	20	60
增持	0	0	2	2	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.17	1.09	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究