

小商品城 (600415.SH)

归母净利润增长 37%，拟筹划港股上市推动国际化布局

优于大市

核心观点

2025 年业绩增长较好，拟筹划港股上市。公司 2025 年实现营收 199.27 亿元，同比增长 26.62%，归母净利润 42.04 亿元，同比增长 36.76%，扣非归母净利润同比增长 30.5%。单四季度营收 68.66 亿元，增长 34%，归母净利润 7.46 亿元，增长 0.19%，扣非净利润下降 28.44%，系新市场折旧摊销增加、计提员工效益奖增加及联营企业商城房产确认投资损失 0.53 亿元等多因素影响。

分红方面，公司拟合计现金分红 27.42 亿元，占当期归母净利润的 65.23%。此外，公司拟筹划港股上市，深化国际化战略，增强境外融资能力及吸引人才等。公司当前出海业务稳步落地，已在 36 个国家和地区布局 78 个项目。

新开全球数贸中心显著贡献业绩，数字平台+跨境支付业务快速增长。分业务看，市场经营主业收入 52.55 亿元，同比增长 14.78%，受益于全球数贸中心 2025 年 10 月开业等。数贸配套销售 19.5 亿元，包括写字楼销售贡献等。贸易服务业务收入 15.28 亿元，同比增长达到 107%，系 Chinagoods 平台等信息服务收入增加带动，该平台截至 2025 年底，累计注册采购商超 550 万人。跨境支付业务看，截至 2025 年底，yiwupay 累计跨境收款额达 112 亿美元，同比增长达到 180%。此外抢抓进口改革战略红利，加快构建“国外采购+区内改装+全国分销”的进口产业体系。

毛利率稳定，现金流向好。公司 2025 年毛利率 31.44%，同比+0.06pct，表现稳定。销售费用率同比增加 0.32pct 至 2.36%，主要系公司加大市场推介力度，加速品牌全球化布局所致。管理费用率同比下降 0.62pct 至 3.07%。现金流方面，2025 年实现经营性现金流净额 105.29 亿元，同比增长 134.43%，受益于全球数贸中心市场招商、商业街和写字楼销售收取较多。

风险提示：义乌外贸景气度不及预期；跨境支付不及预期；贸易环境恶化。

投资建议：公司作为依托义乌面向全球的综合数字贸易服务商，持续受益于义乌增长的进出口景气度。市场经营主业在服务能力提升带来议价能力增强下稳步增长，数字贸易平台及跨境支付等新兴业务有望为公司注入长期增长新动能。同时进口业务未来随着高附加值品类逐步扩容，有望打造公司第二增长曲线。

考虑公司全球数贸中心的折旧摊销费用增加，以及公司加大全球化推动力度等带来短期成本增加，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测至 59.2/66.93 亿元（前值分别为 70.29/83.85 亿元），并新增 2028 年预测为 72.64 亿元，对应 PE 分别为 12.6/11.2/10.3 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,737.38	19,927.25	25,943.91	31,740.83	35,885.71
(+/-%)	39.27%	26.62%	30.19%	22.34%	13.06%
净利润(百万元)	3073.68	4203.55	5920.43	6692.99	7264.12
(+/-%)	14.85%	36.76%	40.84%	13.05%	8.53%
每股收益(元)	0.56	0.77	1.08	1.22	1.32
EBIT Margin	22.89%	23.06%	27.45%	25.42%	24.05%
净资产收益率 (ROE)	14.99%	18.32%	22.85%	22.76%	21.91%
市盈率 (PE)	24.35	17.81	12.64	11.18	10.30
EV/EBITDA	21.47	17.74	13.13	12.20	11.65
市净率 (PB)	3.65	3.26	2.89	2.55	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：柳旭 0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉

021-60375463
sunqiaoronguo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.65 元
总市值/流通市值	74851/74851 百万元
52 周最高价/最低价	23.40/11.71 元
近 3 个月日均成交额	1087.33 百万元

市场走势

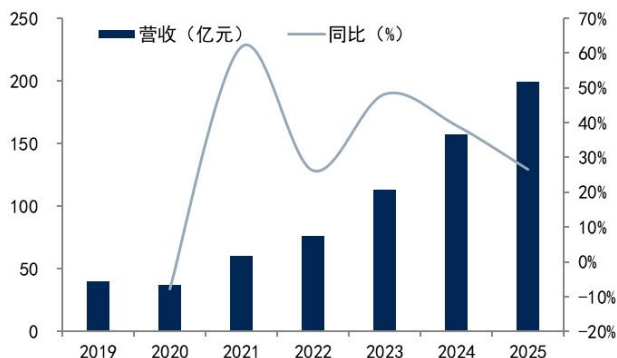


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

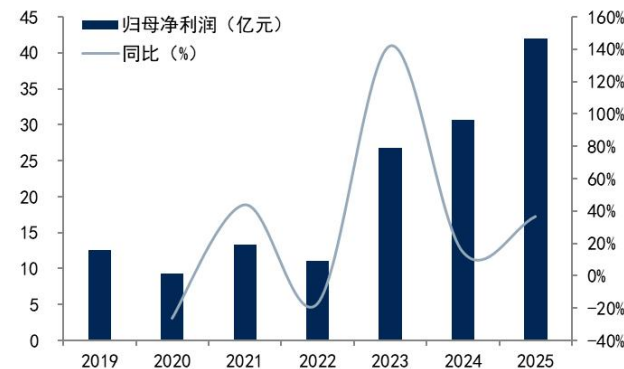
- 《小商品城 (600415.SH) - 建设文商旅综合体配套进口业务，进一步夯实长期收入增长》——2025-11-09
- 《小商品城 (600415.SH) - 新市场开业带动业绩迈入扩张期，贸易服务能力进一步强化》——2025-10-15
- 《小商品城 (600415.SH) - 二季度利润增长提速，下半年数贸中心开业有望贡献增量》——2025-08-18
- 《小商品城 (600415.SH) - “AI+外贸”布局再进一步，新市场招商中标价稳步增长》——2025-07-28
- 《小商品城 (600415.SH) - 新市场招商贡献业绩增量，跨境支付业务有望加速发展》——2025-07-01

图1: 小商品城营业收入及增速 (亿元、%)



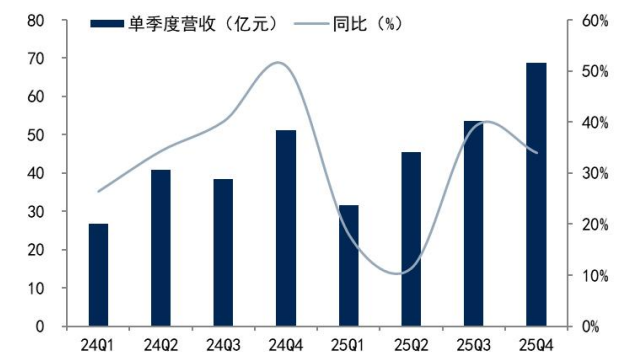
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 小商品城归母净利润及增速 (亿元、%)



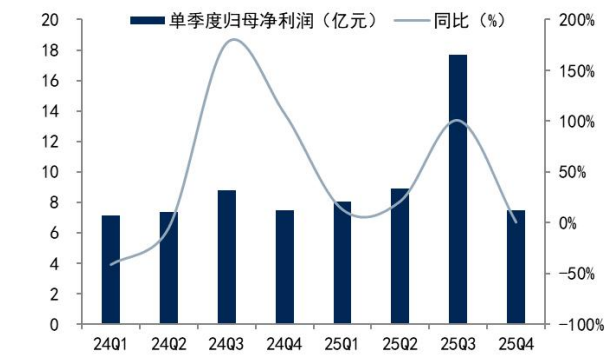
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 小商品城单季度营业收入及增速 (亿元、%)



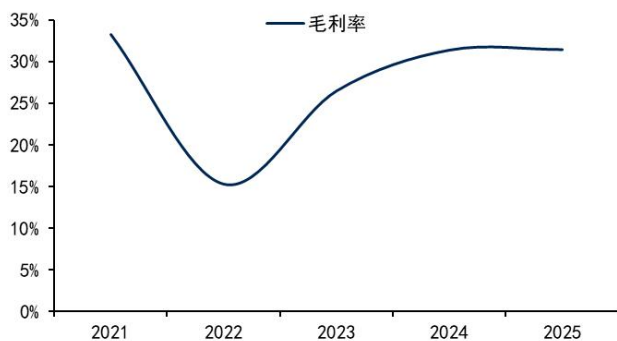
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 小商品城单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



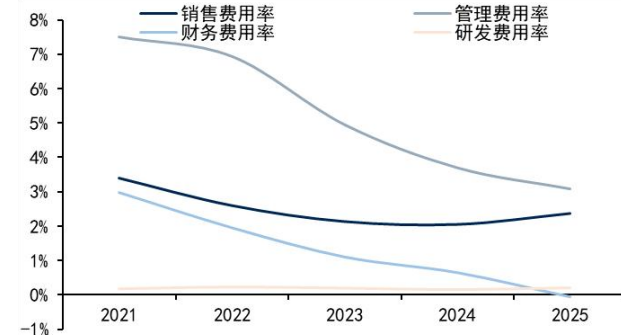
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 小商品城毛利率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 小商品城费用率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5539	6816	16506	21489	22122	营业收入	15737	19927	25944	31741	35886
应收款项	614	626	2275	2783	2473	营业成本	10798	13661	16818	21315	24658
存货净额	1358	2385	3003	3531	3934	营业税金及附加	214	337	375	475	554
其他流动资产	1823	2890	3520	4195	7177	销售费用	321	471	618	687	725
流动资产合计	9734	14859	27445	34140	37848	管理费用	779	823	974	1148	1266
固定资产	7805	7883	9119	12228	17092	研发费用	23	41	38	46	52
无形资产及其他	5181	4723	4534	4345	4156	财务费用	102	(11)	(96)	(238)	(321)
投资性房地产	9501	10503	10503	10503	10503	投资收益	263	239	200	200	200
长期股权投资	6947	6437	6437	6437	6437	资产减值及公允价值变动	13	248	69	110	142
资产总计	39168	44405	58038	67653	76037	其他收入	208	219	(38)	(46)	(52)
短期借款及交易性金融负债	3825	121	1915	1954	1330	营业利润	4007	5353	7486	8617	9293
应付款项	1470	1996	2241	2957	3418	营业外净收支	22	55	0	0	0
其他流动负债	12275	10926	18030	21319	23341	利润总额	4029	5408	7486	8617	9293
流动负债合计	17569	13043	22186	26230	28089	所得税费用	950	1192	1548	1905	2008
长期借款及应付债券	658	3255	3255	3255	3255	少数股东损益	5	12	17	19	21
其他长期负债	369	5079	6599	8659	11422	归属于母公司净利润	3074	4204	5920	6693	7264
长期负债合计	1027	8334	9855	11914	14677	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18596	21377	32041	38144	42766	净利润	3074	4204	5920	6693	7264
少数股东权益	69	81	89	99	110	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	20504	22948	25908	29410	33161	折旧摊销	751	828	1022	1190	1467
负债和股东权益总计	39168	44405	58038	67653	76037	公允价值变动损失	(13)	(248)	(69)	(110)	(142)
关键财务与估值指标						财务费用	102	(11)	(96)	(238)	(321)
每股收益	0.56	0.77	1.08	1.22	1.32	营运资本变动	(414)	778	5974	4352	2171
每股红利	0.26	0.36	0.54	0.58	0.64	其它	2	6	8	10	11
每股净资产	3.74	4.18	4.72	5.36	6.05	经营活动现金流	3401	5568	12856	12136	10770
ROIC	16.37%	21.14%	40%	63%	65%	资本开支	0	(944)	(2000)	(4000)	(6000)
ROE	14.99%	18.32%	23%	23%	22%	其它投资现金流	(385)	(1741)	0	0	0
毛利率	31%	31%	35%	33%	31%	投资活动现金流	(310)	(2175)	(2000)	(4000)	(6000)
EBIT Margin	23%	23%	27%	25%	24%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	27%	31%	29%	28%	负债净变化	(205)	(201)	0	0	0
收入增长	39%	27%	30%	22%	13%	支付股利、利息	(1402)	(1993)	(2960)	(3191)	(3513)
净利润增长率	15%	37%	41%	13%	9%	其它融资现金流	2741	2273	1794	39	(624)
资产负债率	48%	48%	55%	57%	56%	融资活动现金流	(475)	(2117)	(1166)	(3153)	(4137)
股息率	1.9%	2.7%	4.0%	4.3%	4.7%	现金净变动	2616	1277	9690	4983	633
P/E	24.4	17.8	12.6	11.2	10.3	货币资金的期初余额	2923	5539	6816	16506	21489
P/B	3.7	3.3	2.9	2.5	2.3	货币资金的期末余额	5539	6816	16506	21489	22122
EV/EBITDA	21.5	17.7	13.1	12.2	11.6	企业自由现金流	0	4245	10645	7828	4402
						权益自由现金流	0	6316	12514	8052	4030

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 ±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 ±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中所提及的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