

商贸零售

2025 年 08 月 28 日

大商股份 (600694)

——盈利短期承压，锚定长期增长推进门店调改

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **大商股份发布 2025 年半年度报告，业绩符合预期。**1) 2025 年 Q2 公司实现收入 14.91 亿元，同比下降 5.36%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 34.34%。2) 25H1 公司实现收入 34.16 亿元，同比下降 6.89%，主因市场竞争激烈，门店结构调整影响营收增长承压，归母净利润 3.84 亿元，同比下降 13.57%。
- **局部门店焕新调改升级，差异化品牌布局优化策略提振长期销售。**据公司公告，25 年上半年新玛特 5 家门店以及千盛百货锦州店积极进行焕新调改升级，持续优化布局结构，积极引入具有吸引力的休闲、娱乐类项目，提升消费者体验感和门店聚客力，同时扩大优势品类，共调整升级品牌百余支。公司还大力发展独有品牌和首店经济，打通差异化品牌赛道，以在竞争日益激烈的行业中提升店铺吸引力和核心竞争力，其中新玛特大庆总店全店焕新率达 75%，首店及独有品牌增至 24 个，新玛特鞍山店独有品牌 19 个，独有率达到 47%，有效促进店铺经营的可持续发展和销售业绩不断提升。通过存量门店改造升级+长期增量业务进一步拓展，未来有望释放公司业绩新增长动能。
- **开拓品牌战略联发，加速布局开店。**据公司公告，上半年，公司与安踏集团、MAC 化妆品等 20 余个行业头部品牌签订和巩固战略合作，共同探索新的发展机遇，加快门店拓展节奏，进行资源互补，实现互利共赢。联发品牌 3 个月内新开店 55 家，增销约 5940 万元，创利约 988 万元，同时联发品牌升级调改店 37 个。下半年，公司将持续推进品牌战略联发，加快布局扩张速度，目前计划新开店 143 家，预计增收过亿元，增利 2300 万元。除此之外，今年公司计划新开和升级区域旗舰店 53 家，涵盖凯乐石、六福珠宝、巴黎欧莱雅等品牌，新开城市首店 66 家，如兰蔻、YSL、英皇珠宝等高端品牌，预计联发品牌门店和区域旗舰店业务将成为公司未来业绩增长的重要动力。
- **优化产品结构带动毛利率增长，费用刚性影响下期间费用率提升，盈利水平短期承压。**25 年上半年公司优化商品结构，加大高毛利品类的自营力度，销售占比增加，但上半年消费行业竞争激烈，25Q2/25H1 毛利率同比-1.04/+0.08pct 达 39.51%/42.49%，同时，公司刚性费用需求限制成本下降空间，25Q2/25H1 公司实现期间费用率达 24.70%/23.18%，同比增加 1.68/0.18pct，其中 25Q2 销售/管理/财务费用率同比+0.58/+1.27/-0.17pct，25H1 销售/管理/财务费用率同比+0.10/+0.59/-0.51pct。综上所述，公司 25Q2/25H1 归母净利率 7.96%/11.23%，同比下降 3.51%/0.87%。
- **维持“买入”评级。**大商股份为我国百年历史知名商业品牌，区域性优势地位稳固，看好存量门店改造升级+长期增量门店拓展潜力。考虑到行业性消费需求影响及百货调改推进需要时间，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.18/6.80/7.44 亿元（原值为 6.72/7.59/8.21 亿元），对应 PE 分别为 11/10/9 倍，PB<1，公司长期稳定分红，23-24 年分红率保持超 50%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店改造进度和效果不及预期；消费恢复不及预期；行业竞争加剧；消费需求转变风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,949	3,416	7,216	7,679	8,129
同比增长率 (%)	-5.2	-6.9	3.8	6.4	5.9
归母净利润 (百万元)	586	384	618	680	744
同比增长率 (%)	16.1	-13.6	5.4	10.0	9.4
每股收益 (元/股)	1.87	1.10	1.78	1.95	2.14
毛利率 (%)	39.6	42.5	39.8	39.5	38.5
ROE (%)	6.7	4.4	6.8	7.2	7.6
市盈率	11		11	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 08 月 28 日
收盘价 (元)	19.03
一年内最高/最低 (元)	29.77/14.53
市净率	0.8
股息率 (分红/股价)	5.25
流通 A 股市值 (百万元)	6,553
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	25.23
资产负债率%	47.57
总股本/流通 A 股 (百万)	348/344
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《大商股份 (600694) 点评：盈利能力持续提升，稳步推进业态焕新》 2025/04/27
《大商股份 (600694) 点评：公司发布股权激励计划，绑定核心高管调改稳步推进》 2025/03/05

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,331	6,949	7,216	7,679	8,129
其中：营业收入	7,331	6,949	7,216	7,679	8,129
减：营业成本	4,489	4,197	4,345	4,647	5,003
减：税金及附加	253	233	242	258	273
主营业务利润	2,589	2,519	2,629	2,774	2,853
减：销售费用	869	775	823	868	919
减：管理费用	796	761	808	845	910
减：研发费用	0	0	0	0	0
减：财务费用	148	110	74	57	48
经营性利润	776	873	924	1,004	976
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-8	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	1	1	0	0	0
加：投资收益及其他	23	15	15	22	22
营业利润	878	965	1,009	1,099	1,083
加：营业外净收入	-31	-28	-18	-4	1
利润总额	847	937	991	1,094	1,084
减：所得税	284	294	311	343	340
净利润	563	643	680	751	744
少数股东损益	58	57	62	71	0
归属于母公司所有者的净利润	505	586	618	680	744

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。