

百联股份 (600827.SH)

扣非归母净利实现扭亏转盈，奥莱等核心业态表现优异

增持

核心观点

公司2023年扣非利润端实现扭亏为盈。2023年公司实现营业收入305.19亿元/yoy-5.47%；归母净利3.99亿元/yoy-40.79%，扣非归母净利1.94亿，实现扭亏为盈。23年公司业绩出现下滑，主要原因系一方面子公司联华超市其联营企业计提重大预期信用损失，致使百联股份对应投资收益亏损1.42亿元；另一方面，公司22年同期发行类REITs项目产生7.09亿投资收益带来较高基数。同时，公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.20元(含税)，合计派发现金股利占2023年归母净利润53.64%。

毛利率不断提升，费用率管控良好。2023年公司毛利率同比+1.61pct，受益于综合百货业态疫后快速复苏毛利率呈上升趋势，公司销售/管理/财务费用率分别同比-0.32pct/+0.53pct/-0.40pct，整体管控良好。

核心业态综合百货实现快速增长，奥莱业务表现亮眼。公司主营业务超市收入比重约78%，综合百货归母净利润比重约114%。从核心贡献利润的综合百货业态细分业务来看，2023年百货/购物中心/奥特莱斯分别实现收入增速+11.11%/+23.70%/+41.50%，未来公司持续将奥莱作为公司主要发展业态不断扩张，并通过扩展商业地产附加值转型百货和购物中心业务。而超市业务虽在23年受一次性计提影响拖累利润，但24年有望实现轻装上阵。

公司自有物业区位优势明显，探索REITs手段盘活存量资产。近年公司积极探索REITs等手段盘活存量商业资产，2023年公司公告将100%持股的上海又一城购物中心作为基础设施项目进行公募REITs申报并获受理。若本次项目成功发行，也将为公司带来投资收益增厚利润，为主业发展转型储备弹药。

风险提示：业绩恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期。

投资建议：2023年公司受到超市业务利润拖累以及前期非经收益高基数影响导致全年利润端有所承压，但公司核心业态综合百货仍在疫后实现快速复苏，其中符合当前新假币消费趋势的奥莱业态表现尤为强劲，未来公司将持续推进全国性奥莱业态的布局，并且紧抓消费趋势变革推进存量购物中心及百货业态转型。同时随着公司积极推进公募REITs项目落地，有望带动相关投资收益提振，并进一步激活公司经营潜力。考虑到整体线下消费力仍处于渐进式复苏阶段，公司超市业务仍将有所承压，同时因公募REITs项目发行仍在推进中，暂不考虑其带来的潜在投资收益影响，我们下调2024-2025年预测至7.24/8.33(原值9.18/11.34)亿元，并新增2026年预测9.13亿元，对应PE分别为22/19/18x，维持“增持”评级。

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	9.02元
总市值/流通市值	16093/16093百万元
52周最高价/最低价	14.68/7.62元
近3个月日均成交额	84.87百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百联股份(600827.SH)-上半年归母净利扭亏为盈，奥莱业态表现亮眼》——2023-08-31
- 《百联股份(600827.SH)-上半年归母净利润扭亏为盈，积极推行REITs盘活存量资产》——2023-07-17
- 《百联股份(600827.SH)-华东地区零售业龙头，积极求变升级释放竞争活力》——2023-07-02

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,269	30,519	30,864	31,143	31,403
(+/-%)	-6.9%	-5.4%	1.1%	0.9%	0.8%
净利润(百万元)	684	399	724	833	913
(+/-%)	-9.1%	-41.7%	81.5%	15.0%	9.6%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.41	0.47	0.51
EBIT Margin	0.3%	1.4%	2.3%	2.9%	3.2%
净资产收益率(ROE)	3.9%	2.2%	4.0%	4.6%	5.0%
市盈率(PE)	23.5	40.3	22.2	19.3	17.6
EV/EBITDA	42.4	34.1	21.6	20.0	19.4
市净率(PB)	0.91	0.90	0.90	0.89	0.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

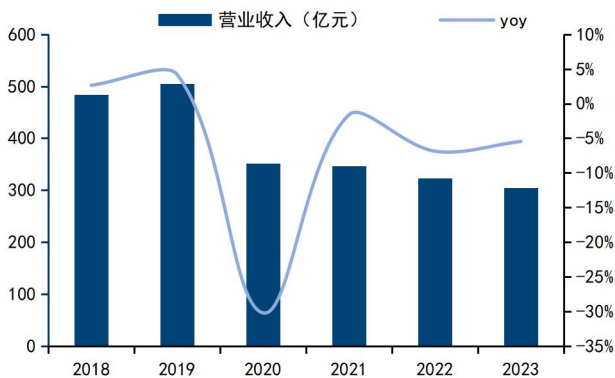
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2023 年财务情况

公司 2023 年扣非利润端实现扭亏为盈。2023 年公司实现营业收入 305.19 亿元/yoy-5.47%；归母净利润 3.99 亿元/yoy-40.79%；扣非归母净利润 1.94 亿，实现扭亏为盈。单 Q4 营业收入 69.60 亿元/yoy-3.06%；归母净利润 0.55 亿元/yoy-93.63%。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元(含税)，合计派发现金股利 2.14 亿元(含税)，占 2023 年归母净利润 53.64%。

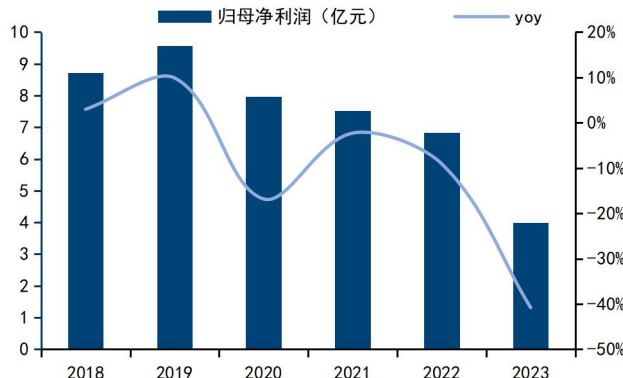
2023 年公司整体归母净利润出现下滑，预计主要系一方面，旗下控股 20.03%的联华超市，其联营企业上海联家超市因关联方出现财务困难，对其非贸易类金融资产计提重大预期信用损失，导致联华超市投资收益减少 3.67 亿，进一步致使百联股份对应投资收益亏损 1.42 亿元，较 22 年亏损额增加 1.18 亿元；另一方面，公司 22 年同期发行类 REITs 项目，产生投资收益约 7.09 亿，存在高基数影响。剔除上述影响公司核心业态利润端预计实现较为稳健的复苏。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业态：综合百货业态实现快速增长，超市业务受一次性减值影响

公司主营业务主要分为综合百货、超市业态、专业连锁三大类，其中公司收入主要由超市业态贡献，包括连锁超市，超级市场和便利店，2023 年占收入比重约 78%，但利润主要为综合百货业态贡献，包括百货、购物中心和奥特莱斯，2023 年占利润比重约 114%。具体来看：

1) **综合百货**：包含了百货、购物中心、奥特莱斯的综合百货是公司的核心业务。截至 2023 年底，百货/购物中心/奥特莱斯分别 12/22/9 家门店，凭借着 15.56% 的收入占比，贡献 113.63% 的归母净利润份额。

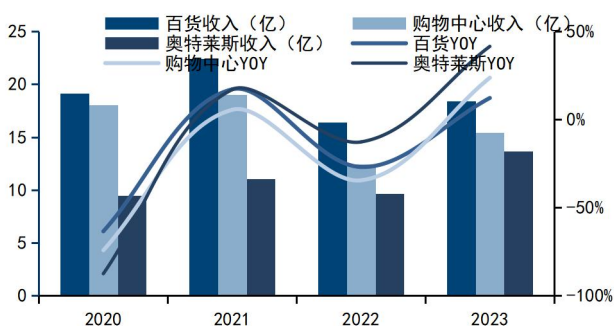
➢ **百货**：2023 年实现收入 18.39 亿元，同比+11.11%；毛利率为 22.50%，同比-0.03pct。公司目前现有百货门店 12 家，除宁波东方商厦位于浙江，其余 11 家均在上海，其中 4 家门店为自营，6 家门店租赁，另两家采取自有+租赁结合的经营模式。门店商业面积大多超过 1 万平方米，最大的第一八佰伴面积达 13 万平方米。

➢ **购物中心**：2023 年实现收入 15.41 亿元，同比+23.70%；毛利率为 49.42%，同比+10.41pct。目前共拥有共 22 家门店，较 22 年减少一家。减少门店为百联东郊购物中心，系综合街区城市规划和门店经营方向等因素所致。除重庆、

辽宁沈阳、安徽安庆各拥有一家门店外，其余均位于上海市。除上海金山和川沙购物中心由于类 Reits 项目出售股权，采取委托管理外，其余均为自有或租赁。购物中心面积不等，最小 1 万平方米出头，最大为上海世博源，面积近 29 万平方米。

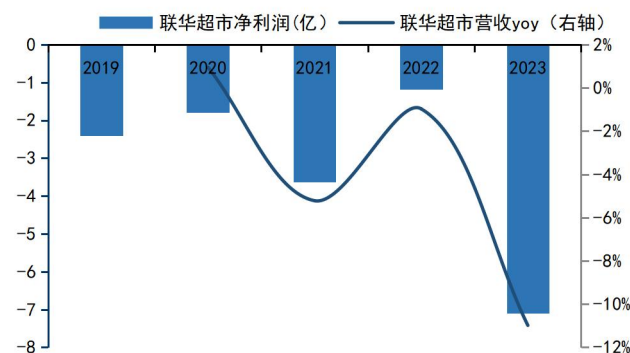
- **奥特莱斯：**2023 年实现收入 13.69 亿元，同比+41.50%；毛利率为 74.84%，同比+2.67pct。现拥有 9 家奥特莱斯广场，主要位于华东地区，2006 年开业的青浦奥特莱斯是国内首家花园式开放型奥特莱斯，2023 年销售额达 61.7 亿元，成为全国奥莱标杆。目前公司奥莱基本均为自有物业，6 家面积超 10 万平方米，未来公司将持续发展精品奥莱，继续保持百联奥特莱斯在中国奥莱行业的领先地位。

图3：综合百货分业态收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：联华超市收入及利润变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 超市业态：公司通过直接持有 20.03% 股权以及百联集团托管 22.70% 股权的联华超市主要展开超市相关业务，截至 2023 年底，联华超市拥有门店数 3356 家；实现营收 239.35 亿/yoy-10.98%；净利润亏损 7.09 亿元/yoy-496.44%。亏损大幅扩大主要是由于联华超市的联营企业联家超市，其关联方出现财务困难，对其非贸易类金融资产计提重大预期信用损失，联华超市按权益法相应减少投资收益 3.67 亿。但相应的，随着相关资产计提整理后的潜在风险释放，超市业务今年有望实现轻装上阵。

- **超级市场：**2023 年实现营收 112.86 亿元，同比-1.57%；毛利率为 17.51%，同比-1.68pct。截止 2023 年，公司共开设 823 家直营超级市场，主要覆盖华东区和华南区，其中华东区占比超 87%，单店平均面积在 600-700 平方米之间。2023 年华东新增门店 241 家，未来将持续加速扩张。
- **大型综合超市：**2023 年实现营收 108.57 亿元，同比-20.71%；毛利率为 22.97%，同比+0.80pct。仍以华东地区为主，直营门店数 127 家，租赁为物业主要方式。近两年门店数量和面积均呈下降态势，主要来自华东地区的规模收缩。
- **便利店：**2023 年实现营收 16.44 亿元，同比+5.88%；毛利率为 14.24%，同比-0.29pct。由于 2020 年起分离华北地区业务，导致门店数量当年出现大幅减少，而自 21 年以来华东地区和东北地区门店数均保持稳定，截至 2023 年底共有便利店 342 家，较 22 年小幅减少 9 家，均为租赁方式。

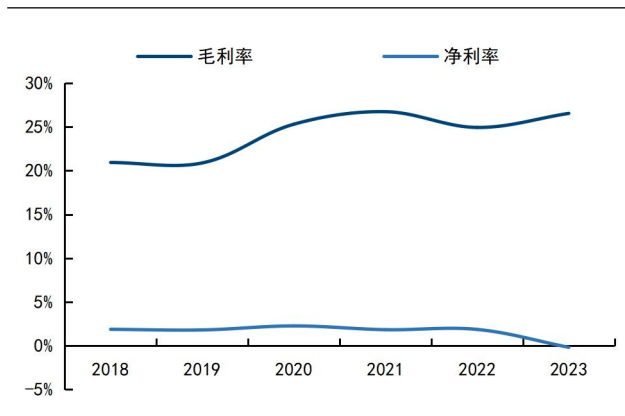
3) 专业连锁：主要由公司控股子公司上海三联集团负责眼镜和手表相关连锁销售业务，公司直接持有三联集团 40% 以及受托百联集团的 17% 托管股权。业务包括“亨达利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌。2023 年实

现收入 7.92 亿元，同比+38.05%；实现毛利率 28.13%，同比+9.42pct。目前公司门店均位于华东地区，除 2 家自有物业外其余 101 家均为租赁持有。

盈利能力及运营效率

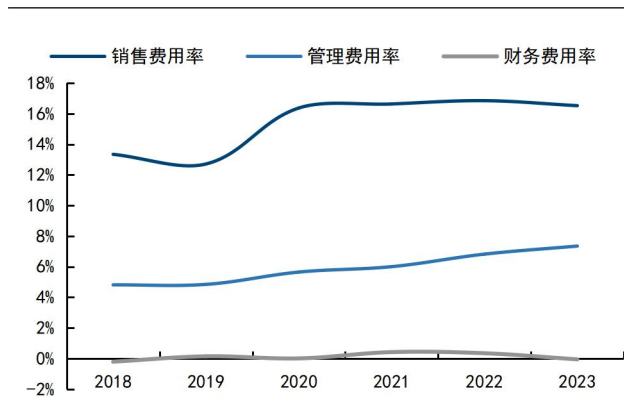
盈利能力方面来看，2023 年公司毛利率/净利率分别为 26.54%/-0.19%，同比+1.61pct/-2.04pct，毛利率上行主要受益于综合百货相关业态疫后快速复苏，其中购物中心毛利率同比提升 10.41pct。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 16.52%/7.53%/-0.06%，同比-0.32pct/+0.53pct/-0.40pct，费用水平相较 22 年同期相对整体管控良好，但较疫情前 19 年水平仍有改善空间，随着未来消费客流的进一步复苏，有望实现持续稳定的盈利水平恢复。

图5：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

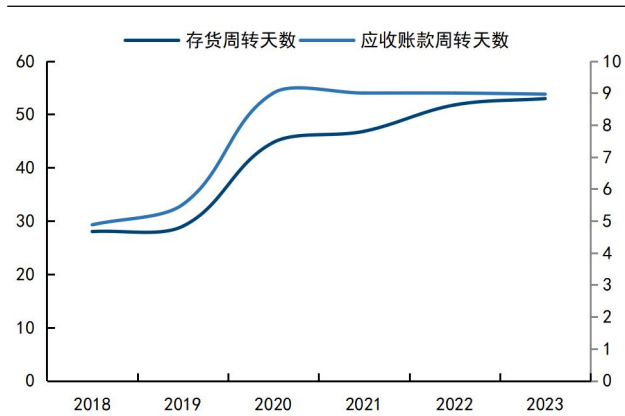
图6：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

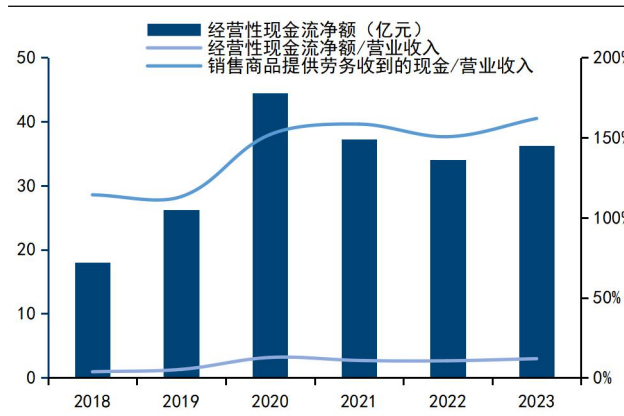
营运能力和现金流方面，公司 2023 年存货周转天数 53 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数 9 天，同比不变，较为稳定。2023 年经营性现金流量净额为 36.23 亿元/yoy+6.34%，现金流情况良好。

图7：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况



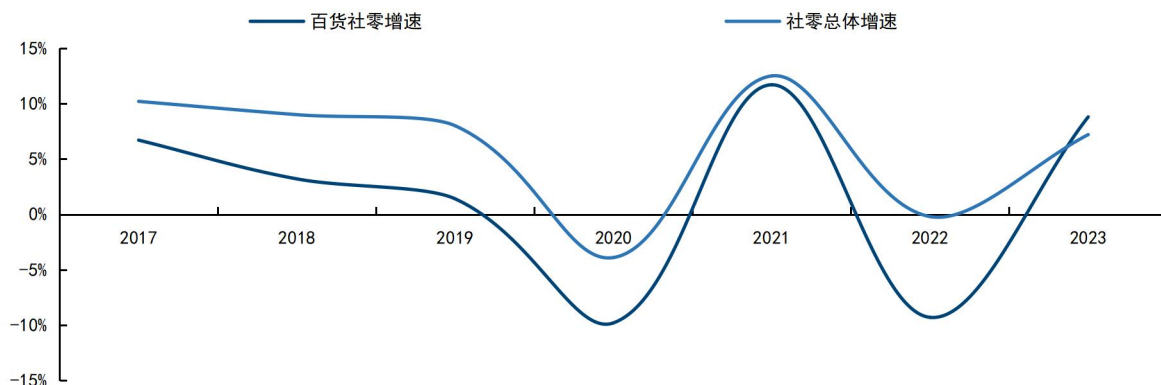
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业趋势

2023 年社零总额实现据国家统计局公布数据，2023 年社零总额 47.15 万亿元，同比+7.2%。分业态来看，虽然线上增速仍高于整体，但渗透率水平趋于平稳。经过

多年的发展，电商已成为居民消费的重要渠道，但基于流量成本的快速提升，以及线下部分体验式功能及服务的不可取代性，未来我们认为线上线下有望日渐趋于平衡。而其中百货业态 2023 年社零同比增长 8.8%，受益线下消费场景复苏而实现恢复性增长，但复苏节奏与年初市场预期的反弹强度相比稍显平淡，未来随着宏观经济环境的逐步转暖以及政府相关消费刺激政策的出台，百货业态整体仍有进一步的恢复空间。

图9：社零整体及百货业态社零增速走势



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

公司业务深耕的上海地区，2023 年的疫后复苏趋势也体现了较强的城市韧性。上海 2023 年全年实现社零总额 1.85 万亿元，规模再创历史新高，稳居全国城市首位，同比增长 12.6%，增速排名全国重点省市首位。而在近期，《上海市商圈能级提升三年行动方案（2024—2026 年）》正式发布，提出“加快建成闻名遐迩的国际消费中心城市顶级商圈”、“建设 10 个商旅文体融合示范商圈”等。公司未来有望继续借力地域优势以及政策红利，实现存量核心业态的加速复苏成长。

而从今年的节假日数据来看，根据上海国资数据，2024 年春节期间，百联股份全国四十余家门店，客流同比 2023 年同期提升近 15%。其中位于上海核心商圈的第一八佰伴、东方商厦旗舰店、永安百货、时装商厦、百联又一城、淮海 755 客流增长强劲，百联 ZX 创趣场单店客流升幅更是高达 63%；青浦百联奥莱取得同比两位数的客流增长。

公司展望：继续发力探索奥莱等新业态发展

公司不断对现有业务进行转型升级，以适应消费趋势变化。目前公司核心业态分为百货、购物中心、奥特莱斯三大业务。其中奥特莱斯作为公司主要发展业态持续扩张；百货和购物中心传统业务正在不断转型，通过扩展商业地产的附加值，把时尚、艺术等客流吸引要素进行有机融合，进而走出当前商业中心的同质化商品经营模式。

奥特莱斯：以自建模式持续扩张，符合当下性价比消费趋势

百联股份于 2006 年开设国内第一家花园式奥特莱斯——上海青浦奥莱，近五年均位列全国奥莱榜单榜首，2021 年成为全国唯一一家年收入超过 50 亿的奥特莱斯，2023 年年收入已达 61.7 亿。在积累相关运营经验，百联自 2012 年开始以平均每年一家的速度进行连锁化扩张，截至目前，公司旗下共拥有 9 家奥特莱斯，仍以公司优势地区华东地区为主。

表 1：奥特莱斯门店情况

名称	地址	开业时间	面积（平方米）	物业权属	2023 年收入（亿元）
百联奥特莱斯广场（上海·青浦）	沪青平公路 2888 号	2006. 4. 28	113, 480	自有	61. 7
百联奥特莱斯广场（武汉·盘龙）	武汉市黄陂区盘龙大道 51 号	2012. 12. 18	141, 298	自有/租赁	36. 0
百联奥特莱斯广场（江苏·无锡）	无锡市新区锡勤路 18-28 号	2013. 6. 29	117, 333	自有	21. 0
百联奥特莱斯广场（江苏·南京）	南京市江宁区汤山街道圣汤大道 99 号	2015. 9. 26	113, 911	自有	13. 5
百联奥特莱斯广场（济南·海那）	山东省济南市槐荫区美里湖美里路 555 号	2016. 12. 24	53, 008	自有	/
百联奥特莱斯广场（湖南·长沙）	湖南省长沙县大元东路 108 号	2018. 9. 30	120, 000	自有	/
百联奥特莱斯广场（济南·高新）	山东省济南市高新区科创路 999 号	2019. 3. 29	78, 995	自有	/
百联奥特莱斯广场（浙江·余杭）	杭州市临平区香岸路 33 号	2021. 10. 15	132, 385	自有	/
百联奥特莱斯广场（青岛·即墨）	青岛市即墨区陆港新城	2022. 7. 30	50, 172	自有	/

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年公司奥莱业务整体表现依旧强势。2023 年百联奥莱事业部销售额同比 2021 年上涨 14%，累计客流近 3000 万，同比 2021 年上升 31%。而在相关节假日期间，奥莱相关表现更佳，例如，百联奥莱元旦销售创历史新高、青浦百联奥莱五一单日销售创历史新高、长沙百联奥莱五一单日销售创历史新高、百联奥莱双十一销售创历史新高。

2024 年以来百联奥莱同样表现亮眼。2024 年春节期间全国多家奥莱整体客流同比提升超 30%，销售额同比增长超 10%。其中，青浦百联奥莱客流、销售均实现同比两位数增长，济南、长沙、南京等店客流同比提升 60%+和销售同比增长 20%+。

表2: 部分门店 2023 年销售及客流数据

门店名称	经营规模 (亿)			客流 (万人次)
	2023 年	2022 年	2021 年	2023 年
百联奥特莱斯广场(上海·青浦)	61.7	47.5	55	820
百联奥特莱斯广场(武汉·盘龙)	36		33	650
百联奥特莱斯广场(江苏·无锡)	21	17	20	350
百联奥特莱斯广场(江苏·南京)	13.5	10	12	310

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从行业趋势来看, 奥特莱斯业态符合当前居民注重高性价比消费的趋势。

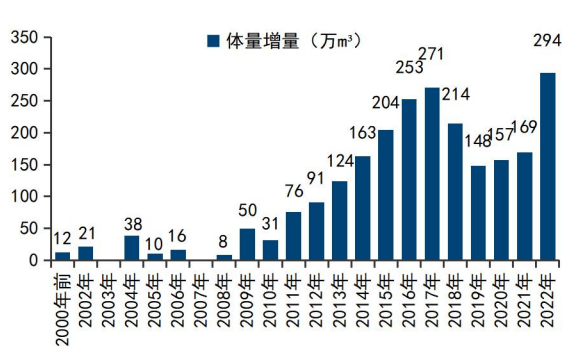
奥特莱斯是指由销售名牌过季、下架、断码商品的商店组成的购物中心。根据赢商大数据, 截至 2022 年底, 全国已开业的商业面积不小于 1 万平方米的奥特莱斯项目共 266 个, 总体量达到 2350 万平方米, 十年复合增速分别为 18%、16%。预计 2023 全年筹开业项目 26 个, 新增体量 260 万平方米, 基本与 22 年持平。麦肯锡调研数据显示, 预计 2025 年全国奥特莱斯市场销售额将达到 3900 亿元。

图 10: 近年奥特莱斯新增项目不断增多



资料来源: 赢商大数据、国信证券经济研究所整理

图 11: 奥特莱斯体量不断增加



资料来源: 赢商大数据、国信证券经济研究所整理

2023 年百联持续推进打造多业态、全渠道、一站式百联奥特莱斯商业新地标的发展目标, 并从多元体验、商业空间规划、生活方式等维度, 提出“微度假空间产品”的打造和升级。一方面, 公司深化合作联动品牌, 制定门店个性化品牌库, 持续更新调整品牌, 截至 23 年底空铺率同比下降 1.16%, 同时推行品牌独享活动并尝试品牌周营销活动, 推动门店实现可持续增长, 如斯凯奇 2023 年 8-9 月在百联奥莱开展“新运动, 青年汇”品牌活动, 带动业绩同比提升 77.8%。另一方面, 以微度假为全年营销主线, 通过互动体验类、生活方式类营销活动, 探索场景化营销模式, 持续输出百联奥莱“大牌扫货”、“文艺休闲”、“漫旅时光”、“益起童行”四大 TAG 品牌形象, 2023 年暑期“百联奥莱 X 迪士尼夏季主题后花园”活动带动整体销售较 2021 年同期增长超 46%, 客流增长近 64%。

展望未来, 百联奥莱持续升级存量项目, 并挖掘潜在增量机会。对于现有门店, 公司不断推进标杆型、稳定增长型、快速成长型三大梯队化建设, 根据各门店目前发展阶段, 制定“一店一策”, 明确升级调整方案; 同时加快拓展全国奥莱, 如推进成都熊猫基地等重点投资项目, 以及加速研究潜在项目储备。

百货及购物中心存量业务：推动“商业+”创新，打造新零售标杆

“商业+”创新尝试带动业态变革。对于百货和购物中心传统业务业态，公司不断推动转型升级，以吸引高质量客流为目的，实现业务的持续成长。

一方面公司积极对经典门店进行改造转型。自 2015 年开始，公司开始将上海核心地区商圈门店作为转型重点，升级线下消费体验，适应新的消费趋势变化。2017 年公司将老一百大厦和东方商厦南东店进行合二为一形成第一百货商业中心，并开启“消费+体验”的新零售转变，依托本身特有的老上海弄堂文化进行商业引流，目前已成为公司重点项目之一，根据公司官网披露，2023 年 10 月为期 3 天的 74 周年店庆活动期间，该商业中心总销售额超过 4100 万元，较 2022 年同期 4 天的活动增长 8.1%，较 2021 年同期 5 天的活动增长 1.8%。

另一方面，公司利用年轻消费者对于创新型场景的追捧，不断扩展商业地产的附加值打造新型零售业态。对于目前消费大军的 Z 世代来说，兴趣是其进行购物的主要动力来源，公司聚焦年轻消费者兴趣爱好，打造“网红”商业体，如：全球首个策展型零售商业空间—TX 淮海，日均客流达 2 万至 2.5 万人次，直接带动淮海中路中段日均客流超 10 万人次。

表 3：百联升级改造项目及具体内容

时间	项目	改造内容
2015	淮海 755	与日本最大的日用品牌无印良品的合作，在淮海 755 设立世界旗舰店，首次在国内引入熟点、餐饮、咖啡、高级家具、定制等全系列产品
2016	第一八佰伴	1) 工程建设：将裙房露台改造成“空中花园”，标志性的十二生肖拱门大弯壁将通过光影技术营造“幻影光壁”；2) 内部经营：商厦的零售比例从原先的 75% 降低到 70%，餐饮娱乐、服务休闲等设施的比例将相应从 25% 增加至 30%，3) 数字化：打造数字化门店场景，将线上线下优势有机结合
2017	第一百货商业中心	1) 外部环境：通过飞梯、连廊和采光顶棚的形式将老一百大厦和东方商厦南东店合二为一，六合路延伸成为消费者新的休闲场所；2) 消费+体验的新零售转变：潜心挖掘“老上海”元素，让文化为商业引流，同时引进新的人气 IP 项目，提升对各年龄群体的吸引力；3) 品牌入驻：餐饮比例提高到 30%，商场内的品牌更新率高达 70%，其中不乏大牌的旗舰店，呈现出年轻化、轻奢化趋势。
2017-2018	百联临沂购物中心	大幅提升餐饮、儿童及功能服务业态占比，打造轻松和谐的社区生活场所氛围
2017-2018	“UMAX”悠迈生活广场	首家由既存门店转型的城市奥特莱斯业态（价值折扣百货）
2018-2019	江荟 151	引入 NITORI，打造“家庭生活空间”为主题的特色小型购物中心，引进生活方式集合店或主力店，丰富特色餐饮和娱乐休闲业态
2019	百联南方购物中心 2 区	多维度社交购物中心：打造超开阔户外广场、屋顶花园，汇聚众多网红首店的零售与餐饮品牌的开放零售区，并建立“社群经理”一套全新营运系统，为周边社区提供更加贴合多元生活需求，实现更快速、更流畅的 WIFI 上网、一键支付、智能停车、定位导航、网上订餐等智能化“新零售”功能。
2019	百联 TX 淮海	全球首个策展型零售商业空间：1) 大量签约潮牌、买手店、跨界品牌；2) 每月调整品牌店和活动，每一季度都会引入新鲜品牌；3) 将“艺术+商业”进行结合，强调“策展”概念
2020	沈阳百联购物中心	1) 外观：从美陈、软装、灯光智能系统等方面进行焕新改造；2) 打造“用餐+社交+场景”模式：数百个国内外知名品牌入驻，能够满足日常、社交、商务功能
2019-2020	百联金山购物中心	1) 对联营以及租户进行了调整，提高坪效和结构种类，并引进了一些“金山首店、金山唯一店”；2) 加强营销力度，如开展“赏花节”、年中 VIP 活动、夜市活动等
2022	百联 ZX 创趣场	国内首座聚焦次元文化的商业体，营造多元文化爱好者的创意基站、年轻世代的线下社交场，通过引入大量品牌首店和旗舰店，包括海外首家万代魂 TAMASHII NATIONS 旗舰店、中国首家 MegaHouse、上海首家万代 VR ZONE 体验馆等来吸引年轻消费群体
2022-2023	百联西郊购物中心	1) 整装升级：对门头及中庭进行了重新设计和改造，打造更为时尚的门头和更富层次的绿化；2) “新业态”：B2 层将打造全新美食聚集地，东方商厦二楼引进儿童游乐及儿童培训租户，充分满足亲子家庭的多方面消费需求；3) 网红首店：如麦当劳亚洲首家儿童主题乐园店，CAMP VR 的全国首店等

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

而作为中国首座聚焦次元文化的商业体，百联 ZX 创趣场以内容经营为核心，聚集海外头部 ACGN 二次元零售、社交文化体验业态，为 Z 世代客群创造出了一个极富

沉浸式体验的社交共振场。截至 2023 年 12 月 31 日，百联 ZX 创趣场销售额达 3 亿元，接待顾客 950 万人次，会员数 20 万人。项目转型后平日客流达 2 万-3 万，节假日客流达 3.5 万-6 万，相比转型前增加了 3-8 倍。2024 年春节同样表现优异，单店客流升幅达 63%、规模销售增幅 175%。

公司自有物业区位优势明显，探索 REITs 手段盘活存量资产

公司旗下自有物业面积达到 223.43 万平方米，占总面积达 44.98%，其中综合百货业务自有物业（不含自有+租赁模式）21 家，百货/购物中心自有物业面积比例分别为 62.96%/50.38%，奥特莱斯除一家为自有+租赁模式，其余均为 100%自建物业。同时，更是在上海地区分布了 11 家自有物业，且地理位置优势突出。多个核心物业均位于上海市区的核心地段，覆盖南京东路、淮海中路等核心商圈，密集人流、交通便捷的区位条件优异。这些核心商圈的自有物业构成了公司未来长期的差异化经营优势。

表 4: 百联股份上海地区自有核心物业信息一览

名称	地址	开业时间	面积（平方米）	物业权属
百货				
第一八佰伴	上海市浦东新区张杨路 501 号	1995.12	131,429	自有
永安百货	上海市黄浦区南京东路 635 号	2003.3	33,890	自有
悠迈生活广场	上海市杨浦区四平路 2500 号	2001.12	32,350	自有/租赁
华联商厦	上海市黄浦区南京东路 340 号	1993.1	10,380	自有/租赁
永安珠宝	上海市浦东新区张杨路 655 号	2011.6	9,438	自有
奥特莱斯				
百联奥特莱斯广场（上海·青浦）	沪青平公路 2888 号	2006.4.28	113,480	自有
购物中心				
百联南方购物中心	上海市沪闵路 7388 号	1999.9.26	174,333	自有
百联西郊购物中心	上海市仙霞西路 88 号	2004.9.28	109,799	自有
百联中环购物广场	上海市普陀区真光路 1288 号	2006.12.21	195,377	自有
百联又一城购物中心	上海市杨浦区淞沪路 8 号	2007.1.26	124,980	自有
百联社区商业中心	上海市浦东新区临沂路 140 号	2002.1.18	23,169	自有/租赁
淮海 755	上海市黄浦区淮海中路 755 号	1996.12	17,018	自有
百联滨江购物中心	上海市杨浦区平凉路 1395-1399 号	2014.11.22	85,343	自有
一百商业中心	上海市黄浦区南京东路 800-830 号	2017.12.8	128,863	自有
淮海 TX	上海市黄浦区淮海中路 523 号	2019.12.31	24,058	自有/租赁

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 积极推进探索 REITs 等资本化手段，盘活存量商业资产

近些年来政策端不断出台相关政策支持消费基础设施 REITs，而公司凭借自身较多自有物业，且地理位置优越，因此不断将自身商业资产聚焦资本化，围绕自有

存量资产盘活实现价值提升。

虽然百联拥有遍布上海超 500 多万平方米的商业资产，但其中部分老旧资产运营质量不高、市场估值较低。对此，公司自“十四五”以来，通过持续布局，已形成资产管理与运营两大专业平台，累计完成 13.5 万平方米存量开发，极大提升商业资产价值；2021 年 9 月，百联资控完成国内首单城市更新 CMBS，发行规模 6.5 亿元，首期 CMBS 储架 50 亿元。2022 年 11 月，百联股份完成上海市首单国企商贸零售行业权益型类 REITs，《中联上海证券-百联股份第一期资产支持专项计划》发行总额不超过 21.06 亿元，期限为 18 年，其中优先级发行规模 18.95 亿元。

表5: 百联股份类 REITs 项目要素

要素	具体事项
交易标的资产	上海百联金山购物中心有限公司 100% 股权 2.60 亿，债权 5.18 亿元 上海百联川沙购物中心有限公司 100% 股权 4.44 亿，债权 6.34 亿元
发行产品规模	21.06 亿元，其中优先级 18.95 亿元，占比 89.98%，次级 2.11 亿元，占比 10.02%
产品发行时间	2022 年 11 月 15 日
产品期限	3+3+3+3+3 年，预期 2040 年 11 月 14 日到期
产品收益率	优先级部分预期收益率为每年 3.10%，按年计息，固定摊还本金；次级部分完全市场化销售，到期分配剩余收益

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年 7 月 13 日发布公告称将 100% 持股的上海市杨浦区上海又一城购物中心项目作为基础设施项目开始进行公募 REITs 的申报发行工作，目前股权评估价值尚未确定，交易价格将按照不低于经国有资产评估备案的价格的原则确定。目前相关申请材料已提交至证监会和上交所，并正式获受理。

本次公募 REITs 产品若成功发行，一方面将成功打造商业不动产的“投、融、建、管、退”完整闭环，实现重资产物业的自我循环和良性发展，助力公司真正实现由传统的重资产运营模式向轻资产发展模式的转变；另一方面有助于公司在资本市场搭建创新融资平台，实现上市公司+公募 REITs 平台双轮驱动。

表6: 公司公募 REITs 项目产品要素表

要素	具体内容
基金名称	华安百联消费封闭式基础设施证券投资基金（暂定名）
基金类型	契约型、公开募集基础设施证券投资基金
基金发行规模	发行规模根据最终基础设施资产评估价值及公募 REITs 询价结果而定，其中股权转让价格不低于经国资备案的价格。
基金运作方式	基金在存续期内封闭式运作并在证券交易所上市交易。
基金份额发售	战略配售（百联股份和/或其同一控制下的关联方持有不低于 20%）+网下发售（机构投资者，扣除战略配售后不低于 70%）+网下发售（个人投资者+机构投资者）。
销售定价方式	网下询价确定。
收益分配情况	基础设施基金应当将 90% 以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者，收益分配次数每年不少于 1 次。
投资目标	本基础设施公募 REITs 存续期内按照基金合同的约定主要投资于资产支持专项计划，并投资目标持有其全部份额，最终取得底层资产完全所有权。
募集资金用途	根据公募 REITs 政策指引及相关法律法规用于新项目建设、盘活存量资产项目、缴纳税费等。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来在政策支持下，百联有望通过更加积极的资产证券化运作，形成商业物业的持有、运营、退出的闭环，从而自持物业在上市公司市值中的价值有望得到进一步的体现。

投资建议

盈利预测

收入端，我们分业务进行分拆预测

1) **百货业态**：截至 2023 年底公司共有百货 12 家，2023 年受到消费复苏及经营改善影响收入同比上升 11.11%，未来随着公司依托已有百货优越地理位置，通过精心打磨年轻化、差异化空间产品，持续提升竞争力，目前已有 TX 淮海、淮海 755、ZX 创趣场等年轻商业体，预计 24-26 年营收同比+7.00%/5.00%/3.00%，毛利率不断改善，未来三年预计 22.70%/22.80%/22.83%。

2) **购物中心**：截至 2023 年底公司共有购物中心 22 家，2023 年实现收入同比增长 23.70%，未来随着公司不断加大存量升级力度，改善控货率提质增效，并打造一刻钟便民生活圈建设，打造邻空间生活圈体系，新增覆盖滨江、临港、临沂、南方四家购物中心门店。未来有望持续逐步改善，预计 24-26 年营收同比+17.00%/14.00%/7.00%，预计毛利率为 50.10%/50.21%/50.23%。

3) **奥特莱斯**：目前是公司最主要布局、对外拓展的业态，公司旗下有 9 家，2023 年实现收入 13.69 亿元，同比增加 41.50%。未来公司将持续发展精品奥莱，青浦奥莱目标打造亚洲标杆店，同时采用轻资产、收并购及自建等多种灵活投资合作模式，推进奥莱优势业态发展。预计 24-26 年营收同比+28.00%/16.00%/10.00%，毛利率为 75.01%/75.17%/75.20%。

4) **超级市场**：2023 年实现营收 112.86 亿元，同比下降 1.57%。未来随着整体消费趋于常态化，超市业态未来预计处于平稳状态，预计 24-26 年营收同比-0.90%/-0.60%/+0.30%，预计 24-26 年毛利率逐渐恢复为 17.84%/17.87%/17.87%。

5) **便利店**：目前公司便利店数量保持稳定状态，截至 2023 年底共有便利店 342 家，较 22 年小幅减少 9 家。2023 年实现营收 16.44 亿元，同比增加 5.88%。由于过去三年受到疫情影响，作为依赖线下场景较多的便利店有所受损，未来随着线下逐渐恢复，预计略有恢复性增长，预计 24-26 年营收同比+2.50%/1.50%/1.00%，毛利率也会有所恢复至 14.33%/14.41%/14.43%。

6) **大型综合超市**：近两年由于华东地区的规模收缩，导致门店数量和面积均呈下降态势，2023 年收入下滑 20.71%，但未来华东地区负面影响逐渐消散，整体业绩预计降幅逐渐收窄，预计 24-26 年营收同比-5.50%/-4.50%/-3.20%，毛利率处于持平小幅提升状态，24-26 年毛利率为 23.04%/23.07%/23.08%。

7) **专营业态**：主要由公司控股子公司上海三联集团负责眼镜和手表相关连锁销售，包括“亨达利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌。随着消费场景复苏，2023 年收入同比上升 38.05%，预计 24-26 年营收同比增长 25.00%/14.00%/9.00%，毛利率为 28.41%/28.56%/28.58%。

据此推算，公司 2024-2026 年营收分别为 308.64/311.43/314.03 亿元，同比 1.13%/0.90%/0.84%。具体分拆数据如下表所示：

表7：公司核心假设与盈利预测拆分表

单位：万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,228,554.29	3,051,894.72	3,086,352.75	3,114,264.65	3,140,293.60
YOY	-6.82%	-5.47%	1.13%	0.90%	0.84%
毛利率(%)	24.94%	26.54%	27.58%	28.33%	28.79%
百货	163,834.42	183,864.38	198,573.53	208,502.21	214,757.27
YOY	-26.9%	12.2%	8.00%	5.00%	3.00%
毛利率(%)	22.28%	22.50%	22.70%	22.80%	22.83%
购物中心	124,587.74	154,120.10	180,320.52	205,565.39	219,954.97
YOY	-34.51%	23.70%	17.00%	14.00%	7.00%
毛利率(%)	39.01%	49.42%	50.10%	50.21%	50.23%
奥特莱斯	96,735.33	136,876.67	175,202.14	203,234.48	223,557.93
YOY	-12.73%	41.50%	28.00%	16.00%	10.00%
毛利率(%)	72.17%	74.84%	75.01%	75.17%	75.20%
超级市场	1,146,592.65	1,128,613.98	1,118,456.45	1,111,745.71	1,115,080.95
YOY	13.10%	-1.57%	-0.90%	-0.60%	0.30%
毛利率(%)	19.19%	17.51%	17.84%	17.87%	17.87%
便利店	155,240.57	164,362.79	168,471.85	170,998.93	172,708.92
YOY	-0.63%	5.88%	2.50%	1.50%	1.00%
毛利率(%)	14.53%	14.24%	14.33%	14.41%	14.43%
大型综合超市	1,369,186.90	1,085,684.74	1,025,972.08	979,803.34	948,449.63
YOY	-9.13%	-20.71%	-5.50%	-4.50%	-3.20%
毛利率(%)	22.17%	22.97%	23.04%	23.07%	23.08%
专业专卖	57,347.63	79,168.32	98,960.40	112,814.86	122,968.19
YOY	-49.54%	38.05%	25.00%	14.00%	9.00%
毛利率(%)	18.71%	28.13%	28.41%	28.56%	28.58%
其他收入	115,029.05	119,203.74	120,395.78	121,599.74	122,815.73
YOY	-22.89%	3.63%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率(%)	82.34%	81.52%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

费用端：随着公司业绩不断稳健增长，同时相关宣传、促销活动增多，带动相关费用投入对应增多，我们预计未来公司各项费用率有所上升。

同时 2024 年预计公司实施公募 REITs 项目而带来一定投资收益，从而提振全年利润水平，但由于项目发行仍在推进中，我们暂不考虑该项目带来的影响。未来三年业绩测算结果如下：

表8：未来 3 年盈利预测表

单位（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32269	30519	30864	31143	31403
营业成本	24221	22421	22350	22319	22362
营业税金及附加	283	368	339	343	345
销售费用	5435	5041	5157	5232	5304
管理费用	2200	2242	2283	2324	2364
研发费用	18	19	19	19	19
财务费用	111	(17)	29	47	38
投资收益	724	(276)	130	110	90
营业利润	981	417	766	920	1011
利润总额	1033	470	826	950	1041
归属于母公司净利润	684	399	724	833	913

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

综上，预计公司 24-26 年营业收入分别为 308.64/311.43/314.03 亿元，归母净利润为 7.24/8.33/9.13 亿元，EPS 为 0.41/0.47/0.51 元/股。

投资建议：

2023 年公司受到超市业务利润拖累以及前期非经收益高基数影响导致全年利润端有所承压，但公司核心业态综合百货仍在疫后实现快速复苏，其中符合当前新假币消费趋势的奥莱业态表现尤为强劲，未来公司将持续推进全国性奥莱业态的布局，并且紧抓消费趋势变革推进存量购物中心及百货业态转型。同时随着公司积极推进公募 REITs 项目落地，有望带动相关投资收益提振，并进一步激活公司经营潜力。考虑到整体线下消费力仍处于渐进式复苏阶段，公司超市业务仍将有所承压，同时因公募 REITs 项目发行仍在推进中，暂不考虑其带来的潜在投资收益影响，我们下调 2024-2025 年预测至 7.24/8.33（原值 9.18/11.34）亿元，并新增 2026 年预测 9.13 亿元，对应 PE 分别为 22/19/18x，维持“增持”评级。

表9：盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
购物中心毛利率	50.1%	45.1%	50.2%	45.4%	2023 年公司通过深化与品牌合作，不断提质增效，带动毛利率上行 10.41pct 至 49.42%，预计后续毛利率仍处于提升态势。
大型综合超市收入增速	-5.5%	1.2%	-4.5%	0.7%	消费者信心恢复缓慢，囤货心理消减致客单明显下滑，整体销售较为疲软，预计未来收入仍处于下滑态势，但幅度收窄。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-04-12)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
600827.SH	百联股份	9.02	151	0.38	0.22	0.41	0.47	31.60	40.32	22.22	19.32	3.89	-0.98	增持
600729.SH	重庆百货	25.25	113	2.17	3.29	3.72	4.15	10.88	7.68	6.79	6.09	17.13	0.15	增持
600859.SH	王府井	13.15	149	0.17	0.93	1.17	1.37	163.87	14.15	11.26	9.62	1.02	0.03	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19245	19431	17772	19915	22483	营业收入	32269	30519	30864	31143	31403
应收款项	1192	1145	1184	1195	1204	营业成本	24221	22421	22350	22319	22362
存货净额	3597	2999	2906	2892	2888	营业税金及附加	283	368	339	343	345
其他流动资产	468	387	617	623	628	销售费用	5435	5041	5157	5232	5304
流动资产合计	25895	25785	24302	26447	29027	管理费用	2200	2242	2283	2324	2364
固定资产	14108	14367	14045	13647	13173	研发费用	18	19	19	19	19
无形资产及其他	3377	3255	3093	2930	2767	财务费用	111	(17)	29	47	38
投资性房地产	13110	12027	12027	12027	12027	投资收益	724	(276)	130	110	90
长期股权投资	1186	832	892	952	1012	资产减值及公允价值变动	(24)	53	(50)	(50)	(50)
资产总计	57676	56266	54359	56002	58005	其他收入	263	175	(19)	(19)	(19)
短期借款及交易性金融负债	2273	2237	2500	2200	2200	营业利润	981	417	766	920	1011
应付款项	6233	6912	5057	5032	5025	营业外净收支	52	53	60	30	30
其他流动负债	16771	16517	14247	14253	14294	利润总额	1033	470	826	950	1041
流动负债合计	25277	25666	21804	21485	21519	所得税费用	419	527	372	427	469
长期借款及应付债券	2028	1840	2240	2640	3040	少数股东损益	(70)	(456)	(270)	(310)	(340)
其他长期负债	10316	9140	10640	12140	13640	归属于母公司净利润	684	399	724	833	913
长期负债合计	12344	10980	12880	14780	16680	现金流量表 (百万元)					
负债合计	37621	36646	34684	36265	38199	净利润	684	399	724	833	913
少数股东权益	2454	1824	1770	1708	1640	资产减值准备	(98)	17	(1)	(1)	(1)
股东权益	17601	17796	17905	18030	18167	折旧摊销	1156	1116	1636	1712	1788
负债和股东权益总计	57676	56266	54359	56002	58005	公允价值变动损失	24	(53)	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	111	(17)	29	47	38
每股收益	0.38	0.22	0.41	0.47	0.51	营运资本变动	2834	1077	(2802)	1478	1522
每股红利	0.39	0.29	0.35	0.40	0.43	其它	99	114	(53)	(61)	(67)
每股净资产	9.86	9.97	10.04	10.11	10.18	经营活动现金流	4699	2670	(446)	4011	4204
ROIC	0%	-0%	3%	4%	4%	资本开支	0	(1283)	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	4%	2%	4%	5%	5%	其它投资现金流	(157)	(430)	0	0	0
毛利率	25%	27%	28%	28%	29%	投资活动现金流	(18)	(1359)	(1260)	(1260)	(1260)
EBIT Margin	0%	1%	2%	3%	3%	权益性融资	(0)	161	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	8%	8%	9%	负债净变化	480	(189)	400	400	400
收入增长	-7%	-5%	1%	1%	1%	支付股利、利息	(691)	(514)	(616)	(708)	(776)
净利润增长率	-9%	-42%	82%	15%	10%	其它融资现金流	(489)	119	263	(300)	0
资产负债率	69%	68%	67%	68%	69%	融资活动现金流	(911)	(1125)	47	(608)	(376)
股息率	4.3%	3.2%	3.8%	4.4%	4.8%	现金净变动	3771	186	(1659)	2143	2568
P/E	23.5	40.3	22.2	19.3	17.6	货币资金的期初余额	15474	19245	19431	17772	19915
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	货币资金的期末余额	19245	19431	17772	19915	22483
EV/EBITDA	42.4	34.1	21.6	20.0	19.4	企业自由现金流	0	858	(1973)	2488	2664
						权益自由现金流	0	788	(1326)	2563	3044

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032