

## 小商品城（600415）

证券研究报告

2025 年 03 月 28 日

## 24 年主业高增，市场扩容及新业务有望贡献增量

## 24Q4 主业利润同增 87%，盈利能力及分红率明显提高

2024 年单 Q4 实现营收 51 亿元/yoy+51%，归母净利 7.45 亿元/yoy+107%，扣非归母净利 7.01 亿元/yoy+120%，主业利润 7.27 亿元（剔除投资收益和资产处置损益的口径），同比增加 87%。毛利率 30%/yoy+5pct，归母净利率 15%/yoy+4pct。

2024 全年实现营收 157 亿/yoy+39%，归母净利 30.7 亿/yoy+14.85%，扣非归母净利 29.8 亿/yoy+20.84%，主业利润 28.1 亿，同比增加 93%。毛利率 31%/yoy+5pct，归母净利率 20%/yoy+4pct。每 10 股派息 3.3 元（含税），分红率同比提升至 58.87%。

2024 年拆分来看，市场经营收入 46 亿/yoy+49%，毛利率 84%/毛利占比 78.11%；商品销售收入 93 亿/yoy+36%，毛利率 0.69%/毛利占比 1.29%；贸易服务收入 7.39 亿/yoy+23%，毛利率 85%/毛利占比 12.65%。

## 降本增效稳步推进，期间费用率优化明显

2024 年线下成交额 2798 亿元/yoy+20%，日均客流 22.43 万人次/yoy+12%，其中日均外商超 3900 人/yoy+17%，均创 10 年新高。线下市场经营面积持续稳步扩张、单位租金预计稳步上涨，125 万平的全球数贸中心将于 2025 年 10 月投用、选位费将有新的增量贡献，新市场、租金稳步上调助力主业量价齐增。2024 年义乌市进出口总额 6689 亿元/yoy+18%，对浙江省出口增量贡献率达 26.1%，位居第一。义乌逐步从中国日用消费品贸易枢纽向覆盖 RCEP 成员国的区域性综合贸易枢纽过渡。

## 新业务弹性大，持续打造国际贸易综合服务平台

CG 平台：2024 年营收 3.41 亿元，经营利润 1.65 亿/yoy+102%，2024 年末注册采购商突破 480 万人。2023 年 10 月起发布 AI 数字应用，累计使用及访问次数超 10 亿人次，累计用户数超 20 万，打造“数字老板娘”知名 IP。Chinagoods 作为综合服务平台全面服务商品展示、贸易撮合、流量营销等关键贸易环节。

义支付：2024 年跨境收款总额超 40 亿美元/yoy+233%，净利润 6104 万元/yoy+275%。2023 年开展跨境支付业务以来，已覆盖 160 多个国家和地区，累计开设外贸企业跨境账户 2.3 万家，完成跨境收付款业务 3.7 万余笔，累计交易规模突破 50 亿美金。义支付安全高效赋能跨境金融，依托庞大交易体量，未来弹性空间较大。

仓储物流：2024 年超 30 万平跨境电商物流园投入使用并实现满仓运营，“共享云仓”模式业务量增长 70%以上，智捷元港 2024 年为义乌市场提供超 10 万 TEU 国际物流服务/yoy+100%+。

**投资建议：**我们认为短期关注 2025Q2 开始选位费的贡献，Q2Q3 业绩增速预期积极；长期看一带一路出口需求景气度持续，我们预计租金水平维持个位数增长，CG 平台及义支付等新业务渗透率提升。基于义乌出口需求高增及新业务加速拓展，我们上调 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利 39/ 51/ 65 亿元（25-26 年前值为 32 亿元/37 亿元），对应 PE 为 21 倍/16 倍/13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新市场及新业务发展不及预期，贸易摩擦风险，行业竞争加剧。

| 财务数据和估值       | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 11,299.69 | 15,737.38 | 19,608.78 | 24,256.06 | 29,398.35 |
| 增长率(%)        | 48.30     | 39.27     | 24.60     | 23.70     | 21.20     |
| EBITDA(百万元)   | 3,826.84  | 4,850.85  | 5,383.16  | 6,696.12  | 8,278.49  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,676.18  | 3,073.68  | 3,902.83  | 5,070.31  | 6,484.04  |
| 增长率(%)        | 142.25    | 14.85     | 26.98     | 29.91     | 27.88     |
| EPS(元/股)      | 0.49      | 0.56      | 0.71      | 0.92      | 1.18      |
| 市盈率(P/E)      | 30.37     | 26.44     | 20.82     | 16.03     | 12.53     |
| 市净率(P/B)      | 4.59      | 3.96      | 3.33      | 2.76      | 2.26      |
| 市销率(P/S)      | 7.19      | 5.16      | 4.14      | 3.35      | 2.76      |
| EV/EBITDA     | 9.45      | 12.97     | 12.81     | 8.91      | 6.26      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 商贸零售/一般零售 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 14.82 元   |
| 目标价格   | 元         |

## 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 5,483.65   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 5,482.86   |
| A 股总市值(百万元)   | 81,267.63  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 81,255.99  |
| 每股净资产(元)      | 3.74       |
| 资产负债率(%)      | 47.48      |
| 一年内最高/最低(元)   | 15.88/7.17 |

## 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 何富丽                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521120003 |     |
| hefuli@tfzq.com           |     |
| 来舒楠                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110524070009 |     |
| laishunan@tfzq.com        |     |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《小商品城-年报点评报告:23 年业绩符合预告，24 年一季度主业贡献加大》  
2024-04-22
- 《小商品城-季报点评:主业经营持续向好，创新业务打开成长空间》  
2023-10-20
- 《小商品城-公司深度研究:公司深度：把握时代机遇，坚定转型升级》  
2023-09-24

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 2,922.74         | 5,539.19         | 7,275.66         | 16,742.59        | 24,735.72        |
| 应收票据及应收账款        | 592.86           | 497.32           | 759.99           | 893.55           | 1,081.66         |
| 预付账款             | 986.06           | 1,098.09         | 1,536.61         | 1,685.07         | 2,162.87         |
| 存货               | 1,247.24         | 1,357.79         | 1,556.22         | 1,543.33         | 1,604.95         |
| 其他               | 795.54           | 1,241.58         | 2,942.40         | 1,783.65         | 2,123.70         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6,544.44</b>  | <b>9,733.98</b>  | <b>14,070.88</b> | <b>22,648.19</b> | <b>31,708.90</b> |
| 长期股权投资           | 7,022.78         | 6,947.12         | 6,947.12         | 6,947.12         | 6,947.12         |
| 固定资产             | 4,940.52         | 5,504.02         | 5,031.15         | 4,547.05         | 4,052.30         |
| 在建工程             | 3,955.96         | 2,300.66         | 2,185.63         | 2,076.35         | 1,972.53         |
| 无形资产             | 6,257.03         | 5,188.79         | 5,008.60         | 4,828.41         | 4,648.22         |
| 其他               | 7,498.21         | 9,493.89         | 9,405.80         | 9,225.63         | 9,122.28         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>29,674.50</b> | <b>29,434.48</b> | <b>28,578.29</b> | <b>27,624.56</b> | <b>26,742.45</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>36,218.95</b> | <b>39,168.46</b> | <b>42,649.16</b> | <b>50,272.75</b> | <b>58,451.35</b> |
| 短期借款             | 1,619.80         | 60.05            | 10.00            | 10.00            | 10.00            |
| 应付票据及应付账款        | 1,390.25         | 1,469.72         | 189.59           | 737.71           | 923.62           |
| 其他               | 6,655.81         | 10,111.66        | 16,989.23        | 19,036.84        | 20,585.85        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9,665.87</b>  | <b>11,641.43</b> | <b>17,188.82</b> | <b>19,784.55</b> | <b>21,519.46</b> |
| 长期借款             | 862.80           | 657.59           | 650.00           | 640.00           | 630.00           |
| 应付债券             | 3,498.45         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 421.31           | 369.25           | 329.25           | 289.25           | 249.25           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>4,782.56</b>  | <b>1,026.84</b>  | <b>979.25</b>    | <b>929.25</b>    | <b>879.25</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>18,515.01</b> | <b>18,596.00</b> | <b>18,168.07</b> | <b>20,713.80</b> | <b>22,398.72</b> |
| 少数股东权益           | 15.54            | 68.70            | 74.51            | 82.05            | 91.69            |
| 股本               | 5,484.33         | 5,483.65         | 5,483.65         | 5,483.65         | 5,483.65         |
| 资本公积             | 1,666.88         | 2,377.63         | 2,377.63         | 2,377.63         | 2,377.63         |
| 留存收益             | 10,583.26        | 12,562.29        | 16,465.13        | 21,535.44        | 28,019.48        |
| 其他               | (46.08)          | 80.19            | 80.19            | 80.19            | 80.19            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>17,703.94</b> | <b>20,572.46</b> | <b>24,481.10</b> | <b>29,558.95</b> | <b>36,052.63</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>36,218.95</b> | <b>39,168.46</b> | <b>42,649.16</b> | <b>50,272.75</b> | <b>58,451.35</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023              | 2024              | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 2,681.40          | 3,078.25          | 3,902.83        | 5,070.31        | 6,484.04        |
| 折旧摊销           | 850.99            | 890.34            | 768.10          | 773.56          | 778.76          |
| 财务费用           | 195.55            | 142.72            | 49.66           | (11.39)         | (99.89)         |
| 投资损失           | (1,086.61)        | (262.98)          | (50.00)         | (50.00)         | (50.00)         |
| 营运资金变动         | (552.86)          | 1,058.63          | (2,882.63)      | 3,625.52        | 730.69          |
| 其它             | (243.42)          | (415.62)          | 5.80            | 7.54            | 9.64            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,845.06</b>   | <b>4,491.34</b>   | <b>1,793.77</b> | <b>9,415.55</b> | <b>7,853.23</b> |
| 资本支出           | 2,452.83          | (1,432.55)        | 40.00           | 40.00           | 40.00           |
| 长期投资           | 989.31            | (75.66)           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (4,817.13)        | 2,731.02          | 10.00           | 10.00           | 10.00           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,374.99)</b> | <b>1,222.81</b>   | <b>50.00</b>    | <b>50.00</b>    | <b>50.00</b>    |
| 债权融资           | 987.13            | (1,780.05)        | (107.30)        | 1.39            | 89.89           |
| 股权融资           | (986.50)          | 836.33            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | 459.85            | (2,151.31)        | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>460.49</b>     | <b>(3,095.03)</b> | <b>(107.30)</b> | <b>1.39</b>     | <b>89.89</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>930.55</b>     | <b>2,619.11</b>   | <b>1,736.46</b> | <b>9,466.94</b> | <b>7,993.12</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>11,299.69</b> | <b>15,737.38</b> | <b>19,608.78</b> | <b>24,256.06</b> | <b>29,398.35</b> |
| 营业成本             | 8,305.74         | 10,797.89        | 13,650.26        | 16,691.32        | 19,935.90        |
| 营业税金及附加          | 146.20           | 213.54           | 266.08           | 329.14           | 398.91           |
| 销售费用             | 240.30           | 321.43           | 390.70           | 471.17           | 556.36           |
| 管理费用             | 559.53           | 580.61           | 707.75           | 856.09           | 1,014.06         |
| 研发费用             | 21.75            | 23.22            | 28.93            | 35.79            | 43.38            |
| 财务费用             | 125.01           | 102.25           | 49.66            | (11.39)          | (99.89)          |
| 资产/信用减值损失        | 2.14             | (12.89)          | (5.00)           | (5.00)           | (5.00)           |
| 公允价值变动收益         | (52.43)          | 12.87            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 1,068.44         | 262.98           | 50.00            | 50.00            | 50.00            |
| 其他               | (2,222.32)       | (571.59)         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>3,105.32</b>  | <b>4,007.07</b>  | <b>4,560.40</b>  | <b>5,928.94</b>  | <b>7,594.63</b>  |
| 营业外收入            | 119.57           | 24.00            | 40.00            | 50.00            | 50.00            |
| 营业外支出            | 16.82            | 2.33             | 2.00             | 5.00             | 5.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>3,208.07</b>  | <b>4,028.74</b>  | <b>4,598.40</b>  | <b>5,973.94</b>  | <b>7,639.63</b>  |
| 所得税              | 526.67           | 950.49           | 689.76           | 896.09           | 1,145.94         |
| <b>净利润</b>       | <b>2,681.40</b>  | <b>3,078.25</b>  | <b>3,908.64</b>  | <b>5,077.85</b>  | <b>6,493.68</b>  |
| 少数股东损益           | 5.22             | 4.57             | 5.80             | 7.54             | 9.64             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,676.18</b>  | <b>3,073.68</b>  | <b>3,902.83</b>  | <b>5,070.31</b>  | <b>6,484.04</b>  |
| 每股收益（元）          | 0.49             | 0.56             | 0.71             | 0.92             | 1.18             |

| 主要财务比率         | 2023    | 2024   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 营业收入           | 48.30%  | 39.27% | 24.60%  | 23.70%  | 21.20%  |
| 营业利润           | 170.85% | 29.04% | 13.81%  | 30.01%  | 28.09%  |
| 归属于母公司净利润      | 142.25% | 14.85% | 26.98%  | 29.91%  | 27.88%  |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 毛利率            | 26.50%  | 31.39% | 30.39%  | 31.19%  | 32.19%  |
| 净利率            | 23.68%  | 19.53% | 19.90%  | 20.90%  | 22.06%  |
| ROE            | 15.13%  | 14.99% | 15.99%  | 17.20%  | 18.03%  |
| ROIC           | 21.98%  | 22.90% | 39.56%  | 41.54%  | 80.74%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 资产负债率          | 51.12%  | 47.48% | 42.60%  | 41.20%  | 38.32%  |
| 净负债率           | 18.29%  | -5.14% | -11.65% | -41.71% | -56.39% |
| 流动比率           | 0.48    | 0.55   | 0.82    | 1.14    | 1.47    |
| 速动比率           | 0.39    | 0.48   | 0.73    | 1.07    | 1.40    |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 28.12   | 28.87  | 31.19   | 29.34   | 29.77   |
| 存货周转率          | 8.77    | 12.08  | 13.46   | 15.65   | 18.68   |
| 总资产周转率         | 0.33    | 0.42   | 0.48    | 0.52    | 0.54    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |        |         |         |         |
| 每股收益           | 0.49    | 0.56   | 0.71    | 0.92    | 1.18    |
| 每股经营现金流        | 0.34    | 0.82   | 0.33    | 1.72    | 1.43    |
| 每股净资产          | 3.23    | 3.74   | 4.45    | 5.38    | 6.56    |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |         |         |
| 市盈率            | 30.37   | 26.44  | 20.82   | 16.03   | 12.53   |
| 市净率            | 4.59    | 3.96   | 3.33    | 2.76    | 2.26    |
| EV/EBITDA      | 9.45    | 12.97  | 12.81   | 8.91    | 6.26    |
| EV/EBIT        | 11.81   | 15.35  | 14.94   | 10.08   | 6.91    |

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京  | 海口   | 上海  | 深圳   |
|---|--|---|--|
| 北京市西城区德胜国际中心<br>B 座 11 层<br>邮编：100088<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦<br>A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际<br>客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号<br>平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |