

主体评级报告：

浙江中国小商品城集团股份有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 5 月 26 日

到期日期：2026 年 5 月 25 日

项目负责人：

王宇飞 010-65166010；fred.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

任映雪 010-65166037；yingxue.ren@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、评级基准.....	7
二、个体信用状况	13
三、主体信用等级	14
附录	15

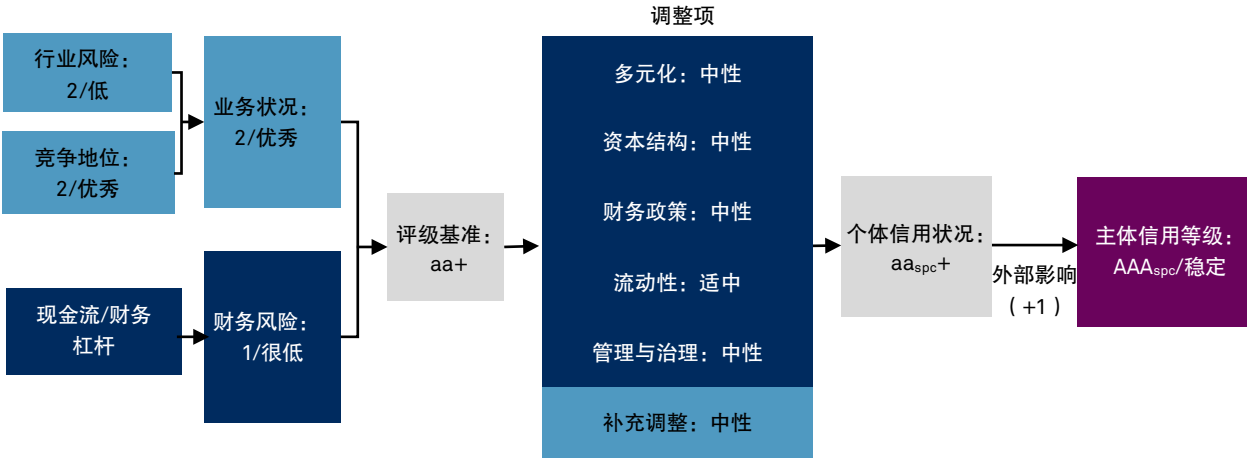
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
浙江中国小商品城集团股份有限公司	商业物业持有运营及 Reits	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 5 月 26 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
义乌市拥有优秀的贸易基础和营商环境，较好的外部环境有利于公司的业务开展。	国际贸易环境与地缘政治局势波动对部分小商品市场商户的经营状况形成冲击，间接对公司的市场经营业务构成影响。
商城股份所经营的义乌国际商贸城具备很强的知名度及全球影响力，整体经营状况优秀且稳定性高，盈利能力很强。	
商城股份杠杆水平很低，利息偿付能力很强，同时资本市场认可度较高，融资成本低，备用流动性较为充裕。	
商城股份在义乌市“兴商建市”过程中扮演重要角色，贡献程度突出，将持续获得外部支持。	

评级展望

浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“商城股份”和“公司”）的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，商城股份凭借现有市场的稳定经营及新建市场的增量贡献，行业地位进一步夯实，业务状况整体将进一步优化；同时凭借充裕的营运现金流，债务规模将基本保持在现有规模，经调整总债务/EBITDA 仍将维持在低于 2.5 倍的水平，财务风险保持很低水平。我们相信，商城控股对商城股份的外部支持保持在极高水平。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：商城股份的个体信用状况出现恶化，例如下属市场整体出租情况显著恶化。

上调情形：不适用。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025 年 5 月 14 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2023 年 12 月 22 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：无

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn



项目负责人

王宇飞

北京

fred.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

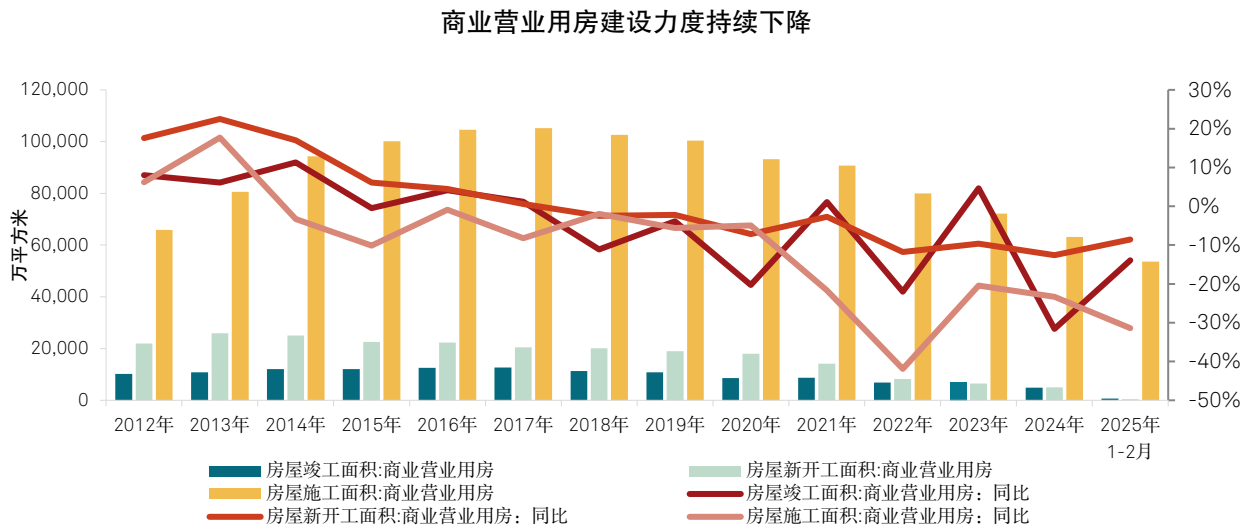


宏观经济与行业环境

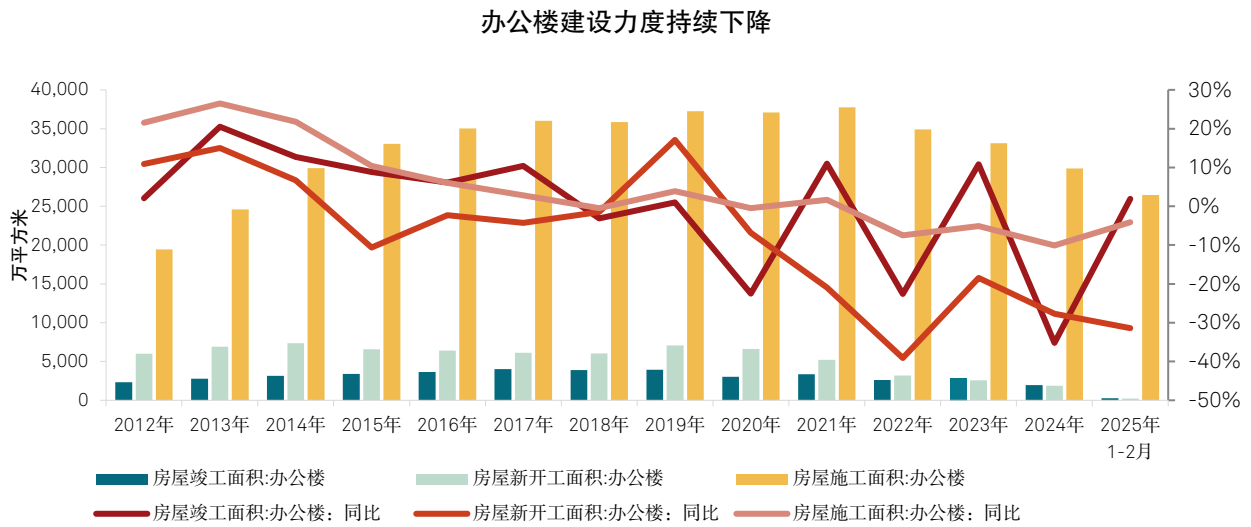
我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，中国商业地产市场竞争以存量竞争为主。商业地产行业主要指持有稳定房地产或其他资产投资组合并从房地产租赁或其他资产租赁获得绝大部分收入和利润的行业。按照物业经营业态，商业地产总体可以分为商业营业用房和办公楼两大类，包含办公楼、物流地产、零售地产、酒店运营、IDC、长租公寓、批发市场等多个细分类别。中国商业用房和办公楼建设力度已连续多年减弱。其中，商业营业用房新开工高峰出现在 2013 年，建设和竣工高峰均出现在 2017 年；办公楼相应周期略晚于商业营业用房，尤其是新开工面积方面在疫情前后出现了小高峰。

图1



资料来源：国家统计局，iFind
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资料来源：国家统计局，iFind
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，批发环节作为连接生产端与消费端的核心枢纽，在促进商贸流通中扮演了不可替代的角色，批发市场是批发环节核心支持主体。批发环节起到了包括商品集散、降低交易成本、促进就业、保障核心物资供应等多种作用。批发市场作为承载批发环节的主要载体，其正常运营保障了批发环节作用的实现。批发市场包括综合市场和专业市场两大类，综合市场进一步分为生产资料综合市场、工业消费品综合市场、农产品综合市场和其他综合市场 4 小类。根据《2020 年中国商品交易市场统计年鉴》，综合市场占全国市场营业面积约 28%。

我们认为，义乌市拥有优秀的贸易基础和营商环境，贸易对义乌市乃至浙江省经济发展均具备很高的贡献度。受益于发展市场经济时间较早打下的良好基础，义乌市开展进出口贸易亦时间较早并受到各级政府政策扶持，目前已形成包括丰富的交通物流配套资源、高效的行政效能在内优秀营商环境。同时，贸易对于义乌经济发展重要程度很高，尤其是进出口贸易，为世界小商品之都。义乌在全国县域范围内经济实力居前，商贸物流对于经济的重要性显著高于其他城市。2024 年，义乌市 GDP、进出口总额、快递业务量，整体仍保持高速发展。2024 年，义乌市进出口、出口和进口值占全省份额分别为 12.7%、15.1%和 5.9%，对浙江省出口增量贡献率达 26.1%，位居全省第一。

我们认为，美国本次贸易政策变动对义乌经济虽将产生负面影响，但影响程度相对可控。根据 2020 至 2024 年义乌市出口数据情况，义乌市出口目的地分散度均很高，受单一国家波动影响程度低。同期，美国出口占比呈稳中有增趋势，从 2020 年约 9%增至 2024 年的 14%。近年来，义乌市出口主要采用市场采购贸易方式，该方式下关税由采购商自行报关，商户不承担关税波动的直接风险。此外，中国商品制造能力暂时难有其他国家替代且性价比优势较大，采购商仍将保持对于中国商品的采购意愿。美国本次贸易政策变动伊始，义乌市长开展了外贸工作调研、义乌市委书记召开了外经贸高质量发展座谈会，体现当地政府对外贸业务客观环境变化感知较为敏锐、行动较为高效，预计后续政府将出台相关支持政策对外贸产业链进行帮扶以度过本次贸易政策变动。同时，市场从业者也采取积极行动进行非美市场开拓。

表1

义乌市主要出口目的地情况						
2023 年				2024 年		
序号	国家和地区	出口额（亿元）	占比(%)	国家和地区	出口额（亿元）	占比(%)
1	美国	586.57	12	美国	835.70	14
2	印度	290.89	6	印度	284.21	5
3	墨西哥	200.94	4	墨西哥	240.11	4
4	巴西	158.67	3	巴西	212.87	4
5	阿联酋	141.77	3	伊拉克	179.01	3
6	沙特阿拉伯	141.02	3	沙特阿拉伯	164.16	3
7	荷兰	122.58	2	阿联酋	162.27	3
8	伊拉克	108.31	2	智利	129.71	2
9	智利	105.84	2	希腊	113.69	2
10	希腊	104.18	2	菲律宾	110.46	2
前 10 小计		1960.77	39	前 10 小计	2432.19	41
合计		5005.7		合计	5889.54	

数据来源：义乌市商务局，标普信评整理。

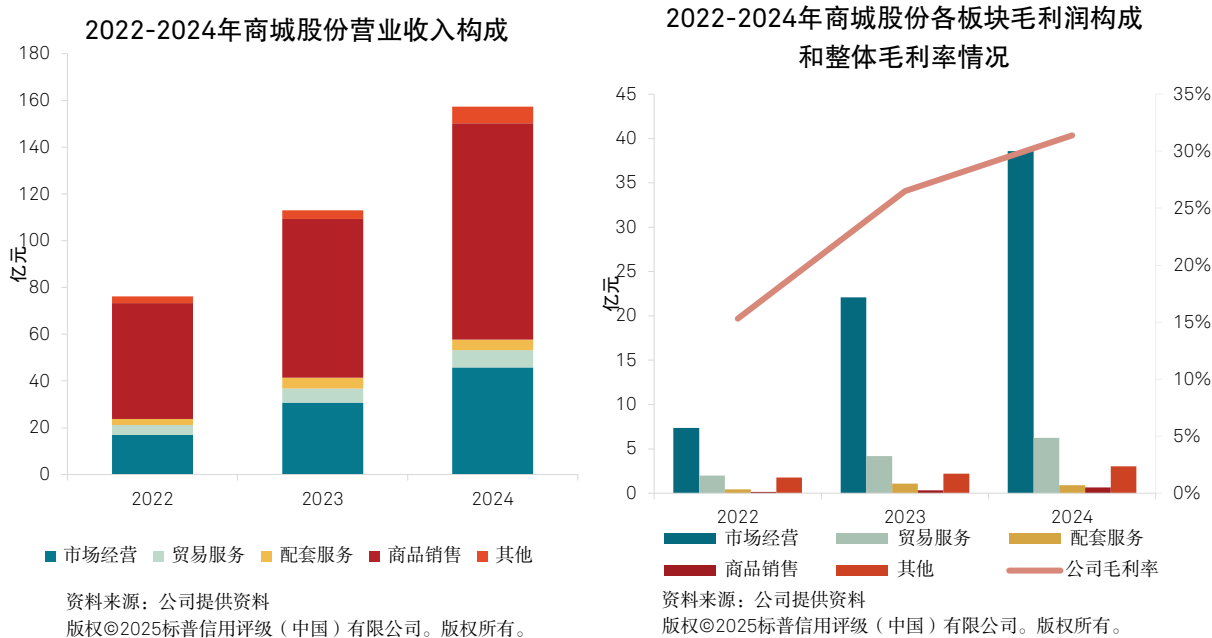
一、评级基准

公司概况

商城股份是由义乌中国小商品城恒大开发总公司（现名义乌市市场发展集团有限公司，以下简称“市场集团”）、中信贸易公司、浙江省国际信托投资公司、浙江省财务开发公司、上海申银证券公司、义乌市财务开发公司等 1993 年成立的股份公司。1995 年 9 月，公司更为现名。2002 年，公司于上海证券交易所挂牌交易，股票代码 600415.SH。2020 年 2 月，根据义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“义乌国资办”）批复，市场集团将所持公司股份无偿划拨至下属全资子公司义乌中国小商品城控股有限公司责任公司（以下简称“商城控股”）。截至 2024 年末，商城控股作为公司控股股东持有公司 55.40% 股权，义乌国资办为公司实际控制人。2025 年 4 月 9 日，商城股份发布公告收到商城控股《关于拟增持小商品城股份的函》，商城控股计划增持商城股份不低于人民币 5 亿元（含）且不超过人民币 10 亿元（含）的股份。2025 年 4 月 12 日，商城股份发布公告称，商城控股已增持约 1 亿元股份，截至 2025 年 4 月 11 日末商城控股持股比例增至 55.53%。商城股份作为上市公司，建立了包括股东大会、董事会、监事会和经营管理层组建的治理结构，按照《企业内部控制规范》建立内部控制相关制度并予以实施。

商城股份主要于义乌市当地开展市场经营业务，并提供酒店、会展、广告、仓储物流、跨境支付、线上平台服务、消费品进口贸易等与促进当地营商环境的多种相关服务，整体业务较为丰富。2024 年，商城股份全年实现收入 157.4 亿元，毛利润 49.4 亿元，截至 2024 年末总资产达到 391.7 亿元。2024 年，商城股份市场经营业务收入 45.8 亿元，收入占比 29.1%；市场经营业务毛利润 38.6 亿元，毛利润占比 78.1%。商城股份 2022-2024 年收入和毛利润构成见下图。

图2



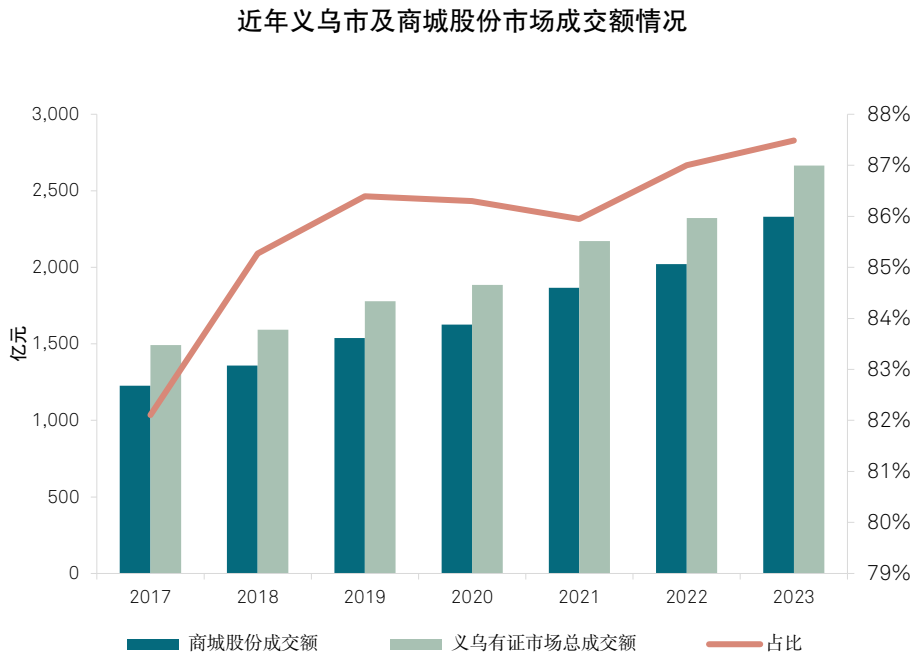
商城股份市场经营业务收入包括商位使用费收入和选位费收入两部分，两者均较为重要。商城股份不进行商位销售，商户只拥有商位使用协议中约定的商位使用期限内的商位使用权。商位使用费收入方面，商城股份按照商位面积收取。自 2024 年始，商城股份新签商位使用协议时将商位使用费进一步分为商位租赁费和运营服务费。选位费收入来源于商户通过竞价方式为选定特定商位所缴纳的费用。选位费采用一次性收取并于首次签订商位使用协议中约定的商位使用期限内摊销计入收入。商位来源于新市场开业以及原有市场通过场地整理优化产生的新商位。我们认为，相较于商位使用费收入，选位费收入虽更多体现为阶段性收入，但是由于目前下属市场可租面积占建筑面积的比例仍有提升空间，商城股份选位费收入仍具备一定可持续性。

业务状况

标普信评认为，商城股份业务状况“优秀”。商城股份所经营的义乌国际商贸城具备很强的知名度及全球影响力，整体经营状况优秀且稳定性高，盈利能力很强，业务规模处于商业地产行业平均水平。虽然经营性物业类型较为单一且区域集中度高，但租户的高度分散一定程度分散了上述风险。

我们认为，商城股份所经营的义乌国际商贸城具备极强的知名度及全球影响力，对义乌市经济发展拥有举足轻重的影响力。商城股份核心市场国际商贸城是义乌市作为全球小商品之都的绝对核心载体，被联合国、世界银行等权威机构称为“全球最大的小商品批发市场”。国际商贸城所销售的商品种类涵盖 210 余万种，已辐射 230 多个国家和地区，国外长驻采购商达 13,000 余人，现有各类涉外机构 5,300 多家，其中外商投资合伙企业 2,200 多家，约占全国的 75%。2024 年，义乌国际商贸城日均客流 22.43 万人次，日均车流 9.9 万车次，外商日均到访量超 3,900 人次，全年吸引进入市场的全球采购商超百万人次，部分国际机构和企业在义乌国际商贸城设立采购信息中心。义乌已成为中国商品走向世界和世界商品走向中国的重要桥梁之一，也成为了全球贸易、产业链的重要一环。从过往情况来看，国际商贸城疫情期间曾全面关闭 28 天，欧美地区多种商品便出现严重缺货。截至 2023 年末，义乌市拥有有证市场建筑面积 612 万平方米，市场经营户数 8.51 万户，市场从业人员数 23.24 万人，总成交额 2664.76 亿元，商城股份占比分别为 72%、86%和 87%。我们预计，商城股份的综合竞争实力将因即将投入运营的义乌全球数字自贸中心项目（即国际商贸城六区）得到进一步巩固。

图3



资料来源：义乌市统计局
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

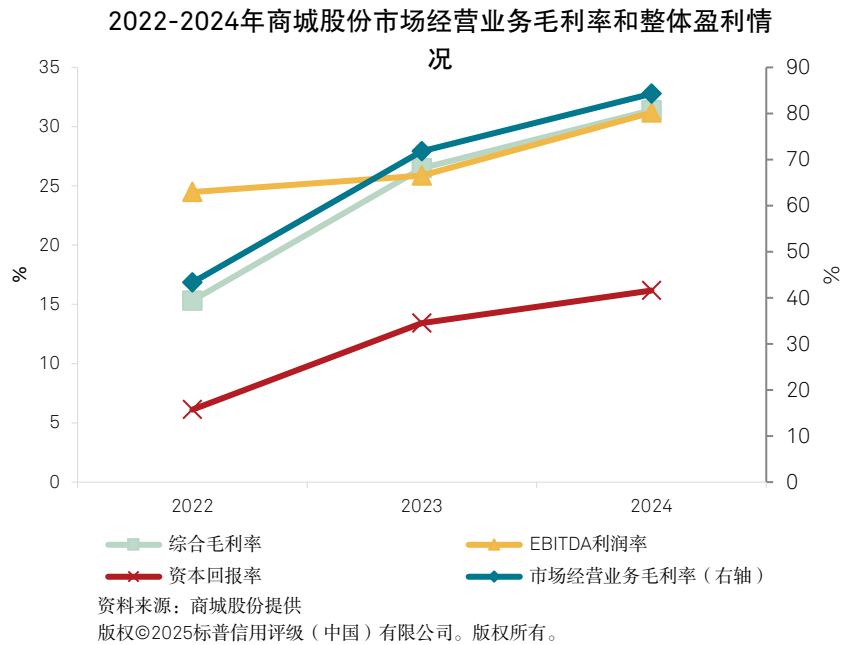
表2

商城股份义乌全球数字自贸中心项目（国际商贸城六区）概况					
序号	项目主要技术经济指标	面积（平方米）	预计投运或交付时间	计划总投资（亿元）	截至 2024 年末已完成投资（亿元）
1	用地面积	374,379		83	42
2	总建筑面积	1,236,415			

3	地上建筑面积	860,439	
3.1	MALL（市场）	391,820	2025 年 10 月
3.2	写字楼	306,576	部分 2026 年 4 月
3.3	商业街区	65,076	2026 年
3.4	公寓	84,944	待定
3.5	中心大脑	12,023	待定
4	地下建筑面积	375,976	

资料来源：商城股份提供，《义乌全球数贸中心项目可行性研究报告》，标普信评整理

我们认为，商城股份下属市场经营情况良好且稳定性高，盈利表现优秀。出租率和续租率方面，受益于义乌市整体商贸物流的优势以及商城股份在服务商户过程所作出的努力，商城股份主要市场中除生产资料市场外出租率持续保持在 95% 以上，整体出租率很高；同时主要市场续租率达到 100%。平均商位使用费方面，商城股份下属市场平均单位商位使用费较高，近年来处于 1400 元/平方米/年的水平。市场的持续繁荣为商城股份提高商位使用费提供了良好的客观条件，商城股份已自 2024 年开始在续签商位使用协议时，在先前水平基础上提高 5%收取。商城股份下属主要市场经营情况详见附录 1。2022-2024 年，商城股份剔除商品销售业务后的 EBITDA 利润率（2022 年将免租影响还原，下同）和资本回报率平均值分别约处于 69%和 12%，均显著高于行业平均水平。我们预计，随着义乌全球数字自贸中心项目主要部分竣工投运，商城股份盈利能力将进一步增强。



我们认为，商城股份整体业务规模处于行业平均水平，虽然经营性物业类型较为单一且区域集中度高，但租户的高度分散一定程度分散了上述风险。截至 2024 年末，商城股份下属市场合计可租面积 141.16 万平方米，商位 75000 余个。2021-2024 年，除 2022 年受公共卫生事件免租影响外，商城股份市场经营板块收入持续维持在 20 亿元以上。目前所有物业均集中在商贸物流领域，除迪拜市场外均位于义乌市内，国际商贸城各区域相互连通，地理集中特征显著。不过，商城股份下属市场涉及产品类别众多且租户高度分散，均可一定程度缓解物业类型单一和区域集中度较高的经营风险。商城股份市场在已经营 210 万个单品的基础上，可以通过对于商户动态的指导和安排乃至培训，维持高单位商位使用费和出租率。同时，受益于下属市场租户高度分散，商城股份已有成熟的系统支持希望退出市场的商户匹配到新的商户，不会因部分商户经营出现问题导致出租情况受到影响。此外，商城股份下属市场商位使用费均采用预收方式，租期 2 年。因此，即使部分商户经营出现问题且难以寻找到新商户，商城股份仍可获得较长的缓冲时间。

我们认为，商城股份高度重视安全生产，对于火灾等相关风险的预防和处置均有妥善的安排并取得了良好的成效，为下属市场高效运营提供了重要支撑。商城股份秉承“安全发展”理念落实市场安全管理各项工作，成立安全生产委员会及安全生产部，专职落实安全监督、指导和协调，并将安全生产工作纳入经营业绩管理考核。商城股份已制定并落实《防汛防台抗旱应急预案》和《火警、火灾应急处置预案》，对相应风险发生时的处置流程等进行了详细规范，同时开展常态化安全督察和检查避免风险的发生。商城股份对所属市场均购买了财产保险，为自身经营设置了较为充裕的安全垫。商城股份连续 30 余年市场安全稳定运行，未发生重大安全安全事故。

我们认为，商城股份其他业务经营情况良好。商城股份将自身战略定位为“全球知名国际贸易综合服务商”，所以除市场经营业务外还提供酒店、会展、广告、仓储物流、跨境支付、线上平台服务、消费品进口贸易等其他服务。虽然受限于主要服务于义乌本地市场，公司上述业务在所属行业内均不具备显著的规模优势，但因可与市场经营业务密切联系并形成良好补充，仍取得了良好的经营成果，对商城股份整体经营情况构成有益补充。

财务风险

核心假设

2025 年商城股份营业收入同比增长 0%-5%，2026 年同比增长 20%-40%。

2025-2026 年，商城股份 EBITDA 利润率约 20%-35%。

2025-2026 年，商城股份年均资本开支约 10-20 亿元。

2025-2026 年，商城股份年均支付现金股利 20 亿元左右。

标普信评认为，商城股份的财务风险“很低”。“很低”的财务风险主要反映了，商城股份具备很低的杠杆水平及很高的利息偿付能力。我们预计，受益于优秀的业务状况，商城股份杠杆水平低，同时受益于六期项目通过物业销售以及选位费和商位使用费预先收取，商城股份可以快速回笼投资资金并确认部分收益进一步压低杠杆水平，利息偿付能力持续保持很高水平。商城股份的资本市场认可度较高，融资成本低，备用流动性较为充裕。

我们预计，商城股份 2025 年营业收入与 2024 年基本持平，2026 年将显著提升，EBITDA 利润率整体将基本保持在 2024 年水平。我们预计，2025 年市场经营收入仍将受益于二期东扩区所收取选位费的递延效应，叠加六期项目开业将大致维持商城股份市场经营板块中选位费规模，同时原有市场仍将保持平稳经营和商位使用费逐年提升及新市场开业的收入来源增加，商位使用费收入稳步提升。同时，商城股份仍将围绕促进市场繁荣拓展物流仓储、展览、进口贸易等相关业务，2025 年营业收入与 2024 年基本持平。受益于六期项目配套写字楼和商业街的竣工交付并将确认完整年度的六期市场商位使用费和选位费，商城股份 2026 年收入将较 2025 年显著提升。EBITDA 利润率方面，受高利润率的选位费收入和低利润率的商品销售收入对整体收入结构影响，2025 年和 2026 年，商城股份 EBITDA 利润率有所波动，整体与 2024 年相差不大。

我们预计，商城股份 2025 年和 2026 年债务规模将基本保持在 2024 年水平，杠杆水平较 2024 年进一步下降。我们预计，公司除六期项目外，后续仍将围绕义乌“兴商建市”开展包括市场建设、仓储物流、平台搭建等项目投资，每年资本开支规模约 10-20 亿元。同时，商城股份仍将保持较高的股利支付率，每年支付现金股利规模保持在 20 亿元左右。受益于六期项目可实现大规模的现金回笼，公司开展资本开支及股利支付将拥有充裕的资金支撑，无需增加债务融资并可实现净债务规模压降，杠杆水平从而进一步下降。同时，公司仍将保持很强的利息偿付能力。

我们认为，商城股份作为上市公司，融资渠道通畅且多样，资本市场认可程度高，再融资能力很强。截至 2024 年末，商城股份主要债务类型为债券，债券类型较为多样，包括超短期融资券、中期票据及公司债。上述债券票面利率均较低，体现了投资者对于公司的认可程度。商城股份与银行为主的各类金融机构保持着稳定良好的合作关系，银行授信额度来源分散程度高。截至 2024 年末，公司获得银行授信额度 57 亿元，其中未使用部分约 49.5 亿元。

表3

商城股份调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F

营业收入	7,620	11,300	15,737	2025 年商城股份营业收入同比增长 0%-5%，2026 年同比增长 20%-40%
EBITDA	1,865	2,922	4,907	
利息支出	283	348	360	
经调整总债务	7,514	7,946	4,678	商城股份年均资本开支约 10-20 亿元，年均支付现金股利 20 亿元左右。
营运现金流	1,705	2,144	3,706	

调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.0	2.7	1.0	0-1.0	0-1.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.6	8.4	13.6	15.0-25.0	30.0-40.0
EBITDA 利润率（%）	24.5	25.9	31.2	20.0-30.0	25.0-35.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：商城股份提供，标普信评整理和调整。

表4

商城股份财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日（单位：百万元）							
	总债务	EBITDA	EBITDA	EBITDA	利息支出	经营活动产生的而现金流量净额	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
报告值	7,642	4,678	4,678	4,678	249	4,491	1,500
标普信评调整							
利息股利收入	-	-	82	-	-	-	-
当期所得税	-	-	-924	-	-	-	-
经营性租赁	-	-	-	-	-	-	-
盈余现金	-2,964	-	-	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	213	213	-	-	-	-
资本化研发费用	-	-29	-29	-29	-	-29	-29
折旧及摊销	-	-	-	-890	-	-	-
费用化利息	-	-	-249	-	-	-	-
资本化利息	-	-	-111	-	111	-	-
现金利息支出	-	-	-	-	-	-360	-
其他	-	45	45	369	-	-	-
调整总额	-2,964	229	-972	-551	111	-389	-29
标普信评调整值							
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	EBIT	利息支出	经营性现金流	资本开支
调整后	4,678	4,907	3,706	4,127	360	4,103	1,471

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：商城股份审计报告，商城股份提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了海宁中国皮革城股份有限公司（简称“海宁皮革城”）、临沂商城控股集团有限公司（简称“临沂商城”）和浙江中国轻纺城集团股份有限公司（简称“轻纺城集团”）作为商城股份可比企业。上述主体为中国开展批发型市场建设运营的主要企业，这些公司在业务范围、经营模式等方面与商城股份有相似性，具备较强可比性。

我们认为，相较可比企业，商城股份拥有更为显著的市场经营业务规模优势、更强的市场经营业务盈利能力以及优秀的经营稳定性。商城股份作为综合性批发市场综合运营商，拥有数量更多的市场，并创造了多倍于可比企业的业务收入，且市场经营业务毛利率领先于可比企业。与此同时，除海宁皮革城外，商城股份与其他可比企业市场出租率均基本实现满租，在经营稳定性上均较为优秀。

我们认为，在批发市场运营行业中，经营区域集中度高是普遍情形，但相较可比企业，商城股份具备相对更强的应对能力。作为综合性批发市场综合运营商，商城股份可以通过引导和帮助商户灵活调整产品，减轻受到单一行业波动的风险。此外，在受益于义乌历史上优秀营商环境的同时，商城股份通过自身所提供服务持续为义乌市场整体繁荣作出贡献，形成兼具国内和国际贸易、商品品类高度丰富的市场状态，更大限度扩大市场辐射范围，有效应对经营区域高集中度风险。

我们认为，商城股份财务风险处于可比公司中较低水平。商城股份收入和债务规模显著高于同业，杠杆水平及利息偿付能力属于可比公司较好水平。可比公司中，临沂商城除开展市场经营业务外，开展了规模较大的房地产、公用事业等重资产或弱盈利业务，导致杠杆水平显著高于同业。除临沂商城外，商城股份与其他可比公司杠杆水平均较低。

表5

经营情况				
	商城股份	海宁皮革城	临沂商城	轻纺城集团
主要市场名称	国际商贸城一区-五区（含扩展区）、篁园市场	海宁中国皮革城、辽宁佟二堡海宁皮革城、江苏沭阳海宁皮革城、哈尔滨海宁皮革城、四川成都海宁皮革城、济南海宁皮革城	临沂小商品城、中国教育用品采购基地、鲁南家具城、华丰国际副食城、华强建材物流城、华东胶合板市场、华东装饰材料市场	轻纺城老市场、轻纺城北市场、轻纺城天汇市场、轻纺城东市场、轻纺城联合市场、轻纺城服装市场、东升路市场、北联市场、服装服饰市场、柯北坯布市场
主要市场涉及地区	义乌	全国多地	临沂	柯桥
市场数量	12	9	7	10
市场类型	综合性	专业性	综合性	专业性
商品品类	日用百货、工艺品、玩具、美容化妆、办公文教、钟表眼镜、服装鞋靴、纺织品、皮革箱包、数码家电、建材家装、机械五金等	皮革制品	小商品、日用百货、建材、板材、副食等	纺织品
商铺获益方式	租赁	租赁及销售	租赁	租赁
主要租期	2 年	1 年	1 年	6 年
市场经营相关收入（2023 年，亿元）	30.74	6.31	1.93	7.98
主要市场出租率（2023 年，%）	96	83	100	99
单位商位使用费情况（2023 年，元/平方米/年）	约 1,300	337	80-560	-

市场资产后续计量方式	成本法	成本法	公允价值法	成本法
市场经营业务毛利率（成本法核算含折旧，2023 年，%）	71.8	23.9	65.3	45.6
其他业务	展览广告、仓储物流、商品销售、酒店、支付	酒店、物业管理、健康医疗、贸易、资金撮合、融资租赁、担保	贸易、酒店、土地一级开发、产业园运营、物业管理、会展	物业管理、物流
整体毛利率（成本法核算含折旧含折旧 2023 年，%）	26.5	35.6	15.8	48.9
控股股东	义乌中国小商品城控股有限责任公司	海宁市资产经营公司	临沂城市发展集团有限公司	绍兴市柯桥区开发经营集团有限公司
实际控制人	义乌市人民政府国有资产监督管理办公室	海宁市人民政府国有资产监督管理办公室	临沂市国有资产监督管理委员会	绍兴市柯桥区人民政府

注：部分信息未能获取。
资料来源：商城股份提供，公开信息，标普信评整理和调整。

表6

财务情况比较（2023 年，单位：百万元）				
	商城股份	海宁皮革城	临沂商城	轻纺城集团
营业收入	11,299.7	1,220.2	1,500.9	854.8
经调整总债务	7,945.7	1,568.3	4,431.7	1,984.3
EBITDA	2,921.8	608.2	131.5	423.9
经营性现金流	1,469.9	-28.0	-360.1	15.6
营运现金流	2,144.2	570.2	-140.1	431.7
资本支出	2,600.7	116.0	27.8	1,252.5
EBITDA 利润率（%）	25.9	49.8	8.8	49.6
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.7	2.6	33.7	4.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	8.4	10.0	0.5	6.5

资料来源：商城股份提供，iFind，标普信评整理和调整。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，商城股份的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。
我们预计，商城股份流动性需求主要为偿还债务、义乌全球数字自贸中心项目投资建设的资本开支以及现金股利支付；主要的资金来源是营运现金流净流入。

表7

流动性来源	流动性用途
2024 年末，商城股份非受限的现金及现金等价物约 59 亿元。	未来 12 个月，商城股份到期偿付债务规模约为 67 亿元。

2024 年末，商城股份可循环或未提取的金融机构授信、公开市场融资约 49.5 亿元。	未来 12 个月，商城股份资本支出约 10-20 亿元。
未来 12 个月，商城股份营运现金流净流入约 80 亿元。	未来 12 个月，商城股份支付现金股利约 18 亿元。

注：数据截至 2024 年末。

数据来源：商城股份提供，标普信评整理。

表8

债务本息到期分布（单位：百万元）

期限	金额
一年以内	6,742
一年到两年	68
两年到三年	68
三年以上	522
合计	7,399

注：数据截至 2024 年末。

资料来源：商城股份提供，标普信评整理。

或有事项

截至 2024 年末，商城股份不存在对外担保，亦不存在影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况

根据商城股份提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 3 月 6 日，商城股份所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，商城股份在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，商城控股的主体信用质量极强，同时商城控股对商城股份的外部支持为“极高”，主要体现在以下方面：

- 商城控股直接控股商城股份，控制力很强。截至 2025 年 3 月末，商城控股直接持有商城股份 55.4% 的股份，为控制股东。同时，其他股东持股情况高度分散，而根据《公司章程》董事会、监事会、单独或者合并持有公司已发行股份 1% 以上的股东可以提出独立董事候选人，目前仅暂有浙江浙财资本管理有限公司具备提名权（香港中央结算有限公司为 H 股市场通过港股通持有股份的合计，通常高度分散）。此外，商城股份与商城控股核心领导重合度高，商城控股对商城股份可在人事任免、战略指定和日常经营等方面施加重大影响。
- 商城股份所开展业务为商城控股的核心业务，对商城控股收入利润等均具有极高的贡献度。商城控股是作为义乌市维护和促进城市整体市场繁荣的重要主体，商城控股以市场经营为主的各类业务均服务于该目标且占比很高。尽管商城控股业务目标存在一定政策性，但整体上仍为市场化经营主体，实现盈利仍为重要考核指标。商城股份对商城控股收入（不考虑合并抵消）贡献约 7 成，利润贡献（不考虑合并抵消）将近 100%。
- 商城控股与商城股份在公司名称上具有很强的相似性，声誉关联度很高。商城股份作为 A 股重要上市公司，是中证 A50、沪深 300、ESG100 等重要指数成分股及沪港通标的股之一，其市场舆情传播速度快、影响大。商城控股作为商城股份母公司且两者名称高度相似，具备为商城股份提供全力支持的动力和意愿。

综上，我们认为，商城股份的主体信用质量极强，并评定商城股份的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 商城股份下属主要市场经营情况

商城股份下属主要市场经营情况（截至 2024 年末）										
市场名称	所在地	开业时间	可租面积 （万平方米）	经营商品类型	单位商位使用费（元/年/平方米）			出租率（%）		
					2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
篁园市场	义乌市	2011	10	牛仔裤、男女装、童装、服装定制	664	1,195	1,143	98	97	97
国际商贸城一区	义乌市	2002-2003	11	饰品、饰品配件、珠宝首饰、花类、花类配件、玩具、工艺品	1,312	2,554	2,635	100	100	100
国际商贸城一区东扩	义乌市	2016	5	饰品、饰品配件	968	1,733	1,802	98	99	100
国际商贸城二区	义乌市	2004	17	箱包、伞具、雨披袋、礼品包装、五金工具配件、电工产品、锁具、车类、五金厨卫、小家电、电讯器材、电子仪器仪表、钟表、生产企业直销中心、外贸采购、特色商品展示区	1,057	1,930	1,937	99	99	99
国际商贸城二区东扩	义乌市	2022	2	家装五金产品、新能源系列产品、智能五金电器	-	1,388	1,908	98	97	100
国际商贸城三区	义乌市	2005-2007	15	办公学习用品、体育休闲用品、笔墨用品/纸制品、眼镜、喜庆用品（年画挂历对联）、化妆品（化妆品、洗涤护肤用品、彩妆、镜梳、美容美发器具）、服装辅料（纽扣/拉链/服装辅料）、画类（装饰画、画框等）	845	1,561	1,597	99	99	99
国际商贸城四区	义乌市	2008-2010	31	袜类、打底裤、手套、帽子、日用百货、线带、鞋子、毛巾、毛线、文胸内衣、围巾、皮带	1,019	1,750	1,758	97	95	98
国际商贸城五区	义乌市	2011	14	床上用品、发制品、宠物（水族）用品、针纺布、窗帘布、婚庆用品、针织原材料、酒店用品、汽车用品及配件	429	794	748	97	96	97
国际商贸城五区进口馆	义乌市	2011	3	进口商品	253	320	494	93	99	99
生产资料市场	义乌市	2013-2015	26	皮革及辅料、机械设备、创意装饰（软装）用品及灯具、花类配件	133	297	328	81	83	80

数据来源：商城股份提供，标普信评整理。

附录2： 主要财务数据及指标

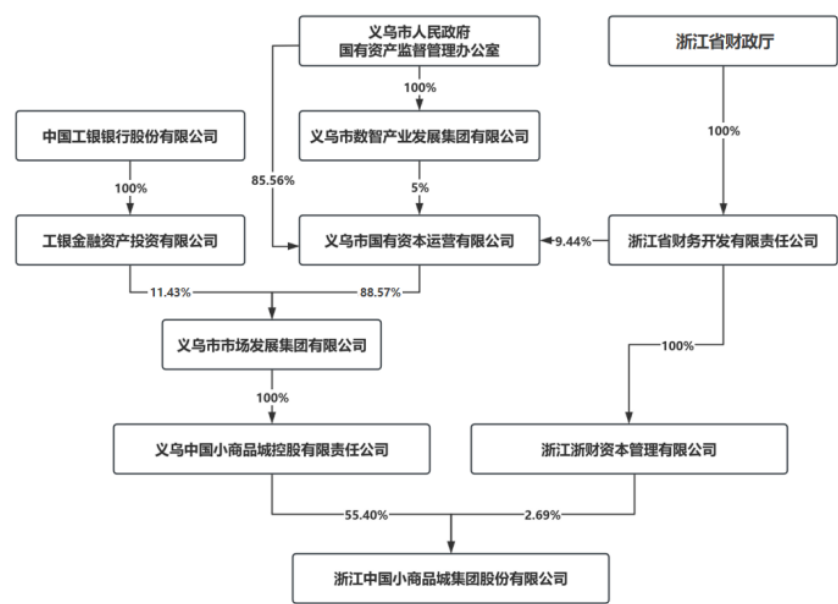
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-3
货币现金和交易性金融资产	2,054	2,938	5,940	4,695
固定资产	5,221	4,941	5,504	5,415
投资性房地产	2,852	4,144	6,115	5,748
资产总计	32,111	36,219	39,168	37,763
短期借款	1,059	1,620	60	60
应付票据及应付账款	1,191	1,390	1,470	834
预收款项及合同负债	4,877	4,669	6,145	5,441
一年内到期的非流动负债	87	179	3,765	2,689
其他流动负债	3,474	3,515	3,640	4,669
长期借款	405	863	658	658
应付债券	3,497	3,498	-	-
所有者权益合计	15,281	17,704	20,572	21,383
营业收入	7,620	11,300	15,737	3,161
营业成本	6,453	8,306	10,798	2,017
销售费用	198	240	321	49
管理费用	529	560	581	79
财务费用	149	125	102	5
利润总额	1,042	1,068	263	58
净利润	1,150	3,208	4,029	1,017
经营活动现金流入小计	1,104	2,681	3,078	804
经营活动现金流出小计	9,417	12,185	18,824	3,027
经营活动产生的现金流量净额	8,017	10,340	14,333	3,306
投资活动现金流入小计	1,400	1,845	4,491	-278
投资活动现金流出小计	2,426	1,287	3,383	33
投资活动产生的现金流量净额	4,788	2,662	2,160	884
筹资活动现金流入小计	-2,363	-1,375	1,223	-851
筹资活动现金流出小计	14,419	7,594	6,393	999
筹资活动产生的现金流量净额	15,477	7,133	9,488	1,111

调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-3
营业收入	7,620	11,300	15,737	3,161
EBITDA	1,865	2,922	4,907	--
利息支出	283	348	360	--
经调整总债务	7,514	7,946	4,678	--
EBITDA 利润率（%）	24.5	25.9	31.2	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.0	2.7	1.0	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.6	8.4	13.6	--

注：1、上表中财务数据基于商城股份披露的安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告、天健会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告以及 2025 年 1-3 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

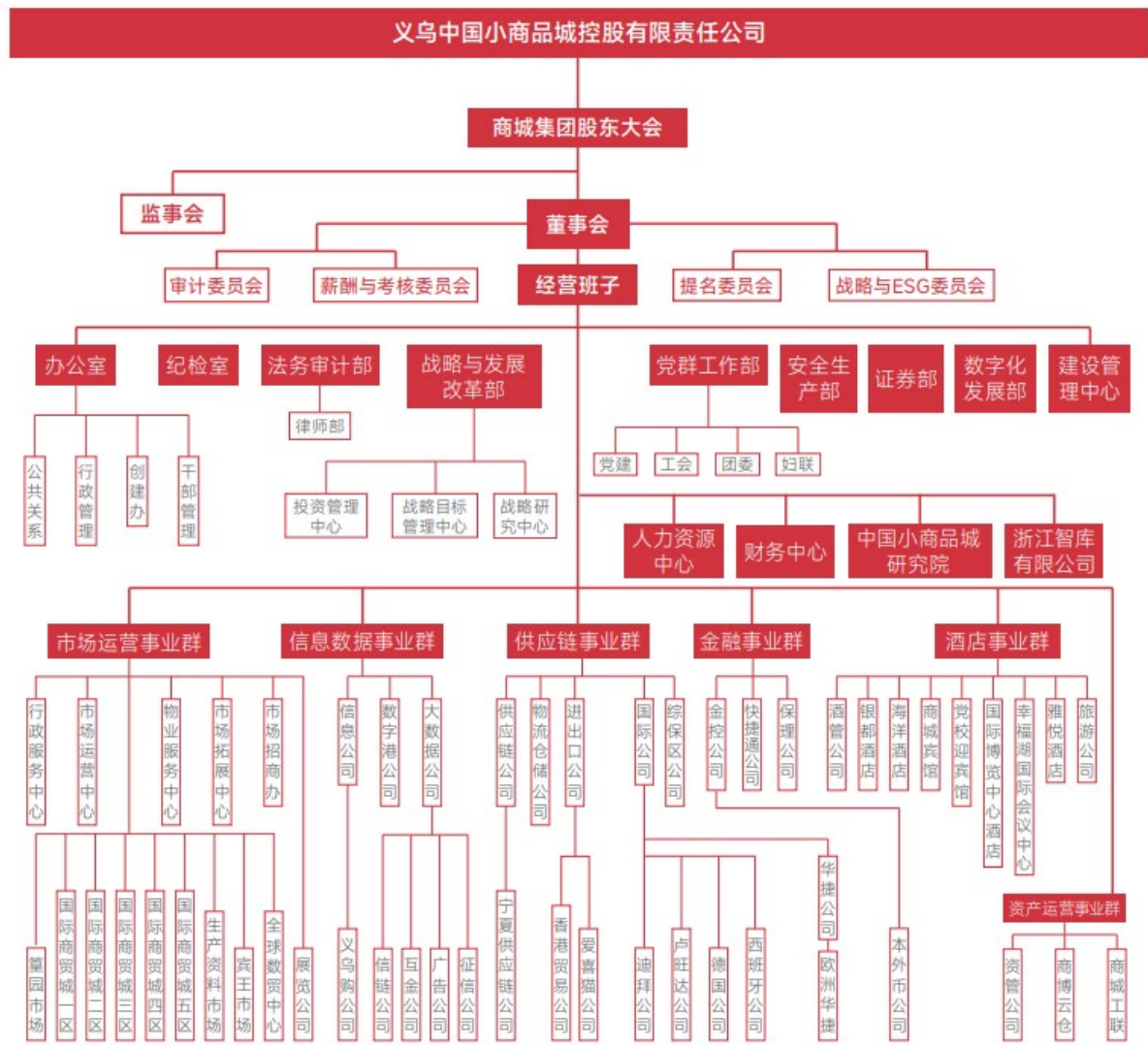
资料来源：商城股份提供，标普信评整理和调整。

附录3： 评级对象股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：商城股份提供，标普信评整理。

附录4： 评级对象组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：商城股份提供。

附录5： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
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-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录6： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能(AI)工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。