仅供内部参考，请勿外传



# 线下零售四季度日历效应解析

零售行业深度报告 1

## 核心观点

- **零售行业近 10 年 Q4 日历效应：百货商超易跑出超额。**1)基于 CS 行业分类，CS 一般零售 2016-25Q4(下同)7 次跑赢沪深 300 指数，其中 2022Q4 及 2024-25Q4 明显大幅跑赢(CS 一般零售-沪深 300 超 10%)；我们测算 CS 一般零售涨幅均值 8.14%，若与 30 个 CS 一级行业比较则高居第一。2)基于 SW 行业分类，SW 百货及 SW 超市均有 6 次跑赢沪深 300 指数，前者 3 次大幅跑赢、后者 4 次大幅跑赢。3)基于最大涨幅 TOP20，以涨幅超 30%为筛选门槛，中央商场出现 8 次，供销大集/丽尚国潮/大连友谊/南京新百出现 5 次，汇嘉时代/爱施德/家家悦/步步高等出现 4 次；上述公司多为区域头部零售企业且以百货、超市为主，一方面与零售行业特征有关(区域型公司多于全国型公司)、另一方面与部分年份政策发布所呈现的区域侧重有关。
- **日历效应归因：外部催化为主，内生催化为辅。**1)政策催化：Q4 历来是政策密集发布的重要窗口期，过去 10 年 Q4 前后几乎每年均有重要促消费政策落地，如 2025Q4 福建区域重磅政策出台，东百集团区间最高涨幅达 302%。2)消费旺季催化，国庆黄金周/双十一/双十二/元旦等多个促销节点密集叠加，但近年来 Q4 对板块营收驱动效应有所弱化。3)主题催化：如 2016-17Q4 新零售从萌芽到爆发，2016Q4 三江购物最高涨幅 366%、2017Q4 中百集团 44%。4)内生催化：如 2024Q4 超市调改带动超市板块业绩预期上行，中百集团最高涨幅 288%、永辉超市 178%；同时我们认为内生层面的催化更多与公司的边际变化倾向有关。5)展望未来，关注政策催化及行业边际变化(如新业态崛起等)。
- **线下零售现状梳理：基本面拐点未至，期待边际催化。**1)年初以来社零有所承压，1-8 月社零增速 1.1%、扣汽车的社零增速 2.7%；限额以上业态中，偏必选方向的便利店/超市更稳健，偏可选方向的专业店/百货店/品牌专卖店承压。2)多数百货商超近三年营收明显下台阶，主要受线上分流、即时零售替代、消费理性化及门店调整等因素影响；利润普遍下台阶甚至转亏，营收下滑、门店调改、资产减值与刚性费用共同挤压盈利空间，部分企业亏损持续扩大。3)CS 零售板块 2026 年预测 PE 为 16.8 倍，其中一般零售 26.9 倍印证整体盈利尚未恢复；估值分化在 PB 维度上体现得更为直观。4)基于 PB+PE 估值：重百集团/大商股份/红旗连锁/富森美/名创优品等估值较低；5)基于股息率角度，大商股份/富森美/爱施德/重百集团/小商品城居前。

## 投资建议与投资标的

**我们期待行业边际变化带来的机会，如新鲜零食、硬折扣、履约节点化等新业态的加速渗透；另一方面也期待更多政策落地，如零售业创新提升试点城市、县域消费刺激等。**

**相关标的：**

红利资产：小商品城(600415，未评级)、爱施德(002416，未评级)、重百集团(600729，未评级)，以及富森美(002818，未评级)、大商股份(600694，未评级)。

低估值方向：红旗连锁(002697，未评级)、武商集团(000501，未评级) 等。

区域小而美商业公司：汇嘉时代(603101，买入)、步步高(002251，未评级)、家家悦(603708，未评级)、三江购物(601116，未评级)等。

景气细分赛道：名创优品(09896，未评级)。

**风险提示：**消费复苏不及预期、行业竞争加剧、政策落地不及预期、日历效应弱化。

| 行业评级 | 看好（维持） |
|---|---|
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 商贸零售行业 |
| 报告发布日期 | 2026 年 10 月 16 日 |




证券分析师

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

刘彦菁 执业证书编号：S0860526070001
liuyanjing@orientsec.com.cn
021-63326320

郑紫舟 执业证书编号：S0860526050001
zhengzizhou@orientsec.com.cn
021-63326320

李耀 执业证书编号：S0860525100001
香港证监会牌照：BXH218
liyao@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

| | |
|---|---|
| 中美对等降税有望落地，跨境电商受益：零售出海链更新 11 | 2026-10-03 |
| 从智岩科技看跨境电商品牌化发展：跨境电商深度报告 5 | 2026-09-30 |
| Meta Connect 2026：重构 AI 眼镜矩阵：智能眼镜系列 4 | 2026-09-26 |

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。

仅供内部参考，请勿外传



# 目录

零售行业近十年 Q4 日历效应：百货商超易跑出超额.....5
板块涨跌幅对比：CS 一般零售多次跑赢沪深 300.....5
公司涨跌幅对比：百货商超 Q4 日历效应明显.....6
日历效应归因：外部催化为主，内生催化为辅.....10
归因研判：政策、消费旺季、消费主题、内生四大催化.....10
未来展望：关注政策催化以及行业边际变化.....18
线下零售现状梳理：基本面拐点未至，期待边际催化.....21
零售行业现状：社零有所承压，必选相对稳健.....21
线下零售公司对比：总量收缩，结构分化.....22
投资建议.....28
风险提示.....29

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。

仅供内部参考，请勿外传



# 图表目录

图 1：CS 商贸零售 2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数 ....5
图 2：CS 一般零售 2021-25Q4 有 7 次跑赢沪深 300 指数 ....5
图 3：SW 百货 2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数 ....5
图 4：SW 超市 20216-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数 ....5
图 5：CS 一般零售 2016-25Q4 涨幅平均值超 8% ....6
图 6：线下零售 2016-25Q4 自最低价的最高涨幅前 20 对比 ....6
图 7：2016-25Q4 线下零售平均涨幅 TOP20(自最低价的最高涨幅口径)：名创优品、三江购物、供销大集居前 ....7
图 8：线下零售 2016-25Q4 区间涨幅前 20 对比 ....8
图 9：2016-25Q4 线下零售平均涨幅 TOP20(区间涨幅口径)：博士眼镜、国芳集团、东百集团位居前三 ....9
图 10：2025Q4 东百集团涨幅显著跑赢一般零售指数 ....12
图 11：2022Q4 名创优品、供销大集、徐家汇涨幅显著跑赢一般零售指数 ....14
图 12：百货商超 Q4+Q1 营收占比超 50% ....14
图 13：百货商超 Q4 营收近年来降低 ....14
图 14：2016Q4 三江购物涨幅显著跑赢一般零售指数 ....15
图 15：2024Q4 中百集团、永辉超市涨幅显著跑赢一般零售指数 ....16
图 16：营收与涨幅极弱相关 ....17
图 17：净利润与涨幅极弱相关 ....17
图 18：2023-25 年折扣店、会员店领衔增长 ....19
图 19：2026 年以来核心 CPI 相对稳健 ....21
图 20：2026 年以来社零增速有所承压 ....21
图 21：近一年社零数据细分项一览 ....21
图 22：2026 年 1-8 月便利店、超市增速更快 ....22
图 23：大商股份、富森美、爱施德、重百集团、小商品城股息率居前 ....24
图 24：多数线下零售公司目前股价处于年初以来较低分位数 ....25
图 25：多数线下零售公司目前股价处于低点 ....25

表 1：中央商场 2016-25Q4 有 8 次最高涨幅超 30% ....7
表 2：浙江东日 2016-25Q4 有 5 次区间涨幅超 10% ....8
表 3：Q4 是政策密集发布的重要窗口期 ....10
表 4：2016-25Q4 前后中央层面有多个重要政策落地 ....10
表 5：2016-25Q4 前后地方层面有多个重要政策落地 ....11
表 6：2022Q4 中央层面、地方层面推出一系列提振消费政策 ....13

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。

仅供内部参考，请勿外传



表 7：2024Q4 永辉超市、步步高、中百集团等公司超市调改步伐加快.....16
表 8：新鲜零食在客群、选品、收入与成本结构等方面均有别于传统业态.....18
表 9：上市公司跨界新鲜零食门店呈现出差异化特征.....19
表 10：部分线下零售公司经营数据对比.....23
表 11：部分零售企业直接受益于《关于进一步激发下沉市场活力活跃县域消费的意见》中的条款 1、4、5.....26
表 12：第二批零售业创新提升试点城市名单包含 7 家上市公司.....26
表 13：四川省内的零售企业的存量资产有望盘活.....27

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。

仅供内部参考，请勿外传

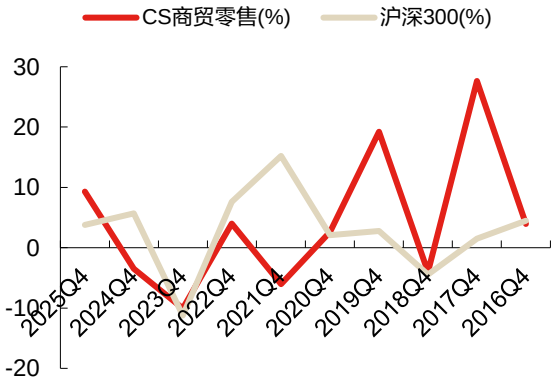


# 零售行业近十年 Q4 日历效应：百货商超易跑出超额

## 板块涨跌幅对比：CS 一般零售多次跑赢沪深 300

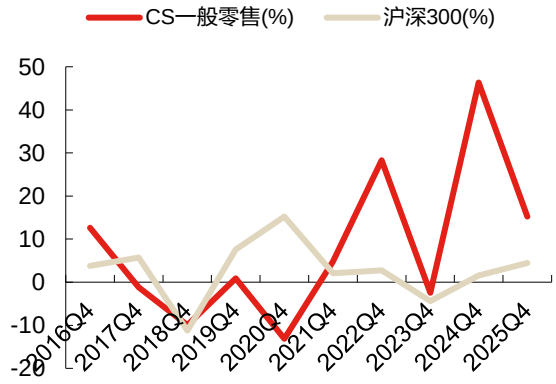
**基于 CS 行业分类：CS 一般零售 2016-25Q4 有 7 次跑赢沪深 300 指数。CS 商贸零售：**2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数，其中 2022 及 2024 年明显大幅跑赢(CS 商贸零售-沪深 300 超 10%)。**CS 一般零售：**主要包括百货、超市及便利店，不包括专营连锁(如黄金珠宝、母婴)、专业卖场、贸易、电商服务，因此更能反映线下零售的基本情况；2016-25Q4 有 7 次跑赢沪深 300 指数，其中 2022 及 2024-25 年明显大幅跑赢(CS 一般零售-沪深 300 超 10%)。

图 1：CS 商贸零售 2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数




数据来源：wind，东方证券研究

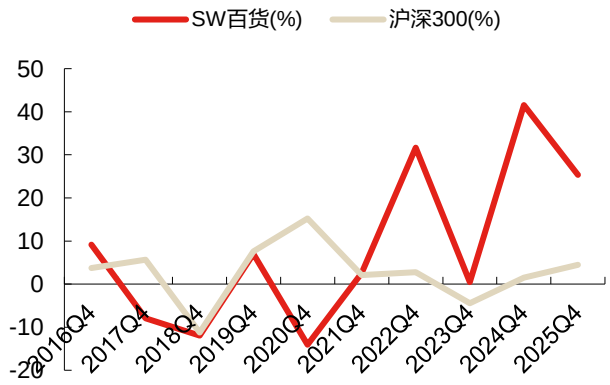
图 2：CS 一般零售 2021-25Q4 有 7 次跑赢沪深 300 指数




数据来源：wind，东方证券研究

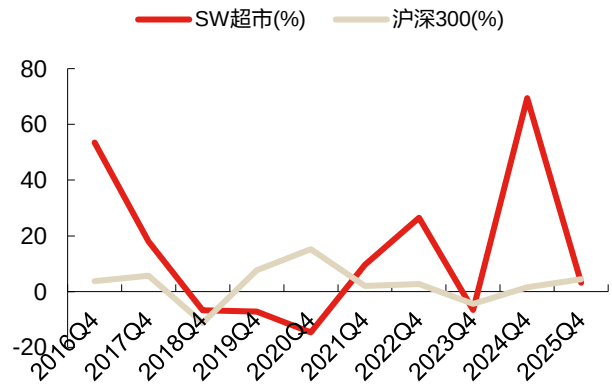
**基于 SW 行业分类：SW 百货及 SW 超市 2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数。SW 百货：**2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数，其中 2022 及 2024-25 年明显大幅跑赢(SW 百货-沪深 300 超 10%)。**SW 超市：**2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数，其中 2016-17 年、2022 及 2024 年明显大幅跑赢(SW 超市-沪深 300 超 10%)。

图 3：SW 百货 2016-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数




数据来源：wind，东方证券研究

图 4：SW 超市 20216-25Q4 有 6 次跑赢沪深 300 指数




数据来源：wind，东方证券研究

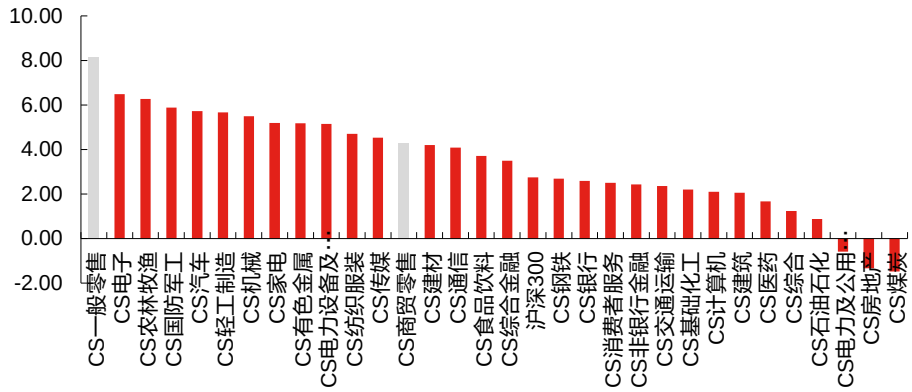
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



**我们测算各板块 2016-25Q4 涨幅平均值：**CS 商贸零售的平均涨幅为 4.31%，在 30 个 CS 一级行业中位列第 12；CS 一般零售的平均涨幅达 8.14%，若与 30 个 CS 一级行业一同比较高居第一。

图 5：CS 一般零售 2016-25Q4 涨幅平均值超 8%




数据来源：wind，东方证券研究

**总结日历效应：无论基于 CS 还是 SW 行业分类，线下零售(主要为百货、商超等)2016-25Q4 跑赢沪深 300 指数概率较高，其中部分年份明显跑赢。**

## 公司涨跌幅对比：百货商超 Q4 日历效应明显

**对比视角一：基于最大涨幅 TOP20 角度(2016-25Q4，下同)，以涨幅超 30%为筛选门槛。**中央商场出现 8 次，供销大集/丽尚国潮/大连友谊/南京新百出现 5 次，汇嘉时代/爱施德/家家悦/步步高等出现 4 次，我们认为上述公司在 Q4 展现出较强的行情弹性，印证部分线下零售公司 Q4 具备一定程度的日历效应。同时，**我们发现多数上榜公司为区域头部零售企业且以百货、超市为主，仅部分公司如供销大集、爱施德等为全国布局企业，一方面与零售行业特征有关(区域型公司多于全国型公司)、另一方面与部分年份政策发布所呈现的区域侧重有关。**

图 6：线下零售 2016-25Q4 自最低价的最高涨幅前 20 对比

| | 2025Q4 | | 2024Q4 | | 2023Q4 | | 2022Q4 | | 2021Q4 | | 2020Q4 | | 2019Q4 | | 2018Q4 | | 2017Q4 | | 2016Q4 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 东百集团 | 302.11 | 中百集团 | 288.13 | 南宁百货 | 96.85 | 供销大集 | 190.59 | 天音控股 | 85.48 | 中央商场 | 54.80 | 南宁百货 | 225.65 | 深赛格 | 112.37 | 国芳集团 | 168.46 | 三江购物 | 366.16 |
| 2 | 百大集团 | 160.43 | 友阿股份 | 210.98 | 天音控股 | 72.38 | 名创优品 | 158.90 | 博士眼镜 | 61.29 | 丽尚国潮 | 42.33 | 汇嘉时代 | 81.45 | 汉商集团 | 89.51 | 中百集团 | 44.11 | 富森美 | 211.19 |
| 3 | 茂业商业 | 106.86 | 永辉超市 | 178.09 | 友阿股份 | 52.96 | 大连友谊 | 99.05 | 南京新百 | 57.03 | 小商品城 | 35.23 | 飞亚达 | 80.21 | 汇嘉时代 | 72.39 | 永辉超市 | 39.58 | 家家悦 | 157.18 |
| 4 | 合百集团 | 87.91 | 博士眼镜 | 170.90 | 汇嘉时代 | 48.84 | 徐家汇 | 97.19 | 翠微股份 | 43.21 | 南京新百 | 34.46 | 爱施德 | 76.67 | 益民集团 | 70.82 | 步步高 | 38.72 | 红旗连锁 | 66.90 |
| 5 | 翠微股份 | 68.44 | 大连友谊 | 150.89 | 徐家汇 | 48.80 | 中兴商业 | 95.61 | 三江购物 | 41.73 | 百联股份 | 28.62 | 翠微股份 | 49.74 | 大连友谊 | 57.05 | 家家悦 | 34.42 | 中央商场 | 60.82 |
| 6 | 农产品 | 61.01 | 供销大集 | 150.29 | 家家悦 | 46.41 | 深赛格 | 78.89 | 爱施德 | 38.93 | 富森美 | 25.90 | 武商集团 | 39.08 | 浙江东日 | 56.36 | 中央商场 | 32.33 | 徐家汇 | 55.57 |
| 7 | 上海九百 | 60.27 | 益民集团 | 135.80 | 中央商场 | 44.77 | 翠微股份 | 71.49 | 供销大集 | 36.99 | 汉商集团 | 23.82 | 爱婴室 | 36.07 | 农产品 | 44.99 | 三江购物 | 29.03 | 步步高 | 49.29 |
| 8 | 国光连锁 | 59.79 | 东百集团 | 125.47 | 深赛格 | 42.13 | 中央商场 | 69.96 | 大连友谊 | 36.41 | 浙江东日 | 23.58 | 步步高 | 33.70 | 南京新百 | 43.76 | 王府井 | 28.17 | 宁波中百 | 48.80 |
| 9 | 南京新百 | 57.51 | 爱施德 | 119.59 | 爱施德 | 42.11 | 通程控股 | 68.33 | 孩子王 | 36.33 | 通程控股 | 18.30 | 华联股份 | 32.02 | 重百集团 | 42.82 | 天虹股份 | 24.72 | 百大集团 | 45.04 |
| 10 | 广百股份 | 54.86 | 华联股份 | 111.59 | 浙江东日 | 40.72 | 浙江东日 | 60.41 | 重百集团 | 35.93 | 轻纺城 | 14.19 | 合百集团 | 26.54 | 供销大集 | 39.74 | 南宁百货 | 18.79 | 深圳华强 | 45.02 |
| 11 | 家家悦 | 54.27 | 南宁百货 | 110.18 | 中百集团 | 39.95 | 步步高 | 60.25 | 深赛格 | 33.03 | 利群股份 | 13.67 | 天音控股 | 23.63 | 中央商场 | 37.50 | 红旗连锁 | 17.45 | 天虹股份 | 41.07 |
| 12 | 浙江东日 | 53.45 | 友好集团 | 109.90 | 欧亚集团 | 34.88 | 王府井 | 59.19 | 百大集团 | 31.25 | 东百集团 | 12.32 | 中百集团 | 23.38 | 南宁百货 | 35.65 | 上海九百 | 16.84 | 茂业商业 | 40.83 |
| 13 | 中央商场 | 48.80 | 汇嘉时代 | 109.88 | 供销大集 | 33.90 | 汉商集团 | 58.70 | 丽尚国潮 | 30.30 | 豫园股份 | 11.68 | 红旗连锁 | 23.08 | 爱婴室 | 35.38 | 杭州解百 | 16.41 | 南京新百 | 39.34 |
| 14 | 天音控股 | 44.84 | 新世界 | 107.87 | 丽尚国潮 | 32.81 | 三江购物 | 58.10 | 南宁百货 | 29.70 | 茂业商业 | 11.26 | 深赛格 | 22.74 | 天音控股 | 34.19 | 新华百货 | 16.32 | 中百集团 | 32.63 |
| 15 | 银座股份 | 40.13 | 中央商场 | 106.20 | 大连友谊 | 30.93 | 广百股份 | 57.69 | 友好集团 | 28.53 | 农产品 | 11.20 | 新世界 | 21.57 | 上海九百 | 33.94 | 深圳华强 | 14.99 | 汉商集团 | 31.60 |
| 16 | 中兴商业 | 38.60 | 爱婴室 | 98.53 | 上海九百 | 28.35 | 天虹股份 | 57.49 | 深圳华强 | 27.97 | 深赛格 | 10.97 | 供销大集 | 20.66 | 三江购物 | 33.79 | 百联股份 | 13.96 | 海宁皮城 | 30.39 |
| 17 | 通程控股 | 37.09 | 海宁皮城 | 98.31 | 飞亚达 | 27.01 | 东百集团 | 56.20 | 农产品 | 26.02 | 中兴商业 | 10.73 | 深圳华强 | 18.72 | 宁波中百 | 33.29 | 浙江东日 | 13.52 | 新华百货 | 29.19 |
| 18 | 王府井 | 36.95 | 丽尚国潮 | 88.66 | 百大集团 | 25.73 | 小商品城 | 49.15 | 广百股份 | 25.67 | 王府井 | 10.69 | 南京新百 | 17.41 | 轻纺城 | 32.45 | 友好集团 | 12.97 | 杭州解百 | 27.67 |
| 19 | 杭州解百 | 35.69 | 孩子王 | 84.07 | 中兴商业 | 24.96 | 新华百货 | 48.20 | 新华百货 | 24.73 | 飞亚达 | 10.66 | 百大集团 | 17.38 | 博士眼镜 | 32.34 | 天音控股 | 12.86 | 浙江东日 | 27.20 |
| 20 | 利群股份 | 32.28 | 百大集团 | 83.76 | 通程控股 | 23.95 | 国光连锁 | 46.87 | 国芳集团 | 24.23 | 欧亚集团 | 9.21 | 王府井 | 17.12 | 丽尚国潮 | 32.22 | 飞亚达 | 12.52 | 轻纺城 | 27.09 |

数据来源：wind，东方证券研究

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。

仅供内部参考，请勿外传



备注：取区间自最低价的最高涨幅口径；单位为%。

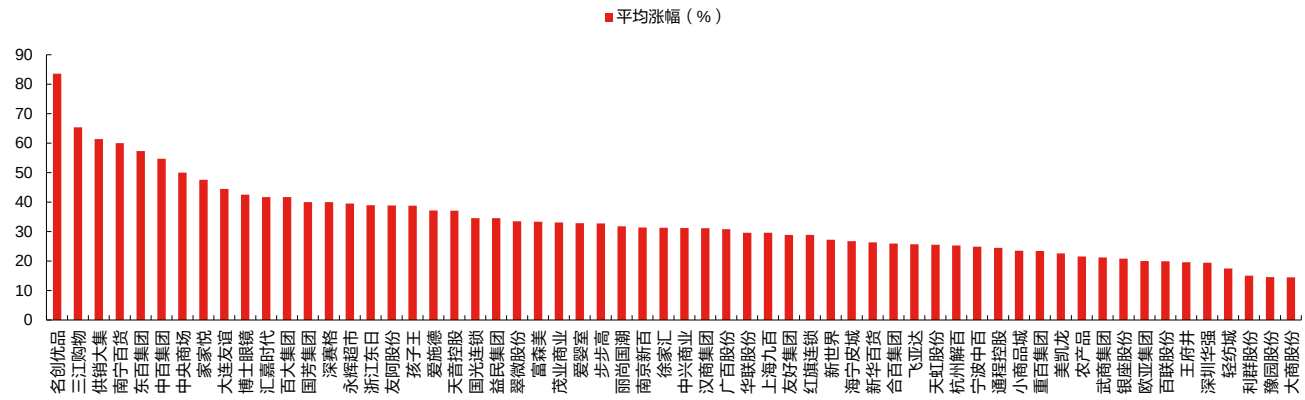
**表 1：中央商场 2016-25Q4 有 8 次最高涨幅超 30%**

| 出现次数 | 证券简称 | 所在区域 | 上榜季度 |
|---|---|---|---|
| 8 次 | 中央商场 | 江苏南京 | 2025Q4、2024Q4、2023Q4、2022Q4、2020Q4、2018Q4、2017Q4、2016Q4 |
| 5 次 | 供销大集 | 全国 | 2024Q4、2023Q4、2022Q4、2021Q4、2018Q4 |
| | 丽尚国潮 | 浙江杭州、甘肃兰州 | 2024Q4、2023Q4、2021Q4、2020Q4、2018Q4 |
| | 大连友谊 | 辽宁大连 | 2024Q4、2023Q4、2022Q4、2021Q4、2018Q4 |
| | 南京新百 | 江苏南京 | 2025Q4、2021Q4、2020Q4、2018Q4、2016Q4 |
| 4 次 | 三江购物 | 浙江杭州及宁波 | 2022Q4、2021Q4、2018Q4、2016Q4 |
| | 深赛格 | 广东深圳 | 2023Q4、2022Q4、2021Q4、2018Q4 |
| | 百大集团 | 浙江杭州 | 2025Q4、2024Q4、2021Q4、2016Q4 |
| | 中百集团 | 湖北武汉 | 2024Q4、2023Q4、2017Q4、2016Q4 |
| | 南宁百货 | 广西南宁 | 2024Q4、2023Q4、2019Q4、2018Q4 |
| | 汇嘉时代 | 新疆 | 2024Q4、2023Q4、2019Q4、2018Q4 |
| | 爱施德 | 全国 | 2024Q4、2023Q4、2021Q4、2019Q4 |
| | 浙江东日 | 浙江温州 | 2025Q4、2023Q4、2022Q4、2018Q4 |
| | 天音控股 | 全国 | 2025Q4、2023Q4、2021Q4、2018Q4 |
| | 家家悦 | 山东威海 | 2025Q4、2023Q4、2017Q4、2016Q4 |
| | 翠微股份 | 北京 | 2025Q4、2022Q4、2021Q4、2019Q4 |
| | 步步高 | 湖南长沙 | 2022Q4、2019Q4、2017Q4、2016Q4 |

数据来源：wind，东方证券研究
备注：取区间自最低价的最高涨幅口径。

**复盘 2016-25Q4 各公司最大涨幅平均值：**名创优品(仅有 3 年数据)涨幅 83.6%、三江购物 65.3%、供销大集 61.3%位居前三；南宁百货 60%、东百集团 57.3%、中百集团 54.7%、中央商场 50%，上述公司涨幅均超过或接近 50%，其中三江购物、供销大集、中百集团、中央商场高频出现在各年涨幅前 20 榜单中。此外，我们发现多数公司涨幅均超 30%，再度印证线下零售公司 Q4 具备一定程度的日历效应。

**图 7：2016-25Q4 线下零售平均涨幅 TOP20(自最低价的最高涨幅口径)：名创优品、三江购物、供销大集居前**




数据来源：wind，东方证券研究
备注：取区间自最低价的最高涨幅口径；单位为%。

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。

仅供内部参考，请勿外传



**对比视角二：基于区间涨幅 TOP20 角度，以涨幅超 10%为筛选门槛。**浙江东日出现 5 次；爱施德、翠微股份、家家悦、步步高、南宁百货出现 4 次；东百集团、合百集团、广百股份、汇嘉时代等出现 3 次。我们结合视角一发现：**①部分公司虽区间自最低价的最高涨幅较高、但 Q4 完整周期的区间涨幅未必较高，我们认为基本面的不稳定性导致波动较高；②多数上榜公司同样为区域头部零售企业，且同样以百货、商超为主。**

**图 8：线下零售 2016-25Q4 区间涨幅前 20 对比**

| | 2025Q4 | | 2024Q4 | | 2023Q4 | | 2022Q4 | | 2021Q4 | | 2020Q4 | | 2019Q4 | | 2018Q4 | | 2017Q4 | | 2016Q4 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 东百集团 | 202.03 | 中百集团 | 224.57 | 南宁百货 | 25.78 | 名创优品 | 112.18 | 广百股份 | 23.86 | 中央商场 | 35.23 | 南宁百货 | 148.21 | 汉商集团 | 28.47 | 国芳集团 | 79.78 | 博士眼镜 | 342.42 |
| 2 | 百大集团 | 75.40 | 友阿股份 | 105.26 | 爱施德 | 24.70 | 中兴商业 | 73.54 | 翠微股份 | 23.67 | 汉商集团 | 18.51 | 汇嘉时代 | 46.72 | 汇嘉时代 | 27.26 | 步步高 | 34.10 | 国芳集团 | 308.26 |
| 3 | 茂业商业 | 47.85 | 东百集团 | 102.92 | 友阿股份 | 23.62 | 大连友谊 | 63.18 | 深圳华强 | 21.94 | 丽尚国潮 | 11.65 | 飞亚达 | 43.65 | 深赛格 | 24.22 | 永辉超市 | 26.41 | 国光连锁 | 87.99 |
| 4 | 合百集团 | 36.82 | 汇嘉时代 | 76.70 | 供销大集 | 18.70 | 通程控股 | 61.67 | 海宁皮城 | 20.99 | 轻纺城 | 5.31 | 爱施德 | 41.45 | 红旗连锁 | 6.21 | 家家悦 | 14.73 | 浙江东日 | 87.72 |
| 5 | 翠微股份 | 33.10 | 永辉超市 | 74.66 | 徐家汇 | 16.56 | 供销大集 | 59.00 | 三江购物 | 19.70 | 浙江东日 | 5.13 | 武商集团 | 31.36 | 重百集团 | 2.20 | 王府井 | 14.61 | 飞亚达 | 83.15 |
| 6 | 农产品 | 28.30 | 博士眼镜 | 74.17 | 家家悦 | 15.36 | 徐家汇 | 53.62 | 南京新百 | 18.55 | 通程控股 | 2.41 | 步步高 | 22.15 | 爱施德 | 1.20 | 汉商集团 | 8.73 | 小商品城 | 61.49 |
| 7 | 上海九百 | 28.20 | 南宁百货 | 70.52 | 天音控股 | 12.63 | 翠微股份 | 46.29 | 新华百货 | 17.17 | 天音控股 | 2.17 | 翠微股份 | 18.58 | 广百股份 | 0.87 | 红旗连锁 | 6.51 | 深圳华强 | 53.90 |
| 8 | 国光连锁 | 23.42 | 大连友谊 | 63.50 | 浙江东日 | 8.87 | 深赛格 | 45.76 | 深赛格 | 17.04 | 利群股份 | 1.46 | 合百集团 | 11.29 | 豫园股份 | 0.68 | 中百集团 | 2.99 | 名创优品 | 49.30 |
| 9 | 南京新百 | 19.56 | 供销大集 | 61.21 | 上海九百 | 6.35 | 浙江东日 | 44.39 | 浙江东日 | 16.12 | 南京新百 | 0.99 | 银座股份 | 10.94 | 轻纺城 | 0.55 | 南京新百 | -1.97 | 宁波中百 | 19.75 |
| 10 | 广百股份 | 18.65 | 百大集团 | 57.35 | 益民集团 | 4.36 | 新华百货 | 40.45 | 百大集团 | 13.68 | 博士眼镜 | 0.79 | 友好集团 | 10.37 | 益民集团 | -2.05 | 飞亚达 | -2.81 | 重百集团 | 13.54 |
| 11 | 家家悦 | 17.33 | 友好集团 | 52.26 | 新华百货 | 2.07 | 三江购物 | 38.08 | 爱施德 | 13.12 | 豫园股份 | 0.68 | 天音控股 | 9.23 | 茂业商业 | -2.29 | 海宁皮城 | -3.17 | 东百集团 | 13.18 |
| 12 | 浙江东日 | 15.34 | 爱施德 | 46.58 | 中兴商业 | 1.95 | 南宁百货 | 37.77 | 上海九百 | 12.35 | 富森美 | 0.50 | 新世界 | 8.65 | 博士眼镜 | -2.35 | 天虹股份 | -3.96 | 轻纺城 | 11.47 |
| 13 | 中央商场 | 14.58 | 浙江东日 | 46.53 | 利群股份 | 1.30 | 步步高 | 34.39 | 红旗连锁 | 11.76 | 上海九百 | -0.15 | 爱婴室 | 8.09 | 天虹股份 | -2.75 | 豫园股份 | -5.12 | 爱施德 | 5.49 |
| 14 | 天音控股 | 13.65 | 爱婴室 | 46.40 | 深圳华强 | 0.98 | 轻纺城 | 32.86 | 天音控股 | 11.42 | 小商品城 | -1.61 | 百大集团 | 8.06 | 翠微股份 | -2.96 | 天音控股 | -6.86 | 翠微股份 | 1.02 |
| 15 | 银座股份 | 13.63 | 茂业商业 | 41.42 | 深赛格 | 0.70 | 中央商场 | 32.39 | 丽尚国潮 | 11.36 | 农产品 | -2.49 | 农产品 | 7.29 | 东百集团 | -3.31 | 重百集团 | -6.94 | 红旗连锁 | -1.07 |
| 16 | 中兴商业 | 13.13 | 宁波中百 | 41.12 | 爱婴室 | 0.62 | 合百集团 | 30.70 | 宁波中百 | 11.04 | 中百集团 | -2.52 | 通程控股 | 7.28 | 永辉超市 | -3.44 | 欧亚集团 | -7.45 | 百大集团 | -1.22 |
| 17 | 通程控股 | 10.94 | 小商品城 | 38.96 | 宁波中百 | -0.21 | 广百股份 | 29.47 | 家家悦 | 10.71 | 海宁皮城 | -2.85 | 广百股份 | 6.03 | 大连友谊 | -4.70 | 东百集团 | -8.15 | 三江购物 | -1.52 |
| 18 | 王府井 | 9.75 | 大商股份 | 38.14 | 东百集团 | -0.50 | 王府井 | 29.02 | 大连友谊 | 9.64 | 宁波中百 | -3.58 | 大商股份 | 5.59 | 农产品 | -4.72 | 中央商场 | -8.17 | 富森美 | -2.86 |
| 19 | 杭州解百 | 9.14 | 步步高 | 33.00 | 友好集团 | -0.64 | 国光连锁 | 28.95 | 农产品 | 9.04 | 百大集团 | -3.64 | 富森美 | 5.44 | 友好集团 | -4.84 | 新华百货 | -8.90 | 家家悦 | -7.84 |

数据来源：wind，东方证券研究

备注：取区间涨跌幅口径；单位为%。

**表 2：浙江东日 2016-25Q4 有 5 次区间涨幅超 10%**

| 出现次数 | 证券简称 | 所在区域 | 上榜季度 |
|---|---|---|---|
| 5 次 | 浙江东日 | 浙江杭州 | 2016、2021、2022、2024、2025 |
| 4 次 | 爱施德 | 全国 | 2019、2021、2023、2024 |
| | 翠微股份 | 北京 | 2019、2021、2022、2025 |
| | 家家悦 | 山东威海 | 2017、2021、2023、2025 |
| | 步步高 | 湖南长沙 | 2017、2019、2022、2024 |
| | 南宁百货 | 广西南宁 | 2019、2022、2023、2024 |
| 3 次 | 东百集团 | 福建福州 | 2016、2024、2025 |
| | 国芳集团 | 甘肃兰州 | 2016、2017、2024 |
| | 供销大集 | 全国 | 2022、2023、2024 |
| | 徐家汇 | 上海 | 2021、2022、2023 |
| | 百大集团 | 浙江杭州 | 2021、2024、2025 |
| | 深赛格 | 广东深圳 | 2018、2021、2022 |
| | 合百集团 | 安徽合肥 | 2021、2024、2025 |
| | 广百股份 | 广东广州 | 2021、2022、2025 |
| | 汇嘉时代 | 新疆 | 2018、2019、2024 |

数据来源：wind，东方证券研究

备注：取区间自涨跌幅口径。

**复盘 2016-25Q4 各公司区间涨幅平均值：**博士眼镜涨幅 38.3%、国芳集团 37.7%、东百集团 31.7%位居前三；名创优品 29.4%、中百集团 21.6%、浙江东日 19.6%、南宁百货 19.1%、国光连锁

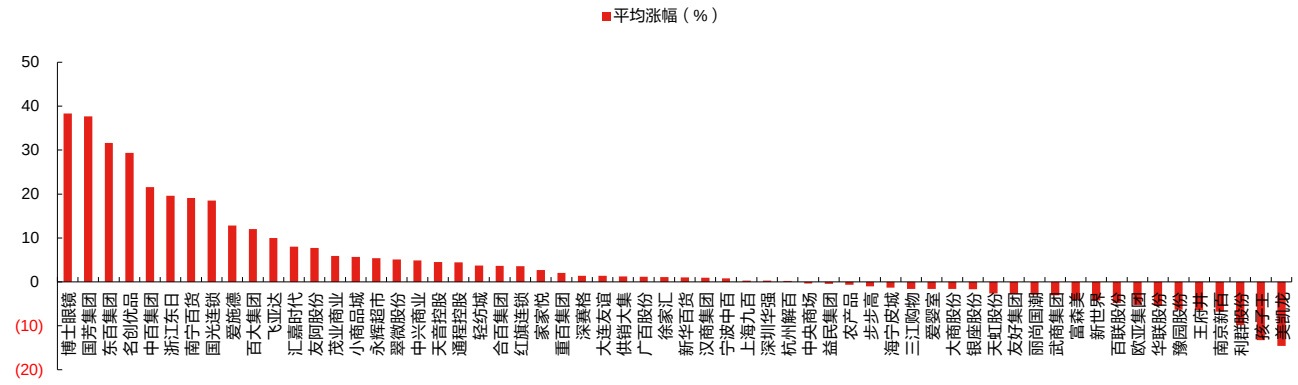
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



18.5%、爱施德 12.8%、百大集团 12%，上述公司涨幅超 10%。**我们结合视角一发现，TOP10 重合度为 50%(博士眼镜、东百集团、名创优品、中百集团、南宁百货)、TOP20 重合度为 65%，我们认为具备一定基本面逻辑的公司在两类视角下均能录得较高涨幅。**

图 9：2016-25Q4 线下零售平均涨幅 TOP20(区间涨幅口径)：博士眼镜、国芳集团、东百集团位居前三




数据来源：wind，东方证券研究
备注：取区间涨跌幅口径，单位为%。

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。

仅供内部参考，请勿外传



# 日历效应归因：外部催化为主，内生催化为辅

## 归因研判：政策、消费旺季、消费主题、内生四大催化

### （一）政策催化

**Q4 历来是政策密集发布的重要窗口期。**如 9 月底/10 月政治局会议、12 月政治局会议、中央经济工作会议、中央农村工作会议等重磅会议，政策定调较为密集。此外，国家级区域战略也常在四季度落地或提速，如自贸区、粤港澳大湾区、海南自贸港、东北振兴、新疆自贸区等。我们认为，上述政策信号对区域零售龙头形成直接催化，任何涉及区域发展的重磅政策均可能成为行情催化剂，并往往催生“炒地图”式的区域主题行情。零售公司多为区域头部企业，其业务发展与本地政策叙事天然关联，因而在政策密集期具备较强的主题弹性。

表 3：Q4 是政策密集发布的重要窗口期

| 时间 | 会议名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 9 月底/10 月 | 中共中央政治局会议 | 分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。有时会研究其他重大议题，如 2025 年 9 月 29 日的会议就研究了制定“十五五”规划重大问题。 |
| 12 月上旬 | 中共中央政治局会议 | 分析研究次年经济工作，为即将召开的中央经济工作会议定调。会议会总结当年经济成绩，并提出次年经济工作的总体要求和政策取向(如“八个坚持”)。 |
| 12 月中旬 | 中央经济工作会议 | 总结当年经济工作，分析当前经济形势，系统部署次年经济工作的八项重点任务。会议会明确宏观政策基调(如“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”)。 |
| 12 月下旬 | 中央农村工作会议 | 分析当前“三农”工作面临的形势和挑战，部署次年“三农”工作。会议聚焦粮食安全、乡村全面振兴、农民增收等核心议题。 |

数据来源：政府官网，新华社，东方证券研究

**过去十年，Q4 前后几乎每年都有国家级或部委级促消费政策出台。**

- 如 2016Q4 国办《关于推动实体零售创新转型的意见》、国务院常务会议确定扩大国内消费政策措施，2022Q4 中共中央、国务院《扩大内需战略规划纲要(2022—2035 年)》等。
- 政策工具从早期的关税调整、个税改革，逐步演进到国际消费中心城市建设、扩大内需战略规划，再到近年的以旧换新、零售业创新提升、商务金融协同提振消费；政策方向也从单纯的“刺激消费”转向“优化消费环境、提升消费品质”。我们认为，政策脉络与零售行业从规模扩张向品质驱动转型的趋势相吻合。

表 4：2016-25Q4 前后中央层面有多个重要政策落地

| 年份 | 政策/事件 | 发布时间 | 核心内容与影响 |
|---|---|---|---|
| 2016 | 国务院常务会议确定扩大国内消费政策措施 | 2016 年 10 月 | 打破汽车销售品牌授权单一模式，扩大汽车平行进口试点，促进绿色建材消费，对内外销日用消费品实行“同线同标同质” |
| | 《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发〔2016〕78 号） | 2016 年 11 月 11 日 | 从调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合三方面明确 9 项主要任务，提出 7 类政策措施，包括放宽店铺装潢限制、推动工商用电同价、将消费金融公司试点推广至全国等 |
| 2017 | 消费品进口关税下调 | 2017 年 12 月 1 日生效 | 调降 187 项商品进口关税，平均税率由 17.3%降至 7.7%，涵盖食品、保健品、药品、日化用品、服装鞋帽、家用设备等，系 2015 年以来第四次降低消费品进口关税 |

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。

仅供内部参考，请勿外传



| | | | |
|---|---|---|---|
| 2018 | 《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》（国办发〔2018〕93号） | 2018年10月11日发布 | 提出六项重点任务：放宽服务消费领域市场准入、完善促进实物消费结构升级的政策体系、推进重点领域产品和服务标准建设、建立健全消费领域信用体系、优化促进居民消费的配套保障、加强消费宣传推介和信息引导 |
| | 《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》 | 2018年10月20日 | 明确子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人六大专项抵扣项，月收入1-2万的中产人群最为受益 |
| 2019 | 《关于加快发展流通促进商业消费的意见》（国办发〔2019〕42号） | 2019年8月27日发布 | 提出20条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施，包括逐步放宽或取消汽车限购、支持绿色智能商品以旧换新、活跃夜间商业和假日消费市场、加快连锁便利店发展等 |
| 2020 | 《近期扩内需促消费的工作方案》（发改综合〔2020〕1565号） | 2020年10月 | 由国家发改委等14个部门联合印发，提出四部分19条举措，推动线下服务消费加速“触网”，充分释放线上经济潜力，积极支持餐饮恢复发展，加大对城镇老旧小区改造的支持 |
| | 中央政治局会议首提“需求侧改革” | 2020年12月11日 | 在“双循环”战略下首次提出需求侧改革，强调打通堵点、补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节 |
| 2021 | 商务部宣布培育国际消费中心城市名单 | 2021年7月19日 | 经国务院批准，在上海、北京、广州、天津、重庆五城率先开展国际消费中心城市培育建设；8月，商务部会同相关部门印发《培育国际消费中心城市总体方案》 |
| 2022 | 国务院常务会议部署加快释放扩消费政策效应 | 2022年10月26日 | 部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动扩投资促消费政策加快见效，将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围 |
| | 《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》 | 2022年12月14日发布 | 中共中央、国务院印发，围绕11个方面出台38条举措，明确培育国际消费中心城市和区域消费中心，把恢复和扩大消费摆在优先位置 |
| | 《“十四五”扩大内需战略实施方案》 | 2022年12月15日发布 | 国家发改委发布，作为纲要的落地实施方案，提出全面促进消费、加快消费提质升级 |
| 2023 | 《关于恢复和扩大消费的措施》 | 2023年7月28日成文，7月31日发布 | 国务院办公厅转发国家发改委文件，围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境六方面提出20条具体政策举措 |
| | 促进家居消费若干措施 | 2023年7月 | 商务部等13部门印发，从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境四方面提出11条措施 |
| 2024 | 消费品以旧换新政策加力扩容 | 2024年Q4 | 以旧换新政策在四季度加力扩容，12月限额以上单位家电零售额同比增长39.3%，四季度社零同比增长3.8%，比三季度加快1.1个百分点 |
| | 《零售业创新提升工程实施方案》 | 2024年11月15日成文，12月16日公开发布 | 商务部等7部门联合印发，提出到2029年初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系，聚焦场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、供应链提升五大任务 |
| 2025 | 《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》 | 2025年12月14日发布 | 商务部、中国人民银行、金融监管总局联合印发，提出3方面11条政策措施：深化商务和金融系统协作、加大消费重点领域金融支持（涵盖升级商品消费、扩大服务消费、培育新型消费、创新多元化消费场景、助力消费帮扶五大领域）、扩大政金企对接合作 |

数据来源：政府官网，财政部，新华社，发改委，商务部，东方证券研究

**表5：2016-25Q4 前后地方层面有多个重要政策落地**

| 年份 | 区域 | 重要政策/事件 | 核心内容 |
|---|---|---|---|

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。

仅供内部参考，请勿外传



| | | | |
|---|---|---|---|
| 2016 | 中部地区 | 国务院常务会议审议通过“十三五”促进中部地区崛起规划 | 推动经济梯度转移，支持建设综合保税区，加快复制推广自贸试验区改革创新成果 |
| 2017 | 雄安新区、粤港澳大湾区 | 十九大记者招待会介绍区域发展，中央经济工作会议将粤港澳大湾区列入 2018 年重点工作 | 高起点、高质量编制好雄安新区规划。科学规划粤港澳大湾区建设。 |
| 2018 | 海南、长三角 | 中共中央、国务院发布关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见 | 推进海南全面深化改革开放，建设自由贸易试验区，探索建设中国特色自由贸易港；以上海为中心引领长三角城市群发展 |
| 2019 | 深圳、黄河流域 | 深圳建设中国特色社会主义先行示范区行动方案正式印发；黄河流域生态保护和高质量发展上升为重大国家战略 | 深圳开启先行示范区建设进程，国资综改进入落实阶段；黄河流域与京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角并列重大国家战略 |
| 2020 | 成渝地区 | 中共中央政治局会议审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》 | 唱好“双城记”，打造内陆改革开放高地，建设西部陆海新通道，积极参与国内国际经济循环 |
| 2021 | 横琴、前海 | 中共中央、国务院先后公布《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》和《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》 | 对横琴和前海改革开放作出全面部署，横琴管理机制实现新突破 |
| 2022 | 东北、京津冀 | 国家发改委明确区域协调发展战略部署 | 京津冀协同发展有力有序推进，雄安新区建设展现新面貌；东北地区推动全面振兴，维护国家国防、粮食、生态、能源、产业安全 |
| 2023 | 新疆、东北 | 国务院印发《中国（新疆）自由贸易试验区总体方案》；中共中央政治局会议审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》 | 新疆自贸试验区实施范围 179.66 平方公里，涵盖乌鲁木齐、喀什、霍尔果斯三个片区；为新时代推动东北全面振兴指明方向 |
| 2024 | 安徽（长三角、中部崛起、长江经济带叠加） | 习近平总书记在安徽考察，强调发挥多重国家发展战略叠加优势 | 安徽成为长三角一体化、中部崛起、长江经济带三大战略叠加的唯一省份，以长三角一体化发展为牵引带动省域内区域协调发展 |
| 2025 | 福建（两岸融合发展）、海南 | 福建省发布第五批惠台利民政策措施（12 条）；海南自贸港正式启动全岛封关运作 | 两岸政策：12 月 2 日福建发布三个方面 12 条措施，涵盖支持台企台商发展、优化办税服务、推进对台商贸文旅交流合作等。海南：12 月 18 日起正式启动全岛封关，执行货物“零关税”、加工增值超 30%进入内地免关税等核心政策 |

数据来源：政府官网，发改委官网，新华社，东方证券研究

**举例一：2025Q4 福建区域有重磅政策落地。**2025 年 12 月 2 日，福建省发布贯彻落实《中共中央国务院关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》第五批政策措施，共三个方面 12 条，重点围绕台胞台企关注的两岸税制差异、企业税费减免、台胞在闽社保医保缴纳、个人所得税汇算、买房购车等税费政策进行详细解读和操作指导，并对在台湾开设沙县小吃门店的台湾同胞给予一次性 5000 元创业补助。

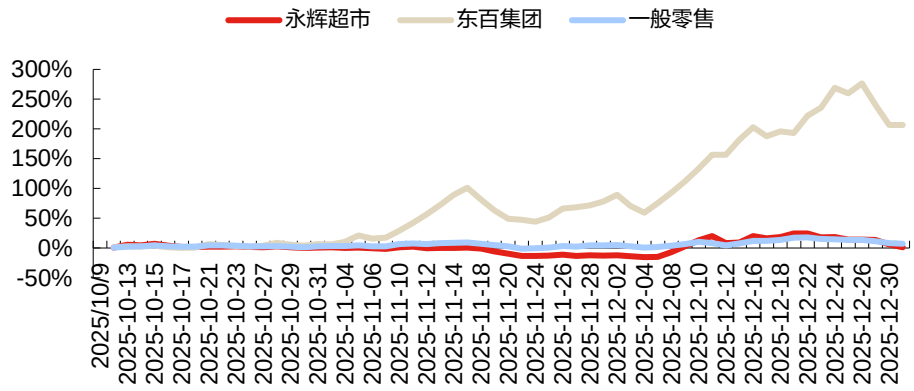
**相关上市公司东百集团：2025Q4 最高涨幅达 302%(按第一章节口径、下同)、大幅跑赢沪深 300。**东百集团作为福建区域零售龙头，受益于两岸融合发展示范区政策持续催化，充分彰显区域政策驱动下本地零售龙头的行情弹性，成为政策催化与区域零售龙头共振的典型样本。

图 10：2025Q4 东百集团涨幅显著跑赢一般零售指数

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。

仅供内部参考，请勿外传






数据来源：wind，东方证券研究

备注：以 2025 年 10 月 9 日股价为基数

**举例二：2022Q4 全国多项提振消费重磅政策落地。**

- 中央层面：12 月 14 日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022－2035 年)》，从全面促进消费、加快消费提质升级等方面提出 38 条举措；次日国家发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，进一步细化促消费的政策方向；12 月 15-16 日举行的中央经济工作会议，明确提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。
- 地方层面：超 40 个省市 12 月密集发放消费券，累计补贴超 10 亿元，江苏、福建、广东等东部省份力度较大，广西、新疆等中西部和边疆地区则结合自身特色探索差异化路径。

表 6：2022Q4 中央层面、地方层面推出一系列提振消费政策

| 层级 | 时间 | 文件/会议 | 核心内容 |
|---|---|---|---|
| 中央 | 10 月 26 日 | 国常会 | 促消费恢复成经济主拉动力，消费类设备更新改造纳入再贷款和贴息 |
| 中央 | 10 月 | 国办《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》 | 降低消费信贷成本，延续免征新能源车购置税，放宽二手车迁入限制 |
| 中央 | 11 月 22 日 | 国常会 | 稳定和扩大消费，支持平台经济，保障电商快递畅通，适时适度降准 |
| 中央 | 12 月 14 日 | 《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》 | 38 条举措，培育国际消费中心城市和区域消费中心，推进海南国际旅游消费中心建设 |
| 中央 | 12 月 15 日 | 《“十四五”扩大内需战略实施方案》 | 全面促进消费，提升传统消费、发展服务消费、培育新型消费、倡导绿色低碳消费 |
| 中央 | 12 月 20 日 | 国常会 | 重点商品保供稳价，促进服务消费有序恢复，落实 16 条金融政策 |
| 地方 | 10 月起 | 广东 21 地市消费券+家电以旧换新 | 发放消费券 3.5 亿元，家电以旧换新补贴超 1.5 亿元；省级财政按珠三角 50%、粤东西北 70%奖补；已核销消费券约 11.3 亿元，拉动消费约 100 亿元 |
| 地方 | 11 月 20 日 | 北京绿色节能消费券（增发 6 批次） | 每周可领 1 份券包（8 张券，总金额 1500 元），持续至 12 月 31 日 |
| 地方 | 11 月 26 日 | 上海第四轮“爱购上海”电子消费券 | 投入 1 亿元市级财政资金，发放 100 万份券包，每份价值 100 元，有效期至 12 月 22 日 |
| 地方 | 11 月-12 月 | 浙江宁波消费券 | 发放总额度 3 亿元，设置 10 个券种 |
| 地方 | 12 月 16 日 | 江苏“苏新消费·冬季购物节” | 13 个设区市开展 1800 余场活动，发放超 2.5 亿元消费助力券和数字人民币红包，超 10 万家商家参与 |
| 地方 | 全年(含 Q4) | 山东省级消费券补助 | 全年发放汽车、家电消费券 13.5 亿元，拉动消费 476.9 亿元；发放零售、餐饮、旅游、体育消费券 4.1 亿元，拉动消费 14.3 亿元 |

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。

仅供内部参考，请勿外传

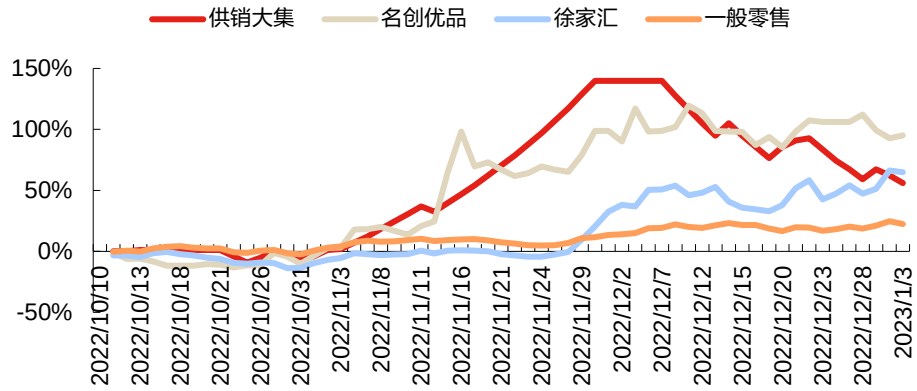


数据来源：政府官网，东方证券研究

**相关上市公司供销大集：2022Q4 最高涨幅达 191%、大幅跑赢沪深 300。**

- 政策层面：供销社改革历经多年持续推进，2015 年《中共中央国务院关于深化供销合作社综合改革的决定》明确推进基层社改造，此后多次写入中央一号文件；2021 年全系统实现销售总额 6.26 万亿元/+18.9%，进一步印证供销社体系的修复。
- 催化剂层面：2022 年 10 月中旬《湖北日报》报道湖北省“基层社恢复重建工程”取得阶段性成果，基层社总数达 1373 个、基本实现乡镇全覆盖，随后宁夏、重庆等地也相继释放类似信号，叠加中华全国供销合作总社发布公务员招录公告，多个催化剂相继落地。

图 11：2022Q4 名创优品、供销大集、徐家汇涨幅显著跑赢一般零售指数




数据来源：wind，东方证券研究
备注：以 2022 年 10 月 10 日股价为基数

## （二）消费旺季催化

**Q4 为零售行业传统消费旺季，国庆黄金周、双十一、双十二及双旦等多个促消节点密集叠加，形成贯穿全季的消费脉冲。**与此同时，Q1 同样为重要消费旺季，涵盖元旦、春节等节点，零售公司往往在 Q4 及 Q1 加大营销投入与策略部署，推动销售表现集中释放。2016-25 年，百货商超上市公司 Q4 与 Q1 营收合计占比均值达 52.6%，印证这两个季度对全年营收的核心支撑作用。

图 12：百货商超 Q4+Q1 营收占比超 50%

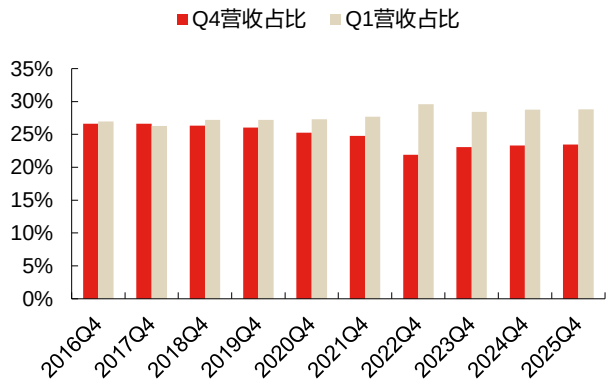
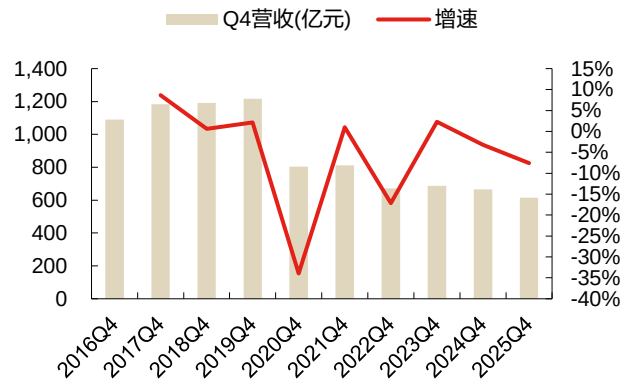



图 13：百货商超 Q4 营收近年来降低




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。

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：wind，东方证券研究
备注：百货超市选择口径为东方零售组

数据来源：wind，东方证券研究
备注：百货超市选择口径为东方零售组

**近年来 Q4 消费旺季对零售板块营收的驱动效应有所弱化。**我们认为原因主要有二：其一，电商大促趋于常态化，双十一增速持续放缓，旺季带来的边际增量效应不断收窄；其二，居民消费意愿疲弱，线下客流恢复不及预期，旺季成色整体不足(Q4 营收占比与 Q1 营收占比的剪刀差近年来有所拉大)，对板块营收的提振作用相对有限。

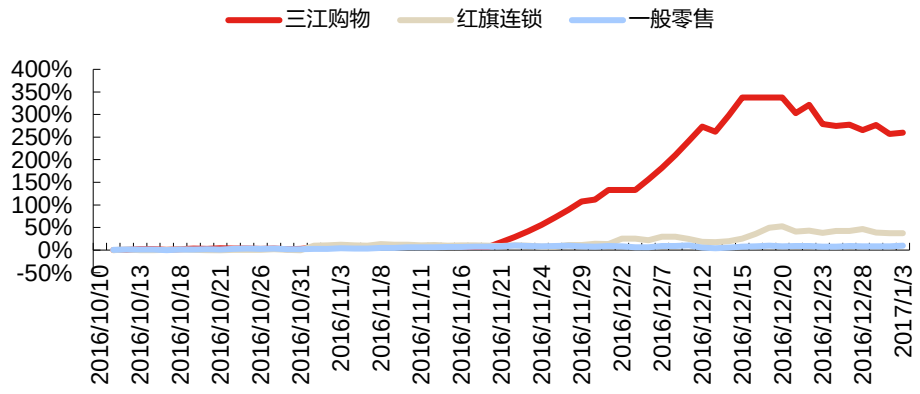
### （三）主题催化

**举例：2016-17Q4 新零售从萌芽到爆发，但新零售模式本身尚处于投入和探索期，对当期利润的贡献并不普遍，部分公司利润改善更多来自规模效应、供应链优化、成本管控等因素。**

- 2016 年 11 月 11 日，国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》，这是少有的单独针对实体零售业的政策文件，从调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持五个方面提出 16 项具体措施。与此同时，阿里入股三江购物，推动电商与实体零售从对立走向融合。
- 2016 年 11 月 18 日，三江购物发布公告，宣布引入阿里泽泰作为战略投资者，阿里通过“协议受让+参与定增+认购可交换债”的组合方式入股，合计耗资约 21.47 亿元，最终获得三江购物 32% 的股份，成为第二大股东。

**相关上市公司三江购物、红旗连锁、永辉超市等。**2016Q4 三江购物最高涨幅 366%、家家悦 157%、红旗连锁 67%，其中三江购物是新零售的典型旗手；2017Q4 中百集团最高涨幅 44%、永辉超 40%、步步高 39%；上述公司均受益新零售主题催化。

图 14：2016Q4 三江购物涨幅显著跑赢一般零售指数




数据来源：wind，东方证券研究
备注：以 2016 年 10 月 10 日股价为基数

### （四）内生催化

**举例：2024Q4 超市调改，超市板块业绩预期上行。**

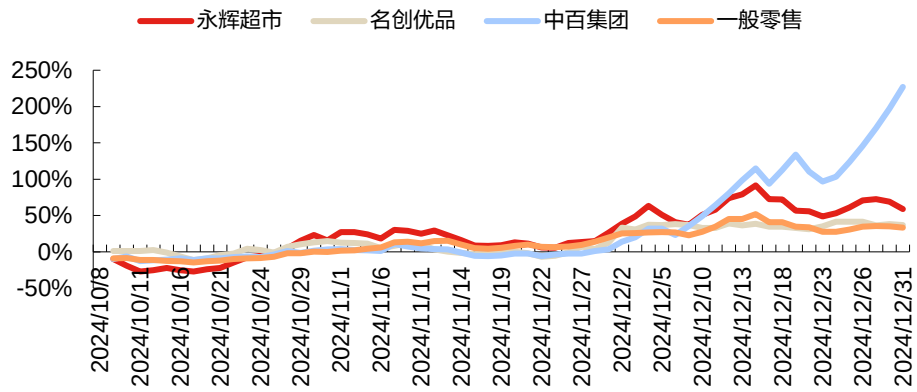
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



- “胖东来模式”成功验证与名创优品收购永辉两大标志性事件共同驱动，其**核心在于市场开始重新评估线下商超在商品力与服务体验上的价值重估潜力。**
- 驱动因子一：2024 年胖东来对步步高、永辉超市的帮扶调改及多家超市自主调改取得立竿见影效果，步步高梅溪湖店日均销售额由 15 万元升至 151 万元、增长 10 倍，永辉北京石景山喜隆多店日销售额达调改前 6 倍，验证模式的可复制性。
- 驱动因子二：2024 年 9 月 23 日名创优品宣布以 63 亿元收购永辉超市 29.4%股权并成为第一 大股东，被解读为新零售力量对传统商超的赋能与整合，显著打开永辉超市在供应链协同、自有品牌开发等方面的想象空间，成为行情升级的关键催化剂。

图 15：2024Q4 中百集团、永辉超市涨幅显著跑赢一般零售指数




数据来源：wind，东方证券研究
备注：以 2024 年 10 月 8 日股价为基数

表 7：2024Q4 永辉超市、步步高、中百集团等公司超市调改步伐加快

| 公司 | 调改时间 | 调改模式 | 调改门店 | 调改效果 |
|---|---|---|---|---|
| 永辉超市 | 2024 年 10 月 19 日开业 | 自主调改 | 北京石景山喜隆多店 | 首日销售总额 170 万元，超调改前日均 6 倍。开业首月(10.19-11.18)累计销售 4110 万元，日均 132.6 万元，较改造前日均 28 万元提升近 5 倍 |
| | 2024 年 11 月 8 日开业 | 自主调改 | 深圳卓悦汇店 | 三日累计销售 550 万元，最高单日超 200 万元，日均销售额为调改前 8 倍 |
| | 2024 年 11 月 28 日开业 | 自主调改 | 合肥方圆荟店 | 商品结构达胖东来 80%，鲜食比例从 5%增至 20-30%；11 月 30 日单日销售额突破 220 万元 |
| | 2024 年 11 月 29 日恢复营业 | 胖东来帮扶(第四店) | 郑州龙湖锦艺城店 | 开业首日客流超 1.8 万人次，环比调改前增长 10.3 倍；两日日均销售额突破 200 万元 |
| | 2024 年 11 月 29 日开业 | 自主调改 | 兰州中海环宇城店 | 甘肃首店，全国首家经营面积小于 3000 ㎡的调改店；开业次日单日销售额突破 180 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。

仅供内部参考，请勿外传



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2024 年 11 月 30 日开业 | 自主调改 | 福州闽江世纪金源店 | 结合本地消费者意见调整，开业前举办邻里答谢会 |
| | 2024 年 12 月 18 日恢复营业 | 胖东来帮扶(第五店) | 郑州盛华里店 | - |
| 步步高 | 2024 年 11 月 23 日开业 | 胖东来帮扶(第 9 家) | 郴州广场店 | - |
| 中百集团 | 2024 年 11 月 2 日起陆续开业 | 自主调改(社区超市) | 怡康苑二店、太平洋店、水木清华店、金融花园店、武铁佳苑店、名都花园店、君融天湖二店、中交江锦湾二店、保利时代店(共 9 家) | - |
| | 2024 年 12 月陆续开业 | 自主调改(社区超市) | 恒大绿洲店、沿海赛洛城二店、常青花园店、华城新都店、玉龙岛店、新都会店、万科魅力城店等(共 6 家) | - |
| | 2024 年 12 月 14 日 | 自主调改(大卖场) | “中百·邻里汇”常青店 | - |
| | 2024 年 12 月 21 日 | 自主调改(大卖场) | “中百·邻里汇”南湖店 | - |

数据来源：永辉超市官网，中百集团官网，湖南日报，职业零售网，东方证券研究

**我们进一步探讨基本面相关性，通过测算 2016-25Q4 营收、净利润增速与涨幅的相关性(采用区间自最低价的最高涨幅口径)，发现多数年份二者均呈现极弱相关。**营收 R 值除 2018Q4 呈现中度相关外，其余年份均为极弱相关；净利润 R 值除 2018Q4 及 2023Q4 呈现中度相关外，其余年份均为极弱相关。我们认为 Q4 零售公司基本面表现与涨幅高低的相关性极弱，**因此内生层面的催化更多与公司的边际变化倾向有关。**

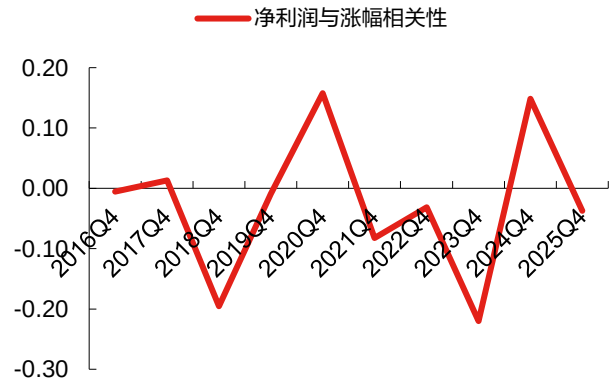
图 16：营收与涨幅极弱相关




数据来源：wind，东方证券研究

备注：相关性指标 r 值，通常指 Pearson 相关系数，用于衡量两组数据之间线性相关的方向和强度，取值范围为 -1 到 1。

图 17：净利润与涨幅极弱相关




数据来源：wind，东方证券研究

备注：相关性指标 r 值，通常指 Pearson 相关系数，用于衡量两组数据之间线性相关的方向和强度，取值范围为 -1 到 1。

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。

仅供内部参考，请勿外传



## 未来展望：关注政策催化以及行业边际变化

**基于 2016-2025Q4 数据，我们探究零售行业 Q4 日历效应：**以百货商超为主的线下零售板块跑赢沪深 300 的概率较高，部分年份超额收益显著；同时我们测算显示营收、净利增速与 Q4 涨幅的相关性极弱，判断 Q4 行情是外部催化为主(政策/消费旺季/主题催化)、内生催化为辅。

**同时我们发现近年来零售 Q4 日历效应波动较高，未来可能存在效应削弱的现象。**主要因：**其一**，传统零售基本面长期承压；**其二**，资金轮动的方向发生变化；**其三**，市场参与者结构变化与投资者学习效应增强，因此日历效应的可预测性和稳定性可能下降。

**未来边际变化一：新鲜零食崛起。**

- **本质是供需双侧共振的结果：**需求端，健康意识崛起与 Z 世代悦己社交、线下体验消费升温，推动零食消费从口味优先转成分认知+场景体验；供给端，冷链基建成熟、资本密集涌入，叠加购物中心存量改造对体验类业态的渴求，共同降低了短保现制业态的扩张门槛。
- **零售上市公司布局新鲜零食有商超自营馆、品牌店中店、门店升级、产品线延伸等路径。**传统商超如永辉、大润发等借新鲜零食补齐品类矩阵、吸引年轻客流；老牌零食品牌如良品铺子、来伊份、三只松鼠等借新鲜化转型跳出长保零食的存量竞争。新鲜零食赛道虽热，但短保损耗控制与跨区域品控仍是决定谁能跑通单店模型、实现规模化复制的关键分水岭。

表 8：新鲜零食在客群、选品、收入与成本结构等方面均有别于传统业态

| 对比维度 | 新鲜零食店 | 量贩零食店 | 传统商超 | 餐饮业态 |
|---|---|---|---|---|
| 核心定位 | 短保健康体验式零食，当日新鲜自有非标产品 | 低价走量，一站式囤货 | 全品类一站式家庭采购 | 即食、正餐、轻食服务 |
| 目标客群 | 18-35 岁的高线城市白领与年轻群体 | 注重性价比的大众消费者 | 广泛的家庭型顾客 | 视品类而定 |
| SKU 数量 | 130-340 个，精简精选 | 普遍在 1000-3000 个 | 数万个，覆盖生鲜、日化、家电、食品全品类 | 菜单有限，聚焦单一品类 |
| 保质期特征 | 短保，四成 SKU 保质期≤5 天 | 6-12 个月以上，几乎无短保现制 | 长保为主+部分生鲜短保 | 数小时至 1-2 天(现制) |
| 典型客单价 | 45-60 元 | 约 30 元 | 约 100 | 视品类而定 |
| 门店毛利率 | 30-40% | 约 20% | 约 20% | 60%-70% |
| 损耗率 | 8-15%，短保日清报废 | 约 1%，长保货损极低 | 生鲜板块损耗较多，整体约 7.5% | 行业平均 15% |
| 供应链模式 | 自建工厂+冷链日配 | 集采+多级分销 | 多级分销+部分直采 | 食材采购+现场加工 |
| 选址策略 | 购物中心 B1 核心高租金位，仅少量临街店型 | 社区沿街、下沉商圈，低租金商铺 | 城郊/大型社区大面积卖场 | 购物中心餐饮区、临街店铺等 |
| 示例 | 蒲妈妈门店 | 赵一鸣门店 | 永辉超市 | 麦当劳门店 |

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传












数据来源：中国连锁经营协会，环球网，第三只眼看零售，Foodtalks，36 氪，艾瑞咨询，灼识咨询，财经网，商业观察家，中国经营报，澎湃新闻，消费日报，经济参考报，公司官网，窄播，搜狐，东方证券研究

**表 9：上市公司跨界新鲜零食门店呈现出差异化特征**

| 上市公司 | 品牌名称 | 模式 | 门店特征 |
|---|---|---|---|
| 永辉超市 | 新鲜零食馆 | 超市内店中店 | 永辉超市新鲜零食馆以零食、饮料、熟食为三大核心品类，涵盖果干蜜饯、坚果、肉脯海鲜、现制零食、果汁茶饮、健康奶昔、休闲牛肉等品类，SKU 约 100 个，产品呈现出现制化、短保化、健康化与多品类等特征。 |
| 高鑫零售(大润发) | 店中店 | 超市内店中店(与三只松鼠联营) | 在华东 9 家门店开设“新鲜零食店中店”，采用约 6 平方米的轻量化专柜，以“现场手作、洁净配方、新鲜质期、简洁包装”为标准，精选约 35 款现制、短保优质零食，价格带集中在 10-25 元。合作门店后续将拓展至 40-50 家。 |
| 绝味食品 | 绝味新鲜零食 | 独立门店 | 每日现制的卤水鸭、卤虾等产品以卤味为核心引流，叠加烘焙、坚果、现制饮品等短保品类。部分门店售卖冰淇淋，主打高性价比。预计 7 月份全国铺开。 |
| 有友食品 | 玩味族 | 独立门店 | 产品依托有友深厚的泡卤工艺积累，主打短保、冷链即食卤味及休闲零食，强调“零添加防腐剂、零添加色素”的清洁标签理念。 |
| 茶颜悦色 | 吉时赏味 | 独立门店/店中店 | 定位为“茶饮+鲜食”一站式体验，首批上线 70 余款鲜食单品，涵盖鸭锁骨、藕片、双拼瑞士卷等。强调少添加、短保鲜，部分饮品为门店限定。包装设计有特色，主打短保卤味与烘焙产品。 |
| 柠檬向右 | 向右新鲜零食店 | 独立门店 | 定位“短保、高周转、比便利店更健康”，独立店面积控制在 100-200 平米，选址紧贴现有茶饮店。设有现烤坚果、现制肉干等明档操作区，短保面包包装精确标注到小时，冷藏零食采用小包装鼓励即时食用。 |
| 鸣鸣很忙 | 有点推荐 | 独立门店 | 通过“诚实点”选品体系建立了清晰的推荐标准，涵盖烘焙、卤味、果干、新鲜水果和日用品等品类。 |

数据来源：永辉超市官网，北京商报，零售商业财经，新零售网，长沙晚报，蓝鲸新闻，东方证券研究

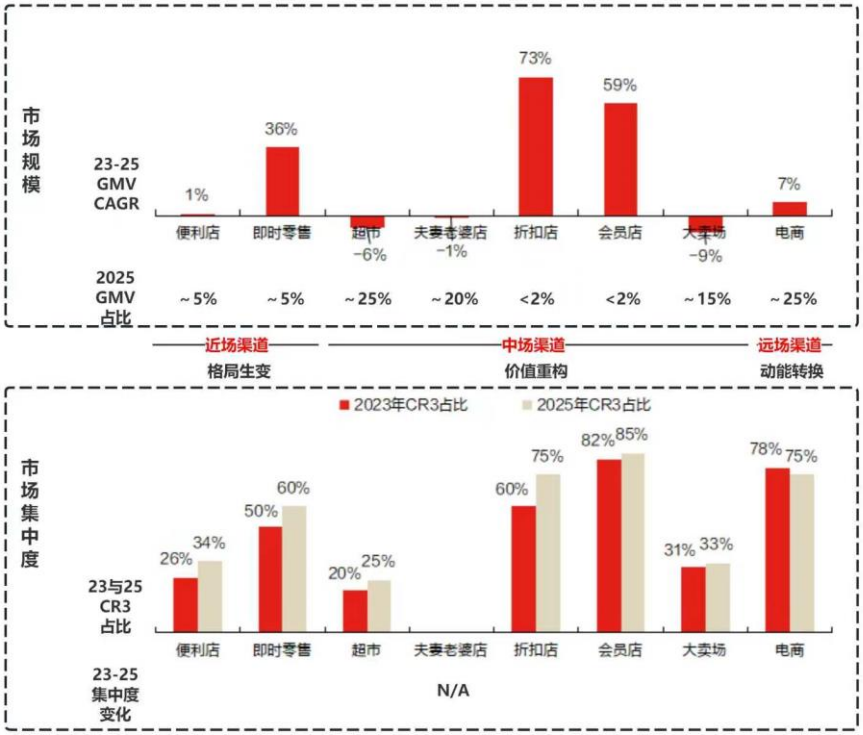
**未来边际变化二：折扣业态崛起，转向供应链效率竞争。**消费理性化叠加线上分流，传统商超的通道费、联营扣点模式难以为继，折扣业态成为确定的增量方向，其核心并非简单降价而是效率优先。2023-25 年折扣店、会员店 GMV 的 CAGR 分别 73%、59%，虽 GMV 占比较低，但领衔主要零售业态的增长，如万辰集团、鸣鸣很忙、山姆会员店等，门店规模、盈利能力进一步提升。

**图 18：2023-25 年折扣店、会员店领衔增长**

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。

仅供内部参考，请勿外传






数据来源：科尔尼管理咨询，东方证券研究

**未来边际变化三：履约节点化，门店从交易场升级为体验场+前置仓。**随着即时零售走向成熟，门店不再只是卖货场所，而是同时承担展示、信任建立与最后一公里履约的复合节点。山姆中国全渠道销售额已突破 1400 亿元，核心依托之一为大店+云仓双层网络；盒马 GMV 超过 1070 亿元，门店演变为超级前置仓，实现库存共享与高效周转。沃尔玛计划新增 150 家社区店，京东七鲜推出 1 店+N 仓模式，美团小象、淘宝便利店也在加速线下布局。仓店一体的本质，在于打通到店场景与到家履约，使门店从成本中心转变为履约基础设施。

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。

仅供内部参考，请勿外传



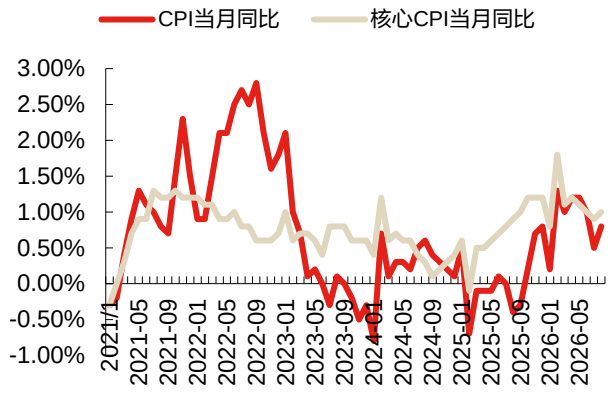
# 线下零售现状梳理：基本面拐点未至，期待边际催化

## 零售行业现状：社零有所承压，必选相对稳健

**核心 CPI 相对稳健，社零有所承压。**

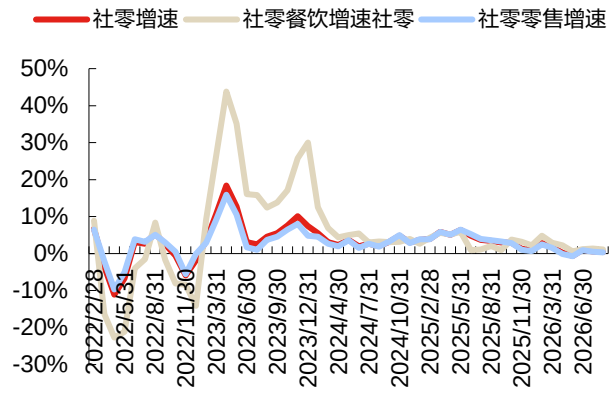
- CPI：8 月 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅较上月扩大 0.3pct，为 2025 年以来较好水平；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅回升至整数关口上方。
- 社零：8 月社零增速 0.4%，较 7 月的 0.6%下降 0.2pct；1-8 月社零累计增长 1.1%，较 1-7 月的 1.2%下降 0.1pct。8 月扣除汽车的社零增速 2.5%环比持平；1-8 月扣除汽车的社零增速 2.7%环比持平。
- 社零按消费类型划分：8 月商品零售同比增长 0.3%，餐饮收入同比增长 1.1%，零售表现略弱于餐饮；1-8 月商品零售同比增长 1%，餐饮收入同比增长 2.4%。

图 19：2026 年以来核心 CPI 相对稳健




数据来源：wind，东方证券研究

图 20：2026 年以来社零增速有所承压




数据来源：wind，东方证券研究

图 21：近一年社零数据细分项一览

| | | 2026/08 | 2026/07 | 2026/06 | 2026/05 | 2026/04 | 2026/03 | 2026/02 | 2025/12 | 2025/11 | 2025/10 | 2025/09 | 2025/08 | 2025/07 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 总额 | 社会消费品零售总额 | 0.4% | 0.6% | 1.0% | -0.6% | 0.2% | 1.7% | 2.8% | 0.9% | 1.3% | 2.9% | 3.1% | 3.4% | 3.7% |
| | 除汽车以外的零售总额 | 2.5% | 2.5% | 3.0% | 1.1% | 1.8% | 3.2% | 3.7% | 1.7% | 2.5% | 4.0% | 3.2% | 3.7% | 4.3% |
| | 限额以上企业消费品总额 | -3.7% | -3.4% | -2.0% | -4.9% | -4.4% | 1.3% | 2.7% | -1.9% | -2.0% | 1.6% | 2.3% | 2.4% | 2.8% |
| | 商品零售额 | 0.3% | 0.5% | 0.9% | -0.7% | -0.1% | 1.5% | 2.5% | 0.7% | 1.0% | 2.8% | 3.3% | 3.6% | 4.0% |
| | 网上商品零售额 | 2.2% | 3.3% | 3.9% | 2.6% | 0.2% | 2.5% | 10.3% | 0.8% | 1.5% | 4.9% | 7.3% | 7.1% | 8.3% |
| 必选消费 | 粮油、食品类 | 4.0% | 5.3% | 7.9% | 1.9% | 4.1% | 9.5% | 10.2% | 3.9% | 6.1% | 9.1% | 6.3% | 5.8% | 8.6% |
| | 饮料 | 4.9% | 3.5% | 5.8% | 6.1% | 3.6% | 8.2% | 6.0% | 1.7% | 2.9% | 7.1% | -0.8% | 2.8% | 2.7% |
| | 烟酒 | 12.5% | 6.0% | 12.1% | 4.8% | 11.7% | 7.7% | 19.1% | -2.9% | -3.4% | 4.1% | 1.6% | -2.3% | 2.7% |
| | 中西药品 | 4.8% | 6.7% | 4.4% | 4.0% | 4.2% | 5.7% | 0.7% | 1.2% | 4.9% | 3.6% | 1.9% | 0.9% | 0.1% |
| 高频可选 | 服装鞋帽针织纺品 | -0.5% | -1.0% | 3.9% | 3.8% | 3.6% | 7.0% | 10.4% | 0.6% | 3.5% | 6.3% | 4.7% | 3.1% | 1.8% |
| | 化妆品 | 4.9% | 6.8% | 12.6% | 2.5% | 4.7% | 8.3% | 4.5% | 8.8% | 6.1% | 9.6% | 8.6% | 5.1% | 4.5% |
| | 日用品 | 1.8% | 1.8% | 3.9% | 1.6% | 3.5% | 4.6% | 6.6% | 3.7% | -0.8% | 7.4% | 6.8% | 7.7% | 8.2% |
| | 文化办公用品 | 5.8% | 7.4% | 12.7% | -1.5% | -6.9% | 15.0% | 5.8% | 9.2% | 11.7% | 13.5% | 6.2% | 14.2% | 13.8% |
| 低频可选 | 金银珠宝 | -17.5% | -10.1% | -3.4% | -8.9% | -21.3% | 11.7% | 13.0% | 5.9% | 8.5% | 37.6% | 9.7% | 16.8% | 8.2% |
| | 体育娱乐用品 | -4.8% | -10.6% | -2.2% | -8.0% | -8.0% | -2.0% | 4.1% | 9.0% | 0.4% | 10.1% | 11.9% | 16.9% | 13.7% |
| | 家电音像 | 2.3% | -1.9% | -8.7% | -15.6% | -15.1% | -5.0% | 3.3% | -18.7% | -19.4% | -14.6% | 3.3% | 14.3% | 28.7% |
| | 家具 | -7.9% | -8.8% | -6.6% | -8.7% | -10.4% | -8.7% | 8.8% | -2.2% | -3.8% | 9.6% | 16.2% | 18.6% | 20.6% |
| | 通讯器材 | 27.3% | 20.4% | 16.5% | 0.7% | 6.2% | 27.3% | 17.8% | 20.9% | 20.6% | 23.2% | 16.2% | 7.3% | 14.9% |
| 汽车及用车 | 汽车 | -18.5% | -17.0% | -16.1% | -16.1% | -15.3% | -11.8% | -7.3% | -5.0% | -8.3% | -6.6% | 1.6% | 0.8% | -1.5% |
| | 石油及制品 | -7.0% | -7.6% | -5.1% | -3.2% | -6.5% | 0.1% | -9.7% | -11.0% | -8.0% | -5.9% | -7.1% | -8.0% | -8.3% |
| 地产后周期 | 建筑装潢材料 | -11.8% | -14.2% | -10.5% | -13.6% | -13.8% | -9.0% | -2.2% | -11.8% | -17.0% | -8.3% | -0.1% | -0.7% | -0.5% |

数据来源：wind，东方证券研究

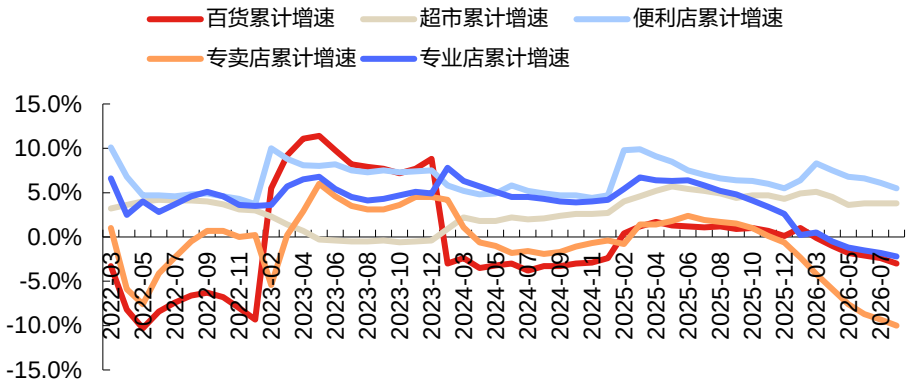
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



**限额以上业态：必选稳健，百货承压。**按零售业态分，1-8 月限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长 5.5%、3.8%，是线下业态中为数不多保持正增长的渠道；专业店、百货店、品牌专卖店零售额同比分别下降 2.2%、3.0%、10.0%，品牌专卖店下滑幅度较高。与此同时，新业态保持高速扩张，限额以上单位仓储会员店、无人值守商店零售额增速均超过 25%，购物中心零售额持续两位数增长，集合店零售额连续四个月增长加快。

图 22：2026 年 1-8 月便利店、超市增速更快




数据来源：wind，东方证券研究

## 线下零售公司对比：总量收缩，结构分化

### （一）营收、净利

**营收对比：2023-25 年，零售行业营收整体承压，核心特征是总量收缩、结构分化，增量向细分赛道和强运营业态集中。**多数百货商超公司三年间营收明显下台阶，主要受线上分流、即时零售替代、消费理性化及门店调整等因素影响，永辉超市等因调改主动收缩门店。与之相对，量贩零食、潮玩连锁、母婴连锁等细分赛道逆势增长，凭借供应链效率、IP 与场景体验以及刚需高频属性，在行业下行中仍保持扩张，部分企业营收由百亿级升至两百亿级，成为少数增量来源。

**归母净利对比：2023-25 年，零售行业盈利端的收缩与分化比营收端剧烈。**百货商超成为主要拖累，三年间利润普遍下台阶甚至转亏，营收下滑、门店调改、资产减值与刚性费用共同挤压盈利空间，部分企业亏损持续扩大。量贩零食、潮玩连锁、母婴连锁等细分赛道依托供应链效率、IP 与场景溢价及刚需高频属性，仍保持利润扩张，部分公司 α 属性显著、净利增速明显高于营收增速，构成少数增量来源。我们认为盈利修复难度大于营收修复。

**估值对比：零售行业估值呈现整体抬升、内部分化的格局，PB 端的破净现象尤为突出。**CS 零售板块 2026 年预测 PE 为 16.8 倍，其中一般零售 26.9 倍印证整体盈利尚未恢复。估值分化在 PB 维度上体现得更为直观，大商股份 PB 约 0.9 倍、百联股份 0.8 倍、武商集团 0.7 倍等，上述公司手中握有核心城市稀缺商业物业，PB 破净反映市场对传统业态盈利持续性的悲观定价。而细分赛道龙头则以 PE 和 PB 双高反映成长预期，估值修复的弹性取决于盈利能否实质改善。

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。

仅供内部参考，请勿外传



**表 10：部分线下零售公司经营数据对比**

| 证券代码 | 证券简称 | 核心业务 | 所在区域 | 营收(亿元) | | | 归母净利(亿元) | | | 总市值 | PB | PE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | (亿元) | | |
| 600415.SH | 小商品城 | 专业卖场 | 浙江义乌 | 113.00 | 157.37 | 199.27 | 26.76 | 30.74 | 42.04 | 607.58 | 2.65 | 14.45 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 超市 | 福建福州 | 786.42 | 675.74 | 535.08 | -13.29 | -14.65 | -25.52 | 266.86 | 14.35 | -10.46 |
| 000564.SZ | 供销大集 | 百货超市 | 全国 | 13.99 | 14.24 | 18.86 | -25.20 | -13.24 | -16.71 | 265.45 | 1.87 | -15.88 |
| 000062.SZ | 深圳华强 | 专业卖场 | 广东深圳 | 205.94 | 219.54 | 249.09 | 4.67 | 2.13 | 4.63 | 222.99 | 3.31 | 48.17 |
| 9896.HK | 名创优品 | 专业连锁、潮玩 | 广东广州 | 114.73 | 169.94 | 214.44 | 17.69 | 26.18 | 12.05 | 209.67 | 1.78 | 15.72 |
| 600655.SH | 豫园股份 | 百货、珠宝、餐饮 | 上海 | 581.47 | 469.24 | 363.73 | 20.24 | 1.25 | -48.97 | 181.33 | 0.60 | -3.70 |
| 600827.SH | 百联股份 | 百货 | 上海 | 305.19 | 276.75 | 247.85 | 3.99 | 15.67 | 6.31 | 134.33 | 0.69 | 22.45 |
| 000061.SZ | 农产品 | 专业卖场 | 广东深圳 | 54.90 | 56.28 | 65.28 | 4.49 | 3.84 | 3.72 | 119.69 | 1.41 | 32.14 |
| 600113.SH | 浙江东日 | 专业卖场 | 浙江温州 | 8.86 | 7.23 | 7.74 | 2.07 | 1.35 | 1.44 | 115.16 | 4.51 | 79.94 |
| 002416.SZ | 爱施德 | 专业连锁 | 广东深圳 | 920.43 | 657.24 | 551.64 | 6.55 | 5.81 | 3.74 | 111.29 | 1.90 | 29.73 |
| 600859.SH | 王府井 | 百货、免税 | 北京 | 122.24 | 113.72 | 101.50 | 7.09 | 2.69 | -0.40 | 110.59 | 0.57 | -277.37 |
| 000829.SZ | 天音控股 | 专业卖场 | 北京 | 948.25 | 840.38 | 905.70 | 0.84 | 0.31 | -0.22 | 93.69 | 3.20 | -435.18 |
| 002251.SZ | 步步高 | 百货超市 | 湖南长沙 | 30.87 | 34.31 | 42.10 | -18.89 | 12.12 | 1.13 | 92.76 | 1.11 | 82.22 |
| 601086.SH | 国芳集团 | 百货超市 | 甘肃兰州 | 9.70 | 7.57 | 8.00 | 1.58 | 0.58 | 0.70 | 88.78 | 5.52 | 126.32 |
| 301078.SZ | 孩子王 | 母婴 | 江苏南京 | 87.53 | 93.37 | 102.73 | 1.05 | 1.81 | 2.98 | 88.14 | 2.07 | 29.61 |
| 601828.SH | 美凯龙 | 专业卖场 | 上海 | 115.15 | 78.21 | 65.82 | -22.16 | -29.84 | -237.22 | 87.33 | 0.41 | -0.41 |
| 002818.SZ | 富森美 | 专业卖场 | 四川成都 | 15.24 | 14.30 | 11.99 | 8.06 | 6.90 | 5.55 | 83.98 | 1.50 | 15.12 |
| 600729.SH | 重百集团 | 百货超市 | 重庆 | 189.85 | 171.39 | 146.98 | 13.15 | 13.15 | 10.45 | 81.22 | 1.04 | 7.77 |
| 600693.SH | 东百集团 | 百货 | 福建福州 | 18.86 | 18.16 | 18.47 | 0.35 | 0.43 | 0.46 | 81.07 | 2.28 | 177.15 |
| 600682.SH | 南京新百 | 百货、医药 | 江苏南京 | 65.70 | 67.00 | 63.61 | 4.27 | 2.30 | -8.42 | 78.56 | 0.48 | -9.33 |
| 603123.SH | 翠微股份 | 百货、支付 | 北京 | 36.60 | 22.29 | 23.20 | -5.84 | -6.87 | -4.81 | 75.80 | 4.57 | -15.77 |
| 000058.SZ | 深赛格 | 专业卖场 | 广东深圳 | 19.49 | 17.11 | 16.88 | 0.90 | 0.38 | 0.69 | 75.03 | 4.45 | 129.16 |
| 600828.SH | 茂业商业 | 百货 | 四川成都 | 31.65 | 27.16 | 23.67 | 0.51 | 0.37 | -2.46 | 74.99 | 1.11 | -30.51 |
| 000026.SZ | 飞亚达 | 手表、高端制造 | 广东深圳 | 45.70 | 39.41 | 35.08 | 3.33 | 2.20 | 0.87 | 71.91 | 2.29 | 87.64 |
| 002277.SZ | 友阿股份 | 百货 | 湖南长沙 | 13.24 | 12.83 | 9.88 | 0.49 | 0.28 | -3.35 | 67.06 | 1.06 | -20.04 |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 便利店 | 四川成都 | 101.33 | 101.23 | 95.56 | 5.61 | 5.21 | 4.81 | 64.33 | 1.34 | 13.38 |
| 605188.SH | 国光连锁 | 超市 | 江西吉安 | 24.12 | 26.88 | 28.17 | 0.15 | 0.03 | 0.16 | 63.08 | 5.25 | 402.98 |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 百货超市 | 广东深圳 | 120.86 | 117.86 | 115.59 | 2.27 | 0.77 | 0.83 | 58.09 | 1.43 | 69.83 |
| 603708.SH | 家家悦 | 超市 | 山东威海 | 177.63 | 182.56 | 179.57 | 1.36 | 1.32 | 2.01 | 57.39 | 2.45 | 28.60 |
| 000501.SZ | 武商集团 | 百货超市 | 湖北武汉 | 71.78 | 67.04 | 60.80 | 2.09 | 2.16 | 1.80 | 54.91 | 0.50 | 30.43 |
| 600694.SH | 大商股份 | 百货超市 | 辽宁大连 | 73.31 | 69.49 | 62.02 | 5.05 | 5.86 | 4.91 | 54.55 | 0.61 | 11.12 |
| 601116.SH | 三江购物 | 超市 | 浙江宁波 | 38.96 | 38.75 | 39.27 | 1.38 | 1.43 | 1.87 | 54.27 | 1.65 | 28.96 |
| 600790.SH | 轻纺城 | 专业卖场 | 浙江绍兴 | 8.55 | 9.50 | 8.78 | 2.14 | 1.41 | -0.16 | 53.94 | 0.96 | -332.69 |
| 002344.SZ | 海宁皮城 | 专业卖场 | 浙江海宁 | 12.20 | 10.37 | 10.21 | 1.78 | 0.89 | 0.71 | 51.56 | 0.61 | 73.02 |
| 600814.SH | 杭州解百 | 百货 | 浙江杭州 | 20.27 | 17.53 | 17.00 | 2.60 | 2.47 | 2.24 | 50.94 | 1.36 | 22.69 |
| 300622.SZ | 博士眼镜 | 眼镜连锁 | 广东深圳 | 11.76 | 12.03 | 13.60 | 1.28 | 1.04 | 1.49 | 46.51 | 5.12 | 31.30 |
| 000417.SZ | 合百集团 | 百货超市 | 安徽合肥 | 66.88 | 70.36 | 66.96 | 2.64 | 1.91 | 1.60 | 43.99 | 0.94 | 27.45 |
| 000882.SZ | 华联股份 | 百货 | 北京 | 10.99 | 13.98 | 11.98 | 0.29 | 0.20 | -2.94 | 42.43 | 0.64 | -14.43 |
| 600628.SH | 新世界 | 百货 | 上海 | 11.34 | 11.20 | 11.01 | 0.32 | 0.70 | 0.67 | 41.14 | 0.97 | 61.72 |
| 000759.SZ | 中百集团 | 超市 | 湖北武汉 | 116.39 | 103.81 | 82.83 | -3.22 | -5.28 | -9.57 | 40.35 | 4.91 | -4.22 |
| 600865.SH | 百大集团 | 百货 | 浙江杭州 | 2.17 | 1.94 | 2.07 | 0.14 | 1.33 | 0.10 | 39.24 | 1.72 | 394.16 |
| 600824.SH | 益民集团 | 百货超市 | 上海 | 10.26 | 8.56 | 6.77 | 0.57 | 0.35 | 1.22 | 39.10 | 1.56 | 32.16 |
| 600857.SH | 宁波中百 | 百货 | 浙江宁波 | 11.90 | 8.27 | 4.59 | 0.61 | -0.16 | 0.33 | 38.63 | 4.45 | 118.72 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 百货超市 | 广东广州 | 53.44 | 55.28 | 34.12 | 0.36 | 0.48 | -0.96 | 38.62 | 0.97 | -40.16 |
| 601366.SH | 利群股份 | 百货超市 | 山东青岛 | 77.03 | 74.42 | 67.70 | 0.30 | 0.27 | -3.22 | 35.03 | 0.87 | -10.88 |

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。

仅供内部参考，请勿外传



| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 603101.SH | 汇嘉时代 | 百货超市 | 新疆乌鲁木齐 | 24.94 | 24.09 | 24.50 | 1.62 | 0.58 | 0.77 | 34.76 | 2.46 | 45.21 |
| 600280.SH | 中央商场 | 百货 | 江苏南京 | 24.50 | 22.98 | 21.37 | -1.53 | -1.48 | -3.93 | 33.96 | 12.45 | -8.64 |
| 600785.SH | 新华百货 | 百货超市 | 宁夏银川 | 60.65 | 61.16 | 59.72 | 1.36 | 1.35 | 0.74 | 33.64 | 1.50 | 45.16 |
| 600838.SH | 上海九百 | 百货超市 | 上海 | 0.87 | 0.93 | 0.96 | 0.62 | 0.42 | 0.45 | 32.79 | 2.08 | 72.34 |
| 600738.SH | 丽尚国潮 | 专业卖场、百货 | 浙江杭州、甘肃兰州 | 8.80 | 6.66 | 6.34 | 0.83 | 0.73 | 1.64 | 32.20 | 1.54 | 19.64 |
| 002561.SZ | 徐家汇 | 百货 | 上海 | 5.42 | 4.38 | 3.65 | 0.75 | 0.04 | -0.16 | 30.39 | 1.40 | -194.71 |
| 600712.SH | 南宁百货 | 百货超市 | 广西南宁 | 6.81 | 6.17 | 4.71 | 0.07 | -0.32 | -0.41 | 29.36 | 3.89 | -71.00 |
| 000715.SZ | 中兴商业 | 百货超市 | 辽宁沈阳 | 8.10 | 7.63 | 7.46 | 1.34 | 1.00 | 1.14 | 28.81 | 1.43 | 25.22 |
| 000419.SZ | 通程控股 | 百货超市 | 湖南长沙 | 19.97 | 19.19 | 17.88 | 1.30 | 1.50 | 1.23 | 27.72 | 0.82 | 22.55 |
| 600858.SH | 银座股份 | 百货超市 | 山东济南 | 55.39 | 54.19 | 52.82 | 2.17 | 0.68 | 0.59 | 25.74 | 0.96 | 43.45 |
| 600774.SH | 汉商集团 | 百货、医药 | 湖北武汉 | 13.90 | 11.75 | 10.32 | 0.61 | -0.15 | -1.75 | 23.03 | 1.55 | -13.17 |
| 000679.SZ | 大连友谊 | 百货 | 辽宁大连 | 1.63 | 3.72 | 4.21 | -0.37 | -0.78 | -0.97 | 22.42 | 14.26 | -23.03 |
| 603214.SH | 爱婴室 | 母婴 | 上海 | 33.32 | 34.67 | 37.82 | 1.05 | 1.06 | 0.81 | 19.20 | 1.63 | 23.57 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 百货超市 | 吉林长春 | 70.06 | 70.11 | 67.54 | 0.19 | -0.28 | -0.52 | 18.18 | 0.82 | -35.10 |
| 600778.SH | 友好集团 | 百货超市 | 新疆乌鲁木齐 | 17.21 | 16.01 | 14.26 | -1.27 | 0.03 | 0.13 | 17.97 | 7.79 | 135.94 |

数据来源：wind，东方证券研究
备注：市值、PB、PE 取 2026 年 9 月 30 日；PB、PE 为 LYR 口径。

### （二）分红

**基于分红率及股息率角度：大商股份、富森美、爱施德、重百集团、小商品城股息率居前。**

- **分红率角度：**大商股份、富森美、爱施德、重庆百货近 3 年均维持 40%以上分红率，其中富森美稳定在 90-120%分红率，爱施德 2024-25 年均超 100%分红率，小商品城分红率由 2021 年的 30%持续提至 2025 年的 65%。
- **股息率角度(LYR)：**大商股份、富森美、爱施德、重百集团、小商品城均超 4.5%，我们认为小商品城 2026 年净利增长确定性较高、其动态股息率将更高。

图 23：大商股份、富森美、爱施德、重百集团、小商品城股息率居前

| | | 分红(亿元) | | | | | 归母净利(亿元) | | | | | 总市值 | 分红率 | | | | | 股息率(LYR) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 证券代码 | 证券简称 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | (亿元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | |
| 600694.SH | 大商股份 | 5.69 | 1.42 | 2.85 | 3.16 | 3.44 | 7.02 | 5.49 | 5.05 | 5.86 | 4.91 | 54.5 | 81.06% | 25.91% | 56.34% | 53.93% | 70.19% | 6.31% |
| 002818.SZ | 富森美 | 5.99 | 8.08 | 8.08 | 8.08 | 5.01 | 9.18 | 7.83 | 8.06 | 6.90 | 5.55 | 84.0 | 65.21% | 103.23% | 100.26% | 117.11% | 90.28% | 5.97% |
| 002416.SZ | 爱施德 | 5.58 | 6.20 | 4.96 | 6.20 | 6.20 | 9.21 | 7.30 | 6.55 | 5.81 | 3.74 | 111.3 | 60.54% | 84.87% | 75.65% | 106.56% | 165.51% | 5.57% |
| 600729.SH | 重百集团 | 15.01 | 2.73 | 5.98 | 6.00 | 4.18 | 9.80 | 8.83 | 13.15 | 13.15 | 10.45 | 81.2 | 153.23% | 30.85% | 45.44% | 45.64% | 40.02% | 5.15% |
| 600415.SH | 小商品城 | 4.01 | 3.57 | 10.97 | 18.10 | 27.42 | 13.34 | 11.05 | 26.76 | 30.74 | 42.04 | 607.6 | 30.05% | 32.28% | 40.99% | 58.87% | 65.23% | 4.51% |
| 600655.SH | 豫园股份 | 13.55 | 13.58 | 7.39 | 7.35 | 7.50 | 38.61 | 38.26 | 20.24 | 1.25 | -48.97 | 181.3 | 35.09% | 35.49% | 36.49% | 587.17% | -15.32% | 4.14% |
| 603708.SH | 家家悦 | | 0.64 | 1.20 | 1.19 | 1.92 | -2.93 | 0.54 | 1.36 | 1.32 | 2.01 | 57.4 | | 118.09% | 88.00% | 90.00% | 95.62% | 3.34% |
| 600790.SH | 轻纺城 | 2.20 | 2.31 | 1.36 | 1.63 | 1.63 | 4.32 | 11.87 | 2.14 | 1.41 | -0.16 | 53.9 | 50.90% | 19.45% | 63.33% | 115.71% | - | 3.02% |
| 603214.SH | 爱婴室 | 0.28 | 0.42 | 0.48 | 0.50 | 0.53 | 0.73 | 0.86 | 1.05 | 1.06 | 0.81 | 19.2 | 38.51% | 49.05% | 46.30% | 47.13% | 65.14% | 2.76% |
| 601366.SH | 利群股份 | 1.27 | 0.85 | 0.25 | 0.17 | 0.96 | 0.80 | -1.73 | 0.30 | 0.27 | -3.22 | 35.0 | 158.91% | -49.16% | 85.59% | 62.52% | -29.81% | 2.74% |
| 000501.SZ | 武商集团 | 1.23 | 0.38 | 0.38 | 2.26 | 1.50 | 7.52 | 3.05 | 2.09 | 2.16 | 1.80 | 54.9 | 16.35% | 12.62% | 18.39% | 104.55% | 83.12% | 2.73% |
| 000419.SZ | 通程控股 | 0.87 | 0.82 | 0.65 | 0.82 | 0.71 | 1.38 | 1.46 | 1.30 | 1.50 | 1.23 | 27.7 | 62.81% | 55.95% | 50.33% | 54.27% | 57.47% | 2.55% |

数据来源：wind，东方证券研究
备注：股息率为 LYR，即使用 2025 年分红金额除以最近一个交易日的总市值；总市值取 2026 年 9 月 30 日。

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。

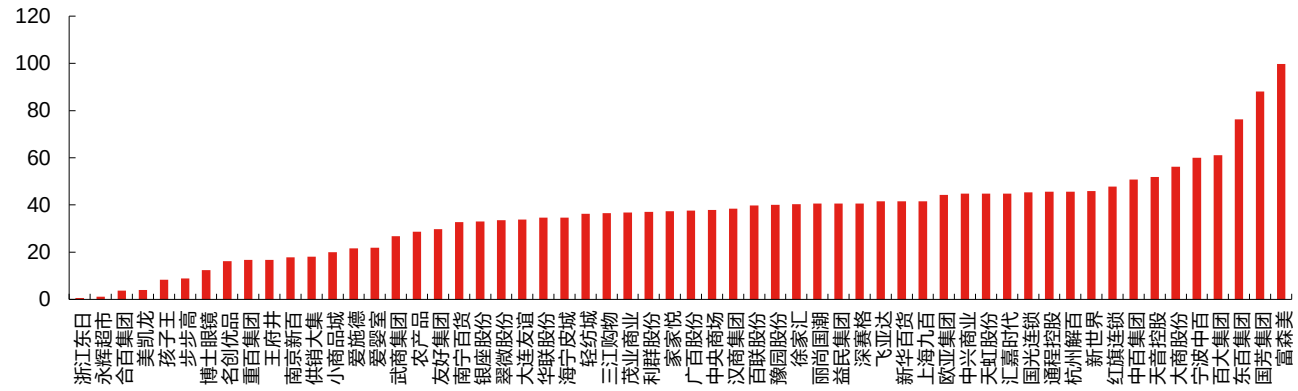
仅供内部参考，请勿外传



### （三）股价

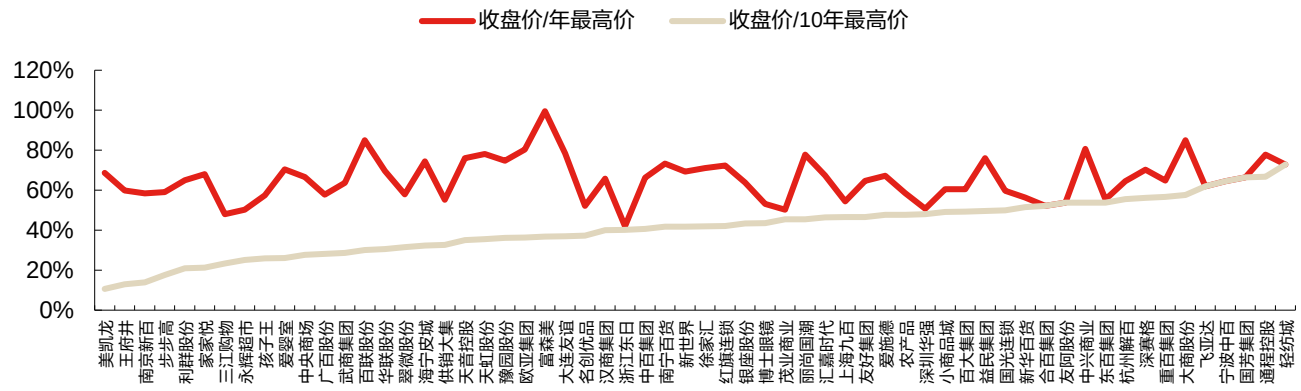
**基于股价层面：**从股价层面看，当前多数线下零售公司处于年初以来的估值低位，亦位于近十年的历史底部区域。典型如美凯龙、王府井、南京新百、步步高等，其当前股价不足近十年最高价的 20%，但多数公司具备显著的物业资产优势。

图 24：多数线下零售公司目前股价处于年初以来较低分位数




数据来源：wind，东方证券研究
备注：单位为%；时间为 2026 年 10 月 14 日

图 25：多数线下零售公司目前股价处于低点




数据来源：wind，东方证券研究
备注：单位为%；时间为 2026 年 10 月 14 日

### （四）政策

**2026 年 8 月 18 日，商务部等 9 部门公布《关于进一步激发下沉市场活力活跃县域消费的意见》。**

- 该文件支持传统百货、老旧购物中心等更新，推动连锁企业下沉，完善县域商业网点、冷链仓储和配送体系，并鼓励自有品牌、商农文旅体融合等经营方式。
- 其中条款 1“支持传统百货、老旧购物中心升级改造”、条款 4“存量房产/土地以 5 年过渡期转型商业设施”、条款 5“一照多址”与线下零售企业直接相关，有望降低县域开店和运营障碍，为既有区域供应链向县乡延伸创造条件。

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。

仅供内部参考，请勿外传



表 11：部分零售企业直接受益于《关于进一步激发下沉市场活力活跃县域消费的意见》中的条款 1、4、5

| 代码 | 标的 | 所在城市 | 对应条款 | 受益逻辑 |
|---|---|---|---|---|
| 601933 | 永辉超市 | 福州 | 条款 5 一照多址+反地方保护 | 县域开店+门店调改主力 |
| 603708 | 家家悦 | 威海 | 条款 5 一照多址 | 山东县域密集开店 |
| 002697 | 红旗连锁 | 成都 | 条款 5 一照多址 | 县域网点扩张 |
| 000759 | 中百集团 | 武汉 | 条款 5 一照多址 | 湖北超市+百货 |
| 601086 | 国芳集团 | 兰州 | 条款 1 百货升级改造+条款 4 用地松绑 | 自有物业+用地松绑 |
| 600865 | 百大集团 | 杭州 | 条款 1+条款 4 | 自有物业改造 |
| 600693 | 东百集团 | 福州 | 条款 1+条款 4 | 商业地产+物流转型 |
| 600828 | 茂业商业 | 深圳 | 条款 1+条款 4 | 多城自有物业改造 |
| 600712 | 南宁百货 | 南宁 | 条款 1+条款 4 | 改造+REITs 想象空间 |
| 600280 | 中央商场 | 南京 | 条款 1+条款 4 | 轻资产改造弹性 |
| 600785 | 新华百货 | 银川 | 条款 1+条款 4 | 重资产+用地松绑 |
| 603101 | 汇嘉时代 | 乌鲁木齐 | 条款 1+条款 4 | 疆内零售+商超双业态 |
| 600857 | 宁波中百 | 宁波 | 条款 1+条款 4 | 中百改造预期 |

数据来源：商务部，东方证券研究

**2026 年 9 月 2 日，商务部等 4 部门公布第二批 32 个全国零售业创新提升试点城市名单。试点深化“一店一策”改造，在项目规划、改造审批、土地用途变更及投融资方面提供便利，并统筹城市更新、设备更新等政策，推动消费场景、商品供给、数字化与供应链升级。**

- 第二批 32 城以长江中游、北方沿海、华东西南为主，含秦皇岛/保定/晋中/无锡/扬州/宁波/温州/芜湖/安庆/九江/开封/许昌/襄阳/宜昌等，比首批更下沉。
- 2026 年 4 月披露的阶段成果显示，首批 38 城完成 625 个改造项目、拉动投资约 756 亿元。若按城市平均投资强度外推，第二批约为 600-700 亿元。

表 12：第二批零售业创新提升试点城市名单包含 7 家上市公司

| 代码 | 标的 | 所在城市 | 试点批次 | 受益逻辑 |
|---|---|---|---|---|
| 600327 | 大东方 | 无锡 | 第二批 | 无锡百货龙头；百货+汽车销售双主业 |
| 600857 | 宁波中百 | 宁波 | 第二批 | 宁波区域百货龙头 |
| 601116 | 三江购物 | 宁波 | 第二批 | 宁波社区超市连锁龙头 |
| 601366 | 利群股份 | 青岛 | 第二批 | 青岛商业龙头；超市+百货+物流供应链 |
| 600712 | 南宁百货 | 南宁 | 第二批 | 广西国资百货龙头 |
| 603101 | 汇嘉时代 | 乌鲁木齐 | 第二批 | 新疆商超龙头 |
| 600778 | 友好集团 | 乌鲁木齐 | 第二批 | 新疆百货龙头 |

数据来源：商务部，东方证券研究

**2026 年 9 月 20 日，四川零售业创新发展项目合作会发布《四川商业合作机会清单》：**该清单汇集四川省内 320 个重点项目，其中存量商业载体 240 个、新建项目 80 个，涉及“零售＋”、赛事演艺、入境消费、特色街区及非标商业等方向。将这些项目面向全国的商场运营商、品牌商、投资方招标，把存量资产盘活成可盈利的商业。

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。

仅供内部参考，请勿外传



**表 13：四川省内的零售企业的存量资产有望盘活**

| 代码 | 标的 | 基本情况 | 受益逻辑 |
|---|---|---|---|
| 002697 | 红旗连锁 | 约 3500 家门店集中川内，社区商业场景密度第一 | 作为主力店品牌商切入 80 个新建项目；社区零售场景合作方 |
| 600828 | 茂业商业 | 成商集团起家，成都及川内多家百货自有物业 | 存量焕新方向（240 个存量载体）直接对应资产方 |
| 002818 | 富森美 | 成都核心区位自持商业物业体量大 | 可承接存量改造项目或输出运营能力 |
| 600859 | 王府井 | 成都王府井为其全国头部门店 | 具备承接委托运营/整体租赁的改造运营能力 |

数据来源：四川省商务厅，四川发布，东方证券研究

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。

仅供内部参考，请勿外传



# 投资建议

**通过对 2016-25Q4 线下零售板块的行情研判，我们认为：**Q4 线下零售板块跑赢沪深 300 的概率较高，行情多由政策催化、内生调改与主题概念共同驱动，且驱动因素随产业阶段切换而轮动。早期以新零售、次新股、国企改革、免税等主题为主，2024 年以来则转向超市调改、区域政策等新方向，个股弹性显著，但持续性高度依赖基本面兑现。

**展望未来：**我们一方面期待行业边际变化带来的机会，如新鲜零食、硬折扣、履约节点化等新业态的加速渗透；另一方面也期待更多政策落地，如零售业创新提升试点城市、县域消费刺激等。但需注意，传统百货商超当前基本面仍承压，若缺乏盈利兑现，行业 β 仍难持续。

**受益方向：**

红利资产：小商品城(600415，未评级)、爱施德(002416，未评级)、重百集团(600729，未评级)，以及富森美(002818，未评级)、大商股份(600694，未评级)。

低估值方向：红旗连锁(002697，未评级)、武商集团(000501，未评级) 等。

区域小而美商业公司：汇嘉时代(603101，买入)、步步高(002251，未评级)、家家悦(603708，未评级)、三江购物(601116，未评级)等。

景气细分赛道：名创优品(09896，未评级)。

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。

仅供内部参考，请勿外传



# 风险提示

**消费复苏不及预期：**若宏观经济下行、居民收入预期持续疲弱，线下消费客流与销售额恢复可能低于预期，导致零售板块四季度行情缺乏基本面支撑，日历效应难以兑现，相关公司业绩与估值可能双双承压。

**行业竞争加剧：**电商、即时零售、折扣店等新业态持续分流线下客流，传统百货商超面临更激烈的价格与客流竞争，市场份额和盈利能力可能进一步下滑，区域零售龙头亦难以独善其身。

**政策落地不及预期：**四季度虽有促消费及区域政策密集发布，但若政策执行力度、资金到位节奏或实际效果不及预期，对区域零售龙头的催化作用可能弱化甚至落空，主题行情或快速退潮。

**日历效应弱化：**历史统计规律不代表未来，近年来零售 Q4 日历效应已出现弱化迹象，若市场风格切换、资金轮动方向改变，板块可能继续跑输大盘，季节性规律失效。

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。

仅供内部参考，请勿外传



## 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。