

# 百联股份 (600827.SH)

## 上半年业绩持续承压，公募 REITs 成功上市助力价值释放

优于大市

### 核心观点

**受消费环境影响，公司业绩持续承压。**上半年公司实现营收 151.73 亿 /yoy-7.17%；归母净利 2.74 亿 /yoy-17.58%；扣非归母净利 2.01 亿 /yoy-29.22%。单 Q2 公司实现营业收入 63.44 亿 /yoy-7.32%；归母净利 0.82 亿 /yoy-29.50%。其中上半年非流动资产处置收益 8579 万，同比提升 244.41%，主要由于公司处置使用权资产收益增加。

**分业态看，奥特莱斯相对坚挺，超市业态亏幅有所收窄。**百货和购物中心受整体线下消费疲软影响，业绩持续承压，百货/购物中心上半年收入同比分别下滑 8.43%/5.14%，奥特莱斯表现相对坚挺，上半年收入同比持平。联华超市上半年实现营收 118.69 亿 /yoy-8.07%，净利润亏损 2543 万，去年同期亏损 6732 万，幅度有所收窄。专业连锁上半年实现收入 3.93 亿 /yoy-8.25%。

**毛利率受各业态影响有所下滑，费用率基本保持稳定。**2024Q2 年公司毛利率 /净利率分别同比-1.84/+0.43ct，各业态毛利率均有下滑带动公司整体毛利率下滑较多，净利率提升主要是旗下联合合营企业投资亏损有所收窄以及非流动资产处置收益增加。2024Q2 公司销售/管理/财务费用率分别同比-0.96/+0.07/+0.23pct，公司 2024H1 存货周转天数同比下降 3 天；应收账款周转天数同比上升 2 天，整体管控良好。单 Q2 经营性现金流量净额为 3.42 亿 /yoy-133.47%，主要系营收下降所致。

**8月17日公司公告以上海又一城购物中心项目作为底层资产的公募 REIT 项目已正式上市。**本次基金募集净额共 23.32 亿元，较于该资产账面 4.41 亿，增值率高达 429.05%。本次公募 REITs 产品成功发行，一方面将成功打造商业不动产的“投、融、建、管、退”完整闭环，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：**公司上半年在整体消费行业疲软情况下，业绩有所承压，但公司核心业态奥莱表现仍相对稳健，超市业务亏损也进一步收窄，零售业态未来有望持续稳健发展。同时公司积极推进资产证券化运作，公募 REITs 已成功上市，不仅能够直接提升当期利润，同时有望利用新增资金进一步激活公司经营潜力。考虑到线下消费持续承压，同时公募 REITs 上市提振今年利润水平，我们上调 2024 年并下调 2025-2026 年归母净利至 15.79/7.13/8.47（原值为 7.24/8.33/9.13）亿，对应 PE 为 8/18/15x，维持“优于大市”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 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 7.13 元  
 总市值/流通市值 12721/12721 百万元  
 52 周最高价/最低价 12.16/7.13 元  
 近 3 个月日均成交额 65.04 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)——一季度业绩受行业环境影响有所承压，奥特莱斯业态依旧稳健》——2024-04-30
- 《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》——2024-04-15
- 《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	29,588	29,742	29,931
(+/-%)	-6.9%	-5.4%	-3.1%	0.5%	0.6%
净利润(百万元)	684	399	1579	713	847
(+/-%)	-9.1%	-41.7%	295.7%	-54.8%	18.7%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.89	0.40	0.47
EBIT Margin	0.3%	1.4%	2.0%	3.1%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	2.2%	8.8%	3.9%	4.6%
市盈率 (PE)	18.6	31.9	8.1	17.8	15.0
EV/EBITDA	39.7	32.0	20.8	18.2	17.0
市净率 (PB)	0.72	0.71	0.71	0.70	0.70

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

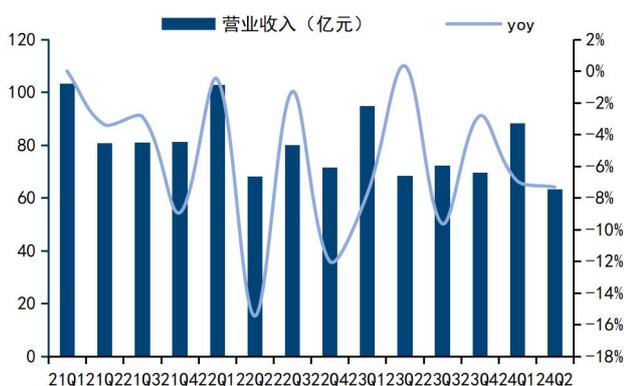
**受消费环境影响，公司业绩持续承压。**2024H1 公司实现营收 151.73 亿/yoy-7.17%；归母净利润 2.74 亿元/yoy-17.58%；扣非归母净利润 2.01 亿元/yoy-29.22%。单 Q2 公司实现营业收入 63.44 亿/yoy-7.32%；归母净利润 0.82 亿/yoy-29.50%；扣非归母净利润 0.39 亿/yoy-56.86%。其中上半年非流动资产处置收益 8579 万，同比提升 244.41%，主要由于公司处置使用权资产收益增加。分业态来看：

**1) 综合百货：**百货 2024H1 实现收入 6.72 亿元/yoy-8.43%，毛利率同比下降 6.96pct 至 20.31%；购物中心实现收入 10.05 亿元/yoy-5.14%，毛利率 41.71%/yoy-1.26pct；奥特莱斯实现收入 6.99 亿元/yoy+0.00%，毛利率 75.22%/yoy-0.15pct。百货和购物中心受整体线下消费疲软影响，业绩持续承压，奥特莱斯表现相对坚挺。

**2) 超市业态：**公司持有 20.03% 股权的联华超市上半年实现营收 118.69 亿/yoy-8.07%，净利润亏损 2543 万，去年同期亏损 6732 万，幅度有所收窄，具体来看，上半年超级市场实现营收 57.76 亿/yoy-4.79%，毛利率 16.49%/yoy-0.90pct；大型综合超市实现营收 52.51 亿/yoy-11.15%，毛利率 21.13%/yoy-1.95pct。便利店实现营收 7.87 亿元/yoy-7.86%，毛利率 13.19%/yoy-0.36pct。

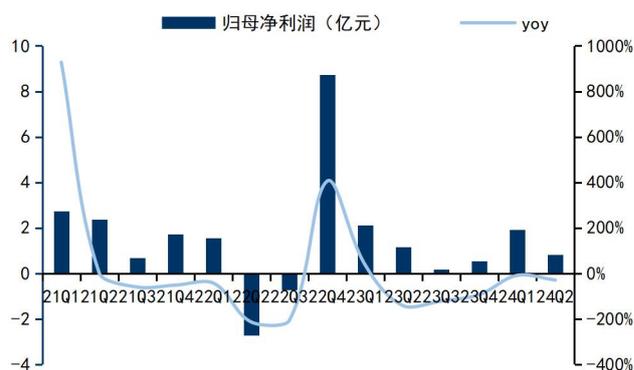
**3) 专业连锁：**上半年实现收入 3.93 亿/yoy-8.25%，实现毛利率 29.41%/yoy+0.87pct。

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

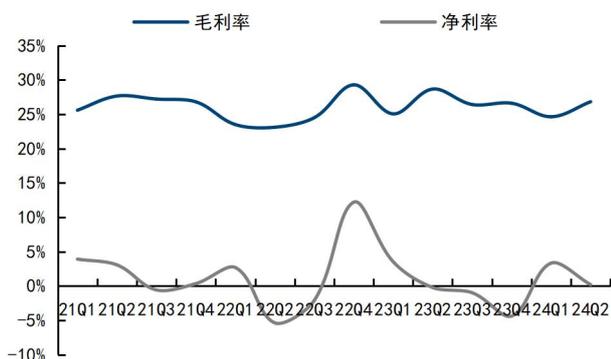
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

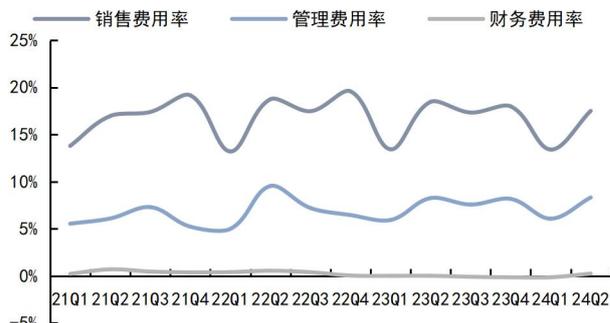
**盈利能力方面，**2024Q2 年公司毛利率/净利率分别为 26.82%/0.20%，同比-1.84pct/+0.43ct，各业态毛利率均有下滑带动公司整体毛利率下滑较多，净利率提升主要是旗下联合合营企业投资亏损有所收窄以及非流动资产处置收益增加。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 17.50%/8.32%/0.24%，同比-0.96pct/+0.07pct/+0.23pct，整体管控良好。

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

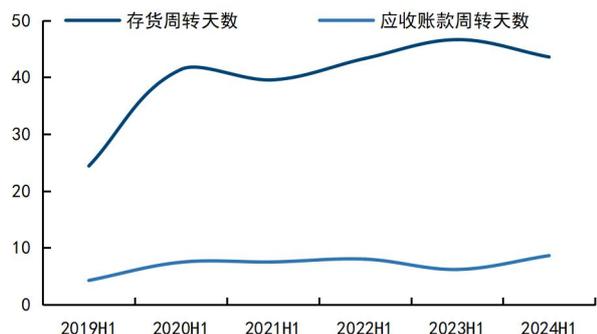
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

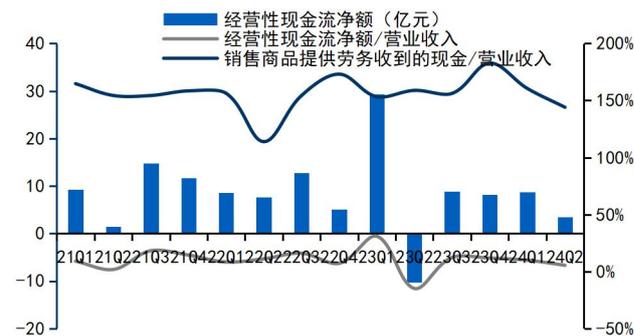
**营运能力和现金流方面**，公司 2024H1 存货周转天数 44 天，同比下降 3 天；应收账款周转天数 9 天，同比上升 2 天。单 Q2 经营性现金流量净额为 3.42 亿元 /yoy-133.47%，主要系营业收入同比下降所致。

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：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**8月17日公司公告以上海市杨浦区上海又一城购物中心项目作为底层资产的公募REIT项目已正式上市。**本次基金募集净额共 23.32 亿元，发售价格为 2.332 元/份，较于该资产账面 4.41 亿，增值率高达 429.05%，有望助力提振全年利润水平。本次公募 REITs 产品成功发行，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1: 基础设施公募 REITs 相关信息

名称	具体内容
公募 REITs 名称	华安百联消费封闭式基础设施证券投资基金
基金合同生效日期	2024 年 7 月 11 日
上市日期	2024 年 8 月 16 日
基础设施项目名称	上海又一城购物中心
资产范围	坐落于上海市杨浦区淞沪路 8 号, 东至国济路、西至淞沪路、南至翔殷路、北至平盛大厦
运营起始时间	2007 年 1 月
2023 年 12 月 31 日出租率	92.14%
项目权属起止时间及剩余年限	2004 年 2 月 6 日起, 2044 年 2 月 5 日止剩余使用年限约 20 年
账面价值	4.41 亿
募集资金净额	23.32 亿

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资建议:

公司上半年在整体消费行业疲软的情况下, 整体业绩有所承压, 但公司核心业态奥莱业态表现仍相对稳健, 超市业务亏损也进一步收窄, 零售业态未来有望持续稳健发展。同时公司积极推进资产证券化运作, 基础设施公募 REITs 已成功上市, 不仅能够直接提升当期利润, 同时有望利用新增资金进一步激活公司经营潜力。考虑到线下消费持续承压, 同时公司公募 REITs 上市提振利润水平, 我们上调 2024 年并下调 2025-2026 年归母净利润至 15.79/7.13/8.47(原值为 7.24/8.33/9.13) 亿, 对应 PE 为 8/18/15x, 维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
营业收入增速	-3.1%	1.1%	0.5%	0.9%	整体线下消费行业仍在承压, 公司主营零售业务以线下销售渠道为主, 预计收入端会持续承压。
投资收益 (亿)	18	1.3	1.1	1.1	由于公司今年完成公募 REITs 上市, 预计会有大额投资收益一次性入账, 因此预计今年投资收益增加, 明年恢复正常水平。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-09-02)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
600827.SH	百联股份	7.13	120	0.22	0.89	0.40	0.47	42.42	8.06	17.84	15.03	2.24	0.03	优于大市
600729.SH	重庆百货	17.13	75	3.23	3.12	3.25	3.44	8.72	5.49	5.26	4.98	21.08	-1.55	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 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	17309	19294	21752	营业收入	32269	30519	29588	29742	29931
应收款项	1192	1145	1135	1141	1148	营业成本	24221	22421	21524	21440	21457
存货净额	3597	2999	2791	2770	2762	营业税金及附加	283	368	325	327	329
其他流动资产	468	387	592	595	599	销售费用	5435	5041	4944	4893	4879
<b>流动资产合计</b>	<b>25895</b>	<b>25785</b>	<b>23649</b>	<b>25622</b>	<b>28083</b>	管理费用	2200	2242	2175	2138	2108
固定资产	14108	14367	14045	13696	13273	研发费用	18	19	18	18	18
无形资产及其他	3377	3255	3093	2930	2767	财务费用	111	(17)	31	52	44
投资性房地产	13110	12027	12027	12027	12027	投资收益	724	(276)	1800	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)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>57676</b>	<b>56266</b>	<b>53706</b>	<b>55227</b>	<b>57161</b>	其他收入	263	175	(18)	(18)	(18)
短期借款及交易性金融负债	2273	2237	2500	2200	2200	营业利润	981	417	2320	985	1186
应付款项	6233	6912	4857	4819	4806	营业外净收支	52	53	60	90	90
其他流动负债	16771	16517	13666	13543	13493	<b>利润总额</b>	<b>1033</b>	<b>470</b>	<b>2380</b>	<b>1075</b>	<b>1276</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>25277</b>	<b>25666</b>	<b>21023</b>	<b>20562</b>	<b>20498</b>	所得税费用	419	527	1071	484	574
长期借款及应付债券	2028	1840	2240	2640	3040	少数股东损益	(70)	(456)	(270)	(122)	(145)
其他长期负债	10316	9140	10640	12140	13640	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>684</b>	<b>399</b>	<b>1579</b>	<b>713</b>	<b>847</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12344</b>	<b>10980</b>	<b>12880</b>	<b>14780</b>	<b>16680</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>37621</b>	<b>36646</b>	<b>33903</b>	<b>35342</b>	<b>37178</b>	净利润	684	399	1579	713	847
少数股东权益	2454	1824	1770	1745	1716	资产减值准备	(98)	17	(1)	(1)	(1)
股东权益	17601	17796	18033	18140	18267	折旧摊销	1156	1116	1636	1712	1788
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>57676</b>	<b>56266</b>	<b>53706</b>	<b>55227</b>	<b>57161</b>	公允价值变动损失	24	(53)	50	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	111	(17)	31	52	44
每股收益	0.38	0.22	0.89	0.40	0.47	营运资本变动	2834	1077	(3394)	1351	1432
每股红利	0.39	0.29	0.75	0.34	0.40	其它	99	114	(53)	(24)	(28)
每股净资产	9.86	9.97	10.11	10.17	10.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>4699</b>	<b>2670</b>	<b>(183)</b>	<b>3751</b>	<b>4037</b>
ROIC	0%	-0%	2%	4%	4%	资本开支	0	(1283)	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	4%	2%	9%	4%	5%	其它投资现金流	(157)	(430)	0	0	0
毛利率	25%	27%	27%	28%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(1359)</b>	<b>(1260)</b>	<b>(1260)</b>	<b>(1260)</b>
EBIT Margin	0%	1%	2%	3%	4%	权益性融资	(0)	161	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	8%	9%	10%	负债净变化	480	(189)	400	400	400
收入增长	-7%	-5%	-3%	1%	1%	支付股利、利息	(691)	(514)	(1342)	(606)	(720)
净利润增长率	-9%	-42%	296%	-55%	19%	其它融资现金流	(489)	119	263	(300)	0
资产负债率	69%	68%	66%	67%	68%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(911)</b>	<b>(1125)</b>	<b>(679)</b>	<b>(506)</b>	<b>(320)</b>
股息率	5.4%	4.0%	10.6%	4.8%	5.7%	现金净变动	3771	186	(2122)	1985	2458
P/E	18.6	31.9	8.1	17.8	15.0	货币资金的期初余额	15474	19245	19431	17309	19294
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	19245	19431	17309	19294	21752
EV/EBITDA	39.7	32.0	20.8	18.2	17.0	企业自由现金流	0	858	(2627)	2372	2647
						权益自由现金流	0	788	(1981)	2444	3023

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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