

新春看消费之商贸零售：去闯，去折腾，去破局突围

导语：结构化行情折射出哪些关键词？

作者：市值风云 App：观韬

提到消费，尤其是过年期间的消费，一定离不开商贸零售。

以风云君五线开外的老家为例，过年前后的两个月是这座小县城一年当中人气最旺，消费能力最强的两个月。

由于刻在骨子里的故乡情节，这种因传统节日带来的候鸟式的人群迁移，也迫使县城为数不多的几家商场祭出“春节不打烊”横符，热忱欢迎老乡跨年“血拼”！

有一说一，传统的商贸零售行业近几年确实不景气，这从去年的两起重磅卖身交易就能窥知一二。

2024年9月下旬，经营了23年的永辉超市（601933.SH）宣布卖身名创优品。紧接着，12月中旬，阿里清仓甩卖银泰百货，累计花费近200亿后，最终只卖了74亿。

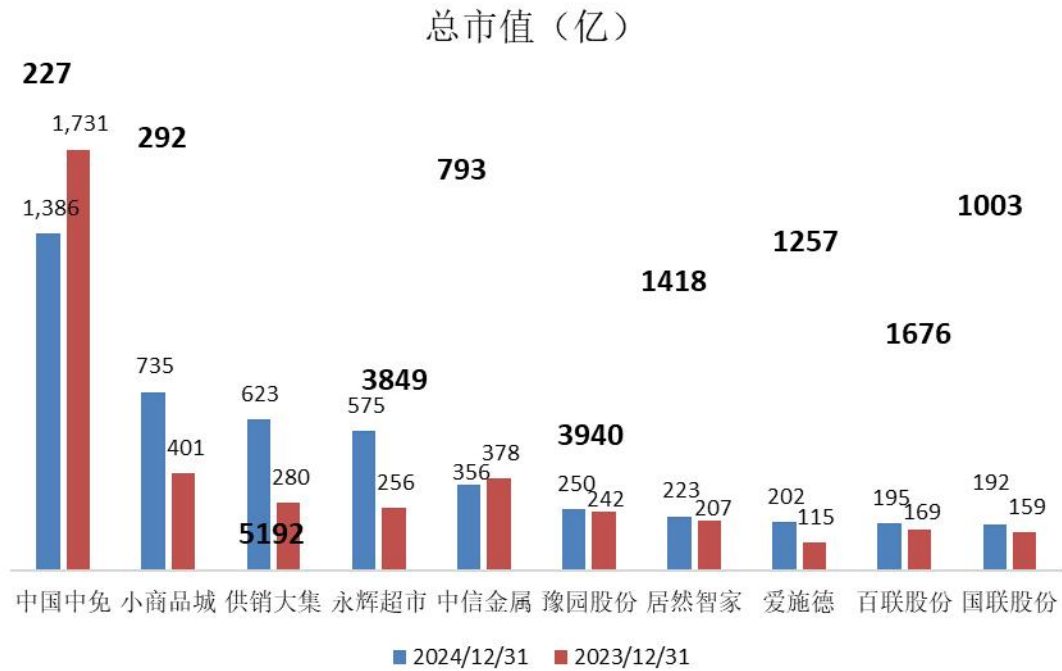
而无论是永辉超市还是银泰百货，它们都曾承载了互联网巨头们线上线下联动扩张、新零售远景以及流量入口的沉重希冀。但往往希望越大，失望就越大，结果

大家都看到了。

接下来，依次请出申万商贸零售行业（一级）2024 年末市值最大的 10 家非 ST 上市公司：中国中免（601888.SH）、小商品城(600415.SH)、供销大集(000564.SZ)、永辉超市、中信金属（601061.SH）、豫园股份（600655.SH）、居然智家（000785.SZ）、爱施德（002416.SZ）、百联股份（600827.SH）和国联股份（603613.SH）。

一、永辉连亏 4 年，中免业绩下滑，体感不算好

客观来说，大市值公司的基本面都不会太差。于是我们看到，上述公司中将近 7 家在吾股大数据的排名都在 1500 名之前。而除了中国中免和中信金属外，由于自 2024 年 9 月底启动的牛市行情，绝大多数企业市值都较 2023 年底有所增长。



(黑色加粗部分为该上市公司 1 月 16 日吾股大数据排名)

中国中免是因为“茅宁时代”涨的太猛，中信金属则是 2023 年 4 月上市，都恰好处在估值消化的区间。

截至 1 月 16 日，上述 10 家公司中只有两家发布业绩公告，但不幸的都是预减公告。

中国中免，预计 2024 年营业收入 564.92 亿，同比下降 16.36%；归母净利润 42.63 亿元，同比下降 36.50%。

永辉超市，预计 2024 年归母净利润亏损 14 亿，扣非归母净利润亏损 22 亿，较 2023 年亏损略有增加，自 2021 年以来已连亏 4 年。



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	14.8亿	15.6亿	17.9亿	-39.4亿	-27.6亿	-13.3亿	-7786.6万
● 扣非归母净利润 (元)	9.0亿	10.6亿	5.8亿	-38.3亿	-25.7亿	-19.8亿	-6.6亿
● 归母净利润YOY	-18.5%	5.6%	14.8%	-319.8%	29.9%	51.9%	-248.9%
● 扣非归母净利润YOY	-49.6%	18.3%	-45.4%	-760.8%	33.1%	23.0%	-76.5%

(制图：市值风云 APP)

既然，大家好像都不太好，咱们就先从业绩表现好的说起。营收是利润的源泉，2024年前三季度，营收增长在两位数的只有小商品城和国联股份两家公司。

序号	证券代码	证券名称	<input checked="" type="checkbox"/>	营业收入同比增... [报告期]去年三季 [单位]%	归属母公司股东的净... [报告期]去年三季 [单位]%
1	600415.SH	小商品城	<input checked="" type="checkbox"/>	34.2470	0.5271
2	603613.SH	国联股份	<input checked="" type="checkbox"/>	26.1324	11.4063
3	000564.SZ	供销大集	<input checked="" type="checkbox"/>	8.7489	70.6917
4	601061.SH	中信金属	<input checked="" type="checkbox"/>	0.2924	9.1657
5	000785.SZ	居然智家	<input checked="" type="checkbox"/>	-2.7157	-36.4201
6	600827.SH	百联股份	<input checked="" type="checkbox"/>	-8.3129	366.8787
7	600655.SH	豫园股份	<input checked="" type="checkbox"/>	-8.7155	-48.1249
8	601933.SH	永辉超市	<input checked="" type="checkbox"/>	-12.1426	-248.9079
9	601888.SH	中国中免	<input checked="" type="checkbox"/>	-15.3755	-24.7191
10	002416.SZ	爱施德	<input checked="" type="checkbox"/>	-17.3718	1.5704


(来源: Choice 终端)

二、结构化增长关键词：线上和全球化

对于好公司, 市值风云从来不吝啬溢美之词, 这从去年 2 月份发表的小商品城的深度研报题目就能看出来。



吾股排名金字塔尖儿，上市22年
未减1分，分红42亿：中国小商品
出海桥头堡，现金牛不断催化新
业务

 市值风云
2024-02-07 10:30

国企担当。

长按识别二维码 · 阅读精彩内容

 市值风云
专业服务注册制 牛市炒股在这里



这家 2002 年上市的义乌国企，2020 年以前主要靠房地产开发和义乌国际商贸城的经营管理（收租金和管理费）赚钱。

2020 年剥离房地产业务后，结合自身比较竞争优势，小商品城一方面继续盘整、扩建商贸城，收取更多的租金和管理费，另一方面搭建线上贸易服务平台

chinagoods，汇集全球优质小商品，为全球买家提供贸易服务。

除此之外，通过源头直采和线上线下分销的方式，小商品城借助“爱喜猫”和“义乌好货好字标”两大品牌，从事商品销售业务。

不过既然是分销，财务特色相当鲜明，量大利薄，2023 年营收 67.92 亿，贡献了得，但毛利率只有 0.5%，毛利仅 3,396 万元。

(1). 主营业务分行业、分产品、分地区、分销售模式情况

单位:万元 币种:人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减
市场经营	307,434.79	86,612.08	71.83	81.16	-9.97	增加 28.52 个百分点
贸易服务	60,245.91	18,233.13	69.74	43.37	-17.73	增加 22.48 个百分点
配套服务	46,662.10	35,658.56	23.58	79.30	64.50	增加 6.88 个百分点
商品销售	679,156.67	675,783.05	0.50	37.22	36.93	增加 0.22 个百分点
小计	1,093,499.47	816,286.82	25.35	49.25	28.84	增加 11.82 个百分点

(小商品 2023 年年报)

无论是短期还是长期看，小商品城的商品销售业务都只有营收没有利润。

围绕义乌“全球小商品之都”的定位，小商品城以义乌商贸城的物理空间为核心，借助互联网触手在全球结网扎寨，形成公司年报所勾勒的商品展示交易（市场经营+商品销售）、贸易服务和配套服务（展会+酒店）三大生态。

市场经营业务是小商品城的根基，近年来商业地产景气度偏弱，但公司在 2023 年年报中就骄傲的表示，当年租金平均上浮 5.5%，预计未来三年增长率不低于

5%。除了涨租金，小商品的义乌全球数贸中心也在建设过程中。

1、租金动态调整

在当前的经济环境下，租金价格体系的合理性对于市场的健康发展至关重要。为了更好地适应市场变化，促进各行业的均衡发展，公司结合义乌指数，建立了一套行业评价体系。该体系通过引入我国 GDP 增长率、市场化租金价格的波动情况、市场景气指数、市场商品价格指数、行业景气度指数以及区块繁荣度指数等指标，构建了一个商位租金差异化定价模型。


根据上述定价模型，报告期末公司对市场到期商位的租金进行调整，租金平均上浮 5.5%，预计未来三年增长率将不低于 5%。

市场经营业务之外，chinagoods 在线贸易额持续攀升，贸易服务近年异军突起。2023 年营收同比增长 70%，达 6.02 亿，2024 年上半年增速应该超 20%，接下来最值得关注。


前三季度，小商品城总营收 106.13 亿，同比增长 34.25%，净利润 23.29 亿，同比基本持平。

一句话概括，只要义乌“全球小商品之都”的竞争地位不变，小商品城藉此打造的核心竞争力就不会改变。

再来看国联股份，作为一家比较有争议的企业，国联股份被誉为工业品领域的“拼多多”，营收和股价一度与市值齐飞。





营收五年涨41倍，股价三年涨21倍！国联股份：大疫情时代的工业“拼多多”

 **塔山**
市值风云研究员 2022-11-18 09:31

自上市以来，国联股份持续推进各种融资事项，目前累计融资近30亿元，分红仅1亿元。

长按识别二维码 · 阅读精彩内容

 **市值风云**
专业服务注册制 牛市炒股在这里



不过 2022 年以来，国联股份增长放缓，2024 年前三季度总营收 470.02 亿，同比增长 26.1%，归母净利润 11.2 亿，同比增长 11.4%，营收和利润增长均在 10 家公司中均名列第 2 位。



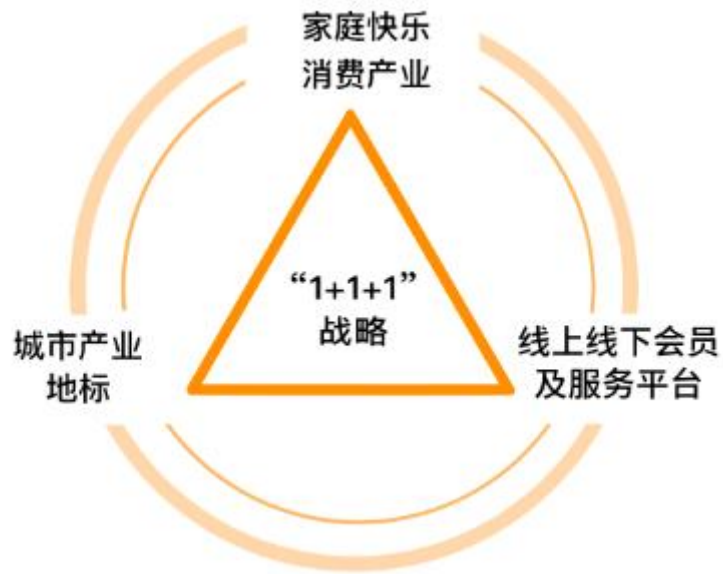
(制图：市值风云 APP)

作为仅有的两家营收相对高速增长企业，业务主要集中在线上或者正在大力开拓线上是国联股份和小商品城最大的交集。

那么，线下商贸零售是真的惨吗？

三、线下零售：转型、突围、并购、等复苏

中国中免和永辉超市之外，**豫园股份**的业务涵盖珠宝时尚、文化商业、文化餐饮和食品饮料、美丽健康、国潮腕表、复合功能地产、商业管理等业务板块，基本覆盖家庭快乐消费的方方面面。



但豫园股份近年的营收增长不算亮眼，而且拆分收入细看会发现，旗下“老庙”、“亚一”两大品牌的黄金饰品销售收入，对营收的稳定产生了很大的托举力。



(制图：市值风云 APP)

百联股份以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯业务为核心，控股三联集

团以及香港上市的联华超市，可以说是从业态上跟商贸零售行业最契合的公司。

前三季度，百联股份总营收 216.2 亿，同比下滑 8.3%，扣非净利润 1.6 亿，同比下滑 45.2%，基本也是传统线下商贸零售行业的真实写照。



(制图：市值风云 APP)

作为曾经的连锁家居卖场龙头，**居然智家**在全国及柬埔寨经营着超过 400 家卖场，还在湖北省主要城市的核心商圈经营着 4 家现代百货店和 163 家各类超市。

受地产行业冲击，居然智家正在计划将购物中心业态打造成公司的第二增长曲线。

除此之外，公司还将产业链从家居卖场延伸至家装家居全生命周期。



(居然智家 2024 年半年报)

虽然，居然智家一直在尝试做加法，但由于原有业务的拖累及新业务尚在培育阶段，成长性不算亮眼，前三季度总营收 94.8 亿，同比下滑 2.7%，净利润 7.3 亿，同比下滑 36.4%。

单位：元

	本报告期		上年同期		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
租赁及加盟管理业务	3,235,805,891.01	50.98%	3,572,223,049.50	55.79%	-9.42%
装修服务	122,098,569.58	1.92%	180,289,411.66	2.82%	-32.28%
商品销售	2,803,862,960.21	44.18%	2,398,159,421.77	37.45%	16.92%
贷款保理利息	19,213,723.31	0.30%	32,171,958.45	0.50%	-40.28%
其他	165,932,129.92	2.61%	220,581,861.62	3.44%	-24.78%

再说重整成功，重获新生的**供销大集**。不过，供销大集虽然目前形式上完成重整，迎来中华全国供销合作总社入主，近期市值也都超 500 亿，但营收规模跟之前比暂无明显改观。

前三季度供销大集总营收 11.3 亿，同比增长 8.7%，收入仍主要来自超市、百货零售及自有物业租赁。



(制图：市值风云 APP)

2024年11月底，供销大集公告以15.11亿现金收购中国供销集团旗下核心企业商业发展公司51%股权。商业发展公司是国内人防工程开发建设及运营领军企业，管理面积超100万平方米，另建有8个（含在建）集采集配中心，签约运营规模近2000亩。

2、请问近期收购的新合作商业发展公司主要从事的业务？

商业发展公司主营商业网点建设与运营、商贸物流、大宗商品贸易三大业务，是中国供销集团有限公司旗下供销商贸集团的核心企业，是国内单建式平急两用、平战结合人防工程开发建设及运营的领军企业。作为中国地下空间开发运营龙头企业，商业发展公司积极响应国家平战结合、平急两用公共基础设施建设战略部署，先后投资、建设、运营了20个（已运营14个，在建6个）具备平急两用、平战结合功能的“星悦茂”智慧商业项目，管理面积超100万平方米。商业发展公司大力发展城乡商贸流通平台，已投资建设（含在建）8个集农产品集采分销、冷链仓储、加工包装、展示交易、零担快运、直播电商、第四方共享物流于一体且具有平急两用功能的集采集配中心项目，签约运营管理规模近2,000亩。

不过，商业发展公司营收规模不算高，2023年3.3亿，2024年前8个月2.6亿，净利润均不足1000万，且每年都有超过1亿政府补助。

信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对商业发展公司 2024 年 8 月 31 日和 2023 年 12 月 31 日的备考模拟合并财务报表进行了审计，出具了《北京新合作商业发展有限公司备考模拟财务报表审计报告》(XYZH/2024BJAA7B0108)，商业发展公司的主要财务指标如下：

单位：万元

项 目	2023 年 12 月 31 日	2024 年 8 月 31 日
资产总计	650,269.99	553,160.54
负债总计	473,614.01	388,825.32
净资产	176,655.97	164,335.23
项目	2023 年度	2024 年 1-8 月
营业收入	33,039.45	25,530.79
利润总额	2,456.13	4,921.10
归属于母公司所有者的净利润	865.76	975.70

1.标的公司净利润中包含较大比例的非经常性损益的说明

2023 年和 2024 年 1-8 月，标的公司非经常性损益金额分别为 13,879.20 万元和 10,895.43 万元，非经常性损益主要为来自于政府的补助款项，计入当期损益的政府补助的金额分别为 12,477.60 万元和 14,682.30 万元。

最后，我们来看一家线下手机分销和零售商**爱施德**，它是苹果、荣耀、三星、魅族等手机品牌的全国一级经销商，覆盖全国超过 10 万家门店，也捞草打兔子，顺手卖点 3C 数码产品。

除了分销，爱施德还择机开展零售业务。其 2024 年半年显示：

运营管理的苹果授权门店和网点数量超 3,100 家，自营 APR 门店 186 家，是国内服务苹果授权门店最多的经销商；

三星业务板块在管的三星零售门店数量新增 168 家，总服务、管理门店超 4,380 家；

荣耀业务板块代理的数字系列产品覆盖客户数量同比增长超 11%，上半年整体销量同比实现稳步增长。

不过，无论是分销还是零售业务，毛利率都不算太高，2023 年毛利率均只有 3% 左右。当年最高的是非通讯产品，8.73%。

单位：元

项目	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业（销售模式）						
数字化智慧分销业务	58,922,427,466.30	57,211,568,086.18	2.90%	-3.08%	-3.28%	0.20%
数字化智慧零售业务	32,951,336,149.57	31,951,317,826.74	3.03%	8.48%	9.46%	-0.87%
分产品						
通信产品	82,256,897,195.42	80,385,456,471.36	2.28%	0.71%	0.92%	-0.19%
非通信产品	9,616,866,420.45	8,777,429,441.56	8.73%	1.29%	1.06%	0.21%

(2023 年年报)

从成长性来看，除因荣耀品牌在 2021 年单独拆分出来带来的营收大增外，爱施德 2021 年以来营收几乎不增长，或者说负增长，2024 年前三季度总营收 574.6 亿，同比下滑 17.4%。



(制图：市值风云 APP)

毛利率也限制了爱施德净利率，好在营收规模够，近些年净利润规模差强人意。



(制图：市值风云 APP)

此外，作为经销商，爱施德对上下游议价能力都不算太强。以三季末为例，公司账面应收账款 20 亿，预付账款 17 亿，存货 41 亿，应付只有 17 亿，还有短期借款 48 亿。

深度绑定几家手机品牌，成长性弱，财务数据一般，客观来说，爱施德并不属于风云君投资框架内的标的。不过也有好消息，手机被纳入 2025 年以旧换新补贴，这对爱施德的影响肯定是积极的。

（十一）实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。

根据市场调研机构 Canalys 最新的数据，2024 年中国大陆智能手机市场出货量为 2.85 亿台，同比增长 4%。**但很显然，爱施德的三季报并未反应上述变化。**

四、乱入的中信金属，最意外的收获

中信金属是 10 家公司中最听名字最难跟商贸零售行业产生关联的公司，主要从事金属及矿产品贸易和矿业公司投资，**即“贸易+资源（投资）”双轮驱动战略，收入全部来自贸易业务，资源投资贡献投资收益。**

贸易业务应该是中信金属最终被归入商贸零售行业的主要原因，其经营的贸易品种主要包括铁矿石、钢材、铬矿、锰矿等黑色金属，以及铜、铝、铌、镍等有色

金属产品。

股权投资方面，中信金属参股巴西矿冶公司（CBMM，铌矿）、秘鲁邦巴斯铜矿（Las Bambas，铜矿）、艾芬豪矿业（Ivanhoe Mines，铜矿、锌矿、铂族多金属矿）等多个全球一流金属矿业资产，并参股西部超导和中博世金等境内投资项目。

贸易业务的毛利率并不算高，近几年最好的年份也只有 2.3%。但贸易业务毛利薄的时候往往意味着上游矿山是挣钱的，这刚好起到了平抑业绩波动的。所以我们看到，中信金属近年净利润还是比较稳定的，规模也很可观。



(制图：市值风云 APP)

2024 年前三季度，中信金属总营收 950.57 亿，同比增长 0.29%，净利润 17.17 亿，同比增长 9.17%。

关于中信金属，风云君会择机单开一篇，在这个环节的分析就点到为止。

结语

通过商贸零售行业年末市值最大的 10 家上市公司的业绩拆解我们可以发现，商贸零售相关公司的业绩表现，同大家的购物消费体感还是比较接近的，每个企业也都在寻找自己的解题和突围方向。

用小马哥的一句话来形容行业中的一些传统巨头的衰落再合适不过，“有时候你什么都没做错，就是太老了”。

不过，我们也看到，商贸零售行业也有新星冉冉升起，胖东来、泡泡玛特、名创优品，正是其中的佼佼者。

胖东来就不说了，可以说是有口皆碑。这是泰国游客在国内泡泡玛特门店扫货图，在他们看来，来中国不到潮玩盲盒店血拼等于白来，跟千禧年日韩流席卷中国大地一样，中国潮玩也在东南亚封神。



(酷玩实验室：《泰国有个包青天，比泡泡玛特更让泰国人疯狂》)

2024 年第三年季度，泡泡玛特收入增长超 100%，海外收益更是大涨超 4 倍。

二零二四年第三季度最新業務狀況

本公告由泡泡瑪特國際集團有限公司（「本公司」），連同其附屬公司及併表聯屬實體統稱「本集團」董事會（「董事會」）自願作出，以告知本公司股東及潛在投資者本集團最新業務更新。

二零二四年第三季度整體收益表現

二零二四年第三季度整體收益（未經審核），較二零二三年第三季度同比增長120%-125%，其中中國內地收益同比增長55%-60%，港澳台及海外收益同比增長440%-445%。

二零二四年第三季度中國內地各渠道收益表現

二零二四年第三季度中國內地各渠道收益（未經審核），與二零二三年第三季度比較為：

- (1) 零售店同比增長30%-35%；
- (2) 機器人商店同比增長20%-25%；
- (3) 泡泡瑪特抽盒機同比增長55%-60%；
- (4) 電商平台及其他線上平台同比增長135%-140%（其中抖音平台同比增長115%-120%、天貓旗艦店同比增長155%-160%）；及
- (5) 批發及其它渠道同比增長45%-50%。

无独有偶，2024年上半年，名创优品总营收 77.59 亿，同比增长 25%，净利润 11.70 亿，同比增长 16.4%。为“兴趣消费”，给消费者提供情绪价值，是泡泡玛特和名创优品共同的标签。

当然，很多人对泡泡玛特和名创优品既看不懂，又看不起。不过没关系，那就让看的懂的人去闯，去折腾，您像胖东来一样踏踏实实满足人民对美好生活向往总做的到吧。

满足人民对美好生活的向往、讨好年轻人的兴趣消费、给他们提供情绪价值、小商品、出海（包括商品和文化）是商贸零售的结构化行情中折射出来的关键词。