

## 新市场招租超预期，25H1 净利稳步增长

### 小商品城(600415)

|        |       |              |            |
|--------|-------|--------------|------------|
| 评级:    | 增持    | 股票代码:        | 600415     |
| 上次评级:  | 增持    | 52 周最高价/最低价: | 22.08/7.17 |
| 目标价格:  |       | 总市值(亿)       | 1,134.02   |
| 最新收盘价: | 20.68 | 自由流通市值(亿)    | 1,133.86   |
|        |       | 自由流通股数(百万)   | 5,482.86   |

#### 事件概述

1. 6月30日，公司发布25年上半年业绩预告，预计25H1实现归母净利润16.30-17.00亿元，同比增长12.57%-17.40%，实现扣非归母净利润16.10-16.80亿元，同比增长13.46%-18.39%。经计算，25Q2预计实现归母净利润8.27-8.97亿元，同比增长12.5%-22.0%，扣非归母净利润8.15-8.85亿元，同比增长11.9%-21.5%。

2. 6月27日，公司公告董事长辞职公告，因组织上工作安排的原因，王栋先生辞去公司董事长、董事、董事会战略与ESG委员会主任委员职务，辞职后，王栋先生将不担任公司任何职务。

► **义乌市进出口高景气度持续，上半年公司在高基数下实现同环比持续增长。**2025年1-5月义乌市进出口总额达3,271.3亿元，同比增长23.7%；其中出口2,893.1亿元，同比增长23.7%；进口378.2亿元，同比增长23.9%；来义外商超25万人次，同比增长18.6%。1-4月，外商出入境总人次18.39万人次，同比增长21.95%；集装箱卡口施封量为18.62万只标柜，同比上升6.09%。市场日均开门率保持在97%以上，日均客流超23万人次；日均外商近3,800人，市场整体运行稳中向好。

► **义支付跨境收款规模大幅提升，六区市场招商超预期，第二批招商顺利开启。**1) 义支付：截至2025年6月26日，公司旗下支付平台（义支付）跨境收款金额超25亿美元，同比增长超47%，受规模提升影响义支付利润同比增长。2) 六区市场：义乌市外申报占比78%，招标价格创新高。首批389个时尚珠宝行业黄金商铺招商工作成效显著，于6月26日全面完成招商工作。招商呈现三大亮点：①市场首批共受理报名4459条，其中义乌市外申报达3473条占比77.89%。②投标商位需求比创新高，首批投标商位需求比为4.25:1。③招投标文件价格创新高。第二批婴幼儿成长用品行业、护肤及医美用品行业招商报名已于6月29日正式开启，首日报名主体超3,200家。

► **公司董事长王栋辞去职务，新董事长候选人已确认。**2019年董事长王栋上任后，公司的业务不断完善，在小商品城市场的基础上，新增了Chinagoods交易平台、义支付等新业务。王栋在职期间，公司的信息流、资金流、物流三流汇聚的业务框架已搭建完毕。据证券时报，王栋将调任义乌市商务局局长，目前义乌市委市政府已推荐义乌国有资本运营有限公司董事长陈德占，作为小商品城董事长候选人。未来新董事长上任后，期待未来公司业务的进一步成长。

#### 投资建议

公司收租主业基本盘稳定，另外通过新市场落地与涨租，量价齐升带来增量，①量：25年全球数贸中心计划招商投用，新增39万方可出租面积。②价：根据23年年报，24-26年计划每年涨租不低于5%。除传统主业外，AI赋能下，Chinagoods、Yiwupay等新业务想象空间大。我们上调盈利预测，预计25-27年公司收入203/265/327亿元（原预测为199/264/325亿元），同比+29%/+31%/+23%，归母净利润为43/55/67亿元（原预测为41/54/65亿元），同比+41%/+26%/+23%，EPS分别为0.79/1.00/1.22元（原预测为0.74/0.98/1.19元），参考2025年6月30日收盘价20.68元，对应最新PE为17/14/11X，维持“增持”评级。

#### 风险提示

海外需求不及预期，新项目落地不及预期，出口成本大幅变化。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 11,300 | 15,737 | 20,282 | 26,495 | 32,693 |
| YoY (%)    | 48.3%  | 39.3%  | 28.9%  | 30.6%  | 23.4%  |
| 归母净利润(百万元) | 2,676  | 3,074  | 4,336  | 5,465  | 6,706  |
| YoY (%)    | 142.3% | 14.9%  | 41.1%  | 26.0%  | 22.7%  |
| 毛利率 (%)    | 26.5%  | 31.4%  | 33.4%  | 32.3%  | 32.3%  |
| 每股收益 (元)   | 0.49   | 0.56   | 0.79   | 1.00   | 1.22   |
| ROE        | 15.1%  | 15.0%  | 19.5%  | 22.3%  | 24.6%  |
| 市盈率        | 28.20  | 24.68  | 17.48  | 13.87  | 11.30  |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**分析师：刘文正**

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

**分析师：刘彦菁**

邮箱：liuyj3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525020003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表（百万元）   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 现金流量表（百万元） | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入      | 15,737 | 20,282 | 26,495 | 32,693 | 净利润        | 3,078  | 4,343  | 5,473  | 6,716  |
| YoY (%)    | 39.3%  | 28.9%  | 30.6%  | 23.4%  | 折旧和摊销      | 890    | 932    | 970    | 1,113  |
| 营业成本       | 10,798 | 13,515 | 17,936 | 22,134 | 营运资金变动     | 634    | 3,680  | 2,112  | 3,083  |
| 营业税金及附加    | 214    | 276    | 360    | 445    | 经营活动现金流    | 4,491  | 8,792  | 8,369  | 10,729 |
| 销售费用       | 321    | 406    | 477    | 588    | 资本开支       | -1,242 | -2,080 | -2,079 | -2,079 |
| 管理费用       | 581    | 710    | 927    | 1,144  | 投资         | -380   | -130   | -130   | -130   |
| 财务费用       | 102    | 0      | 0      | 0      | 投资活动现金流    | 1,223  | -2,117 | -2,094 | -2,097 |
| 研发费用       | 23     | 30     | 40     | 49     | 股权募资       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失     | 0      | -100   | -100   | -100   | 债务募资       | -1,646 | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益       | 263    | 243    | 265    | 262    | 筹资活动现金流    | -3,095 | -2,553 | -3,217 | -3,948 |
| 营业利润       | 4,007  | 5,550  | 6,999  | 8,592  | 现金净流量      | 2,618  | 4,121  | 3,057  | 4,684  |
| 营业外收支      | 22     | 18     | 18     | 18     | 主要财务指标     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 利润总额       | 4,029  | 5,568  | 7,017  | 8,610  | 成长能力       |        |        |        |        |
| 所得税        | 950    | 1,225  | 1,544  | 1,894  | 营业收入增长率    | 39.3%  | 28.9%  | 30.6%  | 23.4%  |
| 净利润        | 3,078  | 4,343  | 5,473  | 6,716  | 净利润增长率     | 14.9%  | 41.1%  | 26.0%  | 22.7%  |
| 归属于母公司净利润  | 3,074  | 4,336  | 5,465  | 6,706  | 盈利能力       |        |        |        |        |
| YoY (%)    | 14.9%  | 41.1%  | 26.0%  | 22.7%  | 毛利率        | 31.4%  | 33.4%  | 32.3%  | 32.3%  |
| 每股收益       | 0.56   | 0.79   | 1.00   | 1.22   | 净利率        | 19.5%  | 21.4%  | 20.6%  | 20.5%  |
| 资产负债表（百万元） | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 总资产收益率 ROA | 8.2%   | 10.2%  | 11.1%  | 12.1%  |
| 货币资金       | 5,539  | 9,660  | 12,717 | 17,401 | 净资产收益率 ROE | 15.0%  | 19.5%  | 22.3%  | 24.6%  |
| 预付款项       | 1,098  | 1,416  | 1,944  | 2,323  | 偿债能力       |        |        |        |        |
| 存货         | 1,358  | 2,172  | 2,610  | 3,187  | 流动比率       | 0.55   | 0.68   | 0.75   | 0.84   |
| 其他流动资产     | 1,739  | 2,372  | 2,566  | 2,812  | 速动比率       | 0.37   | 0.49   | 0.55   | 0.64   |
| 流动资产合计     | 9,734  | 15,620 | 19,838 | 25,724 | 现金比率       | 0.32   | 0.42   | 0.48   | 0.57   |
| 长期股权投资     | 6,947  | 6,997  | 7,047  | 7,097  | 资产负债率      | 47.5%  | 51.8%  | 52.6%  | 53.6%  |
| 固定资产       | 5,504  | 6,234  | 6,898  | 7,484  | 经营效率       |        |        |        |        |
| 无形资产       | 5,181  | 5,056  | 4,926  | 4,791  | 总资产周转率     | 0.42   | 0.47   | 0.54   | 0.59   |
| 非流动资产合计    | 29,434 | 30,782 | 32,093 | 33,259 | 每股指标（元）    |        |        |        |        |
| 资产合计       | 39,168 | 46,402 | 51,930 | 58,983 | 每股收益       | 0.56   | 0.79   | 1.00   | 1.22   |
| 短期借款       | 60     | 60     | 60     | 60     | 每股净资产      | 3.74   | 4.06   | 4.47   | 4.98   |
| 应付账款及票据    | 1,470  | 2,199  | 2,787  | 3,351  | 每股经营现金流    | 0.82   | 1.60   | 1.53   | 1.96   |
| 其他流动负债     | 16,039 | 20,755 | 23,439 | 27,160 | 每股股利       | 0.33   | 0.47   | 0.59   | 0.72   |
| 流动负债合计     | 17,569 | 23,014 | 26,286 | 30,572 | 估值分析       |        |        |        |        |
| 长期借款       | 658    | 658    | 658    | 658    | PE         | 24.68  | 17.48  | 13.87  | 11.30  |
| 其他长期负债     | 369    | 369    | 369    | 369    | PB         | 3.59   | 3.40   | 3.09   | 2.78   |
| 非流动负债合计    | 1,027  | 1,027  | 1,027  | 1,027  |            |        |        |        |        |
| 负债合计       | 18,596 | 24,041 | 27,313 | 31,599 |            |        |        |        |        |
| 股本         | 5,484  | 5,484  | 5,484  | 5,484  |            |        |        |        |        |
| 少数股东权益     | 69     | 75     | 83     | 94     |            |        |        |        |        |
| 股东权益合计     | 20,572 | 22,361 | 24,617 | 27,385 |            |        |        |        |        |
| 负债和股东权益合计  | 39,168 | 46,402 | 51,930 | 58,983 |            |        |        |        |        |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                               |
|----------------------------------|----------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%     |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间    |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%     |
| 行业评级标准                           |          |                                  |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%   |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。