汇嘉时代（603101.SH）

新疆零售龙头，创新转型价值重估

我们认为，汇嘉时代的核心竞争优势在于其密集的门店网络、深入的本土市场洞察以及多业态协同效应。这些优势使其在新疆地区形成了显著的规模效应和品牌壁垒。公司积极推动超市调改和购物中心业态升级，创新性地探索“低空经济+消费”新场景，有望打开第二增长曲线。

新疆零售龙头，多业态协同发展。公司成立于 2000 年，2016 年上市，深耕新疆市场二十余年，涵盖购物中心、传统百货、超市等业态。截至 2025Q3 末，公司在新疆地区拥有 6 家百货商场、5 家购物中心及 10 家独立超市，受托管理 2 家购物中心和 1 家百货商场，建筑总面积达 106 万余平方米。2021-2024 年，新疆 GDP 年均增速 8.71%，高于全国平均增速 3 个百分点，社会消费品零售总额从 2021 年的 3585 亿元增长至 2024 年的 3926 亿元；2024 年新疆接待游客 3.02 亿人次、实现旅游收入 3595 亿元，比 2021 年分别增长 59%、154%，公司有望充分受益区域发展红利。

超市业态积极胖改，百货业态提升体验。2024 年启动“学习胖东来模式”的系统性调改，从商品结构、服务体验、员工福利等多维度对超市业务进行全面升级。截至 2025 年 9 月底，汇嘉时代已完成首批 8 家胖改店的升级工作，范围覆盖乌鲁木齐、昌吉、库尔勒、克拉玛依、哈密等新疆主要城市和地区。首家胖改店北京路店开业首周销售额突破 1732 万元，同比增长 272%。2025 年 12 月，公司开放试点首家外卖即时闪送业务门店，仓店合一，覆盖门店周围 3-5 公里区域，实现履约配送时效在 30-60 分钟，满足便民需求。百货调改侧重品牌升级与体验提升，通过发展首店经济推动品牌迭代升级，同时还与超市形成协同效应，超市调改后客流量增加，为百货业态带来了优质客源，北京路店超市调改后，百货销售同比增长 24.3%，跨业态导流新会员增加 14558 人。

布局低空经济，打造第二成长曲线。2025 年初，汇嘉时代与兵团国有全资公司新疆通用航空有限责任公司（西北地区规模最大的通航企业）共同发起成立合资公司通航汇嘉，实现零售网络与航空物流的优势互补。2025 年 7 月，通航汇嘉与沙雅县人民政府签署两项战略框架协议，聚焦低空旅游、智慧物流体系、生态治理与智慧农业三个核心领域，共同打造全域智慧低空生态体系，标志着低空经济业务进入县域层面的实质性推进阶段。

投资建议。我们预计公司 2025-2027 年收入各 24.22 亿/25.57 亿/27.82 亿元，同比增长 0.5%/5.6%/8.8%，归母净利各 0.81 亿/1.41 亿/1.88 亿元，同比增长 38.2%/74.4%/33.8%。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：区域市场集中，人才流失，品牌调改效果不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,494	2,409	2,422	2,557	2,782
增长率 yoy（%）	30.8	-3.4	0.5	5.6	8.8
归母净利润（百万元）	162	58	81	141	188
增长率 yoy（%）	203.1	-63.9	38.2	74.4	33.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.34	0.12	0.17	0.30	0.40
净资产收益率（%）	11.1	4.2	5.8	9.7	12.3
P/E（倍）	28.0	77.6	56.2	32.2	24.1
P/B（倍）	3.1	3.3	3.2	3.1	3.0

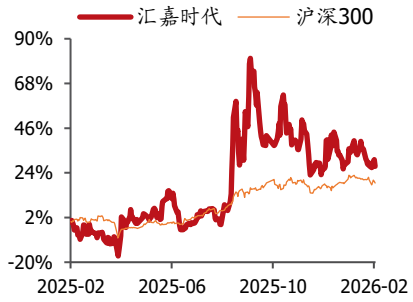
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 02 月 06 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	一般零售
02 月 06 日收盘价（元）	9.63
总市值（百万元）	4,529.95
总股本（百万股）	470.40
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	11.22

股价走势



作者

分析师　李宏科
执业证书编号：S0680525090002
邮箱：lihongke@gszq.com
分析师　毛弘毅
执业证书编号：S0680525110003
邮箱：maohongyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	804	939	1197	1228	1350
现金	132	195	467	467	537
应收票据及应收账款	146	140	141	149	162
其他应收款	54	45	47	49	54
预付账款	134	114	119	122	132
存货	301	356	334	352	377
其他流动资产	38	89	89	89	89
非流动资产	3468	3690	3868	3996	4085
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1880	2300			2860
无形资产	118	153	147	140	134
其他非流动资产	1469	1237	1196	1144	1092
资产总计	4272	4629	5065	5223	5436
流动负债	2449	2875	2899	2998	3130
短期借款	808	1005	1105	1105	1105
应付票据及应付账款	676	636	642	661	715
其他流动负债	965	1233	1152	1231	1311
非流动负债	367	370	771	771	771
长期借款	0	135	535	535	535
其他非流动负债	367	236	236	236	236
负债合计	2816	3245	3670	3768	3901
少数股东权益	-3	0	0	0	0
股本	470	470	470	470	470
资本公积	209	206	206	206	206
留存收益	779	717	751	811	891
归属母公司股东权益	1459	1384	1396	1455	1535
负债和股东权益	4272	4629	5065	5223	5436

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	468	425	349	601	697
净利润	161	58	81	141	188
折旧摊销	272	319	284	322	360
财务费用	61	56	59	69	69
投资损失	-14	-6	0	0	0
营运资金变动	-17	-1	-75	68	79
其他经营现金流	5	-2	0	1	-1
投资活动现金流	-232	-417	-461	-451	-449
资本支出	-305	-417	-403	-401	-399
长期投资	73	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-59	-50	-50
筹资活动现金流	-279	70	385	-150	-178
短期借款	-217	197	100	0	0
长期借款	-10	135	400	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-257	-115	-150	-178
现金净增加额	-43	78	272	0	69

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2494	2409	2422	2557	2782
营业成本	1559	1590	1562	1622	1748
营业税金及附加	96	84	92	92	97
营业费用	387	402	412	409	431
管理费用	191	194	199	197	209
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	75	71	56	60	60
资产减值损失	-4	0	0	0	0
其他收益	7	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
投资净收益	14	6	0	0	0
资产处置收益	17	18	0	1	1
营业利润	199	77	106	182	241
营业外收入	2	2	1	2	2
营业外支出	4	3	4	3	2
利润总额	196	76	103	180	241
所得税	35	18	23	40	53
净利润	161	58	81	141	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	162	58	81	141	188
EBITDA	518	449	443	562	661
EPS（元/股）	0.34	0.12	0.17	0.30	0.40

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	30.8	-3.4	0.5	5.6	8.8
营业利润(%)	240.5	-61.3	38.5	70.8	32.7
归属母公司净利润(%)	203.1	-63.9	38.2	74.4	33.8
获利能力					
毛利率(%)	37.5	34.0	35.5	36.6	37.1
净利率(%)	6.5	2.4	3.3	5.5	6.8
ROE(%)	11.1	4.2	5.8	9.7	12.3
ROIC(%)	7.7	3.6	3.8	5.6	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	65.9	70.1	72.4	72.1	71.8
净负债比率(%)	72.5	85.8	102.3	98.1	88.5
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	23.5	20.3	19.5	20.3	20.5
应付账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.12	0.17	0.30	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.90	0.74	1.28	1.48
每股净资产(最新摊薄)	3.10	2.94	2.97	3.09	3.26
估值比率					
P/E	28.0	77.6	56.2	32.2	24.1
P/B	3.1	3.3	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	8.1	12.4	13.4	10.6	8.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 02 月 06 日收盘价

内容目录

1. 新疆零售龙头，多业态协同发展 4
1.1 新疆零售龙头，深耕区域二十余年 4
1.2 收入利润改善，多业态协同发展 5
1.3 股权集中，管理团队经验丰富 7
2. 超市业态积极胖改，百货业态提升体验 8
2.1 超市胖改成效显著，开通线上超市布局即时零售 9
2.2 百货调改侧重品牌升级与体验提升 12
2.3 携手多点和飞书，数字化转型升级 12
3. 布局低空经济，打造第二成长曲线 13
4. 盈利预测 14
5. 投资建议 15
6. 风险提示 15

图表目录

图表 1: 汇嘉时代发展历程 4
图表 2: 新疆 GDP 及增速 5
图表 3: 新疆社零总额及增速 5
图表 4: 新疆接待国内游客人数及增速 5
图表 5: 新疆国内旅游收入及增速 5
图表 6: 公司营业收入及增速 6
图表 7: 公司归母净利润及增速 6
图表 8: 公司收入结构（%） 6
图表 9: 公司毛利结构（%） 6
图表 10: 公司股权结构（截至 3Q25） 7
图表 11: 公司管理团队 7
图表 12: 公司百货、购物中心、超市门店数量（家） 9
图表 13: 调改店注重服务体验提升 10
图表 14: 调改店胖东来自有品牌专区 10
图表 15: 调改店顾客休息区 10
图表 16: 调改店便民服务台 10
图表 17: 汇嘉时代超市线上首店上线 11
图表 18: 汇嘉线上超市支持小程序、美团外卖、淘宝闪购等多种流量入口 11
图表 19: 汇嘉时代与多点项目启动会 12
图表 20: 汇嘉时代与飞书签约仪式 12
图表 21: 通航汇嘉揭牌仪式 13
图表 22: 公司收入拆分预测（百万元） 14
图表 23: 可比公司估值表 15

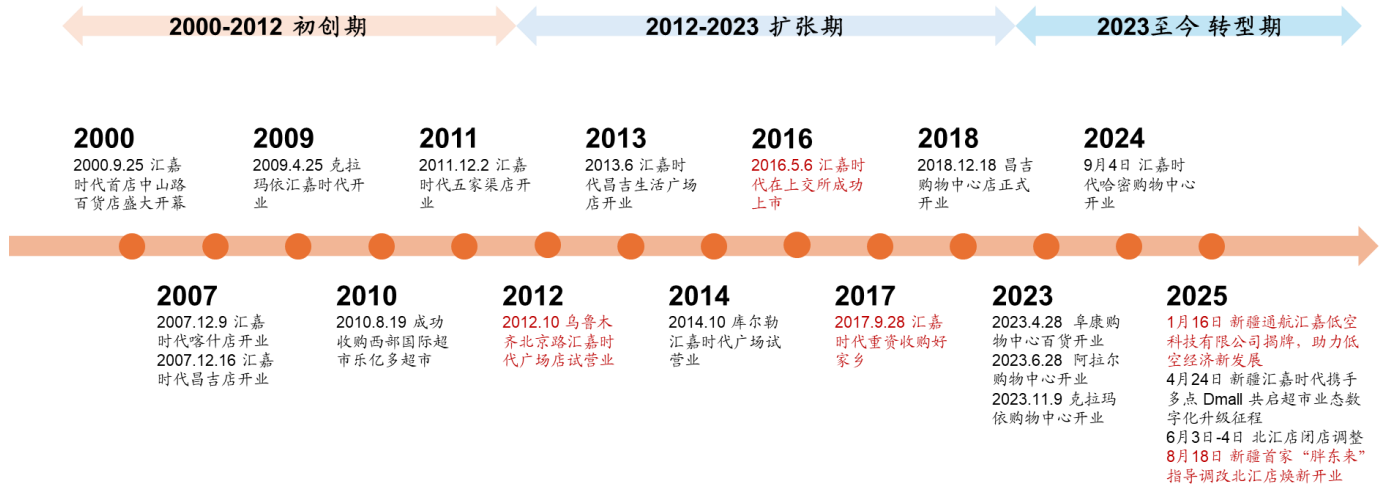
1. 新疆零售龙头，多业态协同发展

1.1 新疆零售龙头，深耕区域二十余年

新疆零售龙头，多业态布局，深耕区域市场。汇嘉时代成立于 2000 年，是新疆地区领先的零售行业龙头企业，2016 年在上海证券交易所挂牌上市。经过二十余年的发展，公司已成为新疆地区最大的连锁零售企业之一，经营业态涵盖购物中心、传统百货、超市等多元化零售形式。截至 2025 年第三季度，公司在新疆地区拥有 6 家百货商场、5 家购物中心及 10 家独立超市，受托管理 2 家购物中心和 1 家百货商场，建筑总面积达 106 万余平方米，网络覆盖乌鲁木齐、昌吉、克拉玛依、库尔勒等新疆核心商业区域。

从发展历程来看，汇嘉时代的演进可分为三个阶段：
初创期（2000-2012 年）：公司以传统百货业务为主，逐步在乌鲁木齐等核心城市建立桥头堡；
扩张期（2012-2023 年）：2012 年首家购物中心门店北京路店开业、2017 年收购好家乡超市 51%股权，公司积极向购物中心业态转型，通过自建与并购相结合的方式扩大网络布局；
转型期（2023 年至今）：公司致力于业态优化和创新转型，包括学习胖东来模式进行超市调改、探索低空经济等新增长点。

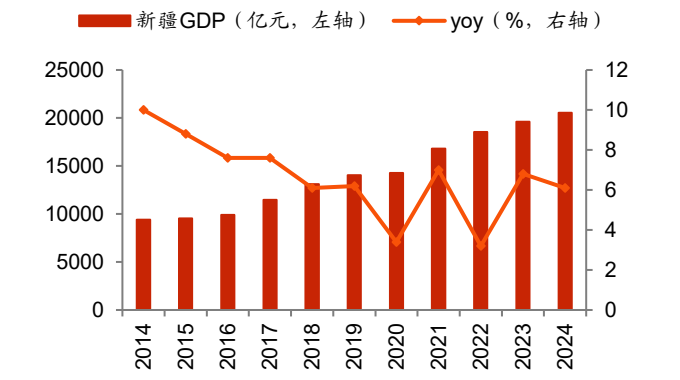
图表1：汇嘉时代发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

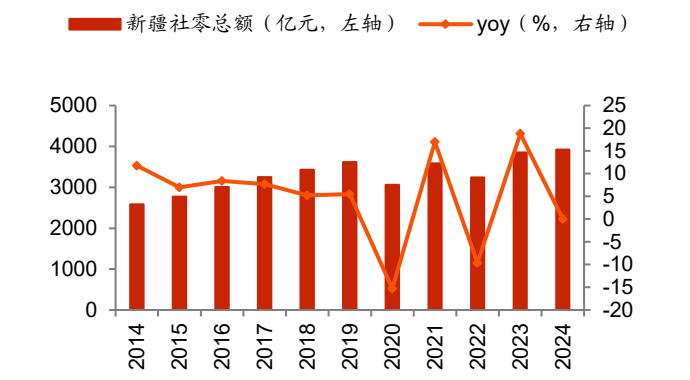
新疆地区经济发展质效并进，消费市场持续活跃。新疆地区生产总值由 2021 年的 15983.65 亿元增长至 2024 年的 20534.08 亿元，年均增速 8.71%，高于全国平均增速 3 个百分点。全疆生产供给持续向好，市场需求稳中有升，多项指标增速位居全国前列、实现历史性突破，经济运行呈现稳中有进、进中趋优良好态势。与此同时，消费市场持续活跃，“十四五”期间，新疆社会消费品零售总额从 2021 年的 3584.62 亿元增至 2024 年的 3926.45 亿元；2025 年 1-11 月新疆社会消费品零售总额 3754.19 亿元，同比增长 4.2%。

图表2：新疆 GDP 及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

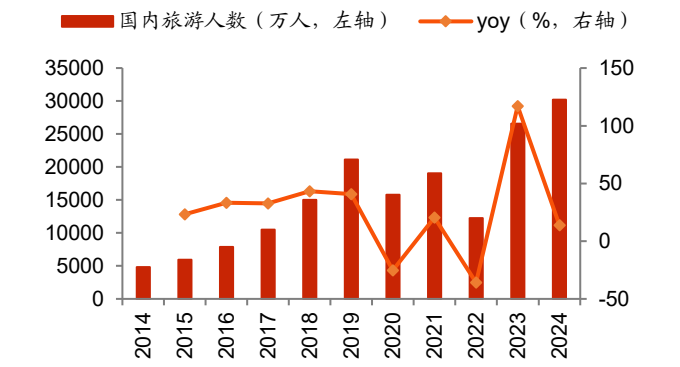
图表3：新疆社零总额及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

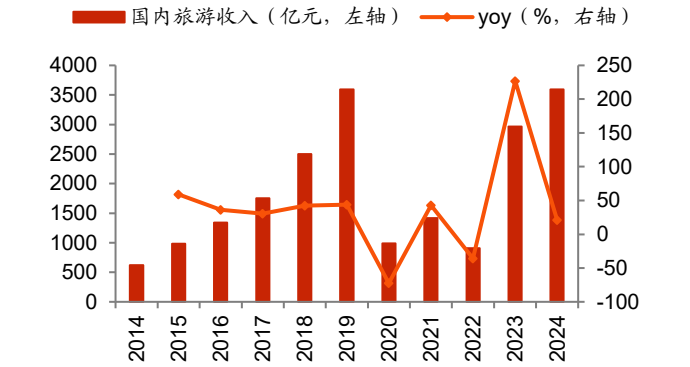
新疆旅游火爆出圈。2024 年新疆旅游热度跃居全国第二。旅游数据节节攀升，2024 年接待游客 3.02 亿人次、游客总花费 3595.42 亿元，比 2021 年分别增长 58.95%、154.08%，逐步实现从“人次增长”到”消费提升”的转型升级。

图表4：新疆接待国内游客人数及增速



资料来源：wind，新疆发展统计公报，天山网，新疆日报，国盛证券研究所

图表5：新疆国内旅游收入及增速

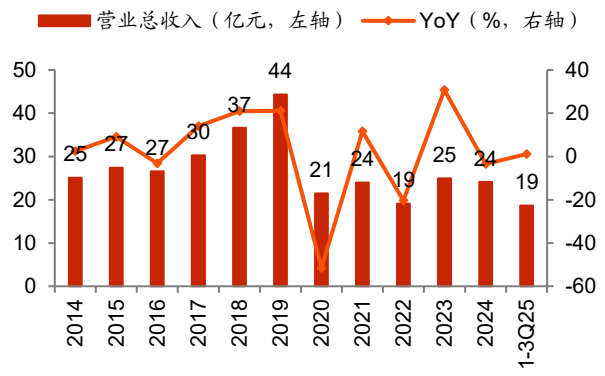


资料来源：wind，新疆发展统计公报，天山网，新疆日报，国盛证券研究所

1.2 收入利润改善，多业态协同发展

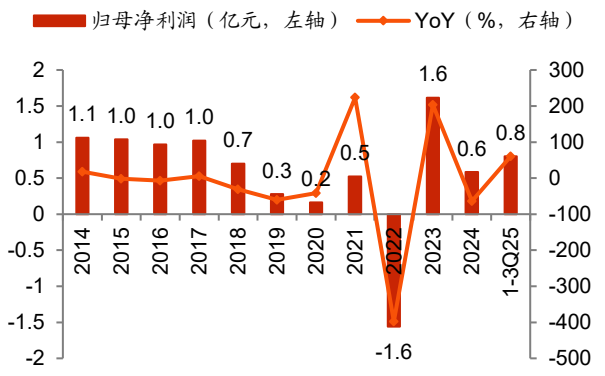
收入逐步企稳，盈利能力持续改善。公司 2020-2022 年受公共卫生事件影响，公司收入、利润有所波动；2023 年以来，公司收入逐步企稳，盈利能力持续改善。2023 年，公司实现营业收入 24.94 亿元，同比增长 30.76%，归母净利润 1.62 亿元，同比扭亏为盈，比 2021 年增长 208%。2024 年受新疆区域整体消费需求不足、居民购买力下降和消费信心不足等因素影响，公司收入利润有所下滑。2025 年前三季度，公司实现营业收入 18.68 亿元，同比增长 1.18%，归母净利润 0.8 亿元，同比增长 60.05%。

图表6：公司营业收入及增速



注：2020 年执行新收入准则，联营收入核算由总额法改为净额法核算，剔除新收入准则影响（按总额法同比口径），2020 年度公司营业收入同比减少 12.78%
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

图表7：公司归母净利润及增速



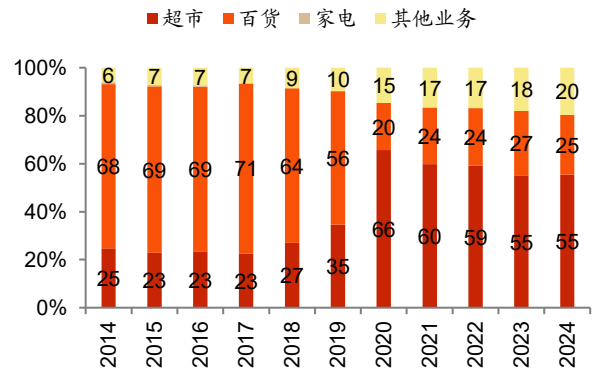
资料来源：wind，国盛证券研究所

公司主营业务为超市、百货，多业态协同发展。公司主要收入、毛利来源于超市、百货两个业态和其他业务，其他业务主要为租赁模式收入，即在公司经营场所里进行商业物业租赁经营，利润来源于租金收入扣除物业成本后的余额。公司目前在租赁模式下涉及的经营项目主要包括：餐饮、休闲娱乐项目、部分男女服饰用品、超市部分外租区域等。

新收入准则后超市收入贡献超 50%。2020 年执行新收入准则，联营收入核算由总额法改为净额法核算后，百货业务收入占比降至 30%以下，超市业务收入占比增至 50%以上。2024 年，公司超市、百货、其他业务收入占比分别 55%、25%、20%。

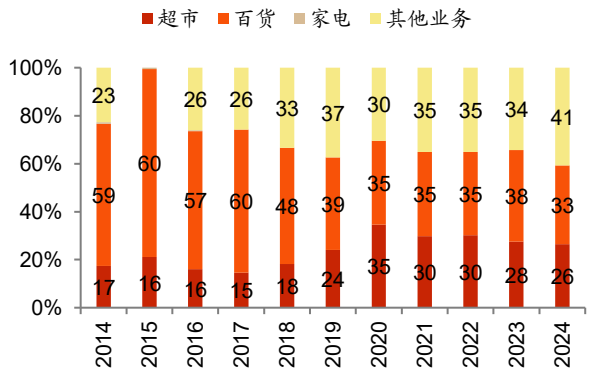
毛利角度，超市、百货业态贡献大致持平。2024 年，公司超市、百货、其他业务毛利占比分别 26%、33%、41%。

图表8：公司收入结构（%）



注：2020 年执行新收入准则，联营收入核算由总额法改为净额法核算
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

图表9：公司毛利结构（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

1.3 股权集中，管理团队经验丰富

股权结构较为集中。截至 2025 年 9 月，公司创始人潘锦海先生为公司第一大股东及实际控制人，持股比例为 56.4%，二股东潘艺尹女士为潘锦海先生之女，二者为一致行动人，两人合计持有公司 60.46%的股权，家族长期占据公司控股地位。

图表10：公司股权结构（截至 3Q25）

股东名称	股东性质	持股比例（%）
潘锦海	境内自然人	56.4
潘艺尹	境内自然人	4.06
瑞时私募基金管理（广州）有限公司	基金产品	2
上海证大资产管理有限公司	基金产品	1.33
新疆汇嘉时代百货股份有限公司回购专用证券账户	其他	1.08
上海呈瑞投资管理有限公司	基金产品	0.98
中国建设银行股份有限公司	基金产品	0.66
林丽丽	境内自然人	0.5
迁云（嘉兴）投资管理有限公司	基金产品	0.48
北京大时代私募基金管理有限公司	基金产品	0.48
其他股东		32.03
合计		**100**

资料来源：公司 2025 年三季报，国盛证券研究所

高管团队经验深厚，多以内部培养为主。公司高管多数具备十年以上的内部任职经历，形成了从一线岗位逐步晋升的完整职业路径。总经理朱翔历经营运管理、企业文化等多部门历练，财务总监范新萍在公司财务体系深耕超十年，精通零售业财务管理；副总经理陈亮拥有丰富的人力资源管理经验，主导组织效能提升。公司成熟的内部培养机制有助于保障战略执行的连贯性。

图表11：公司管理团队

姓名	年龄	职位	主要工作经历
潘丁睿	35	董事长	2018 年 11 月至 2020 年 3 月任公司乌鲁木齐喀什东路超市店长；2020 年 4 月至今任公司董事长。
朱翔	49	董事、总经理	2014 年 7 月至 2018 年 5 月任公司营运管理中心部长；2018 年 6 月至 2022 年 11 月任公司董事长助理兼企业文化宣传部部长；2020 年 4 月至 2024 年 7 月任公司总经理；2020 年 4 月至今任公司董事；2023 年 7 月至今任公司党委书记；2024 年 11 月至今任公司总经理。
潘艺尹	37	董事	曾任公司第一届、第二届董事会董事；2020 年 4 月至今任公司董事。
范新萍	54	董事、财务总监	2011 年 9 月至 2012 年 8 月，任公司审计部副部长；2012 年 9 月至 2020 年 4 月任公司财务管理中心部长；2020 年 4 月至今任公司董事、财务总监。
陈亮	44	董事、副总经理	2017 年 10 月至 2020 年 9 月，任公司人力资源管理中心经理；2020 年 9 月至 2022 年 1 月任公司人力资源管理中心副部长；2022 年 1 月至 2022 年 12 月任公司人力资源管理中心部长；2022 年 12 月至 2023 年 5 月任公司董事长助理；2023 年 5 月至今任公司董事；2024 年 4 月任公司副总经理。
马新智	61	独立董事	2012 年 5 月至 2018 年 5 月任中国石油集团工程股份有限公司（原为新疆独山子天利高新技术股份有限公司）独立董事；2015 年 5 月至 2021 年 11 月任光正眼科医院集团股份有限公司独立董事；2021 年 5 月至 2022 年 2 月任新疆国际实业股份有限公司独立董事；2022 年 4 月至今任新疆天聚建设投资集团有限公司外部董事；2022

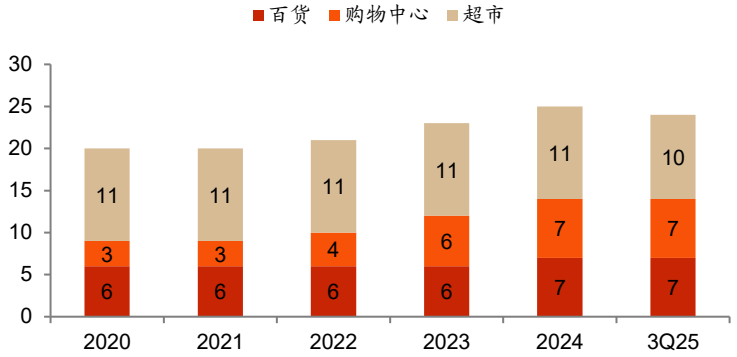
			年 9 月至 2025 年 3 月任江苏中润光能科技股份有限公司独立董事；2023 年 4 月至今任新疆兵团勘测设计院集团股份有限公司独立董事；2020 年 4 月至今任公司独立董事。
周晓东	57	独立董事	1999 年 7 月执业于新疆庭州律师事务所；2001 年 11 月合伙创办新疆广泽律师事务所；2016 年 5 月合伙创办国浩律师（乌鲁木齐）事务所；2019 年 8 月至 2024 年 8 月任国浩律师（乌鲁木齐）事务所不动产委员会主任；2021 年 7 月至 2024 年 11 月任国浩律师（乌鲁木齐）事务所管理合伙人；现任国浩律师（乌鲁木齐）事务所高级合伙人、新疆维吾尔自治区律师协会直属分会建设工程与房地产专业委员会委员、新疆财经大学法学院法律本科生实践导师；2023 年 5 月至今任公司独立董事。
孙杰	45	独立董事	2007 年至今在新疆财经大学从事教学与研究工作；2022 年 6 月至 2025 年 3 月任新疆雪峰科技（集团）股份有限公司独立董事；2022 年 6 月至今任新疆赛里木现代农业股份有限公司独立董事；2023 年 5 月至今任公司独立董事。
彭志军	62	监事会主席	2004 年 3 月至 2007 年 12 月任湖南汇通实业发展有限公司总经理、副董事长；2008 年 1 月至 2009 年 1 月任新疆汇通（集团）股份有限公司（现渤海金控）副总经理；2009 年 2 月至 2010 年 12 月任公司常务副总经理；2011 年 1 月至 2012 年 4 月任湖南财信工程投资担保有限公司常务副总经理；2011 年 5 月至 2016 年 10 月任湖南财信典当有限责任公司董事长兼总经理；2016 年 11 月至今任新疆汇嘉投资（集团）有限公司总裁；2017 年 7 月至今任公司监事会主席。
韩丽娟	48	监事	2000 年 9 月至 2005 年 2 月，任公司女装部主管；2005 年 2 月至 2010 年 4 月，任新疆铜锣湾购物广场女装部经理兼招商部长(女装)；2010 年 5 月至 2021 年 4 月任公司女装招商中心部长；2021 年 4 月至 2024 年 10 月 16 日任公司女装招商中心招商总监；2017 年 6 月至今任公司监事。2024 年 10 月 17 日至今任公司业务招商部女装、童装组招商总监。
仇潇羽	38	职工代表监事	2011 年 3 月至 2023 年 7 月历任公司乌鲁木齐北京路购物中心主管会计、乌鲁木齐区域财务经理、公司财务部副部长；2023 年 7 月至今历任公司风控审计部副部长、部长；2023 年 7 月至今任公司职工代表监事。
毛世恒	48	副总经理	2009 年 2 月至 2020 年 7 月，历任公司办公室主任、董事长秘书、投资部部长；2020 年 7 月至今任公司副总经理兼战略发展部部长。
张佩	42	副总经理、董事会秘书	2011 年 9 月至 2016 年 10 月任新疆天山水泥股份有限公司董事会办公室主办；2016 年 10 月至 2022 年 5 月历任公司证券部副部长、部长、证券事务代表；2022 年 5 月至今任公司副总经理、董事会秘书兼证券部部长。
张新苑	45	副总经理	2018 年 5 月至 2021 年 2 月任公司乌鲁木齐北京路购物中心总经理；2021 年 2 月至 2022 年 5 月任昆明安宁万达广场总经理；2023 年 2 月至 2024 年 3 月任新疆汇嘉投资（集团）有限公司副总裁；2024 年 4 月任公司副总经理。
戴立生	42	副总经理	2018 年 3 月任公司工程管理中心部长；2019 年 3 月至 2024 年 3 月任公司物业管理部部长兼物业工程部部长；2024 年 4 月任公司副总经理。

资料来源：公司 2024 年报，国盛证券研究所

2. 超市业态积极胖改，百货业态提升体验

截止 2025 年 9 月，公司在新疆地区拥有 6 家百货商场、5 家购物中心及 10 家独立超市，同时受托管理 2 家购物中心和 1 家百货商场。公司建筑总面积达 106 万余平方米，分布于乌鲁木齐市、昌吉地区、五家渠市、阜康市、奇台县、克拉玛依市、哈密市、库尔勒市、阿克苏市、阿拉尔市的核心商业区。

图表12：公司百货、购物中心、超市门店数量（家）



注：含受托管理门店
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.1 超市胖改成效显著，开通线上超市布局即时零售

自 2024 年起，汇嘉时代启动“学习胖东来模式”的系统性调改，从商品结构、服务体验、员工福利等多维度对超市业务进行全面升级。调改不仅涉及表面陈设，更是对零售本质的深度重构。公司超市板块已形成清晰的店型分级体系：定位精品超市的 A 类店、定位生活超市的 B 类店以及以社区超市为主的 C 类店，针对不同商圈和客群提供差异化商品与服务。

商品结构优化：淘汰 60%以上的三四线低质品牌商品，引入一线、二线品牌及新疆本地特色地标商品。公司与河南胖东来商贸集团合作，获得其自有品牌授权，将 DL 果汁、DL 燕麦片、DL 洁面巾等几十种胖东来爆款商品首次引入新疆市场。调改后门店与胖东来商品结构契合度达 90%以上，同时大幅提升本地优质农产品占比，如阿克苏苹果、天润牛奶等。在品类管理上，公司强化生鲜优势，熟食区增加开放式明厨亮灶，烘焙区坚持日清不过夜，水产区配备专业制冷循环系统，确保商品鲜活安全。

价格策略调整：改变传统促销模式，取消促销牌和折扣牌，按照商品实际价值定价。通过优化采购渠道，过滤不必要的中间环节，确保价格实在透明。对生鲜商品严格执行“果切 468 鲜度原则”（切好后超过 4 小时八折、6 小时六折、8 小时下架），叶菜、肉禽等商品每日清货，既保证新鲜度又合理控制损耗。

服务体验升级：打破传统超市强制动线设计，拓宽卖场通道，营造舒适购物环境。大规模增加便民设施，包括顾客休息区、免费直饮水、便民医疗箱、微波炉、充电宝、宠物寄存处和母婴室等。同时推出 65 项服务项目，包括上门退货服务、顾客投诉奖励机制等，建立明确的舆情处理与赔付标准，从“被动应对”转向“主动保障”。

员工福利改善：将员工福祉作为调改核心，大幅提升员工薪酬。普通员工工资提升至 4500 元/月，小店长（课长）12000 元/月，店长 30000 元/月；工作时间缩减至平均每日不超过 8 小时，每周不超过 42 小时。新增年休假、妇女节、母亲节等专项福利，优化员工休息、更衣、就餐及办公区域。公司旨在通过提升员工幸福感，激发服务热情，形成“员工幸福度→服务品质→顾客满意度”的正向循环。

图表13：调改店注重服务体验提升

资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

图表14：调改店胖东来自有品牌专区

资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

图表15：调改店顾客休息区

资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

图表16：调改店便民服务台

资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

截至 2025 年 9 月底，汇嘉时代已完成首批 8 家胖改店的升级工作，范围覆盖乌鲁木齐、昌吉、库尔勒、克拉玛依、哈密等新疆主要城市和地区。其中，超市北京路店作为新疆首家胖东来指导调改店，于 2025 年 8 月 16 日重装开业后成效显著，北京路店开业首周销售额突破 1732 万元，较去年同期增长 272%，日均成交笔数 11174 笔，同比增长 232%，客单价 172.2 元，同比增长 12%。调改不仅带动超市业绩增长，还为百货业态导流，百货销售同比增长 24.3%，跨业态导流新会员增加 14558 人。

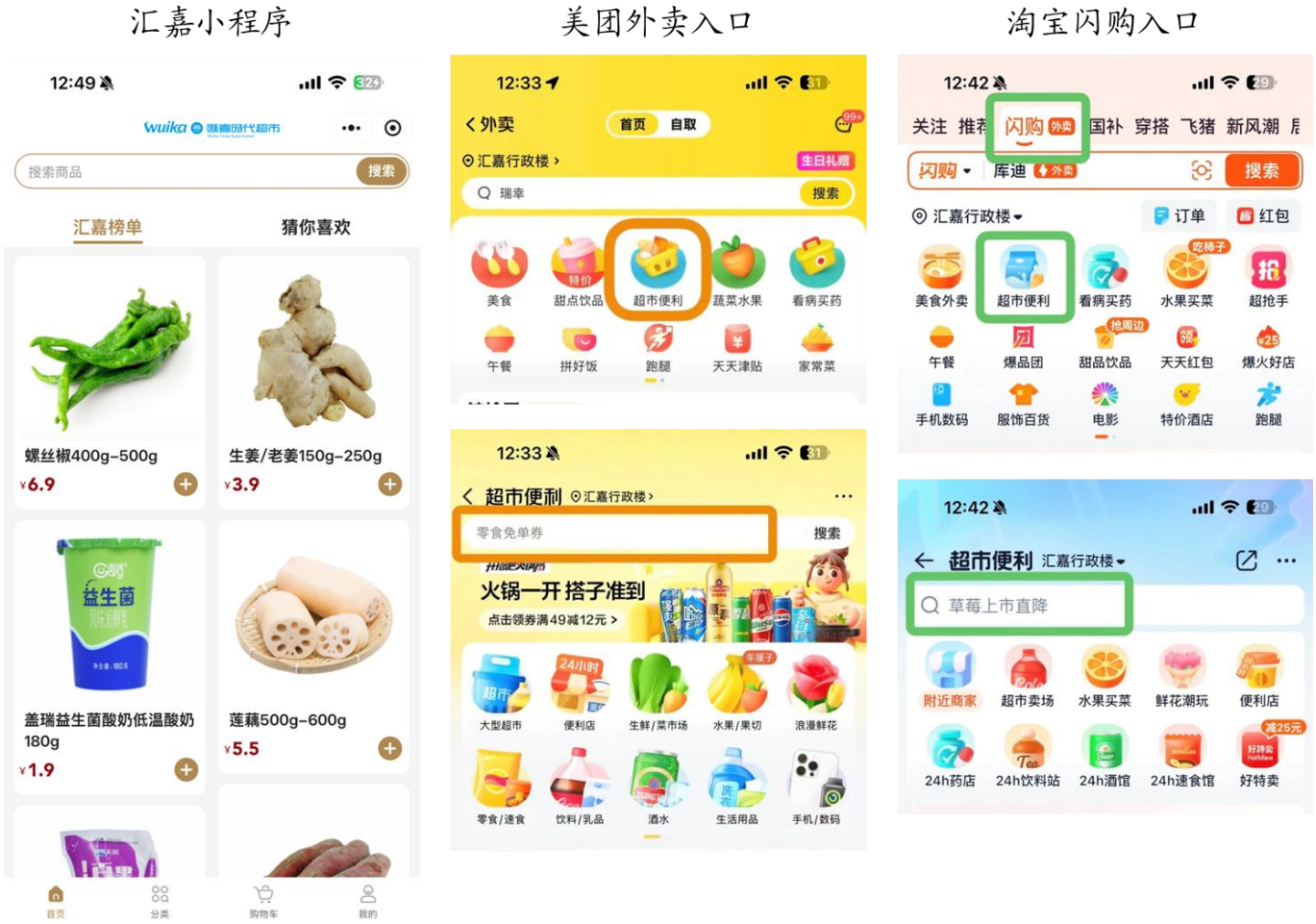
汇嘉时代世贸店于 9 月 5 日完成调改开业，同样获得市场积极反响。库尔勒朝阳店通过调改后，客流量增长 15%，销售额提升 12%。调改成效验证了胖东来模式在新疆地区的可复制性，为公司全面推广调改提供了支撑。

2025 年 12 月，公司开放试点首家外卖即时闪送业务门店，仓店合一，覆盖门店周围 3-5 公里区域，实现履约配送时效在 30-60 分钟，满足便民需求。借助第三方外卖平台流量优势，触达海量用户，通过官方小程序沉淀私域流量，有效提升品牌曝光度与用户触达效率，形成“公域引流+私域运营”的双域闭环。

图表17：汇嘉时代超市线上首店上线

资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

图表18：汇嘉线上超市支持小程序、美团外卖、淘宝闪购等多种流量入口



资料来源：汇嘉时代微信公众号，国盛证券研究所

2.2 百货调改侧重品牌升级与体验提升

公司百货业务主要通过发展首店经济推动品牌迭代升级。以哈密百货商城为例，该店以“精致生活中心”为定位，引入 67 个品牌，瞄准年轻客群，日均客流量超 3000 人次。哈密购物中心则以“丝路会客厅”重塑商业格局，两大项目形成鲜明互补，共同填补哈密市现代化商业空白。

百货业务的调改还与超市形成协同效应。超市调改后客流量增加，为百货业态带来了优质客源。北京路店超市调改后，百货销售同比增长 24.3%，跨业态导流新会员增加 14558 人。这种跨业态联动效应增强了汇嘉时代综合体的整体竞争力。

公司百货业务采取自有物业经营与受托管理相结合的模式，有效控制经营成本，提高资产效率，受托管理的哈密购物中心项目，委托管理期限为 10 年，委托管理费每年 700 万元；汇嘉时代奎屯市购物中心项目，委托管理期限为 10 年，委托管理费每年 600 万元。

2.3 携手多点和飞书，数字化转型升级

2025 年 4 月，汇嘉时代与全渠道数字零售服务商多点 Dmall 达成战略合作，正式启动其超市业态的系统性数字化升级。此次合作旨在突破传统 ERP 系统的局限，由多点 Dmall 提供技术支持，共同构建一体化的数字底座，目标是实现业务前中后台的统一、数据融通以及作业的标准化与移动化。项目涵盖采购、供应链及全渠道销售等核心业务流程，并通过五个阶段的规划有序推进，以期优化运营效能，为公司的全面数字化转型与服务升级奠定基础。

2025 年 4 月，汇嘉时代与字节跳动旗下飞书签署战略合作协议，旨在利用飞书的 AI 协同与数据中台能力，构建智能化的业务数字中枢，以打通跨部门与跨产业的流程协作壁垒。合作的核心目标是赋能“低空经济+消费”融合发展战略，通过数据驱动与 AI 决策，加速定制农业、低空物流、乡村旅游三大应用场景的落地，提升管理效率与供应链效能，从而打造一个可复制的“AI+低空+零售”产业范式，为传统零售开辟新增长曲线。

图表19：汇嘉时代与多点项目启动会

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表20：汇嘉时代与飞书签约仪式

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3. 布局低空经济，打造第二成长曲线

新疆地区独特的地理特征和物流挑战为低空经济发展提供了天然土壤。新疆地域辽阔，人口分布呈现“整体地广人稀，局部分布集中”的特点，地面交通建设及通行时间成本较大。2024 年底，国家发展改革委将“低空物流”写入《西部地区鼓励类产业目录》，明确在新疆全境开放 3000 米以下非管制空域，用于物流配送、应急投送和农林作业，使新疆成为全国首个以省域为单位试点低空物流的省区。这一政策突破为零售企业突破地理限制提供了可能，也为汇嘉时代布局低空经济提供了政策支持。

2025 年初，汇嘉时代与兵团国有全资公司新疆通用航空有限责任公司（西北地区规模最大的通航企业）共同发起成立合资公司通航汇嘉。新疆通航综合实力位居全国通航企业前列，累计执管适航全牌照可飞航空器 32 架，并持有航线维修、定期维修和飞机大修等资质。二者合作实现了零售网络与航空物流的优势互补。

图表21：通航汇嘉揭牌仪式

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2025 年 7 月，公司与通航公司合作，开通两条试点航线：阿拉尔核心门店、轮台基地—乌鲁木齐仓储中心，主要运送小白杏、红枣、排酸牛肉等时效商品。据现场测试，无人机 45 分钟内送达景区游客所需物品，6 小时内完成小白杏从采摘到上架，连接起农业生产端到消费端。

相关负责人表示，航线成本高于陆运，但对高附加值商品已有商业可行性。按照自治区规划，2026 年将建成 100 个以上低空物流节点，公司计划把起降点直接嵌入商场屋顶，实现“空中—商场—社区”40 分钟配送圈。

2025 年 7 月，通航汇嘉与沙雅县人民政府签署两项战略框架协议，共同打造全域智慧低空生态体系。合作聚焦三大核心领域：一是开发低空旅游，规划“139 秘境公路低空走廊”及沙雅至库车的观光航线，并建设综合体验中心；二是构建智慧物流体系，通过“有人机+无人机”混合模式，打通农产品上行与工业品下行的双向通道；三是应用于生态治理与智慧农业，包括利用无人机进行胡杨林病虫害防治与塔里木河生态巡护。沙雅县政府表示将全力支持项目落地，企业方计划投入专业团队与航空器资源，开发多个低空服务场景，标志着低空经济业务进入县域层面的实质性推进阶段。

4. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年收入各 24.22 亿元、25.57 亿元、27.82 亿元，同比增长 0.5%、5.6%、8.8%，归母净利各 0.81 亿元、1.41 亿元、1.88 亿元，同比增长 38.2%、74.4%、33.8%。

主要假设：①百货：考虑到公司持续进行差异化调改，加大新品牌引入力度，以及超市胖改带来的客流协同，预计 2025-2027 年收入分别为 6.12 亿元、6.31 亿元、6.62 亿元，同比各增 2.00%、3.00%、5.00%；毛利率稳中略提，假设分别为 44.00%、45.00%、45.50%。

②超市：胖改效果佳，且持续推广，同时考虑到公司三季度关闭一家超市门店，预计 2025-2027 年收入分别为 13.22 亿元、14.15 亿元、15.56 亿元，同比各增-1.00%、7.00%、10.00%；供应链提效带来毛利率提升，假设分别为 18.50%、20.00%、20.80%。

③其他业务：假设 2025-2027 年收入增速分别为 3.00%、5.00%、10.00%；毛利率假设分别为 71.00%、72.00%、72.50%。

图表22：公司收入拆分预测（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2409	2422	2557	2782
Yoy	*-3.40%*	*0.53%*	*5.59%*	*8.77%*
综合毛利率	*34.00%*	*35.52%*	*36.58%*	*37.15%*
百货				
收入	600	612	631	662
Yoy	*-10.38%*	*2.00%*	*3.00%*	*5.00%*
毛利率	*44.84%*	*44.00%*	*45.00%*	*45.50%*
超市				
收入	1336	1322	1415	1556
Yoy	*-2.88%*	*-1.00%*	*7.00%*	*10.00%*
毛利率	*16.20%*	*18.50%*	*20.00%*	*20.80%*
其他业务				
收入	473	488	512	563
Yoy	*5.42%*	*3.00%*	*5.00%*	*10.00%*
毛利率	*70.47%*	*71.00%*	*72.00%*	*72.50%*

资料来源：公司 2024 年报，国盛证券研究所

5. 投资建议

公司为新疆区域零售龙头，主营超市、百货业态，选取同为多业态区域零售企业重庆百货、大商股份、天虹股份作为可比公司。

我们认为，作为新疆区域零售龙头，汇嘉时代的核心竞争优势在于其密集的门店网络、深入的本土市场洞察以及多业态协同效应。这些优势使其在新疆地区形成了显著的规模效应和品牌壁垒，为持续增长奠定了坚实基础。公司积极推动超市调改和购物中心业态升级，同时创新性地探索“低空经济+消费”新场景，有望为公司打开第二增长曲线。首次覆盖给予“买入”评级。

图表23：可比公司估值表

		EPS（元/股）				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600729.SH	重庆百货	2.98	3.10	3.29	3.46	8.25	7.95	7.49	7.12
600694.SH	大商股份	1.70	1.70	1.88	2.06	10.76	10.78	9.77	8.88
002419.SZ	天虹股份	0.07	0.11	0.14	0.18	87.30	50.35	39.74	32.28
平均值						**35.44**	**23.02**	**19.00**	**16.09**
603101.SH	汇嘉时代	0.12	0.17	0.30	0.40	77.62	56.15	32.20	24.07

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：重庆百货的 EPS 预测来自于国盛证券预测，大商股份、天虹股份取 wind 一致预期，股价取 2 月 6 日收盘价。

6. 风险提示

区域市场集中风险：公司业务高度集中于新疆地区，虽然这一定位带来了本土化优势，但也导致公司业绩与新疆区域经济发展高度相关。如新疆地区经济增速放缓或出现区域性风险，将直接影响公司经营业绩。

人才流失风险：随着公司经营策略演进，对高层次管理和专业人才需求增加。若人才储备跟不上业务发展速度，将影响经营稳定性。

品牌调改效果不及预期风险：公司持续进行品牌调整和业态升级，但这些调改措施需要时间验证，效果存在不确定性。如果品牌调改未能有效吸引消费者或提升经营效率，可能造成资源浪费并影响短期业绩。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com