

新华百货 (600785.SH)

增持 (首次)

西北商业零售龙头企业，调改推动品质零售焕新

新华百货是宁夏乃至西北地区零售龙头，业务涵盖百货商场、超市连锁、电器连锁等多种业态。公司零售主业本土优势显著，四大业态基础稳固，母公司物美集团多维赋能助力新百数字化及供应链竞争力提升，此外公司学习胖东来调改有望迎来品质零售经营焕新，宁夏首家“胖改”超市吴中万达店物美超市开业两日客流量超过万人、销售额突破 300 万，看好公司在当地市场的长期竞争壁垒及未来经营改善空间，首次覆盖给予增持评级。

□**新华百货：宁夏乃至西北地区零售龙头。**新华百货是宁夏地区的老字号百货零售企业，业务涵盖百货商场、超市连锁、电器连锁、物流等多种业态。物美集团为新华百货控股股东，最新直接持股比例 36.15%。近年公司市场份额维持稳固优势，门店及收入趋势保持稳健。

□**四大业态齐头并进，构筑区域零售护城河。**超市业态为公司营收的主要贡献，区域内具备明显网络规模及本地化优势。近年新百超市积极顺应数字化趋势推动超市业务转型升级，门店优化与扩张并举。百货业态区域品牌优势显著，全渠道获客+强化会员权益挖掘增长空间。电器业务稳居区域领先，形成零售批发一体化优势，借力国补政策及品牌资源赋能持续提升当地份额。物流业务方面，公司内延外拓打造银川商贸物流枢纽，同时降本增效有效赋能主业。

□**物美集团赋能助力提升数字化及供应链竞争力。**物美集团作为新华百货控股股东，为公司提供了强大的供应链支持、数字化赋能和品牌影响力。数字化方面，新华百货上线多点 APP，协同物美加速推进数智化项目常态化运行。供应链方面，物美遴选自身供应商并与新华百货采购资源整合协同，为新百超市提供场地直采农产品、进口食品等优质货品资源，增强公司供给端竞争力。

□**新华百货学习胖东来调改，首家调改店吴中万达店物美超市开业两日销售额突破 300 万。**新华百货旗下宁夏首家学习胖东来新质零售物美超市-吴忠万达店率先启动调改，公司调改举措包括 1) 秉承胖东来员工关怀理念，员工薪资提升 30%~50%。2) 商品品质提升，包括优化选品和加强商品保鲜管理，商品结构达到接近胖东来的 80%以上，并增加本地清真食品特色。3) 服务方面，改善卖场装修环境及陈列，增加便民服务，为消费者带来服务体验的优化。据报道，吴中万达店物美超市开业两日客流量超过万人、销售额突破 300 万。

□**投资建议：**新华百货作为宁夏零售龙头本土优势显著，物美集团多维赋能助力新百数字化及供应链，此外公司启动调改有望迎来超市经营焕新，看好公司在当地市场的长期竞争壁垒及未来经营改善空间，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.39、1.44、1.48 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

□**风险提示：**宏观经济风险，行业竞争加剧，调改效果不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6065	6116	6184	6293	6386
同比增长	3%	1%	1%	2%	1%
营业利润(百万元)	144	168	172	179	184
同比增长	62%	17%	2%	4%	3%
归母净利润(百万元)	136	135	139	144	148
同比增长	46%	-1%	3%	4%	3%
每股收益(元)	0.60	0.60	0.62	0.64	0.66
PE	22.6	22.8	22.1	21.3	20.7
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

当前股价：13.61 元

基础数据

总股本(百万股)	226
已上市流通股(百万股)	226
总市值(十亿元)	3.1
流通市值(十亿元)	3.1
每股净资产(MRQ)	10.1
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	74.3%
主要股东	物美科技集团有限公司
主要股东持股比例	36.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	15	59
相对表现	1	2	18

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

✉ lixingxin@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

✉ huxinyuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、新华百货：西北地区零售龙头	5
1、发展历程：宁夏乃至西北地区零售龙头，数字化转型与超市调改有望带动经营焕新	5
2、股权结构：物美集团为第一大股东	6
3、财务数据：门店及收入趋势保持稳健	7
二、宁夏经济消费稳中向好，零售业品质化转型成势	9
1、宁夏地区经济发展稳中向好，政策引领促消费	9
2、品质零售消费成势，政府引导线下零售品质化转型	10
三、公司业务：四大业态齐头并进，构筑区域零售护城河	11
1、百货：区域品牌优势显著，全渠道获客+强化会员权益挖掘增长空间	11
2、超市：强化本地优势，数字化转型带动新增长	13
3、电器：借力国补政策及品牌资源赋能，持续提升当地份额	15
4、物流：内延外拓，打造银川商贸物流枢纽	16
四、物美集团赋能新华百货，助力提升数字化及供应链竞争力	17
五、新华百货学习胖东来调改，有望加速经营焕新	19
1、学习胖东来调改的行业逻辑：以消费者需求为核心，优化品质及服务	19
2、新百学习胖东来调改,首家调改店吴中万达店物美超市开业两日销售额突破 300 万	20
（1）调改举措:优化商品结构、品质及服务，改善员工福利	21
（2）调改效果：开业两日销售额突破 300 万、客流量超过 5 万人	23
六、盈利预测与投资建议	24

图表目录

图 1：新华百货发展历程 5

图 2：物美股权置换操作（2008 年） 6

图 3：新华百货股权结构（截至 2025H1） 6

图 4：公司营业总收入及增速（万元） 7

图 5：公司净利润及增速（万元） 7

图 6：新华百货主营业务收入构成 8

图 7：新华百货各业态门店数 8

图 8：宁夏社会消费品零售总额及其增速 9

图 9：宁夏全体居民人均可支配收入及其增速 9

图 10：2020-24 年银川 GDP 增速基本高于全国水平 10

图 11：2020-24 年银川社会消费品零售总额增速 10

图 12：消费者品质消费偏好调研 10

图 13：山姆带动下，沃尔玛中国营收持续增长 10

图 14：百货业务收入及同比增速 12

图 15：新华百货线上渠道拓展表现（2023-2024） 12

图 16：新华百货会员升级体系 13

图 17：超市收入及增速（2020-2024） 13

图 18：超市门店数 13

图 19：宁羊天下品牌门店开业 14

图 20：公司线上线下会员数及销售额占比 15

图 21：公司各业态线上发生的销售额及占比（亿元） 15

图 22：电器收入及增速 15

图 23：电器门店数 15

图 24：新华百货电器业务渠道拓展指标（2024 年） 16

图 25：新百物流鸟瞰图 17

图 26：银川商贸物流枢纽项目鸟瞰图 17

图 27：多点 Dmall：端到端全渠道零售云解决方案服务商 18

图 28：胖东来模式核心总结：品质+服务为核心 19

图 29：以永辉超市为例，调改前后环境及选品变化 20

图 30：新百首家学习胖东来调改店——物美超市吴忠万达店 21

图 31：新百核心团队在北京物美总部及已调改门店学习培训	21
图 32：吴忠万达物美超市特色选品	22
图 33：吴忠万达物美超市商品保鲜管理	22
图 34：吴忠万达物美超市服务体验优化	23
图 35：吴忠万达物美超市开业首两日人气爆棚	23
表 1：新华百货管理团队简介	7
表 2：促消费及支持消费品质化升级相关政策	11
表 3：物美集团与新华百货在数字化及供应链赋能方面的关联交易	18
表 4：新华百货收入拆分及盈利预测	24
附：财务预测表	26

一、新华百货：西北地区零售龙头

1、发展历程：宁夏乃至西北地区零售龙头，数字化转型与超市调改有望带动经营焕新

新华百货：宁夏乃至西北地区零售龙头。新华百货最早于 1952 年创立，是宁夏地区的老字号百货零售企业。1997 年银川新华百货商业集团股份有限公司注册成立并于上交所上市，主要从事商业零售、物流和商业物业出租业务，其商业零售业务涵盖百货商场、超市连锁、电器连锁等多种业态。

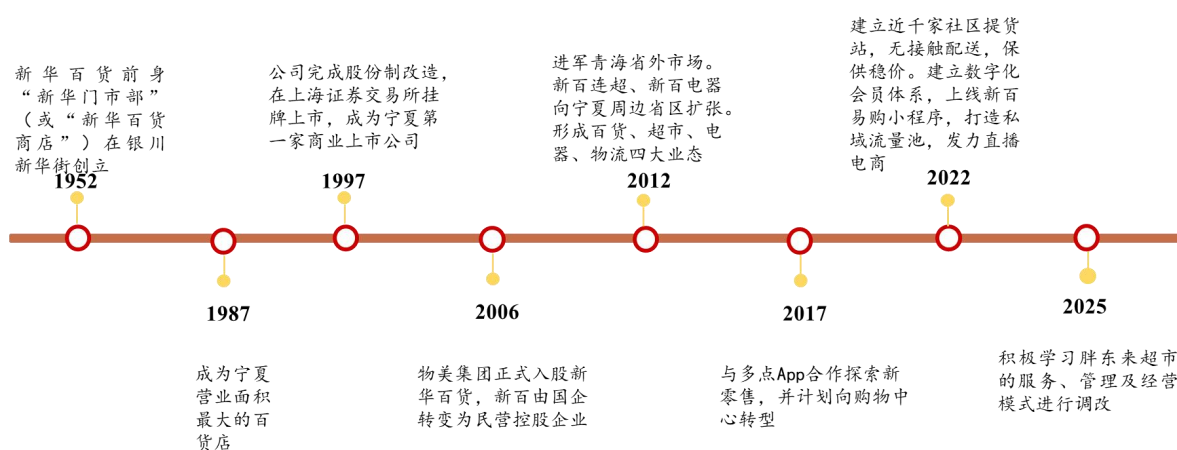
发展历程：从国有企业到物美控股民营公司，数字化转型与调改有望带动发展焕新。

1) 1952-2005，从初创筑基与国有经营到资本化与多元扩张。新华百货始于 1952 年在银川新华街创立的“新华门市部”，通过兼并银川北国商场等 4 家中小型企业初步实现规模扩张；1997 年公司完成股份制改造并在上交所挂牌上市，成为宁夏第一家商业上市公司。此后公司积极兼并收购区内商业资源，形成了多业态协同发展的雏形。

2) 2006-2019，物美入主公司完成民营企业转型，母集团赋能实现加速扩张。2006 年物美集团收购新华百货成为控股股东，公司由国企转变为民营控股企业，机制更为灵活。依托物美资源，公司加速向宁夏周边省区乃至北京、青海等外地市场扩张，最终形成了涵盖百货、超市、电器、物流四大业态的区域商业龙头格局。

3) 2020-2025，数字化与新零售转型，学习胖东来启动调改有望进一步带动公司发展焕新。2020 年疫情后公司开展数字化转型，引入多点 OS 系统、建立数字化会员体系、上线新百易购小程序以打造私域流量池，并发力直播电商。2025 年新华百货跟随母集团物美开始积极学习借鉴“胖东来模式”并开展店铺调改，此举有望成为公司提升服务质量、优化顾客体验、进行经营变革的重要尝试。

图 1：新华百货发展历程

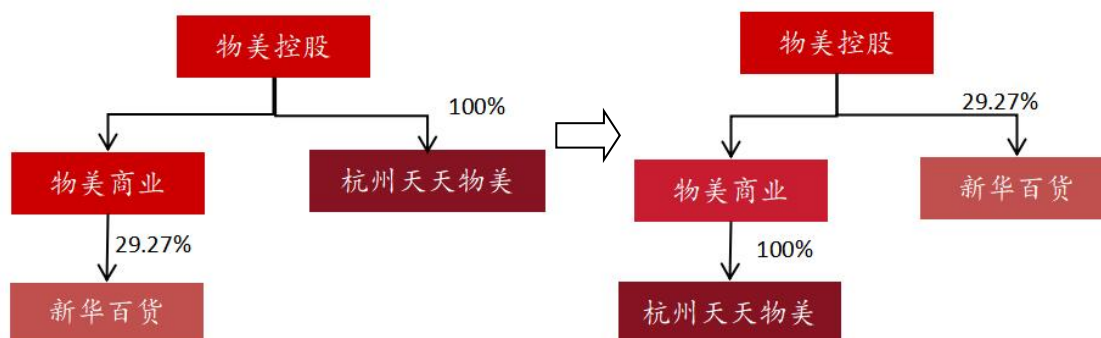


资料来源：公司官网，招商证券

2、股权结构：物美集团为第一大股东

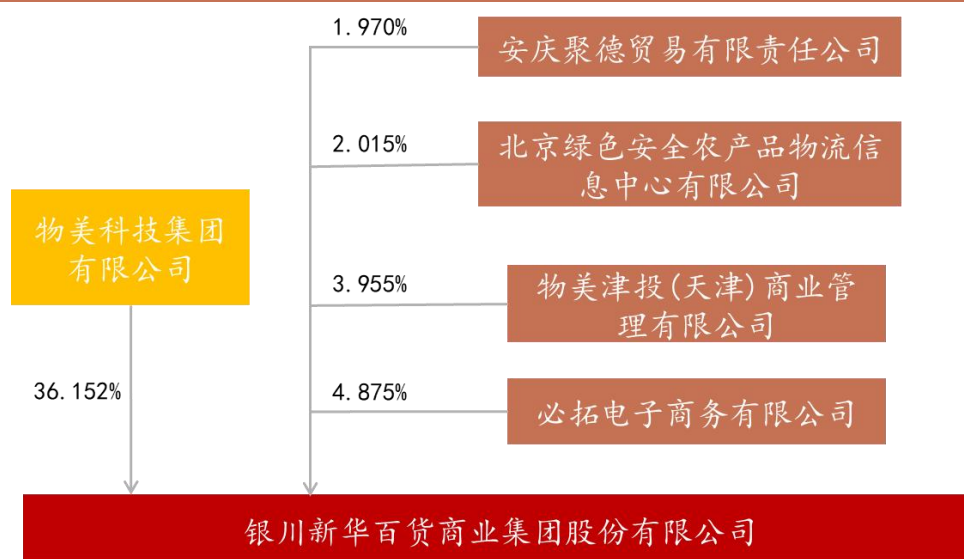
物美集团为新华百货控股股东，持股比例达 36%。2006 年 4 月物美商业以 1.767 亿将新华百货第一大股东—银川新华百货商店持有的 2850 万股（占总股本的 27.7%）收购，成为新华百货第一大股东。2008 年 1 月 物美集团以杭州天天物美商业有限公司 100% 股权置换物美商业持有的新华百货 29.27% 股份，交易后物美集团直接控股新华百货，业态划分更加清晰；2008 年 7 月物美控股通过新华百货定向增发 2 亿股的方式，将其持有的物美商业 40.8% 的股权注入新华百货，新华百货也因此借助物美商业进一步拓展宁夏区域以外市场。截至 2025 年 6 月 30 日，物美科技集团有限公司作为新华百货第一大股东直接持股比例达 36%。

图 2：物美股权置换操作（2008 年）



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：新华百货股权结构（截至 2025H1）



资料来源：公司公告，招商证券

管理团队经验丰富、专业能力强，助力企业稳健发展。团队成员历经行业多年打磨，

在零售、财务、运营等多领域积累深厚知识与实践经验，面对行业变化，团队展现出卓越的战略眼光，积极推动企业数智化和调改转型。

表 1：新华百货管理团队简介

姓名	职务	个人履历
曲奎	董事长	1989-1995 年，国家审计署；1995-2002 年，中国汽车贸易公司；2002-2004 年，中国泰隆科技投资有限公司董事长；2005-2013 年，北京市亿隆实业股份有限公司总裁；2013 年至今，物美科技集团有限公司副总裁；2013 年至今，新华百货董事长。
马卫红	董事、总经理	1993 年参加工作；历任新华百货办公室副主任、主任、董事会秘书、监事会主席、党委副书记；2013-2019 年，常务副总经理；2019 年至今，新华百货董事、总经理。
张凤琴	副董事长、董事	1987-1996 年，新华百货财务科科长、总会计师；1997-2013 年，历任董事、财务总监、常务副总经理、副董事长、总经理；2013-2019 年，董事、总经理；2019 年至今，新华百货副董事长。
梅亚莉	董事、副总经理	1997-2007 年，新华百货百货组组长、连锁超市店长；2007-2014 年，连锁超市总经理助理、副总经理、常务副总经理；2014 年至今，连锁超市总经理；2016 年至今，新华百货副总经理。
张榆	副总经理、财务总监	2004 年加入物美集团，历任财务负责人、财务总监；2017-2021 年，百安居、麦德龙财务总监；2021 年至今，新华百货副总经理兼财务总监。
梁波	副总经理	1994-2002 年，新华百货家电部、配送中心；2002-2014 年，连锁超市良田店副店长、物流部部长、稽核部副总监；2014-2016 年，发展工程中心副总经理；2016 年至今，新华百货副总经理。
李宝生	董事会秘书	2010 年 12 月至今，新华百货董事会秘书。

资料来源：公司公告，新浪财经，同花顺，招商证券

3、财务数据：门店及收入趋势保持稳健

公司营业收入疫情后整体呈现稳步增长趋势。疫情后伴随线下零售市场逐步复苏以及公司积极拓展线上业务、优化门店布局，收入增速恢复平稳增长，2021-2024 年 CAGR 为 2.4%，2024 年公司收入达 61 亿元，同比+0.8%。利润端，2020 年受疫情影响净利润同比下降 88%，2021 年起伴随收入端增势改善，以及公司推进数字化转型加强成本控制、优化供应链等措施，净利润有所回升，2021-2024 年净利润 CAGR 为 67.5%；2025H1 公司归母净利润为 8600.8 万元，同比-2.5%，后续调改长期有望带动盈利改善。

图 4：公司营业总收入及增速（万元）



图 5：公司净利润及增速（万元）

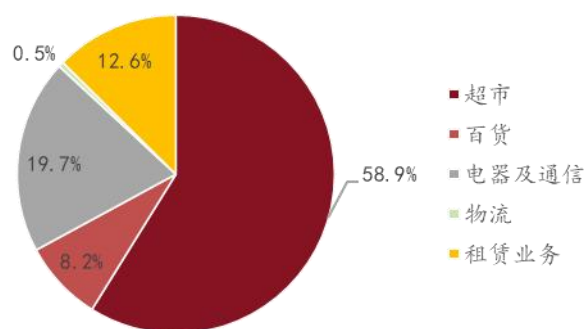


资料来源：公司财报，招商证券

资料来源：公司财报，招商证券

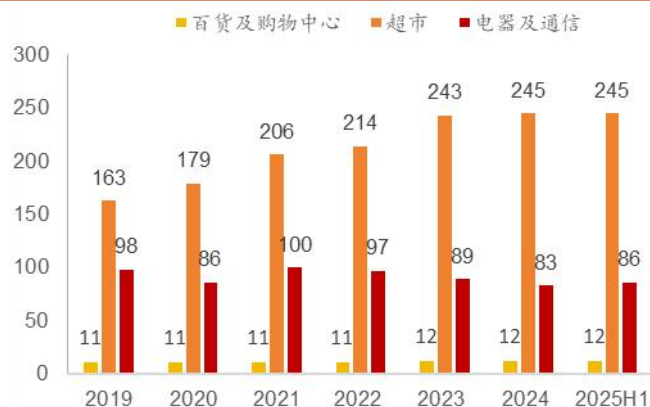
业务构成：新华百货主营业务为百货、超市、电器、物流业务。2025H1 公司主营业务收入占总营业收入的 87.38%，租赁业务等收入占总营业收入的 12.62%。主营业务中，超市业务收入占比最高达 67.37%、百货及购物中心占比 9.44%、电器及通信占比 22.60%、物流占比 0.59%。从各业态门店情况来看，截至 2025 年上半年公司各业态共运营 343 家实体经营店铺，其中百货及购物中心 12 家，经营面积 65.13 万平米，超市店铺 245 家，经营面积 51.04 万平米，电器及通信店铺 86 家，经营面积 13.07 万平米。

图 6：新华百货主营业务收入构成



资料来源：公司财报，招商证券

图 7：新华百货各业态门店数



资料来源：公司财报，招商证券

毛利率疫情后上涨，近年保持稳定。疫情以来公司毛利率由 2019 年的 22% 最高提升至 2021 年的 27%，主要由于公司执行新收入准则，以及公司扩大自采商品比例带动商品零售毛利率提升；2021 年后毛利率有所回落，近年维持在 26-27% 左右保持稳定。

费用管控措施显效，近年费用率维持稳步下降趋势。公司近年来致力于精益管理和降本控费，包括在数字化运营、优化流程减少不必要的开支等方面实现降本增效，销售费用率从 2020 年的 19% 降至 2024 年的 17%，管理费用率从 3.8% 降至 3.5%。维持稳步下降趋势。

图 3：公司历年毛利率情况（%）

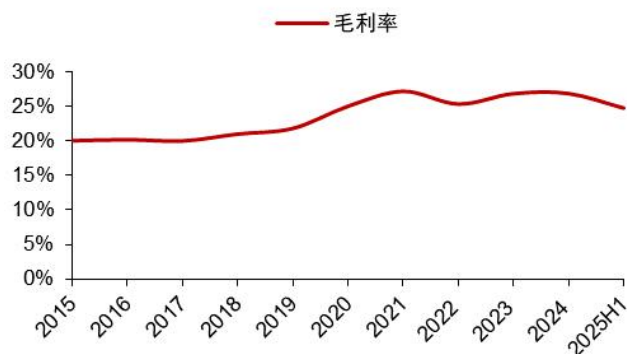


图 4：公司历年各项费用率情况（%）



资料来源：公司财报，招商证券

资料来源：公司财报，招商证券

二、宁夏经济消费稳中向好，零售业品质化转型成势

1、宁夏地区经济发展稳中向好，政策引领促消费

宁夏及银川地区商务经济指标稳中向好。2024 年宁夏实现社会消费品零售总额 1422.58 亿元，同比增长 5%，高于全国 1.5 个百分点；全体居民人均可支配收入增长 5.5%，居全国第六。其中银川市社零总额 855.27 亿元，同比增长 6.1%，当地 GDP 总量达 2940 亿元，同比增长 5.4%，增速在西部五省会城市中排名第一，整体上经济表现稳中向好。宁夏 2024 年政策资金争取成效显著，抢抓国家“两新”政策重大机遇，争取消费品以旧换新国债资金 8.8 亿元；争取银川市国家现代商贸流通体系建设资金 3 亿元、县域商业体系建设资金 1.4 亿元、中央外贸经贸专项资金 1.2 亿元，全年落实中央资金较往年增长约 6 倍，为近 10 年最好成绩，为区域消费升级和商业基础设施完善提供了有力支撑。

宁夏强化政策引领，多措并举促消费。政策明确提出大力发展首发经济，积极发展银发经济、冰雪经济、休闲经济、假日经济、夜间消费等新兴消费业态，打造购物、餐饮、亲子、社交、娱乐、健身等“一站式”服务新地标。政策着力推进城市一刻钟便民生活圈建设，着力发展品质提升类业态，优化商业网点布局，改善消费条件，创新消费场景，提升居民生活品质。整体上当地政策方向对商业业态发展实现有力支持。

图 8：宁夏社会消费品零售总额及其增速

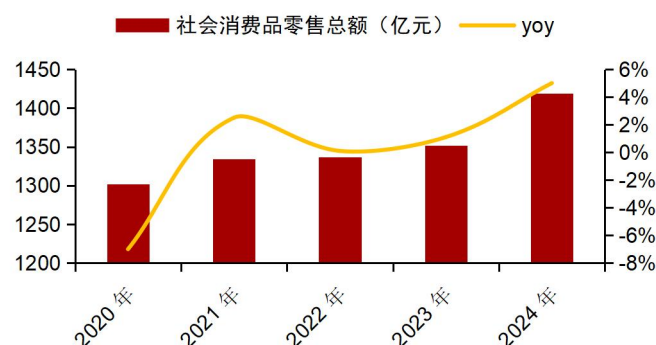
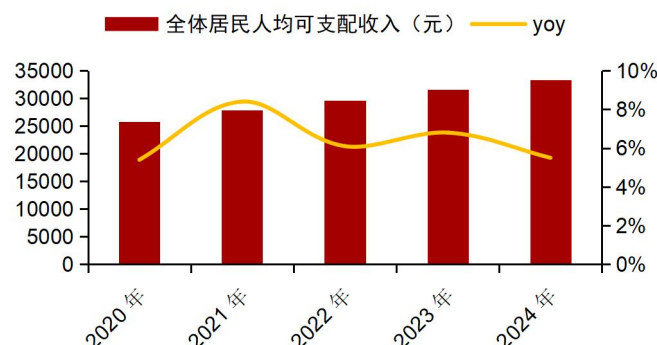


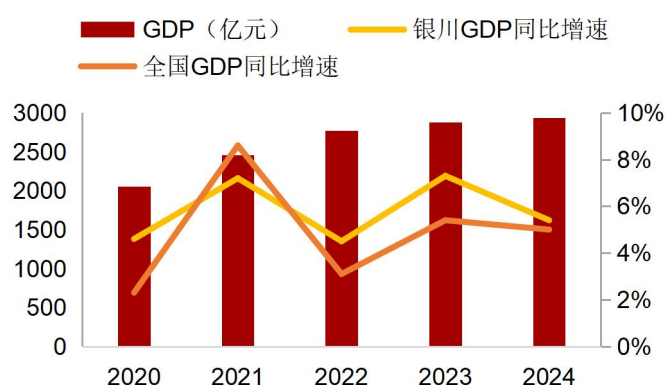
图 9：宁夏全体居民人均可支配收入及其增速



资料来源：宁夏回族自治区统计局，招商证券

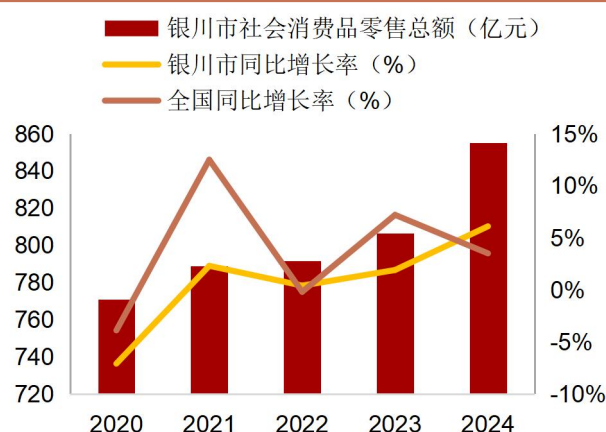
资料来源：宁夏回族自治区统计局，招商证券

图 10: 2020-24 年银川 GDP 增速基本高于全国水平



资料来源：银川市统计局、国家统计局、招商证券

图 11: 2020-24 年银川社会消费品零售总额增速

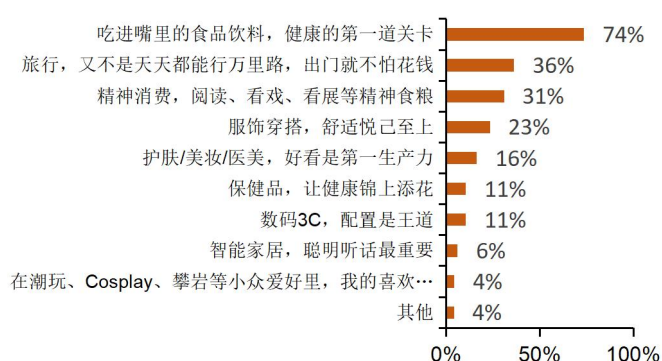


资料来源：银川市统计局、国家统计局、招商证券

2、品质零售消费成势，政府引导线下零售品质化转型

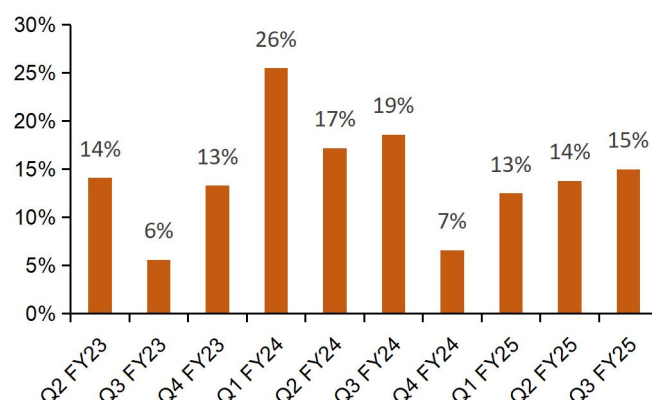
消费者品质消费意愿提高，品质零售商实现快速增长。伴随居民消费力提升及代际切换，年轻群体对品质消费的需求逐步提高，据新周刊对泛年轻群体的消费观念的调研结果，年轻人群的消费预算往餐食方面转移，且在品质及健康度上有较高追求，付费意愿较强。以山姆为代表的品质零售商近年也在高需求驱动下实现高速增长，国内山姆会员店门店数从 2019 年初的 23 家增长至当前的 56 家，尽管沃尔玛持续收缩关店，但在山姆强劲增长的带动下沃尔玛中国分部仍几乎保持在 15% 左右的稳健增长。

图 12: 消费者品质消费偏好调研



资料来源：新周刊调研报告，招商证券

图 13: 山姆带动下，沃尔玛中国营收持续增长



资料来源：公司财报，招商证券

政策引导消费品质化升级，防止“内卷式”竞争，引导高效品质化业态转型。2024 年商务部等 7 部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，强调推动品质化供给，以消费者为中心、优化商品和服务体验，并引导零售企业特色化发展差异化定位、走高质量发展之路；此外，中央政治局会议首次定调产业发展要防止“内

卷式”恶性竞争，并提出畅通低效产能退出机制，实现供给优化，整体上政策引导消费产业向高效品质化转型。

表 2：促消费及支持消费品质化升级相关政策

政策	时间	部门	内容
《关于恢复和扩大消费的措施》	2023.8.22	国家发改委	坚持优化供给与扩大需求相结合，充分挖掘超大规模市场优势，创新消费场景，拓展消费新需求
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024.3.7	国务院	实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024.7.24	国家发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024.8.3	国务院	扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点
《中央经济工作会议》	2024.12.11	中共中央、国务院	增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）项目和“两新”（新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新）政策实施。
《零售业创新提升工程实施方案》	2024.12.16	商务部等七部门	推动品质化供给，以消费者为中心，诚信经营、品质当先、服务至上，优化商品和服务体验，并引导零售企业特色化发展差异化定位、走高质量发展之路

资料来源：国务院官网、国家发改委官网等、招商证券

三、公司业务：四大业态齐头并进，构筑区域零售护城河

1、百货：区域品牌优势显著，全渠道获客+强化会员权益挖掘增长空间

新百凭借品牌根基稳居区域领先，运营优化重塑百货增长动能。公司以“新华百货”品牌在区域内享有极高知名度，曾获得全国百家名店和“金鼎百货店”等荣誉称号，形成稳固的品牌壁垒和忠诚客群。近年面对用户消费观念升级和电商冲击，公司主动求新求变，围绕消费者需求优化商品结构与消费体验，强化“商品力”优势，持续引入众多新品类和品牌，2024 年新引进品牌 302 个，其中首店 52 个，占比近 20%，持续引入新潮与首店品牌，带动卖场吸引力、坪效与业绩的共同提升；2025 年上半年持续开展招商调改和品牌深耕，首店经济成效显著，实现签约品牌 230 个，调整品牌 136 个，引进首店品牌 40 个。整体上公司百货业态守

存量、拓渠道、耕会员，不断围绕经营定位扩大市场占有率。

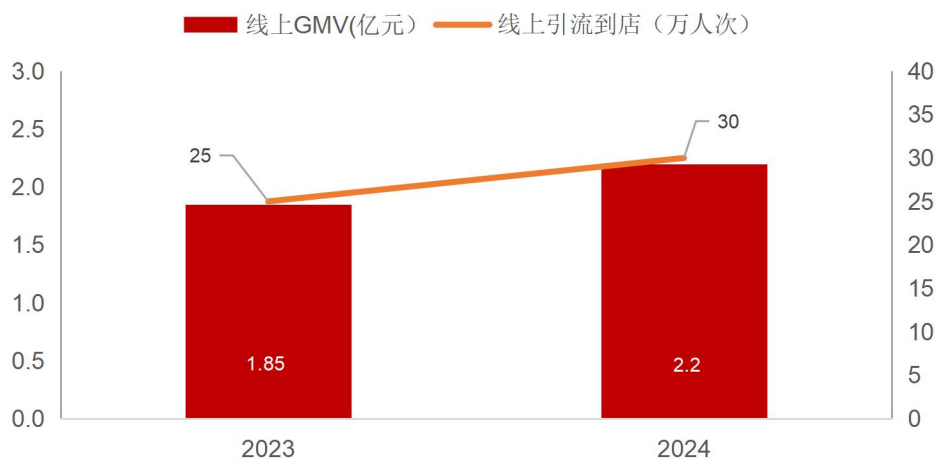
图 14：百货业务收入及同比增速（万元）



资料来源：公司年报、招商证券

渠道拓展方面，全渠道数字化有效提升获客与转化能力。公司依托“新百”App、多点(Dmall)等平台，打造全渠道 O2O 生态，通过直播、电商小程序与社群营销不断拓展客群。2023 年百货业态线上 GMV 约 1.85 亿元，并带动约 25 万人次进店消费；2024 年进一步增长至 2.2 亿元，客流导入超 30 万人次，2025 年上半年线上 GMV1.2 亿，线下引流到店近 2 万人次，引流效果持续增强。

图 15：新华百货线上渠道拓展表现（2023-2024）



资料来源：公司年报、招商证券

会员体系升级带动忠诚度与销售双提升。公司积极推动百货与超市会员体系打通融合，推出“黑金会员卡”等联合会员机制，目前百货+超市会员卡融合率已达 50.22%，会员积分兑换全年带动销售约 2,680 万元。另一方面，运用消费数据洞察强化会员精细化运营，提供定制化的情感价值和体验升级。2024 年公司会员总人数达到 568 万人，当年新增会员 14.7 万人，同比增长 10.16%，会员销售贡献度持续提升，销售占比同比增加 5.33 个百分点，带动客单价和复购率稳步提升，为业绩增长拓展空间。

图 16：新华百货会员升级体系



资料来源：新华百货公众号、招商证券

2、超市：强化本地优势，数字化转型带动新增长

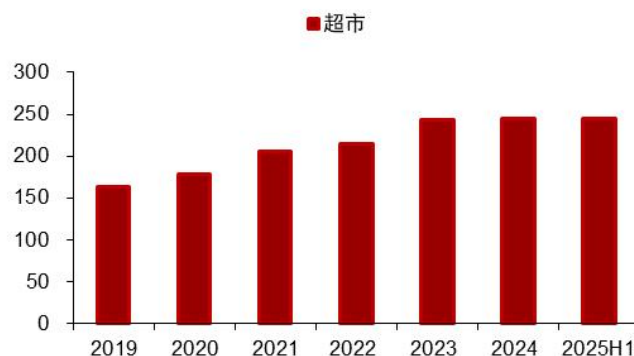
超市业态为公司营收的主要贡献，区域内具备明显网络规模及本地化优势。“新百连超”连锁网点覆盖银川市及银川周边主要城镇，并通过自主开店与并购整合下沉至宁夏全域及内蒙古、甘肃、陕西、青海等地，市占率在宁夏领先并获得政府及供应链资源支持。截至 2025 年上半年报告期末，新华百货共经营 245 家连锁超市，超市业务收入占主营业务收入的 67.37%。

门店优化与扩张并举，超市效益稳步提升。公司近年积极顺应消费升级和数字化趋势推动超市业务转型升级，在巩固本地优势的基础上寻求新的业绩增长点。在网点扩张同时，公司注重优化门店质量与效益，动态评估经营表现，2024 年关闭宁夏、中卫、兰州等地十余家亏损或低效超市，同时积极拓展周边新兴市场，2024 年首次进入陕西榆林新开大卖场 1 家，并在内蒙古、甘肃等地布局多家社区便利店，实现跨区域扩张。

图 17：超市收入及增速（2020-2024）



图 18：超市门店数



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

超市商品供应链升级，强化盈利与差异化竞争力。公司超市业态持续推进商品变革，针对宁夏地域特色打造了一系列自主品牌，如“宁羊天下”、“宁谷天下”、“宁味天下”等，丰富差异化供给，带动业绩提升。同时深化产地直采与基地共建，通过合作种植、订单农业、产地直供及代理采购减少中间环节，构建高毛利商品的产供销一体化供应链，依托自有蔬菜种植与肉类水产直采基地，生鲜经营水平显著改善。上游直采保障品质与成本控制，使超市业务的商品力和盈利能力持续优化。

图 19：宁羊天下品牌门店开业



资料来源：公司年报、招商证券

线下场景创新提升体验价值与社区黏性。公司 2024 年新开门店 19 家，其中 1 家大卖场和 18 家生鲜超市/便利店，持续深耕社区网络；同时探索新兴业态与营销活动，在部分门店设置夜市专区、周末市集，并定期举办社区团购节、美食节，提升场景体验与互动性，带动顾客到店频次、门店坪效和生鲜销售占比；此外强化服务细节，推出代客下单、停车场提货、老年人上门送菜等人性化服务，进一步提升顾客黏性与口碑。

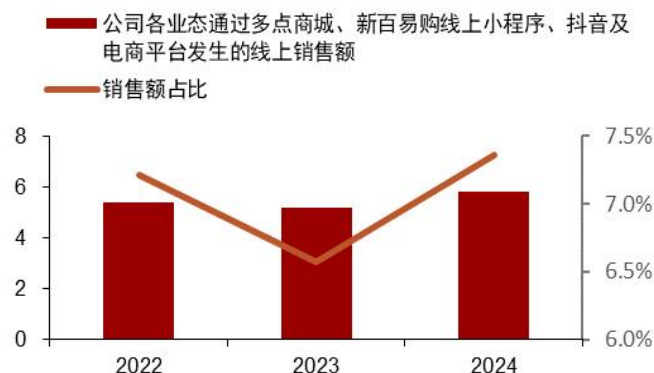
线上数字化赋能场景创新，驱动超市转型升级。公司超市业态线上引入多点数智（Dmall）构建 O2O 解决方案，并依托美团外卖、京东到家、抖音直播等平台开展到家业务与社群营销，通过优化拣货动线和服务品质，带动线上交易额持续增长。2024 年公司三业态各类会员通过多点商城、新百线上小程序、抖音、美团及借助其他电商平台等发生的线上销售额合计约 5.84 亿元，占总销售额比例为 7.36%。

图 20：公司线上线下会员数及销售额占比（万人）



资料来源：公司公告、招商证券

图 21：公司各业态线上发生的销售额及占比（亿元）



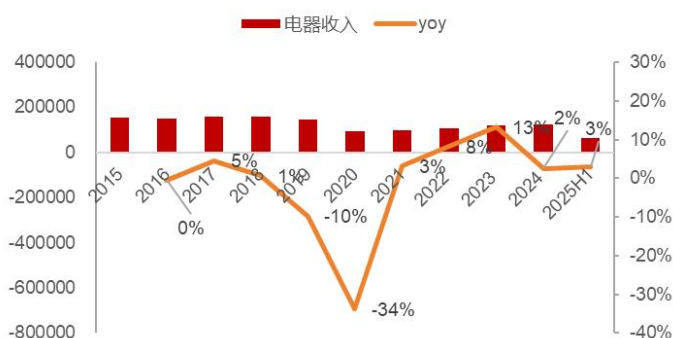
资料来源：公司公告、招商证券

3. 电器：借力国补政策及品牌资源赋能，持续提升当地份额

电器业务稳居区域领先，形成零售批发一体化优势。“新百电器”在宁夏及周边市场具备较强竞争力，与国内主流家电品牌和通信运营商保持长期合作关系，加之物美集团生态协同支持，在供应链和渠道上具有一定优势。目前公司在银川等主要城市拥有多家大型综合家电卖场，并通过加盟和分销网络将业务下沉至县乡级市场，在西北区域家电零售领域占据领先地位。

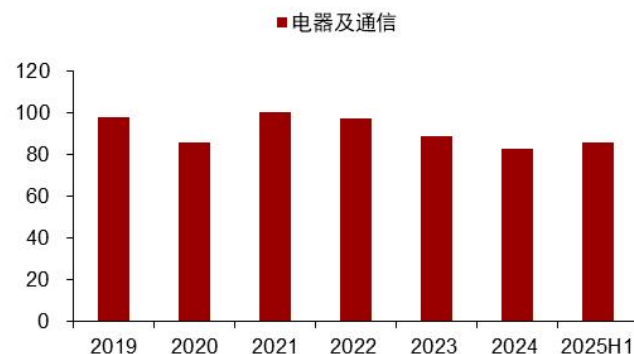
国补政策驱动下电器业务把握机遇实现增长突破。公司积极响应“以旧换新”“绿色智能家电下乡”等政策，联合品牌厂商开展旧机回收与购新补贴活动，加速消费升级；以“全渠道发展突破、提升用户转化效率”为核心目标，依托差异化新品、国补政策与跨界资源驱动市场拓展，发挥核心门店品牌影响力，争取新品首发与独家货源。2024 年联合厂商发布新品 24 款，拉动销售近 1.4 亿元；同期在政策推动下冰箱、空调、电视等品类销售显著增长，市场份额稳步提升。2024 年及 2025 年公司电器类收入分别同比增长 2.5% 和 3%，保持稳健增势。

图 22：电器收入及增速（万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 23：电器门店数



资料来源：公司公告、招商证券

渠道下沉与网络扩张夯实电器业务区域竞争优势。公司持续创新渠道模式，向宁

夏及周边四、五线市场渗透，依托供应链、物流与品牌资源优势推动“加盟+分销”体系。2024年，公司新拓展下游渠道客户87家、新增加盟门店50家，带来新增销售近4,000万元，全年加盟渠道贡献销售3,360万元，加盟体系累计门店超过60家，逐步形成由零售商向区域分销平台的延伸格局。与此同时，公司在银川布局旗舰店，在石嘴山、吴忠开设综合卖场，并进入购物中心开设专业店；同时与运营商合作建设通信专区，拓展3C数码业务。通过“自建+加盟”并举，渠道网络实现规模扩张与层级完善，营销触角覆盖宁夏全域并辐射陕、甘、青、蒙等周边省份，电器业务的市场份额和区域竞争力进一步稳固。

服务与体验升级巩固电器业务竞争壁垒。公司聚焦增值服务以对抗电商在价格与便捷上的冲击，建立完善的售后与物流体系，推出“送装一体”实现配送与安装同步，2024年完成到家安装服务超7万户次，深入社区和乡镇覆盖“最后一公里”；组建标准化专业工程师队伍，确保服务规范与技能过硬，并引入“延保服务”“极速达”等举措提供本地化、可靠的售后保障，有效提升顾客满意度与信任度。与此同时，联合厂商举办家电节、以旧换新专场等营销活动，结合会员积分兑换与金融分期提高客单价和连带销售。

图 24：新华百货电器业务渠道拓展指标（2024 年）

指标	数据
新拓下游渠道客户	87 家
新发展加盟门店	50 家
新增销售额	近 4,000 万元
加盟渠道全年贡献销售	3,360 万元
加盟体系累计门店	超 60 家
自营布局	银川旗舰店、石嘴山/吴忠综合卖场、购物中心专业店
合作拓展	与运营商合作通信专区，拓展 3C 数码业务

资料来源：公司公告，招商证券

4. 物流：内延外拓，打造银川商贸物流枢纽

现代物流业务构筑公司供应链核心支撑与外部增收引擎。公司全资子公司宁夏新华百货现代物流有限公司成立于2011年，依托银川望远工业园区建设了大型综合物流园区，拥有常温仓、冷链仓、果蔬仓等完备的仓储设施和信息系统，配送半径可达500-800公里，覆盖宁夏全境及陕、甘、青、蒙等周边地区。该物流中心配备了约300辆配送车辆，采用托盘化运输、北斗监控和智能调度，实现运输全程可视化与安全送达。物流信息系统方面，引入了SAP-EWM仓储管理、TMS运输管理等模块，实现库存及流程的高度透明化和智能化，库存计划优化和作业效率大幅提升。凭借硬件规模与管理能力，公司于2021年获评国家“4A”级物流企业，跻身国内先进行列。

服务内外并举，降本增效赋能主业。新华百货物流最初专注于内部服务，承担百货、超市和家电三大业态商品的集散配送，随着经营版图扩张，年配送商品总额已达约20亿元，其中生鲜占比约四分之一。通过集中配送实现统一供货与规模

效应，降低采购和运输成本；近年来升级冷链与生鲜加工设施，显著提升保鲜率与供应效率，为超市毛利改善提供支持。与此同时，积极拓展第三方业务，承接区域商贸企业仓储配送，2024 年配送总额达 35 亿元，实现服务收入 1.2 亿元，同比增长显著。公司坚持“内延外拓”战略，物流板块在强化主业保障的同时，正向独立社会化物流企业转型，实现经济效益与协同效益双提升。

依托政策与区位优势，加速构建区域商贸物流生态。依托自治区“大物流”战略和全国统一大市场背景，公司提出以新华百货为核心组建区域商贸物流产业集群，建设数字化、智能化、自动化的综合物流枢纽；推动“全渠道、一盘货、仓-干-配”一体化供应链服务，打通线上线下库存，提升区域客户的物流解决方案供给能力；2024 年与银川经开区合资成立新公司，共同运营“银川商贸物流枢纽项目”，辐射宁夏及周边省区，服务人口规模约 2,000 万，进一步提升区域物流能力与市场影响力；同年下半年牵头代运营“西北粮食产业园”项目，建设区域粮食集散与产业聚集中心，助力粮食安全与产业升级。通过布局国家级物流枢纽与粮食流通工程，公司在未来有望获得稳定仓储租赁与物流服务收入，并在产业链中占据更高附加值环节。

图 25：新百物流鸟瞰图



资料来源：公司公告、招商证券

图 26：银川商贸物流枢纽项目鸟瞰图



资料来源：公司公告、招商证券

四、物美集团赋能新华百货，助力提升数字化及供应链竞争力

物美科技集团有限公司作为新华百货的控股股东，直接持股比例为 36.15%，物美创始人张文中最终控制新华百货。物美集团为新华百货提供了强大的供应链支持、资金支持和品牌影响力，帮助新华百货进一步拓展市场、提升竞争力。

数字化赋能：新华百货协同物美集团加速推进各类数智化项目上线。2017 年新华百货连锁超市正式上线多点 App，实现超市数字化，从而让消费者有更方便、更舒适、体验感更强的购物新途径；同时公司建立数字化会员体系，使营销和服务更为精准。新华百货充分挖掘每一位会员的消费潜力，依托数字技术给会员画像，精准分析会员喜好、来店频次等信息并进行相应服务，同时完善线上购物、积分加价购、满减满赠、配送等功能，实现线上线下协同引流、多渠道一体化运营。此外在运营管理和供应链端，新百上线多点后也与 Dmall 系统整合会员、支

付、营销，实现线上线下一盘货管理，2019 年全面切换至 DmallOS 数字零售操作系统，实现 IT 系统云端化与大数据赋能，显著提升供应链与库存周转效率，团购业务履约效率提升 40%以上。

图 27：多点 Dmall：端到端全渠道零售云解决方案服务商



资料来源：公司年报、招商证券

供应链赋能，供应商采购资源整合协同。采购方面，物美将自身供应商进行遴选，并且将它们纳入新华百货的供应商的版图。物美在全国 27 个省内有 1500 多家多业态的商场，集团整合旗下麦德龙、新华百货、重庆百货、物美等多方面的供应链资源进行整合协同，在全国范围内拥有 28 个农产品基地，为新百超市提供优质的场地直采农产品。此外，新华百货还向北京物美综合超市有限公司采购进口食品、唯本生活和良食记商品，采购价格执行北京物美统一销售价格。

物流方面，引入物美集团先进系统提升对接运送效率。自 2006 年物美集团就开始应用了 SAP 系统，并且在物美集团的领导下，新百物流研发和应用了功能更为先进的自有 OS 系统，实现了 WMS、TMS 等不同系统的对接。在此基础上，新华百货也实现了从上游供应商、运输、园区作业、配送等各个环节的智能化运作，并建设了智慧园区，包括了园区站台预约、供应商供货、门店自动补货、电子围栏等，全方位提升供应链效率。

表 3：物美集团与新华百货在数字化及供应链赋能方面的关联交易

赋能	关联方	关联交易内容	2025H1 发生额（万元）
数字化赋能	多点（深圳）数字科技有限公司	接受劳务	353
	多点智联（北京）科技有限公司	采购商品/接受劳务	1090
	多点智联（武汉）科技有限公司	接受劳务	-
	多点新鲜（北京）电子商务有限公司	接受劳务	-
	多点生活（武汉）科技有限公司	接受劳务	1708
供应链赋能	北京物美综合超市有限公司	采购商品	148
	麦德龙商业集团有限公司	采购商品	89
	北京绿农优鲜供应链科技有限公司	采购商品	162

资料来源：公司公告、招商证券

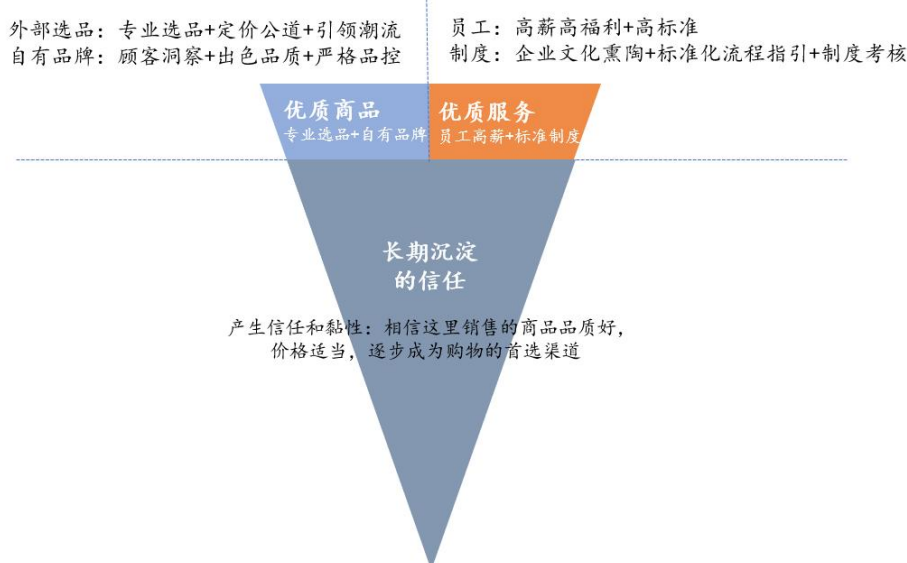
五、新华百货学习胖东来调改，有望加速经营焕新

1、学习胖东来调改的行业逻辑：以消费者需求为核心，优化品质及服务

传统零售业面临的矛盾：供给侧商品同质化与低效运营，用户侧服务缺失与体验脱节，近年由于电商快速发展对传统实体零售的冲击以及消费者需求的升级导致问题进一步凸显。底层源于供应链层级冗余及盈利模式的异化，导致部分线下业态在选品/价格/服务等方面逐步脱离以消费者体验为核心的本质。

胖东来作为高店效的商超天花板，表现远超同行，其模式差异化核心强调品质及服务，并在长期互动中沉淀顾客信任。1) 商品品质方面，公司外部选品专业，匹配消费者需求并具有引领性，同时定价公道透明；自有品牌出色，基于对顾客需求的洞察以及对商品的理解和强大品控能力，使 sku 占比仅 2% 的自有品牌商品销售占比达到 20%-30% 左右。2) 服务上，公司通过高薪酬招聘并留存优质员工，通过软性企业文化熏陶+标准化流程指引+硬性制度考核确保服务出色。综合来看，调改的核心在于重塑企业文化，让零售企业回归真心诚意服务好消费者的本质，包括为消费者提供高性价比高品质的商品、舒服的卖场环境和满意的服务，并辅以配套组织力，通过有效激励员工、善待供应商构建稳定的产供销关系来实现真正的消费者体验改革。

图 28：胖东来模式核心总结：品质+服务为核心



资料来源：招商证券

胖东来 2021 年后开始系统化对外帮扶，2024 年开始介入对永辉、步步高等大型零售系统的调改并取得积极成效。调改的核心在于重塑企业文化，让零售企业回归真心诚意服务好消费者的本质，包括为消费者提供高性价比高品质的商品、舒服的卖场环境和满意的服务，并辅以配套组织力，通过有效激励员工、善待供应商构建稳定的产供销关系来实现真正的消费者体验改革。

胖东来基本调改模式：

1) 提升商品品质，结合消费者需求优化选品。精简冗余 SKU 降低消费者选择难

度，同时增加进口商品等更彰显品质的货品，如国际品牌红酒等，以及提高选品的健康度和年轻化，例如有机蔬菜/肉类。此外也会基于当地特色补充本地差异化食品。

2) 价格亲民，去 KA 取消后台收费进而增强定价主导权。胖东来相较传统 KA 模式商超的区别在于，去除了传统零售商向上游品牌方收取进场费条码费等多层中间费用的模式，从而避免了传统模式下高同质化货品高价格导致的低动销，而是根据消费者需求进行选品，并建设垂直供应链进行厂家直连合作，最终在优化定价的同时实现差异化选品。

3) 强化服务，包括翻修改善卖场环境，如改善动线设计、扩大消费者休息区及鲜食区，以及增加服务项目进而提高消费者购物体验，如增加生鲜处理、试吃、便民设施等举措，最终旨在改善顾客体验。

4) 矫正企业文化，提高员工服务客户的积极性，通过提高员工薪酬及福利、加强员工培训等方式招募和留存优质员工，提高企业整体服务水准。

图 29：以永辉超市为例，调改前后环境及选品变化



资料来源：大众点评，公司公众号，招商证券

2、新百学习胖东来调改,首家调改店吴中万达店物美超市开业两日销售额突破 300 万

新华百货旗下宁夏首家学习胖东来新质零售物美超市-吴忠万达店于 2025 年 9 月 19 日开业，据宁夏新闻网报道，该店从商品结构、品质、价格、员工福利及卖场环境进行全面升级。

图 30：新百首家学习胖东来调改店——物美超市吴忠万达店

**吴忠万达店**

做宁夏**更懂生活**的超市

**宁夏首家
胖东来调改店**

引进胖东来同源优质商品
9月19日 全新启幕

**物美超市吴忠万达店全新启幕
学习胖东来 致敬美好生活**

亲爱的顾客朋友们，大家好：

物美超市吴忠万达店将于2025年9月19日全新开业！这一次，我们学习胖东来，自主开新店，以“创造美好生活”为使命，致力于为您打造一个商品更优、价格更实、环境更舒心、服务更温暖的全新购物体验空间。

我们用心呈现：

- **丰富优质的商品：**精选民生刚需，引进胖东来同源优质商品，商品结构较调改前提升商品结构的50%，增加本地清真食品特色，烘焙及熟食新鲜制作；生鲜日清，农残每日检，让您买得安心，吃得放心！
- **实惠优质的价格：**优化供应链，精简中间环节，将更多实惠直接回馈给您，让您一分钱都花在刀刃上！
- **自由舒适的购物环境：**科学规划购物动线，空间更明亮，布局更合理；食品贴心服务设施完善，让您的购物之旅更轻松惬意。
- **幸福真诚的薪资：**员工幸福是胖东来消费的基础！我们为员工提供更具竞争力的薪资，更合理的工时安排与更完善的福利保障，让每一位伙伴都能快乐工作，舒心健康；我们将带着这份幸福，以发自内心的真诚与热情，为您提供贴心周到的服务。
- **合理的营业时间：**让您兼顾生活、工作、享受生活，每日营业时间为09:00-21:30。

我们坚信：

一家真正的好超市，不仅是要满足日常所需的地方，更要传递温暖、分享美好的生活驿站；员工的幸福满意，是门店最宝贵的财富，顾客的满意认可，是我们不懈追求的目标！

**2025年9月19日
物美超市吴忠万达店 盛大启幕！**

做宁夏更懂生活的超市“以爱为力，温暖相照”
——物美超市吴忠万达店，邀您共赴美好之约，期待与您相见！

物美超市吴忠万达店
2025年9月19日

资料来源：大众点评，公司公众号，招商证券

（1）调改举措：优化商品结构、品质及服务，改善员工福利

1）员工福利提升

员工培训：8月19日据新华百货连锁超市官方新闻，公司派遣58人核心团队去往北京物美总部，接受为期一个月胖东来体系下的全面专业培训，学习借鉴胖东来先进文化理念，从门店营运标准到服务细节等进行规划升级，坚定走品质路线。

改善员工福利：公司秉承胖东来备受推崇的员工关怀理念，对员工体系进行全面升级，员工薪资提升30%~50%，晋升通道更加畅通，评价机制持续优化。

图 31：新百核心团队在北京物美总部及已调改门店学习培训



资料来源：大众点评，公司公众号，招商证券

2）商品品质提升

①**优化选品：**吴忠万达店此次调改在选品上引进胖东来同源优质商品，砍掉原店冗余sku，约70%-80%的商品进行了汰换，将SKU精简至7000左右，设置胖东来专区，引入多款胖东来热门商品及自有品牌商品如原浆果汁、即食燕麦片，到0反式脂肪酸葵花籽油、红丝绒慕斯蛋糕等，商品结构达到接近胖东来商品结

构的 80%以上。

此外更重要的是，门店还深度融合了宁夏本地特色产品与消费习惯，创新性推出了清真食品专区，精选多款宁夏本地地道美食，新增了宁夏传统小吃、鲜制羊杂、酥脆金丝馓子、风味怀远辣条等地方特色食品。

图 32：吴忠万达物美超市特色选品

胖东来专区

本地特色商品



资料来源：公司公众号，招商证券

②商品保鲜管理：吴忠调改店表示门店烘焙及熟食将坚持新鲜制作，门店设有开放式清真食品加工区，全程玻璃隔断，顾客可以清楚看到食材处理、烹饪的每一个环节，创新性地公开展示现制熟食、烘焙的配料信息，清真食材、原料、植物油使用一目了然；牛羊肉等食材全部可追溯产地，从源头保障品质。

此外，门店践行生鲜日日清、农残每日检，此次“胖改店”将生鲜品类占比大幅提升至全店商品的近 50%，且对蔬菜、水果、肉类、水产等核心生鲜品类，严格执行“当日出清”零库存原则，绝不允许隔夜销售；果切类商品采用“倒计时折扣法”——制作完成 4 小时后打 8 折、6 小时后打 6 折、8 小时后直接下架，用明确的时间标准确保每一份都足够新鲜；同时，店内新设立食品安全检测室，对上架商品进行常态化抽检，从源头到货架构建完整的“田间到餐桌”信任链条。

图 33：吴忠万达物美超市商品保鲜管理

透明烘焙区

生鲜日日检

烘焙/生鲜不隔夜



资料来源：公司公众号，招商证券

3) 服务体验优化

吴忠调改店表示将进一步科学规划购物动线，建设空间宽敞明亮、布局清晰合理

的自由舒适购物环境，主通道拓宽，货架高度调整至 1.6 米，店面灯光调整柔和，为消费者带来更好的购物体验。

此外在便民服务方面，门店现制加工区面积大幅扩增，每日新鲜制作数十种烘焙产品，榴莲千层、可颂蛋挞等网红款现场出炉提供免费试吃；同时熟食区同样扩增现制加工区，每日供应现烤烤鸭、卤味酱牛肉、麻辣牛肉条、香烤鳗鱼等特色美食，搭配现场试吃服务。此外，门店还为高端水产提供免费处理加工服务，另外门店提供充电宝租借以及免费茶饮、应急药箱和血压测量仪，超市出口设置了宠物寄存柜等，为消费者带来服务体验的优化。

图 34：吴忠万达物美超市服务体验优化

烘焙试吃

水产处理



资料来源：公司公众号，招商证券

（2）调改效果：开业两日销售额突破 300 万、客流量超过 5 万人

据宁夏日报，吴忠万达物美超市开业两日销售额突破 300 万、客流量超过 5 万人，进店排队时长已超过 1 个半小时。从消费者行为来看，首二日店内熟食区、烘焙区、生鲜区以及胖东来专区人气旺盛，其中现煎牛肉蛋堡、奥尔良烤鸡、酱牛肉、果汁、榴莲、家居百货等明星单品深受青睐。建议持续跟踪新华百货超市调改情况，看好未来超市业态经营改善空间。

图 35：吴忠万达物美超市开业首两日人气爆棚



资料来源：公司公众号，招商证券

六、盈利预测与投资建议

新华百货作为宁夏零售龙头本土优势显著，物美集团多维赋能助力新百数字化及供应链，此外公司学习胖东来调改有望迎来超市经营焕新，看好公司在当地市场的长期竞争壁垒及未来超市经营改善空间。

盈利预测：分业务来看，超市业态预计在调改正向驱动下，2026 年增速有望同比改善，预计 2025-2027 年收入为 35.3、35.8、36.1 亿元，同比+1%、2%、1%，毛利端预计调改以及亏损门店关店共同作用下，毛利率有望保持稳定在 16.4% 左右水平；百货业态有望保持稳健经营，预计 2025-2027 年收入为 4.96、5.01、5.06 亿元，同比+1%、1%、1%；电器业态 2025 年受国补驱动增速提升，未来增速有望趋缓，预计 2025-2027 年收入为 12.7、13、13.3 亿元，同比+3%、2%、2%；物流业态 2025 年内部物流配送业务调整带来收入波动，预计未来有望保持稳健，预计 2025-2027 年收入稳定在 3800 万元左右。

综合来看，预计 2025-2027 年公司收入为 61.8、62.9、63.9 亿，同比+1.1%、1.8%、1.5%，归母净利润为 1.39、1.44、1.48 亿元，同比+3.1%、3.7%、2.8%，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：新华百货收入拆分及盈利预测

万元，%	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	606543	611632	618435	629321	638629
yoy	3%	0.8%	1.1%	1.8%	1.5%
毛利	162303	163850	166552	170082	173403
毛利率	26.76%	26.79%	26.9%	27.0%	27.2%
净利润	10933	10980	11403	11920	12324
yoy	60%	0%	3.9%	4.5%	3.4%
归母净利润	13610	13492	13915	14432	14837
yoy	46%	-1%	3.1%	3.7%	2.8%
超市					
营业收入	338823	350751	352505	357793	361371
yoy	-3%	4%	1%	2%	1%
毛利	55428	57478	57766	58632	59218
yoy	2%	4%	1%	1%	1%
毛利率	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
百货					
营业收入	61457	49119	49610	50106	50607
yoy	12%	-20%	1%	1%	1%
毛利	20888	19805	20003	20203	20405
yoy	28%	-5%	1%	1%	1%
毛利率	34.0%	40.3%	40.3%	40.3%	40.3%
电器					
营业收入	120677	123677	127388	129935	132534
yoy	13%	2%	3%	2%	2%
毛利	19308	19271	19849	20246	20651
yoy	13%	0%	3%	2%	2%
毛利率	16.0%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
物流					
营业收入	4634	5438	3806	3806	3806
yoy	38%	17%	-30%	0%	0%
毛利	845	957	685	704	723
yoy	54%	13%	-28%	3%	3%
毛利率	18.2%	17.6%	18.0%	18.5%	19.0%

资料来源：公司公告，招商证券

风险提示:

- 1、宏观经济风险，消费需求不足影响公司零售业务增长。
- 2、行业竞争加剧，线下零售店大范围调改以及线上零售的持续冲击影响公司业务增长。上
- 3、调改门店不及预期，影响公司远期总体收入规模及利润规模。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1870	1905	1688	2024	2322
现金	447	428	514	1014	1345
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	5	15	15	15	15
应收款项	253	282	285	290	295
其它应收款	41	31	31	32	32
存货	739	756	447	270	227
其他	385	391	395	401	407
非流动资产	6924	6425	6130	5872	5645
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2415	2340	2230	2126	2027
无形资产商誉	618	585	527	474	427
其他	3890	3500	3374	3273	3192
资产总计	8793	8330	7819	7897	7968
流动负债	3605	3701	3155	3197	3231
短期借款	510	584	300	300	300
应付账款	1578	1499	1513	1538	1558
预收账款	880	975	984	1000	1013
其他	637	642	358	359	360
长期负债	3260	2635	2635	2635	2635
长期借款	263	90	90	90	90
其他	2997	2544	2544	2544	2544
负债合计	6865	6336	5790	5832	5866
股本	226	226	226	226	226
资本公积金	311	311	311	311	311
留存收益	1622	1712	1772	1833	1895
少数股东权益	(231)	(255)	(280)	(305)	(330)
归属于母公司所有者权益	2159	2249	2309	2370	2432
负债及权益合计	8793	8330	7819	7897	7968

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	928	847	912	765	602
净利润	109	110	114	119	123
折旧摊销	233	249	305	268	237
财务费用	163	160	189	192	195
投资收益	(5)	(6)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	423	328	326	206	67
其它	4	5	0	0	0
投资活动现金流	(481)	(257)	10	10	10
资本支出	(356)	(284)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(125)	27	20	20	20
筹资活动现金流	(450)	(640)	(837)	(276)	(281)
借款变动	(138)	14	(570)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(45)	(79)	(79)	(83)	(87)
其他	(267)	(574)	(189)	(192)	(195)
现金净增加额	(3)	(50)	86	500	331

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6065	6116	6184	6293	6386
营业成本	4442	4478	4519	4592	4652
营业税金及附加	63	71	80	80	80
营业费用	1052	1053	1065	1086	1108
管理费用	204	212	210	214	217
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	189	187	189	192	195
资产减值损失	16	31	30	30	30
公允价值变动收益	2	6	6	6	6
其他收益	5	9	9	9	9
投资收益	5	6	6	6	6
营业利润	144	168	172	179	184
营业外收入	11	12	10	10	10
营业外支出	21	33	30	30	30
利润总额	134	148	152	159	164
所得税	24	38	38	40	41
少数股东损益	(27)	(25)	(25)	(25)	(25)
归属于母公司净利润	136	135	139	144	148

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	1%	1%	2%	1%
营业利润	62%	17%	2%	4%	3%
归母净利润	46%	-1%	3%	4%	3%
获利能力					
毛利率	26.8%	26.8%	26.9%	27.0%	27.2%
净利率	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
ROE	6.5%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%
ROIC	9.1%	8.7%	9.9%	11.3%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	78.1%	76.1%	74.0%	73.9%	73.6%
净负债比率	12.3%	11.5%	5.0%	4.9%	4.9%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.4	6.0	7.5	12.8	18.7
应收账款周转率	28.2	22.0	20.7	20.8	20.8
应付账款周转率	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.60	0.62	0.64	0.66
每股经营净现金	4.11	3.75	4.04	3.39	2.67
每股净资产	9.57	9.97	10.23	10.50	10.78
每股股利	0.25	0.35	0.37	0.38	0.39
估值比率					
PE	22.6	22.8	22.1	21.3	20.7
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	19.1	17.6	12.7	13.2	13.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。