

百联股份（600827.SH）

上半年归母净利润扭亏为盈，奥莱业态表现亮眼

增持

核心观点

公司为华东零售龙头公司，上半年归母净利润扭亏为盈。公司上半年实现营业收入 163.32 亿元/yoy-4.54%；归母净利润 3.28 亿元，去年同期亏损 1.16 亿元，实现扭亏转盈。受益于疫后线下消费场景复苏，公司业绩修复不断加快。

分业态来看，综合百货业态高速增长：百货/购物中心/奥特莱斯上半年分别实现营业收入 7.21/10.60/6.99 亿元，同比+42.22%/+46.62%/+56.36%，是公司业绩恢复的主要驱动因素；主营超市业态的下属子公司联华超市上半年实现营业收入 129.11 亿元/yoy-11.94%，净利润亏损 6734 万元，去年同期盈利 6321 万元，主要由于去年疫情期间超市类必选消费表现突出，整体基数相对较高。

毛利率不断上行，费用整体管控良好。公司上半年毛利率/净利率分别为 26.56%/1.95%，同比+3.23pct/+2.48pct，主要由于综合百货业态毛利率改善显著，其中百货/购物中心/奥特莱斯上半年毛利率分别同比+4.85pct/16.00pct/10.54pct，毛利率较高且仍处在上升通道，带动公司整体毛利率加速上行。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.13pct/+0.10pct/0.01pct，整体管控良好。

营运能力和现金流表现稳定。公司上半年存货周转天数同比增加 3 天；应收账款周转天数同比降低 2 天，均保持保持稳定。上半年经营性现金流量净额为 19.13 亿元，同比增加 18.35%，现金流情况良好。

积极推进资产证券化运作。公司 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。若本次公募 REITs 产品成功发行，一方面将打通公司“投融管退”渠道，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。

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：上半年公司继续推进百货与购物中心的精细化运营，而折扣零售业态趋势也带动奥莱快速增长，叠加去年低基数影响，综合百货业态业绩实现大幅提升。未来公司将不断推进全国性奥莱业态的布局，紧抓消费趋势变革推进存量业态转型，同时积极推进资产证券化运作，进一步激活公司经营潜力。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 7.02/9.18/11.34 亿元，对应 PE 分别为 30/23/19x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,650	32,269	33,893	35,682	36,951
(+/-%)	-1.6%	-6.9%	5.0%	5.3%	3.6%
净利润(百万元)	753	684	702	918	1134
(+/-%)	-5.6%	-9.1%	2.6%	30.7%	23.6%
每股收益(元)	0.42	0.38	0.39	0.51	0.64
EBIT Margin	3.0%	0.3%	2.7%	3.6%	4.2%
净资产收益率(ROE)	4.2%	3.9%	4.0%	5.1%	6.2%
市盈率(PE)	28.4	31.3	30.5	23.3	18.9
EV/EBITDA	27.0	46.6	24.0	21.1	19.4
市净率(PB)	1.19	1.22	1.20	1.19	1.17

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

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

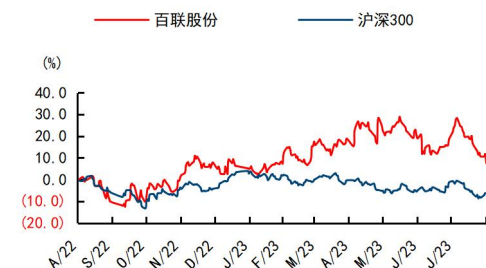
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.99 元
总市值/流通市值	21392/21392 百万元
52 周最高价/最低价	14.68/9.55 元
近 3 个月日均成交额	152.67 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

上半年净利润扭亏为盈。公司上半年实现营业收入 163.32 亿元/yoy-4.54%；归母净利润 3.28 亿元，去年同期亏损 1.16 亿元；扣非归母净利润 2.73 亿元，去年同期亏损 1.29 亿元。单 Q2 营业收入 68.45 亿元，同比增长 0.33%；归母净利润 1.16 亿元，去年同期亏损 2.72 亿元，实现扭亏为盈。今年以来，公司百货业态“一店一策”持续转型，着力构建消费新生态并发展奥莱业态，业绩修复进程进一步加快，分季度营收自 2021 年以来首次实现正增长。

分业态来看，综合百货业态高速增长，超市与大型综超仍为营收主要来源：

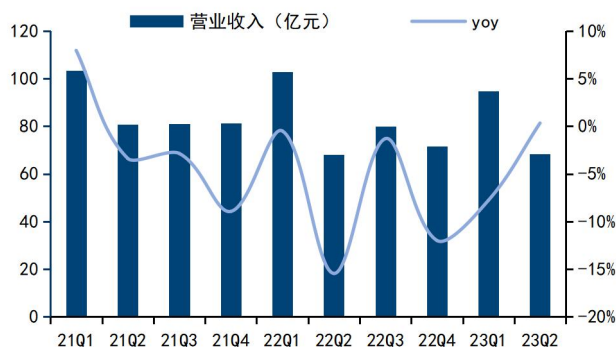
综合百货业态增速较快，百货/购物中心/奥特莱斯上半年实现营收 7.21/10.60/6.99 亿元，同比+42.22%/+46.62%/+56.36%，不断成为未来的业绩增长驱动因素；同时综合百货业态毛利率较高且仍处在上升通道，百货/购物中心/奥特莱斯上半年毛利率分别为 26.88%/42.97%/75.37%，同比+4.85pct/16.00pct/10.54pct。

主营超市业态的下属子公司联华超市上半年实现营业收入 129.11 亿元，净利润亏损 6734 万元。具体来看，超市/便利店/大型综合超市上半年分别实现营收 60.67/8.54/59.10 亿元，分别同比+2.46%/+16.93%/-24.13%，毛利率分别为 17.39%/13.55%/23.08%，同比-1.44pct/-1.43pct/+2.60pct。

专业专卖上半年实现营收 4.29 亿元，同比增加 52.92%，毛利率为 28.54%，下滑 8.73pct。

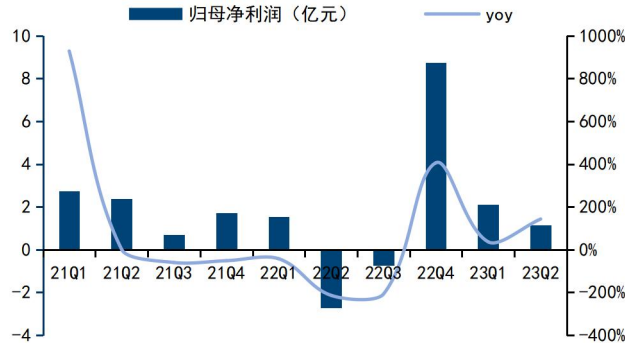
分地区来看，公司营收仍主要来自于华东地区。公司上半年华东地区营收 149.71 亿元/yoy-4.57%，占主营业务收入比重 94.05%。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

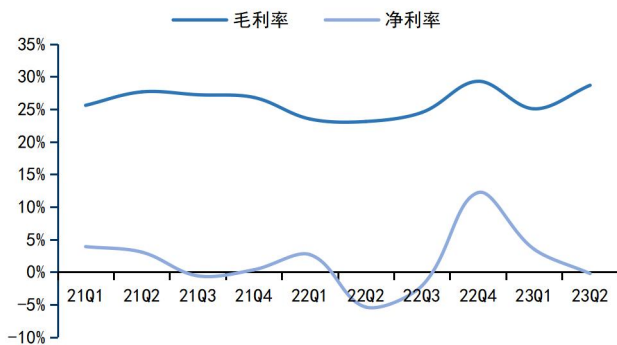
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

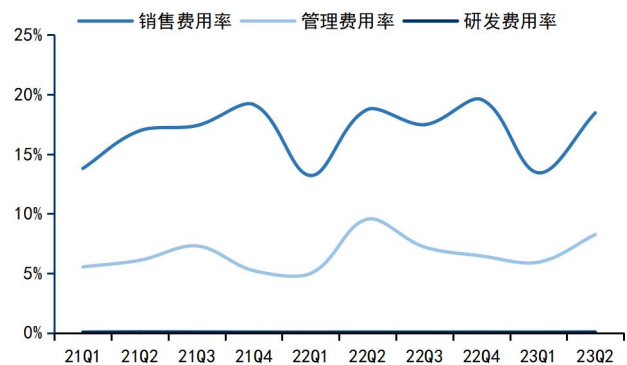
盈利能力方面，公司上半年毛利率/净利率分别为 26.56%/1.95%，同比+3.23pct/+2.48pct，主要来源于高毛利率的百货板块收入占比增加推动整体毛利率上行。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 15.54%/6.90%/0.06%，同比+0.13pct/+0.10pct/0.01pct，费用管控良好。

图3：公司单季度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

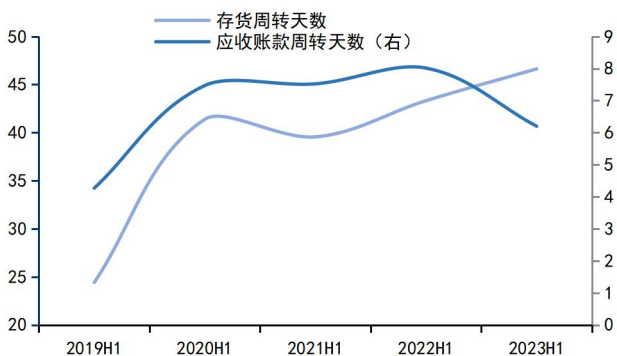
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

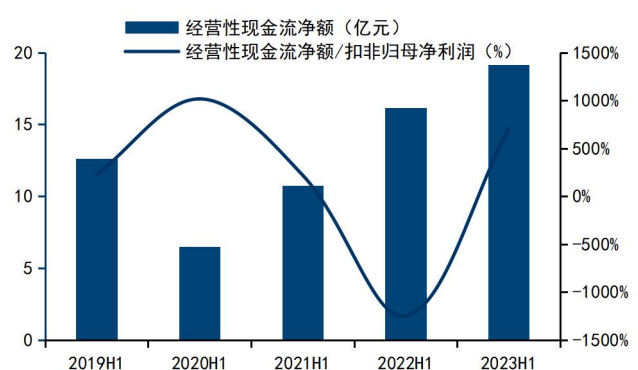
营运能力和现金流方面，公司上半年存货周转天数 47 天，同比增加 3 天；应收账款周转天数 6 天，同比降低 2 天，主要由于公司收回年初应收款。上半年经营性现金流量净额为 19.13 亿元/yoy+18.35%，现金流情况良好。

图5：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6：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

投资建议：

上半年公司继续推进百货与购物中心的精细化运营，而折扣零售业态趋势也带动奥莱快速增长，叠加去年低基数影响，综合百货业态业绩实现大幅提升。未来公司将不断推进全国性奥莱业态的布局，紧抓消费趋势变革推进存量业态转型，同时积极推进资产证券化运作，进一步激活公司经营潜力。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 7.02/9.18/11.34 亿元，对应 PE 分别为 30/23/19x，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600827.SH	百联股份	11.99	200	0.38	0.39	0.51	0.64	31.60	30.46	23.31	18.87	3.89	8.49	增持
600859.SH	王府井	20.92	237	0.17	0.93	1.17	1.37	163.87	22.52	17.91	15.31	1.02	0.05	买入
600729.SH	重庆百货	33.78	137	2.17	3.16	3.52	3.97	10.88	10.70	9.59	8.50	17.13	0.24	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：重庆百货为wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	15474	19245	20278	23180	26287	营业收入	34650	32269	33893	35682	36951
应收款项	1494	1192	1300	1369	1417	营业成本	25389	24221	24887	25801	26434
存货净额	3368	3597	3262	3377	3455	营业税金及附加	368	283	339	357	370
其他流动资产	907	468	678	714	739	销售费用	5762	5435	5718	6048	6282
流动资产合计	22478	25895	26910	30032	33291	管理费用	2079	2200	2033	2192	2282
固定资产	15332	14108	13842	13488	13056	研发费用	22	18	17	18	18
无形资产及其他	3845	3377	3208	3039	2871	财务费用	145	111	28	28	12
投资性房地产	14865	13110	13110	13110	13110	投资收益	159	724	220	190	215
长期股权投资	1325	1186	1246	1306	1366	资产减值及公允价值变动	(92)	(24)	(50)	(50)	(50)
资产总计	57845	57676	58317	60975	63693	其他收入	88	263	(17)	(18)	(18)
短期借款及交易性金融负债	3173	2273	2500	2200	2200	营业利润	1063	981	1041	1379	1718
应付款项	5493	6233	5675	5876	6012	营业外净收支	117	52	60	60	60
其他流动负债	15669	16771	15696	16362	16808	利润总额	1180	1033	1101	1439	1778
流动负债合计	24334	25277	23871	24438	25020	所得税费用	547	419	474	619	765
长期借款及应付债券	1548	2028	2428	2828	3228	少数股东损益	(120)	(70)	(75)	(97)	(120)
其他长期负债	11492	10316	11816	13316	14816	归属于母公司净利润	753	684	702	918	1134
长期负债合计	13039	12344	14244	16144	18044	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	37374	37621	38115	40582	43064	净利润	753	684	702	918	1134
少数股东权益	2567	2454	2439	2420	2396	资产减值准备	4	(98)	0	(0)	(0)
股东权益	17904	17601	17762	17973	18234	折旧摊销	1146	1156	1584	1673	1751
负债和股东权益总计	57845	57676	58317	60975	63693	公允价值变动损失	92	24	50	50	50
						财务费用	145	111	28	28	12
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	272	2834	(115)	2147	1929
每股收益	0.42	0.38	0.39	0.51	0.64	其它	(28)	99	(15)	(19)	(24)
每股红利	0.34	0.39	0.30	0.40	0.49	经营活动现金流	2239	4699	2207	4768	4840
每股净资产	10.03	9.86	9.96	10.07	10.22	资本开支	0	359	(1200)	(1200)	(1200)
ROIC	2.46%	0.45%	3%	6%	8%	其它投资现金流	(976)	(157)	0	0	0
ROE	4.20%	3.89%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(993)	341	(1260)	(1260)	(1260)
毛利率	27%	25%	27%	28%	28%	权益性融资	(0)	30	0	0	0
EBIT Margin	3%	0%	3%	4%	4%	负债净变化	406	480	400	400	400
EBITDA Margin	6%	4%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(603)	(691)	(541)	(707)	(873)
收入增长	-2%	-7%	5%	5%	4%	其它融资现金流	(1544)	(878)	227	(300)	0
净利润增长率	-6%	-9%	3%	31%	24%	融资活动现金流	(1939)	(1270)	86	(607)	(473)
资产负债率	69%	69%	70%	71%	71%	现金净变动	(693)	3771	1033	2902	3107
股息率	2.8%	3.2%	2.5%	3.3%	4.1%	货币资金的期初余额	16167	15474	19245	20278	23180
P/E	28.4	31.3	30.5	23.3	18.9	货币资金的期末余额	15474	19245	20278	23180	26287
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	企业自由现金流	0	4415	782	3342	3372
EV/EBITDA	27.0	46.6	24.0	21.1	19.4	权益自由现金流	0	4017	1393	3426	3765

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