仅供内部参考，请勿外传！

小商品城（600415.SH）

千淘万漉，点石成金

全球小商品之都，义乌有改革基因，公司是承接主体。①小商是义乌改革创新的实践先锋：2011 年获批国际贸易综合改革试点，2013 年首创市场采购贸易方式（1039）并推广至全国 39 个市场，2024 年 12 月国务院批复新一轮国贸综合改革方案；2026 年 4 月习近平总书记对“义乌发展经验”作出重要指示，称其为“因地制宜发展县域经济的成功实践”。公司由义乌国资控股 56.37%，近年进口贸易创新发展试点（正面清单）首批唯一试点、市场采购贸易收结汇、综保区运营等改革任务均由公司承接。②制度筑基，供需共振：在良好有序的营商制度保障下，义乌逐渐在产业带与全球买家之间形成双边网络效应，2025 年义乌出口 7307 亿元/同比+24.1%、82%经市场采购贸易方式完成，2026H1 出口 4207 亿元/同比+17.3%。

从市场管理者到国际贸易综合服务商，业绩与股东回报同步上台阶。公司服务约 8 万经营主体，2025 年收入 199.3 亿元、归母净利 42.0 亿元，2020-2025 年 CAGR 39.8%、35.3%；2026H1 归母净利 19.8 亿元/同比+17.0%。2025 年 8 月市值高点 1283 亿元超过 2015 年高点 1061 亿元，同期归母净利由 6.9 亿增至 42.0 亿元、分红率由 39.5%升至 65.2%，2026 年首次中期分红；提拔多名副总，管理团队趋于市场化，推进 H 股发行。

市场经营：一铺难求，新老市场共振，量价齐升。①2025 年市场经营收入 52.6 亿元/同比+14.8%，一至五区出租率 99%+，2023 年建立租金动态调整机制以来入驻率由 98.1%升至 99.1%；2026H1 市场日均客流 29.4 万人次/同比+34%、日均外商 1.2 万人次/同比+30%，一区商位公开竞价以 1700 万元成交。②全球数贸中心一至三楼 3760 个商位吸引超 4.7 万户报名；截至 2026 年 3 月已完成 1-4 楼招商出租，商位入驻率 97.5%；2026H1 拥有自主品牌或 IP 的商户占比超 68%；五区南项目已启动，接力下一轮扩容。

贸易服务：让贸易更便利，从义乌走向全球。①Chinagoods：CG 平台已覆盖全部市场经营户，2026H1 注册买家超 586 万、AI 应用增至 25 项，助力商家运营提效。②义支付：2025 年跨境支付交易额突破 60 亿美元，同比增长超 50%，25Q3 获批市场采购贸易收结汇、单笔限额提至 15 万美元，公司 2026 年计划跨境支付交易额新增 100 亿美元以上。③出海战略：截至 2025 年末“1+5+2+M”品牌出海体系已在 36 个国家和地区布局 78 个项目，带动义乌市场年出口 130 亿元以上；H 股发行有望助力海外分市场、海外仓与海外牌照加速落地。

盈利预测与投资建议。预计 2026-2028 年归母净利润各 47.3 亿/52.1 亿/57.9 亿元，同比+12.6%/+10.1%/+11.2%。考虑市场经营稳健增长、六区开业回笼现金、贸易服务与品牌出海打开成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：外贸环境波动，选位费确认节奏与假设不一致，新业务不及预期，资本开支与项目回报风险，测算误差风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,737	19,927	23,283	26,847	30,763
增长率 yoy（%）	39.3	26.6	16.8	15.3	14.6
归母净利润（百万元）	3,074	4,204	4,731	5,209	5,791
增长率 yoy（%）	14.9	36.8	12.6	10.1	11.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.56	0.77	0.86	0.95	1.06
净资产收益率（%）	15.0	18.3	19.4	20.0	20.8
P/E（倍）	19.8	14.5	12.8	11.7	10.5
P/B（倍）	3.0	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	一般零售
前次评级	买入
09 月 30 日收盘价（元）	11.08
总市值（百万元）	60,757.84
总股本（百万股）	5,483.56
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	54.12

股价走势



作者

分析师　李宏科
执业证书编号：S0680525090002
邮箱：lihongke@gszq.com

分析师　毛弘毅
执业证书编号：S0680525110003
邮箱：maohongyi@gszq.com

分析师　杨然
执业证书编号：S0680518050002
邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

1、《小商品城（600415.SH）：26Q2 归母净利增 11%，数贸生态持续扩容》 2026-08-26

2、《小商品城（600415.SH）：25 年净利增 37%，AI 赋能贸易服务生态》 2026-04-12

3、《小商品城（600415.SH）：AI 赋能商贸新生态》 2026-01-16

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9734	14859	11754	12598	14144
现金	5539	6816	4626	4452	4933
应收票据及应收账款	497	438	586	647	753
其他应收款	116	188	204	241	274
预付账款	1098	1537	1894	2178	2550
存货	1358	2385	2499	3035	3490
其他流动资产	1125	3495	1945	2045	2145
非流动资产	29434	29546	33623	34576	35026
长期投资	6947	6437	6437	6437	6437
固定资产	5504	7696	8109	8571	8983
无形资产	5181	4723	7621	7289	6957
其他非流动资产	11802	10691	11456	12279	12649
资产总计	39168	44405	45377	47174	49170
流动负债	17569	13043	13009	13549	14058
短期借款	60	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1470	1996	2148	2420	2694
其他流动负债	16039	11047	10860	11129	11365
非流动负债	1027	8334	7900	7476	7095
长期借款	658	456	456	456	456
其他非流动负债	369	7878	7443	7020	6639
负债合计	18596	21377	20908	21025	21154
少数股东权益	69	81	92	106	120
股本	5484	5484	5484	5484	5484
资本公积	2378	2408	2408	2408	2408
留存收益	12565	14959	16471	18138	19991
归属母公司股东权益	20504	22948	24376	26043	27896
负债和股东权益	39168	44405	45377	47174	49170

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4491	10529	5002	5729	6283
净利润	3078	4216	4743	5222	5806
折旧摊销	890	1002	1116	1187	1274
财务费用	143	54	85	85	85
投资损失	-263	-239	-163	-268	-308
营运资金变动	634	5676	-627	-378	-456
其他经营现金流	9	-179	-151	-118	-118
投资活动现金流	1223	-5649	-3290	-1854	-1398
资本支出	-1242	-1376	-4784	-1802	-1405
长期投资	-380	-1728	1500	-200	-200
其他投资现金流	2845	-2546	-6	148	208
筹资活动现金流	-3095	-6106	-3900	-4050	-4404
短期借款	-1560	-60	0	0	0
长期借款	-205	-201	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	711	30	0	0	0
其他筹资现金流	-2040	-5874	-3900	-4050	-4404
现金净增加额	2618	-1244	-2190	-174	482

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15737	19927	23283	26847	30763
营业成本	10798	13661	15783	18535	21548
营业税金及附加	214	337	391	451	517
营业费用	321	471	559	639	717
管理费用	581	612	652	744	821
研发费用	23	41	70	67	77
财务费用	102	-11	16	38	-4
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	45	58	58	67	77
公允价值变动收益	13	248	150	100	100
投资净收益	263	239	163	268	308
资产处置收益	0	2	2	3	3
营业利润	4007	5353	6185	6812	7574
营业外收入	24	59	20	20	20
营业外支出	2	4	5	5	5
利润总额	4029	5408	6200	6827	7589
所得税	950	1192	1457	1604	1784
净利润	3078	4216	4743	5222	5806
少数股东损益	5	12	11	13	15
归属母公司净利润	3074	4204	4731	5209	5791
EBITDA	4724	5855	7331	8051	8859
EPS（元/股）	0.56	0.77	0.86	0.95	1.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	39.3	26.6	16.8	15.3	14.6
营业利润(%)	29.0	33.6	15.5	10.1	11.2
归属母公司净利润(%)	14.9	36.8	12.6	10.1	11.2
获利能力					
毛利率(%)	31.4	31.4	32.2	31.0	30.0
净利率(%)	19.5	21.1	20.3	19.4	18.8
ROE(%)	15.0	18.3	19.4	20.0	20.8
ROIC(%)	11.6	14.3	17.0	17.7	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	48.1	46.1	44.6	43.0
净负债比率(%)	-4.4	-14.4	-4.8	-3.8	-5.2
流动比率	0.6	1.1	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.7	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	29.2	43.1	45.7	43.9	44.3
应付账款周转率	7.6	7.9	7.6	8.1	8.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.77	0.86	0.95	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.92	0.91	1.04	1.15
每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.18	4.45	4.75	5.09
估值比率					
P/E	19.8	14.5	12.8	11.7	10.5
P/B	3.0	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	15.4	14.4	8.1	7.4	6.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 30 日收盘价

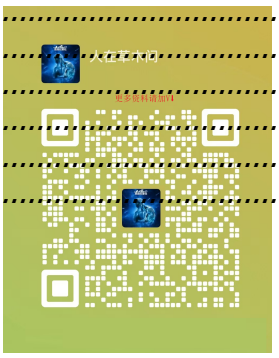
内容目录

投资要点：基本面稳健+改革基因，攻守兼备 5
1. 概况：厚积薄发，从市场管理者到综合贸易服务商 6
1.1 小商品、大市场，不断地再造新的辉煌 6
1.2 股权与治理：国资控股政企共管，管理团队保持市场化 7
1.3 业务结构：市场经营是主要业绩来源，贸易服务高增长 9
2. 为什么交易持续集中在义乌？——制度筑基，供需共振 10
2.1 政策制度：义乌有改革基因，小商是改革红利的承接主体 11
2.1.1 第一轮国际贸易综合改革，成功试点 1039 并推广全国 11
2.1.2 新一轮国际贸易综合改革，以进口试点为标志 12
2.1.3 智能装备等新业态出口带来合规服务需求 13
2.2 供给侧：产业带与商户结构支撑商位需求 14
2.3 需求侧：出口保持高增长，新兴市场分散外需风险 15
3. 市场经营：存量定价优化与新市场升级拓展 16
3.1 依托义乌贸易高景气，市场持续拓品类挖商机 16
3.2 盈利模式保障业绩确定性，租金贡献稳定现金流 17
3.3 六区、五区南项目接力，完善数字贸易与服务贸易生态 19
3.3.1 六区：全球数贸中心以品类与商户升级形成新增需求 19
3.3.2 五区南：完善服务贸易，为中期重要扩容增量 20
4. 贸易服务：让贸易更便利，数字化升级市场生态 21
4.1 Chinagoods：数字贸易服务的商业化 21
4.1.1 线上平台是实体市场的延伸，提高交易效率 21
4.1.2 订阅费与增值服务构成经常性收入，基础设施费为一次性 22
4.1.3 AI 应用提升商户活跃度，付费渗透与单商户收入决定增长空间 23
4.2 义支付：场景优势与跨境支付拓展 24
4.2.1 跨境支付行业稳步增长，向持牌机构集中 24
4.2.2 义支付 GMV 高增长，市场采购贸易方式打开天花板 25
4.2.3 数字人民币跨境结算处于首单阶段，开辟结算新场景 27
4.3 品牌出海：开启国际化战略，仓储物流补全履约链条 28
4.3.1 “1+5+2+M”体系：从单点展厅到全球贸易服务网络 28
4.3.2 海外分市场与“义乌好货”：以轻资产方式复制义乌模式 29
4.3.3 仓储物流与自营贸易：智捷元港补全履约，“爱喜猫”连接进口消费 29
5. 盈利预测与投资建议 30
6. 风险提示 32

图表目录

图表 1：公司总市值与归母净利润（2002 年至今）：2025 年市值新高由盈利驱动 6
图表 2：公司战略方向的关键转折 7
图表 3：公司前十大股东（2026 年 6 月 30 日） 7
图表 4：董事会与高级管理层 8
图表 5：公司营业收入及增速 9
图表 6：公司归母净利润及增速 9
图表 7：公司各业务收入占比 9
图表 8：公司各业务毛利占比 9
图表 9：2026 年上半年收入结构（分部口径） 10
图表 10：2026 年上半年利润总额结构（分部口径） 10
图表 11：义乌历史发展的主要政策节点 11
图表 12：义乌市场采购贸易出口额及占出口比重 12
图表 13：中国国际贸易市场规模（万亿元） 12
图表 14：义乌进口额与消费品进口（亿元） 13

图表 15：2025 年义乌进口结构（亿元）.....13
图表 16：进口模式对比：正面清单试点 vs 0110 vs 1210/9610.....13
图表 17：义乌市场商户结构（%，2025 年末）.....14
图表 18：全球数贸中心商户结构（%）.....14
图表 19：2025 年快递处理量前十城市（亿件）.....14
图表 20：规模以上快递单价对比（元/件）.....14
图表 21：义乌市场日均客流与日均外商.....15
图表 22：来义外商人次（万人次）.....15
图表 23：义乌进出口总额（亿元）.....15
图表 24：义乌出口占浙江/全国比重.....15
图表 25：2025 年义乌出口前十国家占比及同比.....16
图表 26：2025 年义乌对新兴市场进出口（亿元）.....16
图表 27：2026 年义乌累计进出口（亿元）.....16
图表 28：2026H1 义乌对主要区域进出口及同比.....16
图表 29：公司各经营市场概况（截至 2026 年 3 月末）.....17
图表 30：各市场商位出租率（2026 年 3 月末）.....17
图表 31：各市场可租面积（万平方米，2026 年 3 月末）.....17
图表 32：市场经营收入及毛利率.....18
图表 33：分部利润总额：2025 年 vs 2026H1.....18
图表 34：市场经营三类收入的性质比较.....18
图表 35：预收商位相关款项余额（亿元）.....19
图表 36：五区南（七区）及相邻地块投资概览.....20
图表 37：资本开支：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）.....21
图表 38：全球国际贸易综合服务平台行业排名（按 2025 年商品交易总额）.....21
图表 39：2025 年全球国际贸易综合服务平台市场份额.....22
图表 40：中国国际贸易综合服务平台市场规模（万亿元）.....22
图表 41：Chinagoods 主要运营指标.....22
图表 42：Chinagoods 注册采购商（万人）.....23
图表 43：贸易服务收入结构（IFRS 口径，亿元）.....23
图表 44：Chinagoods 平台 GMV 与激励目标（亿元）.....23
图表 45：Chinagoods 经营主体与快捷通净利润（亿元）.....23
图表 46：Chinagoods AI 应用数量（项）.....24
图表 47：Chinagoods AI 相关用户与培训规模（万人）.....24
图表 48：义支付的服务要素.....25
图表 49：义支付牌照与业务里程碑.....26
图表 50：义支付跨境支付交易额（亿美元）.....26
图表 51：义支付开通跨境账户商户数与户均年交易额.....26
图表 52：义支付跨境支付交易额与快捷通净利润率.....27
图表 53：H 股募集资金用途.....27
图表 54：公司“1+5+2+M”品牌出海战略体系.....28
图表 55：“小商品城品牌出海”分模式进展与目标.....29
图表 56：“小商品城品牌出海”累计项目数（个）.....30
图表 57：智捷元港集装箱出运量（万 TEU）.....30
图表 58：公司收入拆分预测（百万元）.....31
图表 59：可比公司估值表.....31



投资要点：基本面稳健+改革基因，攻守兼备

小商品城是我们长期看好的核心标的，是兼备稳健基本面与改革创新弹性的稀缺资产。

守：基本面强韧性、高护城河。市场业务为基本盘，已进入新一轮扩张周期，且兼备量价齐升逻辑；贸易服务已成长为第二曲线，进入业绩释放期；以推进 H 股发行为契机，加速全球业务布局，或有望成为未来重要成长驱动。此外，公司重视股东回报，2026 年中期分红，公司提出稳步提升现金分红比例，预计 2026 年分红率不低于 2025 年的 65%（对应当前股息率 5%），我们预期未来三年有望延续稳定分红。

攻：改革基因，创新先锋。义乌有深厚的改革基因，小商品城为义乌市场化改革和创新的核心载体，两者的长期稳健发展均离不开宏观经济与政策层面的大力支持。

义乌 2013 年最早获批市场采购贸易出口模式（海关代码 1039）试点，试点成功后向全国推广，开启第一轮国际贸易综合改革；2024 年底，以《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》发布为标志，义乌开启第二轮国际贸易综合改革，明确完善市场采购贸易方式、推动进口贸易创新发展、充分发挥综保区功能等方面先行先试。

2006 年 6 月 8 日，时任浙江省委书记习近平第 8 次到义乌调研，在学习推广“义乌发展经验”座谈会上，用“莫名其妙”“无中生有”“点石成金”十二个字形象概括义乌的发展；在浙江工作期间，习近平同志先后 11 次到义乌调研。2023 年 9 月 20 日，习近平总书记再次来到义乌，考察后宅街道李祖村和义乌国际商贸城，勉励商户“义乌的小商品、大市场，不断地再造新的辉煌”。2026 年 4 月，习近平总书记对“义乌发展经验”作出重要指示，指出“义乌小商品闯出大市场、做成大产业，形成‘义乌发展经验’，这是因地制宜发展县域经济的成功实践”，要求把“义乌发展经验”进一步总结好、运用好。经过四十多年的改革发展，义乌从鸡毛换糖到成为世界小商品之都，长期以来被视为县域经济社会高质量发展的典型。

时隔十年，市值再创新高的背后是优秀机制牵引下的业务转型，最终转化为业绩释放。

2015 年 6 月 11 日，在牛市流动性与“市场采购贸易+电商”概念催化下，公司股价盘中最高 19.50 元、总市值约 1061 亿元，为 2015 年市值高点。十年后，2025 年 8 月 26 日，公司股价盘中最高 23.40 元、总市值约 1283 亿元，较 2015 年高点高 21%。

我们认为，公司 2025 年市值再创历史新高，已充分体现公司当前经营规模、业务结构与股东回报均再上新台阶。其间主要转折点在于，2019 年公司提出“以市场为主业，以数字为纽带，以平台为支撑，打造国际贸易综合服务商”战略，租金动态调整夯实成长，贸易服务加速成长。2025 年则集中释放了六区招商、进口试点改革、数字化升级等多重红利，利润规模达 2015 年 6.1 倍，六区开业带动经营现金流大增，分红率持续提升。

对比来看，2015 年公司营业收入 57.0 亿元、归母净利润 6.9 亿元，其中房地产销售收入 23.9 亿元、占 42.0%，市场经营收入 20.1 亿元、毛利率 58.0%，经营活动现金流净额 68.3 亿元主要来自房产预售款，2015 年度现金分红 2.7 亿元、分红率 39.5%；2025 年营业收入 199.3 亿元、归母净利润 42.0 亿元，市场经营收入 52.6 亿元、毛利率 82.9%，房地产开发业务已剥离，贸易服务收入 15.3 亿元，经营活动现金流净额 105.3 亿元，2025 年现金分红 27.4 亿元、分红率 65.2%。

我们认为，公司作为义乌国资委控股企业，也是义乌改革、创新、发展的排头兵，政企共管的治理属性决定了公司历届管理层均承担着重要的承上启下的引领角色，保障公司的转型与发展均与义乌经济大环境一脉相承，从而政策导向与公司治理的延续性较强。过去五年，公司已打下非常坚实的业务基础且以千亿市值证明了企业价值，迈过从 0 到 1 的创新阶段；未来五年，我们相信在当前管理层的带领下，从 1 到 10 到 100 的成长空间将更为广阔，新市场、新服务、数字化、全球化，多点开花、再创辉煌！

图表1：公司总市值与归母净利润（2002 年至今）：2025 年市值新高由盈利驱动



资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

1. 概况：厚积薄发，从市场管理者到综合贸易服务商

1.1 小商品、大市场，不断地再造新的辉煌

市场是义乌的最大市情。义乌小商品市场起源于 1982 年稠城镇市场整顿领导小组发布的《关于加强小百货市场管理的通告》（“一号通告”），1984 年 10 月，义乌县委、县政府确立“兴商建县”战略。上市公司前身经浙江省股份制试点工作协调小组浙股〔1993〕59 号文批准，于 1993 年 12 月 28 日登记成立，1995 年更名为浙江中国小商品城集团股份有限公司，2002 年 5 月 9 日在上海证券交易所挂牌。

商城集团以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业，主要经营有国际商贸城一区至五区、全球数贸中心、篁园市场等专业市场，承担了服务义乌市本地商品流通的职责。截至 2025 年末，公司市场可租赁面积超 1.6 百万平方米、商位 66642 个、经营主体约 8 万户；市场经营面积 640 余万平米、从业人员 21 万多。2025 年 10 月全球数贸中心开业后，义乌市场汇集 28 个大类、48 个行业、超 220 万种商品，贸易网络辐射全球 233 个国家和地区，带动全国 20 多个产业集群、210 万家中小微企业和 3200 万名产业工人。2025 年市场成交额超 3200 亿元，日均客流量超 23 万人次、日均外商超 4000 人次；2026 年上半年日均客流进一步升至 29.4 万人次/同比+34%，日均外商 1.2 万人次/同比+30%。公司的发展大致分三个阶段：

（1）2002-2011 年：市场扩张成长期。国际商贸城一至五区及篁园市场于 2002-2011 年相继开业，公司从单一市场管理者变为多市场运营商，同期兼营房地产开发。

（2）2012-2017 年：市场扩张放缓、房地产阶段性成为收入主体。主体市场建成后，新增市场规模明显缩小：2013 年 11 月国际生产资料市场开业，2016 年 3 月一区东扩市场开业。市场经营收入稳定在 20 亿元上下，而房地产结转集中放量，房地产销售收入由 2011 年的 0.3 亿元升至 2015 年的 23.9 亿元、2017 年的 67.2 亿元，公司收入结构阶段性偏向地产。同期线上化起步，2015 年“中国小商品城·网商服务区”获批国家级电子商务示范基地，2017 年义乌购平台入驻商户 5.3 万家，为 2020 年 Chinagoods 上线奠定基础。

（3）2018-2022 年：从市场管理者到综合贸易服务商转型的蛰伏期。2018 年房地产销售收入回落至 6.3 亿元，顺应 2019 年义乌国际贸易综合改革全面升级，公司从市场管理者向综合贸易服务商转型，并于 2020 年以 22.32 亿元向控股股东转让商城房产、浦江绿谷各 51%股权，当年 7 月起房地产开发业务不再并表，市场经营业务从此成为公司主要利润来源。2020 年 Chinagoods 平台上线，以贸易数据整合为核心驱动，对接生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷等环节需求，构建数字化贸易综合服务平台。2023 年 3 月二区东新能源产品市场开业，2022 年收购快捷通，切入跨境支付业务。

（4）2023 年至今：新一轮市场扩张期+转型红利释放期。2023 年 2 月，公司推出义支付（Yiwu Pay）品牌，由此进入了贸易服务业务的高速成长期，业绩同步释放。此外，公司积极拥抱 AI 技术，2023 年报提出将“探索 AI 技术如何赋能传统市场”作为未来五年战略规划的核心任务。市场业务方面，2025 年 10 月，总投资 83 亿元的第六代全新市场——全球数贸中心（六区市场）开业，五区南项目已签订一期工程施工合同。

图表2：公司战略方向的关键转折

时间	关键转折	业务变化
1993.12 / 2002.05	公司成立；上交所上市	持续深入市场经营业
2002-2011	国际商贸城一至五区、篁园市场建成	多市场运营
2015	一区东扩市场市场化招投标（2448 个商位）	入场权按市场定价
2018-2020	剥离房地产；确立国际贸易综合服务商定位；Chinagoods 上线	聚焦市场经营，启动数字平台
2022	收购快捷通支付；二区东公开招投标（8.56 亿元）	取得支付牌照
2023-2025	租金动态调整；义支付上线；六区开业、招商预收款入账	存量业务量价齐升；贸易服务加速放量
2025.11-2026	竞得五区南；递交 H 股申请；2026 年中期分红	六区高景气，五区南签约施工；贸易服务保持高增；加速全球拓展

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权与治理：国资控股政企共管，管理团队保持市场化

义乌国资委实控，政企共管。控股股东义乌中国小商品城控股集团有限公司持股 56.37%，实际控制人为义乌市人民政府国有资产监督管理办公室；2025 年 6 月商城控股增持 5288.53 万股、约 10 亿元。国资持股过半决定了公司在市场规划与政策试点中的位置。

2026 年 6 月末其余前十大股东为浙江浙财资本管理 2.36%、香港中央结算 1.93%、义乌市城市投资建设集团 0.77%、瑞众人寿 0.58%、浙江浙信控股 0.42%、澳门金融管理局 0.36%、全国社保基金一一三组合 0.34%、科威特政府投资局 0.32%、肖碧虹 0.26%，香港中央结算持股较 2026 年一季度末的 5.78%明显下降。

图表3：公司前十大股东（2026 年 6 月 30 日）

股东	持股比例	较 2025 年末变动（万股）	性质
义乌中国小商品城控股集团有限公司	56.37%	—	国有法人（控股股东）
浙江浙财资本管理有限公司	2.36%	—	国有法人
香港中央结算有限公司	1.93%	−18537	北向资金
义乌市城市投资建设集团有限公司	0.77%	—	国有法人
瑞众人寿保险有限责任公司－自有资金	0.58%	+3060	保险资金
浙江浙信控股有限公司	0.42%	—	国有法人
澳门金融管理局－自有资金	0.36%	+903	特区政府机构
全国社保基金一一三组合	0.34%	+1868	社保
科威特政府投资局－自有资金	0.32%	+802	境外主权
肖碧虹	0.26%	+530	境内自然人

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

新管理层延续市场化，贴近资本市场：2025 年 7 月以来，六区开业与招商预收款入账、分红率提升至 65%、H 股申报、中期分红在一年内依次落地，班子明显年轻化（总经理

44 岁，多位副总经理 40-45 岁），国资系统与公司内部的双轨结构兼顾了政策协调与业务连续性。

2025 年 7 月陈德占接任董事长，2025 年 12 月董事会换届（换届时董事 9 人，其中独立董事 3 人）；2026 年上半年独立董事洪剑峭任满六年离任，股东会增选黄钟伟、黄英豪为独立董事，副总经理黄晓英因工作调动离任，聘任王正超、孙甜为副总经理。

从任职时间看，核心团队多数并非新面孔：董事长陈德占 1999-2009 年即在公司任职，历任商城宾馆、银都酒店、海洋酒店总经理和公司办公室主任，此后任义乌水务集团董事长、华鼎股份（601113.SH）总经理、义乌市国有资本运营公司董事长，2025 年 6 月回归；总经理包华 2017-2022 年曾任公司党委副书记，2025 年 1 月起任总经理；董事会秘书许杭（2017 年 12 月任现职）、财务负责人赵笛芳（2014 年 5 月）、副总经理龚骋昊与寿升第（2021 年）任现职均在四年以上，职工董事王向荣、副总经理王正超与孙甜均为 2005-2010 年即加入公司的业务干部。

业务层面同样保持市场化用人：2022 年 7 月公司完成对快捷通支付的收购后，原股东方管理层退出，左刚出任快捷通（义支付）董事、总经理并任职至今；Chinagoods 经营主体大数据公司自 2021 年 11 月起由副总经理龚骋昊兼任执行董事、总经理，龚骋昊为荷兰格罗宁根大学经济学硕士，2004 年加入公司后历任信息技术公司、供应链公司总经理。H 股招股书披露，公司“引入市场化的选聘、考核与薪酬分配机制”，通过内部培养与外部引进打造年轻化的专业团队。

图表4：董事会与高级管理层

姓名	职务	年龄	加入公司	任现职	主要经历
陈德占	党委书记、董事长	55	1999.09（2025.06 回归）	2025.07	1999-2009 年历任公司商城宾馆副总经理、总经理，银都酒店总经理，海洋酒店总经理，公司办公室主任；后任义乌水务集团董事长、华鼎股份总经理、义乌市国有资本运营公司董事长
包华	副董事长、总经理	44	2017.11（2024.12 回归）	2025.01（总经理）/2025.02（副董事长）	2017-2022 年任公司党委副书记；曾任义乌市交通旅游产业发展集团党委书记、董事长
王向荣	职工董事	42	2005.05	2025.10	2020 年 12 月起任公司市场运营分公司总经理；历任国际商贸城分公司市场部经理、生产资料市场分公司总经理
许杭	董事、董事会秘书	53	2007.05	2017.12	历任公司证券事务代表、投资证券部经理；曾任职于金信证券、浙商证券营业部
吴秀斌	董事	55	2007.01	2025.07	2019-2022 年任公司副总经理；曾任义乌市城市投资建设集团副董事长、总经理
刘晓婧	董事	36	2024.09	2024.09	浙江浙财资本管理投资运营部高级经理；曾任职于中信建投证券、海兴电力
张成洪	独立董事	58	2025.12	2025.12	复旦大学管理学院信息管理与商业智能系教授
罗金明	独立董事	58	2021.04	2021.04	曾任浙江工商大学审计处处长、会计学院党委书记及副院长
黄钟伟	独立董事	40	-	-	复旦大学管理学院会计学系副教授；接替任满六年的洪剑峭
黄英豪	独立董事	63	2026.04	2026.04	香港执业律师、全国人大代表，曾任香港立法会议员
吴刚	党委副书记、副总经理	44	2025.08	2025.09	曾任义乌市公安局党委委员、办公室主任
杨立强	副总经理	52	2020.07	2025.12	2020 年起任公司纪委书记；曾任恒风集团副总经理
寿升第	副总经理	53	2021.09	2021.11	曾任义乌市商务局党委委员、副局长
龚骋昊	副总经理	45	2004.07	2021.09	历任公司信息技术公司、供应链公司总经理，兼任大数据公司（Chinagoods）总经理
王正超	副总经理	40	2010.03	2026.02	历任公司办公室主任、战略与发展改革部总经理
孙甜	副总经理	44	2005.08	2026.05	曾任公司展览公司副总经理、义乌综保区营运公司总经理、义乌自贸区管委会综保区管理局局长
赵笛芳	财务负责人	53	1994.08	2014.05	历任公司财务主管、财务部经理

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 业务结构：市场经营是主要业绩来源，贸易服务高增长

公司是义乌中国小商品城的建设与经营主体，截至 2025 年末拥有可租赁面积超 1.6 百万平方米、66642 个商位、约 8 万经营主体，按 2025 年商品成交总额计为全球最大的国际贸易综合服务平台。2025 年公司收入 199.3 亿元、归母净利润 42.0 亿元，2020-2025 年 CAGR 各 39.8%、35.3%；2026H1 收入 102.8 亿元/同比+33.3%，利润总额 26.8 亿元/同比+24.7%，归母净利 19.8 亿元/同比+17.0%，扣非归母净利 18.2 亿元/同比+9.3%。

2016-2025 年，公司业务结构先后发生四次变化：

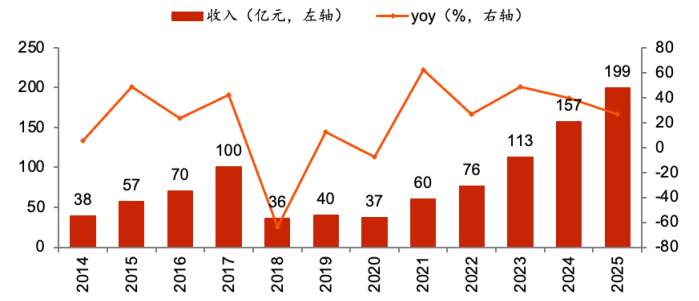
（1）房地产退出。房地产销售收入由 2017 年的 67.2 亿元降至 2018 年的 6.3 亿元，2020 年 6 月公司公告以 22.32 亿元向控股股东转让商城房产、浦江绿谷各 51%股权，当年 7 月起房地产开发业务不再并表，市场经营成为利润主体；

（2）2020 年起由进出口公司、供应链公司做大商品销售（自营贸易），2021 年放量。公司以主理人身份买断式开展进口、出口与国内贸易（进口以日用消费品、冷链水产、冻肉、农副产品和化妆品为主，出口以五金、电子电器、汽车用品为主，国内以大宗农产品为主），并运营 2019 年创立的自有新零售品牌“爱喜猫”；该板块收入由 2020 年的 3.8 亿元增至 2021 年的 25.9 亿元、2025 年的 99.8 亿元，2025 年毛利率仅 0.7%，作用是切入市场上下游、带动贸易流量而非贡献利润；

（3）2022 年二区东公开招投标收取入场资格费 8.56 亿元，2025 年全球数贸中心延续选位费一次性收费；

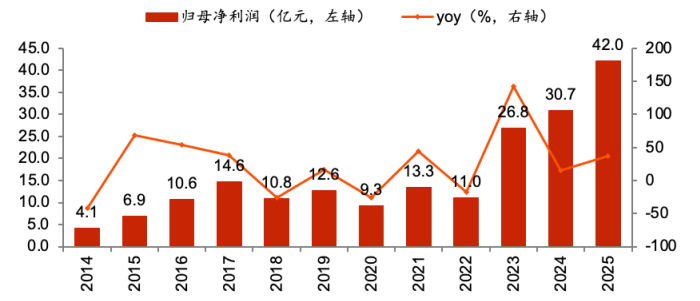
（4）2023 年年报起公司把 Chinagoods、义支付、仓储物流等归并为“贸易服务”分部单独披露，收入由 2023 年的 6.0 亿元增至 2025 年的 15.3 亿元，Chinagoods 与义支付迅速放量并形成经常性服务收入。

图表5：公司营业收入及增速



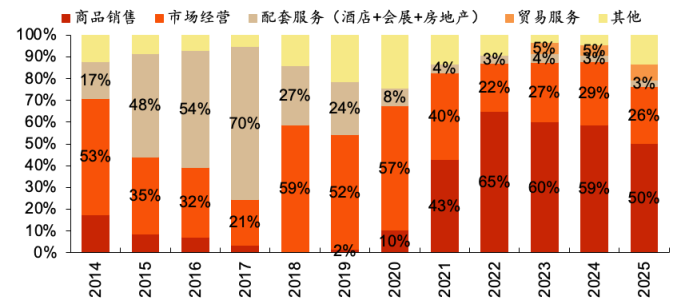
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：公司归母净利润及增速



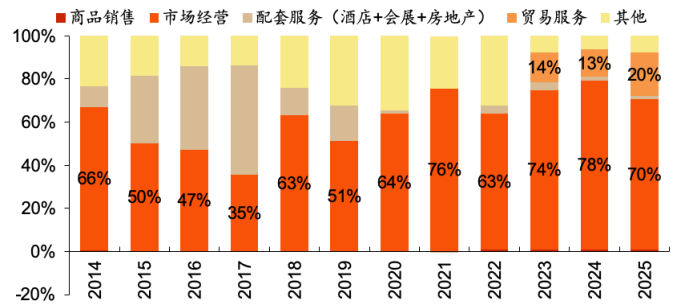
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：公司各业务收入占比



资料来源：wind，国盛证券研究所
注：2025 年数贸配套销售归类于其他

图表8：公司各业务毛利占比

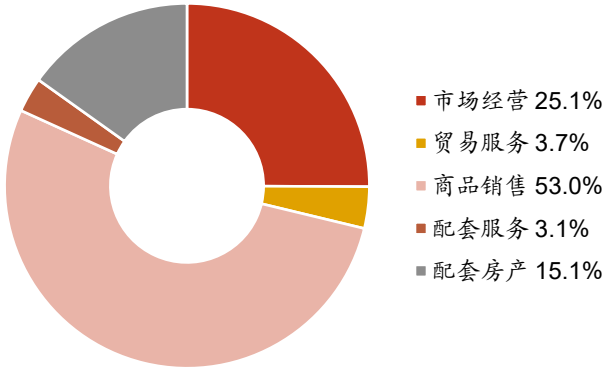


资料来源：wind，国盛证券研究所
注：2025 年数贸配套销售归类于其他

从当前结构看，市场经营以约四分之一的收入贡献了六成以上的利润，是利润的主体。2026 年上半年，商品销售、市场经营、配套房产、贸易服务、配套服务的收入占比分别为 53.0%、25.1%、15.1%、3.7%、3.1%；按分部利润总额看，市场经营 17.2 亿元（占 64.1%）、配套房产 5.8 亿元（占 21.7%，写字楼集中交付）、贸易服务 3.7 亿元（占 14.0%），商品销售与配套服务合计不足 0.2%。2025 年全年，市场经营贡献 26.4%的收入、69.6%的毛利；贸易服务收入占比 7.7%、毛利占比 20.2%；商品销售贡献 50.1%的收入但仅贡献 1.1%的毛利。

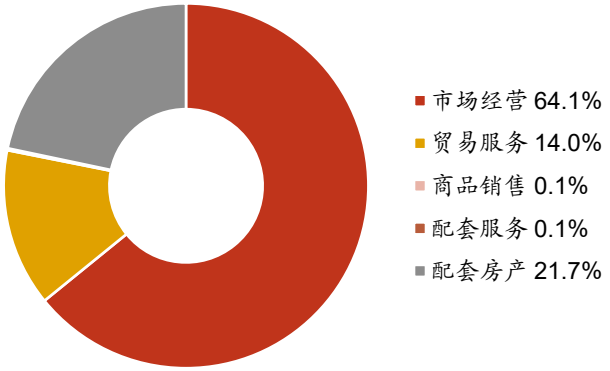
按分部利润总额看，2025 年市场经营 39.4 亿元、贸易服务 12.3 亿元、配套房产 2.0 亿元。市场经营分部利润总额中含权益法核算的联营企业收益（2025 年 1.8 亿元，IFRS 口径）；2025 年贸易服务利润含一次性数字平台基础设施费，2026 年上半年已回到经常性水平。

图表9：2026 年上半年收入结构（分部口径）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表10：2026 年上半年利润总额结构（分部口径）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

具体来看，（1）租金：2025 年一至五区商位出租率 99%以上，2023 年公司对到期商位租金进行动态调整，租金平均上浮 5.5%，并提出未来三年增长不低于 5%；调整以来一至五区入驻率由 98.1%升至 99.1%。租金的上行来自到期续约时的动态调整。

（2）选位费（准入费/平台席位费）：新入驻商户首次分配时一次性支付，预收计入合同负债/其他非流动负债，按投入法在入驻期内确认。2022 年二区东以公开招投标收取入场资格费与商位使用费 8.56 亿元，全球数贸中心 1-3 层 3760 个商位 2024 年 11 月启动招商、2025 年 10 月开业，累计报名主体超 4.7 万户。我们认为，公司近年进入新一轮实体市场的扩张周期，选位费模式有望保障未来三年业绩平稳增长。

（3）贸易服务：规模虽小、但增速最快且潜力巨大。其中，Chinagoods 已覆盖全部市场经营户，义支付 2025 年跨境支付交易额突破 60 亿美元、同比增长超 50%，公司 2026 年计划跨境支付交易额新增 100 亿美元以上。我们认为，贸易服务的快速放量和利润释放，验证了公司从市场管理者到国际综合贸易服务商的成功转型，也有望进一步打开成长和估值空间。

2. 为什么交易持续集中在义乌？——制度筑基，供需共振

我们认为，义乌市场的竞争力来自经营制度、产业集聚供给、全球买家需求等维度的正向循环，其中制度保障尤为重要。三者相互强化，使小商品交易持续向义乌集聚，也是公司市场繁荣与贸易服务发展的坚实基础。

（1）制度层面：义乌是国际贸易综合改革的试验田，2013 年获批试点的市场采购贸易方式（1039）实现增值税免征不退、简化申报等政策突破，2026H1 义乌 82.5%的出口经此完成；2024 年 12 月国务院批复新一轮国际贸易综合改革，在完善市场采购贸易方式、推动进口贸易创新发展、发挥综保区功能、完善跨境电商规则等方面先行先试。我们认为，省市级政府的长期支持与经营制度的严格执行，为义乌提供了良好有序的营商环境，从而保障每轮改革创新的种子从生根发芽到成长开花结果，这是义乌模式难以被复制的根本，保证了市场“繁荣优先”的公共属性。

（2）供给侧：义乌市场汇集 28 个大类、超 220 万种商品，背后是覆盖全国 20 多个产业集群、210 万家中小微企业的小商品产业带，叠加全国第二的快递处理量与约为全省一半的快递单价，商户留在义乌的综合成本较低。

（3）需求侧：义乌出口贸易额 2016-2025 年 CAGR 14.3%、2025 年 7307 亿元，覆盖 233 个国家和地区，第一大市场美国占比仅 14.3%，新兴市场放量分散了单一市场风险。

2.1 政策制度：义乌有改革基因，小商是改革红利的承接主体

2.1.1 第一轮国际贸易综合改革，成功试点 1039 并推广全国

1982 年稠城镇市场整顿领导小组发布的《关于加强小百货市场管理的通告》（“一号通告”）是全国第一份明确认同专业市场合法化的政府文件；此后“兴商建县”（1984）、国际贸易综合改革试点（2011）、市场采购贸易方式落地（2014）、义乌国际贸易综合改革试验区（2019）、自贸区扩区（2020）到《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》（2024 年 12 月国务院批复），每一轮制度供给都以义乌市场为载体。

小商在其中承接的是与市场经营直接相关的部分：市场采购贸易方式使商位成为出口资质的一部分，进口贸易创新发展试点由公司作为首批唯一试点企业承接，义支付获批市场采购贸易收结汇服务；而海关、口岸、综保区监管等改革红利由义乌全市共享。

图表11：义乌历史发展的主要政策节点

时间	政策/事件
1982	8 月“一号通告”开放小商品市场；11 月提出“四个允许”
2011	国务院批复义乌国际贸易综合改革试点
2014.11	市场采购贸易方式正式落地、申报首单
2019.01	浙江省设立义乌国际贸易综合改革试验区
2020.08	国务院印发自贸区扩展区域方案，义乌综保区纳入自贸试验区的标志性项目
2024.12	国务院同意《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》；12 月 25 日进口贸易创新发展试点落地首单
2025.10	全球数贸中心开业
2026	央视春晚义乌分会场主舞台

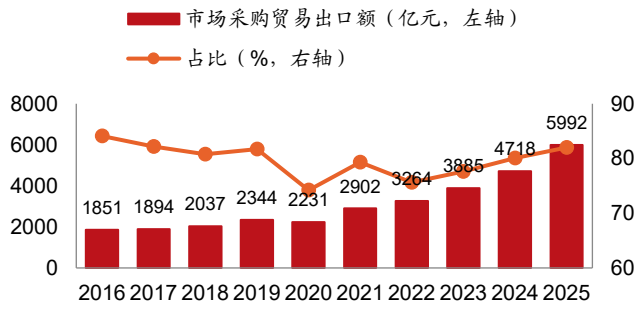
资料来源：公司公告，澎湃新闻，经济日报，北京市人民政府网，中国政府网，中国新闻网，国盛证券研究所

市场采购贸易方式（海关监管代码 1039）是义乌首创、专为“多品种、小批量、多批次”小商品出口设计的制度。2013 年 4 月义乌获批首个试点，至今已在全国 22 个省份的 39 个专业市场复制推广。其核心是四个环节的简化：市场准入门槛低、在试点市场备案即可、通关按“章”归并简化申报、增值税免征不退、委托报关的市场主体可以自身名义收汇，单票最高限额 15 万美元。2025 年义乌市场采购贸易出口 5991.8 亿元/同比+27.0%，占出口总值 82.0%；2026 年上半年义乌市场采购出口 3472.5 亿元/同比+16.4%，占出口总值 82.5%。

1039 把出口通道绑定在认定市场之内，为商位价值和结算服务提供了制度基础。按海关总署公告 2019 年第 221 号的定义，市场采购贸易方式是“在经认定的市场集聚区采购商品，由符合条件的经营者向采购地海关办理出口通关手续的贸易方式”，单票报关单货值最高限额 15 万美元，H 股招股书将其列为公司的“制度壁垒”之一；我们据此认为，商户在认定市场内的经营资格附带了出口通道的价值，这是商位价值的制度性来源之一。

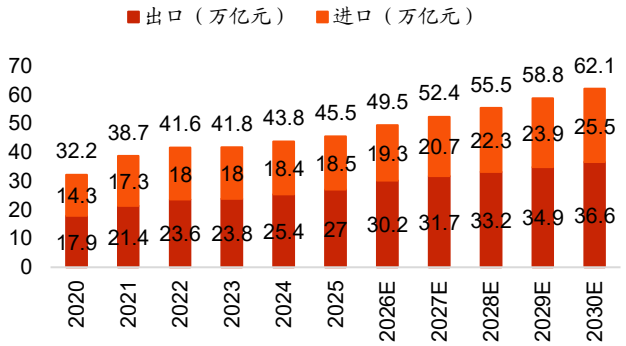
在结算端，2025 年义乌市场采购贸易出口 5991.8 亿元，对应约 6000 亿元的结算体量；2025 年义支付获批开展市场采购贸易收结汇服务、单笔限额从 5 万美元提升至 15 万美元。灼识咨询测算，中国国际贸易综合服务平台市场（按商品交易总额）2025 年 2.5 万亿元、2030 年 3.9 万亿元（2025-2030 年 CAGR 9.7%），其中市场采购贸易部分从 1.6 万亿元增至 2.6 万亿元。

图表12：义乌市场采购贸易出口额及占出口比重



资料来源：派智库，义乌市统计公报，公司公告，中新网，国盛证券研究所

图表13：中国国际贸易市场规模（万亿元）



资料来源：公司公告，国家统计局，灼识咨询，国盛证券研究所

2.1.2 新一轮国际贸易综合改革，以进口试点为标志

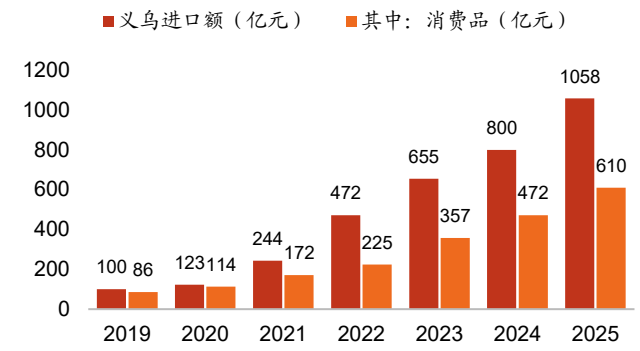
新一轮国际贸易综合改革把义乌从“卖全球”推向“买卖全球”，进口试点、跨境结算创新与新业态出口是公司可以承接的三条增量。《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》（2024 年 12 月）明确完善市场采购贸易方式、推动进口贸易创新发展、充分发挥综保区功能、深化金融领域改革等方面先行先试。

进口正面清单试点降低了日用消费品的准入与认证门槛，公司是首批唯一试点企业。一般贸易进口需完成注册备案、CCC 等全套认证，跨境电商零售进口按个人自用物品监管、免首次进口许可，但面向 B2C、受单次 5000 元与年度 26000 元限额约束，且不得进入国内市场再次销售；义乌进口贸易创新试点以“正面清单”管理进口日用消费品，面向 B2B 市场商户与采购商，由商城集团进口清关后销售给进口商品城批发商再批零销售，实行主体、商品、通道区域、金额四项限定，首批 35 种试点商品涵盖儿童玩具、日用杂货和家电。

2024 年 12 月 25 日首单落地；2025 年上半年公司完成 28 类日用消费品及 5 类平行进口家电创新试点，覆盖 193 个 SKU、实现试点销售 2600 单，提前半年达成政策目标；2025 年进口玩具认证时长（不含检测）从 20 天缩至 5 天；2026 年上半年家电平行进口新增扩证型号 15 个、平台销售订单 2799 单，落地深圳依然电商作为化妆品试点企业并投入运营。义乌市提出 2025 年进口规模 1000 亿元、2030 年突破 3000 亿元的目标。

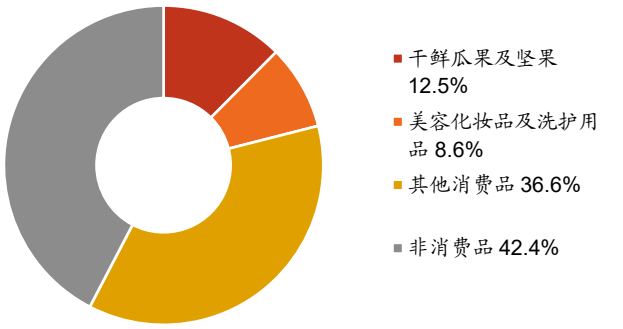
我们认为，进口正面清单试点未来若能在化妆品、保健食品等高附加值品类上放量，有望进一步打开放量空间。2026 年上半年，化妆品试点企业落地是品类延伸的信号。

图表14：义乌进口额与消费品进口（亿元）



资料来源：义乌市统计公报、公司公告，国盛证券研究所

图表15：2025 年义乌进口结构（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司通过试点资格、展示空间、综保区与支付四个环节承接进口需求。展示上，进口馆（374 个商位、3.13 万平方米）与五区南项目为进口“提量扩面”提供实体空间；仓储通关上，公司运营义乌综保区，2025 年综保区进口 648 亿元、占全市 61.25%、同比增长 25.9%，2026 年上半年综保区进出口 453.0 亿元，招引美妆日化、保健食品等 8 个保税加工项目，综保区已入驻天猫国际、拼多多、抖音等 15 家跨境电商；结算上，义支付提供跨境人民币与外汇结算。

图表16：进口模式对比：正面清单试点 vs 0110 vs 1210/9610

维度	一般贸易（0110）	跨境电商保税/直购（1210/9610）	义乌进口贸易创新试点（正面清单）
主体/场景	有进出口权企业，B2B 大宗	电商平台/企业备货，B2C 标品/长尾	B2B，面向市场商户与采购商，主体/商品/通道区域/金额四项限定
税收	关税＋增值税＋消费税全额	跨境电商综合税（限额内优惠）	按货物税制征税
准入/认证	CCC、注册备案全套手续	零售清单内免首次进口许可	正面清单管理：首批 35 种；进口玩具认证时长从 20 天缩至 5 天
公司相关进展			28 类正面清单商品、5 类平行进口家电试点（193 个 SKU、2600 单）；2026H1 化妆品试点企业落地，家电平行进口扩证 15 个型号、平台订单 2799 单

资料来源：DHL，中国政府网站，公司公告，国盛证券研究所

2.1.3 智能装备等新业态出口带来合规服务需求

无人机、机器人等新赛道商品在义乌市场成交活跃，出口管制下的合规服务成为公司可提供的增量。2026 年上半年义乌市场加快布局无人机、机器人、智能穿戴设备、IP 潮品等新赛道，产品成交活跃、出口增长明显，全球数贸中心招引的无人机、智能装备等新兴产业依托市场优势向义乌周边集聚；2026 年 6 月投资者关系活动记录表称无人机等智能装备出口增长迅速、无人机等新兴产业商品出口占比增加。

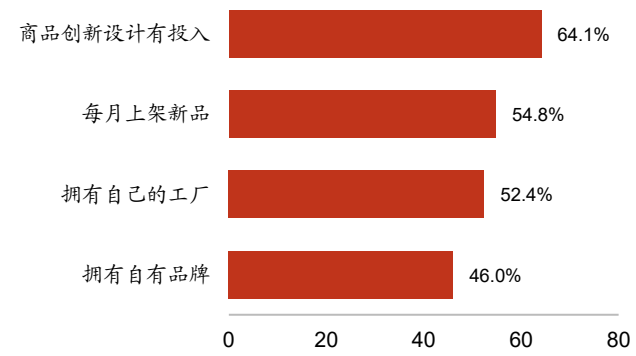
这类商品与日用小商品的差别在于出口管制与资质：2026 年 8 月 5 日商务部发布 2026 年第 34 号公告，加强无人机相关两用物项对美国出口管制，列入管制清单的无人机及关键零部件、相关技术对美出口逐案从严审核、不适用许可便利措施。《两用物项出口管制条例》（2024 年 12 月施行）规定管制物项出口须取得许可，因此这类商品不适用普通小商品的市场采购贸易通道，出口主体、许可与合规审核是新的服务环节。公司可提供的是市场展示（六区四楼）与义支付结算，建议积极跟踪出口代理资质落地、商业模式以及收费费率。

2.2 供给侧：产业带与商户结构支撑商位需求

义乌市场背后是一个近 1 万平方公里的小商品产业带，商位的需求方是全国产业带的头部商户。在义乌中国小商品城带动下，形成以义乌为中心、覆盖金丽衢和杭嘉湖绍等地的小商品产业带，带动全国 20 多个产业集群、210 万家中小微企业与 3200 万产业工人；2026 年上半年义乌经营主体总量突破 128 万户、居全国县级区域第一，常驻外商近 4 万名、常驻侨商 11 万名、外资经营主体突破 1 万家。

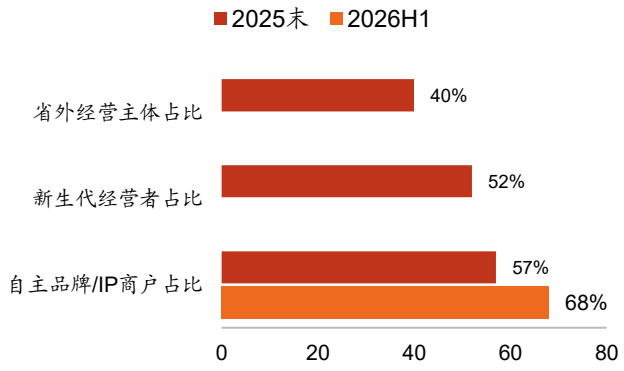
商户具备产品与品牌能力：2025 年末 64.1%的商户在商品创新设计上有投入，超 54.8%每月上架新品，52.4%拥有自己的工厂，46.0%拥有自有品牌，日均超万款新品迭代。全球数贸中心的商户结构进一步印证需求来源的扩展：2025 年末省外经营主体占比超 40%，商二代、创二代等新生代占比 52%，拥有自主品牌或经营 IP 产品的商户占比 57%、2026H1 超 68%。

图表17：义乌市场商户结构（%，2025 年末）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

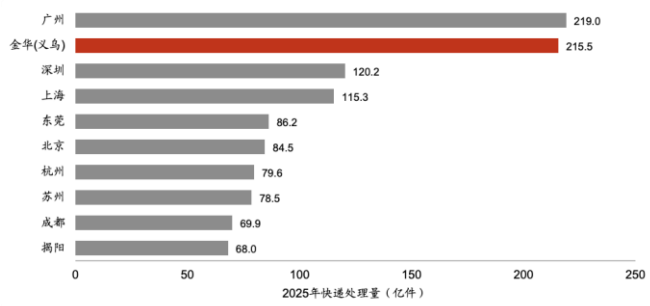
图表18：全球数贸中心商户结构（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

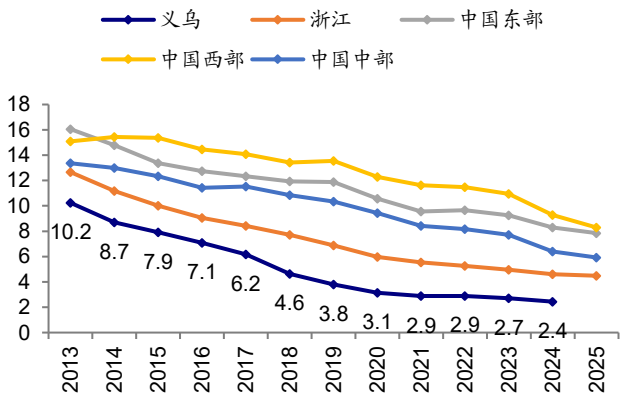
物流与客流规模效应降低商户交易成本。义乌是商贸服务型国家物流枢纽承载城市，快递单价具有规模效应。根据国家邮政局，2025 年金华（义乌）快递处理量 215.5 亿件，居全国第二、仅次于广州（219.0 亿件）；公司 2025 年年度报告披露义乌全市快递业务量 137.7 亿件、连续位居全国县（市、区）首位。按规模以上快递业务收入/业务量测算，2024 年义乌快递单价 2.44 元/件，约为浙江省均值（4.61 元）的一半。

图表19：2025 年快递处理量前十城市（亿件）



资料来源：国家邮政局，国盛证券研究所

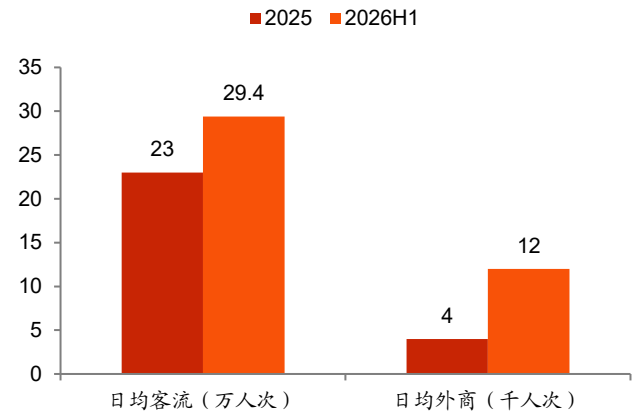
图表20：规模以上快递单价对比（元/件）



资料来源：wind，国盛证券研究所

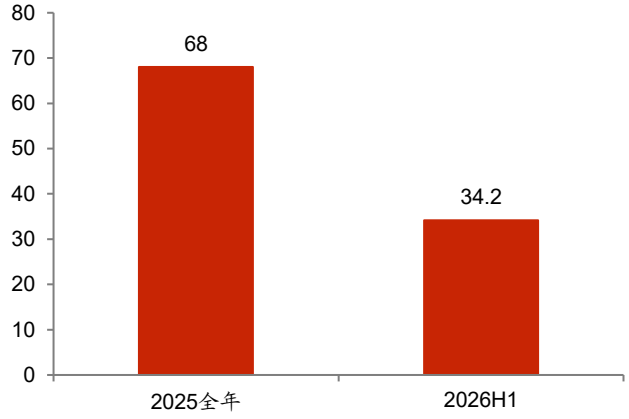
客流与外商到访持续增长，六区开业后市场人气进一步提升。2025 年义乌中国小商品市场成交额超 3200 亿元，日均客流量超 23 万人次，日均外商到访量超 4000 人次，2025 年来义外商超 68 万人次，外商数量创近 10 年新高。2026 年上半年市场日均客流 29.4 万人次、日均外商 1.2 万人次，全球数贸中心开业以来日均客流超 6.6 万人次、日均外商超 7000 人次。公司 2025 年招引全球采购商超 109 万人，2026 年上半年累计招引增量采购商 120 万人次。

图表21：义乌市场日均客流与日均外商



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表22：来义外商人次（万人次）

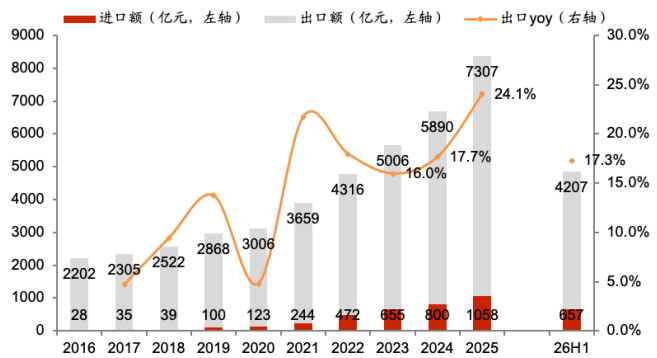


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.3 需求侧：出口保持高增长，新兴市场分散外需风险

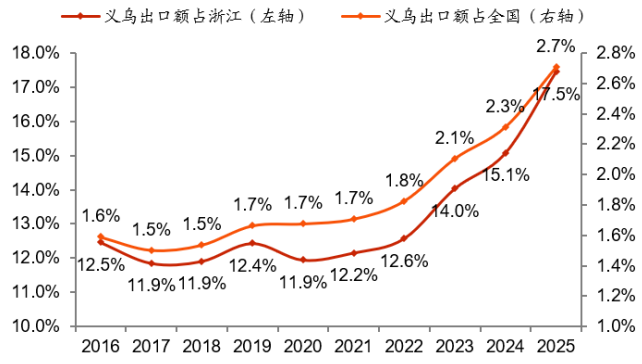
义乌出口增速持续高于全省与全国，2026 年上半年出口首次突破 4000 亿元。2025 年义乌进出口总额 8365.0 亿元/同比+25.1%，其中出口 7307.0 亿元/同比+24.1%、进口 1058.0 亿元/同比+32.3%，进出口、出口、进口占浙江全省的份额分别提升至 15.1%、17.4%、7.8%；2016-2025 年出口额复合增速 14.3%，义乌出口占全国比重从 1.6%升至 2.7%。2026 年上半年，义乌进出口 4864.2 亿元/同比+19.9%，出口 4207.2 亿元/同比+17.3%，进口 657.0 亿元/同比+39.1%。

图表23：义乌进出口总额（亿元）



资料来源：派智库，义乌市统计公报，公司公告，国盛证券研究所

图表24：义乌出口占浙江/全国比重

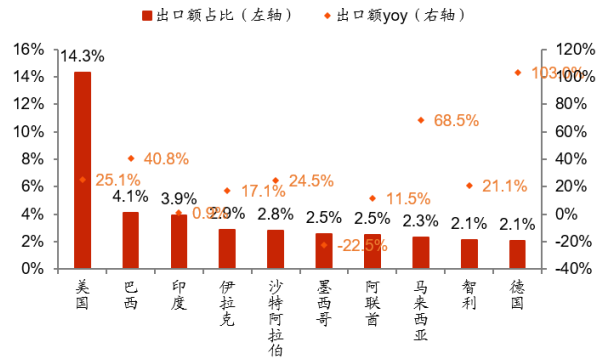


资料来源：Wind，义乌市统计公报，公司公告，国盛证券研究所

出口国别分散，新兴市场放量抵消了单一市场波动。2025 年义乌出口第一大市场美国占比 14.3%，前十国家合计占比不足 40%，巴西、马来西亚、德国出口额同比分别增长 40.8%、68.5%、103.0%；与义乌有进出口往来的国家和地区 233 个，对共建“一带一路”国家进出口占比 68%，对非洲、拉美、东盟进出口分别为 1507.0 亿元、1274.3 亿

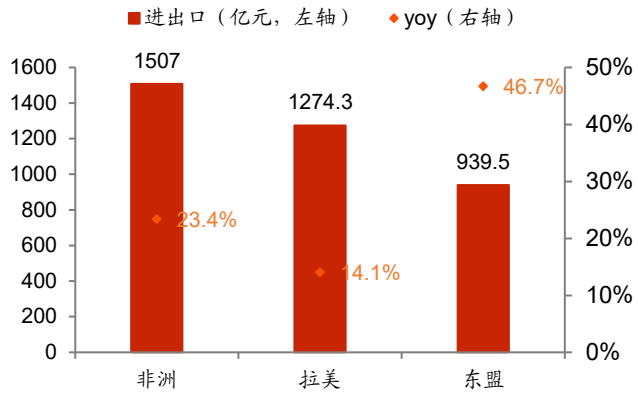
元、939.5 亿元，同比增长 23.4%、14.1%、46.7%。2026 年上半年，对非洲、东盟、欧盟进出口分别增长 42.7%、63.5%、13.7%；3 月受中东局势与斋月影响出口同比下滑，此后中东等区域贸易额持续回暖，世界杯带动拉美体育用品、欧洲高温带动降温用品放量。

图表25：2025 年义乌出口前十国家占比及同比



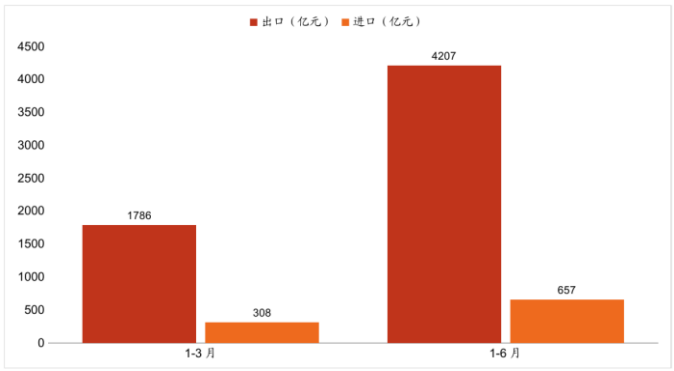
资料来源：义乌市商务局，国盛证券研究所

图表26：2025 年义乌对新兴市场进出口（亿元）



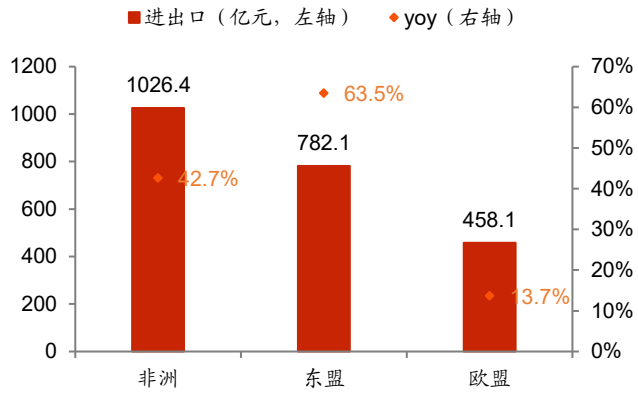
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表27：2026 年义乌累计进出口（亿元）



资料来源：人民网，义乌海关，公司公告，国盛证券研究所

图表28：2026H1 义乌对主要区域进出口及同比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3. 市场经营：存量定价优化与新市场升级拓展

3.1 依托义乌贸易高景气，市场持续拓品类挖商机

四十多年过去，义乌市场经过六次易址、十二次扩建、五代跃迁，成为汇集 28 个大类 220 多万种商品、关联 210 万家企业、3200 万工人的中国经济晴雨表。

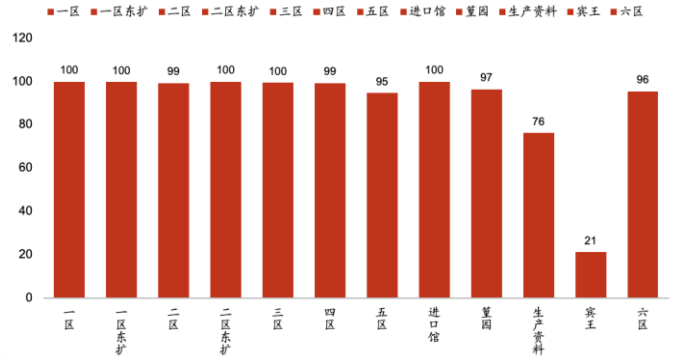
截至 2026 年 3 月末，公司经营 65451 个商位、可租面积 152.9 万平方米，商位出租率 96.5%。国际商贸城一至五区是成熟主体，2025 年出租率 99%以上；截至 2025 年末，全球数贸中心一至三楼出租率 98.9%，四楼 2026 年 1 月起招租，至 2026 年 3 月末全球数贸中心商位出租率已达 95.5%；生产资料市场（76.2%）与改造中的宾王市场（21.2%）拉低整体出租率。

图表29：公司各经营市场概况（截至 2026 年 3 月末）

市场	开业时间	总商位（个）	可租面积（万平方米）	已租商位（个）	商位出租率	计划价租金（元/平方米/年）	市场价租金（元/平方米/年）
国际商贸城一区	2002.09	7680	9.64	7680	100.0%	3127	5290
一区东扩	2016.03	2051	4.41	2048	99.9%	2565	—
国际商贸城二区	2004.10	8273	16.74	8226	99.4%	1957	3478
二区东扩	2023.03	697	2.23	697	100.0%	2293	—
国际商贸城三区	2005.10	7037	15.33	7002	99.5%	1708	2704
国际商贸城四区	2008.10	17433	29.74	17333	99.4%	2146	2929
国际商贸城五区	2011.04	6406	14.26	6071	94.8%	924	2270
进口馆	2008.10	374	3.13	374	100.0%	671	—
篁园市场	2011.04	5542	10.43	5348	96.5%	1465	2192
生产资料市场	2013.11	4293	26.07	3269	76.2%	368	—
宾王市场（暂停使用）	1995.11	382	4.58	81	21.2%	565	—
全球数贸中心（六区）	2025.10	5283	16.31	5047	95.5%	1973	—
合计		65451	152.87	63176	96.5%	1609	3127

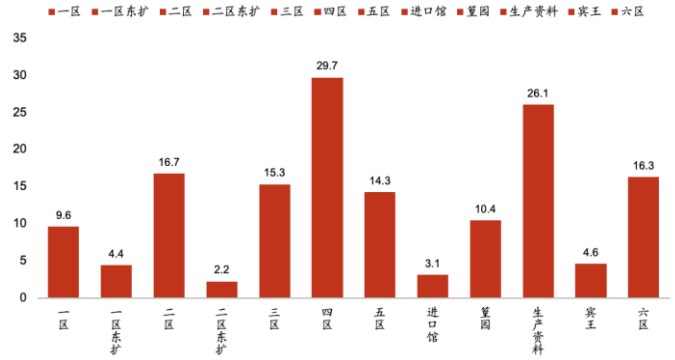
资料来源：义乌中国小商品城控股集团 2026 年可续期公司债券（第三期）募集说明书，公司公告，凤凰网，国盛证券研究所

图表30：各市场商位出租率（2026 年 3 月末）



资料来源：控股集团 2026 年可续期公司债券（第三期）募集说明书，国盛证券研究所

图表31：各市场可租面积（万平方米，2026 年 3 月末）



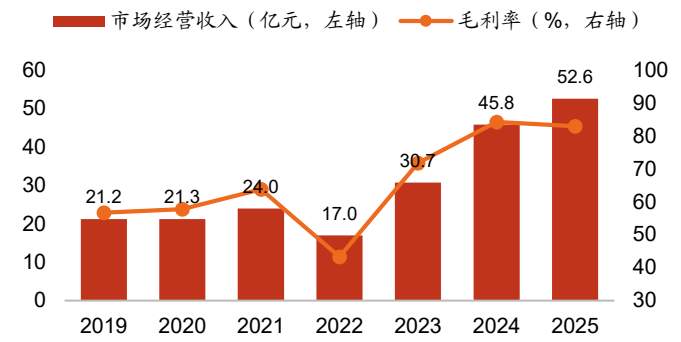
资料来源：控股集团 2026 年可续期公司债券（第三期）募集说明书，国盛证券研究所

3.2 盈利模式保障业绩确定性，租金贡献稳定现金流

市场经营是公司收入与利润的压舱石。2019-2021 年市场经营收入稳定在 21-24 亿元，2022 年受商位减租政策影响降至 17.0 亿元、毛利率 43.3%的低点；2023 年受 2022 年阶段性租金减免形成的低基数及二区东新能源产品市场新增收入带动，收入升至 30.7 亿元/同比+81.2%；2024 年收入增至 45.8 亿元/同比+48.9%；2025 年全球数贸中心开业，收入 52.6 亿元/同比+14.8%。

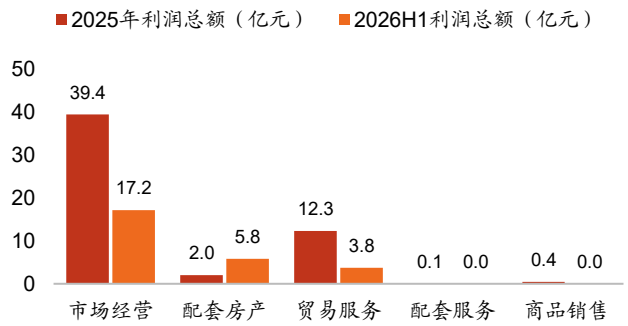
由于存量商位折旧负担轻、收入增量以租金和选位费为主，市场经营毛利率由 2023 年的 71.8%升至 2024 年的 84.3%，2025 年六区转固后仍保持在 82.9%。从分部利润总额看，2025 年市场经营实现 39.4 亿元、占公司利润总额的 73%，2026 年上半年为 17.2 亿元/同比-7.1%、占 64%（同期配套房产因写字楼集中交付升至 5.8 亿元）；贸易服务 2025 年为 12.3 亿元（含一次性数字平台基础设施费），2026H1 为 3.7 亿元/同比+24%，是第二大经常性利润来源。

图表32：市场经营收入及毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表33：分部利润总额：2025 年 vs 2026H1



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

市场经营收入由租金、选位费、配套物业销售构成，其中租金贡献稳定现金流，选位费与配套物业销售贡献增量。租金（商位使用费）由商户按合同期（通常一至三年）预付，公司按直线法在合同期内确认；准入费/平台选位费由新入驻已签约商位的商户在首次分配时一次性支付，续租无需再付，公司按投入法在商户入驻期间内随时间确认；配套物业销售指六区写字楼、商业街等物业的销售，按交付确认。三类收入对应的资本投入不同：存量市场折旧负担轻（2025 年市场经营成本中折旧摊销增加 1.4 亿元至 5.0 亿元，增量主要来自六区与新型进口市场），六区总投资 83 亿元于 2025 年起计提折旧，五区南尚在建设期。

图表34：市场经营三类收入的性质比较

项目	付款方与收费对象	收益持续性	确认方式
租金（商位使用费）	在场商户，按商位面积、位置与品类定价，合同期内固定	经常性，续约时按机制调整	合同期内直线法确认；按合同期预收（通常一至三年，招投标类可达五年）
选位费（准入费/平台席位费）	新入驻商户，首次分配时一次性支付，参考公开拍卖机制定价	一次性，续租无需再付	投入法随入驻期确认；余额列合同负债/其他非流动负债
配套物业销售	写字楼、商业街买家	项目性	交付时确认

资料来源：控股集团债券募集说明书，公司公告，国盛证券研究所

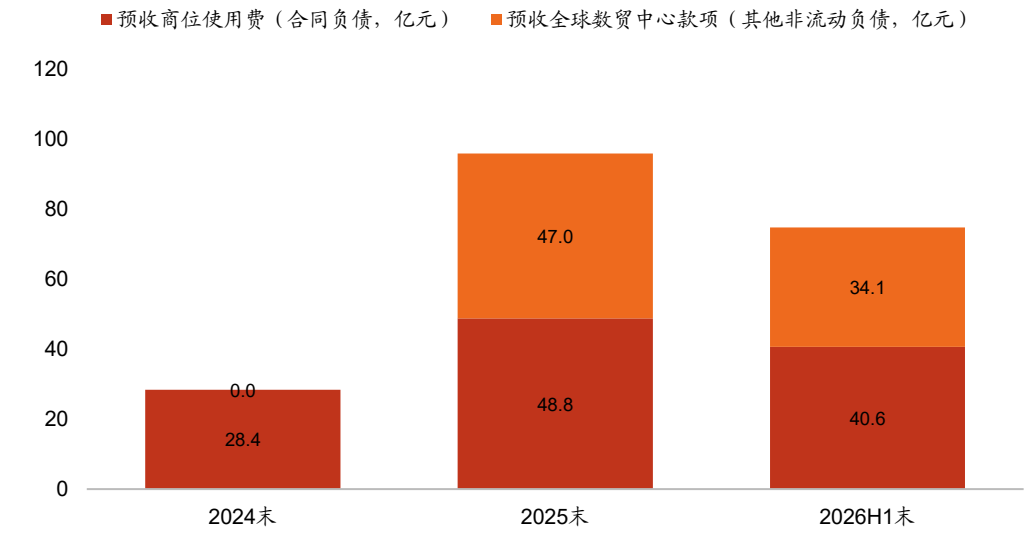
租金：义乌市政府在首次招商时要求租金以政府指导价为主、市场定价为辅；期满续租时公司结合市场供需情况调整，方案需报义乌市政府审批。债券募集说明书披露，公司商位出租分定向安排、定向招商、招投标、定向投标四类，2026 年 3 月末分别占已出租商位数的 56.05%、35.54%、8.25%、0.16%；定向安排类合同期一般 3 年、使用费以政府指导价为借鉴标准，定向招商类合同期一般 1 年，招投标类 2 年或 5 年。政府指导定价以预算成本为基础、结合市场调研估算，上报义乌市政府审批后实施。公司向商户直接出租的价格，与商户之间二级市场的转让、转租价格相差较大，后者由供需决定、明显高于前者。

2023 年报公司首次提出租金动态调整方案，到期商位平均上浮 5.5%，并提出未来三年增长不低于 5%。H 股招股书亦把 2024-2025 年市场经营收入增长的原因之一归于“因应市场需求及现有市场摊位利用率的提升，在续租时进行租金调整”。考虑到义乌贸易保持良好增长势头、一至五区出租率 99%以上、二级市场商位转让价格持续走高，我们预期未来公司仍将延续稳健的租金定价政策。

选位费：一次性收入，商户取得的是合同期内的使用权与续约申请权，公司按入驻期分期确认。准入费就新入驻已签约商位在首次分配时支付，续租相关商位使用权时无需支付准入费，全球数贸中心的平台选位费同样在首次分配时支付，涵盖商位初始分配、招商及入驻相关服务以及支持商户初始迁入市场的配套服务；商位使用协议租期通常一至三年，到期后商户可申请续约，续约须经公司按合规记录、业务类别匹配度及市场状况

审查批准，未经同意不得转租转让。会计上，选位费按投入法在商户入驻期间内随时间确认，2025 年末合同负债中预收商位使用费 48.8 亿元、其他非流动负债（预收全球数贸中心相关款项）47.0 亿元。

图表35：预收商位相关款项余额（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

前置收款已收回六区的大部分投资，利润确认预计在年度间均匀分布。2025 年公司经营活动现金流净额 105.3 亿元/同比+134%，较 2024 年增加 60.4 亿元。2026H1 预收商位使用费由 48.8 亿元降至 40.6 亿元、其他非流动负债由 47.0 亿元降至 34.1 亿元，两项合计减少 21.1 亿元。我们预计选位费将在 2025H2-2028H1 间均匀确认。

我们认为，虽然租金整体定价较低，以保障商户经营效益，但从公司的商铺入住率和选位费两个指标来看，近年提升趋势已充分验证了一铺难求的义乌现象，为公司业务发展、模式升级和盈利变现提供良好支撑。2026 年 6 月 29 日，国际商贸城一区二楼一个 9.42 平方米商位的使用权在义乌产权交易所公开竞价，起拍价 500 万元、经 376 轮竞价以 1700 万元成交（据极目新闻 2026 年 7 月报道，该商位年租金 46905 元）；据证券时报 2025 年 7 月报道，一区主流 10 平方米左右商位转让价 500-600 万元。2023 年以来随着市场景气度走高，一至五区商位入驻率从 98.1%升至 2025 年的 99.1%。

3.3 六区、五区南项目接力，完善数字贸易与服务贸易生态

3.3.1 六区：全球数贸中心以品类与商户升级形成新增需求

六区在品类、商户、采购商、空间和服务五个方面升级，与老市场形成互补。品类上，市场板块聚焦时尚珠宝、护肤及医美、创意潮流玩具、婴幼童生活用品、旅行好物、家庭生活用品、时尚服饰面料，以及无人机、机器人、AR/VR 等技术驱动型消费产品，四楼 2026 年引入智能科技用品与 IP 潮品两大行业。商户上，2025 年末省外经营主体占比超 40%，新生代经营者占比 52%，拥有自主品牌或经营 IP 产品的商户占比 57%、2026H1 超 68%。采购商上，数贸港围绕数据流通中心、数贸服务中心、新品发布中心布局 13 项功能板块，IP 服务中心集聚迪士尼、三丽鸥等 185 个知名 IP 资源；开业以来日均客流超 6.6 万人次、日均外商超 7000 人次。空间与服务上，项目占地 562 亩、建筑面积 125 万平方米、总投资 83 亿元，市场部分商位 5283 个、可租面积 16.3 万平方米，配套写字楼、商业街（已引进 115 个商业主体）、1200 多套公寓与数贸港，2026 年 5 月 15 日前陆续投运。

招商阶段的报名倍数体现商位稀缺，开业后的出租率与转让价格稳步提升。市场板块 2024 年 11 月启动招商，1-3 层 3760 个商位累计报名主体超 4.7 万户，部分行业报名与商位之比超 20:1；首批 389 间时尚珠宝商位吸引逾 4700 家企业报名、招商定位完成率 100%、新增主体比例超 70%，第二批创意潮流玩具、护肤及医美用品行业定位 1308 间，两批累计报名主体超 2.4 万户；婴童板块标底 5 万元/平方米，中标价 13.43-13.67 万元/平方米，标准商位 27.5 平方米、单铺选位费约 369 万元起。截至 2026 年 3 月，全球数贸中心（六区市场）已完成 1-4 楼招商出租，商位入驻率 97.5%，二级市场商铺价格稳步上涨，无人机等新兴产业商品出口占比增加。**老市场未受稀释：**2026 年 3 月末一至四区出租率维持 99%以上、五区出租率约 95%。

3.3.2 五区南：完善服务贸易，为中期重要扩容增量

五区南项目定位进口与文商旅，总投资 78.63 亿元，公司测算税后收益率 6.41%。2025 年 11 月 7 日公司以 32.23 亿元竞得五区市场南侧地块（16.47 万平方米），总投资估算 78.63 亿元（含土地成本 33.21 亿元），规划总建筑面积约 66 万平方米（地上 44.3 万平方米，含集中商业、LOFT、商务办公），定位“进出转”融合中心、“贸工城”服务中心、“文商旅”体验中心，作为五区进口商品城的延伸，为进口贸易创新试点“提量扩面”提供实体空间；公司测算项目税后投资回收期 7.83 年，资金来源为自有资金及部分银行贷款。2026 年 4 月 30 日再以 4.13 亿元竞得相邻商博路地块（总投资 17.60 亿元，税后回收期 15.91 年、收益率 4.16%），与五区南整体规划为文商旅综合体。公司计划 2026 年内全面开工，2029 年底前投入运营。

考虑六区招商与运营经验，写字楼先售后建回笼现金（T3-T7 2024 年 11 月开盘售罄、2025-2026 年陆续交付），市场板块以选位费前置收款。我们判断，若五区南项目沿用六区模式，招商与选位费收取或早于 2029 年投运，且有望覆盖前期资本开支，将接力六区成为未来 3-5 年的重要扩容增量。

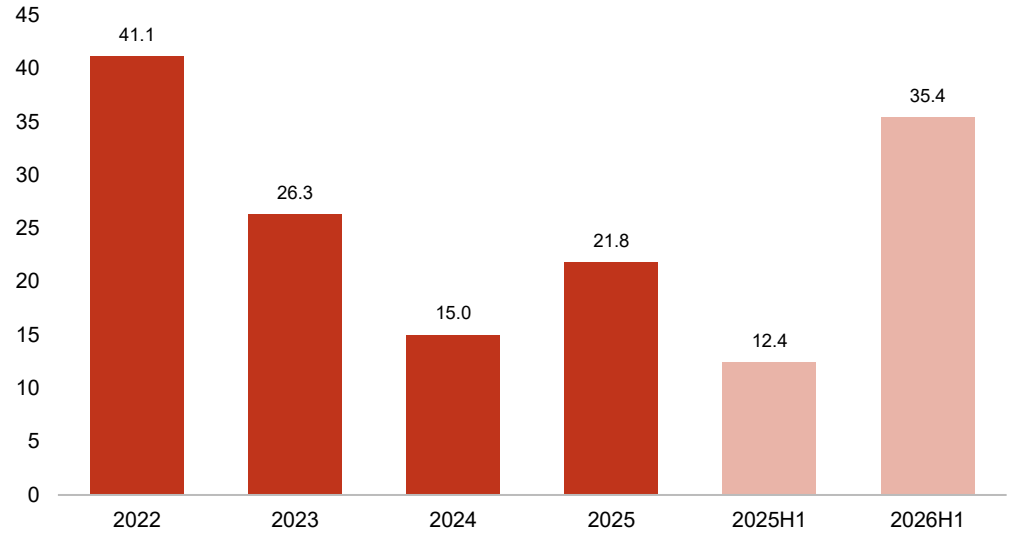
图表36：五区南（七区）及相邻地块投资概览

项目	竞得时间	土地款（亿元）	总投资（亿元）	总建面（万平方米）	定位	公司测算回收期/收益率
五区市场南侧地块	2025.11.07	32.23	78.63	66.0（地上 44.3）	“进出转”融合中心、“贸工城”服务中心、“文商旅”体验中心	7.83 年/6.41%（税后）
商城大道与商博路交叉口东北侧地块	2026.04.30	4.13	17.60	19.49（地上 13.96）	与五区南整体规划的文商旅综合体	15.91 年/4.16%（税后）
全球数贸中心（已建成）	—	—	83	125	第六代市场、数贸港、写字楼、公寓	—

资料来源：公司公告，控股集团债券募集说明书，国盛证券研究所

资本开支方面，2022-2023 年是全球数贸中心的集中投入期，公司购建长期资产支付的现金分别为 41.1 亿元、26.3 亿元，2024 年回落至 15.0 亿元，2025 年为 21.8 亿元；2026 年上半年升至 35.4 亿元（上年同期 12.4 亿元），主要是支付五区南及相邻地块的土地款（当期新增土地使用权 33.2 亿元）。我们判断，五区南 2026 年内全面开工、建设周期 3-4 年，两地块总投资合计约 96 亿元（其中土地款约 36 亿元已基本支付），2026-2028 年公司将处于新一轮资本开支高峰；参照六区“写字楼预售 + 选位费前置收款”的回款节奏，叠加 2025 年 105 亿元的经营活动现金流净额，我们预计本轮投入主要由经营现金流、预售与选位费回款及部分银行贷款覆盖。

图表37：资本开支：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 贸易服务：让贸易更便利，数字化升级市场生态

4.1 Chinagoods：数字贸易服务的商业化

4.1.1 线上平台是实体市场的延伸，提高交易效率

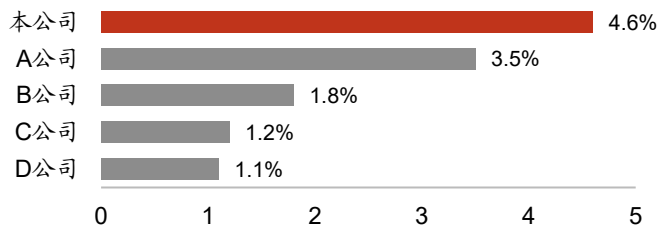
按商品交易总额计公司是全球最大的国际贸易综合服务平台，行业集中度仍低。根据灼识咨询，按 2025 年商品交易总额计，公司在全球和中国国际贸易综合服务平台中份额分别为 4.6%和 13.0%，行业 CR5 为 12.2%（全球）/29.7%（中国）；按商户数计，义乌中国小商品城是全球最大的小商品批发市场。

图表38：全球国际贸易综合服务平台行业排名（按 2025 年商品交易总额）

排名	公司	商品交易总额（亿元）	全球份额	中国份额
1	本公司（义乌中国小商品城）	3224	4.6%	13.0%
2	A 公司（纳斯达克上市全球电商平台）	2500	3.5%	5.0%
3	B 公司（纽交所/联交所上市，总部杭州）	1300	1.8%	5.2%
4	C 公司（跨境 B2B 电商平台，总部北京）	850	1.2%	3.4%
5	D 公司（市场运营商，总部山东临沂）	776	1.1%	3.1%

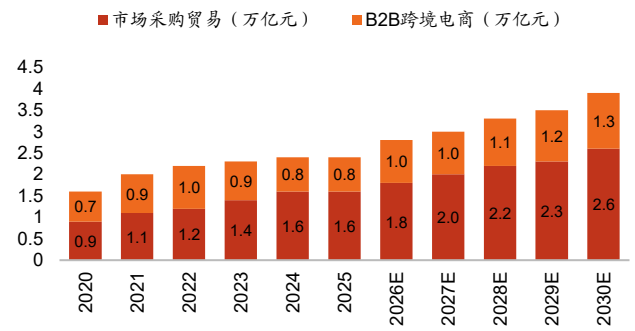
资料来源：公司公告，灼识咨询，国盛证券研究所
注：公司商品交易总额基于义乌市统计局 2025 年抽样成交额

图表39：2025 年全球国际贸易综合服务平台市场份额



资料来源：公司公告，灼识咨询，国盛证券研究所

图表40：中国国际贸易综合服务平台市场规模（万亿元）



资料来源：公司公告，灼识咨询，国盛证券研究所

线上平台被纳入义乌的服务体系，商户借助平台扩大销售而非离开市场。我们认为小商品是非标品，B2B 采购需现场看样、共同改款，线上比价节省的成本难以覆盖选错货的试错成本，招股书对 Chinagoods 的定位正是“将线上流量转化为线下采购、验货及交易机会”。义乌订单“小单、多元、灵活”，根据市场普查数据 1 万美元以内的外贸订单占比 91.9%、较近三年提升约 3 个百分点，多客户多品类拼柜依赖线下集货与 1039 通关。

公司同时把外部平台引入市场：2026H1 联合 TikTok Shop、小红书、Wildberries 等平台开展 13 场跨境电商培训，邀请亚马逊、敦煌网、希音等 20 家平台启动“全球数贸中心电商引力加速计划 2.0”，超 70%的商户参与线上贸易、其中 40%以上实现线上线下融合经营，全球数贸中心 700 余家经营户开展夜间跨境直播。

Chinagoods 是实体市场的线上延伸，为商户提供展示、买家撮合和履约配套。Chinagoods 链接 5 万家实体商铺，2025 年末注册买家约 560 万、在架 SKU 超 1702 万，2026H1 注册买家累计超 586 万，平台把商位、商品、成交与义支付结算、仓储、征信、保理数据打通。商户进驻实体市场时即订阅 Chinagoods，已实现市场经营户服务全覆盖；平台沉淀的贸易数据开始形成收入，义乌指数 2.0 于 2025 年完成商业化首单（联合 Wind、蚂蚁国际实现数据订阅收入 20 万元）；最新上线的“电商通”接入 20 余家电商平台，通过 AI 渠道匹配及入驻指导，帮助商户拓展线上销售渠道。2025 年日均浏览量 43.2 万次、月活跃注册买家 24.3 万、月活跃注册商户占比 61.7%。2026H1 平台通过“定点圈人—内容触达—线上注册—义乌到场”的引流链路实现曝光 38.3 万人次，10 天内从目标市场招引外商 1.3 万人到义乌国际商贸城。

图表41：Chinagoods 主要运营指标

指标	2023	2024	2025	2026H1
注册买家（万人）	400	500	560	586
日均浏览量（万次）	31.4	29.6	43.2	-
月活跃注册买家（万人）	26.0	21.9	24.3	-
月活跃注册商户占比	73.5%	59.7%	61.7%	-
在架 SKU（万个）	-	-	1702	-
AI 应用数量（项）	-	6	14	25

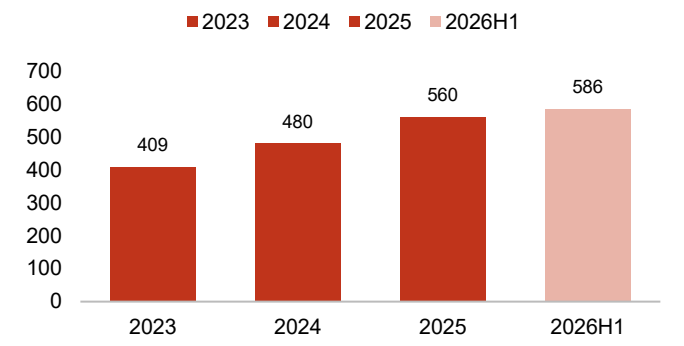
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1.2 订阅费与增值服务构成经常性收入，基础设施费为一次性

Chinagoods 的三类收费中，年度订阅费与增值服务费是经常性收入，数字平台基础设施费随新商户入驻一次性产生。年度订阅费在商户进驻实体市场时收取约 3000 元/商户，覆盖标准服务（产品展示与贸易配对、AI 工具、履约配套、客户支持），订阅期内直线法确认；增值服务费包括优先展示位、关键字广告等，按项/按量单独计费、不设固定上限，并于提供相关服务时确认收入；数字平台基础设施费在商户获准入驻 Chinagoods 时一次性收取，服务续期或到期时无需缴纳。2025 年数字贸易服务收入从 4.05 亿元增至 10.76 亿元（IFRS），增长主要来自新入驻商家带动的数字平台基础设施费。2025 年贸易服务

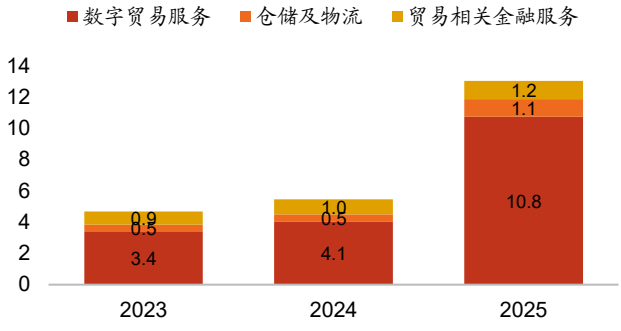
分部利润总额 12.3 亿元含六区商户入驻带来的一次性成分，2026H1 贸易服务分部收入 3.8 亿元/同比-29%、利润总额 3.7 亿元/同比+24%，反映剔除一次性成分后的经常性水平。

图表42：Chinagoods 注册采购商（万人）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

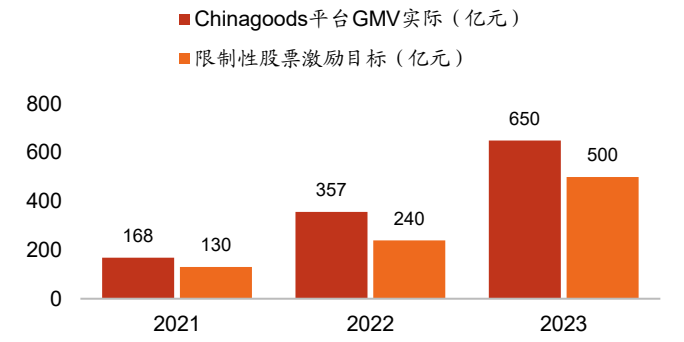
图表43：贸易服务收入结构（IFRS 口径，亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

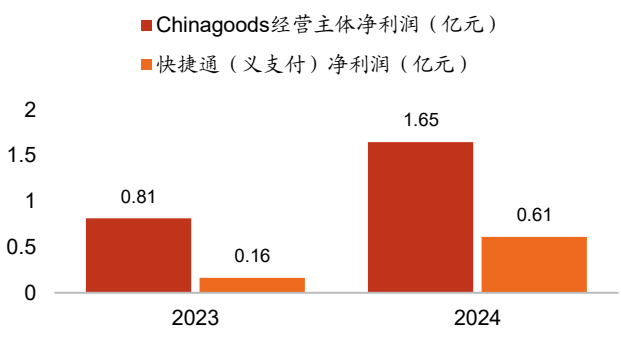
Chinagoods 2023 年以来盈利能力不断强化，2024 年经营性净利润 1.65 亿元。义乌中国小商品城大数据有限公司（Chinagoods 平台经营主体）2024 年营业收入 3.41 亿元、经营性净利润 1.65 亿元/同比+102.1%，2023 年净利润 0.81 亿元，2025-2027 年按高新技术企业 15%税率缴纳所得税；2025 年起公司不再单列主要子公司数据。平台 GMV 在 2021-2023 年为 168/357/650 亿元，均超过限制性股票激励计划设定的 130/240/500 亿元目标；2024 年平台构建统一大会员体系，联动市场、会展、酒店等六大业务场景。

图表44：Chinagoods 平台 GMV 与激励目标（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表45：Chinagoods 经营主体与快捷通净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

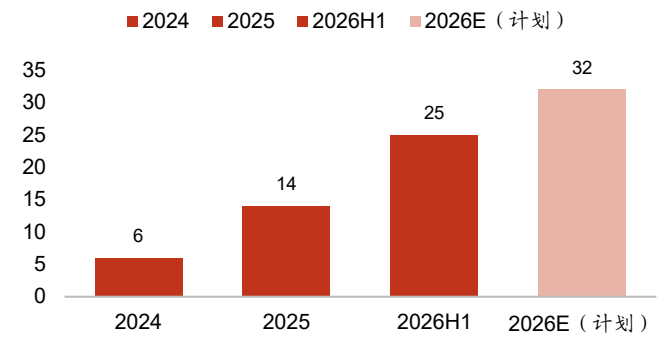
4.1.3 AI 应用提升商户活跃度，付费渗透与单商户收入决定增长空间

AI 工具降低商户的展示与翻译成本，使用深度的提升是增值服务付费的前提。公司与阿里云合作的“世界义乌”商贸大模型 2025 年 10 月上线，2025 年末 APP 注册用户超 5.6 万、累计调用量突破 10 亿次，深度使用者订单增幅超 30%；2026H1 AI 应用增至 25 项，AI 产品服务用户累计超 30 万人，“Chinagoods AI 导航”覆盖一至五区与全球数贸中心、找店效率提升近 70%。

公司 2025 年年度报告披露的商户案例显示，部分商户依托“CG AI 设计”月均新品上线量从百款提升至 200-300 款，借助“CG AI 视创”年节省拍摄费用数万元。2025 年公司组织 AI 培训超 450 场、覆盖学员近 15 万人次，2026 年计划 AI 应用增至 32 项。

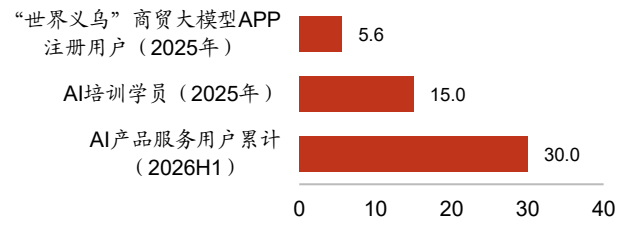
2024 年使用过自研 AI 产品的商家新增超 1.9 万家、AI 应用用户累计超 20 万，2026H1“世界义乌”商贸大模型 APP 累计用户超 6.5 万人。

图表46：Chinagoods AI 应用数量（项）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表47：Chinagoods AI 相关用户与培训规模（万人）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

客户覆盖已接近上限，Chinagoods 的增长取决于付费渗透率与单商户收入的提升。市场商位 66642 个、市场经营主体约 8 万家、Chinagoods 链接实体商铺 5 万家、月活跃注册商户占比 61.7%。订阅费随商位进驻收取，已实现市场经营户服务全覆盖；差异来自增值服务。

弹性在增值付费：六区自主品牌或经营 IP 产品的商户占比 68%、700 余家经营户开展夜间跨境直播、大模型深度使用者订单增幅超 30%，有助于渗透率和客单价提升。公司长期希望一半以上的经营主体使用深度会员功能。

4.2 义支付：场景优势与跨境支付拓展

4.2.1 跨境支付行业稳步增长，向持牌机构集中

跨境电商与市场采购贸易是中国出口增长最快的两条通道，也是第三方支付机构的核心场景。2025 年中国跨境电商进出口 2.75 万亿元，较 2020 年增长 69.7%；全国货物贸易出口 26.99 万亿元/同比+6.1%，其中民营企业以市场采购方式出口增长 9.2%。义乌 2025 年市场采购贸易出口 5991.8 亿元、占出口总值 82.0%。

我们认为，与一般贸易由银行主导的收结汇不同，跨境电商与市场采购贸易的收款方是数以万计的中小商户，单笔金额小、频次高、币种多，天然适合以线上开户、自动审单为特征的第三方支付机构。

监管框架为支付机构打开了贸易新业态的通道，2025 年进一步延伸到市场采购贸易收结汇。《支付机构外汇业务管理办法》（汇发〔2019〕13 号）确立了支付机构为跨境电商提供外汇结算的基本框架；《关于支持贸易新业态发展的通知》（汇发〔2020〕11 号）允许支付机构凭交易电子信息为跨境电商主体办理结售汇；2025 年 10 月汇发〔2025〕47 号进一步将跨境电商平台、外贸综合服务企业及其推荐客户纳入贸易外汇收支便利化政策，并明确市场采购贸易涉外收支的申报口径（同时废止汇发〔2020〕11 号）。2025 年 11 月国家外汇管理局金华市分局提出构建“银行 + 支付机构”双渠道结算体系、支持义支付探索开展市场采购业务。

2025 年义支付获批开展市场采购贸易收结汇服务，单笔限额由 5 万美元提升至 15 万美元。这意味着在占义乌出口约八成的 1039 通道上，支付机构第一次可以直接面向商户收结汇。

商业模式：按交易额收取服务费，通道成本、合规成本与获客成本决定净费率。义支付通过在中国香港的合作银行为商户开设虚拟账户，代表商户办理外汇结算，境外买家汇入后通知商户，商户可保留资金或提现，资金由中国香港汇至内地；公司就所提供的服务收取服务费，费用标准以平台公开披露或书面协议约定为准。

竞争格局：份额向持牌机构集中；义支付差异化在场景。连连数字（2598.HK）2025 年全球支付交易额 4524 亿元/同比+60.7%、全球支付收入 10.45 亿元/同比+29.3%，累计服务客户 1040 万家、持有 66 项牌照；万里汇（蚂蚁国际）2025 年交易额近 2000 亿美元、同比接近翻倍；空中云汇 2026 年 3 月年化交易量约 2870 亿美元、同比增长超 120%，2026 年 6 月融资后估值 110 亿美元；PingPong 累计处理交易规模超过 3000 亿美元、持有 60 多张全球支付牌照和许可。海外龙头 Payoneer 2025 年总交易量 875 亿美元/同比+9%、收入 10.53 亿美元、综合费率 1.20%，其中大中华区收入 3.54 亿美元/同比+3.9%。

义支付 2025 年跨境业务交易额突破 60 亿美元。依托义乌实体市场商户及贸易生态，公司获批开展市场采购贸易（1039）收结汇服务，形成具有差异性的业务场景。

4.2.2 义支付 GMV 高增长，市场采购贸易方式打开天花板

义乌出口“小额、高频、多币种、多主体”的结算特点，为持牌第三方支付机构提供了介入空间。2025 年义乌出口 7307 亿元、约八成经市场采购贸易方式完成，单票限额 15 万美元，收款方是数以万计的个体工商户与中小企业；买家来自 233 个国家和地区。

商户切换的动因：相比传统银行，线上办理、资金周转率和防冻卡优势突出，商户转化意愿较高。

义支付的优势建立在市场场景之上：客户就是市场内的经营户，贸易数据用于结算审核。2025 年末已为超 2.5 万家商户开通跨境收款账户，客户获取与 Chinagoods、商位管理同源；平台掌握商位、商品与报关数据，可用于收结汇的贸易背景审核；截至 2026 年 6 月业务覆盖 179 个国家和地区、支持 29 种主流币种，2025 年推出非洲本地本币直收、线上美金直收，升级“内外联动”跨境结算模式，2026 年 5 月香港 MSO 牌照获海关正式展业许可并完成合作银行接口直连；支付与征信、保理、仓储、Chinagoods 在同一体系内，2025 年保理新增放款 5.69 亿元。

图表48：义支付的服务要素

要素	义支付
资质	互联网支付牌照、跨境人民币业务资质、市场采购贸易收结汇服务（2025 年获批）、香港 MSO 与 TCSP 牌照
单笔限额	市场采购贸易项下单笔 15 万美元（2025 年由 5 万美元提升）
覆盖与币种	179 个国家和地区、29 种主流币种，与全球数百家主流银行合作
客户	累计开通跨境收款账户商户超 2.5 万家（2025 年末），累计跨境收款额 112 亿美元
结算创新	数字人民币直接受理机构、mBridge 首批扩容机构（秒级到账）、“数币达”首单、非洲本地本币直收
与传统银行渠道的差异	线上办理、资金周转率和防冻卡优势突出，商户转化意愿较高

资料来源：公司公告，义支付官网，国盛证券研究所

收结汇资质与香港牌照扩大服务覆盖。义支付持有浙江省内唯一的国有第三方支付牌照，2025 年获批市场采购贸易收结汇服务。公司 2022 年 7 月完成对快捷通支付 100%股权的收购（对价 4.4 亿元），2022 年 9 月成功获得跨境人民币资质备案，2023 年 2 月发布“义支付”品牌，为浙江省内唯一的国有第三方支付牌照。2025 年义支付获批开展市场采购贸易收结汇服务，跨境出口直收展业范围拓展至浙江全省，单笔限额从 5 万美元提升至 15 万美元，2025 年三季度正式开展结算服务试点；同年成为数字人民币直接受理服务机构与多边央行数字货币桥（mBridge）首批扩容机构，获取香港 TCSP 牌照，2026 年 5 月 MSO 牌照展业。

我们认为，义支付与义乌商贸场景深度结合，具有不可替代的生态协同价值，同时有望受益于自贸区数字贸易基础设施建设等政策扶持，“牌照+场景+数据”的复合优势成为义支付稀缺性的核心。

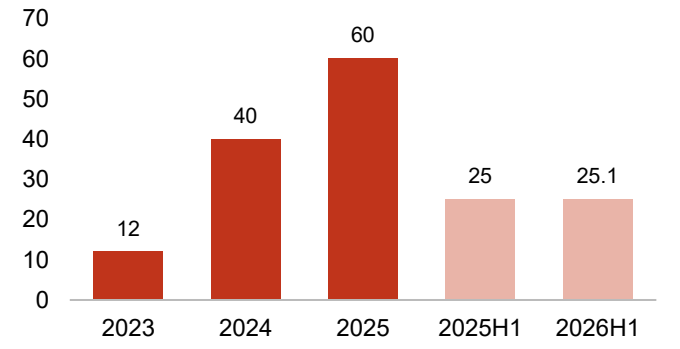
图表49：义支付牌照与业务里程碑

时间	事件
2021.06-2022.07	公告收购海尔金控旗下快捷通支付 100%股权（对价 4.4 亿元），2022 年 7 月完成交割
2022	获批跨境人民币业务资质
2023.02	正式发布“义支付 Yiwu Pay”品牌
2023-2025	跨境支付交易额 83 亿元→278 亿元→437 亿元（人民币），2025 年末服务 25227 名客户
2025	获批市场采购贸易收结汇服务、跨境出口直收展业范围拓展至浙江全省、单笔限额 5 万→15 万美元；mBridge 首批扩容机构；数字人民币直接受理服务机构；香港 TCSP 牌照
2026.05-06	香港 MSO 牌照获海关正式展业许可；联合工商银行发布数字人民币跨境电商支付解决方案，首单“数币达”落地
2026H1	跨境支付业务交易额超 25.1 亿美元；业务覆盖 179 个国家和地区、29 种币种

资料来源：公司公告，浙江在线，国盛证券研究所

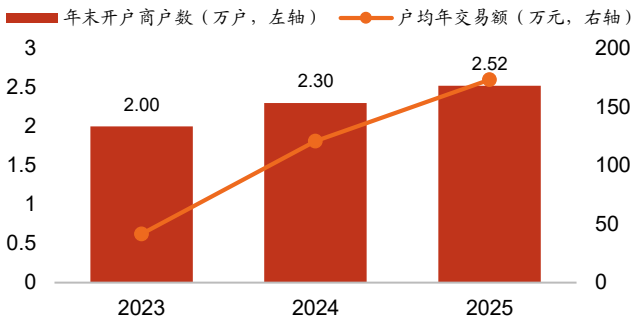
2023-2025 年跨境支付交易额由 83 亿元增至 437 亿元，增长主要来自客户数稳步增加且单客户交易规模提升：累计开通跨境账户的商户数由 2023 年末超 2 万户增至 2024 年末 2.3 万户、2025 年末 25227 户，按年末开户数测算的户均年交易额则由约 42 万元升至约 121 万元、173 万元。2025 年 GMV 突破 60 亿美元、同比增长超 50%；2026 年上半年 GMV 超 25.1 亿美元、同比基本持平。我们判断 26H1 义支付主要受国际形势扰动，以及 2025Q3 正式开展的市场采购贸易结算尚未放量，但随着未来国际贸易形势趋稳以及义支付推广深化，预期其跨境支付结算的业务发展空间广阔。

图表50：义支付跨境支付交易额（亿美元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

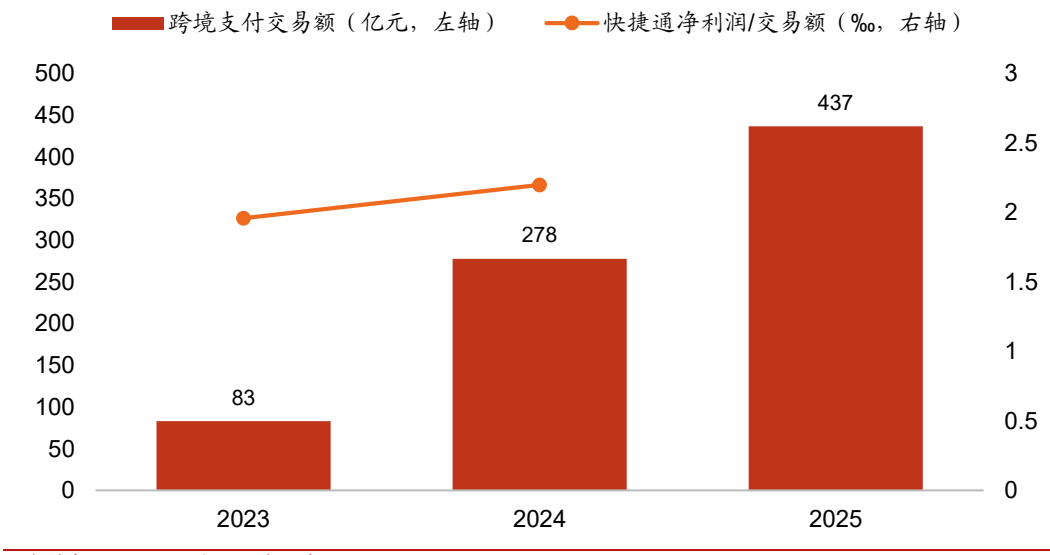
图表51：义支付开通跨境账户商户数与户均年交易额



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

义支付净利润约为跨境支付交易额的 2‰。快捷通支付服务有限公司 2023 年、2024 年净利润为 0.16 亿元、0.61 亿元/同比+274.7%，对应当年跨境支付（人民币）交易额 83 亿元、278 亿元的 1.96‰、2.20‰。按 2026 年 100 亿美金交易额、美元兑人民币汇率 6.7、净利润/交易额 2.0‰-2.2‰测算，对应义支付净利润 1.3-1.5 亿元。

图表52：义支付跨境支付交易额与快捷通净利润率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2.3 数字人民币跨境结算处于首单阶段，开辟结算新场景

义支付已取得数字人民币受理资质并接入多边央行数字货币桥，2026 年 6 月落地首单跨境电商“数币达”业务。公司 2025 年获批成为数字人民币直接受理服务机构，并作为首批扩容机构接入多边央行数字货币桥（mBridge，跨境批发型结算基础设施），实现跨境人民币结算秒级到账；2026 年 6 月联合工商银行发布“数字人民币跨境电商支付解决方案”，依托数字人民币系统实现跨境支付点对点直连、减少中间环节，同月完成首单“数币达”业务。

公司 H 股募资用途之一是在主要贸易枢纽申请或收购金融、外汇及支付牌照并升级多币种结算网络，三至五年目标海外牌照及/或注册 10 项，有望把跨境结算能力从境内牌照延伸到境外通道。

图表53：H 股募集资金用途

用途	具体计划	三至五年目标
海外综合业务扩张	在欧洲、拉美、东盟建设海外分市场（品牌授权 + 共同开发 + 管理服务，“前店后仓”贸易枢纽）；义乌选品海外展厅（轻资产展厅、有仓库支持的展厅、品牌集合店）；与专业仓储营运商合作部署 FBC 海外仓，建立跨境干线物流框架	海外分市场 20 个、海外展厅 40 间、海外仓 40 个
全球数贸中心（五区南）开发、建设及推广运营	进出转融合中心、贸工城服务中心、文商旅体验中心三个核心中心的场地开发与主体建设、数字基础设施；竣工前后的租户招揽、品牌推广与初期运营	2026 年底前动工、2029 年年底前投入运营
义支付海外金融及支付牌照、跨境支付基础设施	在全球主要贸易枢纽、重点城市及新兴市场申请或收购金融、外汇及支付牌照，建立跨司法权区、多币种的合规结算网络；升级多币种支付结算核心节点、反洗钱与智能风控系统	海外牌照及/或注册 10 项
Chinagoods 技术、系统升级与研发	升级核心系统模块与稳定性，开发新数字功能；整合线下实体店、仓库与线上目录的端到端数据流，升级数字化采购与履约协调系统，扩大技术团队	-
营运资金及一般企业用途	-	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

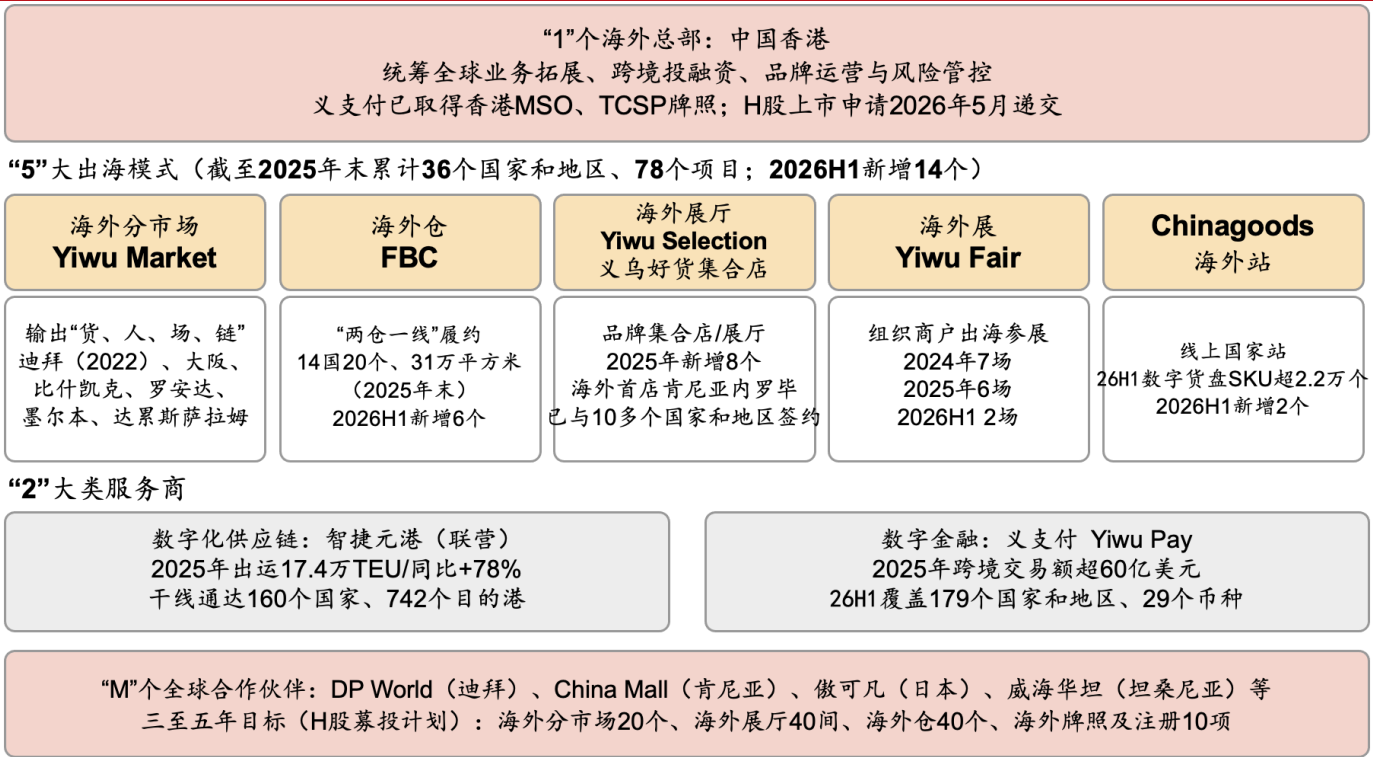
4.3 品牌出海：开启国际化战略，仓储物流补全履约链条

4.3.1 “1+5+2+M”体系：从单点展厅到全球贸易服务网络

出海是公司从“义乌的市场”走向“全球的贸易服务商”的关键一步，也是 H 股发行的主要投向。2023 年公司发布“义乌中国小商品城”品牌出海计划，2025 年升级为“1+5+2+M”战略体系：以 1 个海外总部（中国香港）为核心枢纽，依托海外分市场、海外仓、海外展厅、海外展、Chinagoods 海外站 5 大出海模式，联合数字化供应链（智捷元港）与数字金融（义支付）2 大类服务商，链接 M 个全球合作伙伴，目标是实现“厅开全球、仓布全球、运布全球”。“1+5+2+M”品牌出海体系截至 2025 年末累计在 36 个国家和地区布局 78 个项目（2024 年末为 20 个国家和地区、46 个项目），2025 年新增 32 个、2026H1 新增 14 个，公司 2026 年计划新增 30 个以上、其中海外分市场 4 个；截至 2025 年末，计划发布以来已帮助 5000 余家经营主体出海、带动义乌市场年出口 130 亿元以上。截至 2026H1 海外资产 6.08 亿元、占总资产 1.41%；H 股招股书披露的未来三至五年目标是海外分市场 20 个、海外展厅 40 间、海外仓 40 个、海外牌照及/或注册 10 项。

我们认为，出海业务现阶段的价值不在报表而在生态。公司在 2026 年 8 月的投资者关系活动记录表中表示，海外拓展“目前模式以轻资产为主，通过合作方式拓展”，迪拜项目为联营、不并表，截至 2026H1 海外资产仅占总资产的 1.4%，短期对收入和利润的直接贡献有限；其作用在于把义乌市场的货盘前置到海外买家身边，为市场商户引流、提高商位粘性，并为智捷元港的物流和义支付的结算带来增量交易。H 股募集资金拟主要投向海外分市场、海外展厅、海外仓与海外牌照，若按三至五年目标落地，海外网络将由目前的“点状项目”升级为覆盖欧洲、拉美、东盟、中东与非洲的区域化网络，有望成为继六区、贸易服务之后的下一个成长叙事。

图表54：公司“1+5+2+M”品牌出海战略体系



资料来源：公司公告，中国新闻网，浙江在线，国盛证券研究所

4.3.2 海外分市场与“义乌好货”：以轻资产方式复制义乌模式

海外分市场（Yiwu Market）输出的是义乌市场“货、人、场、链”的整套模式。样板项目是 2022 年 6 月开业的迪拜义乌中国小商品城：与迪拜环球港务集团（DP World）在杰贝阿里自贸区合作建设，总投资约 10.6 亿元、建筑面积 16 万平方米、设 1600 个商位和 324 个仓库，采用“前店后仓”布局，2025 年举办了首届“中国汽车节”。此后公司转向更轻的合作模式：2024 年在迪拜、胡志明新增 2 个仓储式展销中心，2025 年新增日本大阪（合作方傲可凡集团，经营主体 90 余家）、吉尔吉斯斯坦比什凯克、安哥拉罗安达、澳大利亚墨尔本 4 个海外分市场，2026 年 7 月与威海华坦公司共建的坦桑尼亚分市场在达累斯萨拉姆揭牌。H 股招股书披露，未来三至五年计划在欧洲、拉美、东盟等地建立 20 个海外分市场，借鉴迪拜经验采用本土化的“前店后仓”布局，由当地团队或运营伙伴在公司境内团队支持下运营。

“义乌好货”（Yiwu Selection）是面向海外买家的品牌集合店/展厅，承担从“卖产品”到“卖品牌”的升级。海外展厅 2023 年末累计 12 个，2024、2025 年分别新增 5 个、8 个，2026 年上半年再增 3 个；Yiwu Selection 品牌出海集合店是由义乌市品牌发展促进会联合义乌各行业头部品牌共同打造的重点出海项目，2025 年 1 月国内首店开业（开业 5 小时签约订单 1.2 亿元），2025 年 8 月海外首店落地肯尼亚内罗毕（约 1000 平方米、集合 20 余个义乌品牌，由当地 China Mall 集团运营），2026 年 5 月 2.0 版门店在义乌开业，集合店网络已拓展至肯尼亚等 10 多个国家和地区。H 股招股书计划未来三至五年建立 40 间海外展厅，公司计划布局轻资产产品展厅和有仓库支持的展厅，并发展“义乌选品品牌集合店”。此外，Yiwu Fair 海外展 2023-2025 年分别举办 6 场、7 场、6 场，Chinagoods 海外站 2023 年上线 6 个国家站、此后陆续新增，26H1 汇聚数字货盘 SKU 超 2.2 万个。

图表55：“小商品城品牌出海”分模式进展与目标

出海模式	2023 年	2024 年	2025 年	2026H1	三至五年目标
累计布局	发布品牌出海计划	20 个国家和地区、46 个项目（新增 23 个）	36 个国家和地区、78 个项目（新增 32 个）	新增 14 个；全年计划新增 30 个以上	—
海外分市场（Yiwu Market）	调研雅加达、开罗、吉达	新增迪拜、胡志明 2 个仓储式展销中心	新增大阪、比什凯克、罗安达、墨尔本 4 个	新增 1 个；7 月坦桑尼亚分市场揭牌	20 个
海外仓（FBC）	5 个，超 10 万平方米	新增 4 个（洛杉矶、东京、马德里等）	新增 13 个；年末 14 国 20 个、31 万平方米	新增 6 个	40 个
海外展厅（Yiwu Selection/义乌好货）	累计 12 个	新增 5 个	新增 8 个；海外首店落地肯尼亚	新增 3 个；集合店已与 10 多个国家和地区签约	40 间
海外展（Yiwu Fair）	6 场	7 场	6 场	2 场	—
Chinagoods 海外站	上线 6 个国家站	新增 5 个	新增 1 个	新增 2 个；数字货盘 SKU 超 2.2 万个	—
带动效果	—	累计助力 5000 余家经营主体出海	带动义乌市场年出口 130 亿元以上	海外资产 6.08 亿元、占总资产 1.41%	海外牌照及注册 10 项

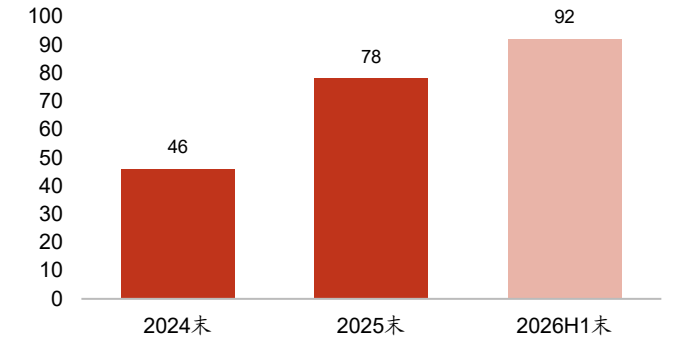
资料来源：公司公告，浙江在线，国盛证券研究所

4.3.3 仓储物流与自营贸易：智捷元港补全履约，“爱喜猫”连接进口消费

仓储物流与出海网络以轻资产方式延伸贸易服务，为商户提供履约节点。仓储物流以联营公司智捷元港为主体（权益法核算），构建“国内仓+海外仓+国际物流专线”体系，2025 年集装箱出运量 17.4 万 TEU/同比+78%、合作物流伙伴 1443 家，自持及代管 FBC 海外仓布局 14 个国家共 20 个、总仓储面积 31 万平方米；2026H1 出运量 8 万 TEU/同比+11%，取得国际班轮运输经营资格。公司自营仓储服务 2025 年收入 1.12 亿元（IFRS），贸易服务分部另有租赁收入 2.2 亿元（IFRS 其他收入）。

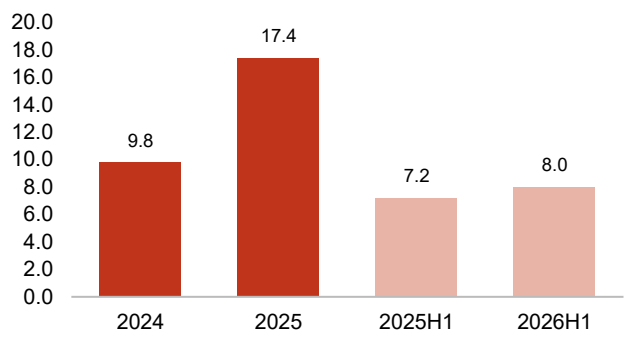
自营贸易与“爱喜猫”是“买全球”一侧的抓手。公司 2017 年设立小商品城进出口公司、2019 年创立自有新零售品牌“爱喜猫”（ICMALL，International Commodity Mall 的音译），以“发现全世界的好商品”为定位，精选进口消费品与义乌源头好货，SKU 逾 2 万个、覆盖家居、美妆个护、母婴、食品饮料、文创、玩具及消费电子产品等；2023-2025 年末门店分别为 17 家、25 家、29 家（2025 年末合作方门店 22 家、直营 7 家），线下收入 0.25 亿元、0.36 亿元、0.33 亿元，体量尚小，意义在于为进口正面清单试点商品和综保区保税货源提供面向消费者的销售渠道。规模更大的是进口、出口与国内贸易：2025 年贸易收入合计 99.0 亿元，其中进口 63.3 亿元、国内 28.8 亿元、出口 6.9 亿元，年末贸易伙伴 473 家（2023 年末 280 家）。

图表56：“小商品城品牌出海”累计项目数（个）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表57：智捷元港集装箱出运量（万 TEU）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2026-2028 年营业收入分别 232.8、268.5、307.6 亿元，同比+16.8%、+15.3%、+14.6%；归母净利润分别 47.3、52.1、57.9 亿元，同比+12.6%、+10.1%、+11.2%。收入增速高于市场经营的原因是低毛利的商品销售与高增速的贸易服务占比上升；利润增长由入场资格费/选位费确认、租金提升与贸易服务盈利共同贡献。

主要假设：

（1）市场经营：租金稳步提升，入场资格费/选位费按合同期分期确认。假设 2026-2028 年市场经营收入分别为 60.6/68.4/67.1 亿元，毛利率各 79.8%/81.5%/81.1%。

（2）贸易服务：义支付展业与 Chinagoods 增值服务推动高增长。2025 年贸易服务收入 15.3 亿元含六区商户入驻带来的一次性数字平台基础设施费，预计 2026 年 18.3 亿元/+20%，2027-2028 年各+40%，2026-2028 年毛利率各 81%/77%/85%。

（3）配套房产：按交付节奏确认。参考 2026H1 已确认收入，预计 2026 年收入 15.65 亿元、毛利率 46%；考虑 T1-T2 预计 2027 年底竣工，假设 2027/2028 年收入 10.0/6.0 亿元、毛利率均为 25%。

（4）商品销售、配套服务及其他：维持微利与稳健增长。考虑进口业务拓展及自营出口增长空间，假设商品销售 2026-2028 年增长 25%/20%/22%；参考 2025 年及 2026H1 毛利率，假设毛利率为 0.75%。配套服务采用低于 2025 年增速的 12%/10%/10%，其他业务按温和恢复情景增长 10%/8%/8%。

（5）假设 2026-2028 年有效税率为 23.50%。

（6）不计入五区南收入与 H 股发行摊薄。

图表58：公司收入拆分预测（百万元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	19927	23283	26847	30763
yoy	26.6%	16.8%	15.3%	14.6%
综合毛利率	31.4%	32.2%	31.0%	30.0%
市场经营				
收入	5255	6062	6843	6706
yoy	14.8%	15.4%	12.9%	-2.0%
毛利率	82.9%	79.8%	81.5%	81.1%
贸易服务				
收入	1528	1834	2567	3594
yoy	106.8%	20.0%	40.0%	40.0%
毛利率	82.7%	81.0%	77.0%	85.0%
配套房产				
收入	1950	1565	1000	600
毛利率	11.7%	46.0%	25.0%	25.0%
商品销售				
收入	9984	12480	14976	18271
yoy	7.9%	25.0%	20.0%	22.0%
配套服务				
收入	543	608	669	736
yoy	21.11%	12.00%	10.00%	10.00%
其他业务				
收入	667	733	792	855
yoy	-6.70%	10.00%	8.00%	8.00%
归母净利润	4204	4731	5209	5791
yoy	36.8%	12.6%	10.1%	11.2%
EPS（元）	0.77	0.86	0.95	1.06

资料来源：公司 2025 年年度报告，国盛证券研究所

考虑公司兼具实体市场运营与数字贸易服务属性，我们选取中国国贸、焦点科技、吉宏股份及华凯易佰作为可比公司。义乌贸易集聚形成的商位资产是公司的核心竞争力，市场经营构成盈利底盘。2023 年以来租金动态调整的同时入驻率稳中有升，说明商位需求由义乌的制度保障、产业带、全球买家与物流成本共同支撑。我们认为，考虑市场经营稳健增长、六区选位费与写字楼交付提供 2026-2028 年的利润可见度、贸易服务从快速放量并贡献利润以及公司稳健的股东回报，维持“买入”评级。

图表59：可比公司估值表

		EPS（元/股）				PE		
		2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600007.SH	中国国贸	1.19	1.15	1.14	1.17	17.85	17.96	17.57
002315.SZ	焦点科技	1.59	1.29	1.65	2.03	19.17	15.05	12.24
002803.SZ	吉宏股份	0.61	0.79	1.01	1.24	25.66	20.14	16.29
300592.SZ	华凯易佰	0.36	0.94	1.18	1.42	19.75	15.75	13.10
平均值						**20.61**	**17.23**	**14.80**
600415.SH	小商品城	0.77	0.86	0.95	1.06	12.8	11.7	10.5

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：可比公司估值来源于 wind 一致预期，股价取 9 月 30 日收盘价。

6. 风险提示

外贸环境波动风险。义乌出口对新兴市场依赖度高，地缘冲突、关税与非关税壁垒变化可能影响商户经营与续租意愿，进而影响出租率与提租空间。

选位费确认节奏与假设不一致的风险。选位费在合同期内确认，年度分布取决于管理层判断，若确认前置或后置，2026-2028 年各年利润与我们的预测可能出现较大偏差。

新业务不及预期的风险。义支付 2026H1 交易额同比持平，全年目标兑现存在不确定性；Chinagoods 增值服务付费渗透、进口正面清单扩面、数字人民币跨境结算的落地时间与变现方式尚未确定。

资本开支与项目回报风险。五区南等项目总投资超 96 亿元，若建设周期延长、投资超概算或招商、销售不及预期，将影响自由现金流与分红能力。

测算误差风险。本报告对商位使用费与准入费拆分、选位费待确认金额、Chinagoods 与义支付经济性的测算基于公开信息与我们的假设，可能与实际存在偏差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com