

商贸零售

2025 年 10 月 15 日

小商品城 (600415)

——25Q3 净利润增长超预期，新市场跃迁再启航

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 15 日

收盘价 (元)	19.61
一年内最高/最低 (元)	23.40/10.27
市净率	4.8
股息率 (分红/股价)	1.68
流通 A 股市值 (百万元)	107,519
上证指数/深证成指	3,912.21/13,118.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	4.05
资产负债率%	50.86
总股本/流通 A 股 (百万)	5,484/5,483
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《小商品城 (600415) 点评：25H1 营收净利增长符合预期，Chinagoods 和义支付表现亮眼》 2025/08/18

《小商品城 (600415) 点评：25H1 净利预增符合预期，新市场招租稳步推进》 2025/06/30

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

张蕴达 A0230125030003
zhangyud@swsresearch.com

联系人

赵令伊
(8621)23297818x
zhaolv2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年三季度报告，业绩超预期。**据公司公告，1) 25Q3 公司实现营业收入 53.48 亿元，同比+39.02%，归母净利润 17.66 亿元，同比+100.52%，归母扣非净利润 17.23 亿元，同比+99.56%。2) 25Q1-Q3 公司实现营业收入 130.61 亿元，同比+23.07%，归母净利润 34.57 亿元，同比+48.45%，归母扣非净利润 33.92 亿元，同比+48.59%。Q3 业绩大幅增长主要系新市场全球数贸中心部分商位完成招商，相关收入于本报告期确认所致。
- **全球数贸中心招商贡献核心增量，创二代、新技术赋能新市场繁荣。**据公司公告，公司新市场全球数贸中心已于 2025 年 6 月启动招商，10 月 14 日已正式开业。新市场招商火爆，其中时尚珠宝、潮玩等行业选位费中标价达 11-13.7 万元/平米，新市场招商相关收入成 Q3 季度业绩的核心贡献。据义乌发布，新市场市场板块已入驻涉及时尚珠宝、创意潮玩、智能装备等 8 个新行业的商户，“商二代”“创二代”“新生代”商户占比达 52%，拥有自主品牌或经营 IP 产品的商户占 57%。我们认为新市场聚焦新行业、新老板，创二代对于新市场诉求高，新市场承接的是真需求，增量贡献确定。受新市场招商收款驱动，公司前三季度经营性现金流量净额高达 96.05 亿元，同比增长 2021.98%。
- **义支付业务落地试点打开增量空间，Chinagoods 平台持续拉动利润增长。**贸易服务业务继续为业绩增长提供强劲支撑，据公司公告，25 年前三季度义支付跨境支付业务交易额突破 270 亿元人民币，同比增长超过 35%，并于三季度正式开展市场采购贸易结算服务试点。我们认为该试点作为公司国贸改革清单中的重要事项，落地后有望打开义支付跨境交易规模长期增长天花板。Chinagoods 平台持续为公司贡献利润增量，新市场开业后配合世界义乌 AI 大模型落地 AI 视创、AI 翻译等 13 项 AI 应用，全面赋能小商品贸易上下游全链路，预计将与其他业务形成良好的产业联动与生态赋能。
- **新市场高毛利收入确认带动毛利率大幅提升，费用管控保持健康。**据公司公告，由于 Q3 报告期公司确认的全球数贸中心招商选商费等收入毛利率较高，公司整体毛利率出现显著提升，25Q3 公司毛利率为 45.4%，同比+15.3pct，25Q1-Q3 毛利率为 37.2%，同比+5.2pct。公司市场经营管理效率持续提升，叠加选位费导致的营收大幅增长影响，共同推动公司内部费用率继续下降，25Q3/25Q1-Q3 公司销售费用率分别为 1.1%/1.2%，同比分别+0.1/+0.0pct，管理费用率分别为 2.7%/2.6%，分别同比-0.4/-0.6pct。
- **义乌 1-8 月外贸维持高景气，进出口数据均维持强劲增长。**据义乌海关，25 年 1-8 月义乌进出口总值达 5542.6 亿元，同比增长 24.9%；其中出口 4866.0 亿元，同比增长 23.7%；进口 676.6 亿元，同比增长 34.0%。其中主要贸易市场保持两位数高增长，同期对共建“一带一路”国家合计进出口 3773.5 亿元，增长 27.0%，占同期义乌市进出口总值的 68.1%。宏观数据体现义乌进出口贸易维持高景气运营。
- **维持“买入”评级。**公司以市场经营为根基，新市场全球数贸中心盛大开业延续高景气，同时贸易服务等新增长极发展势头强劲，义支付业务取得重大突破，打开长期成长空间。考虑到公司新市场利润增厚超预期，我们上调公司 25-27 年归母净利润预测为 47.20/62.90/71.84 亿元，同比增长 53.6%/33.3%/14.2%，对应 25-27 年 PE 分别为 23/17/15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新业务发展不及预期，新市场经营不及预期，行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,737	13,061	20,510	26,590	32,425
同比增长率 (%)	39.3	23.1	30.3	29.6	21.9
归母净利润 (百万元)	3,074	3,457	4,720	6,290	7,184
同比增长率 (%)	14.9	48.5	53.6	33.3	14.2
每股收益 (元/股)	0.56	0.63	0.86	1.15	1.31
毛利率 (%)	31.4	37.2	34.8	36.6	35.2
ROE (%)	15.0	15.6	20.4	24.1	24.8
市盈率	35		23	17	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,300	15,737	20,510	26,590	32,425
其中：营业收入	11,300	15,737	20,510	26,590	32,425
减：营业成本	8,306	10,798	13,369	16,855	21,021
减：税金及附加	146	214	278	361	440
主营业务利润	2,848	4,725	6,863	9,374	10,964
减：销售费用	240	321	246	346	454
减：管理费用	560	581	533	745	1,005
减：研发费用	22	23	62	106	162
减：财务费用	125	102	96	117	25
经营性利润	1,901	3,698	5,926	8,060	9,318
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	2	-13	5	2	-3
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	1,100	308	329	363	400
营业利润	3,105	4,007	6,259	8,426	9,715
加：营业外净收入	103	22	43	56	40
利润总额	3,208	4,029	6,301	8,482	9,755
减：所得税	527	950	1,578	2,183	2,562
净利润	2,681	3,078	4,724	6,299	7,193
少数股东损益	5	5	4	9	9
归属于母公司所有者的净利润	2,676	3,074	4,720	6,290	7,184

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。