

新疆商业龙头，加码低空经济

汇嘉时代首次覆盖报告

核心观点

- **公司 25 载深耕购百商超业务，成为新疆地区商业龙头。**1)公司成立于 2000 年，深耕新疆乌鲁木齐/昌吉/库车等核心城市，截至 2025H1 拥有 5 家购物中心、6 家百货及 11 家独立超市，建筑总面积 107 万平方米。2)公司业务结构稳定，以超市、百货为核心，2024 年收入占比分别 55.4/24.9%、毛利占比分别 26.4/32.9%。3)公司近 5 年营收平稳但归母净利润受外部环境影响有所波动，2025 年前三季度营收 18.68 亿元/+1.18%、归母净利润 0.8 亿元/+60.1%呈现企稳修复趋势。4)公司响应促消费号召，加快业态调改及转型、强化供应链建设，2025 年前三季度净利率 4.3%、较 2024 年的 2.42%显著回升，我们看好盈利能力延续向好趋势。
- **政策支持、调改提速，零售业迎新发展阶段。**1)2025Q4 起 CPI 数据企稳，但社零数据存在分化；近期政策支持内需力度持续增强，定调零售业是发力内需的重要着力点，我们看好随更多支持政策落地、有望推动零售业迎十五五开门红。2)研判胖东来发展路径以及仓储超市、量贩零食两种优秀零售业态的商业模式，我们认为零售行业已不再是朴素的线上与线下博弈的逻辑或价格维度之争，而看重供应链选品能力以及与消费者信任关系的长期建立；3)未来能掌握供应链选品能力、能建立起消费者长期信任的零售公司将实现可持续发展。
- **深耕区域市场、加快调改步伐、布局 AI 及低空经济，三重优势构筑公司核心壁垒。**1)新疆近年各项经济及消费数据稳中向好，同时一系列聚焦零售业高质量发展的支持政策不断落地；公司在新疆市场以“10 城 25 店”构筑联动发展优势。2)公司首家“胖改店”北京路超市 2025 年 8 月 16 日开业，第二家 9 月 5 日开业，截至目前已完成 7 城 8 家门店的调改工作，门店数据表现亮眼；同时百货强化“首店、首发”经济势能、聚焦会员经济，看好店效、坪效延续提升趋势。3)公司引入多点、飞书等构建 AI 数智化运营管理体系，为业务赋能提效；同时加速布局低空经济以强化供应链及履约能力；我们看好 AI+低空经济推动业务“锦上添花”。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-27 年 EPS 分别 0.18/0.31/0.39 元，按可比公司 2026 年估值，由于公司是区域头部零售企业且利润增速更快、积极拓展低空经济，给予公司 10% 估值溢价，给予 2026 年 39 倍 PE，目标价 12.09 元，首次给予“买入评级”。
- **风险提示：**行业竞争加剧、调改不及预期、消费复苏低于预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,494	2,409	2,451	2,602	2,746
同比增长(%)	30.8%	-3.4%	1.7%	6.1%	5.6%
营业利润(百万元)	199	77	113	192	243
同比增长(%)	240.5%	-61.3%	46.8%	70.0%	27.0%
归属母公司净利润(百万元)	162	58	83	144	183
同比增长(%)	203.1%	-63.9%	42.7%	72.5%	27.5%
每股收益(元)	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39
毛利率(%)	37.5%	34.0%	34.8%	36.0%	36.5%
净利率(%)	6.5%	2.4%	3.4%	5.5%	6.7%
净资产收益率(%)	11.7%	4.1%	5.9%	9.5%	11.3%
市盈率	27.5	76.1	53.3	30.9	24.2
市净率	3.0	3.2	3.1	2.8	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2026 年 02 月 12 日)	9.44 元
目标价格	12.09 元
52 周最高价/最低价	14.38/6.04 元
总股本/流通 A 股 (万股)	47,040/47,040
A 股市值 (百万元)	4,441
国家/地区	中国
行业	商贸零售
报告发布日期	2026 年 02 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.45	-10.77	-14.49	25.56
相对表现%	-5.5	-9.3	-16.08	5.16
沪深 300%	1.05	-1.47	1.59	20.4



证券分析师

陈笑 执业证书编号：S0860525100005
chenxiao2@orientsec.com.cn
021-63326320

目录

新疆头部商业公司，营收净利企稳回升	5
历时 25 年发展，涵盖购物中心、百货、超市业态	5
股权结构稳定，核心管理层经验深厚	6
商超百货为核心业务，盈利能力企稳回升	7
政策支持、调改提速，零售业迈入新发展阶段	11
十五五开局年到来，零售业是发力内需的重要着力点	11
研判胖东来及仓储、量贩业态，零售业进入新发展阶段	13
深耕区域市场、加快调改步伐、布局 AI 及低空经济，三大核心优势筑牢护城河	17
新疆地区经济发展韧性足，公司具备区域龙头优势	17
加快调改超市、百货，深耕会员经济	20
布局 AI 及低空经济，未来业务发展锦上添花	22
盈利预测与投资建议	25
盈利预测	25
投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图 1: 公司门店分布于新疆主要城市.....	6
图 2: 公司股权结构较为集中 (截至 2025 年 9 月 30 日)	6
图 3: 公司超市收入占比超 50%.....	7
图 4: 公司各业务毛利占比基本稳定.....	7
图 5: 公司 2025 年前三季度营收增速回升.....	8
图 6: 公司 2025 年前三季度归母净利润增速大幅回升.....	8
图 7: 公司毛利率、净利率 2025 年前三季度回升.....	9
图 8: 公司超市毛利率 2025H1 显著回升.....	9
图 9: 公司期间费用率有所降低.....	9
图 10: 公司费用结构以销售费用为主.....	9
图 11: CPI 数据企稳.....	11
图 12: 社零数据分化.....	11
图 13: 社零中餐饮好于零售.....	11
图 14: 超市、便利店表现更好.....	11
图 15: 零售企业 Q1 营收占比近 30%、净利占比超 30%.....	13
图 16: 零售企业 Q1 营收净利占比往往高于其它季度.....	13
图 17: 胖东来以“人”为核心深耕区域市场.....	13
图 18: 胖东来营收加快增长.....	13
图 19: 胖东来营收以超市为主.....	13
图 20: 仓储会员超市以会员制为基石.....	14
图 21: 量贩零食规模化采购、精简中间环节实现更高盈利能力.....	15
图 22: 国内实物商品网上零售渗透率到达相对稳定区间.....	15
图 23: 国内电商增速及渗透率呈现 X 型走势.....	15
图 24: 新疆近 2 年 GDP 增速跑赢国内整体增速.....	17
图 25: 新疆常住人口稳步增长.....	17
图 26: 新疆人均 GDP 稳步提升.....	17
图 27: 新疆人均可支配收入稳步提升.....	17
图 28: 新疆社零 2025 年有所回升.....	18
图 29: 新疆网上零售额增速较快.....	18
图 30: 公司门店主要包括购物中心、百货、超市.....	19
图 31: 公司百货、超市店效有所波动.....	19
图 32: 公司调改门店设有胖东来自有品牌专区.....	20
图 33: 公司烘焙区实现升级.....	20
图 34: 公司至尊卡会员人数占比小幅提升.....	21

图 35：公司至尊卡会员销售占比小幅提升	21
图 36：国内低空经济相关企业注册量快速增长	23
图 37：国内低空经济投资事件持续提升	23
图 38：新疆加速布局低空经济	23
图 39：新疆交投低空飞行服务平台投入试运行	23
表 1：公司历时 25 发展成为新疆零售行业的领军企业	5
表 2：公司管理层深耕行业多年、经验丰富	7
表 3：公司营收以乌鲁木齐、昌吉、库尔勒为主	8
表 4：国家层面明确助力零售业发展	12
表 5：新疆出台一系列政策鼓励消费	18
表 6：公司在新疆主要城市拥有 11 家百货商场及购物中心	19
表 7：五家渠、乌鲁木齐超市门店坪效居前	20
表 8：公司引入零售数智化解决方案多点系统	22
表 9：公司营收分类预测表	25
表 10：可比公司估值	26

新疆头部商业公司，营收净利企稳回升

历时 25 年发展，涵盖购物中心、百货、超市业态

公司成立于 2000 年，历时 25 年发展成为新疆地区零售行业的领军企业。

- 公司于 2000 年成立并开出第一家百货店，2012 年开出第一家购物中心；2016 年 5 月在上交所成功上市，证券代码 603101.SH。
- 公司成立以来始终深耕新疆区域市场，经营业态涵盖购物中心、传统百货、超市等；截至 2025H1，公司在新疆拥有 5 家购物中心、6 家百货商场及 11 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 107 万余平方米。

表 1：公司历时 25 发展成为新疆零售行业的领军企业

时间	详细情况
2000 年	9 月 25 日，汇嘉时代首店中山路百货店盛大开幕。
2003 年	3 月 26 日，新疆汇嘉时代百货有限公司改组成新疆汇嘉集团。
2008 年	新疆汇嘉时代百货股份有限公司成立。
2011 年	收购汇嘉物流 100% 股权。
2012 年	汇嘉时代第一家购物中心乌鲁木齐北京路汇嘉时代广场店开始营业。
2016 年	5 月 6 日，汇嘉时代在上交所成功上市，成为新疆第 44 家上市企业。
2017 年	9 月 28 日，汇嘉时代重资收购好家乡。
2018 年	12 月 18 日，昌吉购物中心店正式开业。
2020 年	6 月 18 日，汇嘉时代正式签约成为茅台酒 KA 卖场直销渠道商。 12 月 31 日，新疆首家麦当劳旗舰店落户汇嘉时代北京路店。
2022 年	1 月 11 日，汇嘉食品产业园（一期）正式投入使用。
2023 年	门店情况： 4 月 28 日，阜康购物中心百货开业。6 月 28 日，阿拉尔购物中心开业。8 月 18 日，天山万科府超市开业。11 月 9 日，克拉玛依购物中心开业。 其他： 11 月 3 日，汇嘉时代成为新疆自贸区十二师分区首家落户企业。
2024 年	门店情况： 5 月 8 日，汇嘉时代哈密时尚商城盛大开业。9 月 4 日，汇嘉时代哈密购物中心盛大开业。 低空经济： 9 月 8 日，汇嘉时代与通用航空签署合作协议，助推低空经济发展，让服务“飞”到百姓身边。 11 月 1 日，乐高新疆首店盛大开幕。
2025 年	低空经济： 1 月 16 日，新疆通航汇嘉低空科技有限公司揭牌，助力低空经济新发展。4 月 22 日，汇嘉时代携手飞书打造 AI 驱动“低空经济+消费”新范式。5 月 17 日，新疆通航汇嘉低空科技有限公司战略会议明确“三维发展”方向。7 月 25 日，新疆通航汇嘉与沙雅县签署战略合作协议打造全域智慧低空生态体系。 门店情况： 4 月 24 日，新疆汇嘉时代携手多点 Dmall 共启超市业态数字化升级征程。8 月 18 日，新疆首家“胖东来”指导调改北汇店焕新开业，引领品质生活新风尚。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司百货业务采用联营+自营模式，超市业务主要为自营模式。

- **联营模式：**公司与供应商合作经营、按约定比例分配销售所得，商品品类主要包括：珠宝首饰、钟表眼镜、男女服饰、鞋帽箱包、家居用品、床上用品、部分化妆品等。
- **自营模式：**主要为部分国际、国内知名品牌化妆品、各大通讯知名品牌以及超市部分商品等。以通讯品牌为例，目前设有 13 家小米专卖店、3 家三星体验店、1 家索尼体验店、1 家荣耀体验店和 1 家小米授权店。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- **租赁模式：**在公司经营场所里进行商业物业租赁经营，利润来自租金收入扣除物业成本后的余额，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。

图 1：公司门店分布于新疆主要城市

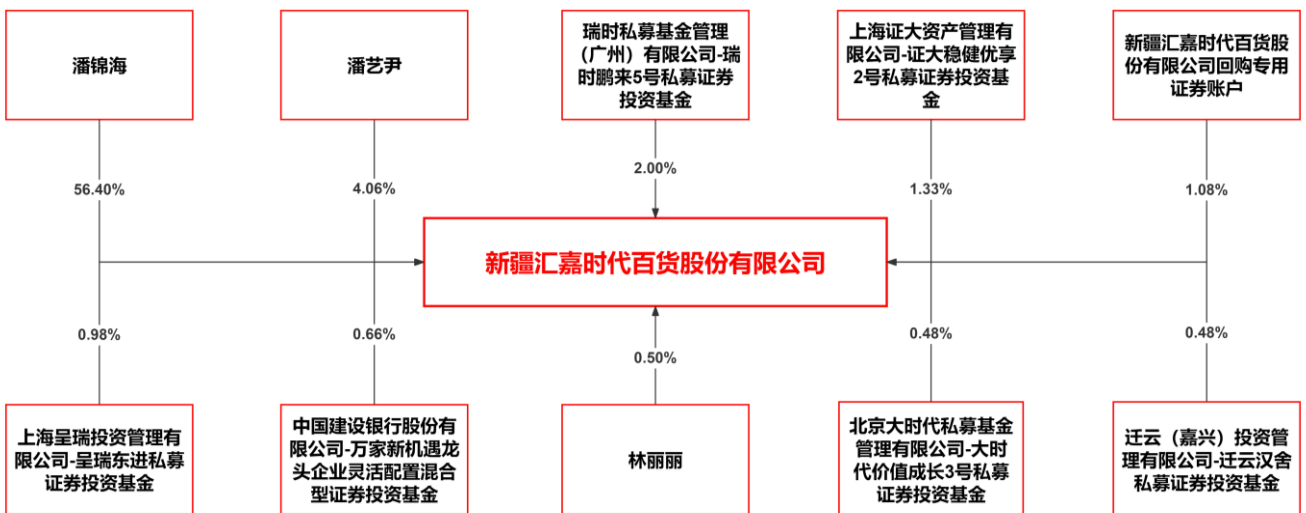


数据来源：公司官网，东方证券研究所

股权结构稳定，核心管理层经验深厚

公司股权结构较为集中。公司实际控制人为创始人潘锦海先生，其通过直接持股及一致行动安排保持对公司的控制权，一致行动人合计持有公司股份超 60%。

图 2：公司股权结构较为集中（截至 2025 年 9 月 30 日）



数据来源：企查查，东方证券研究所

公司核心管理层均具备丰富的行业从业经验。公司总经理朱翔曾在公司营运管理中心、企业文化宣传部等重要岗位认知，对公司经营管理有深刻的理解。公司副总经理毛世恒、张佩、陈亮、戴立生、张新苑等各自在人力资源、工程物业及区域商业运营方面积累了扎实的管理经验。

表 2: 公司管理层深耕行业多年、经验丰富

姓名	年龄	职位	履历背景
朱翔	49	总经理	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。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。
毛世恒	48	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，复旦大学 MBA，中级经济师。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	43	副总经理 董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，法律职业资格。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。
陈亮	44	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。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 12 月历任公司人力资源管理部副部长，部长，董事长助理；2023 年 5 月至今任公司董事。
戴立生	43	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权。2018 年 3 月至 2019 年 3 月任公司工程管理中心部长；2019 年 3 月至今任公司物业管理部部长兼物业工程部部长。
张新苑	46	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权。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。
范新萍	54	财务总监	无境外永久居留权，高级会计师职称，注册会计师，税务师。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。

数据来源：wind，东方证券研究所

商超百货为核心业务，盈利能力企稳回升

（一）商超百货贡献核心收入及毛利

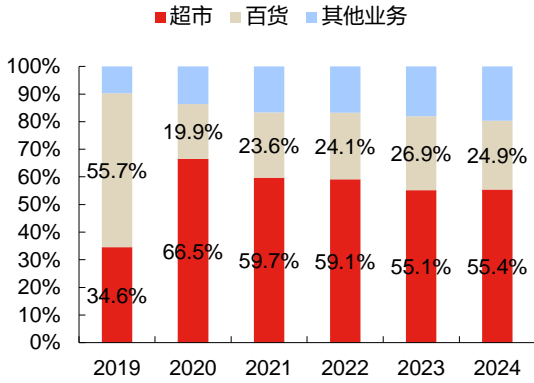
公司超市营收占比超 50%但近年来毛利占比有所降低。

- **营收结构：**超市营收自 2019 年的 15.33 亿元降至 2024 年的 13.35 亿元，CAGR 为-2.7%，占比自 34.6%提至 55.4%，为公司第一大业务；百货营收自 24.66 亿元降至 6 亿元(主要因收入准则从总额法调至净额法)，CAGR 为-24.6%，占比自 55.7%降至 24.9%；其他业务营收从 4.3 亿元增至 4.73 亿元，CAGR 为 1.9%，占比由 9.7%提至 19.6%。
- **毛利结构：**超市毛利占比自 2019 年的 24%增至 2024 年的 26.4%(我们认为 2020 年有保供因素)；百货毛利占比自 38.6%降至 32.9%。

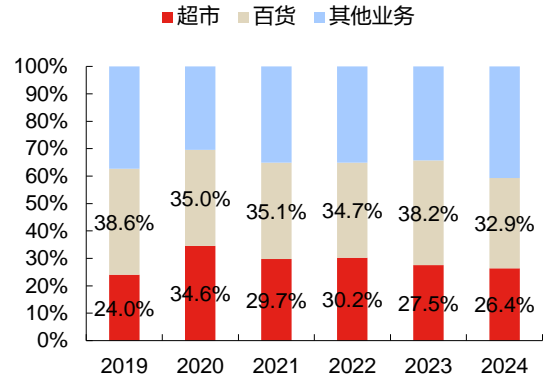
图 3: 公司超市收入占比超 50%

图 4: 公司各业务毛利占比基本稳定

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所

表 3：公司营收以乌鲁木齐、昌吉、库尔勒为主

	2020		2021		2022		2023		2024	
	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率
乌鲁木齐	9.74	32.2%	10.21	26.3%	8.70	34.5%	12.33	37.4%	11.05	34.8%
昌吉	4.48	33.5%	3.64	30.0%	3.62	41.5%	4.56	42.9%	4.19	38.9%
五家渠	1.07	30.2%	1.07	22.8%	1.10	28.5%	1.28	28.9%	1.25	26.1%
阜康	0.24	15.3%	0.00	0.0%	0.01	20.5%	0.42	22.4%	0.46	14.6%
奇台	0.27	21.1%	0.35	19.5%	0.38	24.1%	0.49	26.3%	0.49	23.6%
克拉玛依	1.30	32.6%	1.30	28.8%	1.07	30.1%	1.37	26.4%	1.95	26.5%
哈密	0.19	25.5%	0.22	13.1%	0.25	19.2%	0.16	11.4%	0.23	14.8%
库尔勒	3.58	36.9%	2.91	33.8%	3.73	39.4%	4.12	43.3%	4.26	38.3%
阿克苏	0.26	17.3%	0.25	15.4%	0.22	19.7%	0.21	17.5%	0.22	14.9%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：营收单位为亿元

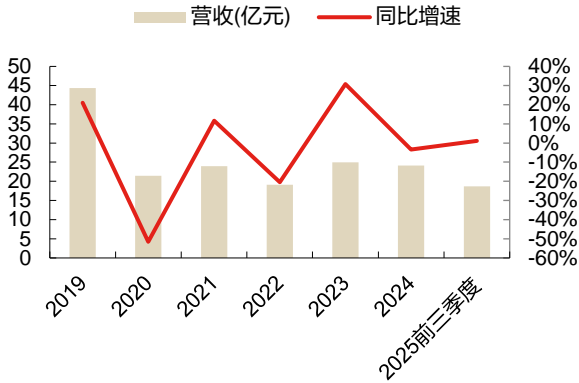
(二) 核心财务指标：营收、净利企稳回升，盈利能力修复

公司近五年营收较为稳定，归母净利波动较大，2025 前三季度归母净利显著提升。

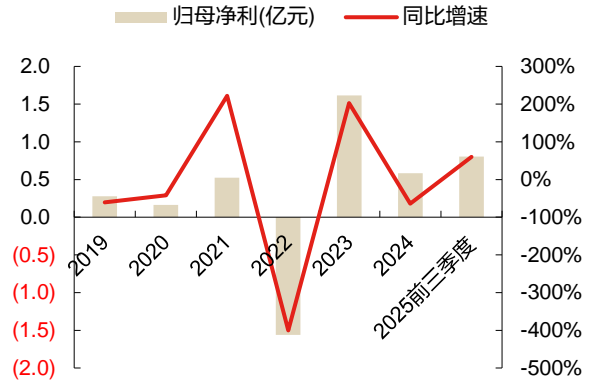
- **营收**：2020-24 按营收较为稳定，2020 年同比降低主要因收入准则从总额法调至净额法。2025 年前三季度营收 18.68 亿元/+1.18%。
- **归母净利**：2019-24 归母净利有所波动，主要因部分年份受公共卫生安全事件的影响。2025 年前三季度归母净利 0.8 亿元/+60.1%，我们认为主要因公司业务多维度升级，超市调改升级、供应链优化、费用管控、数智化转型等形成推动。

图 5：公司 2025 年前三季度营收增速回升

图 6：公司 2025 年前三季度归母净利增速大幅回升



数据来源: wind, 东方证券研究所

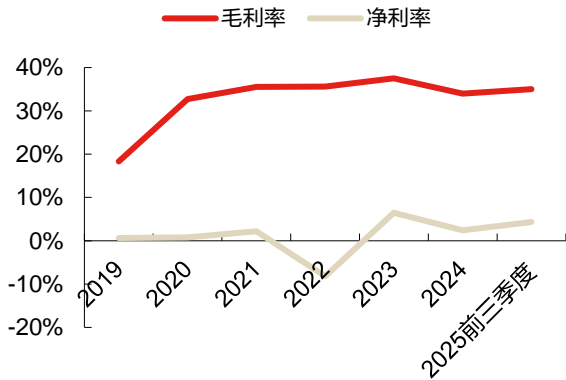


数据来源: wind, 东方证券研究所

公司 2025 年前三季度毛、净利率回升。

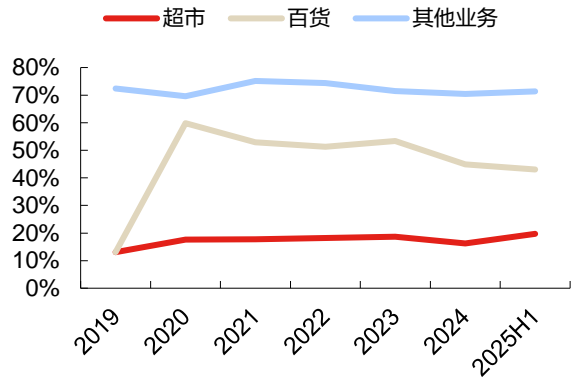
- **毛利率:** 公司 2020-23 年毛利率稳步提升, 虽 2024 年有所降低, 但 2025 年前三季度再度回升, 我们认为主要因整体供应链优化、费用控制及超市调改推动, 2025 年前三季度超市毛利率 19.71%、较 2024 年的 16%回升明显。
- **净利率:** 2025 年前三季度净利率 4.3%、较 2024 年的 2.42%显著回升, 我们认为随各项业态调整以及公司精细化管理和业态转型, 有望延续较高的盈利能力。

图 7: 公司毛利率、净利率 2025 年前三季度回升



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 8: 公司超市毛利率 2025H1 显著回升

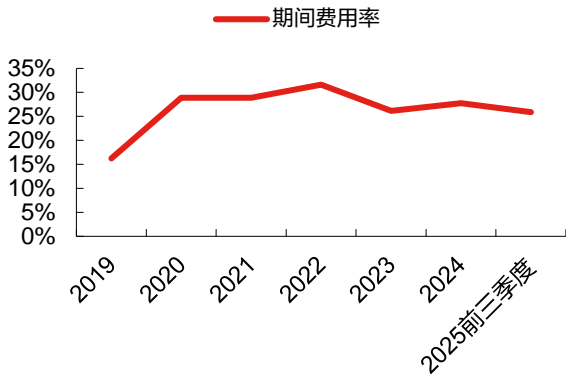


数据来源: wind, 东方证券研究所

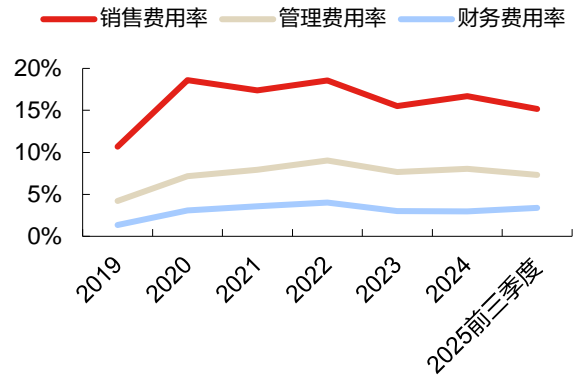
公司强化供应链及费用管控, 费用率有望延续降低。公司 2020-24 年费用率保持在 26-32%的较高水位, 但 2025 年前三季度降至 25.85%, 我们认为主要因供应链及费用管理的持续优化; 其中销售费用率 2025 年前三季度降至 15.16%, 管理费用率降至 7.31%。

图 9: 公司期间费用率有所降低

图 10: 公司费用结构以销售费用为主



数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所

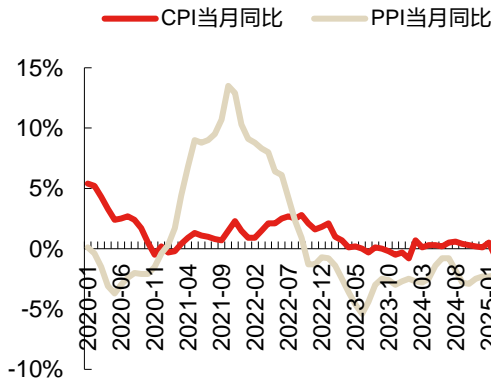
政策支持、调改提速，零售业迈入新发展阶段

十五五开局年到来，零售业是发力内需的重要着力点

2025Q4 以来 CPI 数据企稳修复，社零增速有所放缓。

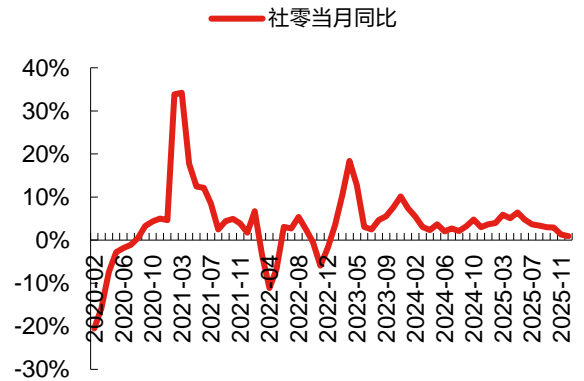
- **CPI**: 受益扩内需促消费政策措施继续显效，2025 年 10-12 月 CPI 持续回升，12 月 CPI 同比上涨 0.8%、涨幅比上月扩大 0.1pct，回升至 2023 年 3 月份以来最高。
- **社零**: 2025 年国内社零总额首次突破 50 万亿元大关，达到 50.1 万亿元/+3.7%，但 2025H2 增速有所放缓，我们认为或因国补退坡及电商税影响。

图 11: CPI 数据企稳



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 12: 社零数据分化



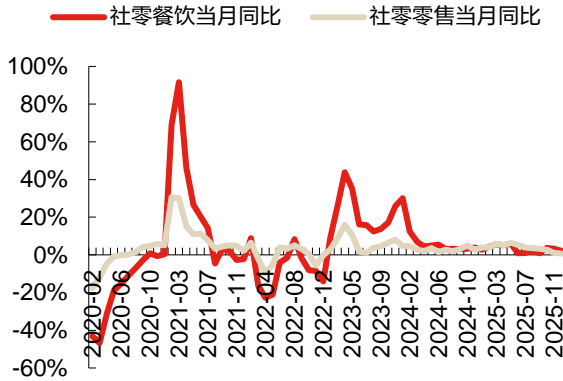
数据来源: 中国连锁经营协会, 东方证券研究所

社零分业态: 餐饮好于零售, 便利店及超市好于百货。

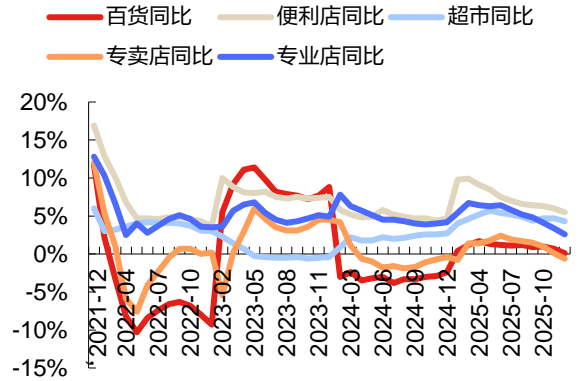
- 2025 年按消费类型划分, 商品零售额 443220 亿元/+3.8%、餐饮收入 57982 亿元/+3.2%, 但零售呈现前高后低特征, 2025Q4 餐饮表现好于零售。
- 2025 年按零售业态分, 限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 1.7%, 其中便利店、超市、百货店、专业店、专卖店零售额分别同比增长 5.5%、4.3%、0.1%、2.6%、-0.6%, 仓储会员店、集合店、无人值守商店等新零售模式零售额保持两位数增长; 以高性价比为代表的折扣店零售额增速持续加快。

图 13: 社零中餐饮好于零售

图 14: 超市、便利店表现更好



数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：中国连锁经营协会，东方证券研究所

近期政策支持内需力度持续增强，定调零售业是发力内需的重要着力点，我们看好随更多支持政策落地、有望推动零售业在十五五期间实现更好表现。

- 2025年12月中央经济工作会议确定了明年经济工作要抓好的八个方面重点任务，其中排在首位的是“坚持内需主导，建设强大国内市场”。
- 2025年12月9-10日，全国零售业创新发展大会指出，零售业是国民经济的基础性行业，对提振消费、扩大国内需求、推动经济回升向好具有重要支撑作用；且提出“要学习推广胖东来等企业好经验好做法，加快转型提升”。
- 2026年2月2日，商务部等9单位印发《2026“乐购新春”春节特别活动方案》的通知，旨在繁荣节日市场、丰富群众文化生活、激发假期消费活力，打造全域联动、全民乐享的春节消费盛宴。

表 4：国家层面明确助力零售业发展

会议/文件	内容
中央经济工作会议	坚持内需主导，建设强大国内市场。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。扩大优质商品和服务供给。优化“两新”政策实施。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力。
全国零售业创新发展大会	“十五五”时期，要科学把握行业发展面临的战略机遇和风险挑战，把零售业作为培育完整内需体系、做强国内大循环的关键着力点，推动行业转向品质驱动、服务驱动，实现高质量发展。 明确“学习推广胖东来经验”为核心方向，剑指网点布局、供需适配、线上线下融合等行业痛点。
《2026“乐购新春”春节特别活动方案》	指导有奖发票试点城市精心设计方案，在春节期间加大奖金投放力度；鼓励其他地区整合各方资源，因地制宜组织开展购物抽奖、消费补贴、消费返券等活动。鼓励各地增加春节期间消费品以旧换新补贴数量，加大线下实体零售支持力度。

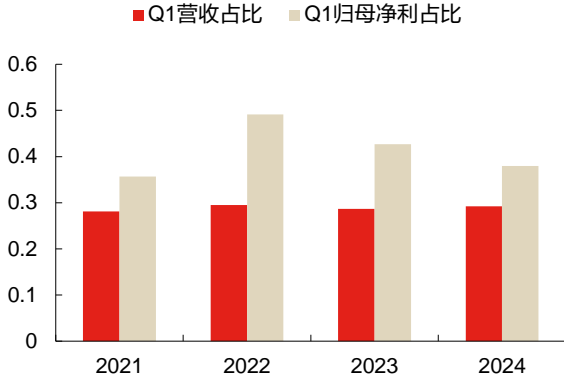
数据来源：政府官网，东方证券研究所

我们认为 2026 超长春节有望拉动旺季消费。

- 2026年春节假期为2月15-23日(农历大年28到正月初七)，时长9天，若叠加2月14日情人节实际将创造出长达10天的消费旺季，超过2025年春节假期的7天。
- 我们测算20家区域头部零售公司2021-24年Q1营收及归母净利润占全年营收及归母净利润的比重，4年均值分别为28.9%、41.4%，因此Q1经营至关重要，十五五开局有望迎开门红。

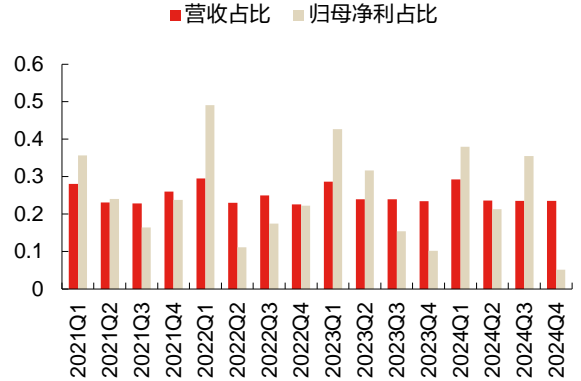
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15: 零售企业 Q1 营收占比近 30%、净利占比超 30%



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 16: 零售企业 Q1 营收净利占比往往高于其它季度



数据来源: wind, 东方证券研究所

研判胖东来及仓储、量贩业态，零售业进入新发展阶段

研判胖东来，作为国内商超头部企业近五年营收规模呈跨越式增长态势。

- 2021-2022 年营收稳定在 70 亿元；2023 年起进入高速增长通道，营收突破百亿至 107 亿元；2025 年营收再创新高，达到 235 亿元，同比增速为 39%，展现出强劲的发展韧性。
- 从 2025 年收入构成来看，超市为核心收入来源，贡献总营收的 54%；珠宝与百货业务占比均为 10%，展现出消费者对胖东来品牌信誉的高度认可。服饰、茶叶及其他业务占比分别为 8%、5% 和 4%，作为补充业务为营收提供了多元化支撑。

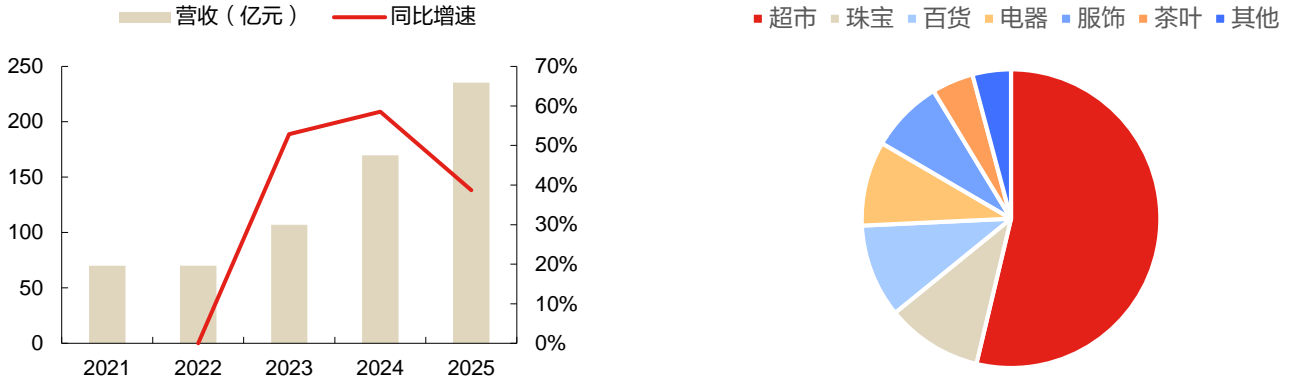
图 17: 胖东来以“人”为核心深耕区域市场



数据来源: 澎湃、新零售财经、同花顺财经, 东方证券研究所

图 18: 胖东来营收加快增长

图 19: 胖东来营收以超市为主



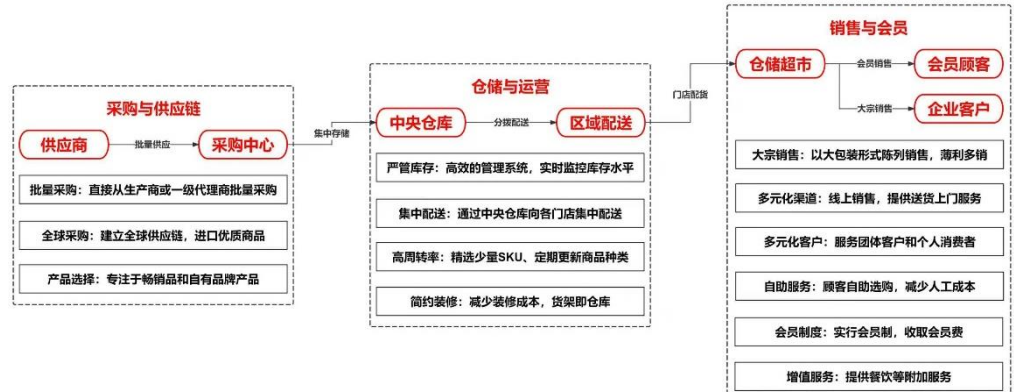
数据来源：潇湘晨报、界面新闻，东方证券研究所

数据来源：同花顺财经，东方证券研究所

研判美国仓储会员超市的发展路径：脱胎于超市业态成熟期，以会员制为基石，通过严选供应链、打造差异化的自有品牌形成稳定的盈利能力。

- **定义、起源与特征：**仓储会员超市又称仓储超市，主打平价策略，业态始于美国后滞胀期即上世纪 80 年代，衍生自步入成熟期的超市行业。仓储超市以会员制为基石精准锚定中产群体，通过严选供应商、打造差异化的自有品牌形成护城河。
- **核心能力：**仓储超市的供应链能力是高性价比/质价比+稳定利润率的保障，虽然毛利率一般低于传统超市，但依托极强的费用管控能力实现高净利率、而传统超市净利率并不稳定。

图 20：仓储会员超市以会员制为基石



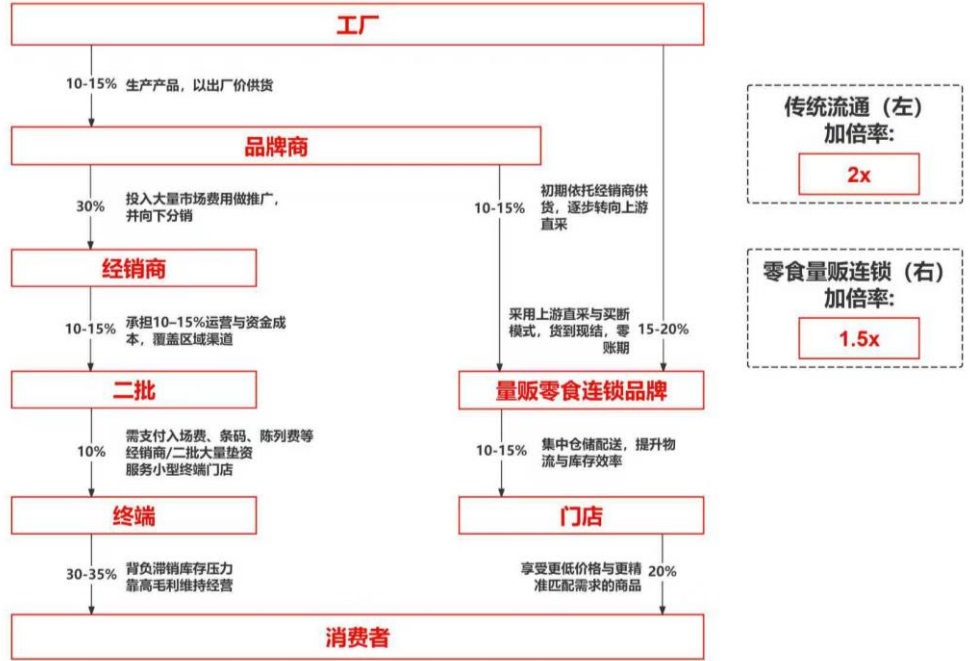
数据来源：界面新闻，东方证券研究所

研判国内量贩零食业态的发展路径：效率升级、折扣兴起。

- **发展趋势：**国内量贩零食行业始于 2010 年左右，以老婆大人等为代表在区域进行模式探索；2017 年后，零食很忙等品牌崛起并启动全国化扩张。2022 年以来，行业凭借极致性价比在下沉市场爆发式增长，门店数量激增，并迅速整合形成鸣鸣很忙与好想来双寡头竞争格局。
- **定义与特征：**量贩零食本质属于折扣零售，核心是低价(规模化采购+精简中间环节)、本质是效率(数字化选品及库存管理)，构建品牌引流+白牌盈利的商品组合，主要布局社区及下沉市场，通过加盟方式迅速扩张。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21：量贩零食规模化采购、精简中间环节实现更高盈利能力

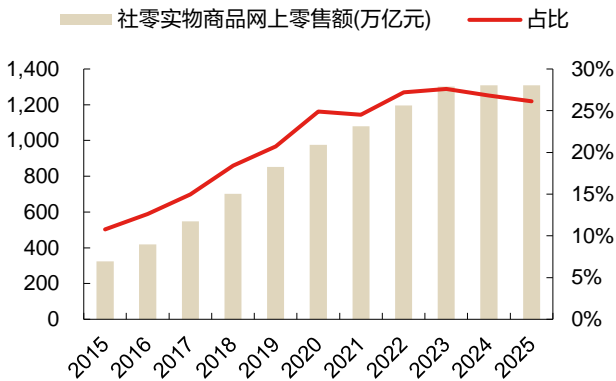


数据来源：新经销，东方证券研究所

我们认为：中美零售业态的先天环境造成产业链演化逻辑不同，但最终“殊途同归”。

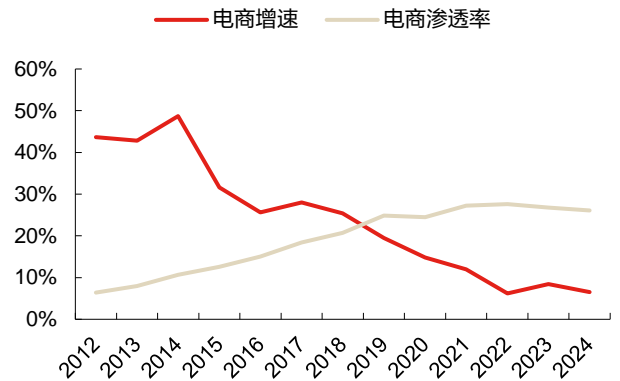
- **国内零售产业链演化趋势与美国相反**：国内是线上先行发展(早期线下零售基础设施相对薄弱、线上兼具效率与成本优势、移动支付获得跨越式普及)、随后倒逼并赋能线下基础设施升级的路径；美国则是在成熟的线下零售体系基础上逐步发展线上的路径。
- **最终“殊途同归”**：我们认为虽中美零售业发展路径不同，但电商渗透率规则基本类似，即 $\text{电商渗透率} \approx \text{商品消费占比} \times \text{商品类电商渗透率}$ 。一般而言，当经济体越发达、越成熟，居民支出越倾向于体验性与服务性消费，因此国内电商增速及渗透率走势呈现 X 型走势。

图 22：国内实物商品网上零售渗透率到达相对稳定区间



数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：国内电商增速及渗透率呈现 X 型走势



数据来源：中国连锁经营协会，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

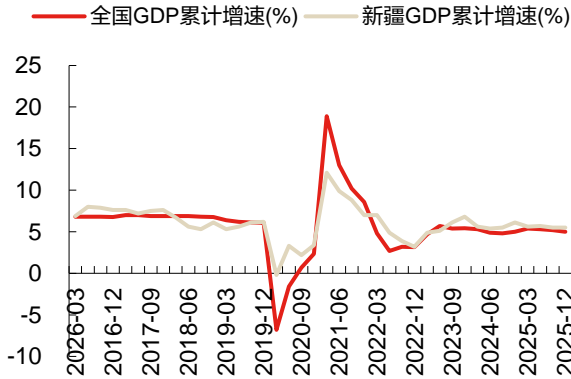
我们的结论：他山之石可攻玉，研判胖东来发展路径以及仓储超市及量贩零食的核心商业模式，我们认为零售行业已不再是朴素的线上与线下博弈的逻辑或价格维度之争，而是看重供应链选品能力以及与消费者信任关系的长期建立，未来能掌握供应链选品能力、能建立起消费者长期信任的零售公司将实现可持续发展。

深耕区域市场、加快调改步伐、布局 AI 及低空经济，三大核心优势筑牢护城河

新疆地区经济发展韧性足，公司具备区域龙头优势

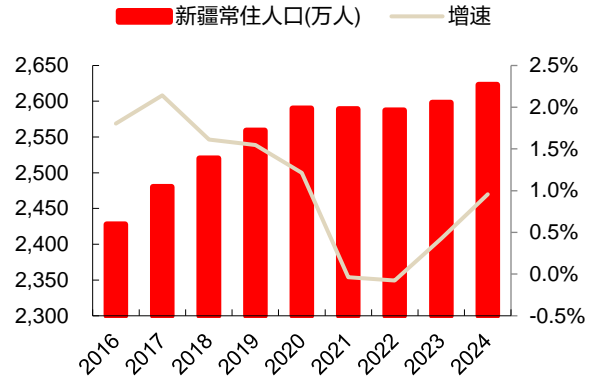
新疆近年各项经济指标持续向好，印证经济具较强韧性。2025 年新疆 GDP 达 2.15 万亿元/+5.5%，增速高于全国 0.5pct、且在各省中位居前列。从人均指标看，2024 年新疆人均 GDP 达到 7.87 万元/+5.4%(2025 年数据未披露)位居全国第 15，2020 年至今新疆人均 GDP/全国人均 GDP 持续提升；2025 年新疆人均可支配收入增长 6.4%，增速高于全国 1.4pct。

图 24：新疆近 2 年 GDP 增速跑赢国内整体增速



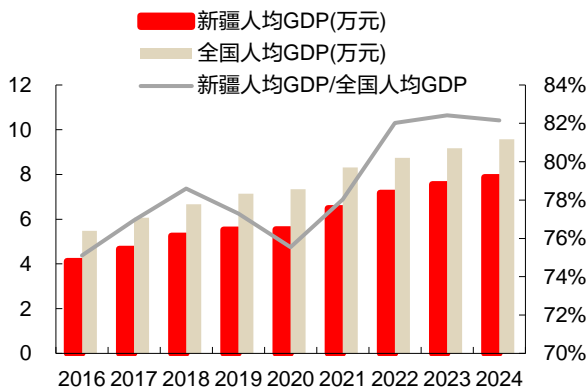
数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：新疆常住人口稳步增长



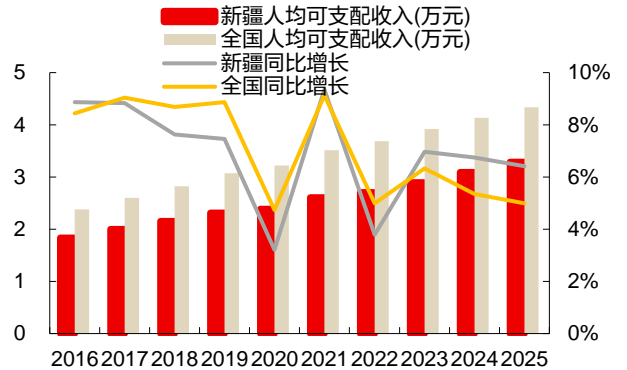
数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：新疆人均 GDP 稳步提升



数据来源：wind，东方证券研究所

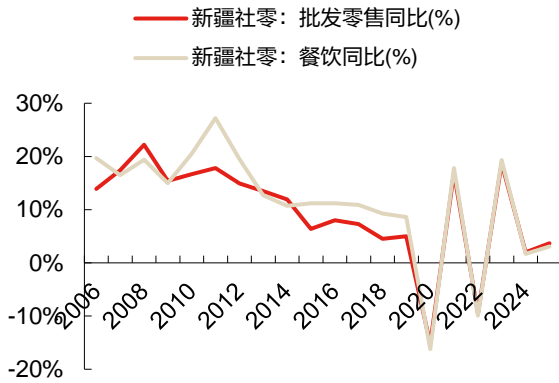
图 27：新疆人均可支配收入稳步提升



数据来源：wind，东方证券研究所

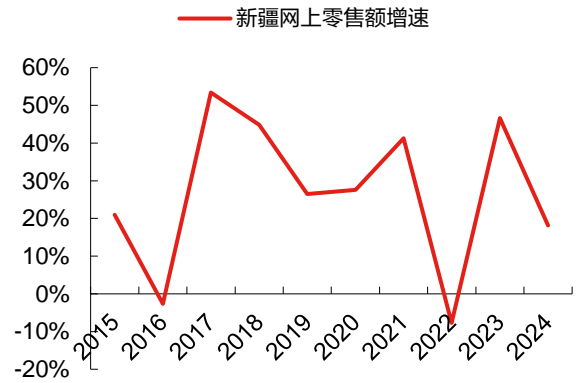
新疆消费数据稳中向好，网上零售增速更快。2025 年新疆社零总额达到 4108 亿元/+3.6%，限额以上单位消费品零售额 2103 亿元/+3%，其中商品零售达到 3612 亿元/+3.7%、餐饮达到 495.8 亿元/+3.1%，各项数据较 2024 年改善。新模式新业态快速发展带动线上消费持续活跃，2025 年新疆实物商品网上零售额同比增长 18.9%，增速高于全国 13.7pct。限额以上单位通过公共网络实现的商品零售额同比增长 54.5%，增速比上年同期提高 12pct。

图 28：新疆社零 2025 年有所回升



数据来源：wind，东方证券研究所

图 29：新疆网上零售额增速较快



数据来源：wind，东方证券研究所

为精准响应国家扩大内需、促进消费提质升级的战略部署，新疆近年来持续出台并落地一系列聚焦零售业高质量发展的支持政策。从 2025 年密集推出首店经济扶持、消费提振专项行动、商贸流通体系完善等多维举措，再到 2026 年明确消费品以旧换新补贴细则，形成了覆盖城乡流通网络优化、数字绿色转型、品牌培育升级、消费环境改善等关键领域的政策支撑体系，既为零售企业创新发展提供了税收金融、租金补贴、服务便利等实打实的支持，也通过业态创新引导、消费场景拓展等方式激活市场潜力，为新疆零售业稳定增长、结构优化注入持续动力。

表 5：新疆出台一系列政策鼓励消费

发布时间	政策	核心内容
2023	《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的实施方案（2023-2025 年）》	推进城市一刻钟便民生活圈建设，推荐乌鲁木齐等多地成为国家试点，认定 20 个自治区试点城市，开展零售业创新提质工程
2025.3	《自治区商务领域 2025 年提振消费专项行动方案》	六大板块 18 项任务，聚焦消费品以旧换新、商旅文体健融合、城乡消费提质，推动老字号创新与“新疆优品”品牌培育，升级城乡流通网络
2025.5	《关于支持首店首发经济发展的指导意见》	16 条措施，支持国际国内知名品牌在疆开首店、商业运营商引首店、品牌新品首发首秀，培育“老字号”名店，自贸试验区与重点商圈等优先布局，街区减免租金、补贴水电气费吸引特色小店，提供活动绿色通道与线上发布支持，有效期至 2027-12-31
2025.7	《新疆维吾尔自治区提振消费专项行动实施方案》	6 方面 20 项措施，含实物商品消费升级（汽车、家电等以旧换新）、服务消费创新、首店经济与数字 / 绿色消费培育、城乡消费拓展，优化消费环境与营商环境
2025.7	《自治区关于完善现代商贸流通体系 推动批发零售业高质量发展实施方案》	落实税收金融支持，健全城乡流通网络，推动流通创新转型，提高数智化、绿色化水平，优化企业开办“一网通办”等服务
2026.1	《新疆维吾尔自治区 2026 年消费品以旧换新补贴政策的公告》	聚焦汽车、家电、数码及智能产品等领域，采取“先领资格、后享补贴”方式，通过云闪付 App 定期发放补贴资格券，如个人消费者购买 6 类一级能效或水效标准家电产品按最终售价 15% 享受补贴，每人每类限补 1 件

数据来源：政府官网，东方证券研究所

公司深耕新疆市场，以“10 城 25 店”构筑联动发展优势。截止 2025H1 末，公司在新疆地区拥有 6 家百货商场、5 家购物中心及 11 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 107 万平方米，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

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

市、库尔勒市、阿克苏市、阿拉尔市、哈密市的核心商业区。凭借定位鲜明、错位互补的百货及超市业态的组合，全方位覆盖区域市场的多元消费需求，积累了稳定、可靠的消费客群。

表 6：公司在新疆主要城市拥有 11 家百货商场及购物中心

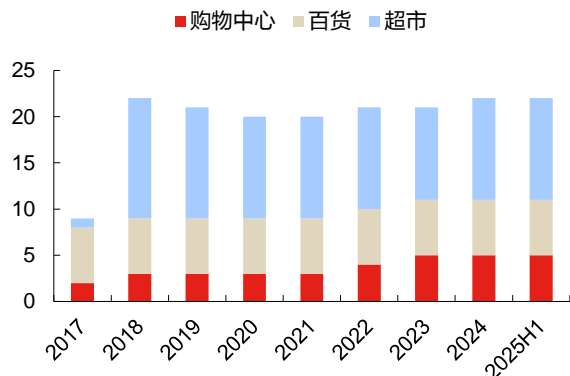
业态	门店	地区	物业权属	建筑面积（平方米）	开业时间	租赁期限
百货商场	乌鲁木齐市中山路店	乌鲁木齐市	自有	15,391	2000 年 9 月 25 日	-
			租赁	4,982		5 年
	昌吉东方店	昌吉市	租赁	49,136	2007 年 12 月 16 日	7 年
	昌吉生活广场店	昌吉市	租赁	21,194	2013 年 5 月 19 日	20 年
	五家渠店	五家渠市	租赁	32,375	2011 年 12 月 3 日	20 年
	准噶尔店	克拉玛依市	租赁	16,888	2008 年 12 月 28 日	20 年
购物中心	萨依巴格店	库尔勒市	自有	31,196	2004 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	-	
合计		-	-	683,653	-	-

数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：不含托管门店

公司近年门店数量基本稳定，未来门店提效是重点工作。2018 年至今，公司门店总数基本稳定，其中购物中心门店数量有所提升、超市门店数量有所降低。2023-24 年百货及超市店效有所下滑，其中主力区域乌鲁木齐、五家渠等地均有所下滑，我们认为或因消费环境有所变化。2025 年以来公司加快门店调改，前三季度营收、净利实现回升，我们看好后续店效持续回升。

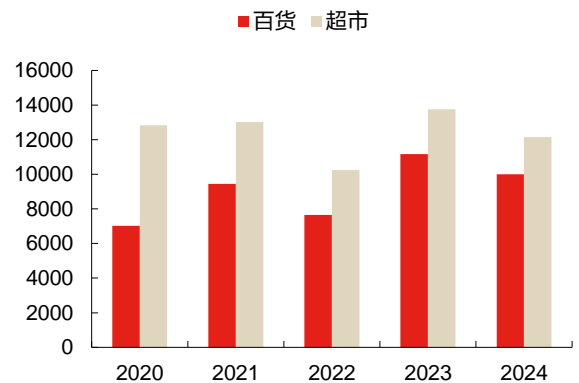
图 30：公司门店主要包括购物中心、百货、超市



数据来源：wind，东方证券研究所

备注：单位是个

图 31：公司百货、超市店效有所波动



数据来源：wind，东方证券研究所

备注：单位为万元

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 7：五家渠、乌鲁木齐超市门店坪效居前

城市	业态	2020	2021	2022	2023	2024
乌鲁木齐	百货	0.34	0.67	0.55	0.83	0.74
乌鲁木齐	超市	1.33	1.54	1.15	1.93	1.55
昌吉	百货	0.07	0.04	0.03	0.08	0.07
昌吉	超市	1.23	0.98	0.67	1.36	1.17
五家渠	百货	0.05	0.08	0.06	0.08	0.06
五家渠	超市	1.77	1.57	2.25	2.6	2.14
石河子	超市	0.27	-	-	-	-
阜康	百货	-	-	-	0.01	0.002
阜康	超市	-	-	0.01	0.91	0.01
奇台	超市	0.26	0.94	0.92	1.13	0.03
克拉玛依	百货	0.22	0.25	0.2	0.05	0.03
克拉玛依	超市	3.07	2.75	3.09	1.91	0.04
哈密	超市	0.18	0.57	0.57	-	1.51
库尔勒	百货	0.04	0.11	0.06	0.09	0.04
库尔勒	超市	1.17	0.82	1.49	1.63	0.02
阿克苏	超市	0.24	0.69	0.58	0.52	0.01

数据来源：wind，东方证券研究所
备注：坪效单位为万元/平米

加快调改超市、百货，深耕会员经济

（一）超市推进“胖改”、百货强化“首店、首发”经济势能

公司 2025 年起推进超市调改，看好经营潜力加速释放。

- 公司首家“胖东来”指导调改店北京路超市 2025 年 8 月 16 日开业；第二家“胖东来调改店”好家乡超市世贸店于 9 月 5 日开业。调改后“人货场”全面升级，一方面显著带动卖场销售额增长，另一方面具有显著的联动效果，进一步增强公司商业竞争力。
- 截至目前公司已完成全疆 7 城 8 家门店的调改工作，我们看好后续调改门店有望加速释放经营潜力、推动营收净利保持较快增长。

以首家“胖东来”指导调改店北京路超市为例，已实现“人货场”全面升级。

- 商品方面：聚焦民生需求，优化品类结构，淘汰三四线商品，保留一线及优选特色品牌，并引入胖东来自有品牌商品，商品结构达到胖东来商品结构的 90% 以上。
- 环境方面：取消强制动线，拓宽卖场通道，确保卖场动线流畅；新增制冰机、饮水机、洗手池及休息座位等便民设施，提高团队服务意识，为顾客提供安全、方便、舒适的购物场景。
- 员工待遇方面：提升薪酬、缩短日工时至 8 小时内，增加年休假及多项节日福利，优化员工配套区域，以提升员工幸福感推动优质服务。

图 32：公司调改门店设有胖东来自有品牌专区
图 33：公司烘焙区实现升级

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：联商网，东方证券研究所



数据来源：联商网，东方证券研究所

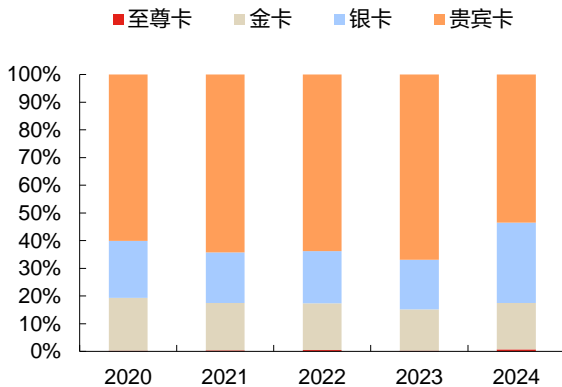
公司超市调改已取得显著成效。以北京路店为例，调改当天(8月16日)迎来7万人次的消费客流，同比增长127%，累计销售额高达244万元，同比增长286%；调改后首周销售额突破1732万元，同比增长272%，日均成交笔数11174笔，同比增长232%，客单价172.2元，同比增长12%。

公司百货调改顺应“首店、首发”经济势能，聚焦新品牌、新体验、新形象。公司积极探索多元化的创新发展路径，2024年引进首进疆品牌27个，年内调改品牌多达723个。2025H1公司新引进百货业态品牌224个，其中乌鲁木齐北京路购物中心引进罗拉马希、艾琳&ACTE、西塔老太太、野果等多个疆内独家品牌，有效填补业态空白；其余门店新引进品牌中，餐饮及体验业态占比最高，有效提升了门店聚客能力及客流。

(二) 深耕会员经济、强化会员服务

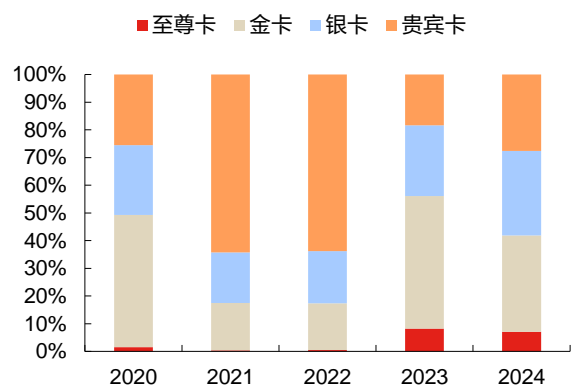
公司致力于打造顶尖服务意识，会员人数超百万人且至尊卡会员人数持续提升。公司针对不同等级的会员提供个性化服务与差异化营销互动，旨在提升各级会员的满意度和忠诚度，增强客户粘性，构建尊享礼遇价值最大化的会员体系。截至2024年底，公司各级会员数量达到118.6万人；2020-24年，至尊卡会员人数占比0.2%提至0.7%、销售额占比自1.55%提至7.13%。

图 34：公司至尊卡会员人数占比小幅提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：公司至尊卡会员销售占比小幅提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司 2025H1 会员权益优化升级，积分返礼活动频次增加，整体会员权益得到大幅提升。“汇嘉宅猫”联合不同品牌，每月推出“宅猫积分限定兑换”活动；各门店积极开展会员积分浮动权益活动，提升日常消费积分兑换比例、增强消费粘性；公司旗下百货及购物中心门店根据会员卡等级升级停车特权；购物中心门店联合影院、儿童乐园等业态，推出“会员专属”（如免费观影专场、亲子沙龙、VIP 优先入场通道）等诸多会员权益特色活动。

（三）拓展即时零售、提升消费者触达能力

公司以核心门店为支点，充分发挥其仓店合一与本地化优势，拓展即时零售模式。公司超市线上首店，已充分将“本地化适配”优势融入门店的服务半径中。从配送范围来看，针对不同渠道设置了差异化触达半径：美团外卖、淘宝闪购（饿了么）覆盖半径 5 公里圈层，触达更广泛的潜在消费者；官方小程序聚焦 3 公里核心区域，用以保障直接服务配送效率，既贴合乌鲁木齐本地城市布局特点，也满足了不同场景下的即时消费需求。

布局 AI 及低空经济，未来业务发展锦上添花

（一）AI 重构“人货场”生态，为百货商超赋能提效

公司引入零售数智化解决方案多点系统、字节跳动智能协作平台飞书等，构建 AI 数智化运营管理体系，为 AI 零售提效与决策优化提供核心数据支持。首先数据维度全，覆盖消费、商品、营运三端核心指标，完整还原零售全链路；其次实时性强，依托 POS 机、智能货架等终端，即时捕捉交易、客流、库存数据，支撑策略动态调整；最后数据规模充足，拥有来自单店日均交易数千至数万笔，以及跨区域沉淀亿级数据池。

表 8：公司引入零售数智化解决方案多点系统

供应链	构建端到端的智能供应链体系	<p>采购管理升级：建立统一的供应商协同平台，将供应商引入、合同管理、采购订退货、费用对账结算等流程全面线上化，支持自营、联营、代销等多种合作模式的精细化管理。</p> <p>智能仓储管理(WMS)：实现仓库系统与业务系统的无缝对接，单据实时传输、数据实时同步，收货、上架、拣货、复核、装车发货全过程在线化、无纸化，显著提升仓内各环节作业效率。</p> <p>配送运输优化(TMS)：建立标准化配送管理流程，实现车辆管理与配送任务的系统化调度，加强仓店交接的精准度，确保商品在辽阔疆域内高效流转。</p>
门店	打造移动化、全渠道的零售终端	<p>门店运营移动化：通过一个系统整合门店作业场景，实现订货、收货、盘点、领用、库存调整等日常工作的全面移动化，减少多系统切换，提升一线员工操作效率与体验。</p> <p>全渠道销售布局：基于系统内置的外卖平台对接、O2O 商城搭建与私域运营能力，为汇嘉时代未来线上业务发展奠定坚实基础。</p>
总部	夯实一体化管理与业财融合基石	<p>系统统一 SaaS 化部署：通过安全稳定的云端部署，降低服务器维护成本，保证系统持续迭代与业务连续性。</p> <p>业财一体化深化：实现业务单据自动生成财务凭证，推动核算效率提升与财务角色转型，增强业务与财务数据的双向可追溯性，为经营管理决策提供实时、准确的数据支持。</p>

数据来源：多点官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

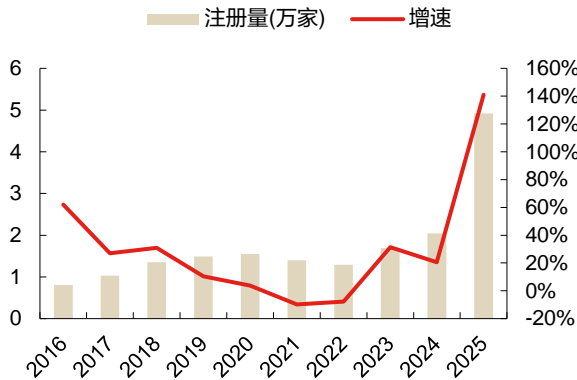
我们认为：公司构建“组织协同+供应链+全渠道”数智化体系，形成可复制的区域零售 AI 数智化应用升级路径。未来公司将持续深化 AI 在经营全场景的应用，承接数字消费、绿色消费政策红利，在巩固区域龙头地位的同时，为新疆零售业高质量发展提供样本。

（二）拓展低空经济，进一步强化物流履约能力且有望打造新增长点

低空经济发展前景广阔，新疆具备“天时地利人和”。

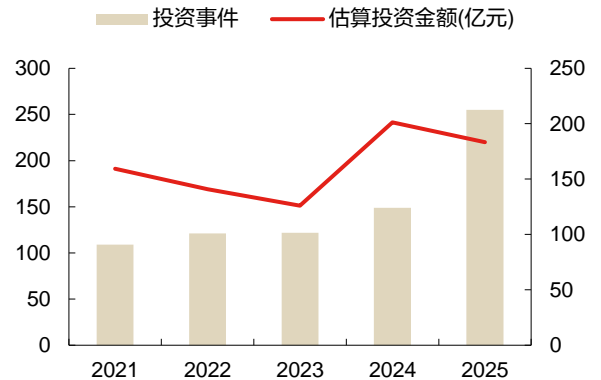
- 2024 年低空经济作为“新增长引擎”首次写入政府工作报告，党的二十届三中全会明确提出“发展通用航空和低空经济”，因此被认为是国内低空经济“元年”。据中国民航局预测，到 2025 年我国低空经济市场规模将达 1.5 万亿元；2035 年有望突破 3.5 万亿元大关。
- 当前，新疆在用运输机场 28 个、A1 类通用机场 3 个、通航起降点 79 个。到 2035 年，新疆将建成 A2 级以上通用机场 98 个，密度达每 10 万平方公里 5.9 个，通用航空服务在重点地区、重点团场实现“县县通、团团通”。

图 36：国内低空经济相关企业注册量快速增长



数据来源：大众日报、企查查，东方证券研究所

图 37：国内低空经济投资事件持续提升



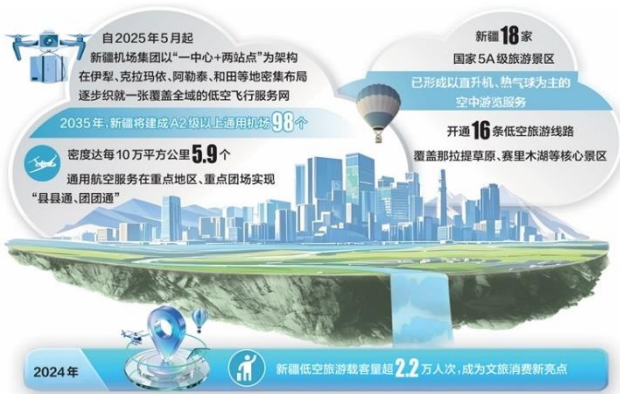
数据来源：大众日报、IT 桔子，东方证券研究所

疆加快布局低空经济，已从单点突破迈向全域协同的发展新阶段。

- 2025 年 5 月起，新疆机场集团以“一中心+两站点”为架构，在伊犁、克拉玛依、阿勒泰、和田等地密集布局，逐步织就一张覆盖全域的低空飞行服务网。
- 新疆低空经济发展前景广阔，将逐步实现全疆县级低空服务节点全覆盖，探索开通“翼航专线”，打通生鲜冷链、医疗物资“最后一公里”；构建应急物资无人机储备网，在极端天气或突发状况下快速响应民生需求，保障群众基本生活；同时深化共建“一带一路”国家低空合作，探索跨境低空物流通道建设，让低空经济成为连接内外、服务民生的重要纽带。

图 38：新疆加速布局低空经济

图 39：新疆交投低空飞行服务平台投入试运行



数据来源:天山网,东方证券研究所



数据来源:新疆日报,东方证券研究所

公司2025年起加速布局低空经济新赛道,7月已开通两条试点航线,未来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年初,公司牵手新疆通用航空有限责任公司共同发起成立合资公司通航汇嘉,各方将在定制农业、商贸物流、低空旅游等领域开展深度合作。
- 2025年7月,公司与通航公司合作开通两条试点航线:阿拉尔农场-库尔勒门店、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。

我们认为:新疆地区幅员辽阔、对零售公司配送能力提出较高要求,公司发展低空经济一方面有望强化物流履约能力,如有助于提升运送生鲜产品的时效、满足消费者的需求;另一方面或有望拓展与景区公司的合作(如为景区配送商品等),或打造新增长点。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-27 年盈利预测做如下假设：

- 公司核心业务为百货商超，一方面新疆零售业在促消费等政策支持下有望迎来增速回升，另一方面随超市及百货调改工作稳步推进，我们认为供应链及履约能力将进一步提升、从而推动 2026-27 年营收增速提升，我们假设超市业务 2025-27 年营收分别 13.56/14.71/15.81 亿元，增速分别 1.5/8.5/7.5%；我们假设百货业务 2025-27 年营收分别 6.03/6.21/6.39 亿元，增速分别 0.5/3/2.8%。
- 我们假设公司 2025-27 年毛利率分别 34.83%、36.01%、36.54%，其中超市业务分别 18.5%、19.5%、19.7%，百货业务分别 42%、46%、49%。我们认为随公司调改稳步推进（超市“胖改”、百货引入新兴业态等）、区域影响力进一步提升，毛利率将保持提升趋势。
- 我们预计随公司规模进一步扩张、控费提效，费用率将有所降低，假设 2025-27 年销售费用率分别 16.6%、16%、15.5%，管理费用率分别 8%、7.8%、7.5%。
- 我们假设公司 2025-27 年的所得税率与 2024 年一致均为 23.6%。

根据测算，我们预测 2025-27 年营收分别 24.51/26.02/27.46 亿元，增速分别 1.7/6.1/5.6%；归母净利润分别 0.83/1.44/1.83 亿元，增速分别 43/73/28%。

表 9：公司营收分类预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
超市					
销售收入（百万元）	1,375.3	1,335.6	1,355.6	1,470.9	1,581.2
增长率	22.0%	-2.9%	1.5%	8.5%	7.5%
毛利率	18.7%	16.2%	18.5%	19.5%	19.7%
百货					
销售收入（百万元）	669.9	600.3	603.3	621.4	638.8
增长率	45.8%	-10.4%	0.5%	3.0%	2.8%
毛利率	53.3%	44.8%	42.0%	46.0%	49.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	449.1	473.4	492.3	509.6	526.4
增长率	40.0%	5.4%	4.0%	3.5%	3.3%
毛利率	71.5%	70.5%	71.0%	71.5%	72.0%
合计	2,494.2	2,409.3	2,451.3	2,601.9	2,746.4
增长率	30.8%	-3.4%	1.7%	6.1%	5.6%
综合毛利率	37.5%	34.0%	34.8%	36.0%	36.5%

资料来源：wind，东方证券研究所预测

投资建议

公司所在行业为零售行业，盈利状况整体稳定，同行业竞争充分，采用同行业可比公司相对估值方法最为合适。我们选择王府井、步步高、天虹股份、家家悦、新华百货、百联股份作为可比公司，调整后 2026 年平均 PE 估值为 35.52 倍，考虑到公司作为区域头部零售企业利润增速更快(可比公司按 wind 一致预期 2026-27 年平均利润增速为 25/26%低于公司的 73/28%)、且积极拓展低空经济为物流配送等领域赋能，我们给予公司 10%的估值溢价，给予公司 2026 年 39 倍 PE，对应公司目标价 12.09 元，首次给予“买入评级”。

表 10：可比公司估值

公司名称	公司代码	最新股价	EPS(元)				归母净利增速		PE 估值			
		(元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
王府井	600859	14.35	0.24	0.22	0.34	0.43	67.53%	30.23%	60.04	65.83	42.05	33.05
步步高	002251	4.96	0.45	0.11	0.12	0.19	12.59%	56.20%	11.01	45.97	40.86	26.15
天虹股份	002419	5.67	0.07	0.11	0.14	0.18	26.69%	23.15%	86.43	49.82	39.32	31.94
家家悦	603708	12.60	0.21	0.33	0.39	0.44	17.62%	16.60%	60.96	38.71	32.07	28.54
新华百货	600785	20.55	0.60	0.62	0.69	0.80	11.27%	15.19%	34.36	32.92	29.82	25.65
百联股份	600827	9.01	0.88	0.27	0.31	0.35	14.44%	15.45%	10.26	33.21	29.07	25.46
调整后 平均 PE							25.02%	26.14%	41.59	41.93	35.52	28.07

数据来源：wind，东方证券研究所

备注：最新股价取自 2026 年 2 月 12 日收盘价；2026-27 年归母净利增速为 wind 一致预期。

风险提示

行业竞争加剧。国内零售行业尤其超市行业竞争激烈，目前阶段而言，行业内至少存在超市及偏离点、生鲜电商、社区团购、即时零售、等参与者；此外也存在量贩零食、短保超市等新兴竞争者。若行业竞争加剧，或对公司业务产生不利影响。

调改不及预期。超市及百货是公司战略的核心着力点，其中超市的供应链建设、自营品建设是重要方向，若调改进度低于预期，可能导致公司盈利低于预期、从而对公司业务发展产生不利影响。

消费复苏低于预期。若居民消费意愿低迷，将对公司百货商超等线下门店的客流、客单造成影响，进而影响公司收入利润表现。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	132	195	198	211	254	营业收入	2,494	2,409	2,451	2,602	2,746
应收票据、账款及款项融资	146	140	143	151	160	营业成本	1,559	1,590	1,598	1,665	1,743
预付账款	134	114	116	123	130	销售费用	387	402	407	416	426
存货	301	356	357	373	390	管理费用	191	194	196	203	206
其他	91	133	134	137	140	研发费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	804	939	949	995	1,073	财务费用	75	71	68	48	46
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	26	12	(2)	0	0
固定资产	1,880	2,300	2,210	2,118	2,026	公允价值变动收益	0	(5)	(1)	(1)	(1)
在建工程	5	11	561	812	1,012	投资净收益	14	6	3	3	3
无形资产	118	153	147	140	133	其他	(72)	(63)	(75)	(80)	(85)
其他	1,464	1,226	917	781	781	营业利润	199	77	113	192	243
非流动资产合计	3,468	3,690	3,835	3,851	3,952	营业外收入	2	2	3	3	3
资产总计	4,272	4,629	4,784	4,845	5,025	营业外支出	4	3	7	7	7
短期借款	808	1,005	1,130	1,017	1,005	利润总额	196	76	109	188	239
应付票据及应付账款	676	636	639	666	697	所得税	35	18	26	44	56
其他	965	1,233	1,244	1,281	1,317	净利润	161	58	83	144	183
流动负债合计	2,449	2,875	3,012	2,964	3,019	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	135	135	135	135	归属于母公司净利润	162	58	83	144	183
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39
其他	367	236	184	184	184						
非流动负债合计	367	370	318	318	318	主要财务比率					
负债合计	2,816	3,245	3,331	3,282	3,337		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(3)	0	(0)	(0)	(1)	成长能力					
实收资本 (或股本)	470	470	470	470	470	营业收入	30.8%	-3.4%	1.7%	6.1%	5.6%
资本公积	209	196	206	206	206	营业利润	240.5%	-61.3%	46.8%	70.0%	27.0%
留存收益	779	717	777	887	1,013	归属于母公司净利润	203.1%	-63.9%	42.7%	72.5%	27.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,456	1,384	1,453	1,563	1,688	毛利率	37.5%	34.0%	34.8%	36.0%	36.5%
负债和股东权益总计	4,272	4,629	4,784	4,845	5,025	净利率	6.5%	2.4%	3.4%	5.5%	6.7%
						ROE	11.7%	4.1%	5.9%	9.5%	11.3%
						ROIC	9.5%	4.6%	5.2%	6.6%	7.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	65.9%	70.1%	69.6%	67.7%	66.4%
净利润	161	58	83	144	183	净负债率	51.0%	72.6%	77.4%	64.0%	56.0%
折旧摊销	165	217	241	235	99	流动比率	0.33	0.33	0.31	0.34	0.36
财务费用	75	71	68	48	46	速动比率	0.20	0.20	0.20	0.21	0.23
投资损失	(14)	(6)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	115	166	6	30	31	应收账款周转率	23.5	20.3	19.0	19.4	19.4
其它	(34)	(83)	113	1	1	存货周转率	4.9	4.8	4.5	4.6	4.6
经营活动现金流	468	425	509	455	357	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(379)	(445)	(550)	(250)	(200)	每股指标 (元)					
长期投资	77	37	0	0	0	每股收益	0.34	0.12	0.18	0.31	0.39
其他	70	(9)	2	2	2	每股经营现金流	1.00	0.90	1.08	0.97	0.76
投资活动现金流	(232)	(417)	(548)	(248)	(198)	每股净资产	3.10	2.94	3.09	3.32	3.59
债权融资	(40)	128	0	0	0	估值比率					
股权融资	(1)	(13)	10	0	0	市盈率	27.5	76.1	53.3	30.9	24.2
其他	(238)	(44)	33	(194)	(115)	市净率	3.0	3.2	3.1	2.8	2.6
筹资活动现金流	(279)	70	43	(194)	(115)	EV/EBITDA	12.5	15.0	13.0	11.6	14.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.1	37.0	30.4	22.9	19.0
现金净增加额	(43)	78	3	12	43						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。