本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。 它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。

中信证券 CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026 年 11 月 13 日

CP ALL

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供
中信证券财富管理(香港)
产品及投资方案部
电话：(852) 2237 9250 / 电邮：wminvestmentsolutions@citics.com.hk

CPALL TB

泰国消费品行业

核心韧性抵消 CPAXT 拖累

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 11 月 11 日发布的题为《Core resilience offsets CPAXT drag》的报告，CPALL 报告 2026 年三季度核心利润为 73.9 亿泰铢（同比+14%，环比-0.1%），而列报净利润同比下降 7%至 61.6 亿泰铢（环比-18%），受 CPAXT 关店和重组费用拖累。基础便利店业务仍保持强劲，CPALL 单体核心利润同比上升 20%、环比上升 2%至 63.9 亿泰铢，受 2.5%同店销售增长、利润率改善、严格成本控制和更高其他收入支撑。随着 CPAXT 可能已在 2026 年三季度度过最差阶段，CPAXT 的复苏应自 2026 年四季度起为 CPALL 提供关键增量催化因素。

- **尽管客流走弱，同店销售增长仍为正：**CPALL 单体销售额同比增长 6.2%至 1,230 亿泰铢，受 2.5%同店销售增长和持续门店扩张支撑。7-8 月同店销售增长相对相近，9 月更强，部分由于（洪水引发的）恐慌性购买。客流量同比下降 1.8%至 926 名顾客/店/天，反映强降雨和游客减少，但被单客消费同比增加 3.5%至 89 泰铢所抵消。CPALL 在 2026 年三季度于泰国新增 207 家门店，使网络达到 16,491 家门店。

- **有利的产品组合支撑利润率扩张：**CPALL 单体毛利率同比扩大 20 个基点至 30.3%。食品仍是关键支撑，即食（RTE）、即饮（RTD）和新饮料口味推动同比利润率改善，而非食品则受益于个人护理、医疗保健产品（包括 ATK 检测试剂）、流感药、吸入器和家居用品。食品占销售额的 77.4%，高于 2025 年三季度的 76.3%，管理层继续将产品组合转向更高利润率品类。

- **成本控制和其他收入提供额外支撑：**公司单体 SG&A 同比增长 6.2%，低于公司单体总收入 6.9%的增幅，凸显持续的成本纪律。其他收入也因年度集章活动更强劲而加速，包括成功的 Monchhichi 活动。因此，公司单体营业利润同比增长 13%至 99 亿泰铢。

- **柬埔寨业务优化，泰国扩张保持完整：**CPALL 在 2026 年三季度关闭 16 家柬埔寨门店，剩余 23 家，管理层调整该市场战略。相比之下，泰国继续稳步扩张，2026 年三季度净增 207 家，而老挝新增两家门店至 35 家。管理层继续目标 2026 年在泰国新开约 700 家门店。

- 尽管客流走弱和 CPAXT 拖累，7-Eleven 继续通过正同店销售增长、有利产品组合、利润率改善和严格成本控制实现韧性盈利。CPALL 单体核心利润在 2026 年三季度同比增长 20%，在 2026 年前三季度同比增长 18%，强化了中信里昂的观点，即即使面对疲弱消费背景，核心业务仍具防御性。随着 CPAXT 可能已度过其重组影响最严重阶段，CPAXT 更清晰的复苏应自 2026 年四季度起提供关键增量催化因素。

催化因素

CPAXT 业务的稳健扭转（尤其是 Makro 及其全渠道投资）以及持续健康的同店销售增长，以及 CP ALL 门店的毛利率，应成为该公司的关键催化因素。除此之外，鉴于 7-Eleven、Makro 和 Lotus's 在泰国各自杂货业态中拥有最高市场份额，政府提振本地消费的刺激措施应为公司带来积极情绪。

投资风险

风险包括消费放缓、国内经济疲软、政府措施进一步延迟以及竞争加剧。

公司概况

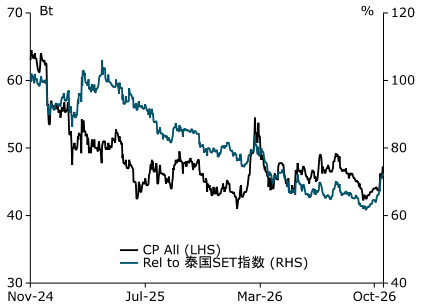
CP ALL 是泰国领先的便利店运营商，在全国拥有近 15,000 家 7-Eleven 门店的广泛网络，规模仅次于日本，为全球第二大网络。大曼谷地区占其总门店数的 43%。该公司拥有其 49%的门店，其余以特许经营方式运营。食品和饮料占总销售额的 74%。2013 年，公司收购了 Siam Makro 97.9%的股权，后者以 Makro 品牌运营泰国最大的现购自运门店网络；随后在 2020-21 年集团对 Lotus's 持股进行重组，形成目前持有 Siam Makro 59.9%的股权。Siam Makro 目前运营现购自运门店（Makro）和零售门店（Lotus's）。

收入按产品分类	
便利店	44.3%
批发	27.3%
零售与购物中心	21.9%
其他	6.5%

收入按地区分类	
亚洲	98.6%
美洲	0.7%
欧洲	0.5%
中东及非洲	0.2%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 11 日): 47.0 泰铢

12 个月最高/最低价: 54.5 泰铢/41.0 泰铢

市值: 125.10 亿美元

3 个月日均成交额: 42.71 百万美元

市场共识目标价（路孚特）: 61.41 泰铢

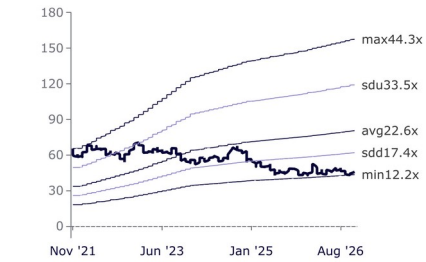
主要股东:

正大集团 44.70%

泰国 NVDR 8.89%

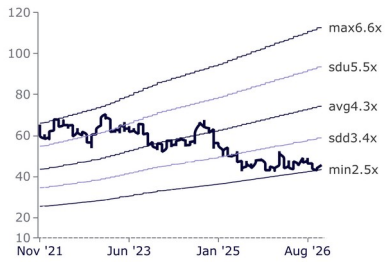
资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



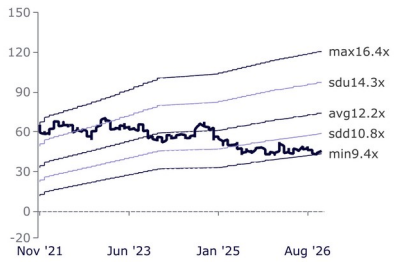
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

免责声明请参考封底

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
SM 投资	SM PM	110.5	570.00	7.7	7.5	7.1	1.0	0.9	0.8	2.3	3.0	3.0	13.7	12.6	12.2

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 11 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。