

双向贸易成势：出口筑壁垒，进口拓新章

小商品城(600415)
批零贸易业/可选消费品

■ 小商品城系列深度报告之商流篇

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘越男(分析师)	021-38677706	liuyuenan@gtht.com	S0880516030003
吴晨汐(分析师)	021-23185661	wuchenxi@gtht.com	S0880526030003

本报告导读：

公司出口端深筑生态壁垒，彰显经营韧性；同时，进口端抢抓扩容机遇，有望构筑第二曲线。

投资要点：

- **维持增持。**考虑到全球数贸中心项目第四层定向招商头部企业为远期业绩蓄水，叠加选位费确认节奏以及贸易服务业务布局投入等对费用端的影响，我们将 2026-2028 年归母净利润预测分别下调至 50.1/56.9/63.5 亿元（原值 52.6/63.1/72.3 亿元）。考虑到公司出口端持续构筑生态壁垒，数智化升级下经营韧性显著，且进口端积极把握政策红利有望构筑第二曲线，综合可比公司估值和 DDM 估值，我们给予公司 2026 年 19.6x PE，将目标价下调至 17.86 元（-0.68 元），维持“增持”评级。
- **稳出口：生态壁垒凸显韧性，转型服务释放利润。**2019 年以来，在历经多轮系统性冲击的背景下，义乌出口额依然保持双位数稳健增长；依托“1039+综试区”政策红利、“一带一路”出口格局及“海陆空”基建履约能力，其宏观维度的结构性韧性持续凸显。在此基础上，小商品城积极应对外部复杂环境，不断深化产业布局，成功由传统的“市场管理者”转型为“国际数字贸易综合服务商”。公司深度融合线下市场、政策试点与数字化平台三项核心资源，发挥强劲的协同效应，构筑起坚实的贸易生态壁垒，有效保障了微观层面的经营韧性。展望未来，我们看好公司贸易服务业务渗透率的持续提升，这将支撑公司业绩持续增长。
- **拓进口：把握消费品扩容机遇，稀缺生态赋能新增长。**长期以来，义乌进出口规模存在显著差异。随着 2024 年新一轮国贸改革的开启，义乌“高可选、低刚需”的进口结构高度契合消费升级与政策导向，进口贸易迈入战略机遇期。针对传统一般贸易模式下认证周期长、税负及流通成本高的核心痛点，小商品城作为改革核心试点，正加速推进进口日用消费品正面清单落地。公司依托“144”监管体系与“市场采购+跨境电商”双轨模式，积极探索进口便利化；同时凭借义乌独有的“口岸+集散”双重属性，精准补足了线下 To B 分销环节的断层。我们持续看好，在正面清单不断扩容的催化下，公司能深度复用现有的线下实体市场、Chinagoods 平台、数字支付及物流仓储等核心基建底座，以较高的边际投入产出比高效兑现商业变现，进一步强化公司的宏观抗风险韧性与全球贸易枢纽地位。
- **风险提示：**海外通胀及衰退风险，关税及贸易摩擦风险，新业务推进不及预期等。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15,737	19,927	22,792	26,059	28,923
(+/-)%	39.3%	26.6%	14.4%	14.3%	11.0%
净利润(归母)	3,074	4,204	5,009	5,687	6,353
(+/-)%	14.9%	36.8%	19.2%	13.5%	11.7%
每股净收益(元)	0.56	0.77	0.91	1.04	1.16
净资产收益率(%)	15.0%	18.3%	20.4%	21.4%	21.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	19.54	14.28	11.99	10.56	9.45

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

目标价格(元): **17.86**

当前价格(元): 10.95

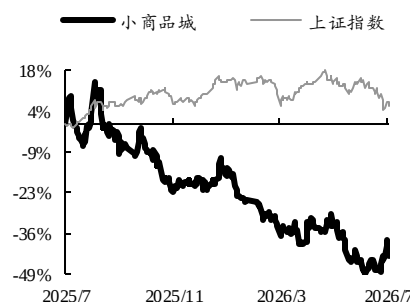
交易数据

52 周内股价区间(元)	9.76-23.02
总市值(百万元)	60,045
总股本/流通 A 股(百万股)	5,484/5,484
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	23,869
每股净资产(元)	4.35
市净率(现价)	2.5
净负债率	-9.93%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-14%	-43%
相对指数	16%	-7%	-49%

相关报告

六区驱动业绩增长，深耕贸易生态壁垒
2026.04.26
全球数贸中心招商加速，业绩表现强劲
2025.10.15
基本盘稳固，新业务出彩 2025.08.22

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,539	6,816	4,030	4,213	4,778	营业总收入	15,737	19,927	22,792	26,059	28,923
交易性金融资产	400	2,094	2,094	2,094	2,094	营业成本	10,798	13,661	15,056	17,577	19,654
应收账款及票据	497	438	506	579	643	税金及附加	214	337	387	404	434
存货	1,358	2,385	1,464	1,465	1,638	销售费用	321	471	501	521	463
其他流动资产	1,939	3,126	3,865	3,770	4,060	管理费用	581	612	707	730	752
流动资产合计	9,734	14,859	11,959	12,120	13,212	研发费用	23	41	46	39	43
长期投资	6,947	6,437	6,285	6,285	6,285	EBIT	3,833	4,853	6,448	7,169	8,004
固定资产	5,504	7,696	7,352	7,323	9,140	其他收益	45	58	66	75	84
在建工程	2,301	187	1,969	2,375	675	公允价值变动收益	13	248	0	0	0
无形资产及商誉	5,466	5,008	7,664	7,320	6,976	投资收益	263	239	228	261	289
其他非流动资产	9,216	10,218	9,966	10,019	10,083	财务费用	102	-11	12	45	43
非流动资产合计	29,434	29,546	33,236	33,322	33,160	减值损失	-13	-11	0	0	0
总资产	39,168	44,405	45,194	45,442	46,371	资产处置损益	0	2	0	0	0
短期借款	60	0	0	0	0	营业利润	4,007	5,353	6,376	7,079	7,907
应付账款及票据	1,470	1,996	2,256	2,532	2,883	营业外收支	22	55	60	45	53
一年内到期的非流动负债	3,765	121	85	85	85	所得税	950	1,192	1,416	1,425	1,592
其他流动负债	12,275	10,926	11,485	10,455	9,350	净利润	3,078	4,216	5,020	5,699	6,368
流动负债合计	17,569	13,043	13,826	13,071	12,317	少数股东损益	5	12	11	12	15
长期借款	658	456	456	456	456	归属母公司净利润	3,074	4,204	5,009	5,687	6,353
应付债券	0	2,799	2,799	2,799	2,799	主要财务比率					
租赁负债	150	130	130	130	130	ROE(摊薄,%)	15.0%	18.3%	20.4%	21.4%	21.7%
其他非流动负债	219	4,949	3,312	2,312	1,312	ROA(%)	8.2%	10.1%	11.2%	12.6%	13.9%
非流动负债合计	1,027	8,334	6,697	5,697	4,697	ROIC(%)	11.6%	14.3%	17.9%	19.0%	19.5%
总负债	18,596	21,377	20,523	18,768	17,014	销售毛利率(%)	31.4%	31.4%	33.9%	32.5%	32.0%
实收资本(或股本)	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484	EBIT Margin(%)	24.4%	24.4%	28.3%	27.5%	27.7%
其他归母股东权益	15,020	17,464	19,097	21,087	23,755	销售净利率(%)	19.6%	21.2%	22.0%	21.9%	22.0%
归属母公司股东权益	20,504	22,948	24,580	26,570	29,239	资产负债率(%)	47.5%	48.1%	45.4%	41.3%	36.7%
少数股东权益	69	81	91	104	119	存货周转率(次)	8.3	7.3	7.8	12.0	12.7
股东权益合计	20,572	23,029	24,671	26,674	29,358	应收账款周转率(次)	29.2	43.1	48.3	48.0	47.3
总负债及总权益	39,168	44,405	45,194	45,442	46,371	总资产周转率(次)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
现金流量表(百万元)						净利润现金含量	1.5	2.5	1.4	1.0	1.0
经营活动现金流	4,491	10,529	6,872	5,967	6,342	资本支出/收入	7.9%	6.9%	22.0%	3.8%	3.4%
投资活动现金流	1,223	-5,649	-4,514	-994	-998	EV/EBITDA	15.38	14.37	7.85	7.07	6.18
筹资活动现金流	-3,095	-6,106	-5,143	-4,790	-4,779	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.54	14.28	11.99	10.56	9.45
汇率变动影响及其他	-1	-18	-1	0	0	P/B(现价)	2.93	2.62	2.44	2.26	2.05
现金净增加额	2,618	-1,244	-2,786	183	565	P/S(现价)	3.82	3.01	2.63	2.30	2.08
折旧与摊销	890	1,002	1,129	1,214	1,503	EPS-最新股本摊薄(元)	0.56	0.77	0.91	1.04	1.16
营运资本变动	634	5,676	934	-734	-1,281	DPS-最新股本摊薄(元)	0.33	0.50	0.60	0.67	0.67
资本性支出	-1,242	-1,376	-5,007	-995	-987	股息率(现价,%)	3.0%	4.6%	5.5%	6.2%	6.1%

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

目录

1. 盈利预测与估值建议	4
2. 稳出口：生态壁垒凸显韧性，转型服务释放利润	6
2.1. 发展复盘：义乌崛起四十年，市场形态与运营主体双线演进	6
2.1.1. 义乌市场迭代：从马路市场到全球数贸中心	6
2.1.2. 小商品城转型：从市场管理者到国际数字贸易综合服务商	7
2.2. 出口大盘：三重构筑结构性优势，把握新兴产业机遇	8
2.2.1. 政策红利：1039 模式和跨境综试区双轨并行，支撑规模扩张	8
2.2.2. 格局独特：锚定“一带一路”市场，灵活供给匹配分散需求	10
2.2.3. 履约基建：多式联运拓宽物流干线，海外仓网护航品牌出海	11
2.3. 小商品城：稳市场强服务，生态壁垒护航长期成长	12
2.3.1. 市场稳步扩容：六代市场引领数智升级，业态融合深化护城河	12
2.3.2. 贸易服务升级：服务渗透率成新增长驱动，支撑长期成长	15
3. 拓进口：把握消费品扩容机遇，稀缺生态赋能新增长	17
3.1. 进口大盘：政策催化释放潜力，线下稀缺分销价值凸显	17
3.1.1. 进口现状：剪刀差蕴含扩容空间，线下分销渠道稀缺性凸显	17
3.1.2. 国贸改革：依托贸易生态与规模，稀缺分销优势迎政策催化	20
3.2. 小商品城：积极探索进口便利化，打造增长新曲线	22
4. 风险提示	24

1. 盈利预测与估值建议

(一) 盈利预测

投资逻辑: 出口端,公司深筑生态壁垒,彰显经营韧性。面对复杂外部环境,公司持续迭代进化,赋能市场产业升级,加速向品牌化与多元化迈进,抗风险能力显著。**进口端,公司抢抓扩容机遇,有望构筑第二曲线。**积极把握消费品进口政策红利,深化探索进口便利化服务,打造业绩增长新动能。

我们预计公司 2026-2028 年收入分别 227.9/260.6/289.2 亿元,同比增长 14.4%/14.3%/11.0%, 归母净利润分别 50.1/56.9/63.5 亿元, 同比增长 19.2%/13.5%/11.7%。

主要假设:

(1) 市场经营(租金): 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 2026-2028 年收入分别为 64.8/67.4/69.5 亿元, 同比+23.3%/+4.0%/+3.2%。

(2) 市场经营(配套服务): 考虑到全球数贸中心配套酒店、公寓逐步落地, 假设相关收入稳健增长, 预计 2026-2028 年收入分别为 6.6/8.1/9.9 亿元, 同比+22.0%/+22.0%/+22.0%。

(3) 市场经营(数贸配套销售): 考虑到全球数贸中心的写字楼、商业街部分铺位的销售收入逐步确认, 预计 2026-2027 年收入分别为 5.2/5.8 亿元。

(4) 商品销售: 考虑到义乌新一轮国贸改革落地, 进口业务有望实现快速增长, 预计 2026-2028 年收入分别为 127.8/153.4/181.0 亿元, 同比+28.0%/+20.0%/+18.0%。

(5) 贸易服务: 主要包括 Chinagoods 平台和义支付等业务, 看好 Chinagoods 深度服务渗透率提升以及义支付跨境交易规模持续增长, 预计 2026-2028 年收入分别为 16.8/19.3/22.2 亿元, 同比+10.0%/+15.0%/+15.0%。

表1: 公司业绩拆分预测(单位: 百万元)

		2025	2026E	2027E	2028E
公司整体	营业收入	19927	22792	26059	28923
	yoy	26.6%	14.4%	14.3%	11.0%
	综合毛利率	31.4%	33.9%	32.5%	32.0%
	归母净利润	4204	5009	5687	6353
	yoy	36.8%	19.2%	13.5%	11.7%
	归母净利率	21.1%	22.0%	21.8%	22.0%
按业务拆分					
市场经营相关业务合计	营业收入	7748	7665	8123	7938
	yoy	54.1%	-1.1%	6.0%	-2.3%
	综合毛利率	60.4%	75.2%	74.4%	78.9%
1、市场经营	收入	5255	6482	6739	6952
	yoy	14.8%	23.3%	4.0%	3.2%
	毛利率	82.9%	86.0%	86.0%	87.0%
2、配套服务	收入	543	662	808	986
	yoy	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
	毛利率	17.3%	20.0%	22.0%	22.0%
3、数贸配套销售	收入	1950	521	576	0
	yoy		-73.3%	10.7%	
	毛利率	11.7%	11.7%	11.7%	0.0%
商品销售业务	收入	9984	12780	15335	18096
	yoy	7.9%	28.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	0.7%	2.0%	3.0%	4.0%
贸易服务业务	收入	1528	1681	1933	2223
	yoy	106.8%	10.0%	15.0%	15.0%

	毛利率	82.7%	86.0%	88.0%	90.0%
其他业务	收入	667	667	667	667
	yoy	-6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	37.8%	40.0%	42.0%	42.0%

资料来源: choice, 国泰海通证券研究

(二) 估值测算

(1) 相对估值: 参考可比公司估值, 给予 2027 年 16.6x PE, 目标市值 947 亿元, 目标价 17.27 元。

表2: 可比公司估值表

对标行业	股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
线下市场	000062.SZ	深圳华强	226	4.63	6.16	6.81	48.8	36.7	33.2
	000061.SZ	农产品	110	3.72	4.57	5.24	29.5	24.1	21.0
	000785.SZ	居然之家	130	-9.99	5.71	6.67	-13.0	22.8	19.5
	002344.SZ	海宁皮城	46	0.71	0.87	0.97	64.7	52.5	47.1
线上平台	002315.SZ	焦点科技	97	5.04	5.98	7.29	19.3	16.3	13.3
	300785.SZ	值得买	64	0.92	1.26	1.59	69.9	50.9	40.3
	09988.HK	阿里巴巴-W	18275	800.09	866.91	1029.94	22.8	21.1	17.7
	09618.HK	京东集团-SW	2884	196.31	263.71	399.03	14.7	10.9	7.2
市值加权均值							22.1	20.1	16.6

资料来源: choice, 国泰海通证券研究

备注: 各公司 2025 年归母净利润为年报披露, 2026-27 年为 choice 一致预期; 股价取 2026 年 7 月 24 日收盘价计算。货币单位: 数据单位均为人民币。

(2) DDM 估值: 预测期为 10 年 (2026-2035 年), 过渡期为 5 年 (2036-2040 年)。假设过渡期增长率为 3%, 2041 年及以后为稳定增长期, 假设永续增长率为 1%。根据三段 DDM 估值测算公司股权价值 1012 亿元, 对应每股价值为 18.46 元。

表3: WACC 相关假设与计算

假设项	假设值
贝塔值(β)	0.80
无风险利率 R_f (%)	1.78%
市场的预期收益率 R_m (%)	5.62%
所得税率 T (%)	25.00%
债务资本成本 K_d (%)	3.00%
债务资本比重 W_d (%)	5.46%
股权资本成本 K_e (%)	4.86%
加权平均资本成本 WACC(%)	4.71%

资料来源: choice, 国泰海通证券研究

表4: DDM 计算 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
现金红利总额	2742	3306	3696	3685	3621	3711	3767	3789	3845	3882	3912
	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E
过渡期现金红利总额	4029	4150	4275	4403	4535						

资料来源: choice, 国泰海通证券研究

表5: 每股价值计算

企业价值测算	预测值
股利预测期现值 (百万元)	29536.3
股利过渡期现值 (百万元)	11843.2
股利永续价值现值 (百万元)	59849.5
股权价值 (百万元)	101229.0

请务必阅读正文之后的免责条款部分 5 of 25

总股本（百万股）

5483.6

每股价值（元）

18.46

资料来源：choice，国泰海通证券研究

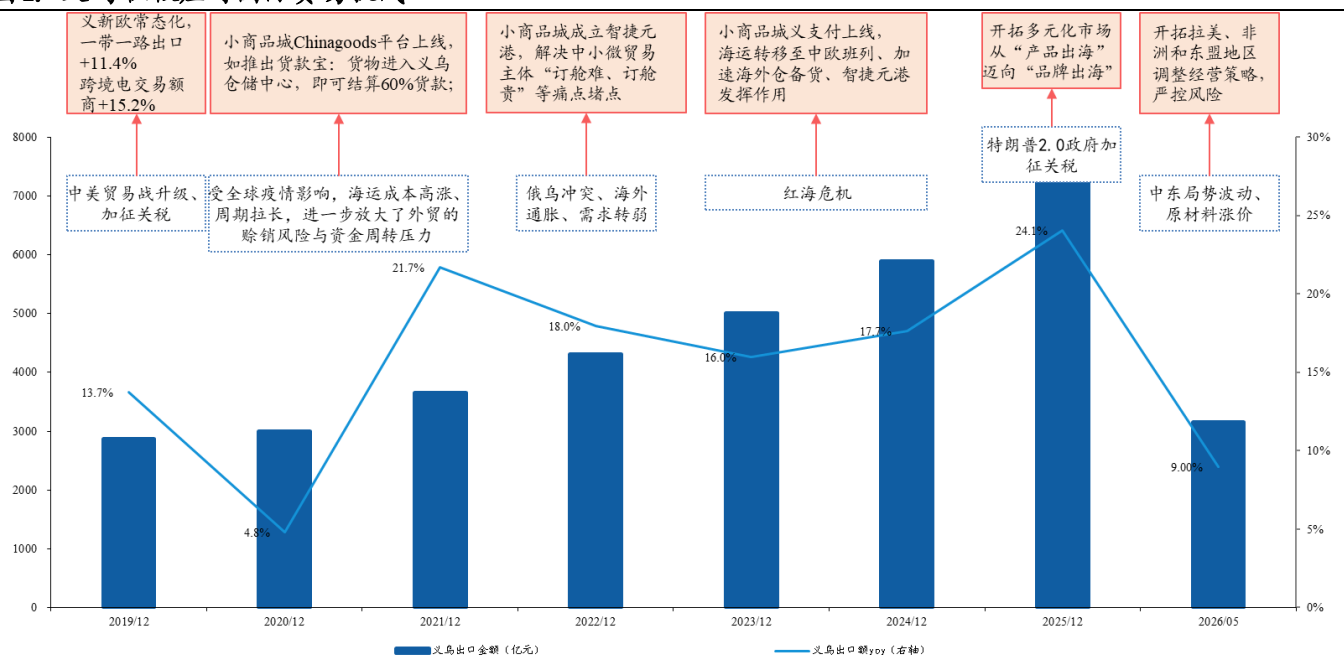
综合考虑以上两种估值方式，取平均值给予公司股票的合理估值为 17.86 元，维持增持评级。

2. 稳出口：生态壁垒凸显韧性，转型服务释放利润

韧性凸显：穿越多轮宏观周期的全球小商品枢纽。复盘 2019-2026 年，义乌出口规模从 2868 亿元增长至 7307 亿元，CAGR 达 16.9%。期间历经中美贸易摩擦、全球疫情、俄乌冲突、红海危机、特朗普 2.0 关税加码及中东地缘波动六轮系统性冲击，其出口额依然保持稳健扩张。这充分验证了义乌作为全球小商品供应链枢纽的结构性韧性。这种韧性，得益于政策端的前瞻赋能、小商品城的全局统筹以及微观商户极强的市场敏锐度。尽管短期宏观扰动会带来增速波动，但义乌所构建的庞大且深度的产业生态系统，已形成难以被轻易复制的坚固护城河。

持续进化：以危机为契机，驱动多元化与品牌化跃迁。义乌具备在外部挑战中持续进化的能力，每一次宏观冲击最终都成为了产业升级的催化剂。面对地缘摩擦与关税壁垒（中美贸易战、俄乌冲突等），义乌迅速拓宽新兴市场，展现出极强的抗单边风险能力；全球物流链承压期间（疫情、红海危机），义乌持续完善“义新欧”班列与海外仓，重构跨境履约网络以对冲运力波动；而在化解海外通胀、原材料上涨及汇率波动等成本端压力时，义乌加速从低附加值代工模式迈向 ODM 自主设计、OBM 自主品牌。

图1：义乌积极应对国际贸易挑战



资料来源：Chinagoods 官网，Choice，义乌市统计局，韩联社，第一财经，证券时报，环球网，潮新闻，央视新闻，每日商报社，国泰海通证券研究

2.1. 发展复盘：义乌崛起四十年，市场形态与运营主体双线演进

2.1.1. 义乌市场迭代：从马路市场到全球数贸中心

义乌市场形态历经从马路市场到全球数贸中心的六代迭代，与之同步，出口规模从 1998 年的 1.89 亿元攀升至 2025 年的 7307 亿元，整体可划分为以下

四个阶段:

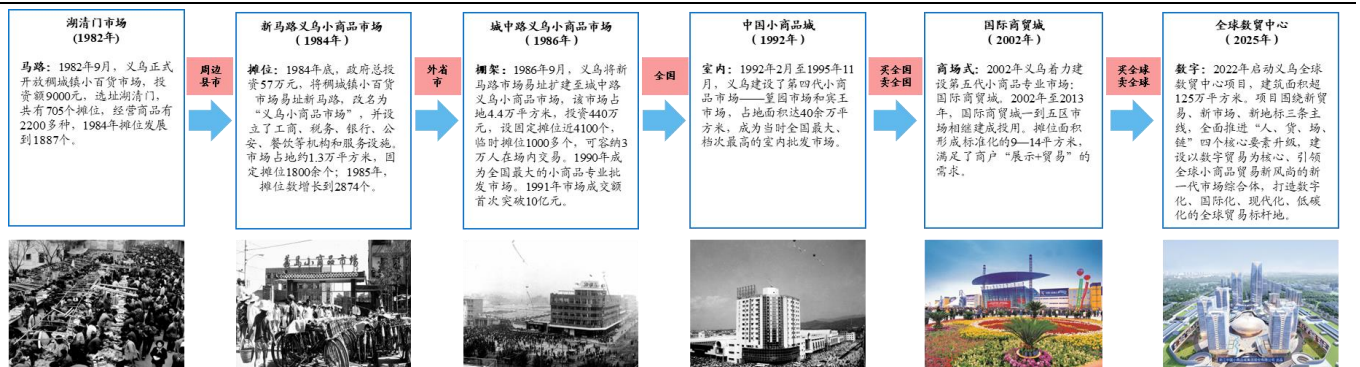
(1) 1982-2001 年(市场奠基, 出口蓄势期): 1982 年第一代稠城镇小百货市场开放, 仅设摊位 705 个; 1984-1992 年第二、三代市场相继建成, 市场面积扩大至数万平方米, 1991 年市场成交额首次突破 10 亿元; 1992 年篁园市场建成、1995 年宾王市场开业, 义乌首次拥有现代化大型市场。此阶段, 义乌完成了从马路市场到规模化室内市场的原始积累, 为后续出口的快速增长奠定基础。

(2) 2002-2013 年(市场规模化, 出口起步期): 2002-2013 年间, 市场一至五区相继建成, 总建筑面积超 300 万平方米、经营商位近 5 万个。受益于市场规模化扩张与 2011 年获批国际贸易综合改革试点, 出口年均复合增速超 30%, 2013 年首次突破 1100 亿元。

(3) 2014-2018 年(政策红利叠加, 出口放量期): 2014 年正式实施市场采购贸易方式(1039 模式), 2015 年获批跨境电商综试区, 形成其他地区难以复制的政策叠加优势。1039 模式带来的通关便利化与税收优惠, 使义乌出口相对一般贸易形成差异化竞争力, 2018 年出口规模突破 2500 亿元。

(4) 2019 年至今(多业态协同, 出口稳进期): 2019-2025 年间, 二区东新建项目、六区全球数贸中心等持续推进。在中美贸易摩擦、全球疫情等外部冲击下, 义乌出口保持韧性增长, 2023 年突破 5000 亿元, 2025 年突破 7000 亿元。

图2: 义乌六代市场变迁



资料来源: 义乌商报, 义乌小商品城全球数贸中心官网, 国泰海通证券研究

2.1.2. 小商品城转型: 从市场管理者到国际数字贸易综合服务商

小商品城作为义乌市场的唯一运营主体, 其定位伴随市场演进而持续升级: 从收取摊位租金的“市场物业方”, 逐步演化为贯通交易、履约、金融、物流、数据等环节的“贸易综合服务商”。公司发展历程可分为以下三个阶段:

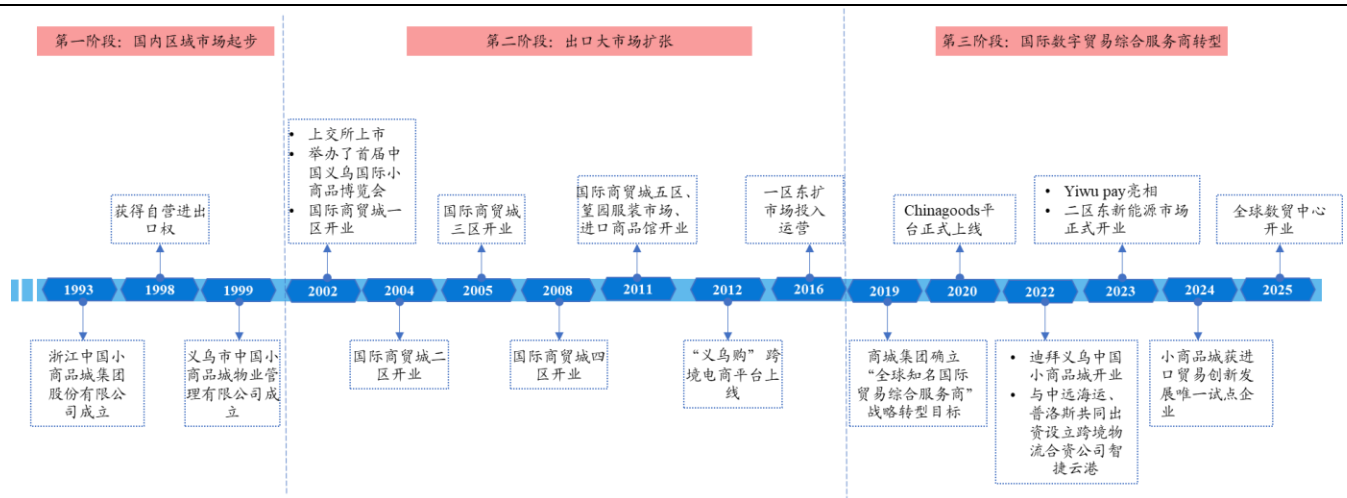
国内区域市场起步阶段(1993-2001 年): 公司前身浙江中国小商品城集团股份有限公司成立于 1993 年, 先后完成公司组建、自营进出口权获取、物业管理子公司设立等基础性工作。

出口大市场扩张阶段(2002-2018 年): 2002 年上市后, 公司相继建成投用义乌国际商贸城一到五区市场、篁园服装市场、进口商品馆以及一区东市场, 完成规模扩张。2012 年, “义乌购”跨境电商平台上线, 公司围绕市场延伸出组货、外贸代理、会展、信息服务等增值业务, 初步具备贸易服务属性。

国际数字贸易综合服务商转型阶段(2019 年至今): 2019 年公司确立“全球知名国际贸易综合服务商”战略转型目标, 推动由市场物业平台向贸易服务平台转型。2020 年 Chinagoods 平台上线, 搭建“线上交易+线下履约”

一体化平台；2022 年与中远海运、普洛斯共同出资设立智捷元港；2023 年“义支付”获得跨境支付牌照，补齐跨境金融能力；2025 年全球数贸中心的开业，叠加海外仓网络，公司形成“市场+平台+金融+物流+数据”的全链条服务体系，步入全新发展阶段。

图3：小商品城发展历程



资料来源：新华网，小商品城公司官网，中国证券报，国泰海通证券研究

2.2. 出口大盘：三重构筑结构性优势，把握新兴产业机遇

义乌出口的差异化竞争力，立足于产业集群生态、“国家试点+地方创新”的政策红利、“一带一路”核心节点的区位优势，以及完备的跨境履约基础设施。这四大要素共同构筑了其他地区短期内难以逾越的结构性护城河。

2.2.1. 政策红利：1039 模式和跨境综试区双轨并行，支撑规模扩张

（1）1039 模式：小商品出口起量的政策基石

2014 年，浙江义乌率先试点“市场采购贸易方式”（海关监管代码：1039），该模式现已成为支撑当地小商品出口起量的核心政策基石。具体而言，符合条件的经营者在经国家商务主管部门认定的市场集聚区内采购商品，只要单票报关单货值在 15 万美元（含 15 万美元）以下，即可直接在采购地办理出口通关手续。相较于传统一般贸易（0110）“以票控税、整柜出口”的严苛要求，1039 模式专门针对小商品出口的痛点量身定制，实行“简化申报、组货拼箱、单票报关”。这一机制高度契合了义乌市场以饰品、玩具、服饰、文具、日用品、五金等为主的“小而散、品类多”特征，完美匹配了中小商户多品类、小批量出口的实际需求。2025 年义乌市场采购模式的出口额达 6005 亿元，2018-2025 年 CAGR 为 16.7%，占全义乌出口额的比重已达到 82.2%。

1039 模式解决了义乌出口的三大难题，大幅提升了贸易效率与安全性：（1）实现“无票合规出口”，破解税务合规痛点。过去，义乌大量个体商户从批发市场或小微工厂采购，往往难以取得增值税专用发票。传统的一般贸易模式难以兼容这类无票采购行为。而在 1039 模式下，商户即使“无增值税发票”也能正常合法报关，并依法享受免征增值税的政策红利。（2）**拓宽收汇渠道，收汇灵活。**1039 模式允许多主体收汇，并支持个人贸易外汇结算。这一举措极大增强了外汇结算的灵活性，有效规避了中小商户因通过非正规渠道收汇而导致账户被冻结的经营风险。（3）**落实“核定征收”，切实降低整体税负。**采用市场采购贸易方式的商户可以申请“核定征收”。例如，针对年营业额 500 万元以下的个体工商户，可按照营业额的 5%核定利润率来计征所得税，从而显著减轻了小微外贸主体的税收负担。

表6: 六大海关监管模式对比

代码	官方全称	定义	交易模式	监管规则/政策优势	额度限制	区域限制
0110	一般贸易	境内有进出口经营权企业单边出口的传统贸易方式	B2B	全品类、全口岸通用，逐票报关，提交全套纸质报关单证，四流合一（合同、货物流、资金流、发票）	无货值上限	全国任意口岸，无保税仓强制要求
1039	市场采购贸易	在经认定的市场集聚区采购商品，由符合条件的经营者办理出口通关手续的贸易方式	B2B	“小批量、多品种”，简化商品归类，允许多品类混装拼柜；没有发票也能合规出口；收汇灵活；可以申请“核定征收”，税负低	单票报关货值≤15 万美元	仅限 39 个试点市场所在地口岸报关
1210	保税跨境贸易电子商务	境内个人或电子商务企业通过海关特殊监管区域或保税监管场所进出的电子商务零售进出境商品	B2C	申报清单；入区即退税	无总额限制，单件为零售商品	国内综合保税和跨境电子商务试点区
9610	跨境贸易电子商务	境外消费者通过平台下单后，电子商务企业或其代理人、物流企业通过“单一窗口”或跨境电子商务通关服务平台分别将“三单信息”实时传输给海关	B2C	清单核放、汇总申报	单票包裹货值≤5000 元人民币	全国任意口岸，无保税仓强制要求
9810	跨境电商出口海外仓	境内企业将货物通过跨境物流出口至海外仓，通过跨境电商平台实现交易后从海外仓送达境外购买者，并向海关传输相关电子数据的模式	B2B	优先安排查验，系统实时验放；积极响应跨境电商企业批量出口需求，降低出口成本；跨境电商综试区不涉及出口退税的，可按照 6 位 HS 编码简化申报	单票≤5000 元人民币，可报送申报清单	北京、天津、南京、杭州、宁波、上海、福州、青岛、重庆、成都、西安等 22 个
9710	跨境电商 B2B 直接出口	境内企业通过跨境电商平台与境外企业达成交易后，通过跨境物流将货物直接出口至境外企业，并向海关传输相关电子数据的模式	B2B			

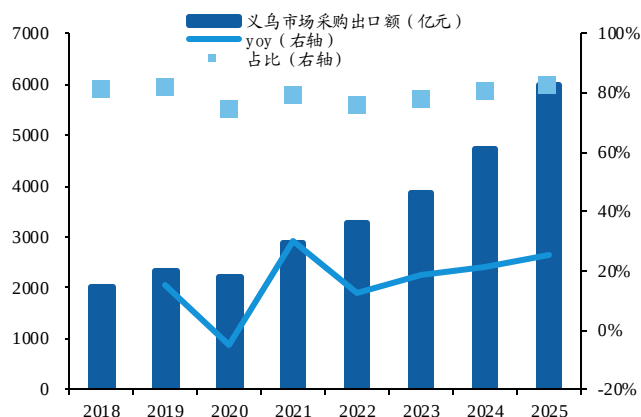
资料来源：海关总署，乌海商务局，《中国海关》，国泰海通证券研究

（2）跨境电商综试区：线上贸易生态呈现高速增长态势

综试区获批奠定高速增长基石。2018 年 7 月 24 日，国务院正式批复设立“中国(义乌)跨境电子商务综合试验区”（全国第三批综试区之一）。获批后，义乌依托政策和平台推动跨境电商稳步增长，2025 年义乌跨境电商交易额达 1680 亿元，2018-2025 年 CAGR 为 14.4%，跨境电商已成为拉动本地区外贸规模的重要引擎。

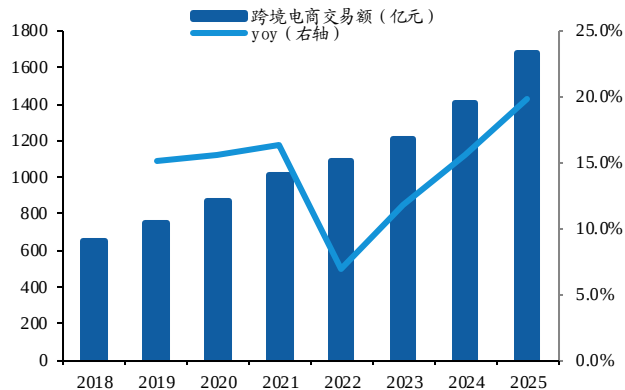
为进一步释放综试区势能，义乌在税务与行政管理层面推进了一系列制度创新与流程优化。一方面，依托数字化平台提升免税管理效能。义乌依托综试区线上综合服务平台，免征增值税相关业务实现更高层次的自动化处理，增值税申报表可“一键生成”，从而显著降低企业的税务流转与合规成本。另一方面，创新推行“白名单+核定征收”制度。针对跨境电商零售出口企业“主体散、取票难”的特征，多部门联合推动所得税核定征收举措全面落地，规范代理报关与收汇路径，切实降低小微商户的办税门槛并减轻税负。

图4: 2018-2025年义乌市场采购出口额及同比增速



资料来源: Choice, 杭州海关, 国泰海通证券研究

图5: 2018-2025年义乌跨境电商交易额及同比增速



资料来源: 义乌市统计局, 小商品城公司公告, 国泰海通证券研究

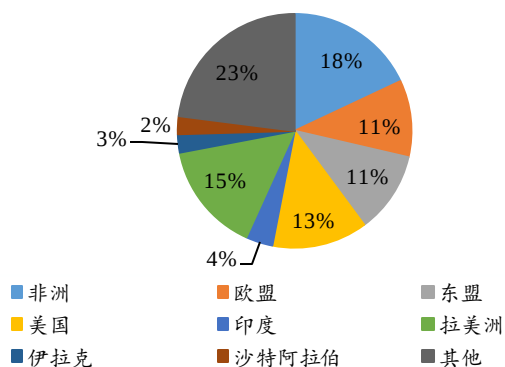
政策红利释放，制度性降本增效驱动外贸放量。市场采购贸易与跨境电商综试区政策有效降低了外贸环节的摩擦成本，通过通关便利化、税费优惠与外汇结算便利等路径，降低了商户及外贸代理企业的综合经营成本，提升通关与履约效率，进而激发商户扩张意愿，推动出口规模增长，并在中长期内持续推进相关便利化出口政策落地，持续巩固义乌在全球中小商品供应链中的比较优势。

2.2.2. 格局独特：锚定“一带一路”市场，灵活供给匹配分散需求

义乌外贸基本盘锚定“一带一路”沿线新兴市场，其中东盟增速尤为明显。依托完善的贸易基础设施，义乌已经与全球 220 多个国家和地区建立贸易往来。2025 年，义乌对共建“一带一路”国家的进出口额同比增长 27.5%，并在 2026Q1 进一步提速至 29.8%，占全市进出口比重也达到了 70.4%。其核心市场覆盖中东、东南亚、非洲和东欧，非洲、拉美、欧盟与东盟的占比分别为 18%、15%、11%和 11%，显示出较强的稳固性。

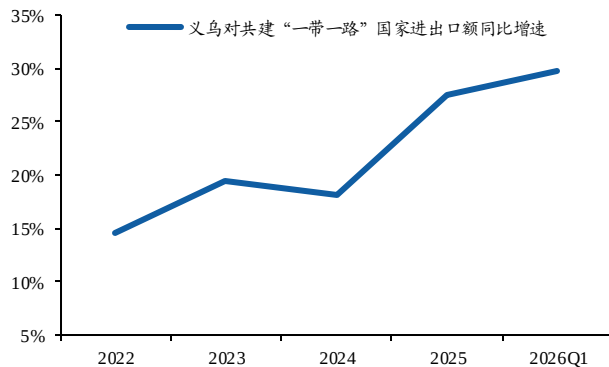
义乌高增长的核心逻辑在于其商品特性与新兴市场当前需求高度契合。“一带一路”区域采购特点为目的国分散、订单碎片化、长尾非标需求多。义乌供应链凭借高性价比、多品类、小批量、快迭代的优势，将国内集中的供给与海外分散的需求有效衔接，进而降低跨境交易的搜寻和摩擦成本。东盟已成为义乌主要贸易伙伴中增速最快的市场，2025 年和 2026 年一季度进出口额同比增速分别达到 46.7%和 68.3%，这进一步巩固了义乌在全球小商品生态中的中介地位。

图6: 2025年义乌进出口贸易区域分布结构



资料来源: 义乌商报, 义乌市统计局, 国泰海通证券研究

图7: 义乌对共建“一带一路”国家进出口额同比增速



资料来源: 杭州海关, 义乌市融媒体中心, 义乌市统计局, 国泰海通证券研究

2.2.3. 履约基建：多式联运拓宽物流干线，海外仓网护航品牌出海

(1) 物流基建：灵活组合的海陆空多式联运

义乌已构建起“海、陆、空”协同发力的多式联运跨境出口物流体系，显著弱化了内陆城市的地理制约并提升了履约选择性与供应链弹性。通过港口、铁路与航空三条通路的互补配置，义乌能够根据商品属性和目的地灵活匹配最优通道，降低综合物流成本。近年持续完善的基础设施为外贸稳定增长提供支撑。

海运：义乌（苏溪）国际枢纽港已具备 6 条到发交接线、2 束 4 线装卸线及 1 条牵出线，与宁波舟山港形成高能级联接；叠加宁波舟山港已建成的 132 条“一带一路”航线（截至 2025 年 11 月），义乌商品可高效接入全球海运网络，提升整箱与拼箱的通达性与时效稳定性。

陆运：“义新欧”中欧班列已开通 27 条直达线路、覆盖 50 多个国家，为外贸企业提供了稳定且具有成本优势的铁路通道，夯实了义乌的内陆干线运输能力，中欧间贸易周期明显缩短。2026 年前 5 个月累计开行出境班列 879 列、发运出口集装箱 7.1 万标箱，同比增长 15.7%。

空运：针对小包裹和高时效跨境电商（如 9610 等监管模式）的配送特点，义乌机场不断完善货运布局：2025 年货邮吞吐量达 2.44 万吨，同比增长 7.46%，为高附加值和即时交付的订单提供了快速通道，有效补足了海运与铁路的时效短板。

图 8: “义新欧”中欧班列线路图



资料来源：义新欧官网

(2) 海外仓网络：履约前置驱动品牌出海

义乌构建全球海外仓网络，已累计布局 210 个海外仓，总仓储面积 176.04 万平方米，覆盖 61 个国家，作为跨境物流大通道的延伸，这一网络兼顾欧美成熟市场和中东、非洲、东欧等新兴增量市场，并把海外仓从早期单纯存货点升级为前置仓、履约中心和售后节点，缓解了跨境物流周期长、退换货难等问题，为跨境电商 B2C 直发与属地化敏捷交付提供了支撑；从长期战略看，海外仓体系的成型增强了本地化交付体验与售后保障，减轻了白牌低价竞争压力，也为义乌制造推进品牌出海构筑了更稳固的基础。

图9: 全域“义乌系”海外仓整体规模



资料来源: Chinagoods 官网

2.3. 小商品城: 稳市场强服务, 生态壁垒护航长期成长

义乌出口规模的快速增长, 根植于政策、产业、基建三者的协同推进。然而这些要素能够切实落地, 关键在于小商品城发挥线下市场、政策试点承接、数字化平台三项资源的协同效应, 构筑生态壁垒。从早期摊位租赁到报关、供应链金融、跨境运输等贸易服务, 市场运营方始终围绕商户需求进行服务延伸与升级。

2.3.1. 市场稳步扩容: 六代市场引领数智升级, 业态融合深化护城河

公司实体市场规模稳步扩张, 并发展会展与酒店配套业务, 形成多业态融合的线下商贸服务体系。2004 年起, 公司陆续建成六大主要线下市场, 合计 800 万平方米、约 8 万个商位, 涵盖花类配件、五金电子、汽车配件、生活用品等 26 个品类, 覆盖批发、零售、内外贸、进口等业态。此外, 发展会展与酒店配套业务, 1) 会展业务涵盖国内组展、海外出展、展馆管理、配套服务与受托运营, 承办义博会、进口商品博览会、森博会等自营展会, 运营义乌国际博览中心、衢州客厅会展中心, 通过“展会+产业/出海”模式带动贸易撮合。2) 酒店业务自营及委托运营 7 家星级酒店和长租公寓, 配套指尖食堂、Yandoo Cafe 餐饮品牌, 业务覆盖住宿、餐饮、会议、休闲。

图10: 小商品城线下市场概况



资料来源：Chinagoods 官网，商城集团，国泰海通证券研究

全球数贸中心落地，第六代市场创新商贸生态。自2022年启动以来，作为义乌第六代市场标志性项目的“全球数贸中心”，紧扣“新贸易、新市场、新地标”三条主线有序推进建设。该项目创新性地规划了市场、商务写字楼、数贸港、商业街区、公寓五大功能板块。2025年10月，核心市场板块正式开业，2025-2027年写字楼、商业街等配套设施将陆续招商交付，2025年数贸配套销售已实现收入19.5亿元。

全球数贸中心的全面投用，不仅是物理空间的拓展，更从三个核心维度赋能义乌商贸生态迭代升级：

第一，经营主体跨代际更替，驱动产业向“品牌化”升级。新市场精准切入无人机及无人化装备、时尚珠宝、创意潮玩、护肤医美等高成长性赛道，全面拥抱时尚、母婴、悦己与情绪消费。品类升级带动商户结构改变，截至2025年底，省外经营主体占比已超40%；“商二代”、“创二代”等新生代经营者占比高达52%；拥有自主品牌或IP的商户占比达57%。这标志着义乌的产业定位正成功由“老一辈做贴牌”向“新一代做品牌”过渡，从根本上打开了商户的利润空间与议价能力。

第二，打破租金天花板，增厚公司盈利空间。义乌前五区市场以传统批发业态为主，而数贸中心商铺定位批零结合，并引入新兴高成长赛道，为公司打开了招商溢价窗口。随着项目招商的逐步落地，相关招商回款与租金将持续提升公司整体的市场经营收入，并进一步充实经营性现金流。

第三，全面数字化重构要素，彻底突破实体商贸的物理上限。尽管义乌超800万平方米的实体市场版图仍在随着新项目的建设而不断扩容，但纯物理空间的增长终将面临饱和的必然趋势。面对这一未来挑战，数贸中心通过AI导航导购、机器人巡检等设施的落地应用，推动了“人、货、场、链”四大核心要素的深度数字化升级。市场身份由此从单纯“卖货”切到“卖方案、卖服务、卖品牌”，精准对接全球中小商户的数字化出海需求，从而彻底打开了义乌贸易生态的长远发展天花板。

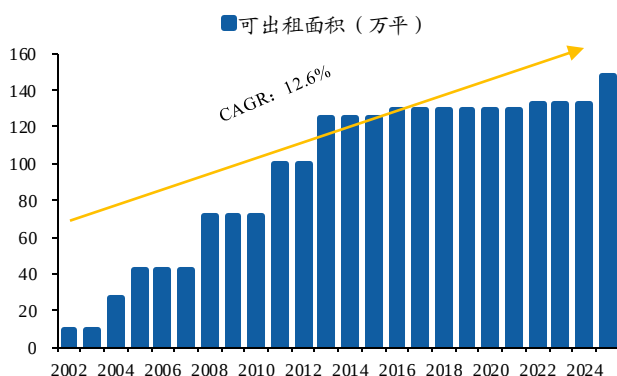
图11: 全球数贸中心建设、招商、开业概况



资料来源: Chinagoods 公众号, 义乌全球数贸中心公众号, 义乌全球数贸中心官网, 国泰海通证券研究

市场扩张稳步推进, 新项目建设中。2002-2025 年, 线下市场可出租面积从近 10 万平稳步扩张至 148 万平, 复合增速达 12.6%。2025 年全球数贸中心开业后, 公司于 11 月拍得福田街道五区市场南侧地块, 整体建设周期 3-4 年, 建设成本近 80 亿元。国际商贸城五区南项目以“世界超市”提能升级为核心, 构建“3+1”贸易体系, 建设“进出转”融合中心、“贸工城”服务中心、“文商旅”体验中心三大核心载体, 与金融商务区、自贸试验区联动打造一站式服务贸易体系。

图12: 线下市场可出租面积变化(26年3月数据回溯)



资料来源: 义乌中国小商品城控股集团有限公司 2026 年度第一期超短期融资券募集说明书, 小商品城公司官网, 国泰海通证券研究

*各市场可出租面积为 2026 年 3 月末的面积

表7: 国际商贸城五区南项目概况

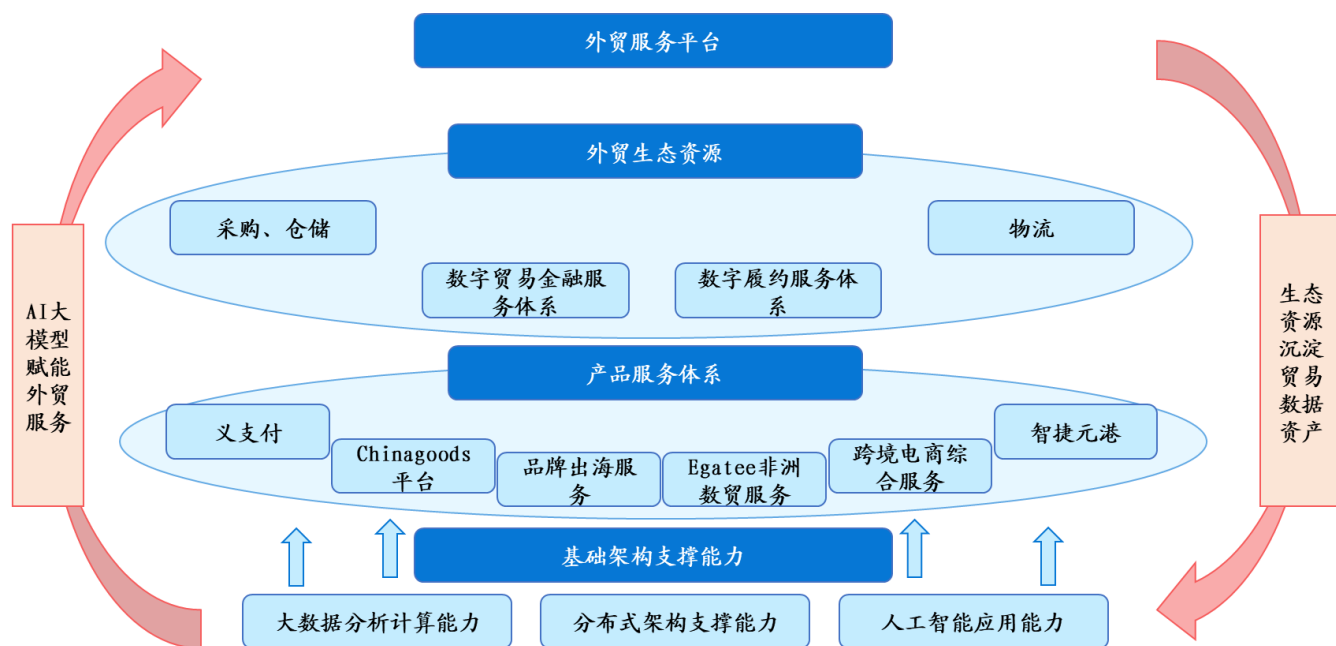
竞得日期	2025/11/7
项目总投资估算 (亿元)	78.6
土地成本 (含契税/亿元)	33.2
工程建设其他费用 (亿元)	38.8
财务费用 (亿元)	6.7
地块名称	福田街道五区市场南侧地块
出让面积 (万平方米)	16.47
总建筑面积 (万平方米)	66.00
建筑高度	≤140 米
建设周期	3-4 年

资料来源: 小商品城关于竞得土地使用权暨建设运营的公告, 国泰海通证券研究

2.3.2. 贸易服务升级：服务渗透率成新增长驱动，支撑长期成长

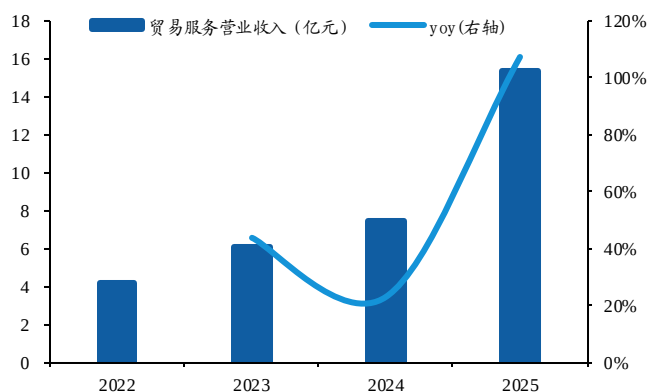
公司构建数贸生态体系，正迭代为一站式国际贸易服务商。2026 年 5 月数贸港开业，主要分为数字市场（Chinagoods 平台）、数字金融（义支付）、数字物流（智捷元港）三大板块；从商品创新、新品发布、国际贸易履约，到跨境支付、外事对接、品牌出海、平台赋能，全方位覆盖贸易全流程需求。同时，公司依托数贸港沉淀市场、政府等商贸数据，构建商贸 AI 大模型，赋能整体市场进行数智化升级，金融服务、跨境履约能力被嵌入到这些场景中形成闭环。受全球数贸中心开业的直接催化，2025 年贸易服务实现营收 15.3 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 53.8%，该业务自 2023 年起正式迈入利润释放期，2025 年利润总额达 12.3 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 247.7%。

图 13：义乌数贸生态体系



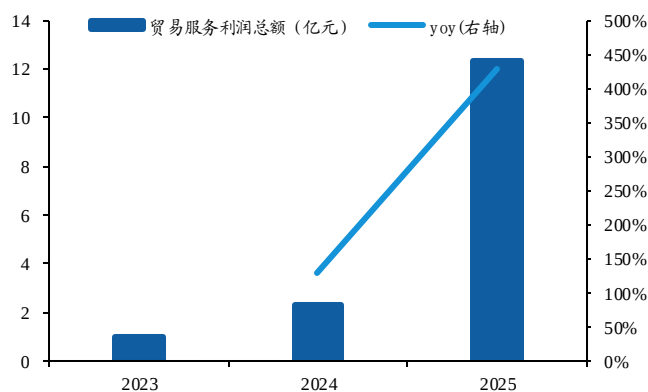
资料来源：Chinagoods 官网，义支付官网，国泰海通证券研究

图 14：2022-2025 年贸易服务业务收入及同比增速



资料来源：公司 2023-25 年年报，国泰海通证券研究

图 15：2023-2025 年贸易服务业务利润及同比增速



资料来源：公司 2023-25 年年报，国泰海通证券研究

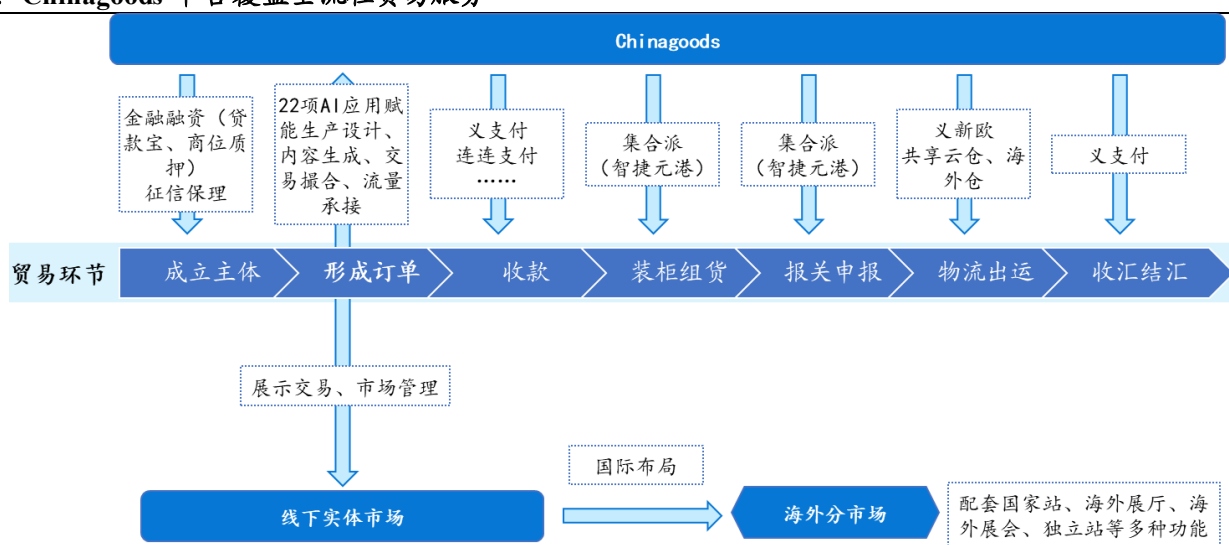
(1) CG 平台：AI 大模型底座，品牌出海一站式服务平台

Chinagoods 平台依托贸易数据与 AI 工具赋能整个贸易环节。Chinagoods 平台于 2020 年 10 月正式上线，依托义乌 8 万商位与产业链中小微企业资源搭建。作为数字化贸易 B2B 综合服务平台，平台以贸易数据整合驱动供需两端的多环节对接，承担交易撮合、履约管理与数据沉淀三类核心职能。商贸 AI 大模型持续迭代升级，截至 2025 年底，世界义乌大模型 APP 注册

用户超 5.6 万人，累计调用量突破 10 亿次，深度使用者订单增幅超 30%；截至 26 年 5 月，已经上线 22 项 AI 核心应用，平台日均访问量超过 30 万次，国际贸易履约效率显著改善。在此基础上，传统外贸信息不对称的问题得到缓解，下单、报关、流通等环节的链路进一步打通。

Chinagoods 平台进一步赋能海外分市场。平台致力于建设以国际站为核心、国家站为纽带、独立站为触点的商城品牌出海服务平台。通过与海外本土公司深度合作以及赋能跨境电商搭建私域营销阵地，平台成功实现了多方组局抱团出海，并已在西班牙、哥伦比亚、迪拜等多地布局了国际站点，在阿联酋、巴西、意大利等 23 个国家布局海外展厅，带动近 2000 家商户出海拓市场。

图 16: Chinagoods 平台覆盖全流程贸易服务



资料来源：Chinagoods 官网，国泰海通证券研究

（2）义支付：稀缺支付牌照，安全便捷收结汇

牌照护城河持续拓宽，跨境支付规模快速增长。2022 年公司完成对海尔金控子公司快捷通的收购，并将品牌升级为“义支付（Yiwu Pay）”。后持续构建合规牌照壁垒，2023 年 11 月拿到跨境外汇牌照，2025 年获批开展市场采购贸易收结汇服务并成为“多边央行数字货币桥（mBridge）”首批扩容机构。截至 2025 年末，义支付累计跨境收款额达 112 亿美元，实现快速增长。

义支付补齐集团“撮合交易→资金结算”的金融闭环。依托义乌的贸易生态基座和自身的牌照优势，义支付精准直击了传统外贸体系中中小微商户面临的“收款慢、费率高、冻卡风险大”等痛点，为其量身定制了更为安全、便捷、低成本的 B2B 跨境支付解决方案，大幅提升了贸易链路的资金周转效率。义支付成功构建了以集团生态为核心的“人-货-场”资金流与信息流闭环。



图 17: YiwuPay 支付场景全方位覆盖



资料来源：义支付官网

增长逻辑升级，服务渗透率成为长期驱动力。在义乌出口总量进入中速增长、贸易结构持续升级的宏观背景下，公司的业绩增长重心也从线下市场规模扩张，转向贸易服务渗透率提升。支付、物流、数据赋能等高附加值服务在商户中的渗透率与变现节奏，将驱动未来 3-5 年公司持续成长。

3. 拓进口：把握消费品扩容机遇，稀缺生态赋能新增长

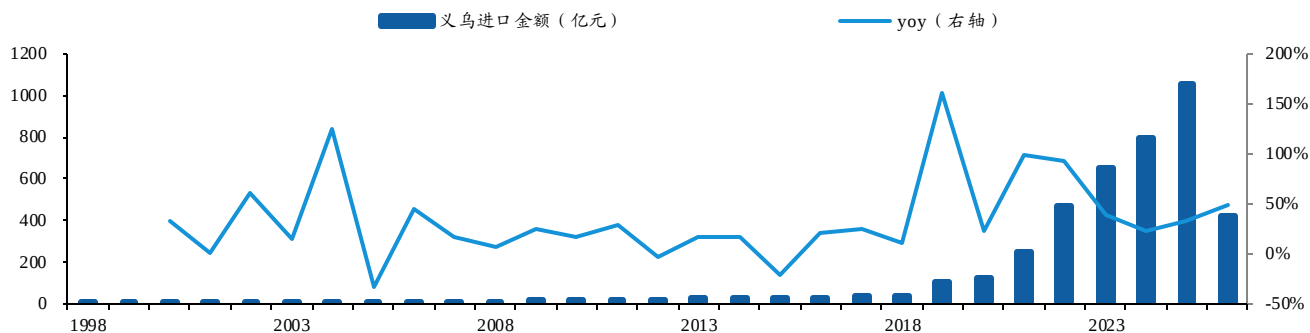
义乌从“卖全球”向“买全球、卖全球”的迈进，是完善贸易生态、对冲单一出口结构风险的战略升级。过去，政策红利与小商品城的生态建设共同造就了出口的繁荣；如今，进口业务正接力成为公司全新的增长引擎。在本轮国贸改革的催化下，依托稀缺的线下分销网络、先发积累的进口经验以及数字化的全链路底座，义乌有望将政策红利兑现为业务壁垒，不仅推动日用消费品进口起量，也为公司打开了清晰的收入增量空间。

3.1. 进口大盘：政策催化释放潜力，线下稀缺分销价值凸显

3.1.1. 进口现状：剪刀差蕴含扩容空间，线下分销渠道稀缺性凸显

规模跨越千亿临界点，进口成为义乌外贸最具增长潜力的核心环节。2018-2025 年，义乌进口金额由 38.5 亿元一路飙升至 1058.0 亿元，复合增长率高达 60.6%；2026 年 1-4 月进口额达 416.1 亿元，延续了强劲的高增态势。从绝对体量来看，进口规模突破千亿，标志着义乌进口业务已正式跨过“蓄势期”，进入“爆发期”；从相对规模来看，对比同期高达 7307 亿元的出口体量，目前进口仅为出口的七分之一。对标海内外成熟贸易枢纽更为均衡的进出口结构，如中国香港、新加坡等国际自由贸易港，其进出口比例长期维持在 1:1 左右；上海这类成熟沿海贸易枢纽，其进出口比例为 1.35:1。义乌进口端仍蕴含极其可观的扩容空间，也是当前义乌外贸结构中增长潜力最大的板块。

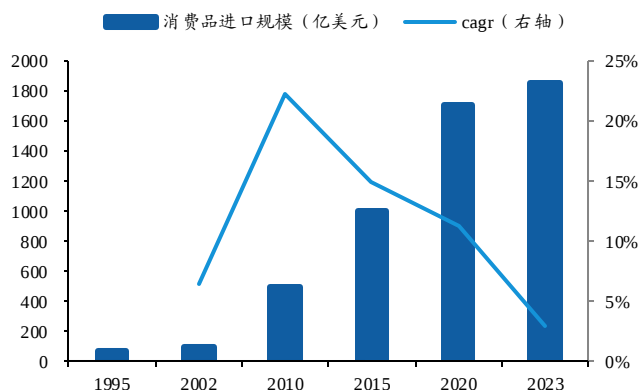
图18: 1998年-2026M1-4 义乌进口金额及增速



资料来源: Choice, 义乌市统计局, 国泰海通证券研究

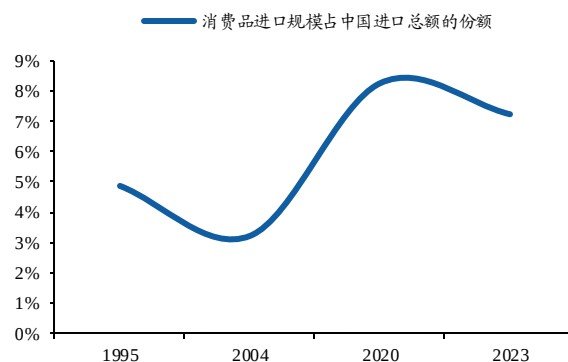
放眼全国，消费品进口受关税和渠道制约，占比尚处低位。据“国际经济评论”公众号及中国商务新闻网数据，我国消费品进口规模虽持续扩张，1995-2023年间规模由64.5亿美元跃升至1856.0亿美元（CAGR为12.8%），但其占全部进口的比重长期低于10%（2023年为7.26%）。与发达经济体相比，我国消费品进口占比偏低，主要受双重因素制约：一是关税壁垒，部分加工食品饮料（如加工谷类、葡萄酒及肉类等）关税仍高达25%~65%；二是传统跨境流通成本高昂、销售渠道不够通畅，导致销售进口商品的实体店较少，境外消费挤占国内进口消费。我们认为，随着国内关税结构优化及新渠道的铺设，消费品境外消费回流将释放巨大的扩容潜力。

图19: 全国消费品进口规模及增速



资料来源: 国际经济评论, 中国商务新闻网, 国泰海通证券研究

图20: 全国消费品进口占全部进口的比重情况

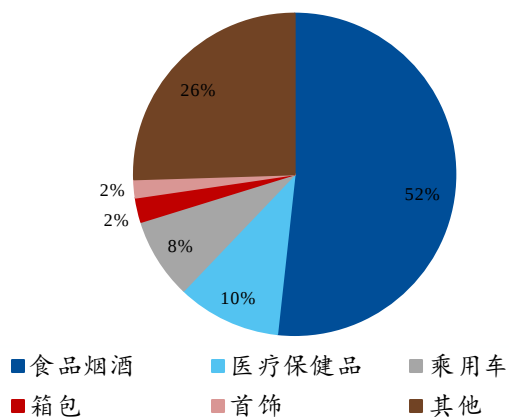


资料来源: 国际经济评论, 中国商务新闻网, 国泰海通证券研究

全国消费品进口升级明显。2026年1-2月，全国消费品进口额同比+8.3%，占比回升至9%，从内部结构看，尽管目前仍以食品烟酒（占比51.7%）、医疗保健（占比10.4%）等刚需品类为基本盘，但优质健康食品和高端日用品等细分赛道正迎来快速增长，同期箱包、首饰类同比分别高增19.8%和41.2%，消费升级趋势明显。

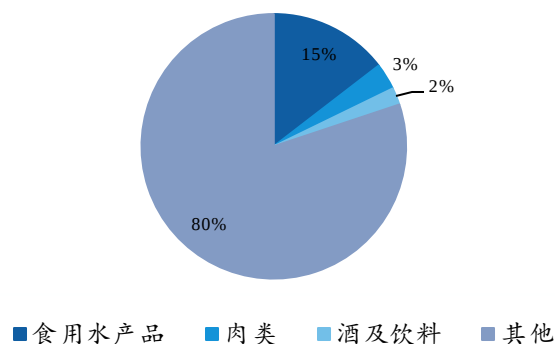
“高可选、低刚需”结构契合升级大势，义乌增长弹性凸显。2026年1-2月义乌进口消费品达105.1亿元，同增54.2%，占全市进口总值的55.8%，增速与体量占比均远超全国大盘。从结构来看，全国消费品进口目前超五成（51.7%）仍由食品烟酒等刚需品类构筑，而义乌的食品烟酒类占比仅为20%，其余绝大多数为箱包、首饰、日用品等高弹性可选消费品。义乌的结构优势，使其能够更敏锐地承接进口消费升级红利。

图21: 我国 26 年前两个月消费品进口结构



资料来源：统计分析司，国泰海通证券研究

图22: 义乌 26 年前两个月消费品进口结构



资料来源：央视新闻，国泰海通证券研究

现行进口方案偏重线上 To C，线下 To B 深度分销渠道缺失。从消费者触达进口商品的终端链路来看，目前市场已形成跨境电商零售、免税店、一般贸易有税零售、私人代购与海淘直邮五大模式并存的格局。五大模式在底层运营机制、通关履约效率、税率结构及限额管理上呈现出显著的差异化特征：

（1）跨境电商（小额高频主渠道）：依托保税仓备货或海外仓直邮机制，在限额内（单人年度 2.6 万元）享受关税全免、增值税与消费税按 70%征收的政策红利。该模式完美兼顾了通关效率与综合税负成本，现已成为小额、高频进口消费的主阵地。2025 年中国跨境电商进口规模达 5702 亿元，同比增长 2.7%，且全部为消费品；从结构来看，美妆日化（27.2%）、食品生鲜（23.9%）、医药保健（13.7%）及服饰鞋包（9.9%）占据主导地位。

（2）免税（高性价比品质消费）：依托特定购物场所（如出入境口岸过关或海南离岛），在规定额度内（口岸单次综合额度 8000 元等）享受免除关税、增值税与消费税的三税红利。叠加国资背景直采的强正品背书，常态化下的价格优势最为显著。2025 年海南离岛免税购物金额为 304 亿元，2016-2025 年复合增速高达 19.5%。

（3）一般贸易/海淘/私人代购（线下基本盘与长尾需求）：一般贸易合规体系最为成熟，是支撑线下各类商超、日用门店及美业院线等广泛实体渠道铺货的核心通道，兼具重要的品牌宣传发声功能，但受制于清关周期长及全额税负；相对而言，私人代购与海淘直邮虽能满足长尾个性化需求，但合规灰度风险与物流不确定性构成了明显短板。

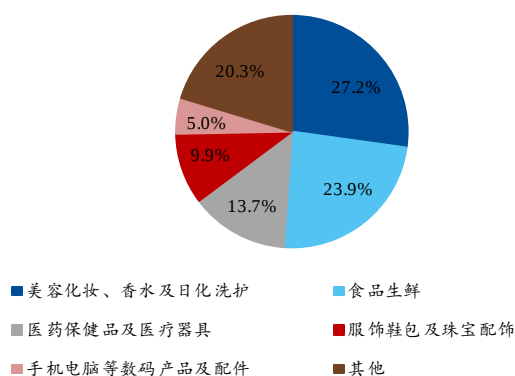
To B 端分销通路缺失制约品牌放量。渠道矩阵的多元分化，充分印证了国内进口消费内需的旺盛。然而，现行商业模式存在明显的结构性失衡：以跨境电商为代表的高效通道，受制于现行监管机制与保税出区限制，基本仅能直面 C 端消费者进行单向输送；而传统一般贸易又因成本和效率问题，难以满足快速迭代的铺货需求，海外品牌难以通过传统方式实现低成本的线下铺货放量，这为后续具备“打通线下多级分销”能力的新型进口模式预留了极其广阔的市场替代空间。

图23: 进口消费品核心购物渠道对比分析

免税店	跨境电商零售	私人代购	海淘	有税零售(一般贸易)
运营模式 免税龙头原产地直采，消费者离境/离岛凭证件购买 商品 国外原产地、免税店特供 代表公司 中免(日上)、海免、乐天、新罗 通关模式 不报关 物流方式 线下个人自带运输 支付结算 现场支付 税率 限额内免关税、消费税、增值税 质量与正品 品牌直供，正品保障 额度规定 出入境8000元/次，离岛3万/年	运营模式 B2C/M2C/C2C平台模式 商品 符合跨境电商进口商品清单 代表公司 天猫国际、网易考拉、小红书等 通关模式 报关，无纸化通关，效率较高 物流方式 保税仓/海外仓直邮，清关慢 支付结算 第三方支付工具 税率 限额内免关税，增值税消费税按70%征；超额部分全额征税 质量与正品 大平台自营有保障，其他代理代购有风险 额度规定 每人年度2.6万元(身份证+手机号)	运营模式 个人海外购买后带入国内加价销售 商品 国外原产地，品类较多 代表公司 个人(微信、微博、小红书推广) 通关模式 不报关，海关抽检 物流方式 个人携带或直邮 支付结算 微信/支付宝 税率 不缴税，抽查需缴行邮税，有风险 质量与正品 依赖个人信用，真假不一 额度规定 私人代购属非法，代购费约10%	运营模式 消费者自主在海外平台购买，直邮或转运 商品 国外原产地商品 代表公司 亚马逊、Wish、Joom、品牌官网 通关模式 主动/被动报关抽检 物流方式 海外直邮/转运，物流成本高 支付结算 信用卡支付 税率 超出额度正常缴纳行邮税 质量与正品 大平台自营有保障，小平台有风险 额度规定 50税金以下免税；可拆箱降低被税率	运营模式 传统进口，海关手续后提回仓库 商品 符合中国标准，允许报关 代表公司 国内专柜、品牌官方旗舰店 通关模式 报关，清关慢、成本高 物流方式 集装箱海运，容量大 支付结算 信用证、电汇、信汇 税率 正常缴纳关税、增值税、消费税 质量与正品 品牌直营正品，代理有差异 额度规定 无购买额度限制

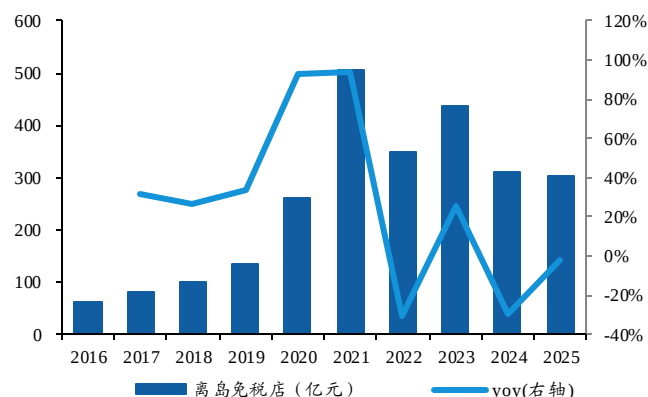
资料来源：免税视野公众号，国泰海通证券研究

图24: 2025 年我国跨境电商消费品进口结构



资料来源：海关总署，国泰海通证券研究

图25: 2016-2025 年海南离岛免税市场规模及增速



资料来源：中国中免历年年报，中国中免港股招股说明书，国泰海通证券研究

3.1.2. 国贸改革：依托贸易生态与规模，稀缺分销优势迎政策催化

“口岸+集散”双重属性，完美补足线下 To B 分销断层。对比国内其他进口贸易枢纽，义乌的核心差异性正是在于其极度稀缺的“下游分销”能力，而非单一的“上游口岸”功能。以上海、海南为代表的枢纽城市，依托大宗商品、重奢免税与保税展示等业态，主导高货值、集约化的口岸生意；而义乌的核心壁垒，则在于其坐拥国内最庞大的实体采购商网络。海外商品一经到港，即可依托其遍布全国的客商体系实现快速分销。这种独有的双重属性，有效填补了纯口岸城市在线下深度分销上的空白，更构筑了义乌在海外中小品牌、特色商品及长尾品类进口端难以逾越的渠道护城河。

保税区与跨境电商高增，物流基建夯实“买全球”底盘。自 2021 年 10 月 22 日封关运行以来，义乌综合保税区快速发展，综保区功能与义乌外贸的发展特点高度契合。2025 年义乌综保区实现进口额 648 亿元，占全市进口 61.25%，同比增长 25.9%，规模稳居全省综保区前列，核心枢纽承载力与辐射力显著增强。同时，深化“进出转”融合，全年实现转口贸易 3.77 亿元，

有力推动了“全球采购－义乌集散－全球分销”的高效循环。

国贸综改方案落地，义乌迈入“买全球卖全球”新征程。基于上述得天独厚的线下分销生态和保税底盘，2024年12月11日，国办发函同意《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，标志着继2011年首轮国际贸易综合改革试点后，义乌迎来了新一轮重大改革起点。本轮改革的核心逻辑在于“突破与延伸”。在持续迭代“卖全球”既有优势的基础之上，改革重心从出口端向进口端延伸，着重攻克进口环节的机制性难点与堵点。

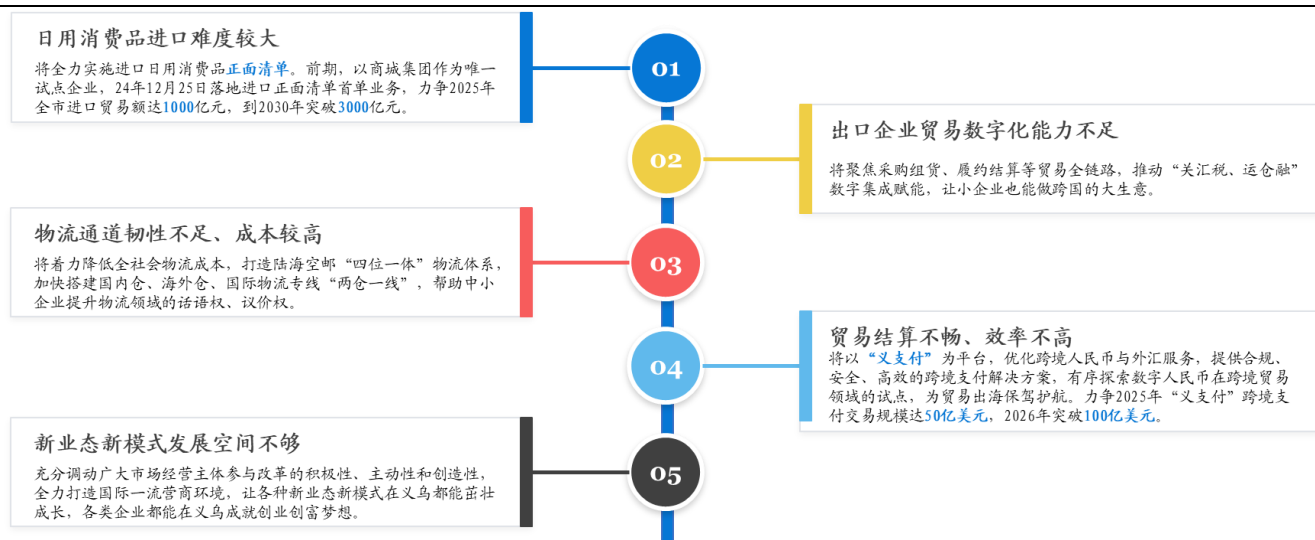
表8: 《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》改革重点

改革重点	改革要点	具体内容
七个先行	完善市场采购贸易方式	适应交易即时化、订单碎片化、物流包裹化等国际贸易新趋势，将数字化技术全面嵌入交易、物流、支付、融资等贸易供应链监管与服务的各个环节，为中小微主体降本增效。 具体包括，开展贸易企业信用分类分级管理；实施市场采购组货人制度，把组织货物拼箱、运输的贸易综合服务商这个关键主体纳入属地管理，实现贸易全流程可溯；优化“先查验后装运”监管模式，在装箱前完成海关查验，解决整柜集装箱掏箱难、查验找货难、重新装运难等问题。
	推动进口贸易创新发展	通过建立进口消费品正面清单管理制度，优化清单内商品通关流程，形成既有利于扩大进口又能确保风险可控的进口新模式。 具体包括，清单内商品全流程溯源监管、强制性产品认证实验室建设、第三方检测结果采信试点等。
	提升贸易平台功能	加强两个平台建设，（1）综合保税区，实现保税区与海外仓的联动，实现保税区与商品市场、铁路场站、航空口岸等联动；（2）以“全球数贸中心”为标志的第六代义务小商品市场，提升全程物流履约能力，推动“义支付”第三方支付平台更好服务市场收付款，打造面向新生代青年创业群体的数字贸易服务生态。
	推动完善跨境电商规则	将在数据流动、商品溯源、电子签名、争端解决、知识产权保护、消费者权益保护等方面，加快与RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）等国际规则标准相融相通。
	加强内外贸一体化标准建设	建立小商品国际化标准体系，推动“标准进市场”，加快从对标、到对接互认、再到主动引领，以标准“走出去”带动产品“走出去”。争取开展国家小商品标准制度型开放试点，每年发布一批小商品国际标准。
	创新支持中欧班列高质量发展	进一步放大“义新欧”中欧班列开行线路多、货源支撑强、运输时效快等优势，提升中欧班列区域集结能力，深化铁路运单物权化改革，创新“全程时刻表”服务体系，实现固定车次、固定线路、固定班期运行，提高货物集散服务效率。
	加强“一带一路”沿线合作	深化与宁波舟山港一体化发展，拓展直连直通的国际海运航线，推进“丝路海运”建设。织密欧亚国际公路运输网络，加强“一带一路”沿线交流合作。
两大支撑	要素支撑	推动资本、土地、人才、数据等更好支撑贸易转型、产业升级、城市功能提升。
	打造一流营商环境	深化外国人投资兴业便利化改革，加强中小商户合规经营保护，优化“市场+商户”抱团出海服务，全力打造“服务最优、成本最低、效率最高”一流营商环境。

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，银柿财经，国泰海通证券研究

精准施策解决行业痛点，力争30年全市进口额突破3000亿元。聚焦日用消费品进口门槛高与中小商户物流议价权弱等痛点，本次改革精准施策，依托进口正面清单业务的率先落地，协同“义支付”、数字化平台与底层物流体系的系统性构建，深度整合碎片化的进口供需资源，这将为义乌实现2030年进口额突破3000亿元的远景目标提供强劲动能。

图26: 本轮改革着力解决五个方面的难题



资料来源：银柿财经，义乌市人民政府，国泰海通证券研究

3.2. 小商品城：积极探索进口便利化，打造增长新曲线

本轮改革以扩大日用消费品进口规模为核心。小商品城作为全国唯一试点单位，创新构建了全程数字化联合监管平台，通过提供一站式检测认证与便捷的通关服务，稳步推进进口正面清单的试单工作。目前，试点主要聚焦于儿童玩具、日用杂货及家电等在国外流通成熟、国内市场需求旺盛的热门商品。

2025 年，作为唯一的“白名单”企业，公司高质量完成了日用杂货、玩具等 28 类正面清单商品的试单，成功引入了 199 个 SKU，共计 5.8 万件商品。改革带来的降本增效效果显著，首单三类商品的检测认证效率提升了 75%，相关费用下降 15%至 30%，其中玩具认证周期从 20 天缩短至 5 天。展望未来，随着特殊进口业务实现更快的通关时效、更短的认证周期与更低的检测成本，这种极致的效率优势将全面赋能，为进口业务的起量奠定坚实基础。

图27: 本轮改革的关键改革方向



资料来源：小商品城关于落实《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》的公告，公司 2025 年年报，财闻网，央视新闻，国泰海通证券研究

当前，海外高潜消费品类在进入国内市场时，面临的痛点普遍集中在传统一般贸易模式下的**认证周期长、税负高与流通成本高**几个方面。具体表现为，一是**审批壁垒型**：医药保健品、医疗器械受严格审批流程制约，准入认

证周期极其漫长。例如，保健品线下销售须取得“蓝帽子”，认证周期约 3-4 年且境外资料门槛高。药品、医疗器械则面临注册审批周期长、境外资料要求高的难题。因各国政府及法律体系不同，许多国际企业无法提供相关证明，其本国甚至无对应机构。**二是税负价差型：**国际一线美妆及高端服饰箱包等奢侈品面临较高的一般贸易综合进口税负（叠加关税、消费税、13%增值税），再加之品牌溢价与渠道成本层层转嫁，与海外市场形成显著的价格“剪刀差”。**三是监管交叉型：**宠物饲料受制于海关总署与农业农村部的双轨制交叉监管，叠加严苛的动植物检疫壁垒，合规周期通常长达 4-6 个月。

表9: 核心品类遇到的进口难点

品类	进口难点	相关政策依据	具体内容
高端化妆品	各类税费叠加品牌加价，境内售价常高于海外、免税渠道，形成明显“剪刀差”	《关于调整化妆品进口环节消费税的通知》、《进出口化妆品检验检疫监督管理办法》	进口特殊化妆品须经国家药监局注册、普通化妆品须备案后方可进口；进口环节除关税、13%增值税外，对高档化妆品（完税价≥10 元/毫升(克)或≥15 元/片）另按 15%征收消费税。
奢侈品与高端服饰箱包	进口税负与渠道成本高，叠加品牌人为制造的稀缺性和品牌溢价，共同推高终端售价	《进出口关税条例》	消费税（贵重首饰及珠宝玉石 10%、高档手表 20%），叠加关税与 13%增值税；代理利润与场租、广告、物流等成本层层转嫁，且国内此类价码普遍高于发达国家
保健品	线下售卖需要“蓝帽子”，认证周期长（约 3-4 年）、材料门槛高	《保健食品注册与备案管理办法》；《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》	首次进口保健食品注册还需准备生产国政府或法务机构出具的相关证明、安全性报告等文件。因各国政府及法律体系不同，许多国际企业无法提供相关证明，其本国甚至无对应机构。跨境电商零售进口无需“蓝帽子”认证。
药品	注册审批周期长、境外资料要求高	《药品进口管理办法》	进口药品必须取得国家食品药品监督管理局核发的《进口药品注册证》；申报一般须提供境外主管部门批准上市的证明；进口时凭《进口药品通关单》通关，并由口岸药品检验机构抽样检验，出具《进口药品检验报告书》
医疗器械	准入认证周期漫长、认证费用高（注册费约为国产 2 倍）	《进口医疗器械检验监督管理办法》	进口医疗器械须先在原产国上市，并取得国家药监部门备案或注册证；海关对其备案/注册证（含医疗器械注册证、第一类医疗器械备案凭证）电子数据与报关单电子数据实施联网核查。
宠物饲料	“海关+农业农村部”双轨制交叉监管，合规周期漫长（4-6 个月）	海关总署《进出口饲料和饲料添加剂检验检疫监督管理办法》农业农村部《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》	海关总署办理进境动植物检疫许可证、农业农村部申请进口饲料和饲料添加剂产品登记证

资料来源：海关总署，国新网，财政部，界面新闻，国家药监局，人民日报，TMOGroup，市场监管总局网站，国家药品监督管理局，海关发布公众号，CIRS，司法部官网，天戈国际物流公众号，农业部，国泰海通证券研究

此前，跨境电商零售进口（To C 模式）实施的正面清单管理，在一定程度上缓解了上述一般贸易进口的痛点：对清单内的跨境电商零售进口商品按个人自用进境物品进行监管，豁免了相关商品首次进口的许可批件、注册或备案要求。但该模式局限依然明显，受单次 5000 元、年度 26000 元的个人交易额约束，且严禁二次销售。因此，海外品牌一旦从线上 ToC 转向线下 ToB 实体渠道规模化铺货，仍需重新面对漫长的注册、备案与审批流程。

展望未来，进口正面清单的扩容红利可期，有望为公司带来显著的收入增量。当前，义乌正加快推进进口正面清单落地，将便利化路径由线上延伸至线下实体渠道，实质性拓宽了可进口品类范围。我们持续看好，在进口正面清单不断扩容的背景下，公司可深度复用现有线下实体市场、Chinagoods 平台、数字支付体系及物流仓储等核心基建底座，以较高的边际投入产出比，高效实现进口业务的商业落地与变现。

在战略层面，双向贸易显著强化了公司的宏观韧性与枢纽地位。一方面构筑起结构性对冲机制，有效平滑单一外需与地缘政治带来的周期波动；另一方面，进口业务的起量将有力反哺线下客流，并沉淀全链路双边贸易数据，巩固小商品城在全球商贸网络中的核心枢纽能级。

4. 风险提示

海外通胀及衰退风险：若海外通胀持续高企或宏观经济陷入衰退，将直接抑制终端消费需求，进而冲击义乌外贸产业链景气度，拖累公司相关业务的发展。

关税及贸易摩擦风险：若美国等主要发达经济体挑起贸易争端或大幅调整关税政策，可能导致整体外贸环境恶化，从而对公司主营业务的扩张带来不确定性。

新业务推进不及预期风险：公司正积极布局 CG 平台、义支付等创新业务，若后续落地进展或商业化变现节奏低于预期，可能影响公司整体的收入与业绩增速。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

		评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~10%之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
		减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
		无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
		中性	基本与沪深 300 指数持平
		减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666