

小商品城 (600415.SH)

增持 (维持)

贸易服务业务表现亮眼, 新市场招商顺利推进

消费品/商业

当前股价: 19.95 元

公司 25H1 营收 77.13 亿/+13.99%, 归母净利润 16.91 亿/+16.78%, 扣非归母净利润 16.68 亿/+17.57%。25Q2 单季度营收 45.52 亿/+11.41%, 归母净利润 8.88 亿/+20.77%, 扣非归母净利润 8.73 亿/+19.86%。公司为国内小商品批发龙头, 市场经营主业基本盘稳健, 市场扩建&涨租持续推动成长; Chinagoods、义支付平台规模及变现能力有望持续提升。维持“增持”评级。

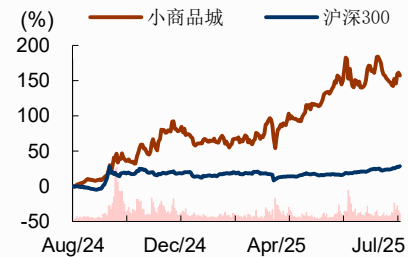
基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 5484 |
| 已上市流通股(百万股) | 5483 |
| 总市值(十亿元) | 109.4 |
| 流通市值(十亿元) | 109.4 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.7 |
| ROE(TTM) | 16.3 |
| 资产负债率 | 46.7% |
| 主要股东 | 义乌中国小商品城控股集团 |
| 主要股东持股比例 | 56.37% |

□ 业绩稳健向上, 表现符合预期。公司 25H1 实现营收 77.13 亿/+13.99%, 归母净利润 16.91 亿/+16.78%, 扣非归母净利润 16.68 亿/+17.57%。公司收入增长主要受商品销售及贸易服务拉动, 商品销售收入 45.33 亿/+16.38%, 贸易服务收入 5.31 亿/+43.16%; 利润增长得益于市场经营与贸易服务利润持续提升。25Q2 单季度营收 45.52 亿/+11.41%, 归母净利润 8.88 亿/+20.77%, 扣非归母净利润 8.73 亿/+19.86%。

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -2 | 69 | 181 |
| 相对表现 | -6 | 61 | 155 |



□ 新业务成长势能延续, 全球数贸中心招商顺利推进。公司新业务在 25 年上半年继续延续亮眼表现, 报告期内, Chinagoods 平台经营主体大数据公司净利润达到 1.55 亿元/+109.69%; Chinagoods 平台注册采购商突破 510 万人, 覆盖 200 多个国家和地区; 平台 AI 工具累计使用量突破 10 亿人次。25H1, YiwuPay 跨境收款金额超 25 亿美元/+超 47%, 业务覆盖全球 170 多个国家和地区, 实现利润总额超 4000 万元/+超 50%。报告期内, 公司全球数贸中心招商顺利推进, 公司首批推出的 389 间时尚珠宝商位吸引逾 4,700 家企业报名, 招商定位完成率达 100%; 第二批创意潮流玩具、护肤及医美用品行业招商定位 1,308 间, 两批累计吸引超 2.4 万户主体报名。时尚珠宝行业招商款带动公司报告期内经营活动现金流较上年同期增加 12.68 亿。

相关报告

- 1、《小商品城(600415)一表现亮眼, 新市场扩容+新业务成长下增长动能充足》2025-03-28
- 2、《小商品城(600415)一主业稳健增长, 新业务表现亮眼》2024-08-17
- 3、《小商品城(600415)一24Q1 主业利润高增长, 涨租&扩建持续推动主业成长》2024-04-21

□ 各项费用率改善, 净利率提升。25Q2 公司毛利率为 28.34%/-0.82pct, 销售费率 1.23%/-0.16pct, 管理费率为 2.58%/-0.27pct, 财务费率 0.27%/-0.43pct; 净利率 19.63%/+1.53pct。

□ 投资建议。义乌市场进出口繁荣, 公司为国内小商品批发龙头, 市场经营主业基本盘稳健, 市场扩建&涨租拉动增长; 同时公司 Chinagoods 平台及义支付平台 GMV 高增长, 交易+支付+物流全方位强化贸易服务, 变现能力有望持续提升, 第二增长曲线持续拉动增长。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 41.8/52.5/65.5 亿, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 市场扩建或涨租不及预期, 投资收益波动, 新业务进展不及预期

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 11300 | 15737 | 21047 | 24817 | 29398 |
| 同比增长 | 48% | 39% | 34% | 18% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 3105 | 4007 | 5575 | 7014 | 8759 |
| 同比增长 | 171% | 29% | 39% | 26% | 25% |
| 归母净利润(百万元) | 2676 | 3074 | 4178 | 5252 | 6554 |
| 同比增长 | 142% | 15% | 36% | 26% | 25% |
| 每股收益(元) | 0.49 | 0.56 | 0.76 | 0.96 | 1.20 |
| PE | 40.9 | 35.6 | 26.2 | 20.8 | 16.7 |
| PB | 6.2 | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 3.8 |

资料来源: 公司数据、招商证券

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6544 | 9734 | 11555 | 17106 | 23586 |
| 现金 | 2923 | 5539 | 6252 | 10896 | 16339 |
| 交易性投资 | 15 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 应收票据 | 0 | 11 | 15 | 18 | 21 |
| 应收款项 | 593 | 486 | 625 | 737 | 872 |
| 其它应收款 | 115 | 116 | 155 | 183 | 217 |
| 存货 | 1247 | 1358 | 1730 | 2056 | 2416 |
| 其他 | 1651 | 1823 | 2377 | 2816 | 3320 |
| 非流动资产 | 29675 | 29434 | 29338 | 29256 | 29187 |
| 长期股权投资 | 7023 | 6947 | 6947 | 6947 | 6947 |
| 固定资产 | 4941 | 5504 | 6036 | 6512 | 6938 |
| 无形资产商誉 | 6542 | 5474 | 4926 | 4434 | 3990 |
| 其他 | 11169 | 11510 | 11428 | 11363 | 11311 |
| 资产总计 | 36219 | 39168 | 40893 | 46363 | 52773 |
| 流动负债 | 13732 | 17569 | 16919 | 19636 | 22633 |
| 短期借款 | 1620 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1390 | 1470 | 1884 | 2239 | 2630 |
| 预收账款 | 4669 | 6145 | 7878 | 9362 | 10998 |
| 其他 | 6053 | 9894 | 7156 | 8035 | 9005 |
| 长期负债 | 4783 | 1027 | 1027 | 1027 | 1027 |
| 长期借款 | 863 | 658 | 658 | 658 | 658 |
| 其他 | 3920 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| 负债合计 | 18515 | 18596 | 17946 | 20663 | 23660 |
| 股本 | 5484 | 5484 | 5484 | 5484 | 5484 |
| 资本公积金 | 1593 | 2344 | 2344 | 2344 | 2344 |
| 留存收益 | 10612 | 12676 | 15045 | 17790 | 21193 |
| 少数股东权益 | 16 | 69 | 75 | 83 | 92 |
| 归属于母公司所有者权益 | 17688 | 20504 | 22872 | 25617 | 29020 |
| 负债及权益合计 | 36219 | 39168 | 40893 | 46363 | 52773 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 1845 | 4491 | 7512 | 8180 | 9582 |
| 归母净利润 | 2676 | 3074 | 4178 | 5252 | 6554 |
| 折旧摊销 | 851 | 890 | 1211 | 1196 | 1184 |
| 财务费用 | 196 | 143 | 107 | (29) | (69) |
| 投资收益 | (1087) | (263) | (58) | (58) | (58) |
| 营运资金变动 | (806) | 634 | 2058 | 1804 | 1953 |
| 其它 | 15 | 14 | 16 | 16 | 19 |
| 投资活动现金流 | (1375) | 1223 | (1058) | (1058) | (1058) |
| 资本支出 | (2628) | (1500) | (1116) | (1116) | (1116) |
| 其他投资 | 1253 | 2723 | 58 | 58 | 58 |
| 筹资活动现金流 | 460 | (3095) | (5741) | (2478) | (3081) |
| 借款变动 | 966 | 888 | (3825) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | (2) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 61 | 751 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (357) | (1097) | (1810) | (2507) | (3151) |
| 其他 | (208) | (3637) | (107) | 29 | 69 |
| 现金净增加额 | 931 | 2619 | 712 | 4644 | 5443 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 11300 | 15737 | 21047 | 24817 | 29398 |
| 营业成本 | 8306 | 10798 | 13844 | 16451 | 19326 |
| 营业税金及附加 | 146 | 214 | 286 | 337 | 399 |
| 营业费用 | 240 | 321 | 463 | 372 | 353 |
| 管理费用 | 560 | 581 | 800 | 695 | 647 |
| 研发费用 | 22 | 23 | 31 | 37 | 43 |
| 财务费用 | 125 | 102 | 107 | (29) | (69) |
| 资产减值损失 | 2 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (52) | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 其他收益 | 32 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 投资收益 | 1222 | 263 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3105 | 4007 | 5575 | 7014 | 8759 |
| 营业外收入 | 120 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 营业外支出 | 17 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 3208 | 4029 | 5597 | 7035 | 8780 |
| 所得税 | 527 | 950 | 1413 | 1776 | 2216 |
| 少数股东损益 | 5 | 5 | 6 | 8 | 10 |
| 归属于母公司净利润 | 2676 | 3074 | 4178 | 5252 | 6554 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 48% | 39% | 34% | 18% | 18% |
| 营业利润 | 171% | 29% | 39% | 26% | 25% |
| 归母净利润 | 142% | 15% | 36% | 26% | 25% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.5% | 31.4% | 34.2% | 33.7% | 34.3% |
| 净利率 | 23.7% | 19.5% | 19.9% | 21.2% | 22.3% |
| ROE | 15.1% | 15.0% | 18.3% | 20.5% | 22.6% |
| ROIC | 11.7% | 12.3% | 18.0% | 19.8% | 21.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 51.1% | 47.5% | 43.9% | 44.6% | 44.8% |
| 净负债比率 | 7.3% | 11.4% | 1.6% | 1.4% | 1.2% |
| 流动比率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.0 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 存货周转率 | 6.4 | 8.3 | 9.0 | 8.7 | 8.6 |
| 应收账款周转率 | 28.1 | 28.9 | 37.0 | 35.6 | 35.7 |
| 应付账款周转率 | 6.4 | 7.6 | 8.3 | 8.0 | 7.9 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.49 | 0.56 | 0.76 | 0.96 | 1.20 |
| 每股经营净现金 | 0.34 | 0.82 | 1.37 | 1.49 | 1.75 |
| 每股净资产 | 3.23 | 3.74 | 4.17 | 4.67 | 5.29 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.33 | 0.46 | 0.57 | 0.72 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 40.9 | 35.6 | 26.2 | 20.8 | 16.7 |
| PB | 6.2 | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 24.7 | 19.9 | 13.5 | 11.4 | 9.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。