

零售重估掘金手册：三条逻辑与路径

作者：



吴劲草
东吴商社
首席证券分析师
S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn



阳靖
东吴商社
证券分析师
S0600523020005
yangjing@dwzq.com.cn

2024 年 12 月 17 日

- 11月以来，申万零售板块展现出明显的超额收益，主要受益于零售资产重估。
- 零售股的重置价值在近10年来反复被交易。即“把其旗下资产重置一遍，所需成本就会超过市值”。如2015年的险资举牌大商股份，欧亚集团等；2018年互联网巨头入股三江购物，永辉超市等；2023年红旗连锁，重庆百货的国企改革；2024年名创优品收购永辉超市29.4%股权等。
- 目前整体上看，零售资产PB均处于较低的位置。考虑其资产以历史成本入表，目前重置成本将大幅高于历史成本，我们认为零售资产有较大的重估空间。
- 24年自9月底的市场行情以来，零售重估形成了趋势性行情，主要原因就是9月23日，名创优品承担了重估永辉超市的催化的角色，带来了整个板块的重估趋势。
- 在目前市场环境下，零售股的主要关注方向是：
 - ①**PB≤1的公司**：如大商股份、武商集团、友阿股份、欧亚集团、轻纺城、海宁皮城等。
 - ②**账上净现金（现金-短债）较多，市值较低的公司**：如高鑫零售、百联股份、杭州解百、大商股份、银座股份等。
 - ③**有国企改革等改革催化的公司**（国企改革方式包括且不限于混改，市场化改革，国资入股，股权激励，赋予牌照等）：如永辉超市、重庆百货、小商品城、红旗连锁等。
- 风险提示：行业竞争加剧，下游需求波动，调改效果不及预期等



- 1. 零售板块具备重估空间

- 2. 百货行业重估：存量项目重置成本高、具备改造空间

- 3. 超市行业：建议关注新业态&调改带来的重估机会

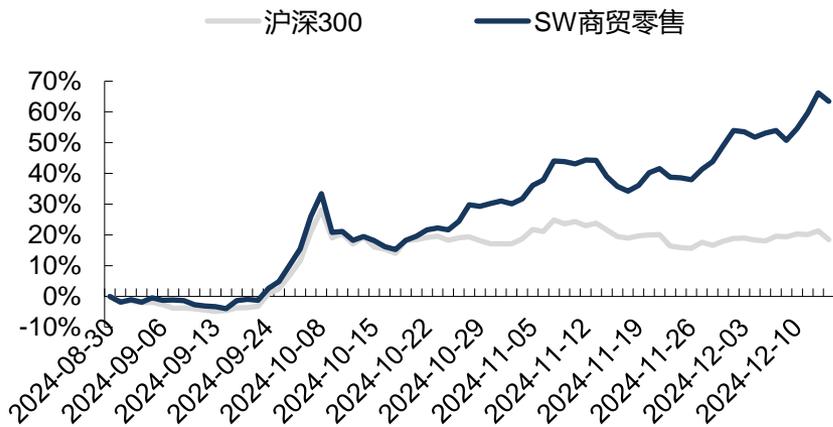
- 4. 投资建议

- 5. 风险提示

1. 零售板块具备重估空间

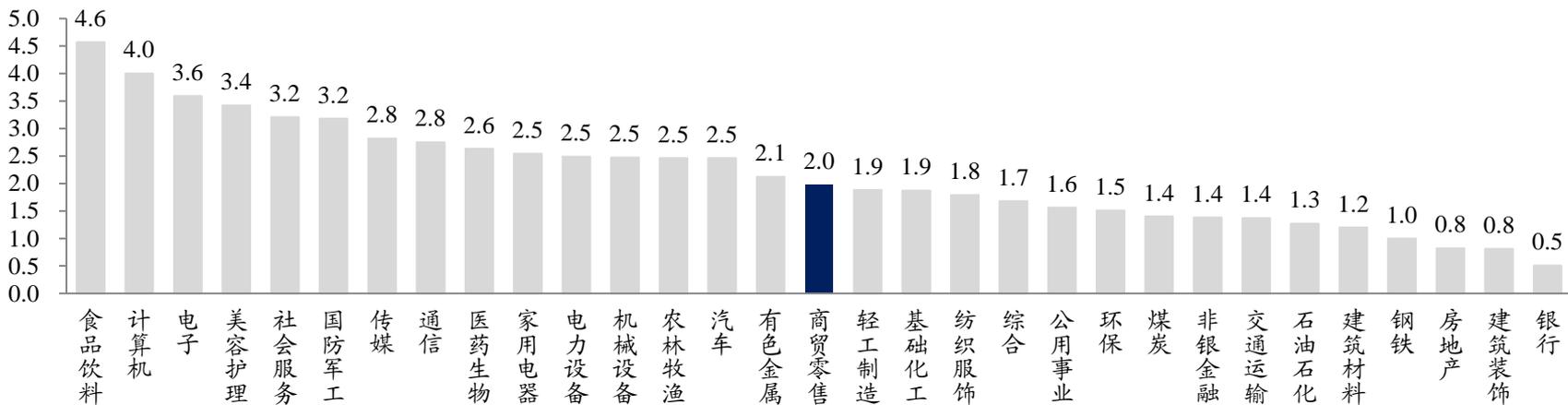
- 11月以来，申万零售板块展现出明显的超额收益，主要受益于零售资产重估。
- **零售股的重置价值在近10年来反复被交易。即“把其旗下资产重置一遍，所需成本就会超过市值”。**如2015年的险资举牌大商股份，欧亚集团等；2018年互联网巨头入股三江购物，永辉超市等；2023年红旗连锁，重庆百货的国企改革；2024年名创优品收购永辉超市29.4%股权等。
- 目前整体上看，零售资产PB均处于较低的位置。考虑其资产以历史成本入表，目前重置成本将大幅高于历史成本，我们认为零售资产有较大的重估空间。

11月以来申万商贸零售指数有较高超额收益



数据来源：wind，东吴证券研究所

申万行业PB估值 (2024-12-13)



数据来源：wind，东吴证券研究所

申万零售行业公司估值表 (2024-12-13)

个股	个股代码	市值 (亿元)	净现金 MRQ, 亿元	归母净利润 (亿元)			PE			PB-MRQ
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
小商品城	600415.SH	786	9	26.8	29.3	33.9	29	27	23	4.0
永辉超市	601933.SH	649	84	-13.3	-1.8	3.7	-	-	177	11.2
豫园股份	600655.SH	264	-60	20.2	18.5	22.2	13	14	12	0.7
居然智家	000785.SZ	298	-8	13.0	10.7	11.9	23	28	25	1.5
高鑫零售	6808.HK	233	192	1.1	-16.1	2.1	214	-	114	1.1
百联股份	600827.SH	218	206	4.0	16.4	5.3	55	13	41	1.1
王府井	600859.SH	184	90	7.1	5.9	7.2	26	31	26	0.9
美凯龙	601828.SH	174	-120	-22.2	-11.5	0.8	-	-	223	0.4
重庆百货	600729.SH	136	48	13.1	12.4	13.4	10	11	10	1.9
农产品	000061.SZ	131	-2	4.5	-	-	29	-	-	2.1
步步高	002251.SZ	114	-67	-18.9	-	-	-	-	-	1.3
富森美	002818.SZ	109	16	8.1	7.5	8.1	14	15	13	1.9
红旗连锁	002697.SZ	95	22	5.6	5.8	6.1	17	16	16	2.2
家家悦	603708.SH	81	22	1.4	2.1	2.3	60	39	35	3.3
大商股份	600694.SH	87	46	5.1	5.9	6.3	17	15	14	1.0
翠微股份	603123.SH	84	8	-5.8	-	-	-	-	-	3.4
武商集团	000501.SZ	83	-38	2.1	2.2	2.3	40	38	36	0.7
茂业商业	600828.SH	80	-30	0.5	-	-	158	-	-	1.1
华联股份	000882.SZ	73	11	0.3	-	-	253	-	-	1.0
天虹股份	002419.SZ	68	31	2.3	1.8	2.1	30	38	33	1.6
三江购物	601116.SH	69	23	1.4	-	-	50	-	-	2.2
海宁皮城	002344.SZ	66	7	1.8	-	-	37	-	-	0.8
文峰股份	601010.SH	70	9	1.7	-	-	41	-	-	1.6
轻纺城	600790.SH	63	-9	2.1	-	-	29	-	-	1.0
新世界	600628.SH	67	20	0.3	-	-	211	-	-	1.6
杭州解百	600814.SH	65	50	2.6	-	-	25	-	-	1.8
合百集团	000417.SZ	53	8	2.6	2.8	3.2	20	19	17	1.1
中央商场	600280.SH	58	-3	-1.5	-	-	-	-	-	7.1
利群股份	601366.SH	52	-4	0.3	-	-	175	-	-	1.3
新华都	002264.SZ	53	9	2.0	2.7	3.4	26	20	15	3.0
友阿股份	002277.SZ	62	-10	0.5	-	-	128	-	-	0.9
广百股份	002187.SZ	56	26	0.4	-	-	155	-	-	1.4
中百集团	000759.SZ	54	12	-3.4	-1.6	-0.8	-	-	-	2.8
丽尚国潮	600738.SH	45	-3	0.8	1.0	1.5	54	44	31	2.3
徐家汇	002561.SZ	44	16	0.8	-	-	59	-	-	2.0
汇嘉时代	603101.SH	46	2	1.6	-	-	29	-	-	3.4
国光连锁	605188.SH	42	8	0.1	-	-	288	-	-	3.7
东百集团	600693.SH	43	-25	0.4	-	-	123	-	-	1.2
百大集团	600865.SH	40	13	0.1	-	-	296	-	-	1.7
上海九百	600838.SH	44	4	0.6	-	-	70	-	-	2.8
国芳集团	601086.SH	40	8	1.6	-	-	25	-	-	2.6
南宁百货	600712.SH	40	1	0.1	-	-	550	-	-	4.8
中兴商业	000715.SZ	32	8	1.3	0.8	0.8	24	43	41	1.7
新华百货	600785.SH	31	4	1.4	1.1	1.1	23	29	28	1.4
银座股份	600858.SH	30	25	2.2	0.9	1.0	14	34	30	1.1

- 24年自9月底的市场行情以来，零售重估形成了趋势性行情，主要原因就是9月23日，名创优品承担了重估永辉超市的催化的角色，带来了整个板块的重估趋势。
- 在目前市场环境下，零售股的主要关注方向是：
 - ①PB≤1的公司：如大商股份、武商集团、友阿股份、欧亚集团、轻纺城、海宁皮城等。
 - ②账上净现金（现金-短债）较多，市值较低的公司：如高鑫零售、百联股份、杭州解百、大商股份、银座股份等。
 - ③有国企改革等改革催化的公司（国企改革方式包括且不限于混改，市场化改革，国资入股，股权激励，赋予牌照等）：如永辉超市、重庆百货、小商品城、红旗连锁等。

数据来源：wind，东吴证券研究所，归母净利润均为wind一致预测。仅统计市值30亿元以上公司。

注：净现金=现金及等价物+交易性金融资产-短期借款。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **并购重组是百货企业价值重估的重要催化。**从行业历史上看，2014~2017年间行业在多宗并购重组交易，曾有过价值重估。部分百货企业的重估价值或大幅高于市值，在并购重组的过程中有望直接推动行业资产价值重估。
- **1) 2014~2017年险资等长期资金收并购推动百货资产价值重估。**百货商店、购物中心等商业地产租期长、回报较稳定、商业地产的产权转移、出租等交易主体较少，适合长期资金持有。
- **2) 2014~2019年互联网公司寻求在线下零售领域实现突破，收并购百货资产。**互联网企业的收并购覆盖百货和超市两个领域：收购百货主要是为了线下场景、客流、商业物业资产价值；收购超市为了线下场景和数据、供应链资源等
- **2024年9月，名创优品宣布收购永辉超市29.4%的股份，交易对价为62.7亿元，催化一轮零售行业的价值重估。**

表：互联网平台举牌入股百货商超企业公告历史梳理

收购/投资方	被收购/投资方	公告时间	持有股权比例	溢价率
阿里巴巴	银泰商业	2014/3	9.90%	42.25%
		2015/6	32.60%	
		2017/1	74.00%	
	三江购物	2016/11	9.33%	
		2018/9	32.00%	
	联华超市 新华都	2017/5	18.00%	
		2017/9	5.00%	
高鑫零售	2017/12	36.20%	2.14%	
	2020/10	70.94%		
	2021/3	78.70%		
腾讯	永辉超市	2017/12	5.00%	
	步步高	2018/2	6.00%	
京东	永辉超市	2015/8	10.00%	
	步步高	2018/2	5.00%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：险资收购/投资商业地产公告历史梳理

收购/投资方	被收购/投资方	公告时间	持有股权比例	溢价率
大家人寿保险 (曾用名： 安邦人寿保险)	大商股份	2014/12	5.00%	
		2015/12	10.00%	
		2019/8	14.99%	
		2020/12	4.99%	
	欧亚集团	2015/12	6.74%	
2018/9		14.99%		
南宁富天	南宁百货	2019/4	14.65%	68.5%
		2019/12	18.85%	
前海人寿	南宁百货	2015/9	5.01%	
		2015/10	10.01%	
国华人寿	新世界	2015/8	5.00%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

— 中信商贸零售指数



2. 百货行业重估： 存量项目重置成本高、具备改造空间

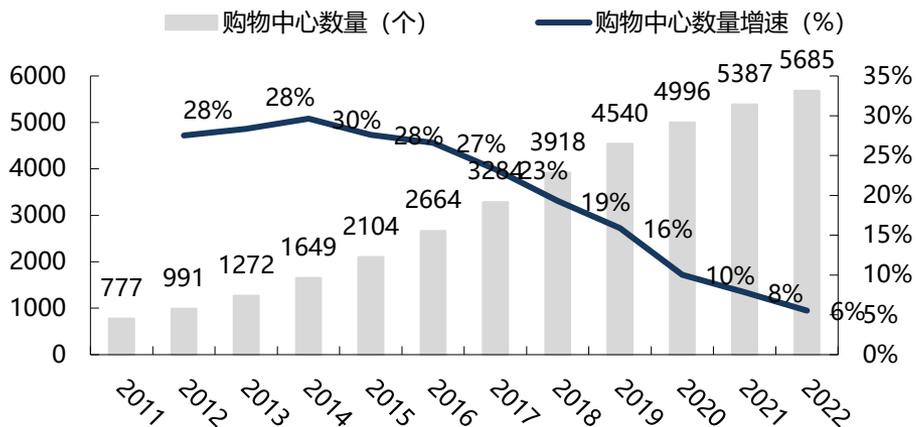
- **百货行业是一个成熟行业。**根据Euromonitor数据，在过去10年间（2014~2023），我国百货行业的销售规模稳定在1万亿元左右，基本上没有增长。
- **但线下消费在此期间存在增量。**比如与百货场景类似的购物中心，根据赢商网，我国中大型购物中心数量从2011年的777个增长至2022年的5685个，增长7倍以上。
- **这说明，百货行业存量项目需要调改，调改之后可能会有比较好的增量。**购物中心和百货的区别在于，购物中心具备更多的服务业态，其消费场景不仅限于零售，也有餐饮、亲子等体验类消费。未来线下消费场景将更注重体验感，而百货项目通过调改提升消费者体验，是一个重要的方向。

我国百货行业规模保持稳定



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

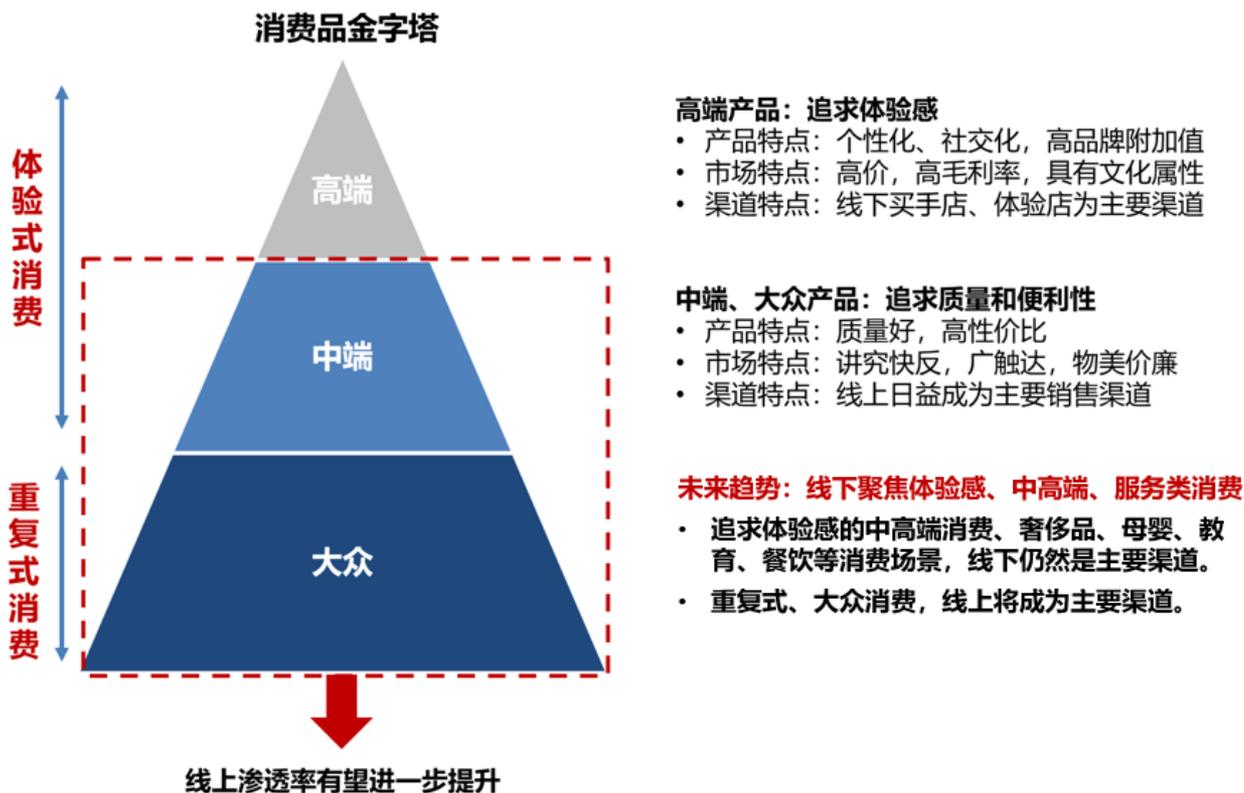
我国中大型购物中心数量呈增长趋势



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

- 未来重复消费将线上化，线下消费将聚焦于“体验感”，服务类及中高端消费是未来线下商业的重要发展方向。线下消费的优势在于实地体验感，线上消费的优势在于快反、广泛触达、物美价廉。因此电商适合重复式的大众消费，而线下消费适合需要体验感的中高端、以及服务类消费。

图：未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类消费



数据来源：东吴证券研究所绘制

- 上市百货公司大多具备比较长的经营历史，并在早年就手握现在很难拿到的核心地区商业资产。这些资产具备较高的重估空间，和较大的调改盈利潜力。

A股上市百货公司部分核心项目

上市公司	项目名称	地址	性质	面积 (万平米)
重庆百货	重百大楼	重庆渝中区民权路2号 (解放碑步行街)	自有	2.78
百联股份	永安百货	上海市南京东路635号	自有	3.39
	华联商厦	上海市南京东路340号	自有/长期租赁	1.04
武商集团	武商MALL	武汉市江汉区解放大道690号	自有	38.3
大商股份	大庆新玛特	大庆市让胡路区乘风大街	自有	6.84
杭州解百	杭州大厦	杭州市下城区环城北路武林广场	自有+租赁	自有20.53 租赁18.69
	解百商场	杭州上城区解放路251号 (近湖滨银泰)		

推荐重庆百货：

- **国企改革：**2022年落地股权激励+完成反向吸收合并重庆商社改善治理结构
- **门店调改：**宣布对38家门店的调改计划，尝试将部分存量超市调改为生鲜折扣&精致超市。

重庆百货调改计划图



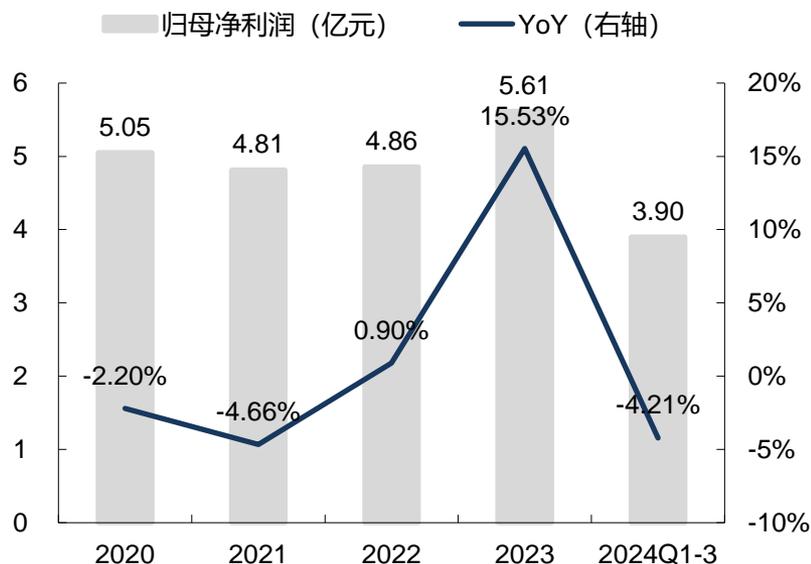
重百新世纪超市2025年调改门店明细



建议关注大商股份：

- 历史盈利稳定，估值较低，在手现金充裕（2024H1账面现金余额为35.2亿元，其中绝大部分为银行存款）
- 2024年完成董事会换届选举，公司经营管理有望持续改善。

大商股份利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

大商股份2023年收入前十名店

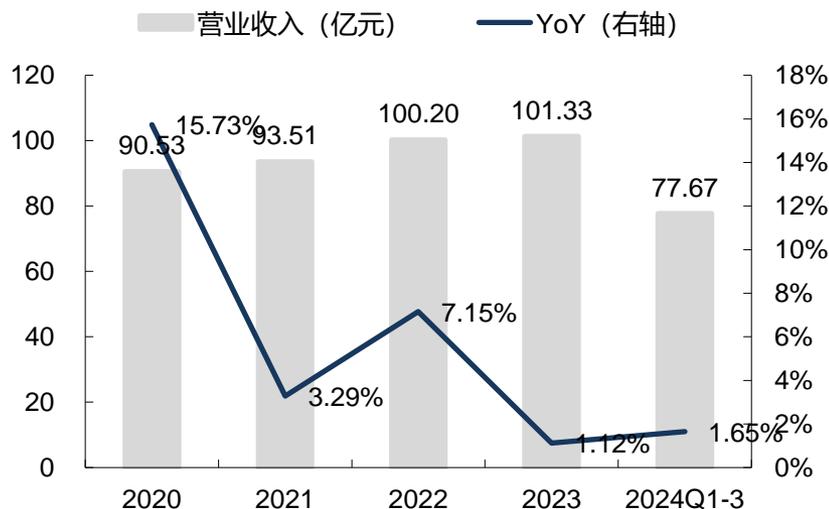
店铺名称	开业时间	建筑面积 (万平方米)	物业权属	报告期租金 (万元)	营业收入 (元)	营业成本 (元)
大庆新玛特	2001.12.01	6.84	自有物业	---	534,480,934.11	344,796,633.36
淄博商厦	1996.12.30	4.82	自有物业	---	446,980,335.38	349,203,726.91
大庆百货大楼	1983.05.01	9.77	自有物业	---	399,809,345.93	279,075,310.62
大连麦凯乐总店	本馆：1998.09.19	5.42	自有物业	4,335.26	396,899,819.08	294,034,449.87
	新馆：2011.10.06	3.95	租赁物业			
七台河新玛特	2006.10.1	5.27	自有物业	---	231,562,755.91	139,447,201.83
淄博中润新玛特	2006.10.01	5.27	自有物业	---	226,759,345.67	166,014,868.40
沈阳新玛特	2002.12.05	9.55	自有物业	---	198,664,941.00	148,016,047.20
大连新玛特百货	2001.09.18	13.16	自有物业	---	191,418,084.88	48,526,909.63
抚顺百货大楼	1998.07.22	3.28	自有物业	---	147,408,691.34	89,420,618.25
佳木斯新玛特	2007.12.29	8.34	租赁物业	4,536.31	145,864,529.39	50,019,722.58

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

□ 杭州解百具备杭州核心商圈资源：

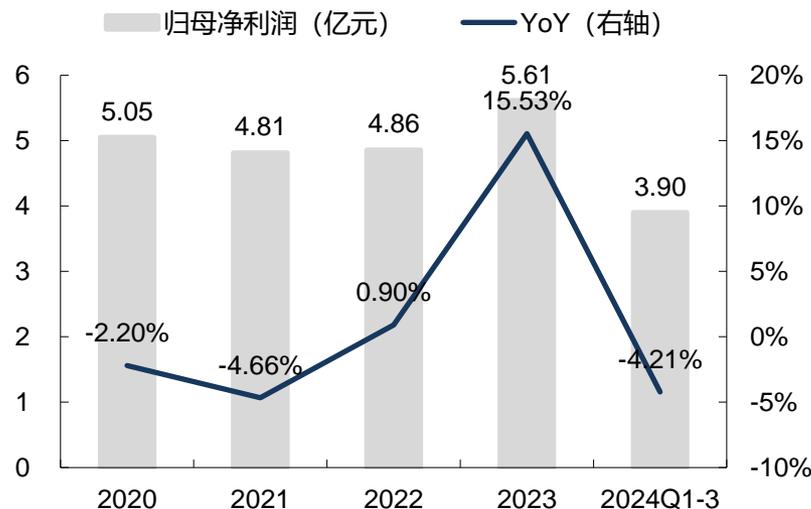
- **杭州大厦**：是目前公司的主要利润来源，是杭州地区核心奢侈品卖场之一。在线下商业中，奢侈品招商具备较高的壁垒，城市的核心奢侈品卖场是一个壁垒&变现能力突出的核心资产。
- **解百商业**：位置优势突出，具备潜力。杭州解百位于西湖湖滨步行街商圈，未来具备改造盈利的潜力。

杭州解百收入及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

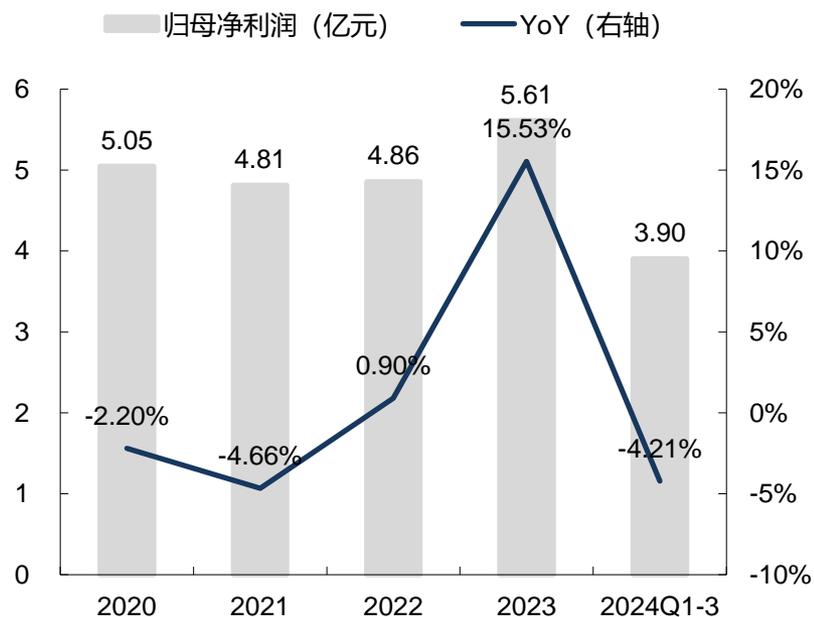
杭州解百净利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

- ❑ **公司核心项目资质优秀**：武商mall、武商世贸位于武汉汉口市中心，在当地具备悠久口碑，也是华中地区营业额最高的奢侈品卖场之一。
- ❑ **武商梦时代、南昌武商mall分别于2022、2023年开业，目前仍然处于爬坡期**。武商梦时代位于武昌市中心，建面达78万方；南昌武商mall位于八一广场黄金地段，建面15万方，是江西第一个奢侈品购物中心。2024H1这两个项目的净利润分别为0.26、-0.62亿元，均处于培育阶段。

武商集团利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

武商集团24H1子公司盈利情况： 梦时代、南昌项目处于爬坡期

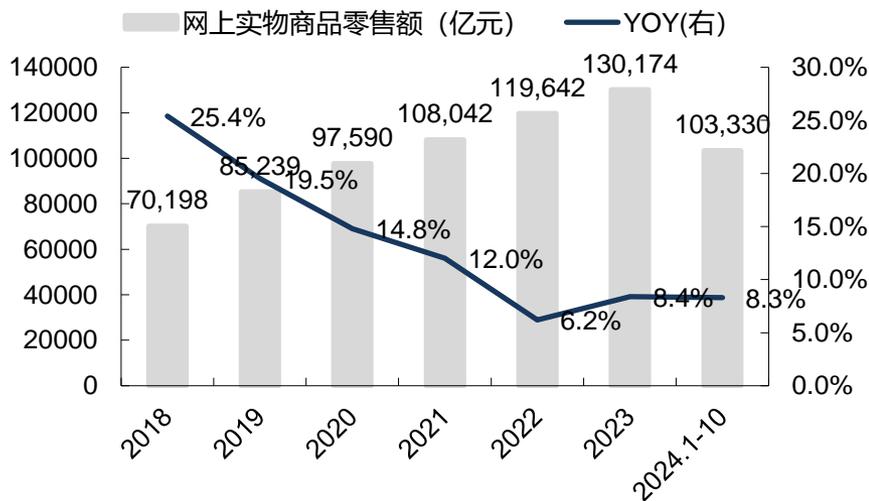
公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
武汉武商超市管理有限公司	14.38	0.23	0.16
武汉武商集团十堰人民商场有限公司	2.31	0.48	0.36
武汉梦时代广场管理有限公司	3.25	0.27	0.26
武汉武商皇经堂农副产品批发市场有限公司	0.00	0.37	0.21
南昌武商商业管理有限公司	0.28	-0.62	-0.62

公司公告，wind，东吴证券研究所

3. 超市行业： 建议关注新业态&调改带来的重估机会

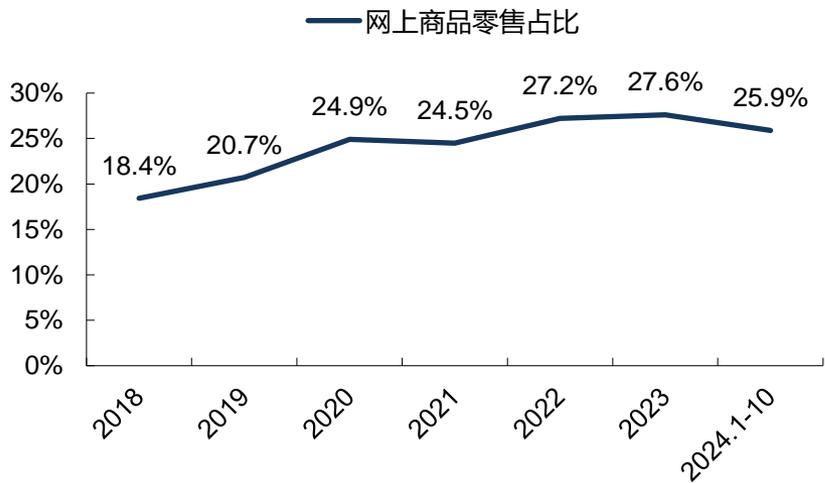
- 过去多年以来，电商的迅速发展，侵蚀了线下零售的份额。
- 疫情期间线上化率迅速提升，疫情之后线上发展也逐渐趋缓，对于线下消费份额的侵蚀逐渐放缓，线下零售业态迎来调改窗口。

我国线上实物商品零售额增速放缓



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

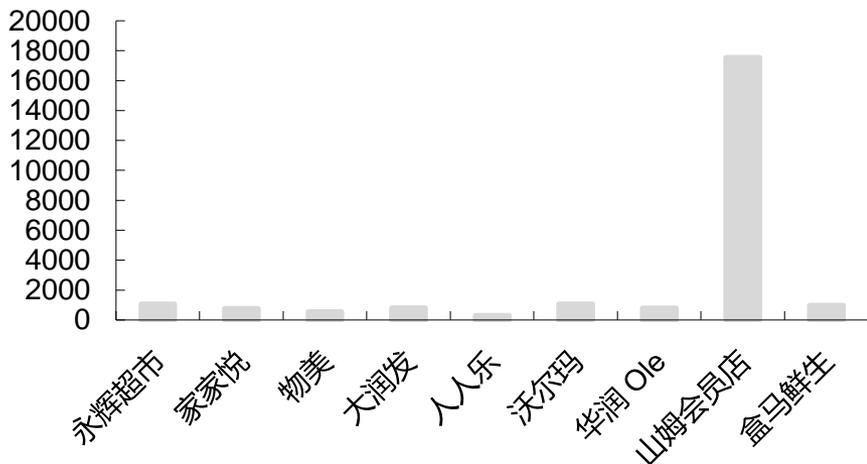
我国电商渗透率逐步企稳



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

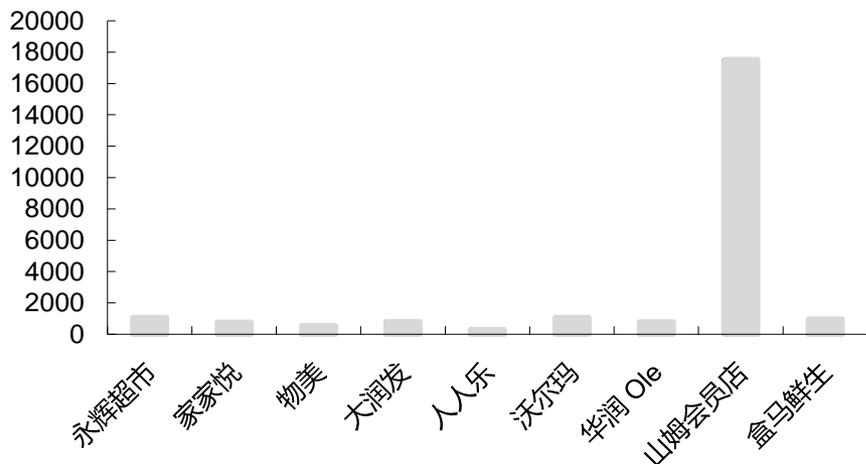
- 胖东来、山姆会员店等线下零售企业，在电商冲击下表现优异，证明了零售企业调改之后，有潜力在电商竞争环境下取得良好的经营成果。由下图可见，山姆会员店的店效、坪效大幅领先于其他超市公司。
- 这一系列调改的重点包括：①优异的线下购物体验；②较好的产品性价比；③独有且口碑突出的自有产品。
- 永辉超市、重庆百货、步步高等企业先后推出其门店调改计划。

2023年部分超市品牌店效（万元）



数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

2023年部分超市品牌坪效（万元）



数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

- 永辉超市模仿胖东来等优秀同行调改门店，已经取得较好成效，看好调改店复制：至12月12日，公司已开业调改店数量达到22家，预计春节前调改门店数量将达到40~50家。据我们的草根调研，调改门店的店效较调改前有较大改善，门店模型和盈利能力提升。

永辉超市调改计划及目标 (2024-12-12)



美好永辉 从心出发

学习胖东来坚定地有品质和幸福的商业模式

永辉超市学习胖东来 自主调改全国已开业门店

*含胖东来帮扶门店

- NO.1 郑州信万广场店
- NO.2 郑州瀚海尚店
- NO.3 西安中贸广场店
- NO.4 合肥东风大道店
- NO.5 福州公园道店
- NO.6 杭州滨江宝龙店
- NO.7 郑州裕华广场店
- NO.8 贵阳金源购物中心店
- NO.9 成都文华广场店
- NO.10 北京喜隆多店
- NO.11 福州长乐万星店
- NO.12 深圳卓悦汇店
- NO.13 福州五四北店
- NO.14 重庆南坪万达店
- NO.15 沈阳沈北吾悦广场店
- NO.16 西安金地广场店
- NO.17 合肥庐阳华润万象汇店
- NO.18 合肥滨湖方圆荟店
- NO.19 兰州中海环宇城店
- NO.20 郑州龙湖锦艺城店
- NO.21 福州世纪金源店
- NO.22 遵义酒都方圆荟店



永辉超市学习胖东来 自主调改全国待开业门店

*含胖东来帮扶门店

- NO.23 杭州临平万达店 12月12日
- NO.24 郑州盛华里店 12月18日
- NO.25 合肥银泰in77店(原祁门路店) 12月26日
- NO.26 北京房山印象城店 12月27日
- NO.27 贵阳新世界店 12月27日
- NO.28 广州南沙万达店 12月27日
- NO.29 西安华阳城店 12月27日
- NO.30 福州大儒世家店 12月28日
- NO.31 成都爱琴海店 12月28日
- NO.32 上海金山万达店 1月10日
- NO.33 天津东丽区SM广场店 1月10日
- NO.34 重庆渝北吾悦店 1月10日
- NO.35 深圳宝安大仟里店 1月10日
- NO.36 阜阳七彩欢乐世界店 1月10日
- NO.37 成都滨江龙湖店 1月10日
- NO.38 成都银泰城店 1月15日
- NO.39 福州奥体中心广场店 1月15日
- NO.40 莆田九华广场店 1月22日

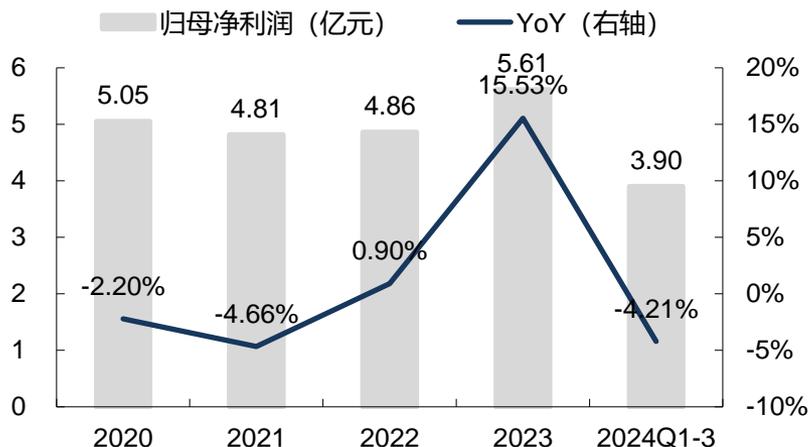
调改门店名单持续更新中……



坚信真诚和善良 坚定品质和安全

- ❑ **红旗连锁历史上利润较为稳定**，其社区店的经营模式受电商&疫情冲击影响较小，展现稳定性。
- ❑ 公司持续分红，近年来分红率有所提升：公司2018年以来保持20%+分红率，2023年分红率达到30%。
- ❑ **国资入股后有望展开一系列改革**：2023年12月公司公告，实控人签署股份转让协议，交易达成后实控人将变为商投集团。商投集团股东为四川国资委（90%）、四川财政厅（10%）。

红旗连锁利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

红旗连锁股权结构



4. 投资建议

□ 24年自9月底的市场行情以来，零售重估形成了趋势性行情，主要原因就是9月23日，名创优品承担了重估永辉超市的催化的角色，带来了整个板块的重估趋势。

□ 在目前市场环境下，零售股的主要关注方向是：

- **①PB≤1的公司**：如大商股份、武商集团、友阿股份、欧亚集团、轻纺城、海宁皮城等。
- **②账上净现金（现金-短债）较多，市值较低的公司**：如高鑫零售、百联股份、杭州解百、大商股份、银座股份等。
- **③有国企改革等改革催化的公司**（国企改革方式包括且不限于混改，市场化改革，国资入股，股权激励，赋予牌照等）：如永辉超市、重庆百货、小商品城、红旗连锁等。

申万零售行业公司估值表（2024-12-13）

个股	个股代码	市值（亿元）	净现金 MRQ, 亿元	归母净利润（亿元）			PE			PB-MRQ
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
小商品城	600415.SH	786	9	26.8	29.3	33.9	29	27	23	4.0
永辉超市	601933.SH	649	84	-13.3	-1.8	3.7	-	-	177	11.2
豫园股份	600655.SH	264	-60	20.2	18.5	22.2	13	14	12	0.7
居然智家	000785.SZ	298	-8	13.0	10.7	11.9	23	28	25	1.5
高鑫零售	6808.HK	233	192	1.1	-16.1	2.1	214	-	114	1.1
百联股份	600827.SH	218	206	4.0	16.4	5.3	55	13	41	1.1
王府井	600859.SH	184	90	7.1	5.9	7.2	26	31	26	0.9
美凯龙	601828.SH	174	-120	-22.2	-11.5	0.8	-	-	223	0.4
重庆百货	600729.SH	136	48	13.1	12.4	13.4	10	11	10	1.9
农产品	000061.SZ	131	-2	4.5	-	-	29	-	-	2.1
步步高	002251.SZ	114	-67	-18.9	-	-	-	-	-	1.3
富森美	002818.SZ	109	16	8.1	7.5	8.1	14	15	13	1.9
红旗连锁	002697.SZ	95	22	5.6	5.8	6.1	17	16	16	2.2
家家悦	603708.SH	81	22	1.4	2.1	2.3	60	39	35	3.3
大商股份	600694.SH	87	46	5.1	5.9	6.3	17	15	14	1.0
翠微股份	603123.SH	84	8	-5.8	-	-	-	-	-	3.4
武商集团	000501.SZ	83	-38	2.1	2.2	2.3	40	38	36	0.7
茂业商业	600828.SH	80	-30	0.5	-	-	158	-	-	1.1
华联股份	000882.SZ	73	11	0.3	-	-	253	-	-	1.0
天虹股份	002419.SZ	68	31	2.3	1.8	2.1	30	38	33	1.6
三江购物	601116.SH	69	23	1.4	-	-	50	-	-	2.2
海宁皮城	002344.SZ	66	7	1.8	-	-	37	-	-	0.8
文峰股份	601010.SH	70	9	1.7	-	-	41	-	-	1.6
轻纺城	600790.SH	63	-9	2.1	-	-	29	-	-	1.0
新世界	600628.SH	67	20	0.3	-	-	211	-	-	1.6
杭州解百	600814.SH	65	50	2.6	-	-	25	-	-	1.8
合百集团	000417.SZ	53	8	2.6	2.8	3.2	20	19	17	1.1
中央商场	600280.SH	58	-3	-1.5	-	-	-	-	-	7.1
利群股份	601366.SH	52	-4	0.3	-	-	175	-	-	1.3
新华都	002264.SZ	53	9	2.0	2.7	3.4	26	20	15	3.0
友阿股份	002277.SZ	62	-10	0.5	-	-	128	-	-	0.9
广百股份	002187.SZ	56	26	0.4	-	-	155	-	-	1.4
中百集团	000759.SZ	54	12	-3.4	-1.6	-0.8	-	-	-	2.8
丽尚国潮	600738.SH	45	-3	0.8	1.0	1.5	54	44	31	2.3
徐家汇	002561.SZ	44	16	0.8	-	-	59	-	-	2.0
汇嘉时代	603101.SH	46	2	1.6	-	-	29	-	-	3.4
国光连锁	605188.SH	42	8	0.1	-	-	288	-	-	3.7
东百集团	600693.SH	43	-25	0.4	-	-	123	-	-	1.2
百大集团	600865.SH	40	13	0.1	-	-	296	-	-	1.7
上海九百	600838.SH	44	4	0.6	-	-	70	-	-	2.8
国芳集团	601086.SH	40	8	1.6	-	-	25	-	-	2.6
南宁百货	600712.SH	40	1	0.1	-	-	550	-	-	4.8
中兴商业	000715.SZ	32	8	1.3	0.8	0.8	24	43	41	1.7
新华百货	600785.SH	31	4	1.4	1.1	1.1	23	29	28	1.4
银座股份	600858.SH	30	25	2.2	0.9	1.0	14	34	30	1.1

数据来源：wind，东吴证券研究所，归母净利润均为wind一致预测。仅统计市值30亿元以上公司。

注：净现金=现金及等价物+交易性金融资产-短期借款。

5. 风险提示

- ❑ **行业竞争加剧：**将会影响企业店效坪效、租金和用工成本，进而影响企业利润率。
- ❑ **消费需求不及预期：**将会影响企业店效坪效。
- ❑ **调改不及预期：**调改有风险，如果调改效果不及预期，将可能加大亏损。

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>

东吴证券 财富家园