

## 小商品城 (600415)

**2025 年年报点评: 全年归母净利润同比+37%, 数贸中心开业贡献增量; 拟发行 H 股实现两地上市买入 (维持)**

2026 年 04 月 10 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

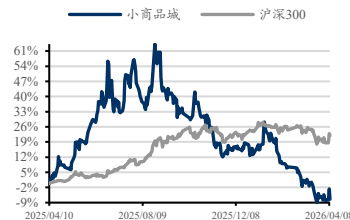
证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	15,737	19,927	23,259	24,518	27,764
同比 (%)	39.27	26.62	16.72	5.42	13.24
归母净利润 (百万元)	3,074	4,204	5,481	6,506	7,642
同比 (%)	14.85	36.76	30.38	18.71	17.46
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.77	1.00	1.19	1.39
P/E (现价&最新摊薄)	23.17	16.95	13.00	10.95	9.32

### 股价走势



### 投资要点

- 业绩简评:** 2025 年, 公司实现营业收入 199.3 亿元, 同比+26.6%; 归母净利润 42.0 亿元, 同比+36.8%。扣非净利润 38.9 亿元, 同比+30.5%。非经常项目主要为公允价值变动收益 2.48 亿元 (集中于 Q4)。对应 Q4, 公司实现营业收入 68.7 亿元, 同比+34.0%; 归母净利润 7.5 亿元, 同比基本持平。
- 利润率方面:** 2025 年公司全年毛利率 31.4%, 同比基本持平; 数贸配套销售 (写字楼) 19.5 亿元收入毛利率仅 11.7%, 对 Q4 毛利率形成摊薄。销售净利率 21.2%, 同比+1.6pct, 盈利能力整体提升。费用率方面: 销售费用率 2.36%, 同比+0.32pct, 系全球数贸中心开业期间市场推介活动费用大幅增加 (同比增加约 1.4 亿元); 管理费用率 3.07%, 同比-0.62pct; 研发费用率 0.20%, 同比+0.05pct; 财务费用率-0.06%, 同比-0.71pct。
- 市场经营:** 全球数贸中心开业增厚盈利, 义乌出口景气度高企看好盈利持续性。2025 年市场经营板块实现营收 52.6 亿元, 同比+14.8%, 毛利率 82.9% (同比-1.3pct)。全球数贸中心正式开业为公司市场成交额和客流带来新增量。2025 年市场成交额全年超 3,200 亿元, 日均客流超 23 万人次。义乌贸易景气度维持高位, 2025 年义乌市实现进出口总额 8,365 亿元, 同比+25.1%; 其中出口 7,307 亿元、同比+24.1%, 进口 1,058 亿元、同比+32.3%。
- 贸易服务: Chinagoods 与义支付高速增长打造第二曲线。** 2025 年贸易服务板块实现营收 15.3 亿元, 同比+106.8%, 毛利率 82.7%。①Chinagoods: 平台深化 AI 战略赋能, 推出全球首个商贸领域"世界义乌"AI 大模型, 上线 14 项核心 AI 应用产品, 截至年底累计在架商品超 1,702 万个、注册采购商超 550 万人, AI 产品完善持续提升平台整体 ARPU。②义支付 (Yiwu Pay): 成立以来至 2025 年底累计跨境收款额达 112 亿美元, 全年流水 60 亿美元, 同比增长约 50%, 2025 年底义支付业务已覆盖 176 个国家和地区。
- 进口业务与海外拓展持续突破。** 公司作为进口正面清单唯一白名单企业, 2025 年完成日用杂货、玩具等 28 类进口正面清单商品试单, 引入 199 个 SKU、5.8 万件商品; 平行进口领域完成蒸烤箱、冰箱等 5 类家电试单。
- 披露 H 股上市计划:** 公司董事会已于 2026 年 4 月 7 日审议通过 H 股 IPO 议案, 拟发行不超过总股本 10% (可行使 15% 超额配授权) 的 H 股, 实现两地上市; 募集资金用于海外业务布局及 CG 平台技术投入。
- 盈利预测与投资评级:** 小商品城作为一带一路出口枢纽, 具备重要的战略地位。目前公司新市场开业有望为主业贡献新增量, Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。考虑公司业绩释放节奏, 我们将公司 2026-27 年归母净利润预期从 61.6/ 72.8 亿元下调至 54.8/ 65.1 亿元, 新增 2028 年归母净利润为 76.4 亿元, 同比+30%/ +19%/ +17%, 对应 4 月 9 日收盘价为 13/ 11/ 9 倍 P/E, 考虑估值较低, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新市场招商、新业务发展具备不确定性等

### 市场数据

收盘价(元)	12.99
一年最低/最高价	12.71/23.40
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	71,231.43
总市值(百万元)	71,231.43

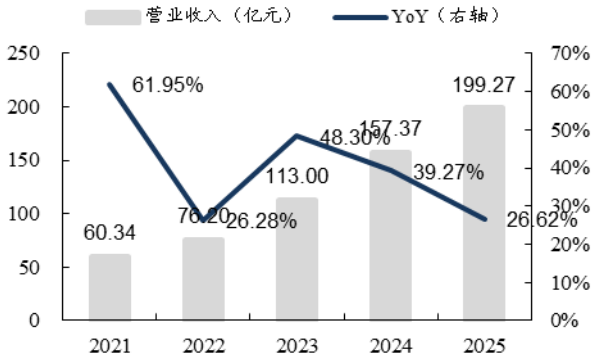
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.18
资产负债率(% ,LF)	48.14
总股本(百万股)	5,483.56
流通 A 股(百万股)	5,483.56

### 相关研究

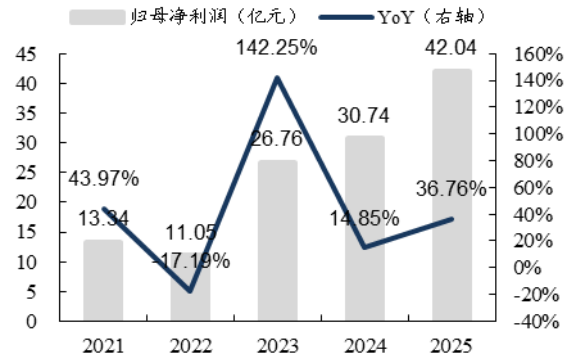
- 《小商品城(600415): 公司竞拍取得土地, 计划建设进口相关文旅综合体, 进一步扩张国际商贸城市场版图》  
2025-11-12
- 《小商品城(600415): 2025 年三季度报点评: Q3 归母净利润同比+101%, 市场经营&贸易服务促利润大幅增长》  
2025-10-15

图1：小商品城收入及增速



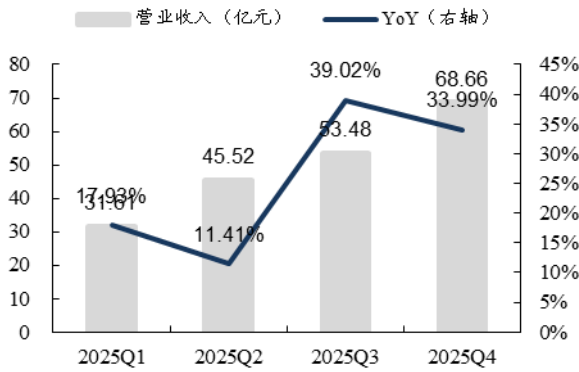
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：小商品城归母净利润及增速



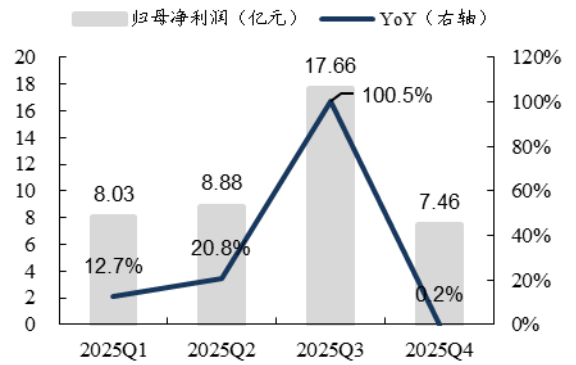
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：小商品城分季度收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：小商品城分季度利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：公司 2025 分部业绩 (亿元)

项目	市场经营	配套房产	贸易服务	配套服务	商品销售	分部间抵销	合计
收入	59.30	19.51	16.99	6.94	100.87	4.34	199.27
收入 yoy	12%	-	88%	26%	8%	-	27%
利润总额	39.44	2.02	12.33	0.09	0.41	0.21	54.08
利润总额 yoy	6%	-	429%	-	-	-	34%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：分部业绩和收入拆分口径有差异，敬请注意。

## 小商品城三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>14,859</b>	<b>15,669</b>	<b>18,690</b>	<b>23,419</b>	<b>营业总收入</b>	<b>19,927</b>	<b>23,259</b>	<b>24,518</b>	<b>27,764</b>
货币资金及交易性金融资产	8,910	9,267	12,320	16,496	营业成本(含金融类)	13,661	14,873	14,624	16,195
经营性应收款项	1,975	2,184	2,184	2,432	税金及附加	337	393	414	469
存货	2,385	2,597	2,553	2,828	销售费用	471	581	613	694
合同资产	0	0	0	0	管理费用	612	698	736	833
其他流动资产	1,589	1,621	1,633	1,663	研发费用	41	70	86	111
<b>非流动资产</b>	<b>29,546</b>	<b>32,350</b>	<b>32,084</b>	<b>31,794</b>	财务费用	(11)	3	0	0
长期股权投资	6,437	6,437	6,437	6,437	加:其他收益	58	68	71	81
固定资产及使用权资产	7,830	9,705	10,164	10,128	投资净收益	239	186	74	83
在建工程	187	1,116	390	137	公允价值变动	248	0	0	0
无形资产	4,723	4,723	4,723	4,723	减值损失	(11)	0	0	0
商誉	285	285	285	285	资产处置收益	2	3	3	3
长期待摊费用	424	424	424	424	<b>营业利润</b>	<b>5,353</b>	<b>6,898</b>	<b>8,193</b>	<b>9,629</b>
其他非流动资产	9,661	9,661	9,661	9,661	营业外净收支	55	60	66	73
<b>资产总计</b>	<b>44,405</b>	<b>48,018</b>	<b>50,774</b>	<b>55,213</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,408</b>	<b>6,958</b>	<b>8,259</b>	<b>9,701</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,043</b>	<b>14,752</b>	<b>15,226</b>	<b>16,986</b>	减:所得税	1,192	1,461	1,734	2,037
短期借款及一年内到期的非流动负债	121	121	121	121	<b>净利润</b>	<b>4,216</b>	<b>5,496</b>	<b>6,525</b>	<b>7,664</b>
经营性应付款项	2,234	2,451	2,429	2,698	减:少数股东损益	12	16	19	22
合同负债	7,463	8,711	9,183	10,398	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,204</b>	<b>5,481</b>	<b>6,506</b>	<b>7,642</b>
其他流动负债	3,225	3,469	3,493	3,769	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	1.00	1.19	1.39
非流动负债	8,334	8,334	8,334	8,334	EBIT	4,853	6,960	8,259	9,701
长期借款	456	456	456	456	EBITDA	5,855	7,157	8,525	9,991
应付债券	2,799	2,799	2,799	2,799	毛利率(%)	31.44	36.06	40.36	41.67
租赁负债	130	130	130	130	归母净利率(%)	21.09	23.56	26.54	27.52
其他非流动负债	4,949	4,949	4,949	4,949	收入增长率(%)	26.62	16.72	5.42	13.24
<b>负债合计</b>	<b>21,377</b>	<b>23,085</b>	<b>23,560</b>	<b>25,320</b>	归母净利润增长率(%)	36.76	30.38	18.71	17.46
归属母公司股东权益	22,948	24,836	27,099	29,756					
少数股东权益	81	97	115	138					
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,029</b>	<b>24,933</b>	<b>27,214</b>	<b>29,894</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,405</b>	<b>48,018</b>	<b>50,774</b>	<b>55,213</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,529	6,701	7,155	9,001	每股净资产(元)	4.18	4.53	4.94	5.43
投资活动现金流	(5,649)	(2,751)	142	159	最新发行在外股份(百万股)	5,484	5,484	5,484	5,484
筹资活动现金流	(6,106)	(3,575)	(4,244)	(4,984)	ROIC(%)	14.62	20.00	22.06	23.91
现金净增加额	(1,244)	357	3,053	4,176	ROE-摊薄(%)	18.32	22.07	24.01	25.68
折旧和摊销	1,002	197	266	290	资产负债率(%)	48.14	48.08	46.40	45.86
资本开支	(1,376)	(2,937)	69	76	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.95	13.00	10.95	9.32
营运资本变动	5,676	1,256	506	1,207	P/B(现价)	3.10	2.87	2.63	2.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>