

小商品城深度报告：锚定数贸枢纽 贸易综合服务筑长期价值

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	54.84/54.84
总市值/流通(亿元)	823.63/823.63
12个月内最高/最低价(元)	23.4/11.71

相关研究报告

<<小商品城 2025Q3 点评：三季度业绩超预期 增长动能强劲>>—2025-12-06

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

报告摘要

小商品城依托义乌全球最大小商品集散中心，从“市场运营商”加速升级为“数智外贸基础设施平台”，成长路径由单一租金资产重塑为“实体经济+数字贸易+跨境金融+进口枢纽+全球物流”多轮驱动的综合贸易服务商。

公司业务四大板块中，市场经营和商品销售构成收入底盘。2024年市场经营收入45.78亿元、同比+48.92%，毛利率84.27%，持续贡献高确定性现金流；商品销售收入92.57亿元、同比+36.30%，占比58.82%，通过“爱喜猫”“Yiwu Selection”等品牌放大贸易规模但拉低整体毛利率。数字化服务与配套服务（Chinagoods、义支付、智捷元港等）体量尚小却具备高成长性和高毛利特征，是估值重构的关键。

在行业层面，全球贸易增速换挡与供应链再布局使义乌式专业市场从“卖场”演化为“订单重组和制度接口”的外贸基础设施。“1039市场采购贸易方式”在制度上高度匹配“小单快反、多主体拼柜”结构，将小商品城从商业地产运营商推向政策型外贸平台节点。叠加跨境电商发展，“1039+跨境电商”重构选品—通关—结算链条，为平台型主体在服务和金融环节获取更高收益率提供土壤。

短期增长动力在于线下资产再定价。六区“全球数贸中心”招标火爆、选位费单价高企（部分业态中标价11-13.8万元/m²），带来一次性选位费+高质量租金阶梯式释放；同时老市场在计划价向市场价平移过程中，未来三年租金每年上调不低于5%，在高出租率前提下锁定中枢提价与利润弹性。

中期看数字化贸易与跨境支付驱动估值重构。Chinagoods依托7.5万实体商铺和210万中小企业，2024年GMV超600亿元，经营主体营收3.41亿元、净利1.65亿元、同比+102%，形成“基础会员费+增值服务+AI工具+广告+金融/第三方服务”的多元收费闭环，净利率接近60%。义支付同时持有互联网支付、跨境人民币和跨境外汇牌照，2024年跨境收款40亿美元、同比+233%，净利6104万元、同比+275%，并获批成为全国唯一1039市场采购贸易结算试点，业务可服务市场从约20%的一般贸易扩展至约80%的市场采购贸易，场景空间放大约4倍。

长期增长极来自进口枢纽与国贸综改。义乌进口额从2020年124亿元提升至2025年1058亿元，国家规划2030年进口突破3000亿元，小商品城作为唯一正面清单试点企业和综保区运营方，有望通过“正面清单+综保区+数字监管平台”在关税担保、检测认证、仓储运营及园区系统等多环节获得高货币化率服务收入，进口端货币化率有望显著高于目前出口端约1%的水平。

投资建议：预计2025-2027年小商品城将实现营业收入203.75/267.99/344.55亿元，同比增速分别为29.47%/31.53%/28.57%；归母净利润

润 44.59/58.57/74.9 亿元，同比增速分别为 45.08%/31.35%/27.88%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.81/1.07/1.37 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 18X、14X 和 11X，给予“买入”评级。

风险提示：公司存在外贸周期与关税地缘的不确定性风险；线下市场与线上平台的多重竞争风险；新市场与进口/数贸等转型业务兑现节奏风险；新兴跨境支付和数据业务的高合规要求风险以及在资金结构和人才结构上能否支撑庞大转型工程的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,737	20,375	26,799	34,455
营业收入增长率(%)	39.27%	29.47%	31.53%	28.57%
归母净利（百万元）	3,074	4,459	5,857	7,490
净利润增长率(%)	14.85%	45.08%	31.35%	27.88%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.81	1.07	1.37
市盈率（PE）	26.80	18.47	14.06	11.00

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司画像：从市场运营到数智生态构筑者	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 管理团队和激励机制	6
1.3 业务框架和营收结构	7
1.4 财务分析	8
二、行业格局：全球贸易重塑与“1039 模式”的红利期	12
2.1 行业界定与核心特征	12
2.2 全球贸易重塑：外需放缓与结构性迁移的双重约束	12
2.3 “专业市场+制度创新”：1039 模式的制度逻辑与比较优势	13
2.4 行业格局：从“万商云集”到“平台集中”的演化路径	15
2.5 驱动因素：政策红利、模式创新与数字化加速	16
三、增长动能：基于短中长期维度的时序拆解	18
3.1 短期（1-2 年）：六区放量与老市场提价，锁定高确定性现金流	18
3.2 中期（3-5 年）：数字化贸易与跨境支付驱动估值重构	22
3.3 长期（5 年以上）：进口枢纽与国贸综改，把握“买全球”制度红利	26
四、盈利预测与投资建议	29
4.1 盈利预测	29
4.2 投资建议	29
五、风险提示	30

图表目录

图表 1: 义乌小商品城实体市场扩建历程	6
图表 2: 小商品城核心管理团队	7
图表 3: 小商品城的业务生态圈结构	8
图表 4: 小商品城营业收入及同比增速	9
图表 5: 2024 年小商品城收入构成及占比	9
图表 6: 小商品城归母净利润及同比增速	10
图表 7: 小商品城扣非归母净利润及同比增速	10
图表 8: 小商品城毛利率及净利率变化	10
图表 9: 小商品城期间费用率变化	10
图表 10: 小商品城历年合同负债 (亿)	11
图表 11: 小商品城经营性现金流净额 (亿)	11
图表 12: 一般贸易与“1039 模式”核心制度差异对比	14
图表 13: 义乌小商品集散中心与 1039 市场采购贸易创新模式	15
图表 14: 1039+跨境电商: 外贸新链条的双轮驱动	17
图表 15: 全球数贸中心功能布局与体量	19
图表 16: 全球数贸中心功能布局与体量	19
图表 17: 全球数贸中心 1-3 层招标情况	20
图表 18: 小商品城年平均租金及出租率数据对比 (24Q1 VS 25Q1)	21
图表 19: 义乌一般贸易与市场采购出口额及占比	24
图表 20: 义支付跨境支付总额及目标	24
图表 21: 智捷元港平台生态系统	25
图表 22: 2016-2025 年义乌进出口额	27
图表 23: 义乌综保区空间扩容与招商进度	27
图表 24: 小商品城收入预测 (百万元)	29

一、公司画像：从市场运营到数智生态构筑者

1.1 公司发展历程

小商品城作为义乌国际商贸城的运营主体，其发展历程堪称一部中国商业传奇。自 1982 年第一代义乌小商品批发市场诞生，历经六代市场的迭代升级，从最初简陋的露天市场，到如今的现代化商业巨擘，小商品城完成了从区域性小商品批发市场到全球最大小商品集散中心的升级。这背后不仅是市场规模的扩张，更是商业理念、运营模式与服务能力的全方位进化。

第一代湖清门小百货市场（1982-1984）：第一代义乌小商品批发市场在稠城街露天诞生，以地摊式经营为主，占地 4252 m²、摊位 705 个，聚焦针头线脑、日用小百货等基础品类，开启了“鸡毛换糖”向规模化贸易的转型，1982 年成交额 392 万元。

第二代新马路（1984-1986）：1984 年第二代市场迁入棚架结构的小商品市场，实现集中管理与固定摊位经营，占地约 1.3 万 m²，固定摊位 1800 余个，1985 年成交额已突破 5000 万元，商品辐射浙江及周边省份。

第三代城中路（1986-1992）：第三代市场升级为室内场馆，占地扩至 4.4 万 m²，固定摊位近 4100 个，临时摊位 1000 多个，引入摊位出租模式，配套简易物流与结算服务，商品品类扩展至 10 大类，开始吸引省外采购商，1986 年成交额首次破 1 亿元，1991 年破 10 亿元，成为全国最大的小商品专业批发市场。

第四代篁园+宾王（1992-2001）：1992-1994 年篁园市场一二期开业，1995 年宾王市场投入运营，总建筑面积达 40 万平方米，实现从“摊位”到“商位”的升级，引入信息化管理系统，首次设立外商采购区，当年外商到访量突破万人次，迈出国际化第一步。

第五代国际商贸城（2002-今）：2002-2008 年一至四区建成投用，2011-2013 年五区、新篁园及国际生产资料市场相继建成；此后 2016 年一区东扩、2022 年二区东扩，2025 年六区全球数贸中心开业，市场营业面积扩张至 800 余万 m²、商位 8 万个，出租率长期超 95%。

图表1：义乌小商品城实体市场扩建历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.2 管理团队和激励机制

小商品城的控股股东为义乌中国小商品城控股集团有限公司，实际控制人为义乌市国资委。作为义乌市国资委控股的上市国企，管理团队呈现“国资背景+内部深耕+市场化补充”的特征，激励机制则以限制性股票、子公司持股、高分红等多元方式绑定核心团队与公司长期利益，整体兼顾战略稳定性与经营活力。

小商品城核心管理团队兼具国资资源整合能力、内部业务深耕经验与市场化创新视野，组织架构适配传统市场运营与数字化转型需求。

图表2：小商品城核心管理团队

职位	姓名	年龄	核心履历与能力
董事长	陈德占（2025年6月接任）	56	义乌市国有资本运营有限公司原党委书记、董事长，深耕国资运营与资源整合，熟悉政策对接与业务协同，推动数字化、全球化战略落地
副董事长、总经理	包华	44	2025年1月起任总经理，2月任副董事长，具备集团化运营与跨界经验，推动AI应用、跨境电商等新兴业务拓展
董事会秘书	许杭	53	近20年“老商城人”，熟悉全业务链，深耕资本运作与信息披露，保障公司治理合规高效
财务负责人	赵笛芳	54	长期任职于公司财务部，历任会计主管、财务部经理等，具备丰富财务管理经验
副总经理	龚骋昊、杨立强、吴刚等	46/53/45	分管电商运营、供应链管理、安全运营等，覆盖传统业务与新兴领域，强化业务协同

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司层面股权激励绑定核心团队。2020年10月公司推出限制性股票激励计划，覆盖高管、中层及核心技术骨干405人，授予5048万股限制性股票（占总股本0.927%）。2021-2023年业绩考核期内公司层面均超额完成考核条件，2025年1月完成第三个解除限售期解锁。

分层激励与市场化安排有效激发业务单元活力。针对2021-2022年引入的市场化团队，公司采用子公司股权绑定模式。例如智捷元港（2022年设立），公司与中远海运、普洛斯各参股27%，以CEO为首的管理团队持股19%，直接绑定经营团队与子公司业绩。

高比例分红与股东共享公司成长收益。2022-2024年公司累计分红超32.63亿元，2024年拟每10股分红3.30元（含税），股息支付率达58.87%，兼顾国有资产保值增值与股东回报。

1.3 业务框架和营收结构

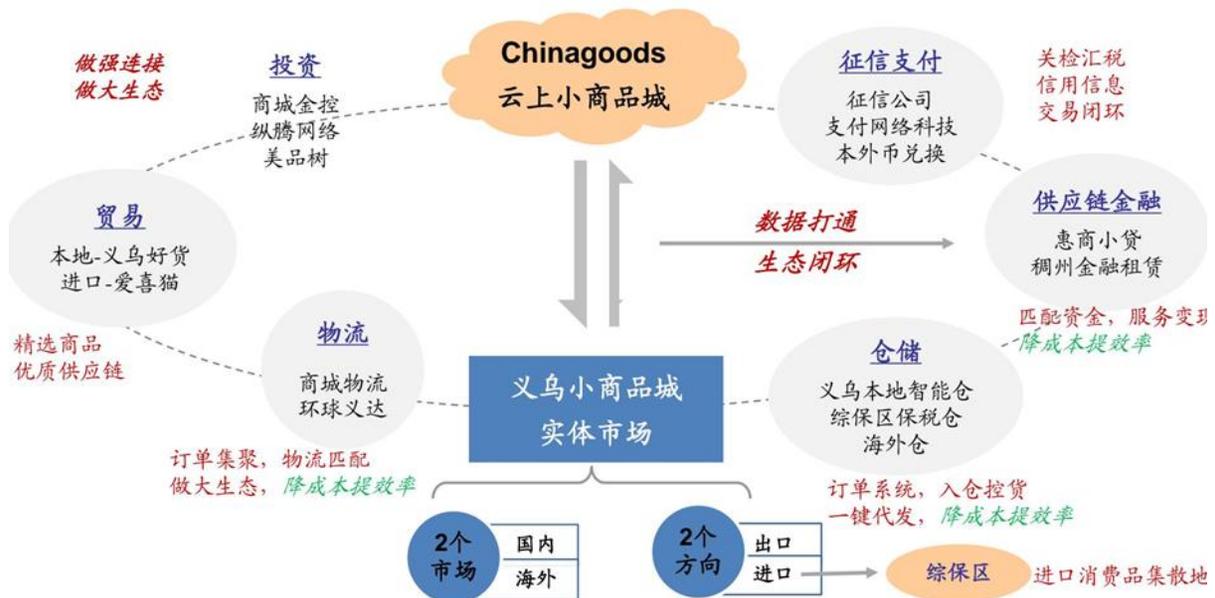
小商品城的核心业务主要分为四大板块：

1. 市场经营：市场经营作为小商品城的根基业务，依托义乌国际商贸城的商位出租及配套服务，在2024年贡献了45.78亿元的运营收入，同比增长48.92%，毛利率84.27%，是稳定的现金流来源。市场经营的稳定性源于其品牌影响力与庞大的客户基础，全球采购商对义乌国际商贸城的信赖，使得商位出租需求旺盛，持续为公司带来丰厚回报。

2. 商品销售：借助自有品牌“爱喜猫”、“Yiwu Selection”整合供应链，成为营收增长的主引擎。2024年商品销售收入92.57亿元，同比增长36.30%，占营收比重达58.82%。“爱喜猫”定

位进口生活集合店，店内汇聚全球好物，从日韩美妆到欧美零食，满足消费者对品质生活的追求；“Yiwu Selection”则聚焦义乌特色小商品，将中国优质商品推向全球。通过品牌化运营，小商品城在商品销售领域不断拓展版图，实现营收快速增长。

图表3：小商品城的业务生态圈结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3. 数字化服务：是小商品城拥抱数字时代的关键举措。2024年 Chinagoods 平台 GMV 超 600 亿元，同比增长 16%+，注册采购商超 480 万人，成为线上交易的重要阵地；义支付跨境收款 40 亿美元，同比增长 233%，构建起线上交易与跨境结算闭环。在数字浪潮下，小商品城通过数字化服务，打破传统贸易的时空壁垒，让全球贸易更加便捷高效。商家可通过 Chinagoods 平台展示商品、获取订单，义支付则解决跨境收款难题，保障资金安全与快速到账，为全球贸易注入新活力。

4. 配套服务：涵盖物流、会展、酒店等，完善贸易生态配套。智捷元港作为物流板块代表，2024 年收入 15 亿元，同比增长 166%，高效的物流网络连接全球，保障商品快速流通；会展活动如义博会，为商家提供展示新品、拓展客户的平台；酒店则为往来客商提供舒适的住宿环境。配套服务如同商业生态中的基础设施，虽不直接产生巨额营收，但为整个贸易生态的顺畅运转提供不可或缺的支持。

1.4 财务分析

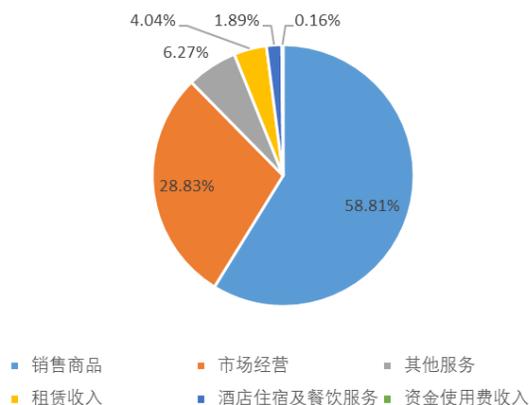
商品销售和市场经营双轮驱动下，营收保持高速增长。2020-2024 年期间公司营收增长 322.4%，复合增速 43.35%，其中 2023 和 2024 年增速分别达 48.29%和 39.27%，增长动力强劲。从收入结构上看，2021 年以前公司营收以市场经营为主（2020 年市场经营收入占比高达 67.44%）；2022 年后商品销售业务快速崛起，成为营收主力（2024 年占比约 59%），带动营收规模扩张，但拉低整体毛利率。

图表4：小商品城营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：2024 年小商品城收入构成及占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

归母净利润小幅波动不改高速增长趋势。2020-2024 年期间公司归母净利润从 9.27 亿增长至 30.74 亿，整体增幅达 231.6%，复合增速 34.9%。2020 年归母净利 9.27 亿元，同比-26.18%，主要受地产与疫情影响；2021 年在收入恢复和费用率下降的带动下，净利同比+44.0%至 13.34 亿元；2022 年受疫情减租政策影响，归母净利润同比 -17.1%至 11.05 亿元，为近 5 年低点。2023 年在二区东选位费+地产投资收益集中释放的作用下，净利飙升至 26.76 亿元（同比+142.3%）；2024 年在高基数叠加投资收益大幅回落背景下，净利仍实现+14.85%增长至 30.74 亿元。2025 年受六区开业选位费的影响，预计归母净利润将有大幅增长。

图表6：小商品城归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

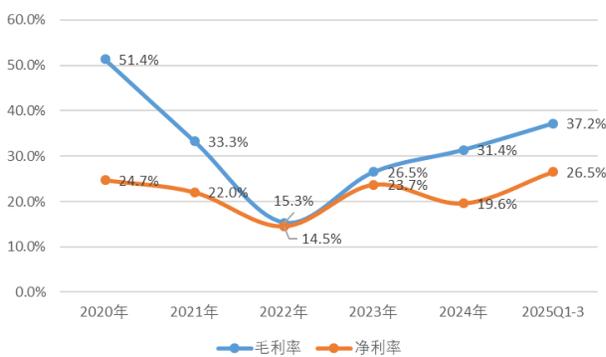
图表7：小商品城扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

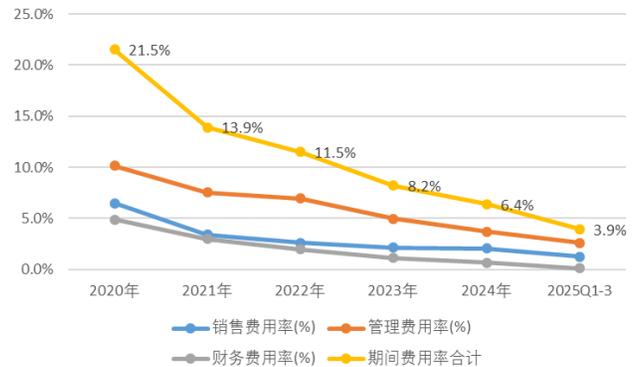
扣非归母净利润连续4年高速增长。2020年公司扣非归母净利仅5.17亿元（同比-44.5%），但2021-2024年连续四年高增长，分别同比+136.4%/+44.4%/+39.9%/+20.84%，规模从5.17→12.22→17.65→24.69→29.83亿元，表明主业盈利能力在2021-2024年完成了多级台阶式上移。

图表8：小商品城毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表9：小商品城期间费用率变化



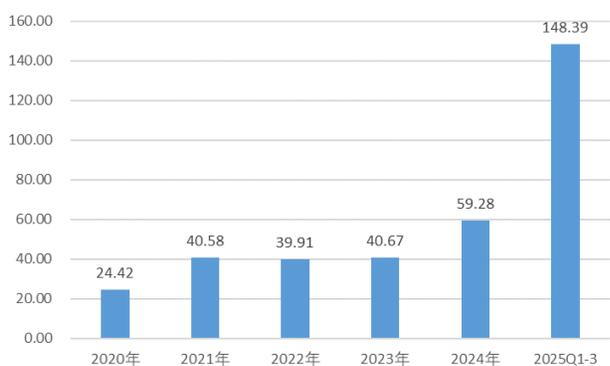
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

毛利率和净利率在疫情影响结束后快速恢复。2020-2024年期间，公司的毛利率和净利率呈现显著的“U”型走势，两者在2020年处于高位后逐年下滑，2021年由于房地产业务出表和低毛利率的商品销售扩张，毛利率大幅下行；2022年受到疫情减租和商品销售占比的提升，利润率触底（毛利率15.3%，净利率14.5%）。随后两年，得益于业务调整和市场复苏，盈利能力逐渐回升。

2024 年毛利率恢复至 31.4%，净利率稳定在 19.6%；2025 年前三季度公司毛/净利率继续提升至 37.2%/26.5%，体现出公司较强的经营韧性和修复能力。

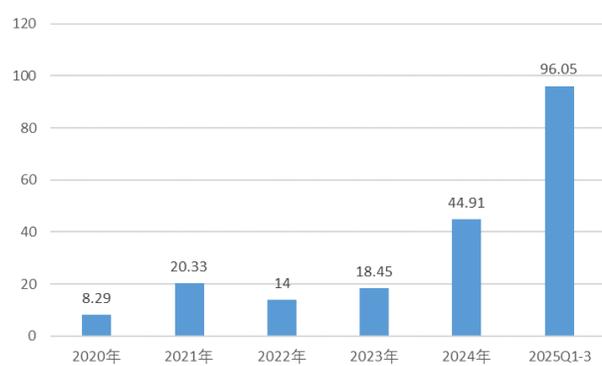
期间费用率持续优化。小商品城期间费用率从 2020 年的 21.5%持续下降到 2024 年的 6.4%，降幅显著，主要得益于销售费用率、管理费用率、财务费用率的全面下降，特别是管理费用率的优化和财务费用率的稳步降低。这一趋势表明公司规模效应逐步释放，运营效率和成本控制能力得到显著提升，对盈利能力产生积极贡献。

图表10：小商品城历年合同负债（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：小商品城经营性现金流净额（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

合同负债奠定未来三年业绩基础。2020 年因房产板块出清预收款大量结转，合同负债从 2019 年的 42.02 亿元降至 24.42 亿元；此后 2021–2023 年在 预收商位使用费稳定在 29–30 亿元+商品/广告等预付款的支撑下，合同负债基本围绕 40 亿元小幅波动，为线下市场租金和部分服务收入提供“锁定的收入池”；2024 年随着全球数贸中心写字楼预售、广告资源预售和商品预收货款显著增加，合同负债新增 18.61 亿元，其中预收购房款增加约 14.58 亿元。2025 年随着六区开业大额选位费将合同负债大幅提升至 2025Q3 的 148.39 亿。

2024 年以来经营性现金流净额大幅增长。2020–2024 年，小商品城经营性现金流净额经历了由负转正→稳定高位→2024 年台阶式跃升的周期：2020 年在 2019 年大额净流出的基础上修复至 8.29 亿元，2021–2023 年大体稳定在 14–20 亿元区间（2021 年约 20.33 亿元、2022 年约 14.00 亿元、2023 年 18.45 亿元），到 2024 年则在市场招商预收+数字贸易扩张驱动下暴增至 44.91 亿元，同比+143.43%，2025Q3 年随着六区选位费到账，经营性现金流净额跃升至 98.05 亿元。

二、行业格局：全球贸易重塑与“1039模式”的红利期

2.1 行业界定与核心特征

小商品行业是依托轻工业体系的综合性产业。它涵盖日用消费品、五金家电、玩具礼品、珠宝潮玩、纺织针织、文体用品等40余个品类、数百万种细分品类，核心服务于全球终端消费、小额批发及跨境零售场景，具备三大鲜明特征：一是刚需属性突出，品类多为居民日常生活必需品、节庆用品及工业配套小件，需求受经济周期波动影响较小，韧性极强；二是业态轻量化，单品单价偏低、批量小、周转快，适配小额采购、定制化订单等需求，契合全球中小商户采购习惯；三是产业链联动紧密，上游衔接中小制造企业（以长三角、珠三角轻工业集群为主），下游辐射全球终端零售商、采购商，中间依托批发市场、线上平台完成交易流转，贸易环节是行业核心枢纽。

小商品城所处的核心赛道为小商品国际贸易流通领域。区别于单纯的小商品生产制造，小商品行业聚焦于“交易撮合+配套服务”，是连接国内生产端与全球消费端的核心纽带，其行业地位与义乌作为全球小商品贸易枢纽的定位深度绑定，形成“产业集群+贸易平台”的双重核心优势。

2.2 全球贸易重塑：外需放缓与结构性迁移的双重约束

2.2.1 全球贸易增速换挡与中小外贸主体的压力抬升

近年来，全球贸易增速整体从高速扩张转向中低速“震荡换挡”。传统依靠海外消费强劲与补库周期驱动的外贸扩张模式难以持续，中小外贸企业的经营环境明显趋于复杂。

终端需求波动加剧与客户订单碎片化。客户需求的变化使得“批量大单+单一渠道”的传统出口模式逐步让位于“小批量、多频次、多渠道”的柔性订单形态，对接单能力、履约稳定性和合规能力提出更高要求。这对单体工厂或单一贸易商来说，意味着交易成本与运营复杂度显著上升。

全球通胀与利率高位震荡，叠加汇率波动，中小出口企业承压。中小出口主体在议价能力、汇率风险管理与财务成本控制方面普遍处于不利位置，在缺乏规模金融服务与专业风控能力的情况下，单体企业很难独立应对多币种结算、收款周期拉长及买方信用风险上升等问题。

在上述背景下，具备“客户聚集+产业集聚+服务集聚”功能的外贸专业市场及其运营平台，逐渐从“交易场地提供者”升级为“外贸组织方式与风险分摊机制的提供者”。这为小商品城所在的行业提供了制度性与商业模式升级的共振机会。

2.1.2 全球供应链再布局：生产要素跨国迁移与订单“区域化回流”

全球供应链在疫情冲击、地缘博弈与贸易保护主义抬头的多重作用下，小商品行业呈现出“区域化、友岸化、分散化”的再布局趋势。对中国外贸而言，订单从本土集中向区域分散的格局变化，并未简单等同于份额流失，而是带来了贸易链条重组与服务环节前置的机会。

中国在中低端制造、供应链整合与配套体系上的综合优势依然明显。中国制造在小商品、轻工、家居、日用品等领域形成了高度完善的产业集群与供应链协同能力，这些品类具有价格敏感度高、更新频率快、非标属性强的特点，使得采购商更依赖“现货选择+现场比价+综合服务”的交易环境，专业市场与集中交易平台的地位难以被完全替代。

产能转移形成跨境协作格局。部分产能与订单向东南亚等地区迁移，并未割裂与中国供应链的联系，反而在零部件采购、模具制造、包装辅料等环节形成更复杂的跨境协作网络。这使得能够对接多国采购方、多地供给端并具备跨关区合规能力的平台，有能力在“订单拆分与再组织”过程中提升话语权与服务收入占比。

在此框架下，义乌类型的小商品集群与小商品城运营平台所处的行业，不再仅仅是“出口链条末端的卖方市场”，而是正在演化为全球小商品供应链的重要节点与“订单重组中枢”。

2.3 “专业市场+制度创新”：1039 模式的制度逻辑与比较优势

“市场采购贸易方式（海关监管代码 1039）”是国家为适应专业市场集聚交易特征而专门设计的一种贸易方式，具有“交易门槛低、通关便利化、适配小额多批次”的制度特征。

在传统一般贸易模式下，出口环节通常要求单票报关金额较高、货权与合同主体相对集中，并对单一企业的资质与合规体系提出较高要求，这与义乌等专业市场“多货源、多主体、小批量、高频次”的天然交易形态存在明显错配。

“1039 模式”的关键在于：用制度创新适配现实交易结构，使长尾主体能够以合法合规、成本可控的方式参与全球贸易，从而放大专业市场的聚集效应。对小商品城而言，这一制度创新将其从“纯商业地产运营商”推向“政策型外贸基础设施”的角色。

图表12：一般贸易与“1039模式”核心制度差异对比

维度	一般贸易（传统模式）	市场采购贸易（1039模式）
典型订单形态	中大单、批量稳定、企业直签合同	小额、多批次、多品类拼柜
主体资质与门槛	单一出口企业需具备完备资质及合规体系	以市场集聚主体为基础，适配小微经营户，通过平台合规赋能降低门槛
报关与通关效率	手续繁杂、单票金额较高、周期相对较长	电子化申报、货物集中申报、拼柜报关，整体通关效率更高
成本结构	合规成本、时间成本与中介服务费用综合偏高	在合规前提下显著降低合规及中介成本，提升单位货值利润率
匹配的交易场景	以工厂直销、大宗订单与稳定客户关系为主	专业市场现场采购、展会补货、电商+线下混合履约等场景
平台角色	平台更多为信息撮合或代理角色	平台兼具交易组织、合规服务与风险分担功能，成为制度执行的重要载体

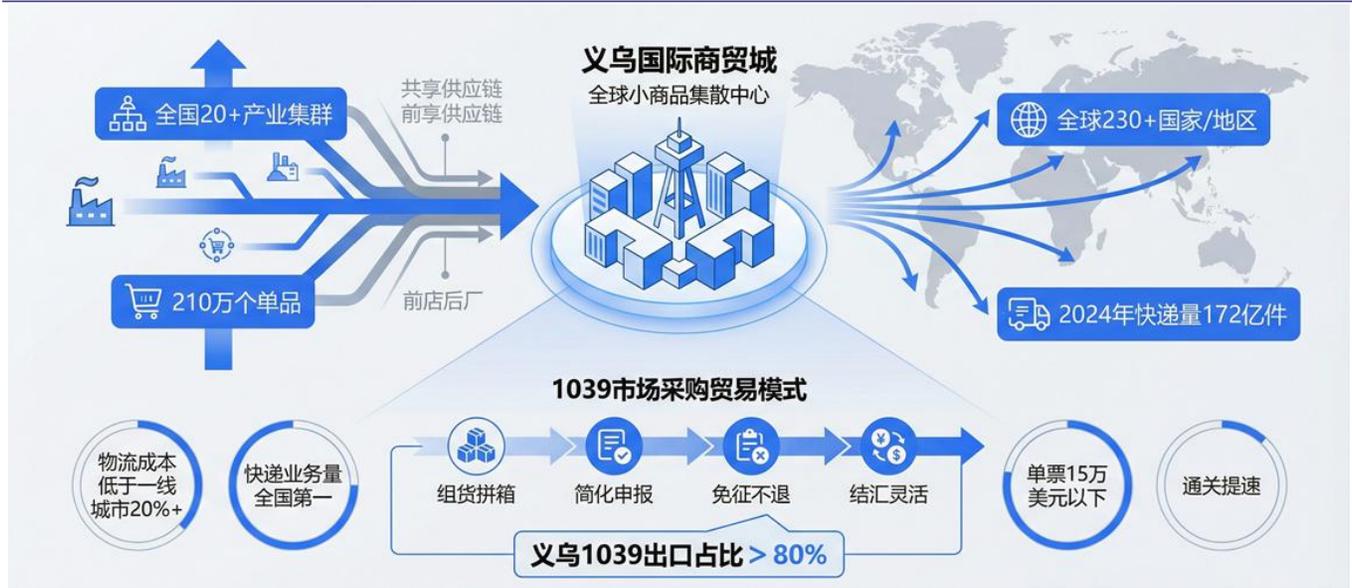
资料来源：海关总署，太平洋证券整理

外贸交易成本主要包括信息搜寻成本、议价与履约成本、合规与通关成本以及资金与信用风险成本等。在传统模式下，这些成本大多由单一出口主体或其上下游伙伴承担，风险难以有效分散。1039模式通过“两级主体+平台组织”的方式对交易成本与风险进行再分配与重构：

- **信息与撮合层面：**专业市场集中展示与多品类聚合降低了采购方的搜寻成本，市场运营方通过线上撮合、展会与数字化工具进一步减少信息不对称。
- **合规与通关层面：**通过平台统一组织申报、拼柜及与海关、税务、外汇等部门的系统对接，将个体商户难以独立承担的合规成本转化为规模化服务成本，显著提升效率并降低合规门槛。
- **风险分摊与信用增级层面：**平台可通过交易留痕、信用评价、保险与金融服务等手段，对分散主体进行信用再评估与风险定价，从而有条件开展基于订单与货权的供应链金融及结算服务。

对行业而言，这意味着外贸组织方式从原先“以单一企业为核心”的纵向链条模式，逐渐向“以平台为节点的网络化模式”演进。在此过程中，具备制度接口能力与数据沉淀能力的头部平台，将在价值链上获得更高的议价权与收益率。

图表13：义乌小商品集散中心与 1039 市场采购贸易创新模式



资料来源：义乌市人民政府，太平洋证券整理

2.4 行业格局：从“万商云集”到“平台集中”的演化路径

2.4.1 义乌专业市场的地位与外溢效应

以义乌为代表的专业市场集群，是小商品外贸生态的核心载体。依托超大规模的经营主体数量、商品品类与全球采购商资源，义乌市场长期形成了“价格形成中心+新品发布中心+订单撮合中心”的综合功能。在“1039 模式”加持下，义乌市场的功能进一步扩展到：**跨境贸易合规通道+小微主体外贸孵化器+跨境结算与物流节点**。这使得专业市场的外溢效应呈现出几个特征：

1) **辐射范围从单一城市扩展为“全国货源+全球渠道”**：供应端不仅限于本地产业带，而是向全国乃至跨境供应链延伸；需求端则从传统线下采购商扩展到跨境电商卖家、区域分销商等新兴主体。

2) **市场集聚效应向数字空间延伸**：随着线上展会、数字外贸平台与跨境电商的发展，实体市场的选品与展示功能在数字空间中被复制与放大，通过“线上选品+线下仓储+1039 通关”形成新的交易闭环。

3) **政策试点与制度创新向外输出**：作为 1039 重要试点区域，义乌的经验逐步向其他专业市场复制与推广，推动整体行业在制度环境与营商模式上的升级。

在此格局下，小商品城所在行业呈现出“一超多强”的结构——义乌凭借产业基础与制度优势居于核心位置，其他地区市场在区域板块与特定品类上形成分工与协同，但整体缺乏同等级别的综合集聚能力。

2.4.2 竞争与合作：平台型主体的分工与相互嵌套

专业市场及其运营主体的行业格局，正从“以物理空间竞争为主”转向“围绕交易组织与综合服务能力的竞争”。在新的行业格局下，可将参与者大致分为三类：

实体专业市场运营方：主要负责线下档口管理、物业服务与基础配套，部分具备与海关、税务等系统对接的能力，是1039模式的基础载体。

平台型外贸综合服务商：通过线上平台、数字化系统与服务团队，提供代理报关、退税、结算、物流与合规咨询等一体化服务，部分与实体市场深度绑定。

跨境电商平台与独立站赋能方：侧重线上流量、店铺运营工具与支付系统，更多发挥“需求侧导流+线上销售渠道”的功能，与线下市场在客户资源上存在交叉与协同。

行业现阶段的核心趋势是：**实体市场运营方与外贸综合服务商的边界逐渐模糊，呈现业务相互嵌套与协同发展的格局。**对小商品城这种既是实体市场的运营者又积极布局数字外贸平台的主体而言，其行业角色正在从“物业+管理”向“平台+服务+规则制定者”演变。在这一演变过程中，谁能掌握制度接口、数据资产与客户关系的闭环，谁就能在未来的行业格局中占据主导权。行业竞争已从单纯比拼招商与租金，转向比拼对政策红利的转换能力、对交易数据的挖掘能力以及对客户终身价值的运营能力。

2.5 驱动因素：政策红利、模式创新与数字化加速

2.5.1 外贸稳增长与制度型开放：政策持续加码“新业态+新模式”

在外需环境不确定性加大的背景下，国家层面明确将“新业态新模式外贸”作为稳外贸的重要抓手，市场采购贸易方式（1039模式）与跨境电商被多次纳入政策重点支持清单。政策驱动主要体现在几个方面：

1) **试点范围扩容与政策边界逐步优化：**市场采购贸易方式试点地区的不断增加，相关政策在货物范围、单票金额上限和监管流程方面持续完善，有利于放大制度红利并提升业务可复制

性。

2) **监管数字化与信息化水平提升**：海关、税务、外汇管理等部门加快推进电子化申报、联网核查与数据共享，提高监管效率并降低合规不确定性，使基于数据信息的合规服务与风控服务成为可能。

3) **对中小微主体参与外贸的政策倾斜**：通过降低准入门槛、优化退税流程、鼓励平台主体承担更多服务与合规责任，从制度层面承认平台在组织与服务长尾主体中的“外贸基础设施”角色。

在这一政策环境下，深度嵌入 1039 模式并掌握制度对接能力的平台型企业，可以更充分地吸收政策红利，将其转化为贸易规模扩张与服务收入增长。对行业整体来说，这是一个制度托底、景气韧性增强的阶段。

2.5.2 “1039+跨境电商”：外贸新链条的双轮驱动

“1039+跨境电商”成为新型外贸驱动力。跨境电商的快速发展，改变了订单组织方式与需求结构，使得小批量、多品类、定制化与高频发货成为常态。在此背景下，“跨境电商前端获客+1039 后端履约”成为重要的新型外贸链条模式。该模式的核心优势在于：

图表14：1039+跨境电商：外贸新链条的双轮驱动



资料来源：义乌市统计局，海关总署，太平洋证券整理

1) **订单结构高度吻合**：跨境电商的订单拆分与集货需求，与 1039 适配小额多批次的制度设计高度匹配，有利于降低履约成本并提升通关效率。

2) **货源与选品效率提升**：以义乌为代表的专业市场，能够快速响应跨境电商卖家的选品、补货与新品开发需求，通过“前店后厂”与产业带联动，缩短从选品到发货的周期。

3) **数据沉淀与风险管理能力增强**：跨境电商的交易和评价数据与 1039 贸易的通关与结算数据形成叠加，为平台提供了更丰富的风控与客户画像维度，有利于开展更精细化的服务定价与金融服务。

在这一双轮驱动下，具备线上线下一体化能力的平台，将有机会在“选品—交易—通关—物流—结算—金融”的完整链条上提升参与度与收益率。行业的盈利空间不再局限于租金及简单中介服务，而是向价值密度更高的服务环节迁移。

三、增长动能：基于短中长期维度的时序拆解

小商品城的投资逻辑正在从单一租金资产，重塑为“实体市场+数字贸易+跨境金融+进口枢纽+全球物流”多轮驱动的综合贸易基础设施。在 2025-2030 这一完整周期内，公司的增长动力可以清晰拆解为：短期看六区投运与老市场量价齐升，中期看 Chinagoods+义支付的高增与 AI 驱动 ARPU 抬升，长期看进口正面清单与海外仓网络铺出“买卖全球”的第二增长曲线。

3.1 短期（1-2 年）：六区放量与老市场提价，锁定高确定性现金流

3.1.1 六区投运带来量价齐升的“第二次资产重估”

六区开业即高入驻率、结构年轻化与品牌化。小商品城六期（全球数贸中心）已于 2025 年 6-8 月完成市场 1-3 层的招标工作，10 月 14 日正式开业，覆盖珠宝、潮玩、护肤医美、母婴、家庭医用品、无人机/机器人及时尚服饰面料等核心业态，总计约 3800 个商位，入驻商家中省外主体超 35%，创二代/新生代商户占比 52%，拥有自主品牌或经营 IP 商户占比 57%；“更年轻、品牌化、国际化”特征显著。开业时市场板块已入驻 3700 余个主体（入驻率接近满租），公司运营效率与招商组织能力再次得到验证。

全球数贸中心（六区）是公司十余年来首个全新大体量市场，总建面 125 万^m，其中市场板块 41 万^m、写字楼 31 万^m、公寓 8.4 万^m、商业街区 3.8 万^m、数字大脑 0.7 万^m，总投资 83 亿元。这一代市场从规划之初就被设计成“数智化贸易综合体”，其边际贡献远高于传统市场。

图表15：全球数贸中心功能布局与体量



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表16：全球数贸中心功能布局与体量

环节阶段	时间窗口	资产面积	主要变现形式	对利润性质
市场板块招商	2025Q2-Q3（一二三层）、2026（四层）	41万m ²	选位费+预收租金（合同负债）	一次性+部分递延
市场租金运营	2025Q4起	41万m ²	市场化租金+运营服务费	高毛利经营性收入
写字楼预售/出租	2024 - 2026	31万m ²	预售结算+租金	房产销售+经常性租金
公寓	2026起	8.4万m ²	公寓租金	稳定经营性收入
商业街区	2026起	3.8万m ²	一层出售，二三层出租	一次性销售收入+经营性收入
数字大脑与数贸服务	2026起	0.7万m ²	数据交易、AI服务、展览发布	高毛利服务收入

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

分批招商，选位费价格中枢较高。首批时尚珠宝行业（389个商位，单间约30m²）中标价格区间11.0-12.4万元/m²，中位数约11.8万元/m²；报名主体逾4700家，需求强度高；第二批潮玩（497个）与护肤及医美（422个）中标价进一步抬升至13.4-13.8万元/m²；第二批招商报名

总量超 1.9 万户，显示出持续热度与更高价格承受力。

租金与平台服务费贡献高质量持续性现金流。六区市场租金基准价为 2000 元/m²/年（楼层系数：一楼×1.2、二楼×1.0、三楼×0.8），按高出租率假设，市场板块年租金收入约 2.7-2.9 亿元；商业街区、公寓等形成补充租金现金流。六区针对经营商户新增平台服务费（8000 元/年）等数字化服务收费项，意味着“租金+平台服务费”在六区的单位面积持续现金流高于存量市场，边际质量改善可期。

后续市场四层招商及配套设施陆续交付带来业绩增量。从时间维度看，六区的贡献还处于第一阶段（市场板块招商+选位费确认），后续还将有写字楼交付、公寓和商业街区出租以及数字大脑的数据与服务收入陆续释放，形成 3-5 年持续兑现的现金流阶梯。

图表17：全球数贸中心 1-3 层招标情况

商业板块	商位数	中标价格区间(万/平米)
珠宝板块	389	11-12.4 万
潮玩板块	497	13.4-13.7
护肤及医美	422	13.66-13.77
婴幼儿童	601	8.26-8.67
家庭生活用品/健康医疗用品	582	8.91-9.16
无人机/机器人/VR	162	8.9-9.27
旅行好物	600	8.01-8.73
时尚服饰面料	202	4-5.56

资料来源：Chinagoods 公众号，太平洋证券整理

3.1.2 原有市场租金动态调整，锁定中枢提价与利润弹性

小商品城线下市场租金本质上是商位使用费，由公司作为产权方向经营户收取，构成一级市场租金体系。租金定价模式多样化，主要包括四类出租方式：

- **定向安排（约 45.67%面积）：**为从老市场和当地自营商铺自愿搬迁进入小商品城的商户安排，合同期一般 3 年；租金以政府指导价作为借鉴标准，明显低于市场价格。
- **定向招商（约 42.73%面积）：**面向名、特、优产品及优势企业设立直销中心，合同期一般 1 年；租金较为优惠，低于市场价格。
- **招投标（约 11.37%面积）：**对商户没有特别要求，合同期 2 年或“3+2”年；租金更偏市场

化定价，是老市场“一级市场价”的主要来源。

- **定向投标（约 0.24%面积）**：针对部分品牌生产企业或代理商，主要集中在五区床上用品和篁园部分楼层，租金也接近市场化水平，但规模极小。

截至 2024 年 3 月末，按出租面积计，定向安排+定向招商合计约 88.4%，招投标+定向投标仅约 11.6%。绝大多数老市场商位租金锚定的是“政府指导价+政策价”（计划价）；按市场价出租的商位数占比仅 17%，面积占比仅 12%，市场化定价在存量中的占比仍很有限。

图表18：小商品城年平均租金及出租率数据对比（24Q1 VS 25Q1）

市场名称	截止 2024 年 3 月数据				截止 2025 年 3 月数据			
	年平均租金 计划价	年平均租金 市场价	出租率 (按面积)	出租率(按 商位数)	年平均租金 计划价	年平均租金 市场价	出租率 (按面积)	出租率(按 商位数)
宾王市场	378.38	-	46.28%	34.75%	339.97	-	37.77%	31.15%
篁园市场	1428.16	2088.95	97.05%	96.92%	1429.47	2177.46	97.55%	97.66%
商贸城一区	2755.94	5230.3	100.00%	99.96%	3128.27	5290.45	100.00%	99.96%
一区东扩	1333.76	2576.06	99.05%	99.17%	2423.23	2576.06	99.91%	99.85%
商贸城二区	1751.85	3262.86	98.47%	99.36%	1775.01	3263.15	98.20%	99.35%
二区东扩	2210.31	-	97.18%	97.38%	2200.33	-	99.64%	99.71%
商贸城三区	1671.45	2702.6	99.10%	99.53%	1704.11	2703.87	98.92%	99.32%
商贸城四区	2133.07	2740.71	95.32%	96.61%	3013.89	2928.81	97.55%	98.45%
旅购中心	839.84	-	90.71%	93.47%	-	-	-	-
商贸城五区	861.28	2156.73	97.32%	96.21%	861.65	2156.73	97.55%	96.89%
进口馆	508.56	-	99.28%	99.20%	536.94	-	98.05%	98.40%
生产资料市场	343.6	-	79.57%	79.61%	365.82	-	73.07%	78.25%
合计	1433.14	2957.34	92.69%	96.16%	1739.39	3138.57	91.40%	96.83%
溢价率		106.4%				80.4%		

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

一二级市场价差显著，租金收入具备较大提价空间。在一级市场之外，义乌小商品城还存在一个规模庞大的二级市场，已取得商位使用权的经营户，可以在协议有效期内转让或转租其“商位使用权”。若转让官方合同下的使用权+优先续租权，对应高额“转让费”；若转让的是剩余租期，则体现为“转租费”（次级租金）。老市场现阶段的盈利“底盘”，仍然是大面积低租金的计划价商位；若未来在政策允许和商户承受范围内，逐步提高计划价、扩大市场价体系覆盖比例，租金收入具备显著抬升空间。

存量市场租金保持上浮。公司在 2023 年年报中明确披露，未来三年到期商位租金平均每年上调不低于 5%。2024Q1 并通过逐步从政府计划价向市场价过渡、叠加选位费机制，将一二级租金价差有序释放。相比 2024 年 3 月，2025 年 3 月末公司披露的计划价与市场价整体平均水平均有所上升。即便经过一轮提价，计划价与市场价之间仍存在接近 80%左右的溢价区间。

六区租金基准给出的市场化定价“上限锚”。六区租金基准约 2,000 元/m²/年（楼层系数：一楼×1.2、二楼×1.0、三楼×0.8），平台服务费单高位约 8,000 元/年，若折算到单位面积，六区的“租金+服务费”单价显著高于老市场当前计划价。更关键的是，六区背后的高选位费是对“未来长期租金+溢价”的一次性资本化。老市场当前零选位费或存量低选位费，说明其长期租金定价明显低于商户真实支付意愿。

3.2 中期（3-5 年）：数字化贸易与跨境支付驱动估值重构

3.2.1 Chinagoods：从“上网同步”到“AI 驱动 ARPU 抬升”

平台规模与经营效率显著提升。Chinagoods 自 2020 年上线，依托 7.5 万实体商铺与 210 万中小企业，确立 B2B 贸易综合服务定位。2024 年 Chinagoods 经营主体（大数据公司）实现营收 3.41 亿元、经营性净利润 1.65 亿元、同比+102%，注册采购商突破 480 万。

Chinagoods 收费模式多元化。低门槛会员 + 高 ARPU 增值服务，形成“会员费+增值服务费+广告费+金融/第四方服务费”的多元收费闭环。

- **基础会员费：**依托 7.5-8 万家实体商铺，对场内经营户按年收取基础服务费，目前主流价位约 3000 元/年，实现对场内商户的高渗透/近全覆盖。
- **增值/深度会员费：**针对头部与活跃商户提供内容建设、履约、运营、营销、AI 工具等打包服务，典型区间 8800-18800 元/年，部分场景为 2-3 万、4-8 万甚至 10 万/年。目前深度服务收入占比仍较低，渗透率不足 10%。
- **AI 工具与数字服务费：**小商 AI 按“点数制（1 元/点）”计费，平台每天赠送点数，未来可通过提高使用频次与渗透率放大利润；工具可服务场内+场外用户，应用涵盖视创、设计、翻译等多场景。
- **广告+金融+第四方服务费：**再叠加站内广告、流量位费用，以及向金融机构、物流/软件服务商收取数字化与数据服务费

AI 产品落地驱动 ARPU 提升。2023 年以来公司持续上线“小商 AI”系列产品（视频翻译、多

语言客服、智能设计等)，累计使用及访问超 10 亿人次，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。

新生代商户对 AI 与数字化服务接受度高、付费意愿强。平台目前深度服务渗透率仍然较低，在收费标准、服务丰富度与 AI 商业化上均处于早期，成长空间大。公司公告显示，2025 年使用 AI 工具的场内商户数达 3.4 万人，在 7.5 万商户中渗透率约 45%，仍有约 55%待挖掘。六区新入驻主体多为商二代、新生代商户，且高度集中在美妆、珠宝、IP 潮玩、高端制造等新兴行业。六区的开业相当于为 Chinagoods 导入一批“天然深度会员潜在客户”，并提升整体客户结构的数字化水平，从而有利于提高平台整体 ARPU 与深度服务渗透率。

Chinagoods 已完成“供给数字化—贸易服务化”的结构跃迁。以高毛利的服务费为主的盈利模型具备强现金回报与放大效应，是租金业务之外最具确定性的利润增量来源。对小商品城而言，它既是利润提升的关键抓手，也是从物业管理向贸易综合服务和数据运营升级的核心底座，更是打开线上业务分部估值和长期成长溢价的决定性变量。

3.2.2 Yiwu Pay：场景+牌照+人民币国际化，共振的跨境金融资产

Yiwu Pay 的核心优势在于“牌照+场景+数据”闭环：

- **牌照端：**同时持有互联网支付牌照、跨境人民币与跨境外汇牌照，属于国内极为稀缺的组合，且积极布局香港 MSO、TCSP 等海外金融牌照。
- **场景端：**紧贴义乌小商品市场与 Chinagoods 平台，服务 2 万多家外贸企业，已覆盖 170+ 国家/地区，支持 25-29 种币种，典型交易费率 0.2-0.3%，仅为银行和行业平均收费水平的一半左右，构建“跨境人民币+外汇+数字人民币”多轨通道，交易资金损失率低于 0.00001%。在传统银行需 3-4 天审核报关单后放款的情况下，Yiwu Pay 可在约 2 小时-1 个工作日内完成收款入账通知，有效缓解中小企业回款压力。
- **数据端：**通过“支付+征信+银行”闭环，为商户提供供应链金融、征信赋能等服务，支付数据成为金融服务风控的底层资产。与中行搭建国内首个“数字人民币 B2B 跨境结算平台”；与工行完成货币桥下 AED 直兑 CNY 实时结算，7-8 秒内完成，显著降本提效。

跨境收款交易额高速跃升。义支付 2023 年跨境收款 12 亿美元；2024 年超 40 亿美元、同比

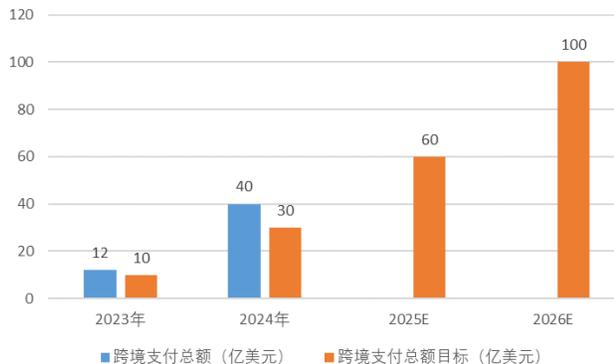
+233%，净利润 6104 万元、同比+275%；2025 年实现 60 亿美元；管理层目标 2026 年迈上 100 亿美元台阶，2026 年 1 月单月 3.82 亿美元（春节扰动），预计全年仍保持>50%增速。

图表19：义乌一般贸易与市场采购出口额及占比



资料来源：义乌市统计局，太平洋证券整理

图表20：义支付跨境支付总额及目标



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

义支付为全国唯一 1039 市场采购贸易结算服务试点机构，具备显著牌照与政策壁垒。公司于 2025 年 Q3 正式获批开展市场采购贸易（1039 模式）结算服务试点，服务范围从占义乌出口约 20%的一般贸易扩展至占约 80%的市场采购贸易，潜在市场规模扩大 4 倍。在业务形态上，试点使义支付从此前的“1039 通道型参与者”（接 API，最终结汇仍经银行完成），升级为可以自主办理收汇与结汇、承担全链条合规责任的“支付机构自营闭环”。单票跨境收款额度上限额度由 5 万美元放大至 15 万美元，范围拓至全省，额度优化解决了此前商户面临的核心痛点，相较于其他跨境支付工具，Yiwu Pay 的 1039 试点服务更贴合义乌商户需求，进一步强化“支付+贸易”的协同优势。若政策正式落地，义支付能够以自营闭环方式承接义乌占比逾八成的市场采购进贸易，总可触达市场显著扩容，渗透率与 takerate 具备上行空间。

打造场景化标杆，为人民币国际化提供可复制经验。当前人民币国际化在大额贸易、能源交易等领域已形成成熟模式，但在中小额跨境贸易领域仍缺乏可复制、可推广的场景化经验。Yiwu Pay 扎根义乌小商品贸易这一特色场景，探索出“政策+场景+支付”的人民币国际化落地模式——即依托国家政策试点（1039、义乌国贸改革），聚焦中小额跨境贸易场景，通过支付工具优化（额度调整、流程简化、成本降低），推动人民币结算的普及，这种模式具备极强的普惠性和可复制性。尤其是此次 1039 试点额度调整后，Yiwu Pay 进一步验证了中小额跨境贸易场景下人民币结算的可行性和优势，未来可将这一模式复制到小商品城海外分市场（如迪拜、墨西哥等），推动人民币

结算服务跟随义乌小商品一起“出海”，为人民币国际化在全球中小额跨境贸易领域的推广提供宝贵的实践经验，填补了人民币国际化在中小微外贸领域的场景空白。

3.2.3 智捷元港与海外仓：从“货到港”升级为“全链路履约平台”

强强联合解决外贸物流核心痛点。海外智捷元港成立于2022年8月，由小商品城联合中远海运、普洛斯等共同出资设立，注册资本5.5556亿元，小商品城持股27%，中远海运旗下中远物流供应链持股27%，普洛斯指定主体上海隐山与珠海隐湾合计持股27%，管理团队平台宁波元赞持股19%。在合作中，小商品城提供义乌7.5万商铺+210万种商品的货源与客户场景，中远海运提供全球航线与舱位资源网络，普洛斯提供国内外仓储与园区网络。合资公司最初的直接目标是解决小商品贸易中的“订舱难、订舱贵”问题，聚焦国际货运代理，直接对接船司，覆盖本地仓、拖车、关务、海外仓、海外关务、海外履约等业务。

图表21：智捷元港平台生态系统



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

智捷元港在发运量（TEU）与收入上均呈现出倍数级增长。发运量从2023年的4.7万提升至2024年的10万、2025年目标12万+；收入在2024年已达近15亿元，同比+166%。2023年智捷元港为700多家物流商平均降本约26%，2024年对中小微外贸企业整体履约成本最高可降20%。通过高增速+显著降本+政策与资本背书，智捷元港已经从试验性平台转入规模化运营阶段，是小

商品城贸易履约板块的核心抓手。

小商品城围绕智捷元港，逐步形成了“国内备货仓+海外前置仓+全球物流专线”的“两仓一线”交付体系。国内端：Chinagoods 共享云仓、国际数字物流市场、环球义达供应链产业园、跨境电商物流园等园区，合计运营规模 90 万 m^2 ，出租率>96%。海外端：2023 年以来，小商品城累计在 35 个国家实施海外项目 77 个，布局海外分市场 5 个，海外仓总数达 281 个。物流专线：依托义乌“义新欧”中欧班列与多条海运快航，智捷元港与头部船司建立长期合作关系，锁定舱位与运价，构成高频稳定的干线网络。这使得履约不再停在“货到港（海外港口）”的节点，而是可以延伸到“海外仓-本地配送-退换货”的全链路。对跨境电商卖家而言，意味着可以通过义乌完成海内外仓网+干线运输+本地履约的一站式配置。

以智捷元港为枢纽、叠加 Chinagoods 共享云仓+“义乌系”海外仓网络，小商品城正在把传统“FOB/货到港”外贸服务，升级为贯通“选品-交易-订舱-仓储-清关-海外履约-结算-金融”的全链路履约平台。智捷元港对小商品城的意义远超一项合资业务的净利润：一是让中小微商户从“出货即结束”变为“控制供应链直达终端”的价值参与者，二是为 Chinagoods 与义支付提供高质量的货物流与订单数据，大幅增强数字贸易与跨境支付业务的客户黏性与议价能力。

3.3 长期（5 年以上）：进口枢纽与国贸综改，把握“买全球”制度红利

3.3.1 进口正面清单：线下版“跨境电商+一般贸易”混合模式

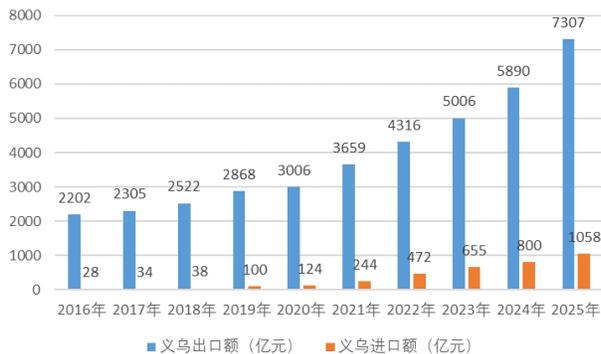
义乌长期呈现“出口强、进口弱”的格局。进口总额/出口总额的比例逐年小幅提升，2024-2025 年稳定在 14%左右，但仍明显低于国家“进出口平衡发展”的战略要求。在此背景下，2024 年 12 月，国务院批复《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，明确将进口贸易创新发展作为改革重点，通过正面清单管理+本地检测体系+数字化监管平台，重构消费品进口路径。

政策的关键要点包括：

- 以商城集团（小商品城）为唯一试点企业，率先落地玩具、日用杂货、家电等 35 类商品的进口正面清单首单业务，首单检测认证效率提升 75%，费用成本下降 15-30%。
- 计划在三年内将正面清单扩展至化妆品、保健品等高毛利品类，并通过本地化 3C 认证与“144 全流程监管体系”实现溯源与消费保障。

- 政府明确提出：2025年义乌进口贸易规模要达到1000亿元，2030年突破3000亿元，其中小商品城预计贡献约2000亿元，相当于“再造一个义乌”。

图表22：2016-2025年义乌进出口额



资料来源：义乌市统计局，太平洋证券整理

图表23：义乌综保区空间扩容与招商进度



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

新一轮改革中，小商品城的定位早已超出“执行载体”：

唯一进口正面清单首单试点企业——从跨境电商零售进口正面清单中筛选出35种试点商品（儿童玩具、日用杂货、家电三大品类），并率先落地首单业务。

“1+4+4”监管体系的平台开发者与运营方——“1个平台、4个限定、4个机制”全流程监控进口商品从预报关到售后，平台由小商品城开发并运营，掌握所有进口商品的进口、销售、仓储物流和售后溯源数据。

唯一综保区的建设与运营主体——义乌综保区一期、二期均已投用，一期投用率达94.3%，综保区“保税+产业集群”已引入美妆分装、保健食品加工等保税项目，是进口业务的核心物理枢纽。

承担进口链路中“批发商+平台方”双重角色。在B2B链路中，由小商品城统一海外集采、清关后销售给进口商品城批发商，再由批发商向全国分销（B2B2C）；同时，通过综保区和正面清单平台收取多项服务费。

在机制设计上，正面清单融合了0110一般贸易的大规模流通能力与1210跨境电商的通关便利。清单内商品在通关环节享有简化认证与高效通关，并被允许进入线下传统分销渠道，解决了过去跨境电商进口“只能C端自用、难以进入线下流通”的问题。这对于小商品城意味着：

- 进口商品可以通过六区、七区与未来进口商品城形成线下展示与批发中心，叠加 Chinagoods 线上展示，实现“线下展销 + 线上交易 + 保税/海外仓履约”的完整闭环。
- 公司既可以通过进口贸易自营与联营赚取经销差价，也可以通过平台服务费、仓储物流、支付结算与数据服务等方式多点变现，整体收益率有望明显高于传统出口业务。
- 中长期看，进口业务有望成为公司继市场租金与数字贸易之后的“第三条增长曲线”，并与出口业务形成内外双循环。

3.3.2 “买卖全球”：海外仓+义新欧+Yiwu Pay 共同托起的全球枢纽

除进口机制外，义乌正通过“义新欧”班列+宁波舟山港第六港区+海外仓+Yiwu Pay 等多重基础设施，强化其在“一带一路”中的枢纽功能。

- **物流通道方面**，“义新欧”中欧班列是从义乌出发，经新疆阿拉山口出境，途经哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国、法国，最终抵达西班牙马德里的货运专列，是“一带一路”上中欧之间的重要物流通道。已覆盖欧亚大陆 50 余国、160 余城，2025 年全年开超 3000 列。
- **港口协同方面**，“义乌-宁波舟山港第六港区”改革实现“义乌启运、宁波装船、数据同源”，大幅降低物流成本、压缩通关时间。
- **海外基础设施方面**：到 2023 年底，小商品城已构建起以“海外仓+海外展厅+海外分市场+海外展+海外站”为核心的海外基础设施网络。
- **跨境支付方面**，《方案》提出要以 Yiwu Pay 为平台，优化跨境人民币和外汇服务、探索数字人民币跨境试点，力争 2025 年实现场景全覆盖、单笔交易限额提升到 15 万美元以上。

小商品城已经把“义乌一城的小商品生意”，重构成“全球多节点、多通道、多币种”的贸易基础设施网络。海外仓、义新欧中欧班列与 Yiwu Pay 分别在“货到仓/货到店”“货到边境”和“钱回中国”三个关键关口形成合力，共同托起“买卖全球”的综合枢纽。海外仓负责前置库存与本地履约，显著缩短交付周期、弱化关税与贸易壁垒；义新欧中欧班列在海运之外提供高韧性陆路主干

线，把义乌供应链与欧亚腹地直接联通；Yiwu Pay 则在跨境人民币+跨境外汇+数字人民币三轨并行下，解决中小企业跨境收款、结算与风控痛点，并逐步承载人民币国际化的“场景基础设施”功能。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入预测：预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 203.85 亿、278.79 亿，343.69 亿，同比增速分别为 29.5%、36.8%、23.3%。毛利率分别为 32.8%、35.5%、33.2%。

图表24：小商品城收入预测（百万元）

		2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
商品销售	收入	6791.57	9257.22	12497.25	16621.34	21607.74
	同比	37.2%	36.3%	35%	33%	30%
	毛利率	0.5%	0.7%	0.90%	1.00%	1.1%
市场经营	收入	3074.35	4578.35	5539.81	8309.71	9140.68
	同比	81.2%	48.9%	21%	50%	10%
	毛利率	71.8%	84.3%	90%	92%	93%
贸易服务	收入	602.46	738.88	997.48	1376.53	1789.49
	同比	43.4%	22.6%	35%	38%	30%
	毛利率	69.7%	84.6%	88%	90%	92%
其他业务	收入	364.69	714.55	857.45	1028.95	1234.73
	同比	24.5%	95.9%	20%	20%	20%
	毛利率	60.8%	42.3%	68%	69%	70%
配套服务	收入	466.62	448.39	493.23	542.55	596.81
	同比		-3.9%	10%	10%	10%
	毛利率	23.6%	20.1%	25%	25%	25%
营业收入	总计	11299.69	15737.38	20385.22	27879.07	34369.45
	同比	48.3%	39.3%	29.5%	36.8%	23.3%
	毛利率	26.5%	31.4%	32.8%	35.5%	33.2%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

4.2 投资建议

预计 2025-2027 年小商品城将实现归母净利润 44.59/58.57/74.9 亿元，同比增速分别为 45.08%/31.35%/27.88%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.81/1.07/1.37 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 18X、14X 和 11X，给予“买入”评级。

五、风险提示

公司存在外贸周期与关税地缘的不确定性风险；线下市场与线上平台的多重竞争风险；新市场与进口/数贸等转型业务兑现节奏风险；新兴跨境支付和数据业务的高合规要求风险以及在资金结构和人才结构上能否支撑庞大转型工程的风险。

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,923	5,539	7,226	11,696	17,025
应收和预付款项	1,579	1,595	2,113	2,782	3,584
存货	1,247	1,358	1,881	2,379	2,877
其他流动资产	796	1,242	1,456	1,664	1,882
流动资产合计	6,544	9,734	12,676	18,521	25,368
长期股权投资	7,023	6,947	6,947	6,947	6,947
投资性房地产	4,144	6,115	6,115	6,115	6,115
固定资产	4,941	5,504	7,048	7,398	7,200
在建工程	3,956	2,301	1,201	1,501	2,301
无形资产开发支出	6,257	5,189	5,022	4,839	4,656
长期待摊费用	330	407	497	627	797
其他非流动资产	9,568	12,706	15,939	21,787	28,637
资产总计	36,219	39,168	42,769	49,214	56,652
短期借款	1,620	60	260	460	660
应付和预收款项	1,993	1,687	2,187	2,881	3,713
长期借款	863	658	758	858	958
其他负债	14,040	16,191	17,200	20,592	24,639
负债合计	18,515	18,596	20,405	24,790	29,971
股本	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484
资本公积	1,667	2,378	2,378	2,378	2,378
留存收益	10,588	12,565	14,350	16,400	18,647
归母公司股东权益	17,688	20,504	22,289	24,339	26,586
少数股东权益	16	69	75	84	95
股东权益合计	17,704	20,572	22,364	24,423	26,681
负债和股东权益	36,219	39,168	42,769	49,214	56,652

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,845	4,491	6,588	9,162	11,337
投资性现金流	-1,375	1,223	-1,138	-1,051	-920
融资性现金流	460	-3,095	-3,764	-3,640	-5,088
现金增加额	929	2,618	1,687	4,471	5,329

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,300	15,737	20,375	26,799	34,455
营业成本	8,306	10,798	13,545	17,846	23,015
营业税金及附加	146	214	265	348	448
销售费用	240	321	408	536	689
管理费用	560	581	672	884	1,137
财务费用	125	102	91	103	115
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	1,068	263	408	536	689
公允价值变动	-52	13	0	0	0
营业利润	3,105	4,007	5,831	7,655	9,788
其他非经营损益	103	22	15	23	31
利润总额	3,208	4,029	5,846	7,678	9,819
所得税	527	950	1,380	1,812	2,317
净利润	2,681	3,078	4,466	5,866	7,502
少数股东损益	5	5	7	9	11
归母股东净利润	2,676	3,074	4,459	5,857	7,490

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.50%	31.39%	33.52%	33.41%	33.20%
销售净利率	23.68%	19.53%	21.89%	21.86%	21.74%
销售收入增长率	48.30%	39.27%	29.47%	31.53%	28.57%
EBIT 增长率	691.47%	86.03%	54.87%	31.07%	27.67%
净利润增长率	142.25%	14.85%	45.08%	31.35%	27.88%
ROE	15.13%	14.99%	20.01%	24.07%	28.17%
ROA	7.85%	8.17%	10.90%	12.75%	14.17%
ROIC	7.16%	11.62%	17.44%	20.98%	24.59%
EPS (X)	0.49	0.56	0.81	1.07	1.37
PE (X)	30.78	26.80	18.47	14.06	11.00
PB (X)	4.66	4.02	3.70	3.38	3.10
PS (X)	7.29	5.23	4.04	3.07	2.39
EV/EBITDA (X)	14.77	15.38	11.65	8.58	6.39

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。