

百联股份（600827）

首发经济下谷子消费正热，百联股份给出旧百货新解法

2024 年 12 月 19 日

增持（维持）

市场数据

日期	2024-12-13
收盘价（元）	12.22
总股本（百万股）	1784.17
流通股本（百万股）	1784.17
净资产（百万元）	19,350.33
总资产（百万元）	56,002.83
每股净资产（元）	10.85

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《政策引领与内需回暖，头部企业的求变与扩张之路——商贸零售行业 2025 年度策略报告》

分析师：

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

S0190520080004

投资要点

- 中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，会议强调要积极发展首发经济，谷子经济正逢其时。首发经济是指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称，而首发经济中的新产品发布、新业态推广等都会涉及到谷子经济中的 IP 衍生品，因为这些 IP 衍生品往往是首次推出的新产品，符合首发经济的定义。
- 二次元市场引发消费热潮，谷子经济加速扩张。Z 世代年轻消费者崛起，中国泛二次元用户规模快速扩张，对应泛二次元及周边市场规模亦持续增长，2024 年预计达 5977 亿元，2029 年有望突破 8000 亿元。与二次元文化紧密相连的谷子经济持续保持高景气运行，预计 2024 年中国谷子经济市场规模可达 1689 亿元，2029 年有望达到 3089 亿元，年均复合增长率达 13%。在谷子经济的加速发展下，全国连锁品牌纷纷抓住机会开拓门店。截至 2024 年 11 月，全国保守估计有 2000 家以上谷子店。
- 商贸零售企业纷纷布局谷子经济相关产业，推动传统零售焕发新活力。一方面，大悦城、百联股份、中百集团等企业利用自身渠道优势开始引入谷子集合店、打造谷子专属购物街区、改造谷子商贸体，并高频举办相关次元策展、快闪等活动，打造线上难以替代的客群互动氛围。另一方面，以新世界为例的部分商贸零售公司选择购买、创作 IP，铺设自营门店，尝试开创百货新的商业模式。
- 百联集团引入“商业+X”跨界融合模式，驱动五大空间产品的焕新升级，结合“商业+策展模式”打造年轻力项目百联 ZX 创趣场，推动老旧百货蜕变成文全国首座聚焦次元文化的商业体。百联 ZX 创趣场由中联商厦改造而来，旨在创建一个为 Z 世代量身定制的次元文化体验空间。凭借接近 60%的首店比例、超过 300 次元 IP 数量、开业 18 个月举办的超 700 场场次的活动，仅 2023 年开业当年，吸引会员人数 20 万人、接待顾客 950 万人、销售额高达 3 亿元，年销售坪效约为 54884.74 元/㎡。至 2024 年六月末，百联 ZX 创趣场累计客流超过 1500 万人次，累计销售额进一步增长至 5 亿元。假设商场扣点为销售额的 8%~15%，2024 年上半年营业收入约为 1600~3000 万元。百联 ZX 产品线第二座项目——百联 ZX 造趣场官宣年底开业，老旧百货年轻力改造的再次尝试。转型涉及调整区域建筑面积约 1.5 万平，按照商业百货的经营面积会占到建筑面积的 60%至 80%进行估计，百联 ZX 造趣场的经营面积约为 9000~12000 平方米。依据百联 ZX 创趣场 2023 年开业当年坪效估测进行测算，百联 ZX 造趣场开业当年的销售额预计可达 5~6.5 亿，按照扣点为销售额的 8%~15%进行测算，预计贡献营收 3952~9879 万元。对于集团来说，百联 ZX 创趣场及造趣场是聚焦二次元文化的商业标杆项目，属百联集团在存量老百货转型的新兴探索，为后续老旧百货项目改造提供了新兴可复制模式。
- 公司是上海市国资委旗下商贸企业，坐拥第一百货商业中心、第一八佰伴、青浦奥特莱斯等优质商业资产，同时聚焦“商业+X”跨界融合模式，正驱动五大空间产品的焕新升级，包括靶向新一代年轻消费力的百联 ZX 创趣场等明星项目，调改效果突出。2024 年 8 月，公司百联又一城 reits 项目成功上市，打开旗下资产投融资管退新渠道，为后续盘活资产、开发优质项目提供支撑。后续来看，12 月政治局会议，内需把消费放在首位，2025 年提振消费措施有望持续加码，作为上海零售龙头，公司核心受益。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.95 元、0.27 元、0.32 元，2024 年 12 月 13 日股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.8 倍、45.8 倍、38.0 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：消费需求恢复不及预期、项目改造进度及落地效果不及预期、二次元相关行业竞争加剧风险

目 录

1.谷子经济市场爆红，商贸企业积极布局.....	- 3 -
1.1 中央经济工作会议强调积极发展首发经济，谷子经济正逢其时.....	- 3 -
1.2 二次元文化引发的新消费热潮，谷子经济加速扩张.....	- 3 -
1.3 商贸零售企业积极布局谷子经济.....	- 4 -
2.聚焦次元文化，百联股份 ZX 线给出旧百货新解法.....	- 9 -
2.1 推进“商业+X”五大空间产品换新，老旧百货蜕变 Z 世代文化社区.....	- 9 -
2.2 百联 ZX 创趣场：国内首座聚焦次元文化的商业体.....	- 10 -
2.3 第二座次元商业体将于 24 年年底亮相上海.....	- 14 -
3.盈利预测.....	- 15 -
4.风险提示.....	- 15 -

图 目 录

图 1 、中国泛二次元用户规模及预测.....	- 4 -
图 2 、中国泛二次元及周边市场规模及预测.....	- 4 -
图 3 、中国谷子经济市场规模及预测.....	- 4 -
图 4 、谷子产业链.....	- 4 -
图 5 、《鬼灭之刃》官方网站.....	- 5 -
图 6 、《鬼灭之刃》人物手办.....	- 5 -
图 7 、Good Smile Company 线上商城页面.....	- 5 -
图 8 、秋叶原二次元手办售卖街区.....	- 6 -
图 9 、新世界自营门店“新铛集”.....	- 8 -
图 10 、新世界自营门店“新铛集”授权的哆啦 A 梦 IP.....	- 8 -
图 11 、百联集团“商业+X”跨界融合模式图.....	- 9 -
图 12 、百联 ZX 创趣场前身.....	- 10 -
图 13 、改造后的百联 ZX 创趣场.....	- 10 -
图 14 、部分手办形式的谷子.....	- 11 -
图 15 、火影忍者主题餐厅.....	- 11 -
图 16 、百联 ZX 创趣场引入的二次元品牌概览.....	- 12 -
图 17 、改造前的悠迈生活广场.....	- 14 -

表 目 录

表 1 、谷子的分类.....	- 3 -
表 2 、部分知名谷子连锁店.....	- 6 -
表 3 、商贸零售企业积极布局谷子经济.....	- 8 -
表 4 、百联 ZX 创趣场楼层信息.....	- 11 -
表 5 、百联 ZX 创趣场入驻的二次元知名店铺.....	- 12 -
表 6 、百联 ZX 创趣场 2024 年部分 IP 活动.....	- 13 -
表 7 、主要财务指标.....	- 15 -

报告正文

1. 谷子经济市场爆红，商贸企业积极布局

1.1 中央经济工作会议强调积极发展首发经济，谷子经济正逢其时

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，会议强调要积极开展首发经济，谷子经济恰逢其时。首发经济是指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称，而首发经济中的新产品发布、新业态推广等均会涉及到谷子经济中的 IP 衍生品，因为这些 IP 衍生品往往是首次推出的新产品，符合首发经济的定义。

1.2 二次元文化引发的新消费热潮，谷子经济加速扩张

谷子源于英文“goods”的音译，泛指二次元周边。“谷子”来自二次元文化，其是基于漫画、动画、游戏、偶像、特摄等内容 IP（知识产权）而衍生出来的周边商品，包括徽章、海报、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等，这些周边产品通常是以角色为中心、体积小、重量轻、材质不算昂贵的装饰品。“吃谷”，即购买二次元 IP 属性的徽章、立牌等周边衍生产品“谷子”的行为。售卖“谷子”的店通常被称为“谷店”。谷子有多种分类方式：**根据 IP 来源**，可分别为国谷、日谷；**根据谷子的价格**，可分为普谷、湖景谷和海景谷（价格依次递增）；**根据品类和材质**，可分为“吧唧”（徽章）、公仔、亚克力、纸制品、谷美等。

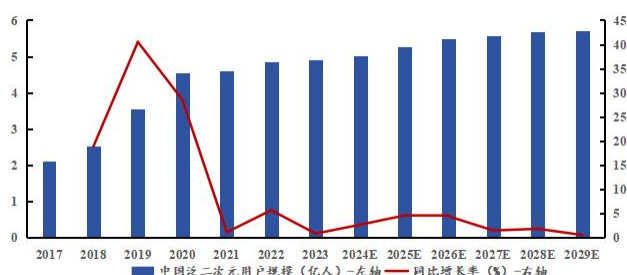
表 1、谷子的分类

划分依据	分类
版权	通常分为官谷、同人谷和自印谷等。
品类和材质	可分为“吧唧”、亚克力、纸制品、公仔等

数据来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

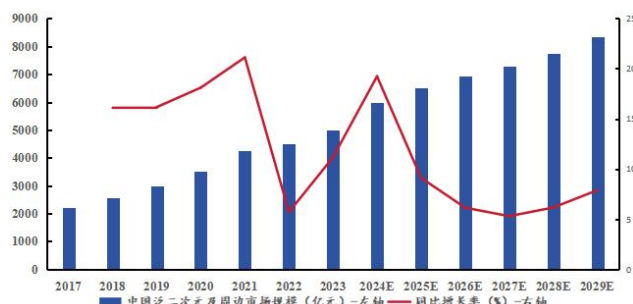
泛二次元用户规模庞大，与二次元文化更加紧密相连的谷子经济持续保持高景气运行。近年得益于相关优秀动漫、漫画、游戏等作品涌现及互联网兴趣社交平台助力，中国泛二次元用户规模快速扩张，自 2017 年的 2.12 亿人增长至 2024 年 5.03 亿人，年均复合增长率达 13%，对应泛二次元及周边市场规模亦持续增长，2024 年预计达 5977 亿元，2029 年有望突破 8000 亿元。其中与二次元文化更加紧密相连的谷子经济持续保持高景气运行。2024 年中国谷子经济市场规模预计可达 1689 亿元，较 2023 年增长 40.63%，预计 2029 年有望达到 3089 亿元，对应未来 5 年年均复合增长率达 13%。

图 1、中国泛二次元用户规模及预测



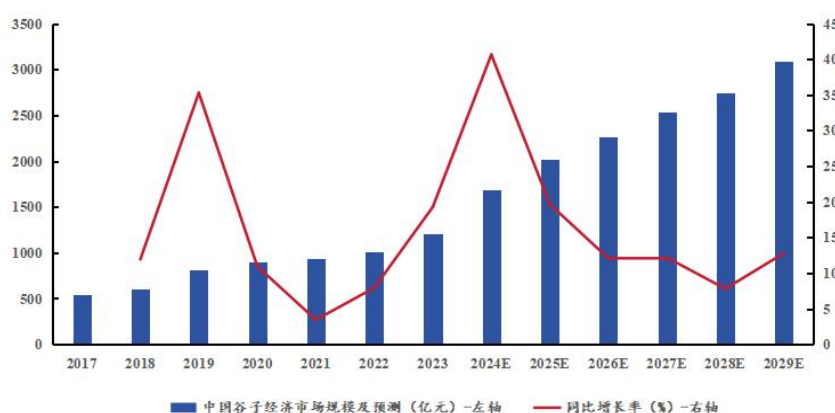
资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、中国泛二次元及周边市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、中国谷子经济市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 商贸零售企业积极布局谷子经济

谷子作为泛娱乐产品，产业链从上游到终端可分为 IP 开发运营、IP 商品设计生产、IP 商品渠道销售三个环节。

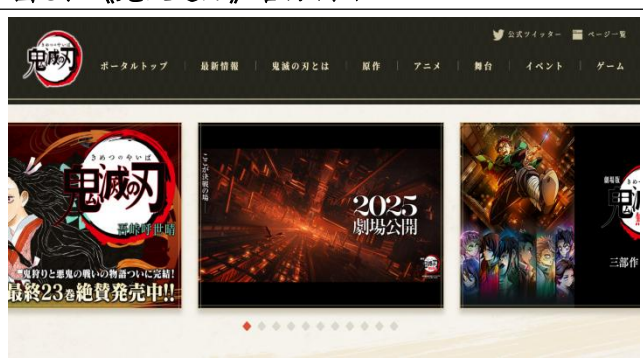
图 4、谷子产业链



资料来源：中国证券报，兴业证券经济与金融研究院整理

上游：IP 开发运营。IP 即知识产权所有权，指具有较大影响力的文化产品或文化形象，包括文学、游戏、影视、动漫四种类型。IP 拥有者可以通过向下游授权，从中获得经济利益，包括一次性支付的版权金、商品销售流水/利润的分成等。例如爆火的日本动漫《鬼灭之刃》，这部动漫作品由吾峠呼世晴创作，其 IP 授权给各种商品制造商，包括手办、服装、配饰等，从而在动漫迷中产生了巨大的经济效应。**2023 年国内 IP 授权商品零售额超过 1400 亿元，年度授权收入实现连续六年增长。**

图 5、《鬼灭之刃》官方网站



资料来源：《鬼灭之刃》官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、《鬼灭之刃》人物手办



资料来源：《鬼灭之刃》官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

中游：IP 商品设计生产。中游环节负责商品开发和设计，将 IP 形象转化为具体的 IP 周边商品，包括海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等多种形式。例如 Good Smile Company，这家公司专门从事动漫角色的模型和手办的生产，从 IP 版权方获取授权后，设计并生产高质量的手办；在客户端游戏领域，基于 IP 改编的游戏每年稳定产生的生态价值超过 600 亿元。此外，IP 安全摄像机、IP 接入设备等细分领域也展现出强劲的增长势头。

图 7、Good Smile Company 线上商城页面



资料来源：Good Smile Company 官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

下游：IP 商品渠道销售。下游环节负责 IP 周边产品的生产和销售，销售方式包括快闪店和主题街区、扭蛋机销售、二手市场、线上官方周边店铺、与餐饮和便利店联名等。例如秋叶原地区的动漫商品店，这些商店直接面向消费者，是“谷子经济”中重要的销售渠道。

图 8、秋叶原二次元手办售卖街区



资料来源：凤凰新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

谷子店：2024 年 1-11 月，全国新增“谷子”相关企业 1 万余家，与 23 年同期相比上涨 14%，现存相关企业 6.4 万余家。截至 2024 年 11 月，国内谷子店数量最多的三个城市分别为上海、北京、成都，对应门店数量分别为 243 家、221 家、195 家，11 月全国新开谷子店数量 128 家。

表 2、部分知名谷子连锁店

谷子店品牌	成立时间	门店数	简介
潮玩星球	2017 年	超 100 家	客单价 50-100 元，依托于艾漫丰富 IP 资源，扩张速度较快，2023 年新开 60+ 门店，今年还有 80-100 家拓店计划。日谷中，合作经典动漫柯南、JOJO 的奇妙冒险、鬼灭之刃等；国谷中，合作非人哉、魔道祖师、原神、江南百景图、恋与制作人等。
多摩万事屋	2023 年	超 10 家	主打授权同人谷（作品粉丝自己制作的周边）的连锁谷子店，仅创立一年左右，但势头迅猛，今年计划将门店展至百家。
黑札卡 HEYZAKKA	2023 年	超 50 家	拥有天官赐福、时光代理人、未定事件簿、排球少年、文豪野犬、原神等国内外热门 IP，计划在年底前开出 100+ 家门店，目标成为谷子店连锁的领跑者。
goodslove	2023 年	约 40 家	客单价 80-100 元，拥有时光代理人、雪山归途、排球少年、星瞳等正版 IP 周边。

暴蒙	2018 年	超 50 家	二次元的“围谷之光”，客单价 30-60 元。
漫库	2019 年	超 20 家	瞄准 14 岁左右年轻群体，背靠力潮文创，拥有排球少年、斗罗大陆、咒术回战、间谍过家家等 149 个国内外热门 IP，南昌单店复购率可达 74%。
谷谷造谷 Gugugu	2023 年	超 30 家	背靠母公司路画影视，打造谷子+咖啡+互动体验，拥有铃芽之旅、灌篮高手、间谍过家家、排球少年!! 垃圾场决战、罗小黑战记等国内外热门动漫 IP。
三月兽	2021 年	超 30 家	万代代理商起家，引进过海贼王、死神、火影忍者等多部头部动漫，与国内外 IP 方有十余年合作，能拿到很多独家 IP 和产品，还可和日本厂商谈热门产品的再贩。
墟弥 goods	2023 年	超 10 家	客单价 50-100 元。
模玩熊	2018 年	超 9 家	线上店业绩常年霸榜动漫模型类前三。
Bilibiligoods	2020 年	9 家	bilibiligoods 是 B 站旗下的文化创意衍生品品牌。主要产品包括 bilibili 22/33，小电视形象等官方商品；自有 IP 啊铃铛等对外授权合作及其相关商品；知名授权 IP《一人之下》《狐妖小红娘》《黑瞳之魂》《文豪野犬》《clamp》等动漫游戏作品形象的商品。

数据来源：中商情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

除专门的谷子店外，商贸零售企业亦正积极布局谷子经济和泛二次元文化领域。

- **提供零售渠道：**在线上电商持续渗透下，线下零售公司积极寻求引流新业态。大悦城、百联股份、新世界、中百集团等通过引入谷子集合店、打造谷子专属购物街区、改造谷子商贸体，并高频举办相关次元策展、快闪等活动，打造线上难以替代的客群互动氛围，挖掘年轻客群消费力。
- **铺设自营门店：**部分商贸零售亦开始购买 IP，自营谷子门店，开拓业绩新增长路径。如新世界城自营的“新铛集”，店内主打哆啦 A 梦、蜡笔小新两大知名治愈系 IP，涵盖 400 多个商品种类，拥有上千种周边衍生品、珍藏手办、毛绒玩具、数码潮玩等产品，并提供多种盲盒、一番赏趣味玩法。目前除上海自营店外，公司已在西安、南京开设分店，后续也将结合销售情况在全国实现进一步开拓。

表 3、商贸零售企业积极布局谷子经济

公司名称	开设日期	内容
大悦城	—	2011 年，大悦城控股商业已通过引入 IP 展览打响差异化竞争的第一步。上海静安大悦城引入“几米展”，成功开创 IP 主题活动首进购物中心的先河，并掀起了国内商业地产 IP 主题活动引进的热潮。大悦城控股北方大区商业先后打造了 LOOPY、Chiikawa、卡皮巴拉、火影忍者等十余场二次元顶流 IP 的线下首展，实现二次元业态的多点联动与集中爆发。大悦城控股商业还推出“大悦疯抢节”等原创 IP 活动，结合中秋节契机，紧跟国潮新风尚，通过总部统筹、项目自策的形式打造的一场赋予国潮文化内涵的全国量级原创 IP 活动。此外，朝阳大悦城在 2023 年 5 月新开了一家谷子集合店，并且商场对谷子店的热衷和欢迎，带着谷子经济增加商场人流量的希望。
百联股份	2023 年 1 月	2023 年 1 月，百联 ZX 创趣场作为国内首座聚焦次元文化的商业体落地上海，引入了大量国际国内顶级动漫知名品牌和 IP 内容，包括万代魂 TAMASHIINATIONS、日本最大周边连锁 Animate 以及动画大厂 ANIPLEX、东映动画中国首店等，第二座次元文化商业体百联 ZX 造趣场官宣将于 2024 年 12 月 28 日开业。
新世界	2023 年 6 月	2023 年，公司百货零售业板块新世界城围绕“Z 世代”消费群体需求，引进以次元文化为主要内容的动漫游戏周边、桌游卡牌道场等头部品牌，培育打造新世界次元文化业态，以差异化定位打开市场。同时，新世界城创立“Fun 肆街区”，并首次举办“2023 新世界 ACG 嘉年华”活动，结合商场商、旅、文、康、体多业态联动，深耕次元文化可持续创新发展。公司积极培育新世界潮玩文化 IP，通过征集，并开展线上线下的海选，新世界城 IP——世界鸟“啾啾”欣然面世。
中百集团	2024 年年初	自 2024 年年初起，中心百货商场作为潮流聚集地，不断在“破圈”上下功夫，与时代接轨，与新消费、新模式合拍，努力塑造老字号的“新 IP”。在招商策略上，商场全面考虑年轻消费者的审美和需求，通过召开二次元交流恳谈会，积极倾听品牌的声音，实现与新业态的无缝对接。在营销领域，商场积极拥抱二次元新概念，搭建文商旅融合新场景，通过结合商场原创 IP 形象，策划并开展了“天台微醺节”、“优鸭与呜呜号”等个性化营销活动，为二次元街区开街预热出圈。

数据来源：同花顺、新浪网、新浪新闻、澎湃新闻、界面新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、新世界自营门店“新铛集”



资料来源：上海黄浦，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、新世界自营门店“新铛集”授权的哆啦 A 梦 IP



资料来源：上海黄浦，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，二手市场和联名销售也是终端销售的两个重要环节。

- **二手市场方面:** Mercari 是一个典型的例子, 作为日本二手电商巨头, 它提供了一个平台, 让消费者可以买卖二手的动漫周边商品。根据 Mercari 公布的最新财报, 2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日期间, Mercari 的营收达到了 1874.07 亿日元, 同比增长了 9%, 核心营业利润同比增长了 12.9%, 表明二手市场对于动漫周边商品的交易有着显著的推动作用。
- **联名销售方面:** 联名销售是指不同品牌或 IP 之间合作推出产品, 以吸引更多消费者。例如, 星巴克与《鬼灭之刃》的联名活动, 通过推出以动漫角色为主题的杯子和其他商品, 吸引了大量粉丝购买, 《鬼灭之刃》还与其他多个行业进行合作, 联名商品涵盖鞋服配饰、食品饮料等, 合作授权商品破百余个, 推动了相关商品的销售。

2. 聚焦次元文化，百联股份 ZX 线给出旧百货新解法

2.1 推进“商业+X”五大空间产品焕新，老旧百货蜕变 Z 世代文化社区

在收入预期转弱需求端呈多样变化、线上电商内卷供给端竞争加剧下，传统百货零售亦开始推动线下零售多样化的改造。百联集团为提升消费者体验和创造新的商业模式及增收点，引入“商业+X”跨界融合模式，驱动五大空间产品的焕新升级。其中以聚焦新一代年轻消费力的“商业+策展”模式的百联 ZX 创趣场改造效果明显，受到市场关注。

图 11、百联集团“商业+X”跨界融合模式图



资料来源：百联集团官网，搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

传统百货遭遇提袋率低下困境，聚焦年轻消费趋势开启次元文化转型。百联 ZX 创趣场前身是上海南京东路 340 号的“中联商厦”，创建于 1993 年 11 月。随着电商崛起和消费者购物习惯的变化，原有的商铺布局无法充分将南京路 2 亿的年客流量转化为进店的销售额，为了应对这一挑战，百联集团决定对中联商厦进行改造升级。经过调研后，百联 ZX 团队发现南京路消费客群年轻化趋势加速，年轻消费者聚集的小众圈层经济的发展潜力巨大，最终选择放弃出租的传统转型方式，构建新的商业空间、打造聚焦次元文化垂类商业体，以二次元文化拉动商圈年轻化转型。

百联 ZX 创趣场旨在创建一个为 Z 世代量身定制的次元文化体验空间。“ZX”中的“Z”代表“Z 世代”，即在动漫和游戏的陪伴下成长起来的年轻人；“X”象征无限的可能性和探索。“创趣场”则是一个充满创意与乐趣的场所，聚集一群因共同爱好结缘的 Z 世代，在这里共同塑造一个充满活力和创意的次元文化社区。百联 ZX 创趣场定位专注于满足 Z 世代年轻消费者的需求，面向看动漫玩游戏长大的、消费观念更为“悦己”，愿意为热爱买单的新一代消费者，同时致力于打造中国动漫二次元文化的圣地，呈现一座由全国动漫粉丝及年轻潮流族群共建、共享，共同守护的文化聚落。

图 12、百联 ZX 创趣场前身



资料来源：新民晚报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、改造后的百联 ZX 创趣场



资料来源：百联集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 百联 ZX 创趣场：国内首座聚焦次元文化的商业体

国内首座聚焦次元文化的商业体。百联 ZX 创趣场位于黄浦区南京东路 340 号，距南京东路地铁站 1 号口只有 70 米。项目自 2022 年 1 月筹建，建筑面积 11152.85 m²，经营面积 5466 m²，于 2023 年 1 月正式开业。商业体共六层，涵盖了多种 IP 周边、主题餐厅、游戏体验区，均与次元文化相关，系国内首座聚焦次元文化的商业体。

表 4、百联 ZX 创趣场楼层信息

楼层	楼层名称	主营范围	特色介绍
B1	趣	以游艺、漫画、主题餐厅为主	华南地区万代官方扭蛋的旗舰店，以及多个品牌首店，提供潮流饮品和零食
L1	殿	包含旗舰店、模玩和手办	收藏玩具的天堂，包括高达、奥特曼等热门 IP 的官方正版周边和手办
L2	瘾	以动漫周边、潮玩咖啡为主	动漫社和扭蛋店，提供丰富的动漫周边和扭蛋产品
L3	匠	以原创品牌和主题餐厅为主	国漫和娃娃屋为主打，提供娃娃和娃衣，以及 cp 的线下店
L4	集	包含更多的动漫周边和原创餐厅	最新的一番赏和潮玩店铺，提供潮流商品和二次元周边
L5	宠	主要为新奇体验区	售卖明星周边，以及动漫圈圈展的集合多个品牌代表作
L6	境	游艺区，提供丰富的 VR 游戏体验和娱乐选择	VR 体验和娱乐设施，提供丰富的 VR 游戏体验和娱乐选择

数据来源：百联 ZX 创趣场公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

商业业态品牌与二次元文化强相关。百联 ZX 创趣场引进的零售、餐饮品牌都与二次元文化紧密链接，进一步强化了其作为二次元文化中心的地位。

- 零售业态中，百联 ZX 的集合店出售有海报、徽章、卡片、娃娃、手办等不同形式的谷子。同时由于二次元文化与明星文化之间受众较为重合，百联 ZX 创趣场也售卖 Kpop 等明星周边产品。
- 餐饮业态中，一乐拉面、虎掌门、罗小黑等餐厅都源自 ACGN 的 IP，店内均会复刻漫画、动画等中同款场景，部分门店中的餐食也选择采用动漫中的人物形象。

图 14、部分手办形式的谷子



资料来源：新闻晨报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、火影忍者主题餐厅



资料来源：搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

高首店比例打造次元文化“圣地”。目前，百联 ZX 创趣场已入驻 TAMASHII NATIONS、MEGA HOUSE、GASHAPON、模玩熊等 40 余家业态，截至 2023 年 12 月 31 日，全国首店 17 家，上海首店 7 家，首店比例接近 60%，次元 IP 数量超过 300 个，是全国二次元相关首店、旗舰店入驻数量最多的主要商业体。

表 5、百联 ZX 创趣场入驻的二次元知名店铺

店铺名称	类型	店铺介绍
TAMASHII NATIONS STORE SHANGHAI	海外首家旗舰店	TAMASHII NATIONS 万代魂是万代收藏玩具事业部旗下收藏玩具品牌的集合体，占据日本玩具市场销售首位位置多年。百联 ZX 的 TAMASHII NATIONS STORE SHANGHAI 是万代魂海外首家旗舰店，与日本二次元文化聚集地秋叶原的门店同级。店内包括首次在内地展示的 S.H.Figuarts 蒙奇·D·路飞、S.H.Figuarts 阿布索留特塔尔塔洛斯、S.H.Figuarts 戴拿奥特曼 闪亮型等。
MegaHouse	中国首家官方旗舰店	MegaHouse 隶属于著名玩具集团万代南梦宫，在百联 ZX 开出了 MegaHouse 中国首家官方旗舰店，主打高端收藏。该品牌主要以制作《航海王》、《火影忍者》、《反叛的鲁路修》等人气作品的高质量手办及其他商品在全球外享有高知名度。旗下“P.O.P”“G.E.M”等手办品牌拥有广大粉丝。
Animate	中国首家官方直营旗舰店	Animate 是日本最大的动画、漫画、游戏及其周边精品销售连锁店，店内販售排球少年、名侦探柯南、明日方舟、新世纪福音战士 EVANGELION、刀剑神域、鬼灭之刃等众多受热捧的热门动漫的周边。
模玩熊	首家线下门店	一个线上人气周边集合店品牌，覆盖国内外众多品牌，包含模型、潮玩手办、动漫周边文具等。百联 ZX 店位于商场二层，是其首家线下门店，品牌还在商场五层开设了一家卡牌店。
GASHAPON	上海首店	隶属于万代集团的 GASHAPON 是知名度高、IP 丰富的扭蛋类商品品牌。机动战士高达、龙珠、假面骑士、奥特曼、宝可梦、美少女战士等扭蛋都是品牌的人气款。品牌以专门店的形式在百联 ZX 开出上海首店。

数据来源：搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、百联 ZX 创趣场引入的二次元品牌概览



资料来源：品牌店铺官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

高频活动打造高浓度次元氛围。线下次元活动包含 IP 官方和商场主办两个大类，IP 官方活动，主要为快闪、主题展、限定主题活动。商场主办活动主要是 ACG 音乐会、随机宅舞、BJD 市集等。百联 ZX 创趣场高频次地举办二次元同好交流类互动性活动，仅在 2023 年就举办超过 450 场次元活动，开业 18 个月举办活动场次超 700 场，做到精准对话核心客群，加热圈层话题，打造专属商业内容护城河。

表 6、百联 ZX 创趣场 2024 年部分 IP 活动

活动名称	举办时间	互动内容
百联金秋购物季	2024 年 9 月 1 日至 11 月 11 日	潮流品牌周、全球好物节、惠民服务日、魅力不眠夜
《摇光录》周年之约线下主题快闪	2024 年 7 月 12 日至 14 日	大型“成亲”现场，各楼层的限定活动
EnsembleStars 旗舰店限定活动	2024 年 7 月 12 日至 14 日	著名声优抵达现场，配音环节的精彩演绎
动物星球设计师西风新作首发	2024 年 7 月 12 日至 14 日	限量首发新品 88 个，并进行线下签售
Bilibili World (BW2024)	2024 年 7 月 12 日至 14 日	逛完 BW2024 的动漫粉丝将百联 ZX 创趣场作为次元之旅中的打卡地。短短三天之内，客流破 21 万，销售破 1000 万
《恋与深空》沉浸式体验	2024 年 2 月 19 日至 2 月 29 日	心动大屏霸屏南京东路步行街，COSER 们真实降落，共创幸福氛围

数据来源：百联集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

改造效果明显，客流增加 3-8 倍，2024 年上半年销售额突破 5 亿元。项目改造前商业体日均客流只有 6000 人次，转型后平日客流达 2 万-3 万，节假日客流达 3.5 万-6 万，增加了 3-8 倍，自 2023 年 1 月正式营业至 2023 年 12 月 31 日，百联 ZX 创趣场销售额高达 3 亿元，接待顾客 950 万人，会员人数 20 万人。假设商场扣点为销售额的 8%~15%，2023 年当年百联 ZX 创趣场营业收入约为 2400~4500 万元。

2023 年 1 月开业至 2024 年上半年，百联 ZX 创趣场累计客流超过 1500 万人次，累计销售额进一步增长至 5 亿元。假设商场扣点为销售额的 8%~15%，2024 年上半年百联 ZX 创趣场销售额约为 2 亿元，营业收入约为 1600~3000 万元，参考 2021-2023 年下半年营收占比平均值估算，2024 年百联 ZX 创趣场预计贡献营收 4350~8156 万元，按照归母净利润率 6.86%~7.5%进行测算，百联 ZX 创趣场 2024 年归母净利润约为 298.40~611.69 万元。

坪效方面，百联 ZX 创趣场经营面积为 5466 m²，2023 年销售额高达 3

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元，年销售坪效约为 54884.74 元/m²。

2.3 第二座次元商业体将于 24 年年底亮相上海

百联 ZX 造趣场官宣将于 2024 年 12 月 28 日开业，由五角场商圈的悠迈生活广场升级改造而来。悠迈生活广场（前身为东方商厦杨浦店），坐落于杨浦区四平路上，于 2018 年正式开业，是百联首个城市奥特莱斯项目。此次转型涉及调整区域建筑面积约 1.5 万平方米，在保留 4 楼和 5 楼的部分物业基础上，对 B1 至 L3 进行改造。按照商业百货的经营面积会占到建筑面积的 60%至 80%进行估计，百联 ZX 造趣场的经营面积约为 9000~12000 平方米，依据百联 ZX 创趣场 2023 年开业当年坪效估测进行测算，百联 ZX 造趣场开业当年的销售额预计可达 5~6.5 亿，按照扣点为销售额的 8%~15%进行测算，预计贡献营收 3952~9879 万元。

图 17、改造前的悠迈生活广场



资料来源：百联集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

作为百联 ZX 产品线的第二座项目，百联 ZX 造趣场同样定位为“次元文化商业体”，以“二次元”、“泛二次元”、潮流青年三大人群为主力客群。项目规划了包括主题餐饮空间、共创多功能空间、游戏体验空间在内的多个场景，项目所在地临近哔哩哔哩、叠纸游戏等公司的总部，均为二次元文化强相关的企业。同时，项目所在的五角场区域内还有复旦、同济、上海财大等多所大学，拥有大量的受众群体。百联 ZX 将联合上海财经大学风云动漫社、复旦大学沸点漫画社、同济大学万有引力动漫协会共创“大型泛 ACG 舞台 LIVE”活动，活动预计在明年 4 月举行，地点位于百联 ZX 造趣场 B1-造趣领域。

对于集团来说，百联 ZX 创趣场及造趣场是聚焦二次元文化的商业标杆项目，属百联集团在存量老百货转型的新兴探索，为后续老旧百货项目改造提供了新兴可复制模式。百联 ZX 创趣场的出现填补了百联集团在该新细分市场的空白，迎合年轻客群消费观念的升级迭代，以“文化价

值认同”为核心，培养 Z 世代消费者对于百联的品牌认知与忠诚度，是挖掘“Z 世代”年轻客群的消费潜能，做大二次元文化消费增量的一次创新举措。同时，作为老百货的存量改造工程，百联 ZX 创趣场的成功也为集团类似的小体量、存量老百货的转型给出新的引领方向。

3.盈利预测

公司是上海市国资委旗下商贸企业，坐拥第一百货商业中心、第一八佰伴、青浦奥特莱斯等优质商业资产，同时聚焦“商业+X”跨界融合模式，正驱动五大空间产品的焕新升级，包括靶向新一代年轻消费力的百联 ZX 创趣场等明星项目，调改效果突出。2024 年 8 月，公司百联又一城 reits 项目成功上市，打开旗下资产投融资管退新渠道，为后续盘活资产、开发优质项目提供支撑。后续来看，12 月政治局会议，内需把消费放在首位，2025 年提振消费措施有望持续加码，作为上海零售龙头，公司核心受益。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.95 元、0.27 元、0.32 元，2024 年 12 月 13 日股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.8 倍、45.8 倍、38.0 倍，给予“增持”评级。

表 7、主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30519	29589	30418	31495
同比增长	-5.5%	-3.0%	2.8%	3.5%
归母净利润(百万元)	399	1702	476	573
同比增长	-40.8%	326.5%	-72.1%	20.6%
毛利率	26.5%	25.5%	26.3%	27.1%
ROE	2.2%	8.8%	2.5%	3.0%
每股收益(元)	0.22	0.95	0.27	0.32
市盈率	54.6	12.8	45.8	38.0

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.风险提示

消费需求恢复不及预期。消费需求仍在复苏阶段，若消费者消费意愿恢复不及预期，集团百货等业务存在业绩不及预期风险。

项目改造进度及落地效果不及预期。相关百货项目改造涉及审批、招标、施工、招商等多个环节，涉及集团、政府、合作商等多个主体，若出现相关环节及主体协调不及预期、前期设计规划等不合理、对应配套发生

变化等事项，改造项目存在推进延迟、落地不及预期的风险。

二次元相关行业竞争加剧风险。伴随二次元需求持续释放，供给侧亦在持续扩张，相关项目存在竞争加剧、客户分流的可能，公司在该领域投资回报率存在不及预期的风险。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	25785	27475	27458	27988
货币资金	19431	21166	21079	21488
交易性金融资产	1802	1559	1609	1624
应收票据及应收账款	852	729	764	801
预付款项	246	243	253	256
存货	2999	3061	3080	3165
其他	454	718	674	655
非流动资产	30481	29834	29300	29018
长期股权投资	832	1032	991	978
固定资产	14316	14595	14899	15165
在建工程	52	276	388	444
无形资产	3255	2849	2444	2059
商誉	157	158	157	158
长期待摊费用	910	718	547	432
其他	10960	10208	9874	9784
资产总计	56266	57309	56758	57007
流动负债	25666	25197	25438	25654
短期借款	744	879	824	829
应付票据及应付账款	6912	6151	6489	6696
其他	18010	18168	18125	18130
非流动负债	10980	11854	11761	11785
长期借款	1840	1973	2057	2112
其他	9140	9881	9704	9673
负债合计	36646	37051	37199	37439
股本	1784	1784	1784	1784
资本公积	3094	3094	3094	3094
未分配利润	9688	11176	10715	11025
少数股东权益	1824	984	742	442
股东权益合计	19620	20258	19559	19567
负债及权益合计	56266	57309	56758	57007

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	399	1702	476	573
折旧和摊销	1309	1332	1364	1383
资产减值准备	25	9	4	0
资产处置损失	-49	-120	-45	-45
公允价值变动损失	-79	-36	-42	-46
财务费用	579	-81	-86	-85
投资损失	276	-1540	-280	-230
少数股东损益	-456	-840	-242	-300
营运资金的变动	315	-545	428	229
经营活动产生现金流量	3623	-231	1615	1474
投资活动产生现金流量	-1421	1836	-870	-948
融资活动产生现金流量	-2116	131	-831	-117
现金净变动	85	1735	-86	409
现金的期初余额	16856	19431	21166	21079
现金的期末余额	16941	21166	21079	21488

数据来源: 天软, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30519	29589	30418	31495
营业成本	22421	22032	22432	22968
税金及附加	368	317	330	347
销售费用	5041	5178	5414	5669
管理费用	2242	2338	2433	2583
研发费用	19	18	18	19
财务费用	-17	-81	-86	-85
其他收益	59	153	153	137
投资收益	-276	1540	280	230
公允价值变动收益	79	36	42	46
信用减值损失	85	11	19	27
资产减值损失	-25	-55	-48	-44
资产处置收益	49	120	45	45
营业利润	417	1593	367	437
营业外收入	165	153	155	156
营业外支出	113	150	118	121
利润总额	470	1596	403	471
所得税	527	734	169	198
净利润	-57	862	234	273
少数股东损益	-456	-840	-242	-300
归属母公司净利润	399	1702	476	573
EPS(元)	0.22	0.95	0.27	0.32

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	-5.5%	-3.0%	2.8%	3.5%
营业利润增长率	-56.5%	282.0%	-77.0%	19.0%
归母净利润增长率	-40.8%	326.5%	-72.1%	20.6%
盈利能力				
毛利率	26.5%	25.5%	26.3%	27.1%
归母净利率	1.3%	5.8%	1.6%	1.8%
ROE	2.2%	8.8%	2.5%	3.0%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	64.7%	65.5%	65.7%
流动比率	1.00	1.09	1.08	1.09
速动比率	0.89	0.97	0.96	0.97
营运能力				
资产周转率	53.5%	52.1%	53.3%	55.4%
应收账款周转率	38.79	36.34	39.55	39.08
存货周转率	6.73	7.21	7.25	7.30
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.95	0.27	0.32
每股经营现金	2.03	-0.13	0.91	0.83
每股净资产	9.97	10.80	10.55	10.72
估值比率(倍)				
PE	54.6	12.8	45.8	38.0
PB	1.2	1.1	1.2	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn