


公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 06 月 04 日

基础数据

05 月 28 日收盘价（元）	23.64
总市值（亿元）	74.74
总股本（亿股）	3.16

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：代凯燕

 S0190519050001
daiky@xyzq.com.cn

分析师：金秋

 S0190520080004
jinqiu@xyzq.com.cn

大商股份(600694.SH)
盈利水平持续改善，2025 年主力门店调改加速
投资要点：

- **大商股份发布 2024 年报及 2025 一季报：**公司 2024 年分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 69.49 亿元/5.86 亿元/5.37 亿元，同比分别-5.20%/+16.05%/+17.45%，2025 年一季度分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 19.25 亿元/2.65 亿元/2.50 亿元，同比分别-8.04%/+0.70%/+8.21%。
- **百货及超市营收有所下滑，家电业务表现亮眼。**1) 公司 2024 年期末百货/超市/电器门店数目分别达到 63 家/19 家/9 家。2) 分行业来看，2024 年百货/超市/家电/其他营收分别同比-11.67%/-19.00%/+19.90%/+18.25%。3) 2025Q1 来看，百货/超市/家电/其他营收分别同比-7%/-16%/+25%/+15%，以旧换新政策支持下家电业务持续高增。
- **采购+销售品类优化推动毛利改善，精细化管理推动净利率提升。**1) 公司 2024 毛利率/净利率分别为 39.61%/9.25%，同比分别+0.85pct/+1.57pct。毛利率提升主要得益于家电业态毛利率有所提高，同时低毛利率超市营收占比略有下滑。净利率较毛利率提升主要系由于公司通过精细化管理，提高了费用使用效率，实现了销售费用及财务费用的压降。2) 公司 2025Q1 毛利率/净利率分别为 44.80%/15.04%，同比分别+0.99pct/+1.31pct，超市及其他业态毛利率提升推动整体盈利水平改善。
- **平台持续调改升级，2025 年目标完成 20 家主力门店调改。**1) 百货调改：2024 年新引进品牌超 2000 个，其中包括多个首次进入当地市场的国际知名品牌，同时增加餐饮、娱乐、休闲等体验式业态的占比，对应业态面积占比达到 19%，较上年同期增加 2.23pct。2025 年目标新增首进品牌超 100 个；2) 超市调改：供应链优化方面，优化采购流程，降低采购成本。同时加大对生鲜商品的直采力度，提升直采比例，2025 年目标生鲜直采比例提升至 65%；自有品牌开发方面，推出了自有品牌商品，涵盖食品、日用品等多个品类，2025 年自有品牌目标销售占比突破 20%。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.55 亿元/7.21 亿元/7.96 亿元，2025 年 5 月 28 日收盘价对应 PE 为 11.4/10.4/9.4 倍。给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、门店调改效果不及预期风险、行业竞争加剧风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6949	7131	7496	7834
同比增长	-5.2%	2.6%	5.1%	4.5%
归母净利润（百万元）	586	655	721	796
同比增长	16.1%	11.8%	10.1%	10.3%
毛利率	39.6%	40.0%	39.9%	40.0%
ROE	6.7%	7.3%	7.7%	8.2%
每股收益（元）	1.85	2.07	2.28	2.52
市盈率	12.7	11.4	10.4	9.4

数据来源：携宁，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

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10342	11203	11412	12289
货币资金	3712	4461	4906	5554
交易性金融资产	1288	1588	1388	1588
应收票据及应收账款	315	289	278	284
预付款项	64	64	68	0
存货	4699	4516	4511	4576
其他	264	285	261	287
非流动资产	7447	6339	6446	6024
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	3859	3810	3663	3422
在建工程	15	13	12	10
无形资产	734	687	635	580
商誉	58	58	58	58
其他	2747	1737	2044	1921
资产总计	17789	17543	17858	18313
流动负债	5932	5902	6105	6220
短期借款	0	5	8	4
应付票据及应付账款	2247	2210	2292	2350
其他	3685	3687	3805	3866
非流动负债	2851	2268	1978	1873
长期借款	0	20	30	25
其他	2851	2248	1948	1848
负债合计	8782	8170	8082	8092
股本	313	313	313	313
未分配利润	6982	7185	7409	7656
少数股东权益	310	375	446	525
股东权益合计	9007	9373	9776	10221
负债及权益合计	17789	17543	17858	18313

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	586	655	721	796
折旧和摊销	736	671	707	722
营运资金的变动	-388	153	232	98
经营活动产生现金流量	1076	1945	1762	1718
资本支出	-115	554	-756	-266
长期投资	584	-300	200	-200
投资活动产生现金流量	476	-170	-567	-467
债权融资	0	-583	-287	-109
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-889	-1026	-749	-603
现金净变动	666	748	445	648

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6949	7131	7496	7834
营业成本	4197	4277	4509	4701
税金及附加	233	235	247	259
销售费用	775	784	810	823
管理费用	761	777	787	799
研发费用	0	0	0	0
财务费用	110	52	28	16
投资收益	9	9	9	9
公允价值变动收益	34	0	0	0
信用减值损失	-8	-8	-5	3
资产减值损失	1	11	9	5
营业利润	965	1059	1166	1286
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	937	1059	1166	1286
所得税	294	339	373	412
净利润	643	720	793	875
少数股东损益	57	65	71	79
归属母公司净利润	586	655	721	796
EPS(元)	1.85	2.07	2.28	2.52

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-5.2%	2.6%	5.1%	4.5%
营业利润增长率	9.9%	9.7%	10.1%	10.3%
归母净利润增长率	16.1%	11.8%	10.1%	10.3%
盈利能力				
毛利率	39.6%	40.0%	39.9%	40.0%
归母净利率	8.4%	9.2%	9.6%	10.2%
ROE	6.7%	7.3%	7.7%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	49.4%	46.6%	45.3%	44.2%
流动比率	1.74	1.90	1.87	1.98
速动比率	0.92	1.09	1.10	1.21
营运能力				
资产周转率	38.8%	40.4%	42.3%	43.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.85	2.07	2.28	2.52
每股经营现金	3.40	6.15	5.57	5.43
估值比率(倍)				
PE	12.7	11.4	10.4	9.4
PB	0.9	0.8	0.8	0.8

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%
	行业评级	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
		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以及法律声明

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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