

汇嘉时代 (603101.SH)

新疆零售龙头行稳致远，胖改驱动业态提质

核心观点：

- **新疆消费市场温和复苏，零售行业经历出清、格局改善。**近年新疆地区核心市场经历供给出清洗牌，运营韧性较强的头部企业进一步巩固市场地位。公司的营收体量持续领先于同业竞对，净利率和 ROE 相对更为稳定。
- **新疆百货零售连锁龙头，精细化管理稳固市场核心地位。**汇嘉时代成立于 2000 年，形成百货、商超等协同发展的多业态综合性零售业务，成为新疆百货零售连锁龙头之一。根据公司三季度经营公告，截至 2025 年 Q3，公司拥有百货、购物中心及超市等门店 **24 家**（含 **3 家托管**），总面积超 106 万平。2025Q1-Q3 公司实现营业收入 18.68 亿元，同比增长 1.2%。
- **公司通过胖东来模式调改，持续提振盈利能力，未来将积极开发南疆等蓝海市场，延伸和打造在疆的渠道网络。**（1）公司于 2025 年 6 月全面推进“胖改”，优化商品结构与激励机制，驱动提质增效。2025Q1-Q3 公司归母净利率为 4.30%，同比增长 1.6pct。（2）公司通过供应链筑基、数智化赋能、低空经济拓新三元驱动，构筑增长新格局。（3）以中亚市场为核心，推进“引进来+走出去”的双向贸易战略，积极构建跨境商贸新布局。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年公司实现营业收入 25.0/28.0/31.4 亿元，同比增长 3.8%/12.1%/11.9%；归母净利润分别为 0.9/1.4/1.9 亿元，25-27 年分别同比增长 48.3%/66.6%/28.7%。参考可比公司估值，且考虑到板块当前整体估值偏低，给予公司 2026 年 34x PE 估值，合理价值为 10.43 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济风险、行业竞争加剧及业态变革风险、调改投入及运营效率提升不及预期风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,494	2,409	2,500	2,803	3,137
增长率 (%)	30.8%	-3.4%	3.8%	12.1%	11.9%
EBITDA	541	461	495	579	650
归母净利润	162	58	87	144	186
增长率 (%)	-203.5%	-63.9%	48.3%	66.6%	28.7%
EPS (元/股)	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39
市盈率 (P/E)	19.6	75.2	51.3	30.8	23.9
ROE (%)	11.1%	4.2%	5.9%	8.9%	10.3%
EV/EBITDA	7.1	11.6	11.1	9.8	8.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

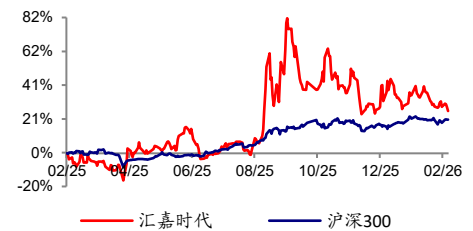
买入

当前价格	9.44 元
合理价值	10.43 元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	470.40/470.40
总市值/流通市值 (百万元)	4440.58/4440.58
一年内最高/最低 (元)	13.65/6.33
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.88/89.08
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-14.49/15.69

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

曹敦鑫



SAC 执证号: S0260525080002



021-38003743



caodunxin@gf.com.cn

请注意，曹敦鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

汇嘉时代 (603101.SH) :调改成效开始逐步显现	2025-11-04
汇嘉时代 (603101.SH) :胖改驱动盈利与效率双升，积极探索低空经济新增长曲线	2025-09-12

目录索引

一、新疆百货零售连锁龙头，客流恢复再出发.....	5
二、经济复苏刺激消费增长，精细化管理提质增效.....	9
（一）区域概况：新疆地区龙头，区域消费具备弹性.....	9
（二）市场地位上升：公司巩固核心市场布局，积极扩张增量市场.....	13
（三）胖改引领业态升级 强化区域零售竞争力.....	16
（四）三元驱动：供应链筑基、数智化赋能、低空经济拓新，构筑汇嘉时代增长新格局.....	20
（五）中亚出海稳步推进 打造跨境零售新增长极.....	22
三、盈利预测和投资建议.....	24
（一）业务拆分及收入预测.....	24
（二）估值分析与投资建议.....	25
四、风险提示.....	26
（一）宏观经济风险.....	26
（二）行业竞争加剧及业态变革风险.....	26
（三）调改投入及运营效率提升不及预期风险.....	26

图表索引

图 1: 2016-2024Q3 年营业收入及同比增速	5
图 2: 2016-2025Q3 年归母净利润及同比增速	5
图 3: 2016-2024 年主营业务收入拆分 (亿元)	6
图 4: 2025 年三季度主营业务收入结构	6
图 5: 2016-2025Q3 三项费用率	6
图 6: 2016-2025Q3 毛利率和净利率变化	6
图 7: 2016-2025Q3 存货周转率及应收账款周转率	7
图 8: 2016-2025Q3 经营性现金流情况	7
图 9: 汇嘉时代股权架构 (截至 2026 年 1 月)	8
图 10: 2024 年全国各省市社会零售品消费总额 (万亿元)	10
图 11: 2014-2024 新疆地区社会消费品零售情况	11
图 12: 2004-2024 年新疆地区常住人口及增速	11
图 13: 2004-2024 年新疆地区城镇与乡村人口情况	11
图 14: 2012-2024 年新疆地区 GDP 及增速	12
图 15: 2013-2024 年新疆地区居民可支配收入及增速	12
图 16: 截至 2025Q3 汇嘉时代在新疆区域的门店布局	14
图 17: 2023 年新疆地区各主要地区 GDP (亿元)	14
图 18: 2024 年新疆地区各主要地区社会消费品零售总额 (亿元)	15
图 19: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团营业收入及同比增速对比	15
图 20: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团毛利率及同比增速对比	15
图 21: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团净利率对比	16
图 22: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团 ROE 对比	16
图 23: 2017-2024 公司超市业务收入及变化情况	16
图 24: 2017-2024 公司超市业务毛利率变化情况	16
图 25: 公司各业务收入同比增速	17
图 26: 汇嘉时代主要业务毛利率变化	17
图 27: 门店拆除原有强制动线设计, 加大货架间距	17
图 28: 卖场对照明系统及陈列布局升级	17
图 29: 胖东来自有品牌专区	18
图 30: 便民服务台自助取冰处	18
图 31: 顾客休息区	18
图 32: 9 月再迎 6 店胖改	19
图 33: 2017-2024 公司综合百货业务收入及变化情况	20
图 34: 2017-2024 公司综合百货业务毛利率变化情况	20
图 35: 汇嘉时代与飞书签约仪式	21
图 36: 新疆通航汇嘉与沙雅县签署战略合作协议	22
图 37: 哈萨克斯坦进出口情况	23
图 38: 哈萨克斯坦 GDP 情况	23
图 39: 哈萨克斯坦人口情况	23

表 1: 汇嘉时代发展历程.....	7
表 2: 公司核心管理层从业背景.....	8
表 3: 主要 SW 商贸零售业上市公司市值、ROE、销售毛利率、归母净利率及营收、 归母净利润同比增速	12
表 4: 截至 2024 公司综合百货门店梳理	20
表 5: 公司业务拆分及盈利预测.....	24
表 6: 公司期间费用拆分及预测.....	25
表 7: 可比公司盈利预测与估值（截至 2026 年 2 月 11 日收盘）	26

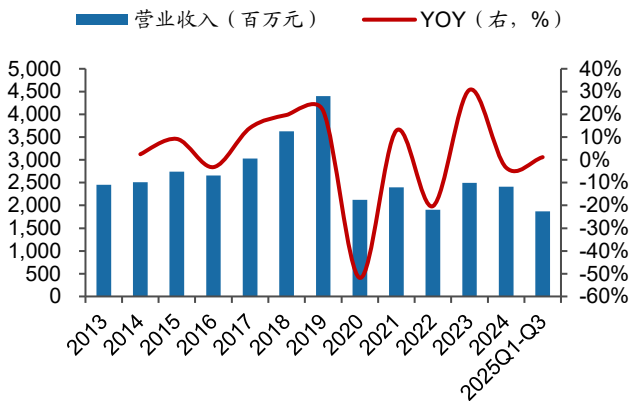
一、新疆百货零售连锁龙头，客流恢复再出发

（一）扎根新疆，零售多业态协同发展

新疆汇嘉时代百货股份有限公司成立于2000年，深耕新疆区域市场，致力于发展以百货为主线，商超、家电协同发展的多业态综合性零售业务，经营业态涵盖购物中心、传统百货、超市等，是新疆零售行业的领军企业，也是目前新疆最大的连锁超市企业。根据公司三季度经营公告，截至2025年Q3，公司在新疆地区自主经营6家百货商场、5家购物中心、10家独立超市，受托管理1家百货商场、2家购物中心，上述门店建筑总面积达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、库尔勒市、阿克苏市、阿拉尔市、哈密市的核心商业区。

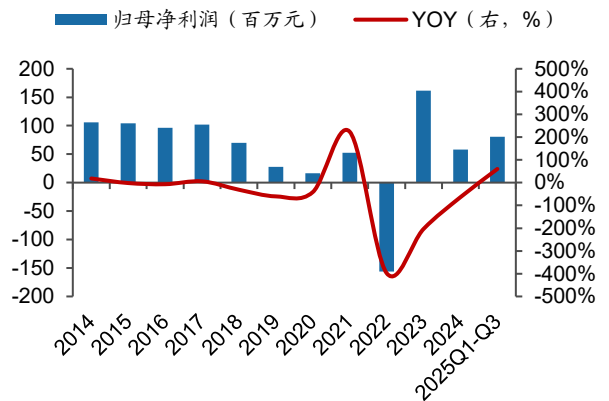
根据公司年度报告数据，2016-2019年，公司营业收入稳步上升，由26.54亿元增长至44.03亿元，复合年均增长率18.4%。2020年公司受疫情冲击影响较大，下属门店在当年报告期内3个月未营业，营业收入大幅下滑。2021年出现小幅回升，2022年公司受外部环境影响，下属大部分门店4个月处于未营业状态，营业收入同比下滑明显。2024年由于市场整体消费降级，顾客消费意愿下降，营业收入较2023年同比-3.4%。2025Q1-Q3公司累计实现营业收入18.68亿元，同比+1.2%，门店调改逐步见效。

图 1: 2016-2024Q3年营业收入及同比增速



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

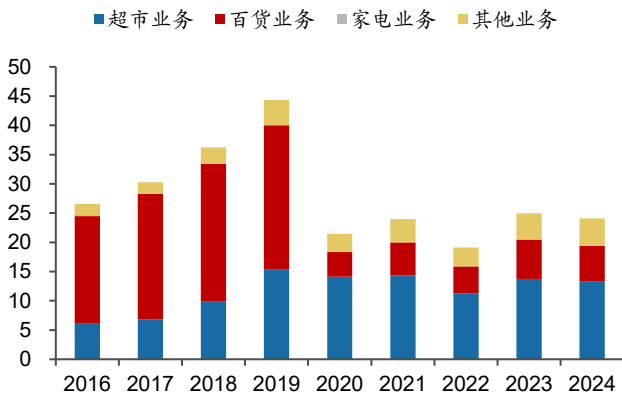
图 2: 2016-2025Q3年归母净利润及同比增速



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

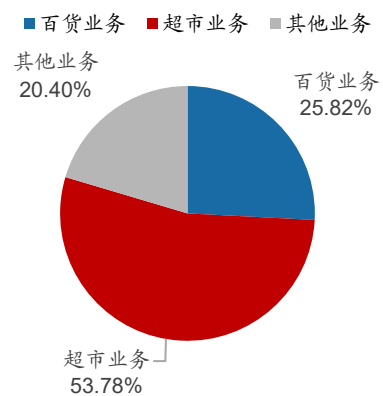
分业务来看，据公司2025年三季度报数据，2025Q3单季度公司的百货业务、超市业务和其他业务分别实现营业收入1.54亿元、3.21亿元、1.22亿元，同比+18.51%、-9.43%、2.18%，收入占比分别为25.82%、53.78%、20.4%。

图 3: 2016-2024年主营业务收入拆分 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2025年三季度主营业务收入结构

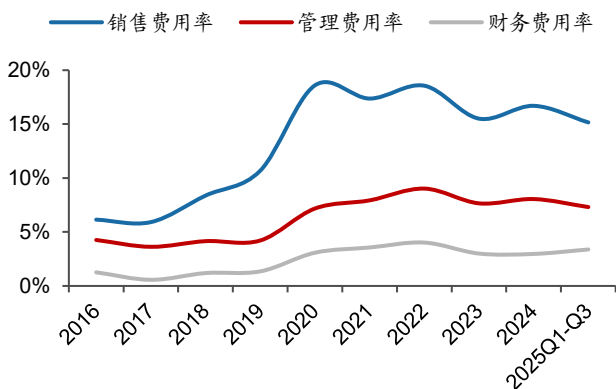


数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

据公司2024年年报数据, 2024年公司综合毛利率为34.0%, 同比-3.5pct; 2025Q1-Q3公司综合毛利率为35.0%, 同比增长1.5pct。2024-2025Q3公司百货业务、超市业务和其他业务的毛利率分别为44.8%/37.6%、16.2%/20.1%、70.5%/70.8%。2025年第三季度公司开展超市门店的自主调改, 从而带动超市业态毛利率水平的整体提升。

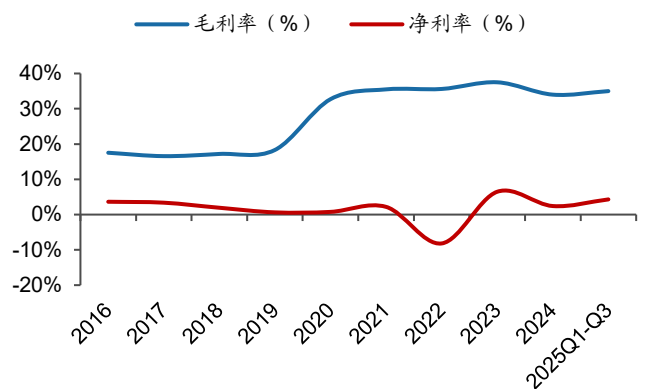
2024年公司实现归母净利润0.58亿元, 同比变化-63.9%; 2025Q1-Q3公司累计实现归母净利润0.80亿元, 同比增长60.1%。2024年公司销售费率、管理费率、财务费率分别为16.7%、8.1%、3.0%, 同比增长1.2pct、+0.4pct、+0.0pct; 2025Q1-Q3公司销售费率、管理费率、财务费率分别为15.2%、7.3%、3.4%, 同比变化-0.8pct、-0.4pct、+0.5pct。今年公司严格把控营销扣率, 带动销售费率同比下降, 管理费率亦同步优化, 助力盈利水平改善。公司经营性现金流保持平稳增速, 展现出良好的造血能力。

图 5: 2016-2025Q3三项费用率



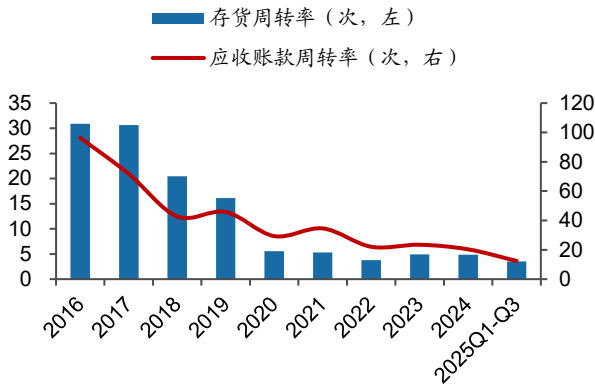
数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2016-2025Q3毛利率和净利率变化



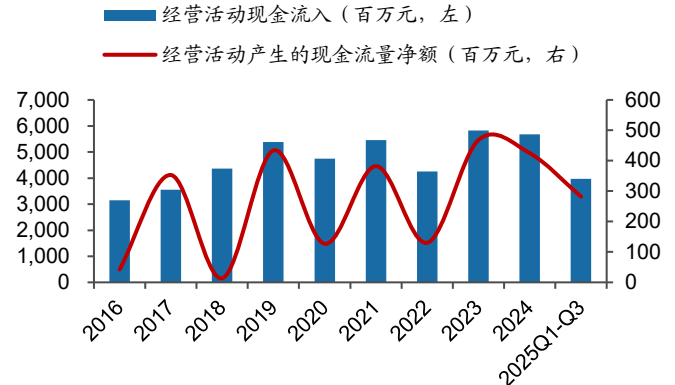
数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 7：2016-2025Q3 存货周转率及应收账款周转率



数据来源：公司年报，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

图 8：2016-2025Q3 经营性现金流情况



数据来源：公司年报，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

（二）发展历程：收购好家乡超市，打造多零售业态矩阵

公司自2008年成立以来，为整合百货零售业务，消除同业竞争，逐步从汇嘉投资收购百货零售业务相关资产及负债，继承有关业务，至2011年末，汇嘉时代已经完成了对汇嘉投资百货零售业务及资产的收购。2012年末，汇嘉时代第一家购物中心汇嘉时代乌鲁木齐北京路购物广场开业，标志着公司开始由传统百货业向购物中心转型，成为最早在新疆地区经营购物中心的企业之一。2015年在库尔勒新成立第二家综合性购物中心。该项目于2014年底试营业，2015和2016年营业收入分别为2.83亿元和3.97亿元，同比增长40.28%。目前对库尔勒购物中心的品牌调整提档升级改造仍在进行中，预计改造后将引入更多知名服饰、餐饮品牌。

2016年5月公司成功在A股上市。2017年为支持新疆好家乡超市股份有限公司的正常运营，使其能够尽快摆脱困境并实现盈利，公司向其提供借款并持有其51%的股权。2018年为将好家乡超市公司新疆区域的超市纳入公司商超体系，统一运营管理，公司收购好家乡超市剩余49%股权，收购完成后拥有好家乡100%股权。

表 1：汇嘉时代发展历程

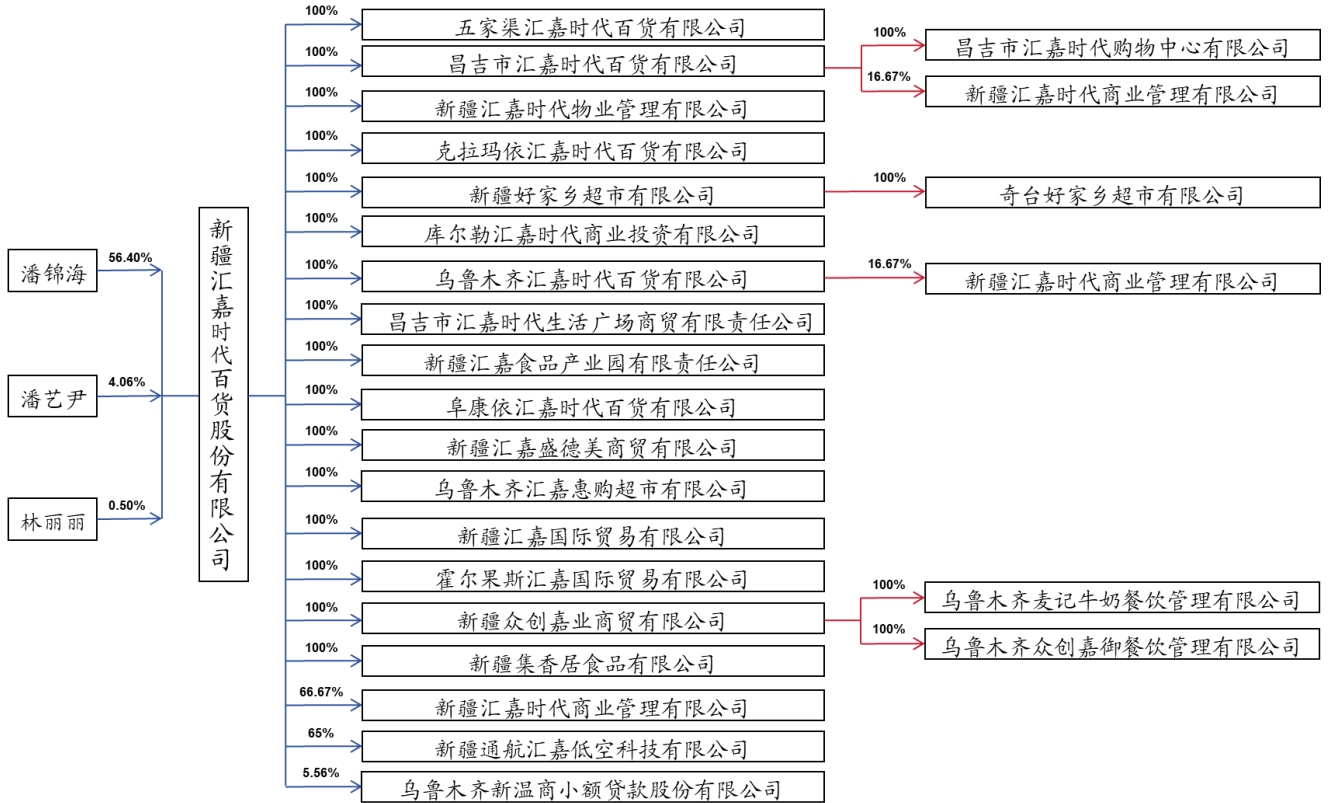
时间	事件
2008 年	新疆汇嘉时代百货股份有限公司成立；同年收购乌鲁木齐中山路店资产及业务、收购库尔勒汇嘉资产及其经营性物业
2009 年	收购汇嘉投资 100% 股权，次年向汇嘉投资原股东按照原持股比例转让。
2010 年	收购拉玛依汇嘉 100% 股权，收购昌吉汇嘉 100% 股权。
2011 年	完成对西部国际超市的收购，用于建设北京路购物中心；收购汇嘉物流 100% 股权。
2012 年	汇嘉时代第一家购物中心汇嘉时代乌鲁木齐北京路购物广场开业，标志着公司开始由传统百货业向购物中心转型。
2015 年	在库尔勒新成立第二家综合性购物中心。库尔勒新区购物中心是汇嘉时代花费近 7 亿元重金打造的第二家购物中心，也是目前新疆最大的城市综合体。
2016 年	新疆汇嘉时代百货股份有限公司在 A 股成功上市
2018 年	收购新疆好家乡超市股份有限公司 49% 的股权，上述股权转让完成后公司将持有好家乡超市公司 100% 的股权。

数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

（三）股权结构及管理层：管理层零售管理经验丰富

截至2025年9月，公司前三大股东为公司创始人之一潘锦海（56.40%）、潘艺尹（4.06%）、瑞时私募基金管理（广州）有限公司（2.00%）。公司创始人及其家族合计控股超60%，股权结构较为集中。

图 9：汇嘉时代股权架构（截至2026年1月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司核心管理层具备丰富的零售从业及管理经验。公司现任总经理朱翔曾任职公司营运管理中心部长、企业文化宣传部部长，拥有多方位管理经验，能够有效地指导和激励团队成员。公司现任副总经理张新苑自2018年至2021年在公司乌鲁木齐北京路购物中心担任总经理，从事百货商超相关工作，拥有丰富的商业零售行业的管理经验。

表 2：公司核心管理层从业背景

姓名	职务	主要工作经历
潘丁睿	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	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月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司董事长助理兼企业文化宣传部部长；2020年4月至今任公司董事、总经理。
潘艺尹	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。
陈亮	董事、副总经理	2017年10月至2020年9月，任新疆汇嘉时代百货股份有限公司人力资源管理中心经理；2020年9月至2022年1月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司人力资源管理中心副部长；2022年1月至2022年12月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司人力资源管理中心部长；2022年12月至2023年5月任新疆汇嘉时

代百货股份有限公司董事长助理；2023年5月至今任新疆汇嘉时代百货股份有限公司董事；2024年4月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司副总经理。

范新萍	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。
周晓东	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月至今任新疆汇嘉时代百货股份有限公司独立董事。
孙杰	独立董事	中共党员，中国人民大学商学院财务学博士、硕士生导师，副教授。现任新疆财经大学会计学院专业教师、财务管理系主任，从事企业集团财务管控模式、预算管理方法、国企混改以及公司治理研究，现主持自治区机关事务管理局《机关运行成本分析与控制》、国家自然科学基金项目《反腐败与公司现金持有：影响、作用机制和经济后果》（71862032）项目；新赛股份独立董事、汇嘉时代独立董事、雪峰科技独立董事。
马新智	独立董事	1987年9月至今在新疆大学从事教学与研究工作；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月至今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。
张佩	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任；2016年10月至2022年5月历任新疆汇嘉时代百货股份有限公司证券部副部长、部长、证券事务代表；2022年5月至今任新疆汇嘉时代百货股份有限公司副总经理、董事会秘书兼证券部部长。
张新苑	副总经理	2018年5月至2021年2月任新疆汇嘉时代百货股份有限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月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司副总经理。
戴立生	副总经理	2018年3月至2019年3月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司工程管理中心部长；2019年3月至今任新疆汇嘉时代百货股份有限公司物业管理部部长兼物业工程部部长。
毛世恒	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。

数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

二、经济复苏刺激消费增长，精细化管理提质增效

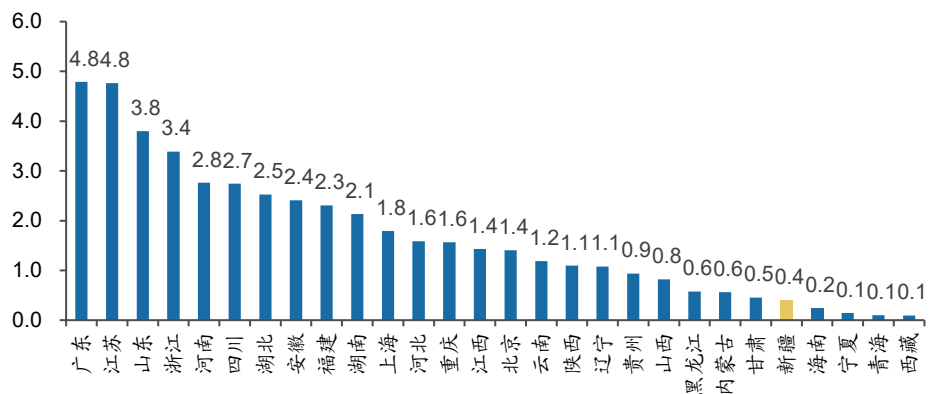
（一）区域概况：新疆地区龙头，区域消费具备弹性

根据国家统计局统计数据，2024年中国社会消费品零售总额48万亿元，同比增长3.5%；商品零售额42.7万亿元，同比增长3.2%，增速较23年放缓2.6pct。2024年，限额以上零售业单位中的超市/便利店零售额同比分别增长2.7%/+4.7%；百货店零售额同比变化-2.4%。2024年，全国网上零售额15.5万亿元，同比增长

7.2%。其中，实物商品网上零售额 12.8 万亿元，同比增长 6.5%，占社会消费品零售总额的比重为 26.5%。

2024 年新疆社会消费品零售总额 3926.45 亿元，同比增长 2.0%。据经营地统计，城镇消费品零售额 3399.00 亿元，同比增长 2.2%；乡村消费品零售额 527.45 亿元，同比增长 0.6%。按消费类型统计，商品零售额 3408.77 亿元，同比增长 2.0%；餐饮收入额 517.68 亿元，同比增长 1.7%。据新疆维吾尔自治区统计局数据，2024 年疆内企业通过网上（第三方平台）销售实现零售额 608.6 亿元，同比增长 18.2%；新疆本地消费者通过（第三方平台）网购实现零售额 1194.6 亿元，同比增长 0.1%，占新疆社会消费品零售总额的 30.4%。

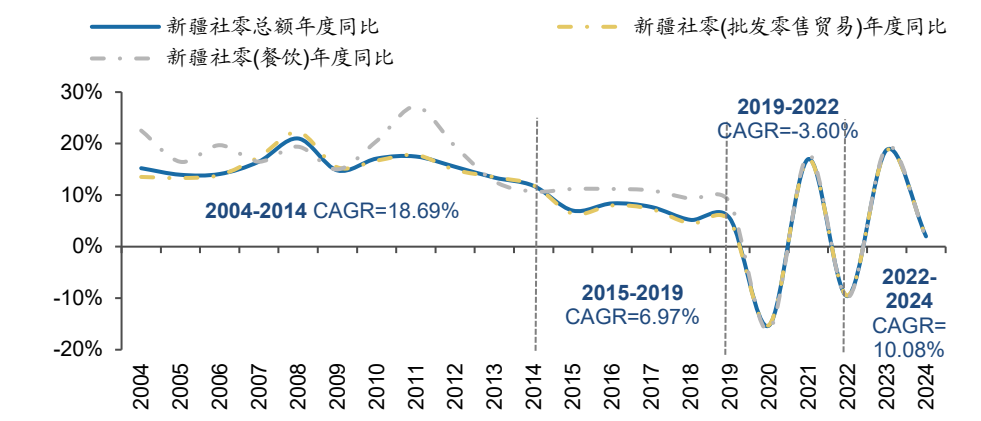
图 10：2024 年全国各省市社会零售品消费总额（万亿元）



数据来源：国家统计局，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

疆内消费需求恢复，政策促进经济高质量发展。复盘新疆地区的宏观经济、人口和消费环境，疫情前本地经济和社零持续增长，人口保持净流入：（1）2004-2014 年期间，新疆社零消费总额同比增速保持双位数增速，CAGR 达 18.69%。（2）2015-2019 年期间，新疆社零消费总额 CAGR 达 6.97%。（3）2019-2022 年期间，疫情对本地消费情况有较大冲击，导致 CAGR 增速仅为-3.60%。（4）2022-2024 年期间，在低基数和疫后客流复苏、旅游带动消费景气度提升的催化下，新疆的社零逐渐回温，新疆社零消费总额 CAGR 达 10.08%。根据新疆维吾尔自治区统计局发布的统计数据显示，2025 年全区实现限额以上社会消费品零售额 2102.62 亿元，同比增长 3.0%，社会消费品零售总额达到 4107.82 亿元，同比增长 3.6%，延续了消费市场稳步回升的态势。

图 11: 2014-2024新疆地区社会消费品零售情况

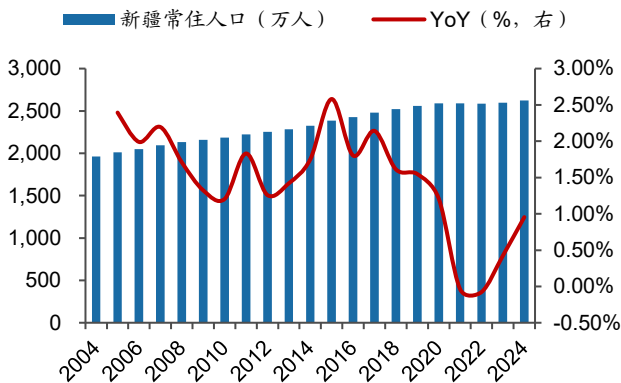


数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

2004-2019 年新疆常住人口数量总体呈逐年上升趋势, 自 2020 年起人口数量增速放缓, 趋于平稳。2010 年中央第一次全国新疆工作座谈会召开后, 对口援疆力度和深度加大, 助力新疆城乡人口的流动和发展。据国家统计局数据, 随着新疆全区的经济逐年发展, 新疆城镇化率从 2004 年 35.16% 的增至 2022 年的 57.90%, 城镇人口数量自 2018 年起已超过乡村人口数量。2012-2022 年新疆 GDP 呈上升趋势, 增速逐渐下降, 2023-2024 年增速又有所回升。同时, 新疆居民人均可支配收入与经济增长保持同步, 基本保持个位数增速稳定上涨。“自治区促消费 20 条”使疆内夜间经济得以恢复, 减税降费为疆内经济刺激复苏。

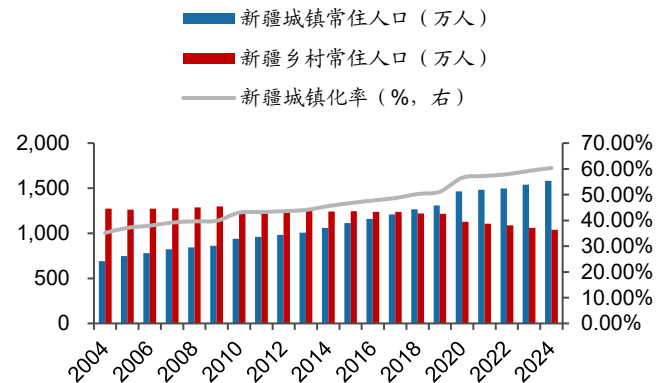
旅游复苏带动新疆经济内外循环。据新疆文旅厅发布的公告, 2024 年, 新疆旅游人次、收入均创历史新高, 全区共接待游客 3.02 亿人次, 同比增长 14%; 实现旅游收入 3595.42 亿元, 同比增长 21%。新疆文旅产业不断壮大, 推动提质增效。据新疆日报, 2024 年, 文旅产业纳入自治区“十大产业集群”, 新疆出台一系列政策文件, 高位推动, 夯实新疆文化和旅游事业基础。全区政府性投资文旅基础设施项目 104 个, 总投资 80.19 亿元。新疆文化和旅游产业投融资服务平台签约落地项目 166 个, 总投资约 772 亿元。

图 12: 2004-2024年新疆地区常住人口及增速



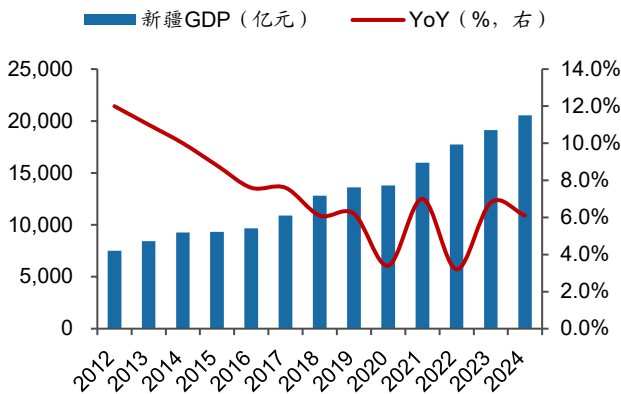
数据来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2004-2024年新疆地区城镇与乡村人口情况



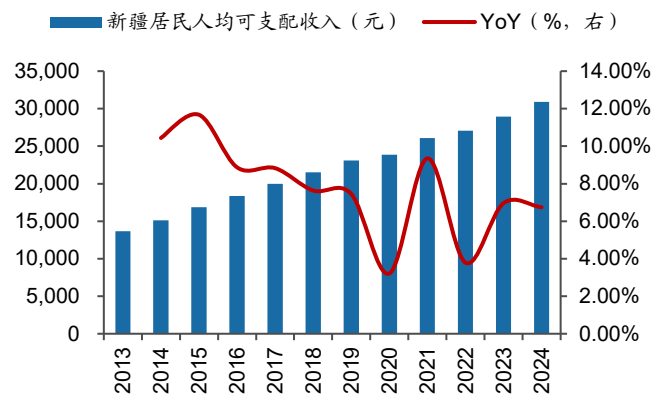
数据来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 14: 2012-2024年新疆地区GDP及增速



数据来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2013-2024年新疆地区居民可支配收入及增速



数据来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

选取主要 SW 商贸零售上市公司分析, 汇嘉时代的 ROE 从 2019 年的 2.0% 增加至 2025H1 的 4.8%, 已在行业相近市值的公司中处于领先地位。销售毛利率从 2019 年的 18.3% 提高至 2025H1 的 35.0%, 充分体现了企业精细化管理、降本增效的良好成效。

表 3: 主要 SW 商贸零售业上市公司市值、ROE、销售毛利率、归母净利率及营收、归母净利润同比增速

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	ROE (加权, %)		销售毛利率 (%)		归母净利率 (TTM, %)		25H1 营业收入同比增速 (%)	25H1 归母净利润同比增速 (%)
			2019 年报	2025 中报	2019 年报	2025 中报	2019 年报	2025 中报		
601933.SH	永辉超市	286.77	8.0%	-5.6%	21.6%	20.8%	1.8%	-0.8%	-20.7%	-187%
600655.SH	豫园股份	282.38	10.8%	0.2%	26.8%	15.1%	7.5%	0.3%	-30.7%	-94.5%
600859.SH	王府井	219.18	8.7%	0.4%	20.6%	38.8%	3.6%	1.5%	-11.2%	-72.3%
600827.SH	百联股份	194.12	5.5%	1.6%	20.9%	25.0%	1.9%	2.4%	-12.6%	14.1%
600729.SH	重庆百货	125.09	16.7%	9.8%	18.1%	28.4%	2.9%	9.6%	-10.4%	8.7%
603123.SH	翠微股份	115.50	5.5%	-10%	19.9%	21.0%	3.6%	-18.1%	-4.1%	14.9%
603708.SH	家家悦	71.34	16.4%	7.4%	21.8%	24.0%	3.0%	2.0%	-3.8%	7.8%
000501.SZ	武商集团	70.75	13.8%	1.5%	22.4%	49.6%	6.9%	5.2%	-12.7%	7.5%
002697.SZ	红旗连锁	70.18	18.3%	6.1%	30.9%	29.9%	6.6%	5.8%	-7.3%	5.3%
002419.SZ	天虹股份	64.87	12.9%	3.7%	28.6%	36.4%	4.4%	2.6%	-1.8%	-0.1%
600828.SH	茂业商业	64.26	20.2%	0.5%	31.1%	60.2%	10.3%	2.7%	-19.7%	-77.3%
601116.SH	三江购物	63.09	5.1%	2.8%	24.5%	26.0%	4.0%	4.6%	1.3%	17.6%
002336.SZ	人人乐	60.59	2.7%	0.0%	23.9%	33.8%	0.5%	92.2%	-79.1%	165.7%
600814.SH	杭州解百	56.43	9.5%	4.1%	20.5%	76.9%	3.7%	17.1%	-5.8%	-23.5%
002251.SZ	步步高	43.97	2.0%	2.5%	24.1%	36.3%	0.9%	9.4%	24.4%	357.7%
600280.SH	中央商场	42.76	-51.4%	-1.3%	19.9%	51.5%	-7.3%	-0.8%	-12.0%	-192%
605188.SH	国光连锁	42.32	15.1%	1.8%	25.3%	22.1%	4.5%	1.4%	6.5%	4.2%
600738.SH	丽尚国潮	41.34	11.5%	4.0%	29.3%	66.7%	13.1%	24.7%	-9.1%	9.5%

000417.SZ	合肥百货	40.79	4.1%	3.6%	19.8%	25.1%	1.5%	4.6%	0.0%	-9.9%
002561.SZ	徐家汇	36.96	9.5%	0.2%	29.1%	59.7%	11.0%	2.5%	-16.4%	325.7%
600785.SH	新华百货	32.63	8.0%	3.8%	21.8%	24.7%	2.4%	2.6%	-1.0%	-2.5%
603101.SH	汇嘉时代	31.56	2.0%	4.8%	18.3%	35.0%	0.6%	5.3%	2.3%	62.6%
000759.SZ	中百集团	30.10	0.3%	-15%	22.3%	23.0%	0.1%	-5.5%	-19.1%	-79.5%
600858.SH	银座股份	29.90	1.7%	3.9%	20.6%	38.9%	0.4%	3.5%	-0.9%	-8.3%
600712.SH	南宁百货	22.28	0.5%	-1.7%	18.9%	27.4%	0.3%	-4.8%	-2.3%	-653%
000679.SZ	大连友谊	21.60	-42.2%	-15%	15.3%	17.1%	-42.0%	-19.5%	135.2%	-30.9%
600857.SH	宁波中百	20.70	9.7%	2.1%	12.1%	9.4%	4.1%	6.1%	-41.9%	194.1%
600778.SH	友好集团	18.04	13.6%	5.4%	25.2%	29.9%	2.2%	1.5%	-8.5%	52.9%
平均值			4.9%	0.8%	22.6%	34.0%	1.9%	5.7%	-5.8%	-6.5%

数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

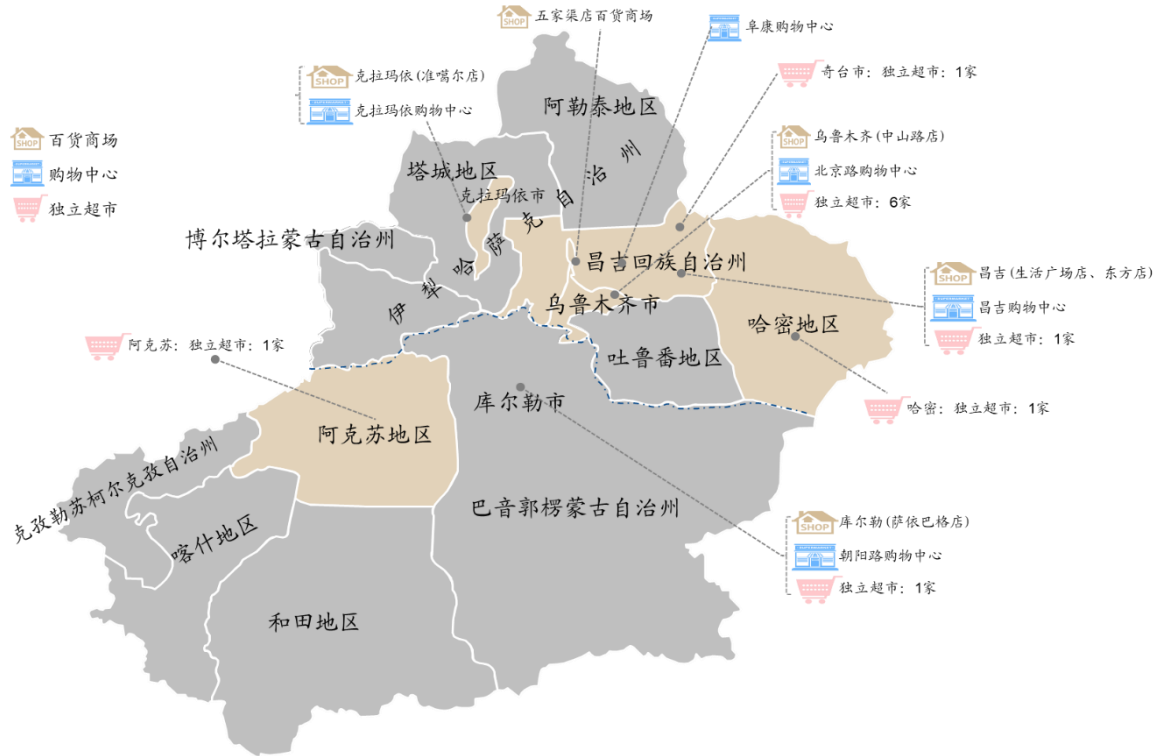
（二）市场地位上升：公司巩固核心市场布局，积极扩张增量市场

1. 存量市场提升份额，增量市场打开空间

公司在新疆地区实现多元业态布局，多业态协同发展，在重要市场均有渠道力展现。公司在新疆地区实现“10 城 25 店”的连锁经营效益，下属各门店均位于各地黄金商圈，紧抓市场机遇，扩大市场份额，巩固“汇嘉+好家乡”双品牌形象。据公司 2025 年三季度发布的经营数据公告，截至 2025 年三季度末，公司自主经营 6 家百货商场、5 家购物中心、10 家独立超市，受托管理 2 家购物中心及 1 家百货商场，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。公司综合实力为新疆地区百货零售企业前列，未来将实践两步走战略，通过创新多元业态加密在核心市场布局（如乌鲁木齐），同时，继续深挖南疆等具备消费潜力的市场的布局机会。

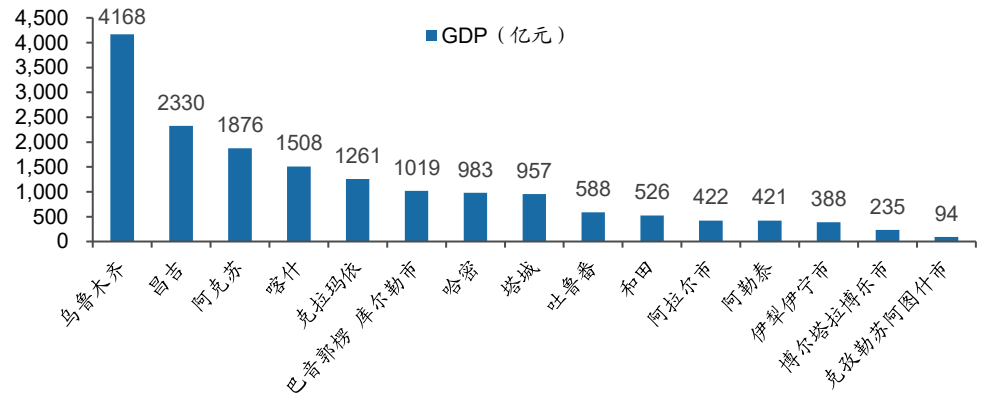
2025 年前三季度，公司灵活调整门店分布，持续迭代优质门店，保证综合盈利水平。据公司 2025 年第三季度发布的经营数据公告，2025 年 Q3 期间，综合考虑门店运营现状及市场环境，汇嘉时代昌吉民街超市已于 2025 年 8 月 31 日闭店；同时，公司与新疆建发文体产业投资有限公司签订《委托管理合同》，计划于 2025 年底开业运营 1 家托管商城，即汇嘉时代奎屯市购物中心。

图 16: 截至2025Q3汇嘉时代在新疆区域的门店布局



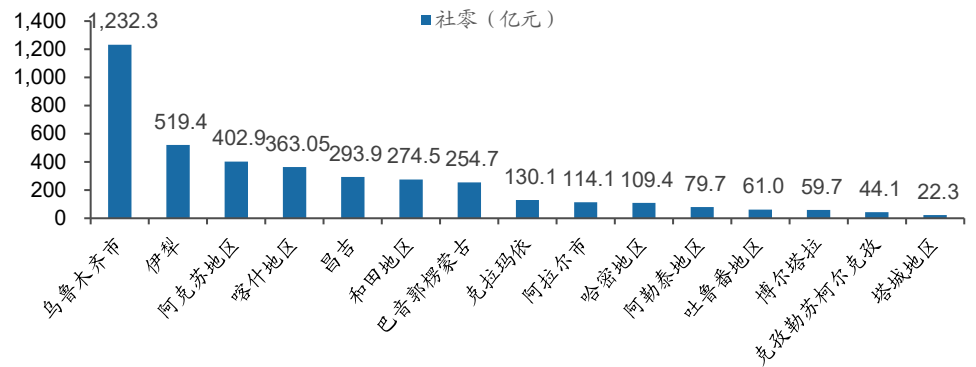
数据来源：公司 2025 年三季度报，广发证券发展研究中心

图 17: 2023年新疆地区各主要地区GDP (亿元)



数据来源：新疆统计局，Wind，广发证券发展研究中心

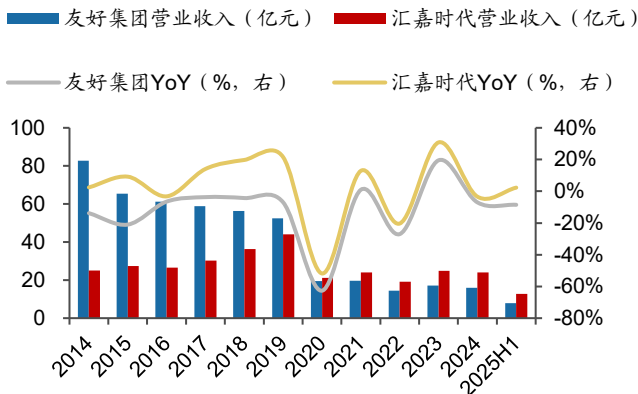
图 18: 2024年新疆地区各主要地区社会消费品零售总额 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFind, 第一师阿拉尔市人民政府官网, 乌鲁木齐市人民政府官网, 广发证券发展研究中心

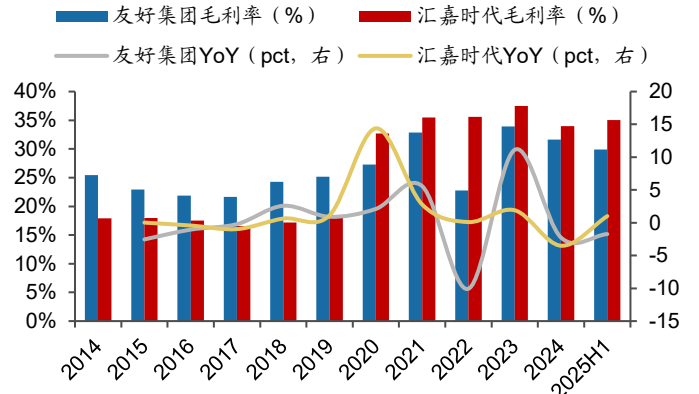
近年主要竞对经营有所受阻, 公司的运营韧性凸显, 市场竞争地位进一步巩固。2014-2019 年期间, 友好集团的营收规模持续领先, 而后受疫情冲击经营不善, 在核心市场乌鲁木齐市面临坪效下滑、闭店之困, 根据公司年报, 虽然友好集团于 2023-2024 年有门店新增, 汇嘉时代的营收体量依旧持续领先于友好集团。2024 年友好集团营收同比下降 6.85%, 降幅大于汇嘉时代 (同期营收同比下降 3.40%)。汇嘉时代的毛利率、ROE 也相对更为稳定。

图 19: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团营业收入及同比增速对比



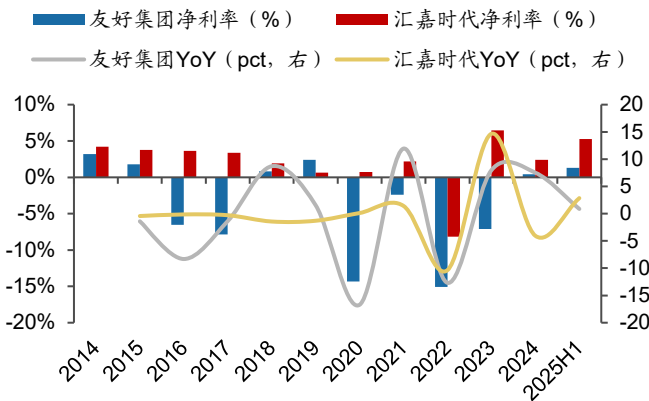
数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团毛利率及同比增速对比



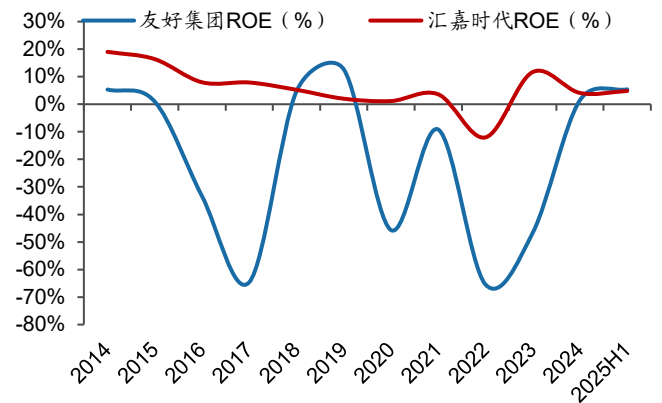
数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团净利率对比



数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2014-2025H1 汇嘉时代与友好集团 ROE 对比



数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

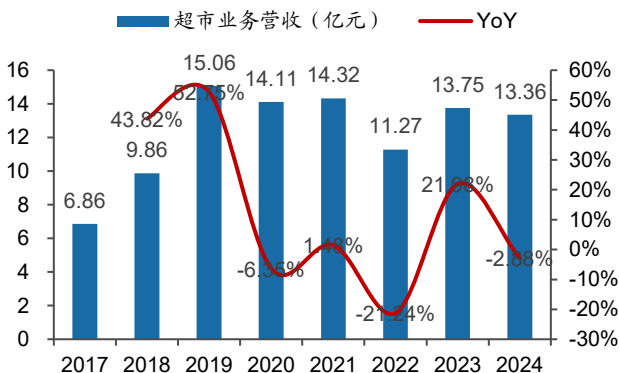
(三) 胖改引领业态升级 强化区域零售竞争力

1. 超市业态胖改

(1) 调改带来销售额业绩增长

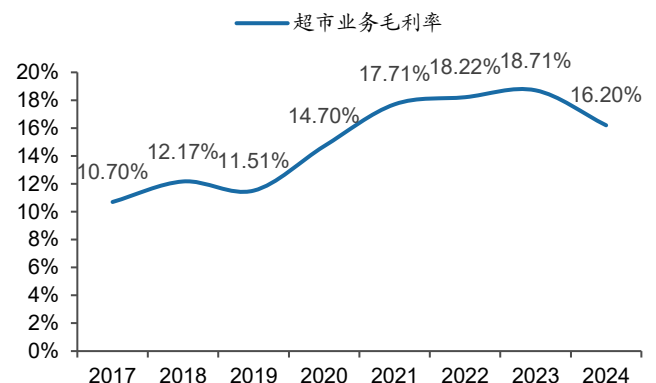
汇嘉时代自 2024 年起开始学习胖东来模式并实施自主调改, 2025 年 6 月全面进入自主调改阶段。根据汇嘉时代公众号和乌鲁木齐晚报数据, 新疆首家“胖东来”指导调改店——汇嘉时代超市北京路店于 2025 年 8 月 16 日正式营业, 开店首日销售额突破 244 万元, 较去年同期增长 286%; 首周销售额 1732.31 万元, 同比增长 272%, 日均成交笔数超 11174 笔, 同比增长 232%, 客单价 172.2 元, 提升 12.1%。同时, 超市调改为百货业态提供联动导流效应, 同期公司百货业态销售同比增长 24.3%。

图 23: 2017-2024 公司超市业务收入及变化情况



数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2017-2024 公司超市业务毛利率变化情况

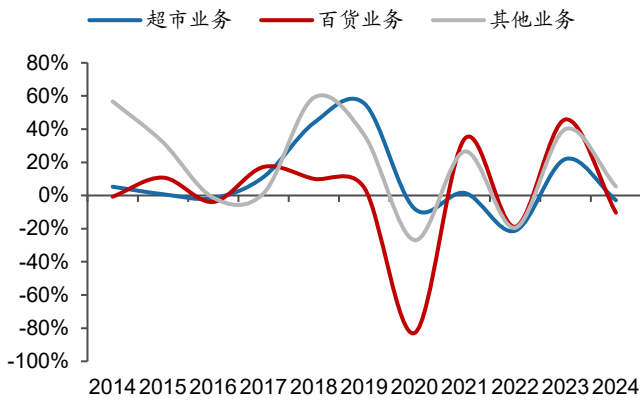


数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

根据汇嘉时代 2025 年第三季度报告, 进入 2025 年第三季度, 公司营业收入为 5.97 亿元, 较上期基本持平; 净利润达 1336.43 万元, 同比增长 48.23%; 归母扣非净利润 1095.78 万元, 同比大涨 186.93%。在收入端相对平稳的背景下, 利润

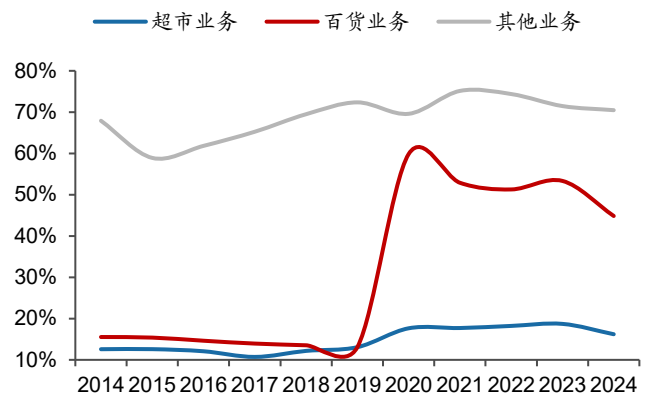
增速显著高于收入增速，显示公司在门店结构调整、成本费用控制及经营效率提升方面取得一定成效。

图 25: 公司各业务收入同比增速



数据来源：公司年报，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

图 26: 汇嘉时代主要业务毛利率变化



数据来源：公司年报，同花顺 iFind，广发证券发展研究中心
(根据公司 2020 年年报，公司于 2020 年 1 月 1 日起改用净额法确认联营的收入，对于各业态收入和毛利率有所影响。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 38.41 亿元，同比减少 12.78%，毛利率同比下降 0.26 PCT。)

(2) 调改方向

从商品结构品质、服务体验、卖场环境、员工福利等各方面对门店进行了升级，旨在提升新疆地区消费者购物体验，打造美好生活，引领地区消费升级。

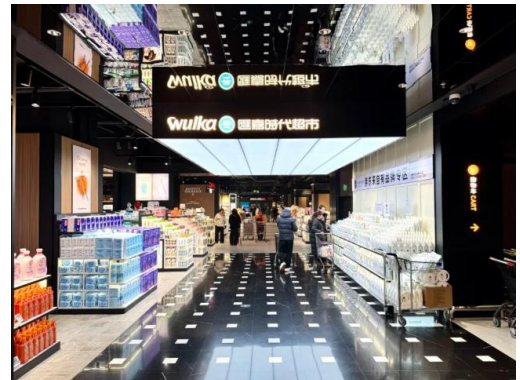
卖场环境的系统性焕新显著改善北京路门店的购物体验与动线效率。调改前，卖场在货架高度、动线规划及通道宽度等方面存在一定局限，部分顾客反馈在购物过程中存在拥挤、找货不便等问题；调改后，门店拆除了原有的强制性动线设计，加大货架间距，并同步优化货架高度设置，在兼顾成人取放便利性的同时提升整体可达性。与此同时，卖场对照明系统及陈列布局进行升级，使购物环境与动线体验得到明显改善，日常刚需型采购过程的舒适度与效率均有所提升。

图 27: 门店拆除原有强制动线设计，加大货架间距



数据来源：汇嘉时代超市公众号，广发证券发展研究中心

图 28: 卖场对照明系统及陈列布局升级



数据来源：汇嘉时代超市公众号，广发证券发展研究中心

商品结构向高品质、高频消费品集中。公司投资者关系活动记录表（2025年

8月25日)及乌鲁木齐晚报显示,北京路门店显著提升了主食、熟食及鲜食相关品类的配置比例,生鲜品类整体占比较调改前增长1.87%。其中熟食占比增长5%;面包烘焙占比增长0.8%。同时坚决淘汰低质三四线品牌,聚焦一线优质品牌、特色优选品牌及本地地标性商品,同步补充时尚消费品类达到胖东来商品结构的90%以上,其中,引进品牌1968个,单品11468支,下架单品超6000支,商品汰换率超60%。

此外,卖场还设立了胖东来自有品牌专区,DL酒饮、DL果汁、DL燕麦片、DL食用油、DL洗衣液、DL毛巾等商品集中陈列,让市民在家门口就可以买到胖东来品质好物,充分满足市民对品质生活的追求。

图 29: 胖东来自有品牌专区



数据来源: 汇嘉时代超市公众号, 广发证券发展研究中心

服务能力的补强有效增强了门店对客流的承接能力和消费黏性。北汇店调改不单单依靠商品,其环境改变对客群接受度及粘性稳定度也有较大影响。卖场增设便民服务区,不仅为顾客免费提供体脂秤、充电宝、洗手池等便民设施,休息区也常备自助饮水机、便民医疗箱、免费一次性吸管叉子、免费冰块等。

新增顾客休息区,设置多项便民设施,寄存柜、洗手台、纸巾、直饮水、微波炉、充电宝等一应俱全,针对特殊需求顾客,推出宠物寄存柜等服务,让顾客的购物全程安心、方便、舒适。

图 30: 便民服务台自助取冰处



数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心

图 31: 顾客休息区



数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心

员工激励与培训体系的同步优化，为调改效果的持续性提供了保障。在员工福利方面，调改店提高员工薪资、减少工时，增加年休假等多项福利，进一步提升员工的幸福感和归属感。具体来看，门店管理层与一线员工的薪酬均实现明显上调：店长岗位薪酬提升至2-3万元/月；作为一线管理骨干的小店长薪酬由原先约6000元/月提升至0.8-1.2万元/月；普通一线员工实际到手薪酬已提升至约4500元/月。本次薪酬调整覆盖管理层、基层管理人员及普通员工，提升幅度较为显著。此外，自2024年下半年起，公司便陆续安排员工到许昌胖东来实地学习，不断提升员工的专业能力和服务水平。

(3) 调改路径逐步推广

公司目前计划完成8家门店调改。其中，北汇店为唯一“深度大改”门店；其余门店以“小调改”为主，主要聚焦商品结构优化、胖东来商品导入及运营方式调整，单店投入显著低于北汇店。

除北汇店外，已完成初步调改的7家门店销售表现普遍改善，调改后日销较原有同期提升约10%-40%，门店间表现有分化。毛利率方面，表现较优的门店可达约17%，整体低于北汇店水平，净利率改善还存在一定差异。

图 32：9月再迎6店胖改



数据来源：汇嘉时代超市公众号，广发证券发展研究中心

2. “首店经济”策略有效驱动了百货业务的逆势增长

根据北青网和新疆上市公司协会公众号数据，公司通过精准引进首进疆品牌与持续调改，仅上半年百货板块即新引进品牌 224 个，其中包括罗拉马希、西塔老太太等填补区域空白的高端美妆与特色餐饮首店，显著提升了业态丰富度与吸引力。此外，公司依托立体化供应链体系降低采购门槛，积极向下沉市场延伸，未来计划

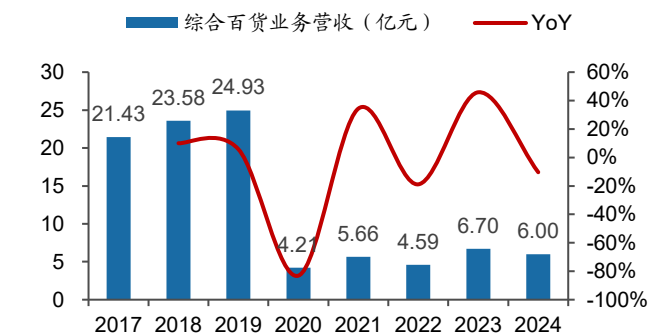
启动“1000家小店”乡镇加盟招募，并在全疆主要市、地、州评估开设直营新店，旨在激活县域消费市场，进一步巩固其在全疆核心商圈的领先地位。

表 4: 截至 2024 公司综合百货门店梳理

业态	门店	地区	物业权属	建筑面积 (m ²)	开业时间	租赁期限
传统百货	乌鲁木齐市中山路店	乌鲁木齐市	自有	15,391	2000年9月25日	-
			租赁	4,982		5年
	昌吉东方店	昌吉市	租赁	49,136	2007年12月16日	7年
	昌吉生活广场店	昌吉市	租赁	21,194	2013年5月19日	20年
	五家渠店	五家渠市	租赁	32,375	2011年12月3日	20年
	准噶尔店	克拉玛依市	租赁	16,888	2008年12月28日	20年
购物中心	萨依巴格店	库尔勒市	自有	31,196	2004年11月8日	-
			租赁	1,144	2017年7月1日	10年
	北京路购物中心	乌鲁木齐市	自有	79,872	2012年10月1日	5-20年不等
			租赁	6,889		-
	昌吉购物中心	昌吉市	租赁	209,561	2018年10月28日	12年
	阜康购物中心	阜康市	自有	34,584	2023年4月26日	-
	朝阳路购物中心	库尔勒市	自有	176,501	2014年10月1日	-
	克拉玛依购物中心	克拉玛依市	自有	88,535	2023年11月9日	-
	阿拉尔汇嘉时代购物中心	阿拉尔	托管	51,642	2023年6月28日	-

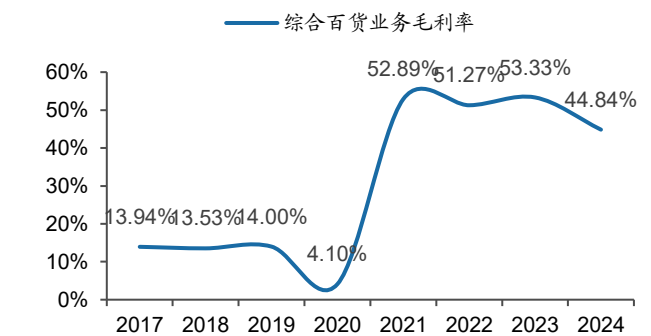
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 2017-2024 公司综合百货业务收入及变化情况



数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图 34: 2017-2024 公司综合百货业务毛利率变化情况



数据来源: 公司年报, 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

(四) 三元驱动: 供应链筑基、数智化赋能、低空经济拓新, 构筑汇嘉时代增长新格局

1. 供应链:

深化供应链体系建设已成为汇嘉时代巩固区域龙头地位、驱动业绩增长的关键支柱。公司于 2025 年 25 周年庆典上明确了以供应链优化为支撑的发展方向, 目前已构建起六大协同供应链体系, 涵盖大张商品直供、东来自有品牌及胖东来商品、海外优质商品、大健康臻选、新疆特色农产直供以及西北首家茅台 KA 卖场, 有效

填补了区域商品供给短板。通过推进供应链前移策略，公司依托新疆广泛的门店网络，显著提升了生鲜及日用品等核心品类的产地直采比例，并形成了“供应链整合+仓店合一+商品汰换”的一体化运营模式。

2.数智化:

以数智化转型为核心抓手，通过技术赋能与电商布局双向发力，持续提升整体运营效能与市场服务能力。2025年4月22日宣布全面启用飞书，以AI技术为核心推进全业态数智化转型，搭建数智化数据中台，实现跨部门流程协同，推动商品、用户、门店、供应链、财务及管理各维度数智化升级，同时借助AI技术赋能库存管理与供应链效率优化，持续改善滞销风险。在此基础上，公司大力推进全域电商战略布局，依托线下门店构建“仓店合一”的即时送、全国送和跨境送线上体系，搭建“美团/抖音小时达+企业小程序即时达”配送矩阵，实现疆内30-60分钟送达及7大核心区域覆盖，同时建设AI汇嘉优先商品全国送渠道并打造国际跨境电商业务，实现全球通达，整体为门店减负、赋能、提效、增收。

图 35: 汇嘉时代与飞书签约仪式



数据来源：汇嘉时代超市公众号，广发证券发展研究中心

3.低空经济:

布局低空经济，聚焦多场景业务落地，实现企业增长与区域价值的双向赋能。根据汇嘉时代公众号，2025年初，公司与新疆通用航空有限责任公司合资成立“新疆通航汇嘉”，聚焦定制农业、商贸物流与低空旅游等领域开展深度合作。2025年7月与沙雅县签署战略合作协议，共同打造全域智慧低空生态体系，标志着“科技+旅游+物流+生态”多维融合的实践进入实质性阶段。在物流领域，公司着力构建“无人机+冷链”网络，目标实现支线“45分钟景区物资直达、6小时特色生鲜上架”，并保障优质农产品48小时送达全国；在农业领域，已与沙雅县合作建设智慧农业基地，相关项目已在兵团1师、6师落地，7师综合体亦将签约，预计年供应农产品超5000吨；在旅游领域，计划于2025年内建成景区飞行营地并部署观光直升机，串联景点打造“空中游览+红色研学”新业态，依托兵团起降点资源优势，激活“空中丝绸之

路”潜能。这一系列举措，不仅为公司开辟了新的增长曲线，也为区域经济的高质量发展注入了创新动能。

图 36: 新疆通航汇嘉与沙雅县签署战略合作协议



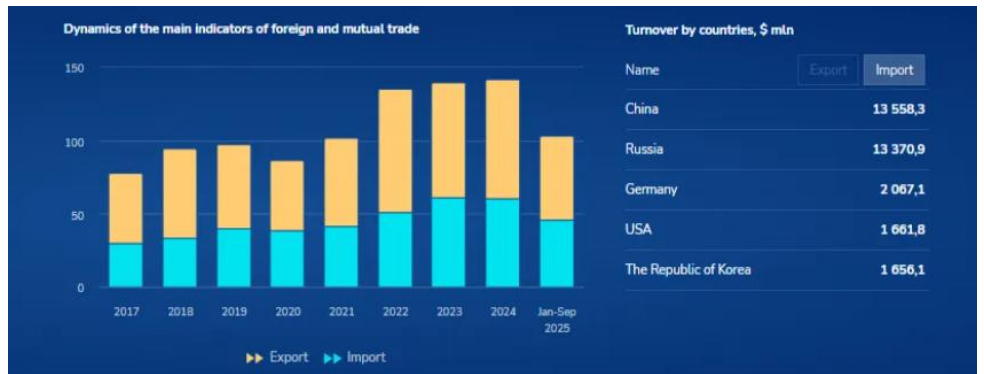
数据来源：汇嘉时代公众号，广发证券发展研究中心

（五）中亚出海稳步推进 打造跨境零售新增长极

汇嘉时代以中亚市场为核心，推进“引进来+走出去”的双向贸易战略，积极构建跨境商贸新布局。公司紧跟“一带一路”倡议与新疆自贸区政策机遇，于2024年10月在哈萨克斯坦阿斯塔纳国际金融中心设立汇嘉时代国际贸易哈萨克分公司，并计划同步布局海外仓体系，打通跨国商品供应链，联合国内优质外贸企业共同开拓中亚市场。

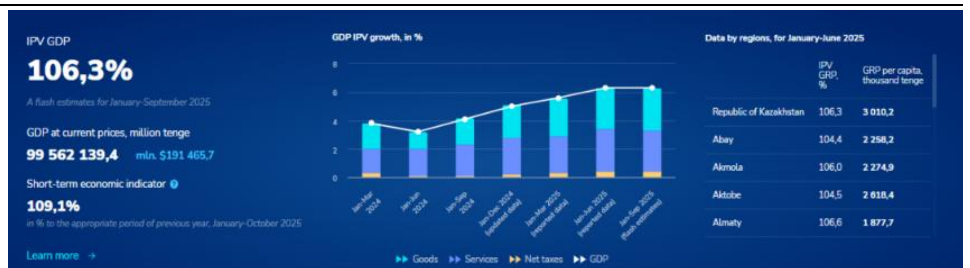
中亚商超出海已完成战略与落地可行性的关键验证，首站明确落位哈萨克斯坦阿拉木图。基于对当地商业环境、消费潜力及物流条件的系统调研，海外调研工作组已完成项目可行性评估，首家海外超市具备明确实施条件，预计于2026年上半年启动运营前期工作。作为哈萨克斯坦最大的经济与消费中心，阿拉木图人口持续净流入，2025年上半年全国净迁入人口7,749人，其中相当比例流向该市，叠加城市化率提升至63.51%，为零售与服务消费扩容提供稳定需求基础；同时，2025年上半年阿拉木图累计接待游客114万人次，其中国际游客32.35万人次，带动对高品质进口商品及现代零售业态的持续需求，为中高端商超模式提供具备规模支撑的消费场景。

图 37: 哈萨克斯坦进出口情况



数据来源: 哈萨克斯坦共和国国家统计局官网、汇嘉时代公众号, 广发证券发展研究中心

图 38: 哈萨克斯坦 GDP 情况



数据来源: 哈萨克斯坦共和国国家统计局官网、汇嘉时代公众号, 广发证券发展研究中心

图 39: 哈萨克斯坦人口情况



数据来源: 哈萨克斯坦共和国国家统计局官网、汇嘉时代公众号, 广发证券发展研究中心

中亚商超项目在选址与客群层面已完成可复制、可盈利模型的前置验证。公司围绕“可落地、可盈利”原则，对拟定区域开展精细化筛选，并以目标点位为中心，对半径 3 公里范围内的人口密度、消费能力、竞品分布及物流配套进行系统分析。相关区域依托阿塔肯特展览中心、丽思卡尔顿酒店及阿里·法拉比哈萨克国立大学，形成以高消费力家庭和商务人群为主的“小而精”价值消费圈层，客群结构与公司“高品质、高复购”的超市模型匹配度较高；同时，多条公交线路已实现区域覆盖，叠加规划中的地铁二号线“阿塔肯特站”，进一步提升长期客流可达性。在此基础上，公司中亚出海路径已逐步清晰，推进节奏稳健，有望率先在中亚市场形成可复制的跨境零售样板，为中长期增长打开新的空间。

三、盈利预测和投资建议

(一) 业务拆分及收入预测

百货业务：百货业务含百货和购物中心两种业态，相比商超，可选消费品占比更高，且更注重消费体验。公司百货业态将积极探索多元化的创新发展路径，顺应“首店、首发”经济势能，聚焦新品牌、新体验、新形象，持续注入发展活力，推进业绩有序增长。我们预计2025-2027年公司百货业务收入分别为5.8/5.8/6.5亿元。随着地区的租赁面积增加，市场基础物业服务、人员管理效率提升，我们预计2025-2027年百货业务毛利率分别为41.0%/42.5%/43.0%。

商超业务：公司商超业务自2024年起开始学习胖东来模式，2025年6月全面进入自主调改阶段，“胖改”首店开业首日销售额244万元，同比增长286%，截止至2026年2月，已完成9家门店调改，调改成效显著。我们预计2025-2027年公司商超业务收入分别为14.4/17.3/19.9亿元。随着公司超市布局加密，在运输、人员调度等运营效率提升，前端采购有望加强规模效应，我们预计2025-2027年商超业务毛利率分别为19.5%/21.0%/21.5%。

表5：公司业务拆分及盈利预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
(一) 百货业务				
营业收入	600.30	576.29	582.47	654.95
YoY	-10.4%	-4.0%	1.1%	12.4%
营业成本	331.13	340.01	334.92	373.32
毛利润	269.17	236.28	247.55	281.63
毛利率	44.8%	41.0%	42.5%	43.0%
(二) 超市业务				
营业收入	1335.61	1442.46	1734.23	1990.59
YoY	-2.9%	8.0%	20.2%	14.8%
营业成本	1119.19	1161.18	1370.04	1562.62
毛利润	216.42	281.28	364.19	427.98
毛利率	16.2%	19.5%	21.0%	21.5%
(三) 其他业务				
营业收入	473.41	481.63	486.30	491.02
YoY	5.4%	1.7%	1.0%	1.0%
营业成本	139.80	139.67	141.03	142.40
毛利润	333.61	341.96	345.28	348.63
毛利率	70.5%	71.0%	71.0%	71.0%
合计				
营业收入	2409.32	2500.38	2803.00	3136.56
YoY	-3.4%	3.8%	12.1%	11.9%
营业成本	1590.12	1640.86	1845.99	2075.06
毛利润	819.20	859.52	957.01	1061.50

毛利率	34.0%	34.4%	34.1%	33.8%
-----	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心预测

期间费用拆分及预测：

2024年销售费率为16.7%、管理费率为8.1%，而25H1销售费率为14.5%、管理费率为7.1%，由此带来上半年盈利能力提升。2025年H2公司全面进入自主调改阶段，调改门店开业后营销费用相应提升，员工管理及培训投入同步增加，2026年起相关费用将逐步趋稳或略有回落。我们预计2025-2027年公司销售费率为16.0%/14.3%/13.3%，管理费率为7.8%/7.5%/7.3%。

综上，我们预计2025-2027年公司整体实现营业收入25.0/28.0/31.4亿元，同比增长3.8%/12.1%/11.9%；2025-2027年公司归母净利润分别为0.9/1.4/1.9亿元，25-27年分别同比增长48.3%/66.6%/28.7%。

表6：公司期间费用拆分及预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用				
销售费用额	402.3	400.1	400.8	417.2
YoY	4.0%	-0.6%	0.2%	4.1%
销售费用率	16.7%	16.0%	14.3%	13.3%
费用率 YoY	1.2%	-0.7%	-1.7%	-1.0%
管理费用				
管理费用额	194.1	195.0	210.2	229.0
YoY	1.6%	0.5%	7.8%	8.9%
管理费用率	8.1%	7.8%	7.5%	7.3%
费用率 YoY	0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
合计				
期间费用额	667.9	659.9	680.3	718.3
YoY	2.3%	-1.2%	3.1%	5.6%
期间费用率	27.7%	26.4%	24.3%	22.9%
费用率 YoY	4.6%	-1.3%	-2.1%	-1.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心预测

（二）估值分析与投资建议

公司主要业务为百货和超市零售业务，因此我们选择商贸零售行业中本地深耕经营的企业天虹股份（广东）、家家悦（山东）为可比公司。以2026年2月12日收盘价为基准，可比公司盈利预测取Wind市场一致预期，可以计算出2025-2027年可比公司平均PE分别为41x/34x/29x。

公司在新疆的核心市场北疆地区的市场地位持续强化，盈利能力随着公司积极创新业态、加密布局而持续提升，同时未来有望在南疆地区入驻空白市场，打开增收空间，具备较强成长性。参考可比公司估值，给予公司2026年34x PE估值，合理价值为10.43元/股，给予“买入”评级。

表 7: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2026 年 2 月 12 日收盘)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE 估值水平			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
天虹股份	002419.SZ	68.26	66.27	0.77	1.33	1.69	86	50	39	32
家家悦	603708.SH	84.90	80.43	1.32	2.05	2.49	61	39	32	29
平均值							74	45	36	30

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司归母净利润采用 Wind 一致预期

四、风险提示

(一) 宏观经济风险

在全球经济复苏承压、国内经济结构性矛盾仍存的背景下,消费修复对政策依赖度较高,内生动力释放仍显不足。若居民收入预期与消费信心改善不及预期,非必需品消费持续偏弱,或对行业景气度及公司经营表现形成阶段性制约。

(二) 行业竞争加剧及业态变革风险

消费分级加剧下,Z世代需求由性价比向“性价比+情绪价值”的复合诉求转变,对零售企业综合供给能力提出更高要求。在行业增量有限、竞争加剧的背景下,若响应与调整不及预期,经营及盈利或承压。

(三) 调改投入及运营效率提升不及预期风险

公司推进门店调改升级、数字化建设及全渠道协同过程中,前期投入规模较大、回收周期较长,短期内可能对成本控制及利润表现形成一定压力。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	804	939	934	1,001	1,067
货币资金	132	195	180	170	150
应收及预付	280	254	254	285	320
存货	301	356	367	413	464
其他	91	133	133	133	133
非流动资产总额	3,468	3,690	3,917	4,221	4,510
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,880	2,300	2,554	2,871	3,175
在建工程	5	11	11	11	11
使用权资产	352	212	212	212	212
无形资产	118	153	142	130	114
其他	1,112	1,014	997	997	997
资产总额	4,272	4,629	4,851	5,223	5,577
流动负债总额	2,449	2,875	3,061	3,338	3,541
短期借款	808	1,005	1,167	1,391	1,435
应付及预收	1,149	1,230	1,255	1,307	1,465
其他	491	639	639	640	641
非流动负债总额	367	370	320	270	236
长期借款	0	135	85	35	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	367	236	236	236	236
负债总额	2,816	3,245	3,381	3,608	3,777
股本	470	470	470	470	470
其他	989	913	1,000	1,144	1,330
归母权益合计	1,459	1,384	1,470	1,614	1,800
少数股东权益	-3	0	0	0	-1
负债和股东权益	4,272	4,629	4,851	5,223	5,577

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,494	2,409	2,500	2,803	3,137
营业成本	1,559	1,590	1,641	1,846	2,075
营业税金及附加	96	84	88	98	110
销售费用	387	402	400	401	417
管理费用	191	194	195	210	229
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	75	71	65	69	72
资产信用减值损失	-26	-12	-15	-15	-15
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
投资收益	14	6	6	6	6
营业利润	199	77	112	187	241
营业外收支	-2	-1	0	0	0
利润总额	196	76	112	187	241
所得税费用	35	18	26	43	55
合并净利润	161	58	86	144	185
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	162	58	87	144	186
EPS (元/股)	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	468	425	455	483	640
合并净利润	161	58	86	144	185
折旧摊销	272	319	313	326	340
营运资金变动	-17	-1	-1	-40	58
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-232	-417	-524	-611	-609
资本性开支	-305	-417	-427	-501	-499
投资	73	0	0	0	0
其他	0	0	-97	-110	-111
融资活动现金流净额	-279	70	59	118	-50
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-213	302	112	174	9
股利分配与偿付利息	-41	-157	-53	-57	-60
其他	-24	-75	0	0	0
现金净增加额	-43	78	-10	-10	-20
期初现金余额	155	112	190	180	170
期末现金余额	112	190	180	170	150

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	30.8%	-3.4%	3.8%	12.1%	11.9%
营业利润增长率	-240.5%	-61.3%	46.3%	66.6%	28.7%
归母净利增长率	-203.5%	-63.9%	48.3%	66.6%	28.7%
获利能力					
毛利率	37.5%	34.0%	34.4%	34.1%	33.8%
净利率	6.5%	2.4%	3.5%	5.1%	5.9%
ROE	11.1%	4.2%	5.9%	8.9%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	70.1%	69.7%	69.1%	67.7%
有息负债率	18.9%	24.6%	25.8%	27.3%	25.7%
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
利息保障倍数	4.4	2.5	3.4	4.4	5.2
营运能力					
应收账款周转率	23.5	20.3	20.3	20.3	20.3
存货周转率	5.2	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.3	2.5	2.6	3.0	3.0
每股指标					
每股收益	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39
每股净资产	3.10	2.94	3.13	3.43	3.83
每股经营现金流	1.00	0.90	0.97	1.03	1.36
估值比率					
PE	19.6	75.2	51.3	30.8	23.9
PB	2.2	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	7.1	11.6	11.1	9.8	8.8

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦 37楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。