

小商品城 (600415.SH)

全年利润再创新高，筹划发行港股上市，
数贸生态全面开花

公司评级

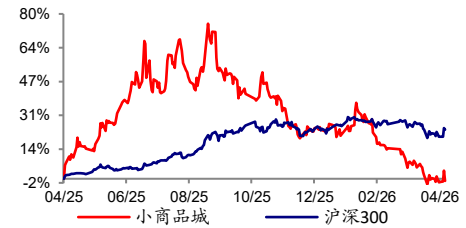
买入

当前价格	13.10 元
合理价值	21.07 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-10

核心观点:

- 事件:** 小商品城发布 2025 年年报。(1)2025 全年公司实现营收 199.27 亿元,同比+26.62%,归母净利润 42.04 亿元,同比+36.76%,扣非归母净利润 38.93 亿元,同比+30.50%;(2) 25Q4 单季营收 68.66 亿元,同比+34.00%,主要受益于全球数贸中心 10 月正式开业及 12 月写字楼交付带来的增量, Q4 归母净利润 7.46 亿元,同比基本持平,扣非净利润 5.01 亿元,同比-28.44%。
- 点评:** 我们认为 Q4 扣非利润同比下滑主要系 Q3 已集中确认较多数贸中心选位费相关收入, Q4 数贸中心开业后新增折旧摊销及市场推广费用有所增加。根据年报, 2025 年市场经营业务折旧及摊销费用 5.0 亿元,较 24 年的 3.6 亿元同比增长 1.4 亿元。此外根据《关于筹划发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司上市的提示性公告》,公司筹划 H 股上市,国际化资本布局正式启航。
- 创新业务亮点频出,品牌出海加速推进。** 根据年报, 义支付全年跨境业务交易额突破 60 亿美元,同比增长超 50%,累计跨境收款额达 112 亿美元,覆盖 176 国 29 种币种,已获批市场采购贸易收结汇服务及数字人民币直接受理资格;“世界义乌” AI 大模型累计调用突破 10 亿次, AI 系列产品服务用户超 28.8 万人; Chinagoods 平台累计注册采购商超 550 万人,在架商品超 1702 万个。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2026-2028 年公司整体实现营业收入 237.7/261.2/296.5 亿元,同比增长 19.3%/9.9%/13.6%; 2026-2028 年实现归母净利润分别为 57.8/63.5/74.2 亿元,同比增长 37.4%/10.0%/16.7%。参考可比公司,我们维持给予公司 2026 年 20x PE 估值,合理价值为 21.07 元/股,给予“买入”评级。
- 风险提示。** 人才储备不足风险; 外部不确定性; 新业务开拓不及预期的风险。

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

曹敦鑫



SAC 执证号: S0260525080002



021-38003743



caodunxin@gf.com.cn

请注意,曹敦鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 小商品城 (600415.SH): 全球数贸新标杆,立基义乌,链接全球 2025-11-13
- 小商品城 (600415.SH): 25Q3 利润翻倍,六区招商及创新业务贡献增量 2025-10-17
- 小商品城 (600415.SH): Q2 利润增长提速,六区稳步推进主业可期,新业务提供弹性 2025-08-20

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,737	19,927	23,768	26,115	29,654
增长率 (%)	39.3%	26.6%	19.3%	9.9%	13.6%
EBITDA	4,736	5,866	8,170	8,738	10,285
归母净利润	3,074	4,204	5,776	6,353	7,416
增长率 (%)	14.9%	36.8%	37.4%	10.0%	16.7%
EPS (元/股)	0.56	0.77	1.05	1.16	1.35
市盈率 (P/E)	23.9	20.8	12.4	11.3	9.7
ROE (%)	15.0%	18.3%	22.4%	21.9%	22.7%
EV/EBITDA	14.5	14.3	8.1	7.3	5.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	9,734	14,859	17,679	21,266	26,480
货币资金	5,539	6,816	9,197	12,236	16,678
应收及预付	1,595	1,975	2,058	2,143	2,382
存货	1,358	2,385	2,236	2,299	2,532
其他	1,242	3,683	4,188	4,588	4,888
非流动资产总额	29,434	29,546	29,448	29,143	28,721
长期股权投资	6,947	6,437	6,437	6,437	6,437
固定资产	5,504	7,696	7,609	7,412	7,206
在建工程	2,301	187	587	887	1,087
使用权资产	151	134	134	134	134
无形资产	5,181	4,723	4,265	3,806	3,348
其他	9,350	10,370	10,416	10,466	10,509
资产总额	39,168	44,405	47,127	50,409	55,201
流动负债总额	17,569	13,043	14,669	15,857	17,470
短期借款	60	0	0	0	0
应付及预收	7,615	9,697	11,324	12,511	14,124
其他	9,894	3,346	3,346	3,346	3,346
非流动负债总额	1,027	8,334	6,524	5,424	4,874
长期借款	658	456	350	250	200
应付债券	0	2,799	3,299	3,599	3,799
其他	369	5,079	2,875	1,575	875
负债总额	18,596	21,377	21,193	21,281	22,344
股本	5,484	5,484	5,484	5,484	5,484
其他	15,020	17,464	20,352	23,529	27,237
归母权益合计	20,504	22,948	25,836	29,012	32,720
少数股东权益	69	81	98	116	137
负债和股东权益	39,168	44,405	47,127	50,409	55,201

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,737	19,927	23,768	26,115	29,654
营业成本	10,798	13,661	14,634	16,552	18,231
营业税金及附加	214	337	402	366	415
销售费用	321	471	594	548	712
管理费用	581	612	832	783	890
研发费用	23	41	49	53	61
财务费用	102	-11	3	-21	-57
资产信用减值损失	-13	-11	-10	-10	-10
公允价值变动收益	13	248	0	0	0
投资收益	263	239	251	251	245
营业利润	4,007	5,353	7,543	8,126	9,692
营业外收支	22	55	38	46	42
利润总额	4,029	5,408	7,581	8,172	9,734
所得税费用	950	1,192	1,789	1,801	2,296
合并净利润	3,078	4,216	5,792	6,371	7,437
少数股东损益	5	12	17	18	21
归母净利润	3,074	4,204	5,776	6,353	7,416
EPS (元/股)	0.56	0.77	1.05	1.16	1.35

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	4,491	10,529	8,033	8,018	9,203
合并净利润	3,078	4,216	5,792	6,371	7,437
折旧摊销	890	1,002	867	877	887
营运资金变动	686	5,755	1,536	929	1,030
其他	0	0	-147	-100	-100
投资活动现金流净额	1,223	-5,649	1,658	-618	-418
资本性开支	-1,242	-1,376	-624	-422	-314
投资	-380	-1,728	-451	-350	-250
其他	2,845	-2,546	2,732	153	146
融资活动现金流净额	-3,095	-6,106	-4,779	-4,360	-4,343
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-1,646	-4,077	394	200	150
股利分配与偿付利息	-1,402	-1,993	-2,969	-3,260	-3,793
其他	-47	-35	-2,204	-1,300	-700
现金净增加额	2,618	-1,244	4,912	3,039	4,442
期初现金余额	2,910	5,528	4,285	9,197	12,236
期末现金余额	5,528	4,285	9,197	12,236	16,678

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	39.3%	26.6%	19.3%	9.9%	13.6%
营业利润增长率	29.0%	33.6%	40.9%	7.7%	19.3%
归母净利增长率	14.9%	36.8%	37.4%	10.0%	16.7%
获利能力					
毛利率	31.4%	31.4%	38.4%	36.6%	38.5%
净利率	19.6%	21.2%	24.4%	24.4%	25.1%
ROE	15.0%	18.3%	22.4%	21.9%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	48.1%	45.0%	42.2%	40.5%
有息负债率	1.8%	7.3%	7.7%	7.6%	7.2%
流动比率	0.6	1.1	1.2	1.3	1.5
利息保障倍数	27.1	61.2	90.0	93.6	110.3
营运能力					
应收账款周转率	29.2	43.1	40.0	40.0	40.0
存货周转率	8.0	5.7	6.5	7.2	7.2
应付账款周转率	7.3	6.8	6.8	6.8	6.8
每股指标					
每股收益	0.56	0.77	1.05	1.16	1.35
每股净资产	3.74	4.18	4.71	5.29	5.97
每股经营现金流	0.82	1.92	1.46	1.46	1.68
估值比率					
PE	23.9	20.8	12.4	11.3	9.7
PB	3.6	3.8	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.5	14.3	8.1	7.3	5.8

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。