

小商品城（600415.SH）

优于大市

建设文商旅综合体配套进口业务，进一步夯实长期收入增长

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004

事项：

公司公告：近日，小商品城以 32.23 亿元竞得义乌市福田街道五区市场南侧地块国有建设用地使用权，计划打造集文化传承、商业创新、旅游休闲功能于一体的文商旅综合体。

国信零售观点：此次建设项目总用地面积约 16.47 万 m^2 ，总建筑面积约 66 万 m^2 ，其中地上建筑面积 44.3 万 m^2 （包括集中商业、LOFT、商务办公、商业裙房、其他配套等），地下建筑面积 21.7 万 m^2 。

项目总投资估算为 78.63 亿元，其中土地成本 33.21 亿元（含契税），工程建设其他费用约 38.77 亿元，财务费用约 6.65 亿元，建设周期为 3-4 年，资金来源为公司自有资金及部分银行贷款。项目计算期内投资回收期为 7.83 年（税后），投资收益率为 6.41%（税后）。

总体上，我们认为该项目作为义乌国际商贸城五区进口商品城的延伸，为进口贸易创新发展试点“提量扩面”提供实体空间支撑，强化现有市场板块的协同效应。同时也有望把握义乌商贸文旅发展机遇，进一步贡献收入增量。项目在未来 3-4 年建设完成后，与现有的国际商贸城 1-5 区、全球数贸中心联动，有望为公司发展提供新的增量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 46.93/70.29/83.85 亿元，对应 PE 分别为 20.6/13.7/11.5 倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 计划建设文商旅综合体，强化进口业务发展

根据公司规划，此次建设的文商旅综合体，旨在依托新一轮国贸改革试点的政策与资源优势，为进口贸易创新发展试点“提量扩面”提供实体空间支撑，强化现有市场板块的协同效应。

2024 年 12 月，国家发改委印发《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，方案其中提到推动进口贸易创新发展：建立进口消费品正面清单管理制度，优化清单内商品通关流程。且根据浙江省政府新闻发布，前期将以商城集团作为唯一试点企业，加快进口贸易发展，力争 2025 年全市进口贸易额达 1000 亿元，到 2030 年突破 3000 亿元。

此次文商旅综合体正是作为国际商贸城五区进口商品城的延伸，有望进一步强化义乌进口业务的发展。据义乌海关数据，2025 年 1-9 月，义乌市进出口总值达 6312.0 亿元，同比增长 26.3%；其中出口 5539.9 亿元，同比增长 25.7%；进口 772.1 亿元，同比增长 31.3%。整体上看，进口规模仍有较大的增长空间。

◆ 投资建议：

项目在未来 3-4 年建设完成后，与现有的国际商贸城 1-5 区、全球数贸中心联动，有望为公司发展提供新的增量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 46.93/70.29/83.85 亿元，对应 PE 分别为 20.6/13.7/11.5 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

外贸景气度下降；新市场招商不及预期；新兴业务发展不及预期；进口业务发展不及预期。

相关研究报告：

《小商品城（600415.SH）-新市场开业带动业绩迈入扩张期，贸易服务能力进一步强化》——2025-10-15
《小商品城（600415.SH）-二季度利润增长提速，下半年数贸中心开业有望贡献增量》——2025-08-18
《小商品城（600415.SH）-“AI+外贸”布局再进一步，新市场招商中标价稳步增长》——2025-07-28
《小商品城（600415.SH）-新市场招商贡献业绩增量，跨境支付业务有望加速发展》——2025-07-01
《小商品城（600415.SH）-一季度业绩增长稳健，强化贸易服务能力无惧外部冲击》——2025-04-08

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2923	5539	6898	9951	11182	营业收入	11300	15737	20715	27487	33599
应收款项	708	614	1816	2410	2400	营业成本	8306	10798	13410	16657	20617
存货净额	1247	1358	2871	3629	4479	营业税金及附加	146	214	363	404	513
其他流动资产	1651	1823	2933	3698	6720	销售费用	240	321	417	568	679
流动资产合计	6544	9734	14919	20088	25181	管理费用	789	779	971	1277	1501
固定资产	8896	7805	9131	12223	17028	研发费用	22	23	30	40	49
无形资产及其他	6238	5181	4974	4767	4560	财务费用	125	102	16	(66)	(105)
投资性房地产	7517	9501	9501	9501	9501	投资收益	1068	263	0	0	0
长期股权投资	7023	6947	7747	8347	8947	资产减值及公允价值变动	(52)	13	0	0	0
资产总计	36219	39168	46272	54925	65216	其他收入	396	208	(30)	(40)	(49)
短期借款及交易性金融负债	1799	3825	2257	2627	2903	营业利润	3105	4007	5508	8608	10345
应付款项	1390	1470	1794	2439	2848	营业外净收支	103	22	0	0	0
其他流动负债	10543	12275	17860	20993	25641	利润总额	3208	4029	5508	8608	10345
流动负债合计	13732	17569	21911	26059	31392	所得税费用	527	950	808	1569	1948
长期借款及应付债券	4361	658	658	658	658	少数股东损益	5	5	6	10	12
其他长期负债	421	369	419	469	519	归属于母公司净利润	2676	3074	4693	7029	8385
长期负债合计	4783	1027	1077	1127	1177	现金流量表（百万元）					
负债合计	18515	18596	22988	27186	32568	净利润	2676	3074	4693	7029	8385
少数股东权益	16	69	72	78	85	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17688	20504	23212	27661	32563	折旧摊销	763	751	881	1116	1402
负债和股东权益总计	36219	39168	46272	54925	65216	公允价值变动损失	52	(13)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	125	102	16	(66)	(105)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1069)	(414)	2134	1712	1244
每股收益	0.49	0.56	0.86	1.28	1.53	其它	4	2	4	6	7
每股红利	0.11	0.26	0.36	0.47	0.64	经营活动现金流	2426	3401	7712	9864	11038
每股净资产	3.23	3.74	4.23	5.04	5.94	资本开支	0	527	(2000)	(4000)	(6000)
ROIC	10.23%	16.37%	30%	47%	49%	其它投资现金流	47	(385)	0	0	0
ROE	15.13%	14.99%	20%	25%	26%	投资活动现金流	(942)	217	(2800)	(4600)	(6600)
毛利率	26%	31%	35%	39%	39%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	23%	27%	31%	30%	负债净变化	458	(205)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	28%	31%	35%	35%	支付股利、利息	(595)	(1402)	(1985)	(2581)	(3483)
收入增长	48%	39%	32%	33%	22%	其它融资现金流	(278)	2214	(1568)	370	276
净利润增长率	142%	15%	53%	50%	19%	融资活动现金流	(553)	(1001)	(3553)	(2211)	(3207)
资产负债率	51%	48%	50%	50%	50%	现金净变动	931	2616	1359	3053	1230
股息率	0.6%	1.5%	2.1%	2.7%	3.6%	货币资金的期初余额	1991	2923	5539	6898	9951
P/E	36.1	31.4	20.6	13.7	11.5	货币资金的期末余额	2923	5539	6898	9951	11182
P/B	5.5	4.7	4.2	3.5	3.0	企业自由现金流	0	3616	5729	5813	4957
EV/EBITDA	45.0	26.5	18.7	12.8	11.1	权益自由现金流	0	5624	4147	6237	5319

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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