

大商股份（600694）

东北零售龙头迎新帅，优质资产调改或迎重估新机遇

买入（首次）

2025 年 02 月 15 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

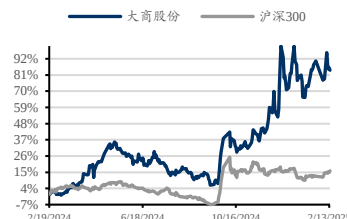
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7277	7331	6810	6543	6760
同比（%）	(13.04)	0.75	(7.10)	(3.92)	3.31
归母净利润（百万元）	549.19	505.13	591.15	650.72	702.17
同比（%）	(27.69)	(8.02)	17.03	10.08	7.91
EPS-最新摊薄（元/股）	1.75	1.61	1.89	2.08	2.24
P/E（现价&最新摊薄）	14.65	15.93	13.61	12.36	11.46

投资要点

- **大商股份是深耕东北、辐射全国的老牌零售企业：**公司前身可追溯至 1937 年的大连商场。经过多年深耕发展，大商股份已形成“现代高档百货-大型综合购物中心-时尚流行百货”的生态圈，现核心业态为百货业，辅以电器、超市等多种零售业。公司在东北深耕多年，2000 年后通过并购的形式扩张进入山东、河南等省份。
- **资产质地好、盈利能力稳定：**2024Q1-3，公司收入为 52.9 亿元，同比-6.8%；归母净利润为 5.3 亿元，同比+18%。2020-23 年公司归母净利润均保持在约 5.0 亿元或以上水平，展现出较为稳健的盈利能力。稳健的盈利能力来自良好的资产质地。其一，公司自有物业占比较高，2023 年自有门店建面占比为 53%；其二，公司作为老牌百货龙头，在大连、大庆、抚顺等地具备核心商圈门店稀缺资产。这些核心资产未来有望加持公司持续产生较为稳健的业绩。
- **喜迎新帅，期待经营焕新：**2024 年 12 月公司公告，陈德力先生将接替吕伟顺先生和闫莉女士，成为大商股份新任董事长和总经理。陈德力先生曾任新凯德中国区域总经理、万达商管常务副总裁（期间分别兼任营运中心总经理、招商中心总经理、综合管理中心总经理）、新城商管总裁（期间吾悦广场实现快速扩张）、宝龙商执行董事兼行政总裁。公司外聘明星职业经理人有望带来新鲜活力并改善经营。
- **百货行业调改&价值重估潜力较大，大商股份具备良好的调改基础：**目前零售资产 PB 处于较低的位置，考虑其资产以历史成本入表，当前重置成本将大幅高于历史成本，百货行业重估潜力较大。大商股份具备较好的商业资产基础，具备调改提效的潜力。公司掌舵人具备丰富的行业经验，有望持续优化和推进公司门店调改。而公司核心门店的稳定盈利能力也为调改举措提供了经济基础。我们看好大商股份未来多举措调改增效的潜力（包括关闭亏损门店、对现有门店进行招调升级、打造文创网红标杆项目等）。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2024~26 年公司归母净利润为 5.9/ 6.5/ 7.0 亿元，同比+17%/+10%/+8%，对应 2 月 13 日收盘价为 14/ 12/ 11 倍 P/E。整体上看，大商股份的 PE、PB 估值均低于行业平均水平。叠加公司换帅带来未来潜在经营改善的可能，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，终端消费需求波动，未来调改举措的相关不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.50
一年最低/最高价	14.53/29.77
市净率(倍)	0.92
流通 A 股市值(百万元)	7,982.84
总市值(百万元)	7,982.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.60
资产负债率(%，LF)	49.14
总股本(百万股)	313.05
流通 A 股(百万股)	313.05

相关研究

内容目录

1. 大商股份简介：零售行业老牌龙头	5
1.1. 行业地位：东北地区百货龙头	5
1.2. 新帅上任，增添调改活力	7
1.3. 财务数据：经营壁垒出色，业绩表现稳健	8
2. 业务拆解：百货业态发展稳定，卡位高潜城市中心商圈	9
2.1. 业态分析：主力业态百货贡献主要利润	9
2.2. 百货资产：自有为主，经营稳健	11
2.3. 地区格局：东北商业格局较为稳定，公司卡位优势商圈具备核心优势	13
3. 百货行业迎来重估机遇，看好存量项目调改增效	15
3.1. 重置成本远超账面成本，零售资产价值重估潜力大	15
3.2. 百货行业处于成熟期，聚焦提质增效	16
3.3. 看好大商股份换帅后，门店调改提效持续推进	17
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 关键假设与盈利预测	19
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	大连新玛特购物中心.....	5
图 2:	大连麦凯乐总店.....	5
图 3:	公司百货业态营收占比 34.61% (2023 年)	5
图 4:	公司百货业态毛利占比 71.53% (2023 年)	5
图 5:	大商股份发展历程: 通过并购扩张进入异地市场.....	6
图 6:	公司卡位北方地区核心商圈 (2023 年)	6
图 7:	公司东北地区营收占比超 75% (2023 年)	6
图 8:	大商股份股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	7
图 9:	大商股份部分高管简介.....	7
图 10:	公司收入及增速.....	8
图 11:	公司归母净利润及增速.....	8
图 12:	公司盈利能力持续增强.....	9
图 13:	管理费用率上升.....	9
图 14:	公司 ROE 维持较高水平.....	9
图 15:	公司现金流表现较好.....	9
图 16:	2020-2023 年各业态营收占比	10
图 17:	2020-2023 年各业态营收 YOY.....	10
图 18:	2020-2023 年各业态毛利占比	10
图 19:	2020-2023 年各业态毛利率	10
图 20:	2020-2023 年百货门店数量 (个)	11
图 21:	2020-2023 年百货自有 vs 租赁建面 (万平方米)	11
图 22:	公司各地区门店平均销售额 yoy.....	11
图 23:	公司门店坪效 (万元/m ²)	11
图 24:	2020-2023 年代表性门店营收 (亿元)	12
图 25:	2020-2023 年代表性门店毛利 (亿元)	12
图 26:	2020-2023 年各地全年人均社零额 (亿元/人)	13
图 27:	2020-2023 年各地全年社零 yoy	13
图 28:	2014-2023 年大连购物中心存量变化	13
图 29:	1-2 线城市购物中心存量空间	13
图 30:	大连地区主要商圈热力图 (2025 年 1 月)	14
图 31:	2024.11 至 2025.01 中信零售指数超额收益较高.....	15
图 32:	历史上多次并购催化资产价值重估.....	15
图 33:	申万行业 PB (LF) 估值 (2025.02.13)	15
图 34:	我国百货行业规模保持稳定.....	16
图 35:	中国百货行业 CR3 集中度远低于美国、日本	16
图 36:	我国中大型购物中心数量呈增长趋势.....	17
图 37:	未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类.....	17
图 38:	大商股份关键假设.....	19
图 39:	大商股份盈利预测结果.....	20
表 1:	公司三大业态错位布局, 全景覆盖.....	10
表 2:	2021-2023 年营业收入 TOP10 百货门店	12

表 3: 大连地区主要商圈情况..... 14

表 4: 大商股份应对 2014 年以来消费趋势变化的经营措施..... 18

表 5: 行业公司估值表（更新至 2025.02.13） 20

1. 大商股份简介：零售行业老牌龙头

1.1. 行业地位：东北地区百货龙头

大商股份是东北地区的百货商超龙头企业，具备“麦凯乐”、“新玛特”等商圈品牌。公司前身可追溯至 1937 年的大连商场。1992 年公司由国企改组设立股份公司，如今的大商股份成立，并于 1993 年成功在上交所上市。经过多年深耕发展，大商股份已形成“现代高档百货-大型综合购物中心-时尚流行百货”的生态圈。公司商场主要位于东北地区，在辽宁、黑龙江、河南、山东等关键省份拥有强大的零售网络。

图1：大连新玛特购物中心



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

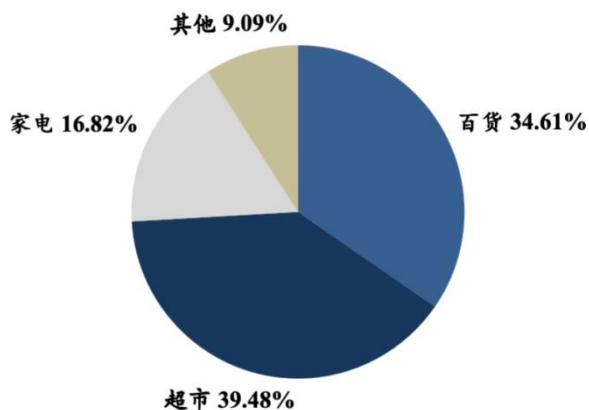
图2：大连麦凯乐总店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

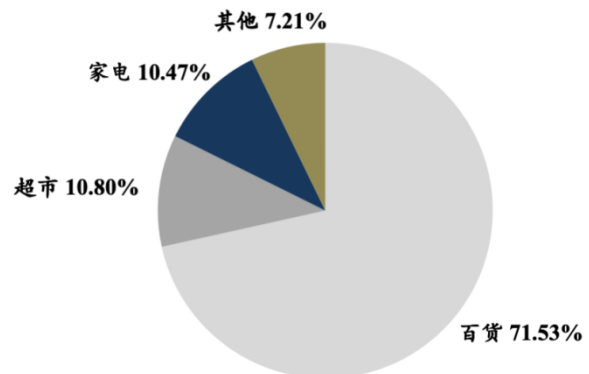
公司主要业务包含百货、超市、电器三大业态，其中百货为公司主力业态，2023 年贡献公司 71.5% 的总毛利润。2023 年超市贡献最多到营收，但毛利率较低，毛利润低于百货业态。

图3：公司百货业态营收占比 34.61%（2023 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司百货业态毛利占比 71.53%（2023 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司经营历史悠久，早年间通过并购扩张打下全国经营根基。公司前身大连商场，始办于1937年。1992~1995年，公司依次完成股份制改革、IPO、集团化改革等。1998年公司启动异地扩张，通过收购其他地区的百货大楼进入异地市场（如1998年收购抚顺、锦州、营口百货大楼），之后通过自建项目等方式加密扎根。

图5：大商股份发展历程：通过并购扩张进入异地市场

阶段	时间	事件
前身	1937年	公司前身大连商场成立
	1992年	经有关部门批准，由国有企业改组设立成立股份公司
股改&IPO	1993年	完成IPO，登录上交所
	1995年	大商集团有限公司（上市公司母公司）成立，走向集团化发展
东北地区扩张	1998年	并购抚顺、锦州、营口三市的百货大楼
	2001年	收购牡丹江百货大楼、大庆华联购物广场，以及中百商业联合发展72%股权
		大连、大庆新玛特开业
	2002年	收购牡丹江百货大楼、大庆百货大楼等
		沈阳新玛特开业
全国扩张	2003年	多地大商电器开业，公司进入家电行业
	2004年	并购佳木斯华联商厦、佳木斯百货大楼、吉林百货大楼等
	2005年	青岛麦凯乐开业，进入山东地区
	2006年	通过郑州“金博大”项目经营权进入河南市场
	2007年	进入四川，成都千盛、自贡千盛等四店相继开业
	2011年	并购淄博商厦

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

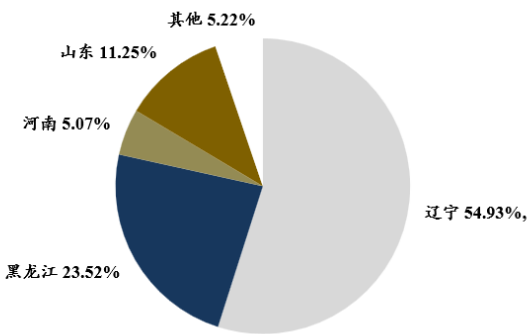
从经营地域看，目前公司收入主要来自东北地区。公司旗下120余家店铺覆盖辽宁、黑龙江、河南和山东等多地的核心商圈和主要社区。公司的收入主要来自东北地区，在辽宁、黑龙江具备大量核心商圈，2023年公司分别有55%、24%的收入来自辽宁省、黑龙江省。山东、河南也是大商股份的重点经营区域，2023年分别贡献公司11.25%/5.07%的总收入。

图6：公司卡位北方地区核心商圈（2023年）

地区	覆盖商圈	代表店铺
大连	青泥商圈、西安路商圈	大连麦凯乐总店、大连新玛特百货
沈阳	中街商圈	沈阳新玛特
抚顺	新抚商圈、望花商圈、顺城商圈	抚顺百货大楼
大庆	/	大庆新玛特、大庆百货大楼
山东	青岛香港中路商圈、淄博张店商圈、淄博高新商圈、威海商圈	淄博商厦、淄博中润新玛特
牡丹江	太平路商圈	七台河新玛特
佳木斯	长安路商圈	佳木斯新玛特

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司东北地区营收占比超75%（2023年）



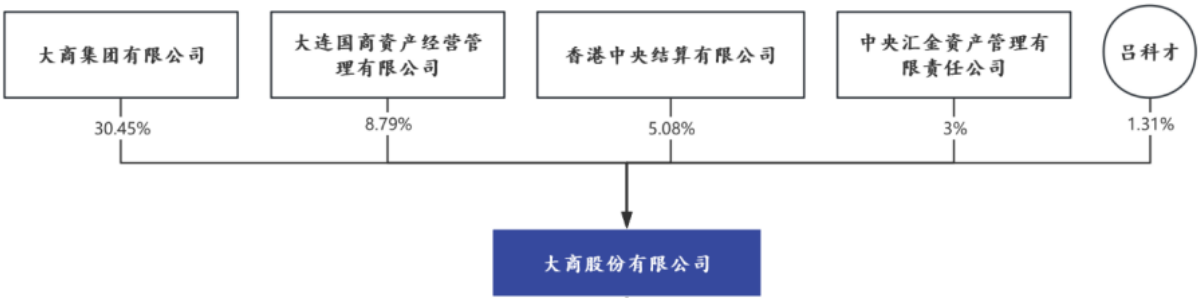
注：分地区间营业收入未抵消，且不包含非经营部分。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 新帅上任，增添调改活力

公司大股东为大商集团。截至2024年9月30日，大商集团有限公司持有股权30.45%，为公司第一大股东。第二大股东为大连国资委全资控股的国商资管。公司大股东大商集团的实控人为大商股份前董事长牛钢先生。大商集团是我国最大的百货商业集团之一，同时也深度布局全球农牧业资源，在海外拥有橄榄油庄园及榨油厂、啤酒城堡、咖啡庄园、天然牧场等多个食品产权资源。

图8：大商股份股权结构（截至2024年9月30日）



数据来源：企查查，东吴证券研究所

商业地产老将加盟，公司迎来新掌舵人。据公司2024年12月公告，陈德力将先生接替吕伟顺先生和闫莉女士，成为大商股份新任董事长和总经理。陈德力先生曾任新凯德中国区域总经理、万达商管常务副总裁（期间分别兼任营运中心总经理、招商中心总经理、综合管理中心总经理）、新城商管总裁（期间吾悦广场实现快速扩张）、宝龙商执行董事兼行政总裁。公司外聘明星职业经理人有望带来新鲜活力并改善经营。

图9：大商股份部分高管简介

姓名	职务	出生年份	简介
陈德力	董事长、总经理	1974	曾任新加坡嘉德置地凯德商用中国西区区域总经理；大连万达商业地产股份有限公司副总裁、万达商业管理集团有限公司常务副总裁；新城控股集团股份有限公司董事兼联席总裁、新城商业管理集团有限公司总裁；宝龙地产控股有限公司联席总裁、宝龙商业管理控股有限公司执行董事兼行政总裁。
闫莉	副董事长	1972	历任公司财务本部会计处长、监事会监事、总会计师财税营收专业本部本部长、大连麦凯乐总店董事长、董事会董事兼前总经理。
鞠静	用品集群总裁、董事、副总经理	1976	历任麦凯乐大连开发区店驻店总经理；麦凯乐大连总店驻店总经理；麦凯乐大连总店总经理
陈欣	食品集群总裁、董事、副总经理	1977	历任大商集团锦州百货大楼信息中心科员，营销部策划员，商管科科长；葫芦岛新玛特人力资源部部长，工会主席；锦州新玛特超市店长助理，人力资源部部长；锦州城市生活广场店长兼任大商集团锦州城市家家广场总经理；大连商场副总经理，总经理；商品集群副总监；大商投资管理有限公司总裁，大商中国食品公司总经理，大商房地产公司总经理
张学勇	副总经理	1966	历任大连市商业局机关党委副书记，大连超市集团总经理，盘锦新玛特总经理，盘锦地区集团副总裁，本溪商业大厦总经理，开发区新玛特总经理；公司第十届董事会董事，副总经理
李宏胜	国际稀缺商品国内销售总部总裁，副总经理	1977	历任大商集团供配货中心小家电采购助理，大连商场家电业种经理助理，大商电器连锁总公司总经理助理、副总经理，大商集团办公室主任，大连商场驻店总经理，大商投资管理有限公司总裁

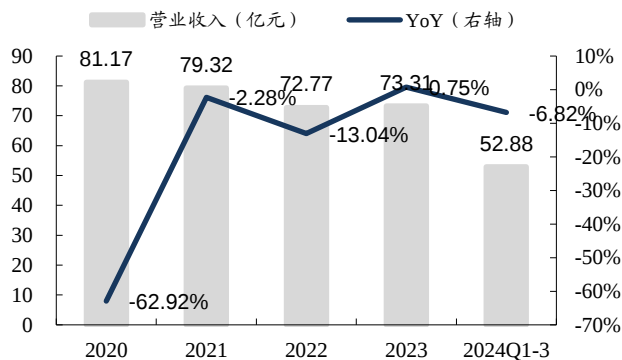
陈欣	食品集群总裁、 副总经理	1977	历任大商集团锦州百货大楼信息中心科员，营销部策划员，商管科科长；大商集团葫芦岛新玛特人力资源部部长，工会主席；大商集团锦州新玛特超市店长助理，人力资源部部长；锦州城市生活广场店长兼任大商集团锦州城市家家广场总经理；大连商场副总经理，总经理；大商集团商品集群副总监兼任大连商场副总经理；大商投资管理有限公司总裁，大商中国食品公司总经理，大商房地产公司总经理，现任公司
范铁夫	副总经理、董秘	1975	曾任大连商场办公室主任、钟表业种副经理，大商男店副店长，大商特许商品经营公司总经理，大连新馨家居用品经营有限公司总经理，麦凯乐大连总店副总经理，大商大庆地区集团副总裁，大商齐齐哈尔新玛特购物广场有限公司总经理，意兰服装有限公司董事长、总经理，大商集团有限公司党委副书记、办公室主任、法务总监

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务数据：经营壁垒出色，业绩表现稳健

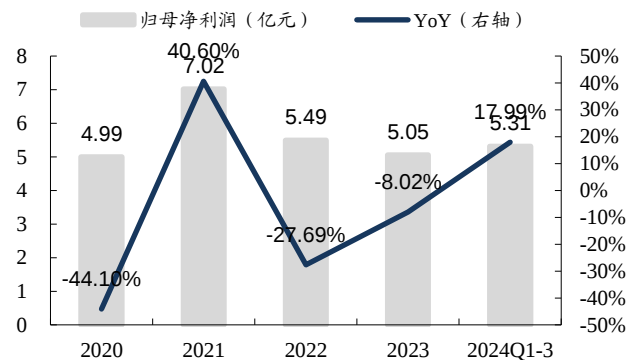
公司进入成熟阶段，盈利能力稳定。公司作为地方性百货龙头企业，竞争格局和盈利能力均较为稳定。2020年以来，公司归母净利润稳定在5亿元或以上。

图10：公司收入及增速



数据来源：东吴证券研究所。注：2020年收入下滑部分因联营会计准则转为净额法，原准则下同比-26.25%。

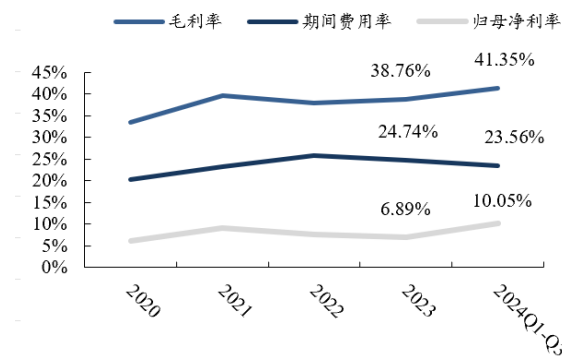
图11：公司归母净利润及增速



数据来源：东吴证券研究所

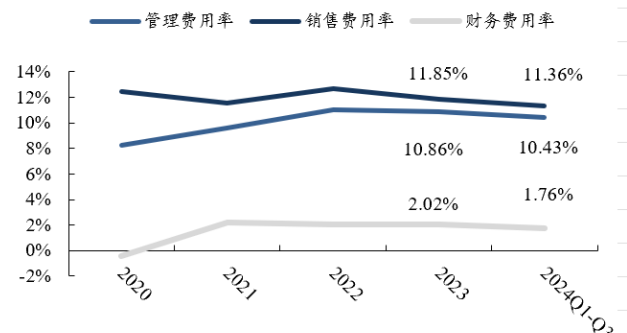
业态调优下毛利率提升，盈利能力稳定。①毛利率：2020年后公司积极应对消费趋势变化，优化品类布局提高坪效，统一营销采购增收降费，毛利率呈上升趋势，目前基本稳定于40%水平。②期间费用率：20-23年期间费用率从20.30%上升至24.74%，管理费用率上升明显，销售、财务费用率基本保持稳定。③归母净利率：经营、费用管理加强下归母净利率有所回升，至2024Q1-Q3归母净利率达10.05%。

图12: 公司盈利能力持续增强



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

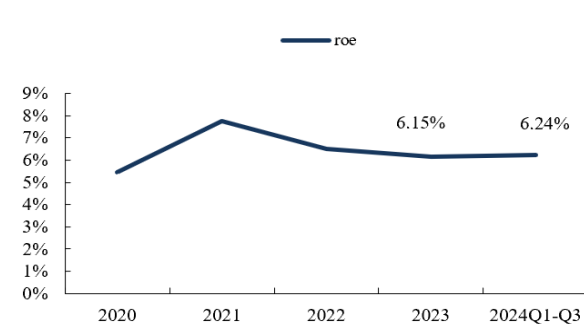
图13: 管理费用率上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

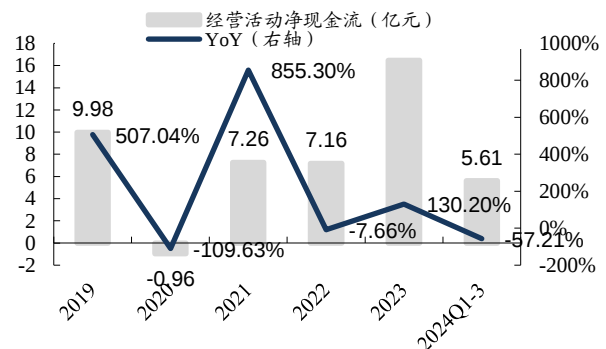
ROE 维持稳定水平, 现金流表现较好。公司发展进入成熟期, 2020 年以来 ROE 维持在 6% 左右, 处于行业较高水平。2021-2023 年经营活动现金净额维持在 7 亿元以上, 2023 年经营性现金流净额 16.48 亿元, 同比+130.2%, 现金流表现较好。

图14: 公司 ROE 维持较高水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 公司现金流表现较好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 业务拆解: 百货业态发展稳定, 卡位高潜城市中心商圈

2.1. 业态分析: 主力业态百货贡献主要利润

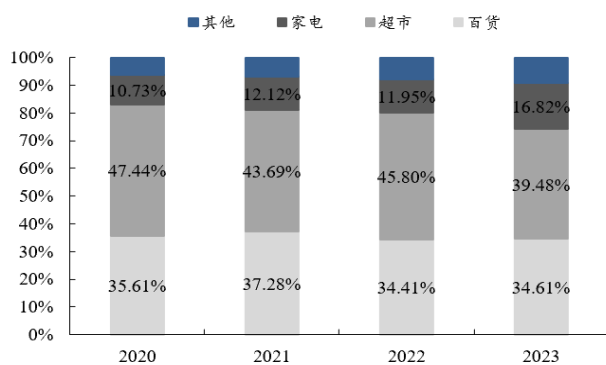
百货超市电器三大业态布局, 百货为主力业态。截至 2023 年, 公司百货/超市/电器业态开业数量分别为 68/27/12 家。其中百货是公司的主要业态, 门店数、营收占比、毛利润占比都是所有业态最高。分业态来看, 百货、超市业态的发展较为平稳, 而电器业态近年来收入有所增长。

表1: 公司三大业态错位布局, 全景覆盖

业态	百货	超市	电器
2023 门店数量	68	27	12
定位布局	核心商圈, 涵盖高档百货、大型综合购物中心、时尚流行百货	百货店内配套经营、 社区内独立经营	智能家电体验馆
主要品类	黄金珠宝、餐饮、娱乐、休闲	食品、生鲜、非食	家电、电脑、手机
经营模式	自营、联营	自营为主	自营、加盟

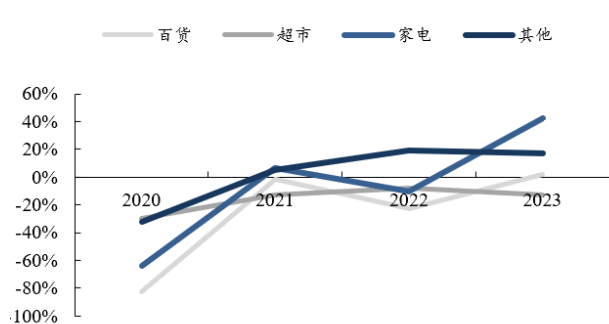
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 2020-2023 年各业态营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

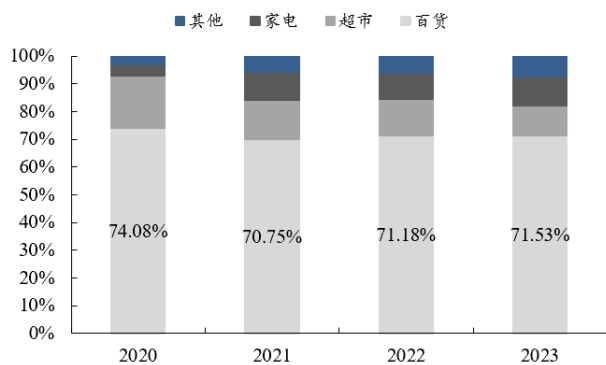
图17: 2020-2023 年各业态营收 YOY



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

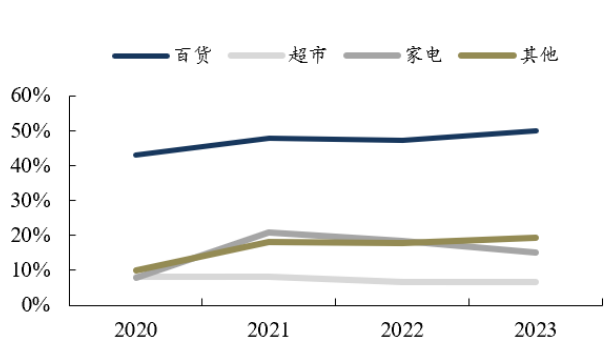
百货业态是公司最主要的利润来源。公司在百货领域经营多年, 并掌握核心商圈点位资源, 具备较强的盈利能力。2020-2023 年, 百货业态毛利占比基本稳定在 70% 以上, 近年来公司不断优化门店结构, 关闭长尾门店, 毛利率由 2020 年的 43.04% 上升至 2023 年的 50.07%。超市业态营收占比大, 但毛利率较低。家电行业在 2020 年疫情影响过后, 毛利率有所提升。

图18: 2020-2023 年各业态毛利占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 2020-2023 年各业态毛利率

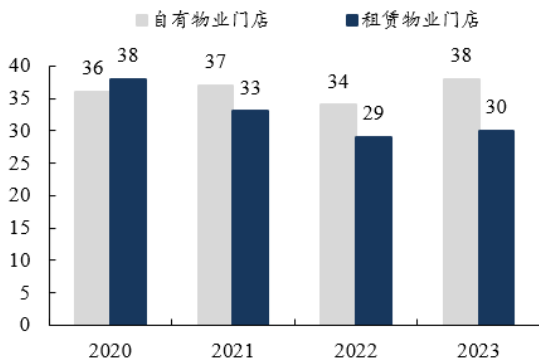


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 百货资产：自有为主，经营稳健

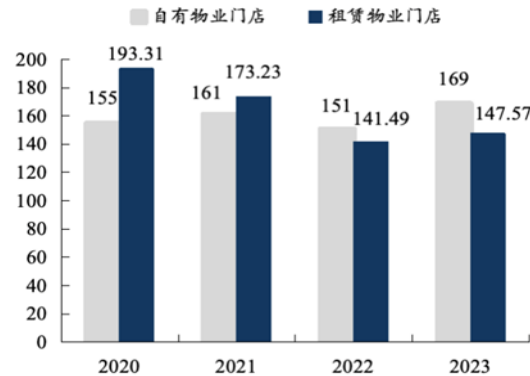
公司百货门店以自有物业为主。历史上公司注重布局自有物业，具备深厚的自有物业资产。2023 年，自有/租赁物业门店数量占比分别为 55.86%/44.12%，建筑面积占比分别为 53.35%/46.65%。

图20: 2020-2023 年百货门店数量 (个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

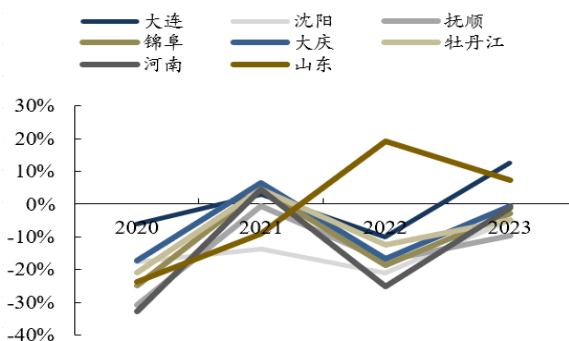
图21: 2020-2023 年百货自有 vs 租赁建面 (万平方米)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

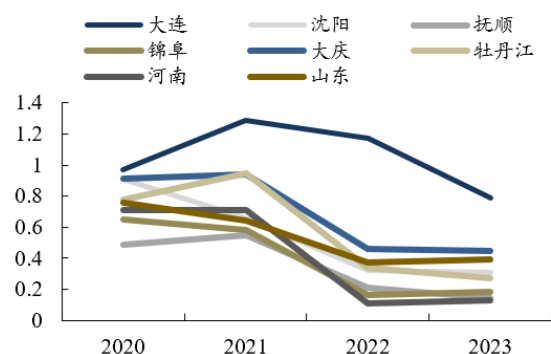
东北地区为主阵地，具备核心商圈点位资源。作为老牌的百货零售企业，公司在东北地区具备核心商圈门店稀缺资产。如大连青泥洼、西安路，抚顺新抚区等当地重点商圈中都有大商股份的百货门店；此外在大庆东、南、中、西均有核心门店布局。这些核心点位的门店资源构筑了公司的核心竞争优势。分地区看，2020-2023 年，大连地区门店销售增长迅速，山东其次，其余地区销售降幅趋缓；坪效方面，大连保持领先优势，大庆、山东、沈阳、牡丹江表现良好，其余地区波动明显。

图22: 公司各地区门店平均销售额 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 公司门店坪效 (万元/m²)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

门店多点开花，盈利具备内在稳定性；东北外门店发展良好。与部分依赖少数核心门店贡献业绩的百货集团不同，大商股份的利润来源较为分散，2023 年公司 top10 门店贡献收入比例仅为 55%。

头部门店中，公司在东北地区品牌影响力尤为显著。如大庆新玛特 2021~23 年均为公司营收最高的门店，2021-23 年大连新玛特总店毛利率均超过 70%，议价能力突出。而近年来东北地区以外的门店发展势头较好，如淄博商厦、淄博中润新玛特营收排名上升明显，反应公司的异地扩张战略是有效的。

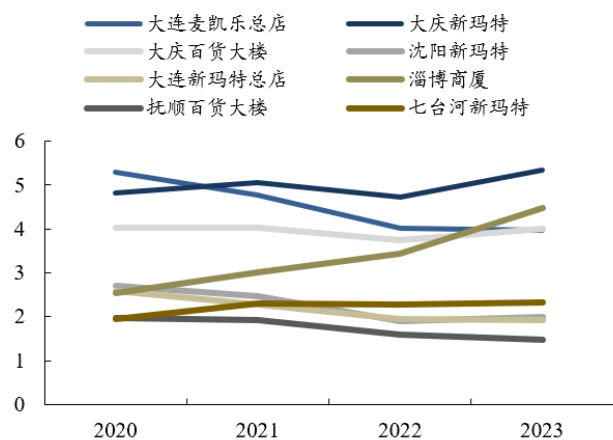
表2：2021-2023 年营业收入 TOP10 百货门店

营收排名	2021		2022		2023	
	门店	毛利率	门店	毛利率	门店	毛利率
Top1	大庆新玛特	35.51%	大庆新玛特	33.29%	大庆新玛特	35.49%
Top2	大连麦凯乐总店	28.96%	大连麦凯乐总店	25.20%	淄博商厦	21.87%
Top3	大庆百货大楼	30.97%	大庆百货大楼	29.13%	大庆百货大楼	30.20%
Top4	淄博商厦	34.50%	淄博商厦	26.29%	大连麦凯乐总店	25.92%
Top5	沈阳新玛特	32.80%	七台河新玛特	39.48%	七台河新玛特	39.78%
Top6	七台河新玛特	37.76%	淄博中润新玛特	25.95%	淄博中润新玛特	26.79%
Top7	大连新玛特总店	71.14%	大连新玛特总店	71.91%	沈阳新玛特	25.49%
Top8	抚顺百货大楼	41.13%	沈阳新玛特	23.10%	大连新玛特总店	74.65%
Top9	淄博中润新玛特	33.15%	鞍山新玛特	41.10%	抚顺百货大楼	39.34%
Top10	锦州千盛购物广场	45.86%	抚顺百货大楼	33.96%	佳木斯新玛特	65.71%
占主营业务收入比	51.48%		52.32%		54.96%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

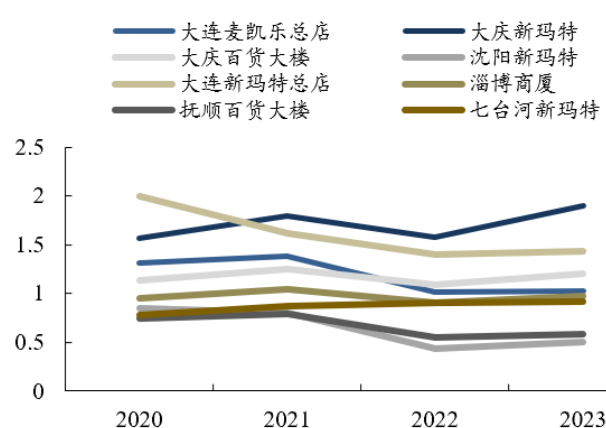
核心门店整体表现较为稳健。2020-2023 年，门店营收/毛利情况保持韧性。其中，大庆新玛特、大连麦凯乐、大庆百货大楼展现断层优势，TOP1 大庆新玛特、后起之秀淄博商厦展现强劲的增长态势，大连麦凯乐、大连新玛特则面临一定的市场竞争压力。

图24：2020-2023 年代表性门店营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：2020-2023 年代表性门店毛利（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 地区格局：东北商业格局较为稳定，公司卡位优势商圈具备核心优势

整体上看，东北地区商业的发展格局较为稳定，虽然新进入者不多，但市场并不拥挤，利好具备核心点位资源的企业。

以大连为例，大连地区人均社零低于全国平均，但增速更高。2020-2023 年，大连地区全年人均零售额由 2.45 亿元稳步上升至 2.66 亿元，但低于全国人均零售额；消费在 2023 年呈复苏态势，大连社零总额 yoy 为 8.8%，超过全国社零 7.2% 的 yoy。

图26：2020-2023 年各地全年人均社零额（亿元/人）

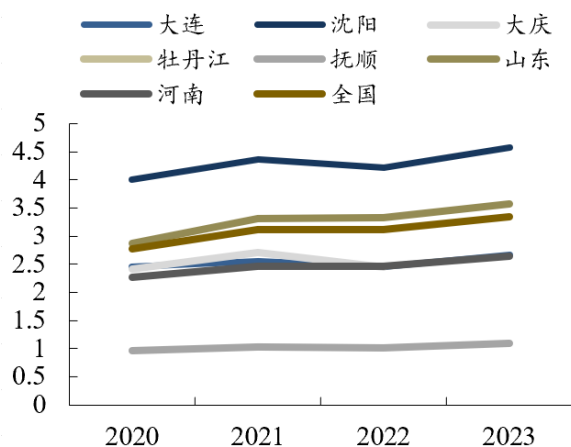
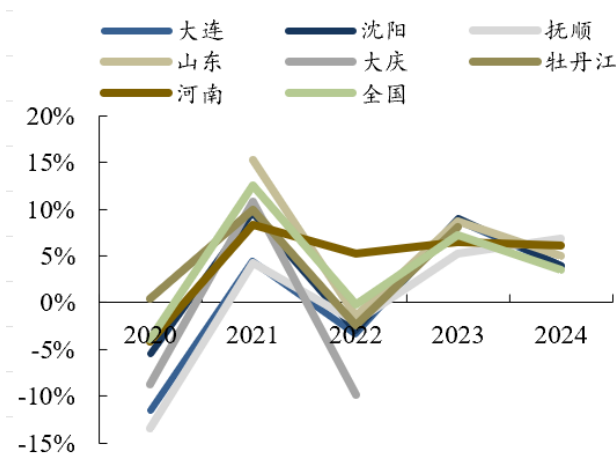


图27：2020-2023 年各地全年社零 yoy

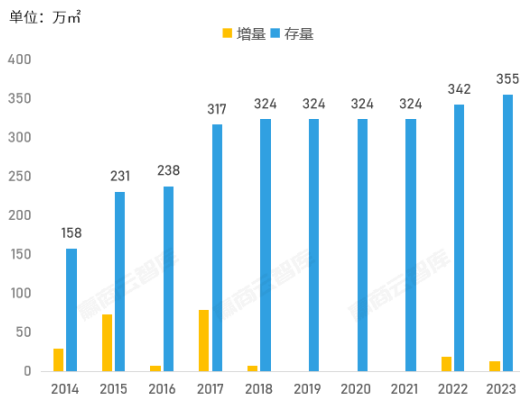


数据来源：各地区统计局，东吴证券研究所

数据来源：各地区统计局，东吴证券研究所

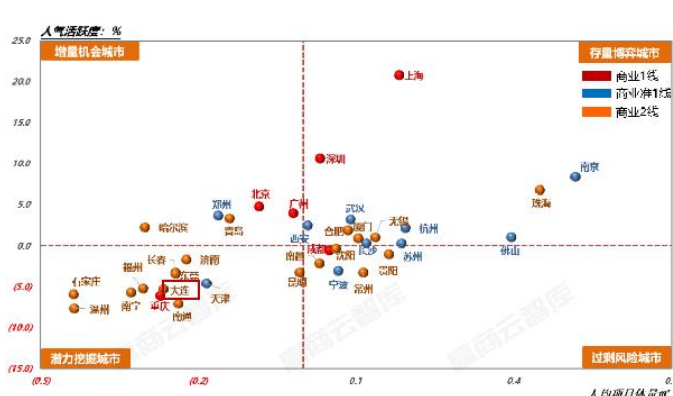
大连地区商业竞争并不激烈，拥挤度低、新进入者较少。据赢商大数据统计，截至2023 年 12 月，大连的购物中心存量为 355 万 m²（仅统计商业建筑面积 3 万 m² 及以上的部分），在东北三省的大连、沈阳、哈尔滨、长春四个城市中垫底，人均购物中心面积上仅为 0.48m²/人，这相对于全国省会平均水平较低。而大连地区新项目的供应节奏较为缓慢，市场以存量项目调整优化为主。

图28：2014-2023 年大连购物中心存量变化



数据来源：赢商大数据，东吴证券研究所

图29：1-2 线城市购物中心存量空间



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

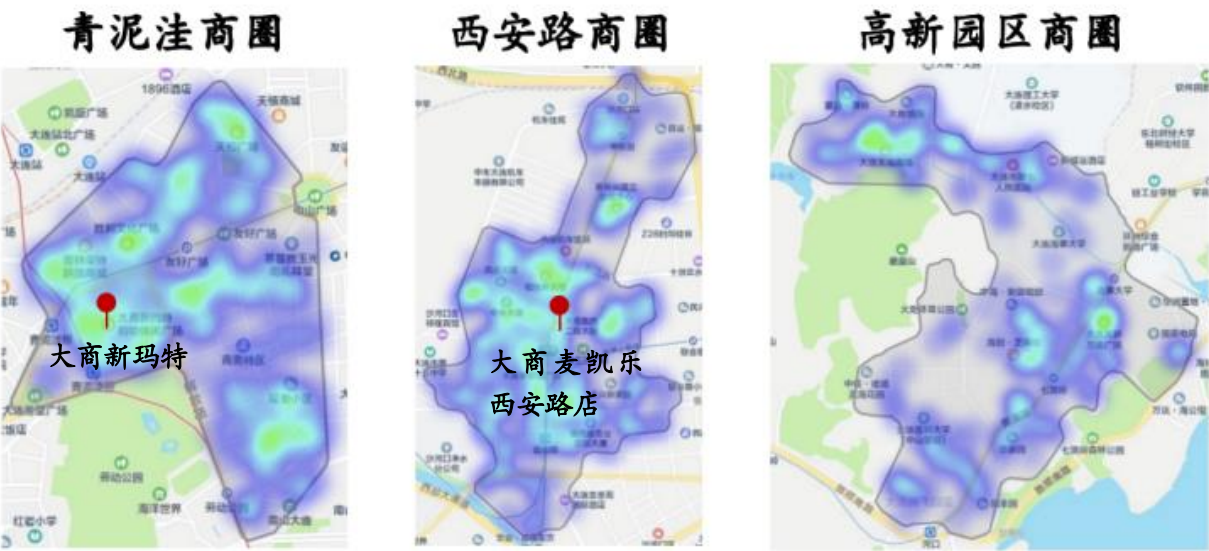
公司卡位大连地区中心商圈。公司新玛特、麦凯乐门店位于青泥洼、西安路核心老牌商圈，人流量和消费水平可观。公司门店选址也位于这些商圈的核心区域。

表3：大连地区主要商圈情况

主要商圈	住宅区 (个)	平均房价 (万/m²)	住户 (万户)	写字楼 (个)	公司旗下商场	主要竞争者
青泥洼商圈	63	1.86	2.73	15	大连商场、新玛特、麦凯乐	百年城、柏威年
西安路商圈	59	1.87	3.7	4	麦凯乐西安路店	天兴·罗斯福、福佳新天地
高新园区商圈	62	1.81	4.61	41	/	万达广场、锦辉商城

数据来源：与图，公司公告，东吴证券研究所

图30：大连地区主要商圈热力图（2025 年 1 月）



数据来源：与图，东吴证券研究所

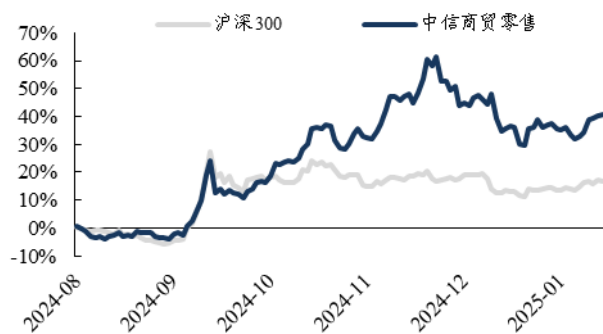
总体上看，公司所在区域面临的竞争并不算激烈，作为已经卡位核心商圈选址的企业，公司具备较强的经营壁垒，盈利稳定性较强。

3. 百货行业迎来重估机遇，看好存量项目调改增效

3.1. 重置成本远超账面成本，零售资产价值重估潜力大

零售资产的重置价值在近 10 年来反复被交易，如 2015 年险资举牌大商股份、欧亚集团，2024 年名创优品收购永辉超市 29.4% 股权等事件，催化资产价值重估。2024 年 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。目前零售资产 PB 均处于较低的位置，考虑其资产以历史成本入表，当前重置成本将大幅高于历史成本，重估潜力较大。

图31: 2024.11 至 2025.01 中信零售指数超额收益较高



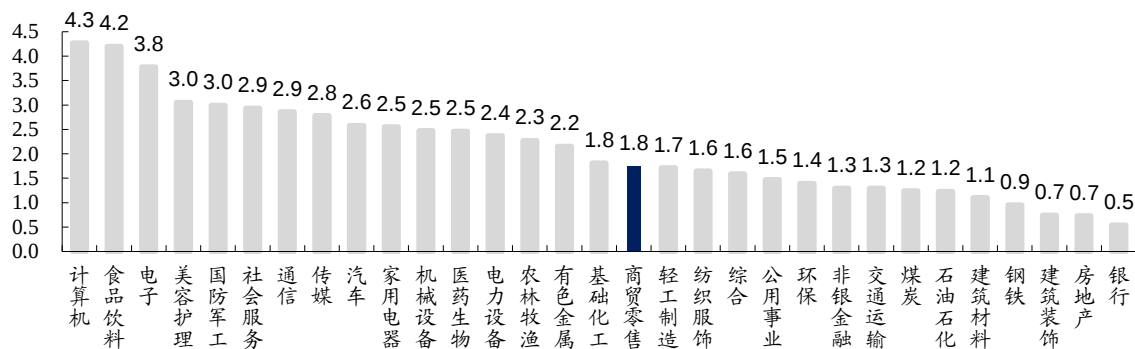
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32: 历史上多次并购催化资产价值重估



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33: 申万行业 PB (LF) 估值 (2025.02.13)

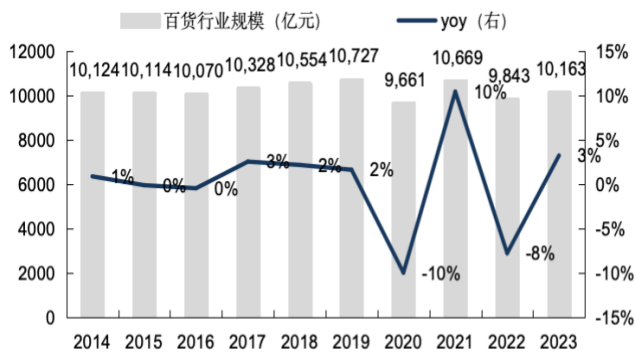


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 百货行业处于成熟期，聚焦提质增效

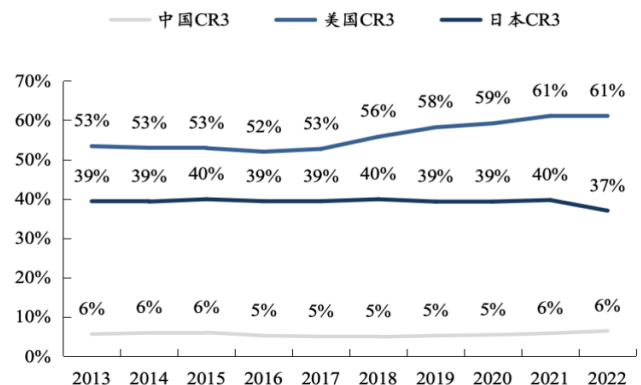
百货行业已进入成熟期，区域格局清晰。根据 Euromonitor 数据，2014~2023 年我国百货行业的销售规模稳定在 1 万亿元左右，基本上没有增长；2022 年，我国百货行业 CR3 仅约为 6%，远低于美国、日本的 61%、37%，行业集中度较低，行业整合空间大。多数地区有较为强势的本土百货企业，更加适应当地市场的需求，占据重要份额，市场格局相对稳定。

图34：我国百货行业规模保持稳定



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图35：中国百货行业 CR3 集中度远低于美国、日本

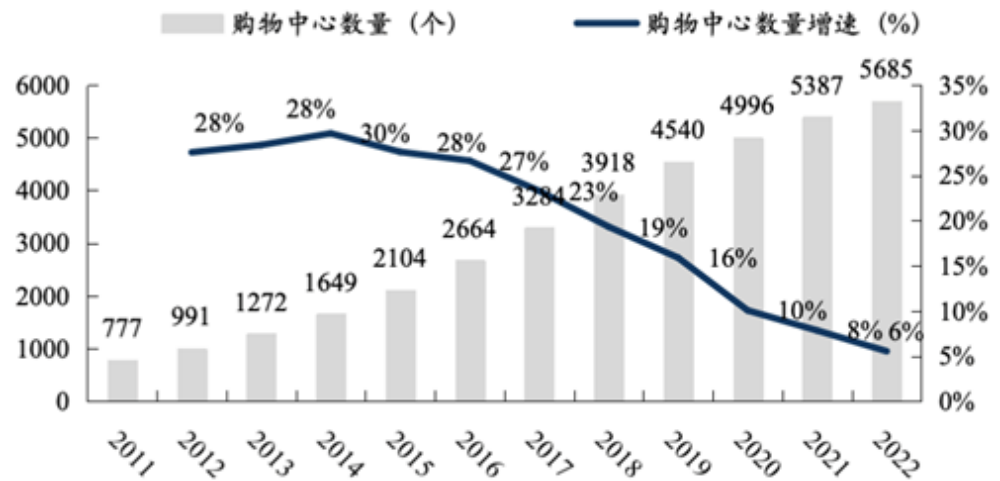


数据来源：Wind，东吴证券研究所

而在百货规模停滞不前的这些年，购物中心却迎来快速发展。据赢商网统计，2011-2022 年，我国中大型购物中心数量从 777 个增长至 5685 个，增幅超 7 倍。

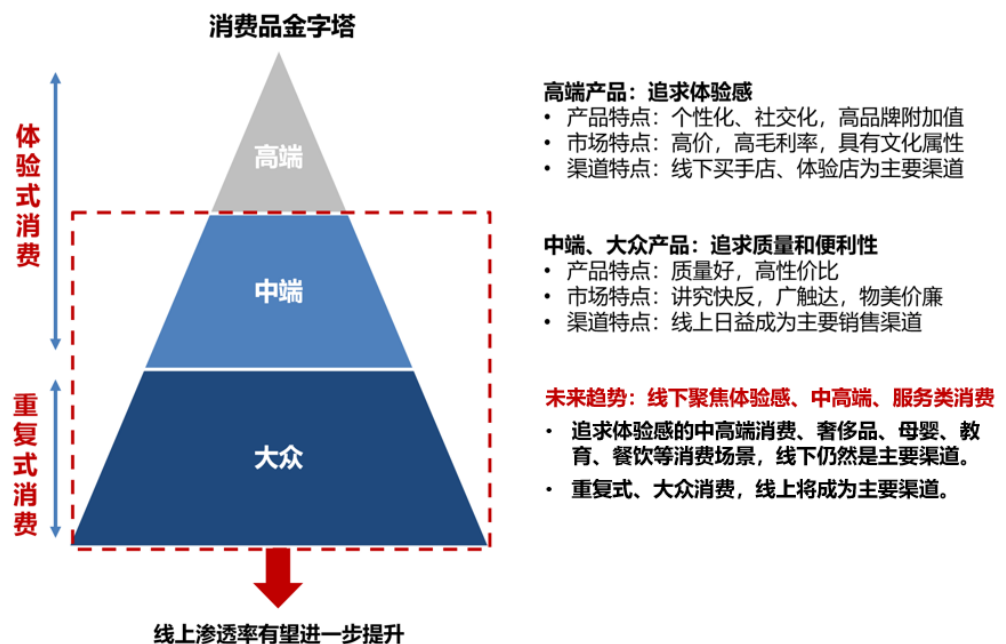
购物中心相对百货的优势在于体验更好、服务消费更多；线下消费并非没有机会，而是要注重品质与体验。一方面购物中心的动线设计更为宽敞，更适合闲逛；另一方面购物中心中的餐饮和其他体验类门店更多。我们认为未来线下消费将聚焦于体验感、中高端和服务类，凭借实体体验的优势与线上消费形成差异化区分。未来存量百货门店的调改方向将会是：①注重体验，向购物中心靠拢，对商铺进行招调，提升体验类消费占比和顾客的购物体验；②注重品质，聚焦于供应链选品，真正做到联营，挑选出目标客群真正需要的商品，实现更精准的买手采购和更高的品质价格比。

图36: 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

图37: 未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类



数据来源: 东吴证券研究所绘制

3.3. 看好大商股份换帅后, 门店调改提效持续推进

公司积极应变, 为调改铺垫良好基础。2014年以来, 公司受实体零售行业整体影响, 为应对电商冲击、竞争加剧、消费低迷的压力, 多措并举积极寻求发展空间, 及时剔除亏损、调整布局、提效降成。

表4：大商股份应对 2014 年以来消费趋势变化的经营措施

理念	措施
四自经营	自有、自制、自营、自销。依托控股股东引进优质稀缺商品资源，集进分销、产地直采，减少中间环节，提升产品性价比
集进分销	由大类公司与行业内各品类的主力品牌签订统一采购合同，统一合作条件，各店铺进行分销，实现采购规模化、效益最大化
调整结构	适应市场变化与消费者需求，扩大吃类经营面积、缩减穿品用品经营场地，优化经营布局，引进吸客能力较强的餐饮娱乐项目及体验类项目，引进畅销品牌，提高坪效，提升店铺经营水平与经营效益
统一营销	全公司范围内统一主题、统一宣传，有效扩大影响力，多商号、多业态全盘联动，取得较好业绩
线上线下	拓展天狗网经营，快速增加自营商品品种，并利用自有技术和平台，结合微信小程序、抖音等直播销售形式，采用拼单和分销等模式，与店铺经营形成互补，实现联动扩销
降费增利	提升商品统采直营比例，增加高毛利商品经营比重，开拓促销区，拓宽广告展位等手段增加收入及利润；严格费用把控，在预算、投入、结算各环节建立监管体系，强化控费意识，持续挖潜节支工作
灭亏增效	深化门店的结构调整和改革，持续推进关闭亏损店铺及消除负毛利营销的措施，关闭了部分长期亏损、扭亏无望的店铺，进一步调整布局，优化资源配置，提升经营效益

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

看好公司换帅后的进一步调改举措：其一，大商股份具备较好的商业资产基础，具备调改提效的潜力；其二，公司新职业经理人具备丰富的行业经验（具体见报告第一章）；其三，大商股份的核心项目能够贡献较为稳定的盈利，这为公司持续调改提供了经济基础。我们认为公司后续的调改举措可能包括：

第一，继续关闭持续亏损的门店止血，尤其在一些客流持续减少的地区。事实上 2024H1 公司已经在推进该举措，在河南和抚顺地区公司关闭了几家长期亏损店铺。

第二，对存量的核心店铺进行招调，提升门店级次，增加地区首店、旗舰店来提升门店竞争力和吸引力，并引入更具有吸引力的休闲娱乐项目。

第三，对于盈利能力一般、或者处于盈亏平衡的尾部项目，尝试进行调改，加强文创方面的投入，学习“文和友”、“这有山”等项目经验打造网红效应等。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

我们认为公司换帅后，未来的发展重点主要包括：①对存量项目进行招调，提升盈利能力；②关闭部分持续亏损的门店；③待公司团队磨合成熟后，或采用商管公司的轻资产模式进行扩张，输出运营管理能力。因此，未来公司盈利预测的基调是：收入大体平稳，在关店阶段或仍将下降；而利润率、利润额将有望持续提升。

我们预计，公司超市门店在 2024~26 年持续减少，百货门店先减后增（反映未来公司轻资产扩张的可能性）。店效方面，超市行业或受制于行业整体 beta（包括本地消费、线上和新零售冲击等），店效持续下降，但由于公司关闭长尾门店的举措，降幅趋缓。百货门店受益于调改，未来店效有望增长。

图38：大商股份关键假设

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店数量 (个)							
超市	35	33	38	27	22	19	18
变化量	-1	-2	5	-11	-5	-3	-1
百货	74	70	63	68	65	65	68
变化量	-6	-4	-7	5	-3	0	3
电器	19	19	19	12	12	12	12
变化量	-2	0	0	-7	0	0	0
门店店效 (亿元/年)							
超市	0.81	0.73	0.68	0.65	0.61	0.59	0.58
yoy		-9%	-7%	-5%	-5%	-3%	-2%
百货	0.37	0.35	0.36	0.32	0.29	0.31	0.33
yoy		-7%	5%	-11%	-10%	6%	6%
电器	0.32	0.36	0.33	0.58	0.64	0.64	0.64
yoy		12%	-9%	75%	11%	0%	0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计各项业务的毛利率基本稳定。最终我们预计公司 2024-26 年收入同比-7%/-4%/+3%，毛利率有结构性提升，2024~26 年为 42%/45%/46%。费用率方面，我们预计 2024 年由于公司降本增效有所下降，而 2025~26 年降本增效虽然仍在持续，但费用率较高的百货业态占比提升，二者相抵使费用率基本持平。

图39：大商股份盈利预测结果

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	81.17	79.32	72.77	73.31	68.10	65.43	67.60
YoY（右轴）	-63%	-2%	-13%	1%	-7%	-4%	3%
营业成本（亿元）	53.94	47.86	45.12	44.89	39.32	36.07	36.68
毛利率	34%	40%	38%	39%	42%	45%	46%
分业态销售额							
商品销售	56.53	52.92	48.37	48.30	42.34	38.90	40.27
yoy	-25%	-6%	-9%	0%	-12%	-8%	4%
超市业态	28.60	24.84	24.04	20.98	15.39	11.25	10.44
yoy	-29%	-13%	-3%	-13%	-27%	-27%	-7%
百货业态	21.46	21.19	18.06	18.39	19.25	19.95	22.12
yoy	-	-1%	-15%	2%	5%	4%	11%
家电连锁业态	6.46	6.89	6.27	8.94	7.70	7.70	7.70
yoy	-	7%	-9%	43%	-14%	0%	0%
其他业务	24.64	26.40	24.40	25.01	26	27	27
yoy	-32%	7%	-8%	3%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

综上我们预计 2024~26 年公司归母净利润为 5.9/ 6.5/ 7.0 亿元，同比+17%/ +10%/ +8%，对应 2 月 13 日收盘价为 14/ 12/ 11 倍 P/E。

4.2. 投资建议

我们选取同为以百货业态为主的区域性综合零售龙头的百联股份、重庆百货、武商集团作为可比公司。整体上看，大商股份的 PE、PB 估值均低于行业平均水平。叠加公司换帅带来未来潜在经营改善的可能，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：行业公司估值表（更新至 2025.02.13）

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			P/E			PB (LY)	投资 评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600729.SH	重庆百货	126	13.15	13.94	14.63	10	9	9	1.7	买入
600827.SH	百联股份	179	16.00	5.08	5.81	11	35	31	0.9	未评级
000501.SZ	武商集团	67	2.18	2.29	2.39	31	29	28	0.6	未评级
可比公司均值						17	25	23	1.1	
600694.SH	大商股份	80	5.91	6.51	7.02	14	12	11	0.9	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：表中已评级标的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

5. 风险提示

行业竞争加剧：新进入者可能会影响存量商场的盈利能力。

终端消费需求波动：公司部分主营城市面临老龄化、人口流出的情形，可能影响中长期维度下的终端消费需求。

未来调改举措的相关不确定性：公司新帅上任后的调改举措以及效果仍然存在不确定性。

大商股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,949	10,337	11,116	12,355	营业总收入	7,331	6,810	6,543	6,760
货币资金及交易性金融资产	4,784	5,773	6,901	8,066	营业成本(含金融类)	4,489	3,932	3,607	3,668
经营性应收款项	344	314	298	306	税金及附加	253	235	226	234
存货	4,535	3,973	3,644	3,705	销售费用	869	770	752	784
合同资产	0	0	0	0	管理费用	796	749	733	764
其他流动资产	286	277	273	277	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	8,091	7,374	6,617	5,859	财务费用	148	154	154	154
长期股权投资	33	33	33	33	加:其他收益	10	9	9	9
固定资产及使用权资产	6,589	5,886	5,183	4,480	投资净收益	13	12	12	12
在建工程	9	9	9	9	公允价值变动	45	0	0	0
无形资产	777	723	669	614	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	58	58	58	58	资产处置收益	38	0	0	0
长期待摊费用	50	50	50	50	营业利润	878	992	1,092	1,178
其他非流动资产	575	615	615	615	营业外净收支	(31)	0	0	0
资产总计	18,041	17,712	17,733	18,214	利润总额	847	992	1,092	1,178
流动负债	5,958	5,327	4,989	5,083	减:所得税	284	333	366	395
短期借款及一年内到期的非流动负债	468	427	427	427	净利润	563	659	726	783
经营性应付款项	2,242	1,964	1,801	1,832	减:少数股东损益	58	68	75	81
合同负债	1,256	1,167	1,121	1,158	归属母公司净利润	505	591	651	702
其他流动负债	1,992	1,769	1,640	1,666	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.61	1.89	2.08	2.24
非流动负债	3,417	3,395	3,395	3,395	EBIT	929	1,145	1,245	1,332
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,728	1,903	2,003	2,089
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.76	42.26	44.87	45.74
租赁负债	3,071	3,071	3,071	3,071	归母净利率(%)	6.89	8.68	9.94	10.39
其他非流动负债	347	325	325	325	收入增长率(%)	0.75	(7.10)	(3.92)	3.31
负债合计	9,375	8,722	8,385	8,478	归母净利润增长率(%)	(8.02)	17.03	10.08	7.91
归属母公司股东权益	8,396	8,651	8,935	9,242					
少数股东权益	270	338	413	494					
所有者权益合计	8,666	8,989	9,348	9,735					
负债和股东权益	18,041	17,712	17,733	18,214					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,648	1,936	1,636	1,702	每股净资产(元)	28.58	27.64	28.54	29.52
投资活动现金流	(578)	(404)	12	12	最新发行在外股份(百万股)	313	313	313	313
筹资活动现金流	(858)	(540)	(520)	(549)	ROIC(%)	5.01	6.17	6.53	6.79
现金净增加额	217	989	1,128	1,165	ROE-摊薄(%)	6.02	6.83	7.28	7.60
折旧和摊销	800	758	758	758	资产负债率(%)	51.96	49.25	47.28	46.55
资本开支	(36)	0	0	0	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.93	13.61	12.36	11.46
营运资本变动	130	11	11	20	P/B (现价)	0.90	0.93	0.90	0.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>