

大商股份 (600694)

2024 年年报、2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待后续调改进展 买入（维持）

2025 年 04 月 28 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

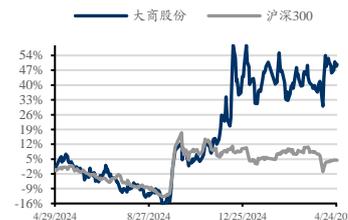
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,331	6,949	5,867	5,713	5,532
同比 (%)	0.75	(5.20)	(15.58)	(2.62)	(3.17)
归母净利润 (百万元)	505.13	586.20	649.13	716.48	767.88
同比 (%)	(8.02)	16.05	10.74	10.37	7.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.60	1.85	2.05	2.27	2.43
P/E (现价&最新摊薄)	16.40	14.14	12.77	11.57	10.79

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。
- **2024 年，**公司收入 69.5 亿元，同比-5%；归母净利润 5.86 亿元，同比+16%；扣非净利润 5.4 亿元，同比+17.4%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），每 10 股送 1 股。公司分红率为 54%，对应 4 月 25 日收盘价股息率为 3.8%。
- **2025Q1，**公司收入 19.25 亿元，同比-8.0%；归母净利润 2.65 亿元，同比+0.7%。扣非净利润 2.5 亿元，同比+8.2%。
- **收入下滑主要是公司 2024 年关闭尾部门店，优化门店结构：**2024 年底公司百货/超市/电器业态门店数为 63/19/9 家，同比减少 5/8/3 家。超市、电器门店的面积同比减少 53%、28%，因此造成收入下滑。但公司持续优化经营，改善利润率，因此利润实现增长。
- **经营结构优化，公司利润率增长：**2025Q1，公司毛利率/销售净利率为 44.8%/ 15.0%，同比+1.0pct/ +1.3pct。销售/ 管理/ 财务费用率分别为 11.1%/ 9.9%/ 0.94%，同比-0.27pct/ +0.06pct/ -0.77pct。
- **新帅上任、股权激励落地，期待公司调改取得进展：**2024 年 12 月公司新任董事长&总经理陈总上任；2025 年 4 月股权激励落地。2025 年公司将重点完成 20 家主力门店调改，优化动线设计与体验业态布局；商品端，强化黄金珠宝、进口生鲜等高毛利品类自营能力，生鲜直采比例提升至 65%，自有品牌销售占比突破 20%，打造差异化供应链壁垒；电器业务通过“智能体验馆+全屋设计”服务提升客单价，新增 12 家加盟店下沉三四线市场；管理端启动“数字大商”一期工程，优化库存周转效率 15%，推行“一店一策”分类考核，空柜率压降至 2%以下，实现“总部赋能+区域敏捷响应”的高效协同。
- **盈利预测与投资评级：**公司是百货板块内盈利稳定、PE 估值较低 PB<1、分红率 50%、近期推进调改业绩增速较快的低估值高成长标的。考虑公司新帅上任、调改计划推进后的利润率提升，我们维持公司 2025~26 年归母净利润预期为 6.5/7.2 亿元（前值为 6.5/7.2 亿元），新增 2027 年归母净利润预期为 7.7 亿元，2025~27 年利润同比+11%/ 10%/ 7%，对应 4 月 25 日收盘价为 13/ 12/ 11 倍 P/E。维持“买入”评级。
- **风险提示：**调改进度和效果不确定，行业竞争加剧，消费需求波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.21
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)	8,205.11
总市值(百万元)	8,286.36

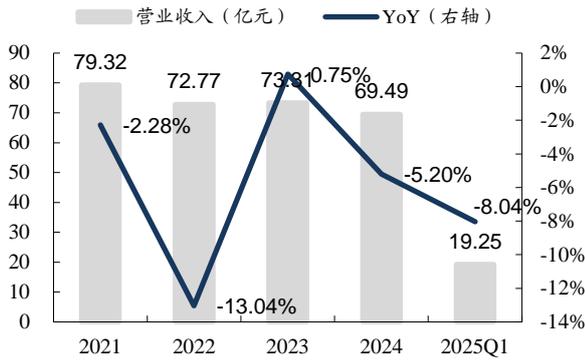
基础数据

每股净资产(元,LF)	28.63
资产负债率(% LF)	47.84
总股本(百万股)	316.15
流通 A 股(百万股)	313.05

相关研究

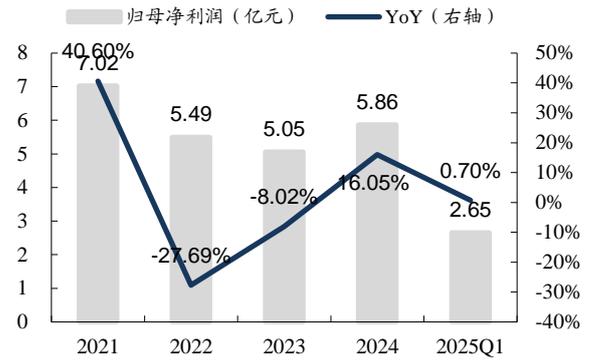
- 《大商股份(600694)：发布股权激励草案，激励核心高管彰显改革信心》
2025-03-06
- 《大商股份(600694)：东北零售龙头迎新帅，优质资产调改或迎重估新机遇》
2025-02-15

图1: 公司收入及增速



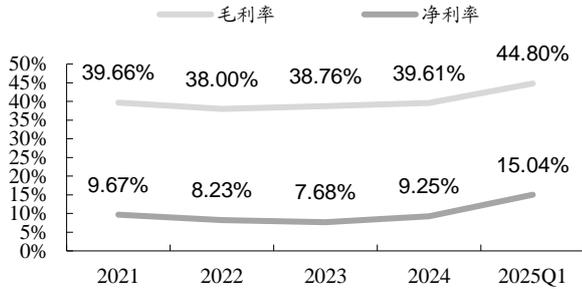
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 公司利润及增速



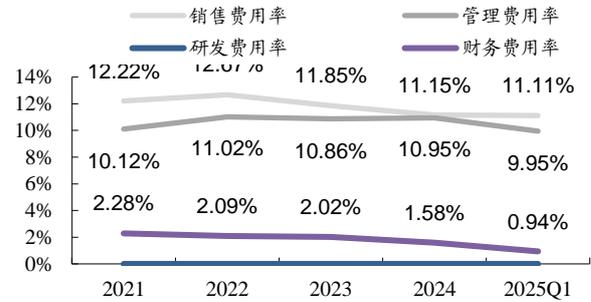
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 公司毛利率/销售净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 公司费用率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表1: 公司各业态收入及门店整理

	2020	2021	2022	2023	2024
超市收入 (亿元)	28.60	24.84	24.04	20.98	16.99
超市门店数 (个)	35	33	38	27	19
超市面积 (万方)	34	35	65	30	14
百货收入 (亿元)	21.46	21.19	18.06	18.39	16.24
百货门店数 (个)	74	70	63	68	63
超市面积 (万方)	348	334	292	316	300
家电连锁收入 (亿元)	6.46	6.89	6.27	8.94	10.71
家电连锁门店数 (个)	19	19	19	12	9
面积 (万方)	7	7	12	7	5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,342	9,935	10,529	11,440	营业总收入	6,949	5,867	5,713	5,532
货币资金及交易性金融资产	5,000	5,738	6,549	7,685	营业成本(含金融类)	4,197	3,244	3,058	2,866
经营性应收款项	379	319	312	304	税金及附加	233	197	192	186
存货	4,699	3,633	3,426	3,212	销售费用	775	639	611	586
合同资产	0	0	0	0	管理费用	761	660	631	597
其他流动资产	264	245	243	240	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	7,447	6,788	6,087	5,387	财务费用	110	119	104	96
长期股权投资	34	34	34	34	加:其他收益	6	5	5	5
固定资产及使用权资产	6,020	5,375	4,729	4,083	投资净收益	9	7	7	7
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动	34	0	0	0
无形资产	734	679	624	570	减值损失	(7)	4	4	4
商誉	58	58	58	58	资产处置收益	49	42	41	39
长期待摊费用	33	33	33	33	营业利润	965	1,065	1,173	1,255
其他非流动资产	552	593	593	593	营业外净收支	(28)	(28)	(28)	(28)
资产总计	17,789	16,723	16,616	16,827	利润总额	937	1,037	1,145	1,227
流动负债	5,932	4,807	4,601	4,383	减:所得税	294	325	359	385
短期借款及一年内到期的非流动负债	415	407	407	407	净利润	643	712	786	842
经营性应付款项	2,247	1,737	1,637	1,534	减:少数股东损益	57	63	70	75
合同负债	1,304	1,101	1,072	1,038	归属母公司净利润	586	649	716	768
其他流动负债	1,966	1,562	1,484	1,403	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.85	2.05	2.27	2.43
非流动负债	2,851	2,548	2,248	2,248	EBIT	982	1,156	1,249	1,323
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,718	1,856	1,949	2,024
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.61	44.70	46.47	48.19
租赁负债	2,525	2,225	1,925	1,925	归母净利率(%)	8.44	11.06	12.54	13.88
其他非流动负债	325	322	322	322	收入增长率(%)	(5.20)	(15.58)	(2.62)	(3.17)
负债合计	8,782	7,354	6,848	6,630	归母净利润增长率(%)	16.05	10.74	10.37	7.17
归属母公司股东权益	8,697	8,995	9,325	9,679					
少数股东权益	310	373	443	517					
所有者权益合计	9,007	9,369	9,768	10,196					
负债和股东权益	17,789	16,723	16,616	16,827					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,076	1,896	1,581	1,628	每股净资产(元)	27.78	28.45	29.50	30.62
投资活动现金流	476	(381)	20	18	最新发行在外股份(百万股)	316	316	316	316
筹资活动现金流	(889)	(777)	(790)	(510)	ROIC(%)	5.58	6.63	7.11	7.38
现金净增加额	666	738	810	1,136	ROE-摊薄(%)	6.74	7.22	7.68	7.93
折旧和摊销	736	700	700	700	资产负债率(%)	49.37	43.98	41.21	39.40
资本开支	(115)	14	12	11	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.14	12.77	11.57	10.79
营运资本变动	(388)	31	14	12	P/B(现价)	0.94	0.92	0.89	0.86

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>