

百联股份（600827.SH）

REIT 收益带动业绩增长 257-328%，奥莱业务预计保持平稳

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004
证券分析师：柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001

事项：

公司发布 2024 年业绩预告，2024 年预计全年实现归母净利润 14.25~17.10 亿，同比增长 257.04%-328.45%，扣非归母净利润 0.85~1.27 亿，同比下滑 56.19%-34.54%。

国信零售观点：公司在整体线下消费承压情况下，不断通过自身调整转型业务经营，利用地理位置和自有物业优势，重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等，随着相关调改项目逐渐落地以及奥特莱斯不断爬坡，后续有望带动业绩水平提升。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，未来公司不排除将继续通过发行公募 REITs 盘活物业资产。考虑到公司 REIT 项目相关上市费用以及税费影响，我们略下调 2024 年并维持 2025-2026 年归母净利润至 15.56/7.51/8.92（原值为 17.34/7.51/8.92）亿，对应 PE 为 12/24/20x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司发布年度业绩预告，系发行 REIT 归母净利润高速增长

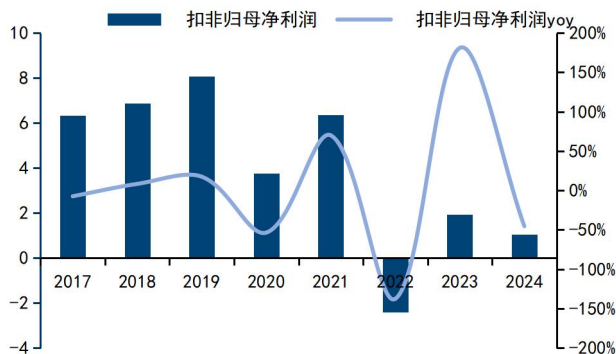
公司发布 2024 年业绩预告，2024 年预计全年实现归母净利润 14.25~17.10 亿，同比增长 257.04%-328.45%，扣非归母净利润 0.85~1.27 亿，同比下滑 56.19%-34.54%。单 Q4 实现归母净利润-1.95~0.90 亿，增速区间在-454.55%~63.64%；扣非归母净利润-0.73~-0.31 亿，增速区间在-62.65%~-12.04%。预计公司处于业绩预告区间中值水平，即实现归母净利润 15.68 亿/yoy+292.7%，扣非归母净利润 1.06 亿/yoy-45.36%。

公司归母净利润大幅增长主要系公司发行华安百联消费 REIT 取得投资收益所致。公司以上海又一城购物中心作为底层资产于 2024 年 8 月成功发行 REIT，有利于公司打造消费基础设施的“投、融、建、管、退”完整闭环，实现自有物业的自我循环和良性发展。而从公司经营业务角度来看，预计由联华超市运营的相关超市业务仍产生较大亏损，叠加购物百货业态整体承压，拖累公司报表业绩，但公司优势业务奥特莱斯预计仍保持稳定发展。

图1：公司归母净利润及增速（亿、%）



图2：公司扣非归母净利润及增速（亿、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：2024年取预告区间中值

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理，注：2024年取预告区间中值

◆ 投资建议

公司在整体线下消费承压情况下，不断通过自身调整转型业务经营，利用地理位置和自有物业优势，重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等，随着相关调改项目逐渐落地以及奥特莱斯不断爬坡，后续有望带动业绩水平提升。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，未来公司不排除将继续通过发行公募REITs盘活物业资产。考虑到公司REIT项目相关上市费用以及税费影响，我们略下调2024年并维持2025-2026年归母净利润至15.56/7.51/8.92（原值为17.34/7.51/8.92）亿，对应PE为12/24/20x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-01-23)	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	10.06	170	0.22	0.87	0.42	0.50	42.42	11.53	23.89	20.13	2.24	0.04	优大于市	
600729.SH	重庆百货	29.66	131	3.23	3.12	3.25	3.44	8.72	9.51	9.12	8.62	21.08	-2.68	优大于市	
603708.SH	家家悦	10.04	64	0.21	0.32	0.35	0.38	62.03	31.38	28.69	26.42	5.37	0.60	优大于市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

- 《百联股份（600827.SH）-华东零售业龙头积极调改转型，新业态布局有望步入收获期》——2024-12-13
- 《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》——2024-09-03
- 《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

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	17305	19300	21766	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
流动资产合计	25895	25785	23646	25628	28097	管理费用	2200	2242	2175	2150	2126
固定资产	14108	14367	14045	13696	13273	研发费用	18	19	18	18	17
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)	1600	100	80
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
资产总计	57676	56266	53702	55234	57176	其他收入	263	175	(18)	(18)	(17)
短期借款及交易性金融负债	2273	2237	2500	2200	2200	营业利润	981	417	2120	962	1159
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	13549	13502	利润总额	1033	470	2180	1052	1249
流动负债合计	25277	25666	21023	20568	20507	所得税费用	419	527	894	432	512
长期借款及应付债券	2028	1840	2240	2640	3040	少数股东损益	(70)	(456)	(270)	(130)	(155)
其他长期负债	10316	9140	10640	12140	13640	归属于母公司净利润	684	399	1556	751	892
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	33903	35348	37187	净利润	684	399	1556	751	892
少数股东权益	2454	1824	1770	1744	1713	资产减值准备	(98)	17	(1)	(1)	(1)
股东权益	17601	17796	18029	18142	18276	折旧摊销	1156	1116	1636	1712	1788
负债和股东权益总计	57676	56266	53702	55234	57176	公允价值变动损失	24	(53)	50	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	111	(17)	31	52	44
每股收益	0.38	0.22	0.87	0.42	0.50	营运资本变动	2834	1077	(3394)	1357	1435
每股红利	0.39	0.29	0.74	0.36	0.42	其它	99	114	(53)	(25)	(30)
每股净资产	9.86	9.97	10.11	10.17	10.24	经营活动现金流	4699	2670	(205)	3794	4084
ROIC	0%	-0%	2%	4%	5%	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%	投资活动现金流	(18)	(1359)	(1260)	(1260)	(1260)
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)	(1323)	(639)	(758)
净利润增长率	-9%	-42%	290%	-52%	19%	其它融资现金流	(489)	119	263	(300)	0
资产负债率	69%	68%	66%	67%	68%	融资活动现金流	(911)	(1125)	(660)	(539)	(358)
股息率	3.9%	2.9%	7.4%	3.6%	4.2%	现金净变动	3771	186	(2125)	1995	2466
P/E	26.2	45.0	11.5	23.9	20.1	货币资金的期初余额	15474	19245	19431	17305	19300
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	货币资金的期末余额	19245	19431	17305	19300	21766
EV/EBITDA	43.8	35.3	23.2	20.3	18.9	企业自由现金流	0	858	(2603)	2408	2686
						权益自由现金流	0	788	(1958)	2477	3060

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