

2024年12月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

东北零售龙头引入明星职业经理人，有望换挡加速

—大商股份（600694.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

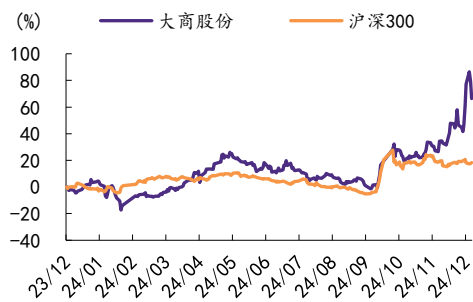
分析师：宝幼琛 S1050521110002
baoyc@cfsc.com.cn

基本数据

2024-12-18

当前股价（元）	24.95
总市值（亿元）	78
总股本（百万股）	313
流通股本（百万股）	313
52周价格范围（元）	13.6-29.77
日均成交额（百万元）	96.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 老牌百货创新发展模式，因地制宜调整招商策略

公司在主营业务方向持续推进多元化。公司坚定秉承实体零售的主营业务方向，目前形成了以百货连锁、超市连锁、电器连锁为核心的三大主力业态，2023年收入分别占比25.08%、28.61%和12.19%。此外，与旗下大商天狗网、大商高端酒店及大商地产等多元化业务相互融合，构筑起独具特色的立体商业发展格局。目前旗下有麦凯乐、新玛特和百货千盛等知名品牌。

分区域看：目前，旗下百余家实体店铺遍布辽宁、黑龙江、河南和山东等地区的核心商圈，在多个区域内均保持着行业龙头地位。8个大的区域中，大连、沈阳、山东、大庆、牡丹江、河南，6个区域今年上半年均实现利润增长，仅抚顺、锦阜地区利润同比略有下降。

分业务板块看：百货店业务方面，持续增加黄金珠宝品类面积并扩大餐饮、娱乐、休闲等体验项目。超市店业务方面，以自营模式为主，确保商品品质和成本控制。电器专业店业务方面，打造智能家电体验馆，提供了便捷的购物体验。

2024前三季度公司实现营收52.88亿，同比下降6.82%；归母净利润5.31亿元，同比上升17.99%。盈利能力来看，公司2024前三季度毛利率为41.35%，净利率为11.00%，同比+2.02pct/+2.17pct。主要因公司因地制宜，快速调整经营及招商策略，实现降本增效。公司历史分红次数共24次，稳定保持年终分红。2023年公司股息率达到5.92%，分红金额占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率达到56.34%。

■ 引入陈德力履新 CEO，有望助力公司实现转型升级

引入商业地产职业经理人陈德力。12月3日公司审议通过《关于聘任公司总经理的议案》，聘任陈德力为公司总经理（CEO），任期自董事会审议通过之日起至本届董事会届满之日止。2016年8月至2020年3月期间，陈德力加入新城控股并陆续担任董事兼联席总裁、新城商业管理集团有限公司总裁，实现吾悦广场从11座到156余座的迅速扩张，覆盖118个城市，新城控股正式进入百店时代。2020年6月至2021年11月，陈德力加入宝龙地产并担任联席总裁、宝龙

商业管理控股有限公司执行董事兼行政总裁。履职期间陈德力推动宝龙商业快速发展，并设定了 5 年内管理 100 个商业项目的目标。截至 2024 年 6 月底，宝龙商业已开业的零售商业物业达到 97 个，已签约 138 的零食商业物业达到 138 个。

大商股份百货调改空间大。当下实体零售行业面临地域性市场趋于饱和、同行业竞争加剧等挑战。公司 2023 年实行公司统采降低进货价格，通过市调和数据分析精准选择热销商品促进毛利率提升，未来调改空间大，有望着重从四个方面改善和提升利润：业态调优，老店焕新提速扩容；强力扭亏，加速消灭亏损店铺；以独有特色商品提升核心竞争力；用好政策促销提效。陈德力有望助力公司实现积极转型。

借政策东风，大庆新玛特模式有望成功复制

商务部等 7 部门近日发布《零售业创新提升工程实施方案》，要求通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到 2029 年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。

大庆新玛特调改彰显成效，模式有望复制。2018 至 2019 年斥资 8000 万对全楼层整体翻新，新装调整品牌 320 个，新引进独有领军品牌 50 个，实现品牌层级提升。大庆新玛特坚持发挥品牌优势、优化品牌调整：2021 年独家引进卓雅、安德玛、APM 等国际国内量级品牌，2022 年引进运动盖世威、妃记点心局等知名品牌，对迪桑特、可隆、中国李宁等品牌形象升级，2023 年引进喜茶、霸王茶姬等城市首店品牌，独家引进运动户外 HH、乐卡克等品牌。2018 年至 2023 年期间，大庆新玛特销售毛利率实现从 25.69%至 35.49%的显著提升。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 71.86、73.76、74.92 亿元，EPS 分别为 1.88、2.02、2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 13.3、12.4、11.4 倍。基于公司目前已构筑的现代零售业多业态、多商号的发展组合，给予“买入”投资评级。

风险提示

百货调改及公司转型进展不及预期；宏观经济波动导致市场需求不及预期；政策支持力度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	7,331	7,186	7,376	7,492
增长率（%）	0.7%	-2.0%	2.6%	1.6%
归母净利润（百万元）	505	587	631	682
增长率（%）	-8.0%	16.3%	7.5%	8.0%
摊薄每股收益（元）	1.72	1.88	2.02	2.18
ROE（%）	5.8%	6.6%	7.1%	7.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,945	3,597	3,954	4,537
应收款	369	376	391	430
存货	4,535	4,488	4,741	4,821
其他流动资产	2,099	2,092	2,100	2,104
流动资产合计	9,949	10,554	11,187	11,892
非流动资产:				
金融类资产	1,839	1,839	1,839	1,839
固定资产	3,931	3,538	3,184	2,866
在建工程	9	19	19	19
无形资产	777	739	701	664
长期股权投资	33	33	33	33
其他非流动资产	3,341	3,341	3,341	3,341
非流动资产合计	8,091	7,670	7,278	6,923
资产总计	18,041	18,224	18,465	18,815
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,242	2,275	2,354	2,407
其他流动负债	2,460	2,460	2,460	2,460
流动负债合计	5,958	5,961	6,098	6,155
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3,417	3,417	3,417	3,417
非流动负债合计	3,417	3,417	3,417	3,417
负债合计	9,375	9,378	9,515	9,572
所有者权益				
股本	294	313	313	313
股东权益	8,666	8,845	8,950	9,243
负债和所有者权益	18,041	18,224	18,465	18,815

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	563	646	696	754
少数股东权益	58	58	64	72
折旧摊销	359	432	391	354
公允价值变动	45	45	45	45
营运资金变动	622	51	-139	-66
经营活动现金净流量	1648	1232	1056	1158
投资活动现金净流量	-578	384	354	318
筹资活动现金净流量	-418	-466	-591	-461
现金流量净额	652	1,150	819	1,016

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,331	7,186	7,376	7,492
营业成本	4,489	4,430	4,555	4,635
营业税金及附加	253	259	266	266
销售费用	869	870	856	832
管理费用	796	790	782	749
财务费用	148	-11	-12	-14
研发费用	0	0	0	0
费用合计	1,814	1,649	1,626	1,567
资产减值损失	-4	-20	-15	-21
公允价值变动	45	45	45	45
投资收益	13	10	9	12
营业利润	878	916	996	1,086
加: 营业外收入	37	42	42	42
减: 营业外支出	68	8	9	9
利润总额	847	950	1,029	1,119
所得税费用	284	304	333	365
净利润	563	646	696	754
少数股东损益	58	58	64	72
归母净利润	505	587	631	682

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	0.7%	-2.0%	2.6%	1.6%
归母净利润增长率	-8.0%	16.3%	7.5%	8.0%
盈利能力				
毛利率	38.8%	38.4%	38.2%	38.1%
四项费用/营收	24.7%	22.9%	22.0%	20.9%
净利率	7.7%	9.0%	9.4%	10.1%
ROE	5.8%	6.6%	7.1%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	52.0%	51.5%	51.5%	50.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	19.8	19.1	18.9	17.4
存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.72	1.88	2.02	2.18
P/E	14.5	13.3	12.4	11.4
P/S	1.0	1.1	1.1	1.0
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9

■ 中小盘组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。