

小商品城 (600415.SH)

一季度核心主业表现优异，新兴业务持续贡献增量

买入

核心观点

2023年归母净利润增长超140%，2024年一季度主业延续较好增长表现。公司2023年营收113亿元，同比增长48.3%，归母净利润26.76亿元，同比增长142.25%，符合此前业绩预告数据。2024年一季度公司营收增长26.42%至26.81亿元，归母净利润下滑41.66%至7.13亿元，主要系投资收益及资产处置收益较去年大幅减少影响。而剔除上述影响看，公司2024年一季度利润同比增长95.95%，主要受益市场经营及贸易服务润利同比增长。

此外，公司2023年拟派发现金红利10.97亿元（含税），占本年度归属于上市公司股东的净利润的40.99%。

市场经营业务租金上浮，新兴业务持续变现贡献增量。分业务看，2023年市场经营业务增长81.16%，受益二区东新能源市场的市场营业结转收入及去年同期疫情减免租金下的低基数。未来公司也将依据景气度等指标进行租金调整，预计未来三年增长率将不低于5%，实现稳健增长表现。新兴业务中chinagoods AI智创平台的服务不断丰富和智能化，一季度新增GMV达到110亿元，同比增长37.5%，Yiwupay一季度完成的跨境交易额超过62亿人民币，数据要素业务也实现变现，一季度末可确认的数据资源的金额超过800万元。

毛利率进一步提升，期间费用率优化。公司2023年综合毛利率同比+11.18pct至26.5%，其中市场经营业务毛利率大幅提升28.52pct至71.83%，受益租金动态上浮及选位费等低毛利的业务占比提升。2024年一季度市场经营毛利率进一步提升，2024年一季度销售费用率/管理费用率分别同比下降2.62pct/1.4pct，实现费用优化。经营性现金流净额1.8亿元，同比向好。

风险提示：租金涨幅不及预期；新兴业务不及预期；外贸出口景气度下降。

投资建议：公司未来市场经营主业在配套服务完善及市场开拓下仍维持稳健增长，数字贸易及跨境支付等新兴业务注入长期增长潜力。考虑公司综合外贸服务体系搭建带来增值服务收入增加及租金调增，我们上调公司2024-2025年归母净利润预测为28.66/32.55亿元（前值分别为27.12/29.28亿元）。新增2026年归母净利润预测为41.62亿元，同比增长27.85%，主要考虑公司全球数贸中心预计建成投产带来的租赁面积增加及租金增量。2024-2026年归母净利润预测对应PE分别为16.1/14.2/11.1倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,619.69	11,299.69	13,819.17	16,068.58	20,098.31
(+/-%)	26.28%	48.30%	22.30%	16.28%	25.08%
净利润(百万元)	1104.72	2676.18	2865.85	3255.20	4161.91
(+/-%)	-17.19%	142.25%	7.09%	13.59%	27.85%
每股收益(元)	0.20	0.49	0.52	0.59	0.76
EBIT Margin	2.93%	17.93%	21.73%	22.63%	23.91%
净资产收益率(ROE)	7.24%	15.13%	14.84%	15.34%	17.42%
市盈率(PE)	41.76	17.23	16.09	14.17	11.08
EV/EBITDA	71.19	23.18	18.27	14.71	11.97
市净率(PB)	3.02	2.61	2.39	2.17	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

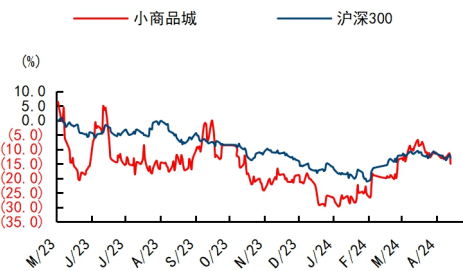
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.41元
总市值/流通市值	46123/45999百万元
52周最高价/最低价	10.88/6.78元
近3个月日均成交额	434.39百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

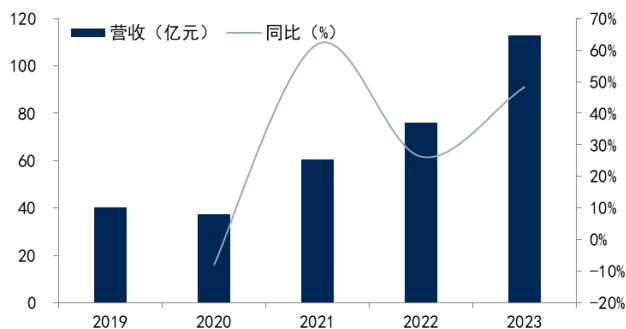
《小商品城(600415.SH)-2023年业绩预告增长140%-149%，新兴业务快速成长》——2024-01-10

《小商品城(600415.SH)-获批开展支付机构外汇业务，进一步强化外贸综合服务能力》——2023-11-07

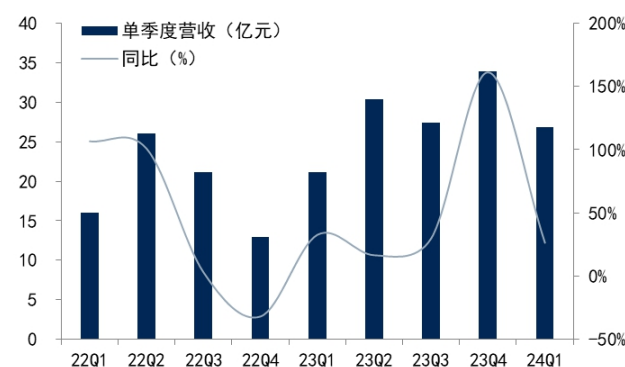
《小商品城(600415.SH)-前三季度利润增长43%，数字贸易等新兴业务快速成长》——2023-10-23

整体业绩看，公司 2023 年营收 113 亿元，同比增长 48.3%，归母净利润 26.76 亿元，同比增长 142.25%，符合此前业绩预告数据。2024 年一季度公司营收增长 26.42%至 26.81 亿元，归母净利润下滑 41.66%至 7.13 亿元，主要系投资收益及资产处置收益较去年大幅减少影响。而剔除上述影响看，公司 2024 年一季度利润同比增长 95.95%，主要受益市场经营及贸易服务润利同比增长。

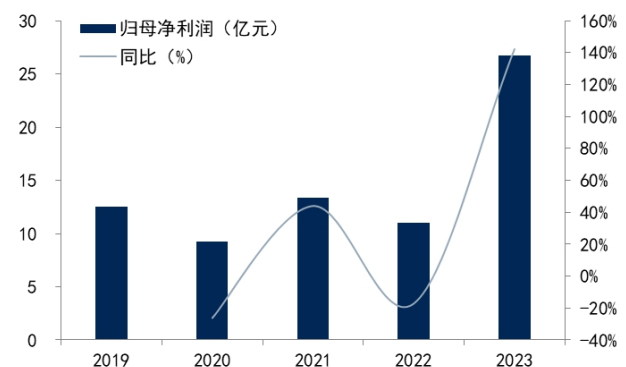
此外，公司 2023 年拟派发现金红利 10.97 亿元（含税），占本年度归属于上市公司股东的净利润的 40.99%。

图1：小商品城营业收入及增速（单位：亿元、%）


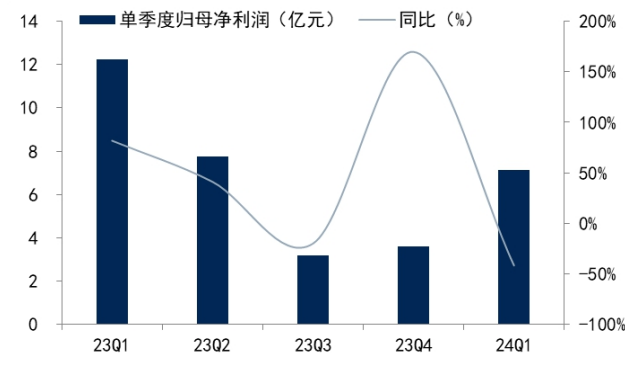
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：小商品城单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：小商品城归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：小商品单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，2023 年市场经营业务增长 81.16%，受益二区东新能源市场的市场营业结转收入及去年同期疫情减免租金下的低基数。未来公司也将依据景气度等指标进行租金调整，预计未来三年增长率将不低于 5%，实现稳健增长表现。新兴业务中 chinagoods AI 智创平台的服务不断丰富和智能化，一季度新增 GMV 达到 110 亿元，同比增长 37.5%，Yiwupay 一季度完成的跨境交易额超过 62 亿人民币，数据要素业务也实现变现，一季度末可确认的数据资源的金额超过 800 万元。

此外，公司公告发起设立出海基金，拟出资 2.5 亿元，出资比例约为 25%。该基金将投向义乌跨境出海链条中具有优势和潜力的企业，以“平台+资本”的方式为义乌出海贸易创造更优的服务生态，进一步增强义乌市场跨境物流履约核心竞争力，提升义乌在全球供应链变革中的话语权，打造义乌跨境出海履约服务生态圈，

提升公司在全球日用消费品供应链上的影响力。

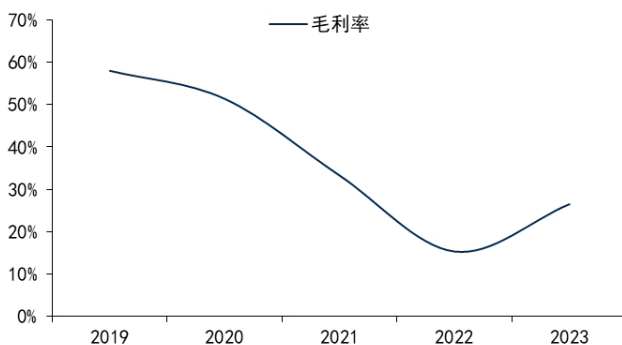
表1: 小商品城 2023 年主营业务分行业情况 (万元、%)

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	营业成本同比 (%)	毛利率同比
市场经营	307,434.79	86,612.08	71.83	81.16	-9.97	增加 28.52 个百分点
贸易服务	60,245.91	18,233.13	69.74	43.37	-17.73	增加 22.48 个百分点
配套服务	46,662.10	35,658.56	23.58	79.30	64.50	增加 6.88 个百分点
商品销售	679,156.67	675,783.05	0.50	37.22	36.93	增加 0.22 个百分点
小计	1,093,499.47	816,286.82	25.35	49.25	28.84	增加 11.82 个百分点

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

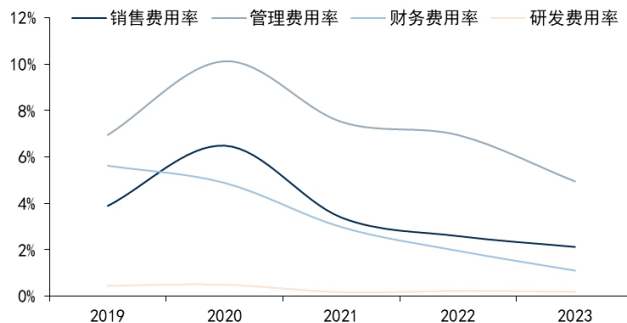
公司 2023 年综合毛利率同比+11.18pct 至 26.5%，其中市场经营业务毛利率大幅提升 28.52pct 至 71.83%，受益租金动态上浮及选位费等低毛利的业务占比提升。2024 年一季度市场经营毛利率进一步提升，2024 年一季度销售费用率/管理费用率分别同比下降 2.62pct/1.4pct，实现费用优化。2024 年一季度实现经营性现金流净额 1.8 亿元，同比向好。

图5: 小商品城毛利率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 小商品期间费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司未来市场经营主业在配套服务完善及市场开拓下仍维持稳健增长，数字贸易及跨境支付等新兴业务注入长期增长潜力。考虑公司综合外贸服务体系搭建带来增值服务收入增加及租金调增，我们上调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 28.66/32.55 亿元（前值分别为 27.12/29.28 亿元）。新增 2026 年归母净利润预测为 41.62 亿元，同比增长 27.85%，主要考虑公司全球数贸中心预计建成投产带来的租赁面积增加及租金增量。2024-2026 年归母净利润预测对应 PE 分别为 16.1/14.2/11.1 倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1991	2923	7667	5148	5715	营业收入	7620	11300	13819	16069	20098
应收款项	630	708	1212	1321	1558	营业成本	6453	8306	9358	10857	13365
存货净额	1330	1247	1972	2299	2737	营业税金及附加	199	146	303	327	370
其他流动资产	1240	1651	2351	2566	3189	销售费用	198	240	205	229	310
流动资产合计	5254	6544	13217	11348	13214	管理费用	529	560	919	986	1206
固定资产	8081	8896	10212	13240	17974	研发费用	17	22	30	34	41
无形资产及其他	6462	6238	5989	5739	5490	财务费用	149	125	168	141	154
投资性房地产	6280	7517	7517	7517	7517	投资收益	1042	1068	500	200	200
长期股权投资	6033	7023	7823	8423	9023	资产减值及公允价值变动	(5)	(52)	(20)	(20)	(20)
资产总计	32111	36219	44758	46267	53217	其他收入	19	166	(30)	(34)	(41)
短期借款及交易性金融负债	1146	1799	2517	1821	2046	营业利润	1147	3105	3316	3676	4832
应付款项	1191	1390	1233	1725	2003	营业外净收支	3	103	0	0	0
其他流动负债	10075	10543	16845	16601	20317	利润总额	1150	3208	3316	3676	4832
流动负债合计	12412	13732	20595	20147	24366	所得税费用	46	527	444	415	662
长期借款及应付债券	3902	4361	4361	4361	4361	少数股东损益	(1)	5	5	6	8
其他长期负债	516	421	471	521	571	归属于母公司净利润	1105	2676	2866	3255	4162
长期负债合计	4418	4783	4833	4883	4933	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	16830	18515	25428	25030	29298	净利润	1105	2676	2866	3255	4162
少数股东权益	19	16	19	22	27	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	15262	17688	19312	21215	23891	折旧摊销	661	763	914	1202	1496
负债和股东权益总计	32111	36219	44758	46267	53217	公允价值变动损失	5	52	20	20	20
						财务费用	149	125	168	141	154
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1418	(1069)	4266	(351)	2745
每股收益	0.20	0.49	0.52	0.59	0.76	其它	(0)	4	3	3	5
每股红利	0.12	0.11	0.23	0.25	0.27	经营活动现金流	3188	2426	8068	4129	8428
每股净资产	2.78	3.23	3.52	3.87	4.36	资本开支	0	(1296)	(2000)	(4000)	(6000)
ROIC	1.66%	11.47%	17%	21%	24%	其它投资现金流	13	47	0	0	0
ROE	7.24%	15.13%	15%	15%	17%	投资活动现金流	(248)	(2238)	(2800)	(4600)	(6600)
毛利率	15%	26%	32%	32%	33%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	18%	22%	23%	24%	负债净变化	(367)	458	0	0	0
EBITDA Margin	12%	25%	28%	30%	31%	支付股利、利息	(652)	(595)	(1242)	(1352)	(1486)
收入增长	26%	48%	22%	16%	25%	其它融资现金流	(3738)	1017	718	(697)	225
净利润增长率	-17%	142%	7%	14%	28%	融资活动现金流	(5781)	744	(524)	(2049)	(1261)
资产负债率	52%	51%	57%	54%	55%	现金净变动	(2840)	931	4744	(2520)	567
股息率	1.4%	1.3%	2.7%	2.9%	3.2%	货币资金的期初余额	4831	1991	2923	7667	5148
P/E	41.8	17.2	16.1	14.2	11.1	货币资金的期末余额	1991	2923	7667	5148	5715
P/B	3.0	2.6	2.4	2.2	1.9	企业自由现金流	0	91	5780	77	2389
EV/EBITDA	71.2	23.2	18.3	14.7	12.0	权益自由现金流	0	1566	6353	(745)	2480

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032