

商贸零售行业深度报告

百货行业深度：重估时点或已至，多种国企改革路线持续催化

增持（维持）

2023年08月07日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- **百货行业发展已进入成熟期，未来经营重点在于提质增效：**2013-2022年，我国百货行业规模稳定在1万亿元左右，未来行业发展重心在于降本提质，而非追求经营规模的扩张。我们认为未来线下商业发展趋势是中高端零售和服务业态消费，存量百货项目通过提升商品级次和服务类业态占比，仍有较大的改善空间。
- **百货企业商业物业资产存在重估区间，关注国企改革催化：**百货企业常常在城市核心地段拥有大量自有物业资产。据我们测算，百联股份、王府井、银座股份、武商集团等企业自有物业重置价值大约为上市公司市值+有息负债的1.5~2倍，存在价值重估区间。而这些企业的P/E估值相比其他消费资产并不低，反映这些资产的运营及盈利仍有提升空间。**未来百货价值重估的路径在于：①国企改革改善经营效率提升利润，②通过并购、发行公募REITs等方式盘活资产实现重估。**
- **我们认为“国企改革”是实现百货企业价值重估的重要催化，可分为五大路径：**
 - **1) 混改+引入战投：**通过引入战略投资者，混改可借助优秀民企力量优化百货国企的决策机制，同时引入先进的管理经验。重庆百货2016年完成混改之后，2016~2022年公司人均创利增长了218%。未来关注银座股份等企业的混改推进落地情况。
 - **2) 实行股权激励，推行市场化考核机制：**有助于绑定核心员工利益，调动企业员工能动性。2020年以来，重庆百货、王府井、杭州解百、银座股份等企业均发放股权激励，落地后企业人均创利等指标有所提升。
 - **3) 并购重组理顺经营、或实现资产价值重估。**包括：①重庆百货等，通过吸收合并集团内资产减少关联交易，理顺决策和治理机制；②互联网、险资收购线下百货资产实现价值重估等。
 - **4) 公募REITs政策有利于盘活存量资产，实现价值重估。**2023年3月证监会与两部委发文，将消费基础设施纳入公募REITs试点范围，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。目前百联股份、天虹股份等REITs项目正在不断推进。
 - **5) 赋予牌照及集团资产。**百货企业拥有稀缺的线下消费场景、运营管理经验和物业资源。通过赋予免税、消费金融等牌照，可实现资源协同并打造第二曲线。
- **投资建议：**沿国企改革+资产重估寻找百货行业投资标的。①推荐国企改革多举措不断落地、业绩持续改善且估值较低的**重庆百货**。②建议关注拥有优质自有物业、受益于REITs估值重估的**百联股份、天虹股份**等。③建议关注长期价值优秀、受益于消费恢复的中高端百货**杭州解百、武商集团**等。
- **风险提示：**消费者消费偏好变迁，行业竞争加剧，国企改革及REITs落地不及预期，宏观经济波动等

行业走势



相关研究

《百货重估往事：复盘 2015，2018 险资/互联网重估百货上市公司历程》

2023-08-06

《发改委《扩大消费二十条措施》发布，关注国企改革等实际落地程度较高的投资方向》

2023-07-31

内容目录

1. 百货万亿市场规模稳定，未来发展聚焦消费体验	5
1.1. 行业规模趋于稳定，发展重点在于优化现有项目、实现提质增效	5
1.2. 线下商业发展趋势：聚焦中高端零售，提升服务业态占比	6
1.3. 行业集中度低，区域格局明显	9
1.4. 百货企业盈利稳定，放开后受益于消费恢复	10
2. 百货行业机遇：国企改革多措并举，提升效率促进估值重塑	11
2.1. 混改+引入战投：借助优秀民企力量，优化决策机制，提升经营效率	12
2.2. 股权激励：绑定企业与核心员工利益，为发展注入活力	13
2.3. 并购重组：提升资源配置效率，促进资产重估	13
2.4. 公募 REITs 政策有助盘活优质资产、实现价值重估	15
2.5. 赋予牌照及资产：充分利用行业稀缺资源，开启第二增长曲线	16
3. 投资建议：关注国企改革+价值重估机遇	17
3.1. 重庆百货：零售+金融双板块，国企改革推动效率提升	17
3.2. 百联股份：奥莱业态行业领先，优质资产支撑 REITs 发行	19
3.3. 杭州解百：高端零售龙头，“零售+”实现业务跨界拓展	21
3.4. 武商集团：武汉大型中高端零售商，开启跨区域发展新征程	22
3.5. 天虹股份：深圳为核心经营场所，轻资产模式下全国布局行业领先	23
4. 百货行业相关标的梳理	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	2013 年以来百货行业规模稳定在万亿元水平.....	5
图 2:	部分百货公司员工人数 (人): 近年持续精简.....	5
图 3:	精简员工, 重百、百联、解百人均创利 (万元) 持续提升.....	5
图 4:	电商超越百货并占据零售市场主要份额 (单位: 亿元).....	6
图 5:	未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类消费.....	7
图 6:	我国购物中心数量保持增长.....	7
图 7:	我国购物中心面积保持增长.....	7
图 8:	百联股份旗下原华联商厦调改前照片.....	8
图 9:	ZX 创趣场.....	8
图 10:	中国百货行业 CR3 集中度低于美国、日本等发达国家.....	9
图 11:	百货板块净利润较为稳定 (亿元).....	10
图 12:	百货行业龙头公司净利润较为稳定 (亿元).....	10
图 13:	百货店销售额 yoy 疫后恢复迹象显现 (单位: %).....	10
图 14:	国企改革主要措施.....	11
图 15:	重百混改前后股权结构变化.....	12
图 16:	中国公募 REITs 底层资产结构.....	16
图 17:	美国公募 REITs 底层资产结构.....	16
图 18:	重庆百货的百货业务毛利占比最高.....	18
图 19:	马上消费金融为重百贡献的投资收益及增速.....	18
图 20:	重庆百货 2018-2022 百货业态门店数量.....	19
图 21:	重庆百货 2018-2022 百货业态门店面积.....	19
图 22:	百联股份大型综合超市、超级市场收入占比最大.....	20
图 23:	百联股份购物中心、奥莱毛利率最高.....	20
图 24:	百联股份各业态门店种类、数量和面积.....	20
图 25:	百联股份奥特莱斯稳步扩张.....	20
图 26:	杭州大厦部分入驻奢侈品品牌.....	21
图 27:	天虹股份主营业务以华南地区为主.....	23
图 28:	2022 年天虹股份各地购百和超市的数量和面积.....	23
图 29:	天虹股份主营百货、购物中心和超市业态.....	24
图 30:	天虹股份线上业务收入快速增长.....	24
表 1:	线下商业典型调改升级方式及案例.....	6
表 2:	部分中高端百货公司具备奢侈品资源.....	8
表 3:	我国百货行业头部企业市占率 (单位: %).....	9
表 4:	2022 年底, 各百货企业自有物业建面及重估价值测算.....	11
表 5:	2018 年-2023 年 7 月代表百货公司国企改革措施.....	12
表 6:	部分百货公司股权激励项目整理.....	13
表 7:	部分百货公司并购重组项目复盘.....	13
表 8:	互联网平台举牌入股百货商超企业公告历史梳理.....	14
表 9:	险资收购/投资商业地产公告历史梳理.....	15
表 10:	部分百货企业自有物业情况.....	15

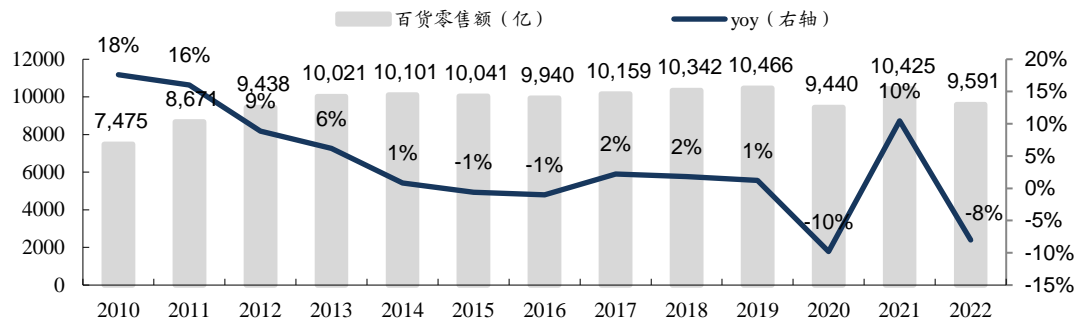
表 11:	部分国企公司获批牌照及承接业务情况.....	16
表 12:	2022 年重庆百货物业情况.....	17
表 13:	2020-2021 年杭州主要单体商场销售业绩	21
表 14:	武商集团主要购物中心门店分布情况.....	22
表 15:	2022 年天虹股份各地区物业模式以租赁为主.....	23
表 16:	百货、超市板块核心标的梳理.....	25
表 17:	百货板块自有物业情况梳理.....	26

1. 百货万亿市场规模稳定，未来发展聚焦消费体验

1.1. 行业规模趋于稳定，发展重点在于优化现有项目、实现提质增效

百货行业已进入成熟期，市场规模稳定在1万亿元附近。根据欧睿数据，2022年百货行业市场规模为9,591亿元，受疫情影响同比-8%。2013年以来，我国百货行业进入成熟期，除2020、2022年之外，行业规模稳定在9,900~10,500亿元之间。

图1：2013年以来百货行业规模稳定在万亿元水平

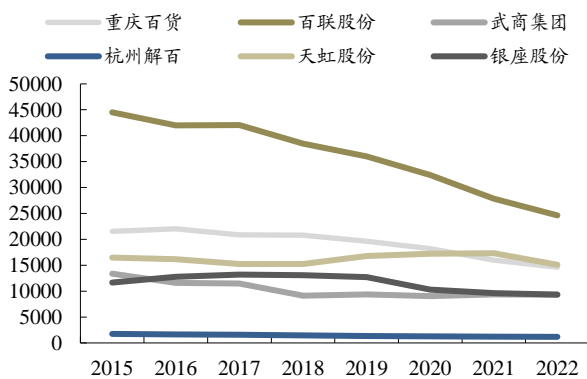


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

未来百货企业的经营重心在于①降本；②提质，而非追求经营规模的扩张。我国百货行业的成长期主要在2012年之前；2014-17年经历了以互联网等企业并购为主导的整合期；疫情放开之后将迎来行业性的恢复和改革提效阶段。我们认为，当前百货及线下商业已经度过了发展最快的阶段，未来的主要发展方向以降本提效、国企改革为主。

降本方面，百货企业用工人数较多，通过精简人工有较大的降本空间。百货企业以联营模式经营，拥有一定数量的场内销售员工；此外部分百货企业体内也有自营超市业务，因此需要较多的员工。2022年底，重庆百货、百联股份的员工人数分别为1.5/2.5万人。2017-2022年这两家企业的员工人数分别下降30%、41%，人均创利提升108%/38%，反映精简人效之后带来的降本效果。

图2：部分百货公司员工人数（人）：近年持续精简



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：精简员工，重百、百联、解百人均创利（万元）持续提升

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017-2022年变动比例
重庆百货	2.9	4.0	5.0	5.8	6.0	6.0	108%
百联股份	2.0	2.3	2.7	2.4	2.7	2.8	38%
武商集团	10.8	11.5	13.1	6.1	8.0	3.3	-70%
杭州解百	11.3	10.2	17.9	21.1	29.4	20.3	79%
天虹股份	4.7	5.9	5.1	1.5	1.3	0.8	-83%
银座股份	0.4	0.4	0.4	-3.8	0.4	-0.2	-143%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

提效方面，通过调改设计布局及商场定位，有望提升收入。老牌百货企业受益于先发优势，其项目往往位于当地的黄金地段，但部分项目因设施陈旧，经营现状一般。通过翻新、调改等方式，能显著提升存量项目的经营情况。调改的思路在于提升项目的体验感，典型措施包括对商场的重新装修布局，改变业态提升服务、餐饮类占比，重新招商提升品牌级次和商场定位等。

表1：线下商业典型调改升级方式及案例

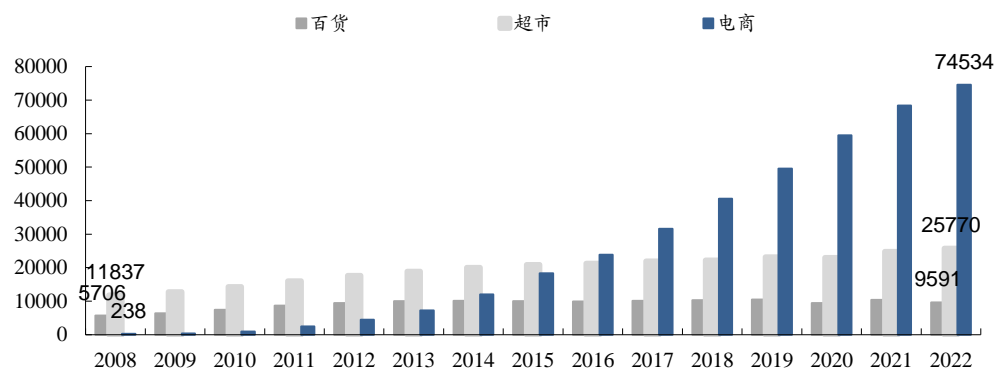
调改升级方式	典型事件
业态结构调整	· 百联第一八佰伴 2016 年调改后服务业态占比提升
品牌升级	· 上海汇金百货珠宝区 2018-2021 年在品类、服务、环境等方面全面升级
	· 南京中央商场一层国际美妆馆全面升级改造完成，全新引进 Dior、3CE、华伦天奴、羽西等美妆名品
定位转型	· 百联旗下华联商厦改造为百联 ZX 创趣场，为国内首座聚焦次元文化的商业体，聚集了海外头部 ACGN 二次元零售、社交文化体验业态
	· 20 年历史的武汉新世界时尚广场被改造成武汉潮流盒子 X118，以潮流文化和运动为主题，锁定 Z 世代年轻客群

数据来源：中国百货商业协会、公司公告，东吴证券研究所

1.2. 线下商业发展趋势：聚焦中高端零售，提升服务业态占比

近年来随着电商的普及，在大众消费、重复消费等领域，电商早已超越百货并占据主要份额。要判断我国零售商业未来的发展，我们不能绕过已经高度发达、领先世界的电商渠道。根据 Euromonitor 的数据，从 2008 年至 2022 年，电商的规模从 238 亿元增长至 7.5 万亿元，已经成为目前我国规模最大的渠道之一。而百货行业市场规模从 5,706 亿元增长至 9,591 亿元，CAGR 为 3.8%，没有明显增长。高度发达的电商渠道，对零售百货产生了较大的影响。

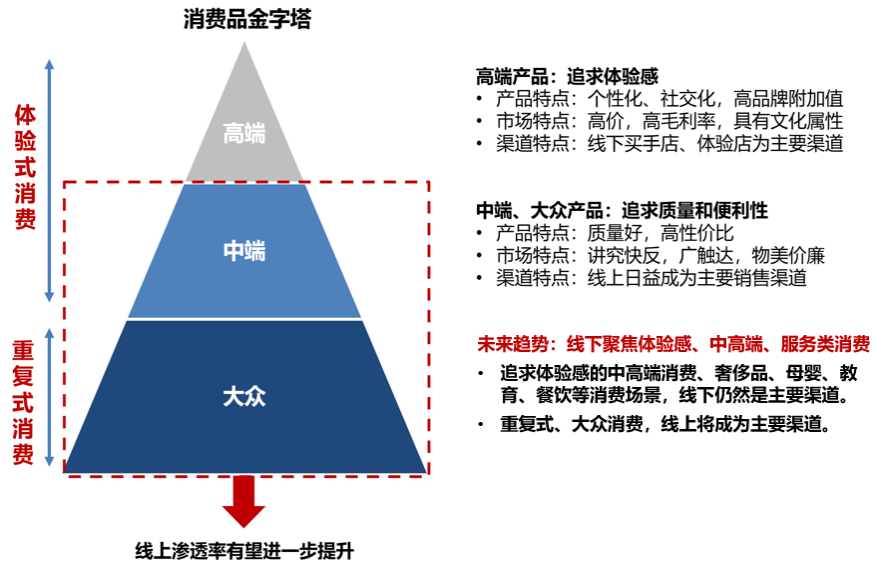
图4：电商超越百货并占据零售市场主要份额（单位：亿元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

未来线下消费将聚焦于“体验感”，服务类及中高端消费是未来线下商业的重要发展方向。线下消费的优势在于实地体验感，线上消费的优势在于快反、广泛触达、物美价廉。因此电商适合重复式的大众消费，而线下消费适合需要体验感的中高端、以及服务类消费。在电商增长逐渐趋于成熟的当下，线下消费有望迎来结构性发展机会，中高端、服务类等需要线下体验的消费，在线下仍有很大的增长空间。

图5：未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类消费



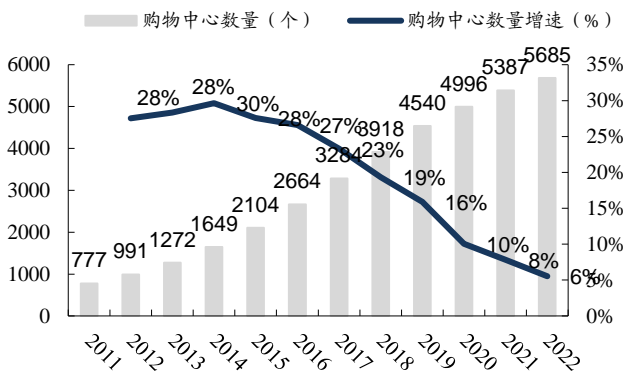
数据来源：东吴证券研究所绘制

购物中心是近年来成长较快的线下消费业态，百货公司切入购物中心拥有资源优势。

购物中心服务占比高，且更适合“逛”，符合线下消费“体验感”需求，近年来发展速度较快。根据赢商大数据，2022年底，全国购物中心存量项目达5685个，面积达5.03亿平方米。2017-2022年数量、面积CAGR分别为11.6%、12.4%。

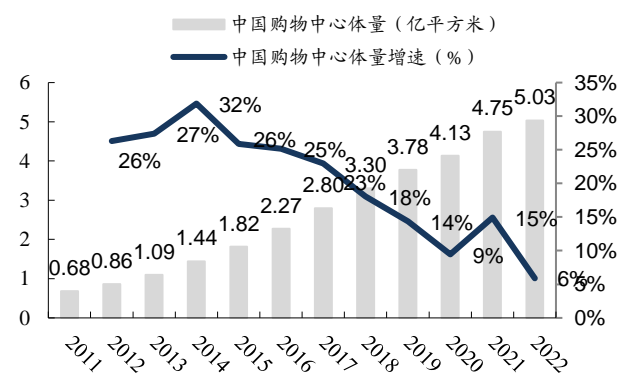
对消费者而言，购物中心的服务业态占比高于百货，而百货主要聚焦零售业态。在今年服务消费在线下逐渐占据主导的环境下，购物中心发展情况更好。这意味大量存量百货商业需进行调改，以满足线下消费者对餐饮、娱乐等服务业态的需求。

图6：我国购物中心数量保持增长



数据来源：赢商大数据，东吴证券研究所

图7：我国购物中心面积保持增长



数据来源：赢商大数据，东吴证券研究所

现有百货企业切入购物中心有显著的改善空间和资源优势。1) 百货存量项目可调增服务消费占比，以提升坪效，如百联第一八佰伴 2016 年调改后服务业态占比提升。2) 新项目或大规模调改项目，可直接做成购物中心或更具备体验感的线下综合体业态。线下商业之间比拼的是项目位置和招商运营能力，百货企业受益于先发优势和多年经营积累，相比地产领域的企业，在商业项目区位和零售招商资源上或具备优势。

图8: 百联股份旗下原华联商厦调改前照片



数据来源: 腾讯新闻, 东吴证券研究所

图9: ZX 创趣场



数据来源: 上海国资委官网, 东吴证券研究所

拥有中高端及奢侈品资源的百货公司具备长期价值。线下场景提供的消费体验是高端消费中的重要组成部分，因此长期来看，此类消费会一直以线下作为主要渠道。此外，坐落在核心商圈的中高端商场具备更广泛的人流虹吸效应，客流量有保障。最后，商场级次的打造和高端品牌招商关系的维护，一向是百货和头部购物中心经营的核心壁垒。高端品牌非常在意品牌的羽毛，对商场落位的选择十分谨慎，新进入者短时间内通常难以获得高端品牌的招商资源。

表2: 部分中高端百货公司具备奢侈品资源

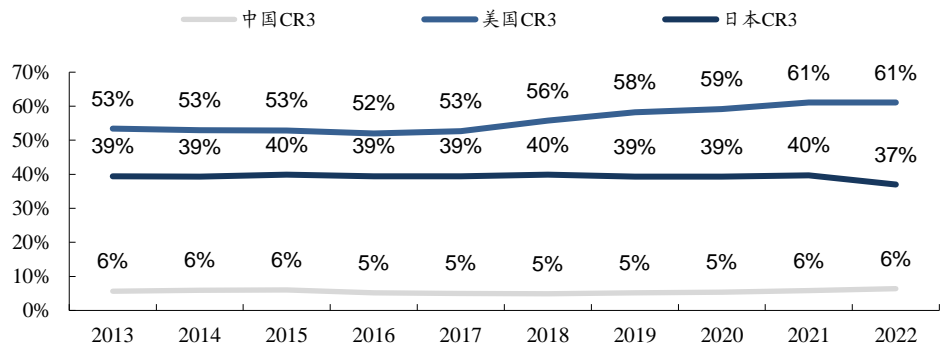
上市公司	奢侈品资源
杭州解百	多个重奢品牌落位杭州大厦，场内拥有香奈儿、LV、宝格丽、卡地亚等重奢品牌 VIP ROOM
武商集团	武商 Mall 拥有 LV、圣罗兰、Gucci、迪奥等百大国际奢华名品矩阵
百联股份	卡地亚、YSL、Prada 等品牌入驻上海青浦百联奥特莱斯广场
王府井	北京百货大楼是知名百货老店，拥有 Prada、巴宝莉、宝格丽等奢侈品品牌店铺

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

1.3. 行业集中度低，区域格局明显

百货行业市场集中度低，呈现区域格局。根据 Euromonitor，2022 年我国百货行业 CR3 仅约为 6%，低于美国、日本的 61%、37%。我国百货行业呈现较为稳定的区域格局，大多数地区都有较为强势的本土百货企业。如重庆的重庆百货，上海的百联股份，杭州的银泰百货和杭州解百等。

图10：中国百货行业 CR3 集中度低于美国、日本等发达国家



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

百货行业格局稳定，未来百货行业投资更看重标的个体质地。根据 Euromonitor，2022 年我国百货行业头部企业按市占率排名分别为：北京华联集团、阿里巴巴集团、王府井、金鹰商贸、重庆商社等。单个企业的市占率均在 3% 以内。由于目前行业格局已经趋于稳定，我们认为未来大多数百货企业都将在现有区域内以优化经营效率为主，行业未来投资方向是本土资源优秀且经营边际优化的企业。

表3：我国百货行业头部企业市占率（单位：%）

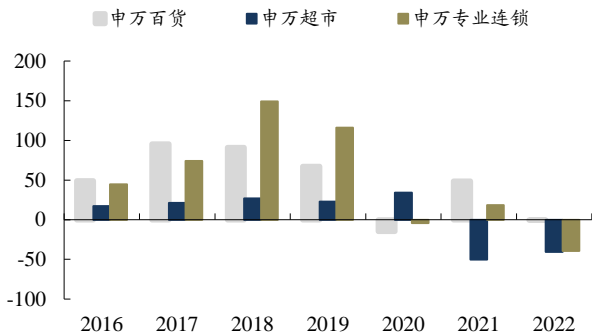
排名	企业	2018	2019	2020	2021	2022
1	北京华联集团（BHG 商场、SKP 百货等）	1.5%	1.9%	2.0%	2.4%	2.9%
2	阿里巴巴集团（旗下拥有银泰百货等）	1.3%	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%
3	王府井	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%
4	金鹰商贸	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
5	重庆商社集团（旗下拥有重庆百货等）	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

1.4. 百货企业盈利稳定，放开后受益于消费恢复

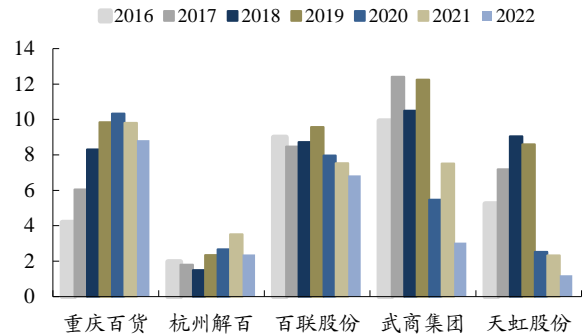
百货板块盈利稳定，疫情冲击下彰显韧性保持盈利。申万百货指数净利润较为稳定，疫情期间波动幅度小于申万超市和申万专业连锁。其中重庆百货、杭州解百、百联股份等拥有优质物业资产且稳健经营的企业，在疫情期间也保持了较好的盈利能力。百货企业的收入主要来自联营分成，与商场的经营流水相挂钩，有望受益于放开后的消费恢复；而百货固定成本费用开支占比较低，因此在消费受影响的时段内也有较好的盈利能力。

图11: 百货板块净利润较为稳定 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

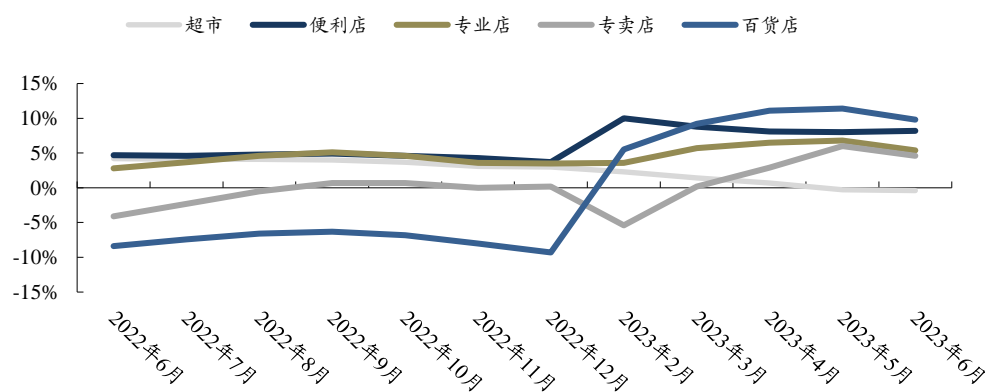
图12: 百货行业龙头公司净利润较为稳定 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

疫情放开后，线下消费有望恢复。2020年管控影响线下百货店客流，百货店销售额同比下降10%，2021年低基数下同比增加10%，2022年疫情多点持续散发对非必要消费冲击较大，百货店零售额同比下降8%。2023年2-5月百货店零售额同比增幅领先其他业态，销售恢复迹象显现，随着消费者信心和消费意愿进一步恢复，百货行业有望凭借品质化可选消费品的消费增长迎来一波反弹。

图13: 百货店销售额 yoy 疫后恢复迹象显现 (单位: %)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2. 百货行业机遇：国企改革多措并举，提升效率促进估值重塑

核心地带存量项目重置成本高，百货企业价值重估有较大空间。百货企业自有物业的重估价值往往可以达到有息负债+市值的两倍左右，可见价值重估有较大空间。

并购重组、REITs 发行是重要的价值重估催化，从行业历史上看，2014~17 年间行业在多宗并购重组交易，曾有过价值重估。

未来百货行业的价值重估催化，除了靠重组并购之外，国企改革提升利润率也是一个重要的路径。当前百货行业市值相较物业价值被低估，主要原因还是行业整体盈利一般，P/E 估值并不低。如下表所示，除重庆百货之外，其余标的 2023 年动态 P/E 均在 20 倍左右甚至更高，这个 P/E 估值已经处于消费行业的合理区间。

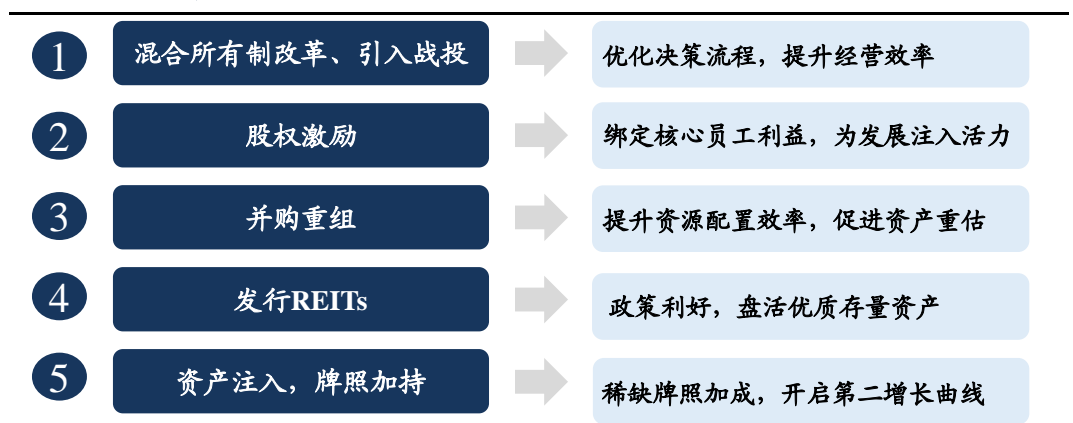
表4：2022 年底，各百货企业自有物业建面及重估价值测算

股票简称	自有物业主要所在省/直辖市	自有物业建面 (万m ²)	单位建面估值 (万元/m ²)	重估价值 (亿元)	有息负债+市值 (亿元)	P/E 2023E	P/B 2022 年
重庆百货	重庆、四川	79	2	159	192	11	2.7
百联股份	上海、江苏	202	4	810	401	37	1.4
王府井	北京、河南、陕西	198	3	594	359	26	1.3
天虹股份	湖南、江苏等	61	3	184	226	24	1.8
杭州解百	浙江	21	5	103	88	19	2.1
银座股份	山东、河北	119	1.5	178	86	66	1.4
武商集团	湖北	208	1.5	312	180	25	0.7
中央商场	江苏	72	3	216	132	-	6.6

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所。注：1. P/E 及市值截至 2023-08-01，预测值为 wind 一致预期；2. 重庆百货估值中包含马上消费金融子公司投资收益（2023 年预计占归母净利 40%以上）；3. 天虹股份租赁和代管面积较大，自营面积仅占 13%；4. 表中百联股份自有物业统计不包括超市，仅包括购物中心、奥特莱斯、百货业态

国企改革有助于提升经营效率，是百货行业价值重估的重要催化。百货公司国企改革的方式可归为：①混合所有制改革、引入战略投资者；②股权激励；③并购重组；④发行商业地产 REITs；⑤资产注入，牌照优势加持。

图14：国企改革主要措施



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

表5: 2018年-2023年7月代表百货公司国企改革措施

股票简称	混和所有制改革	股权激励	并购重组	发行REITs	获取牌照
重庆百货	2016年完成	√	√		√
王府井		√	√		√
百联股份			√	√	
杭州解百		√			
武商集团			√		
银座股份	√	√			
天虹股份				√	
翠微股份			√		√
中央商场					
丽尚国潮			√		

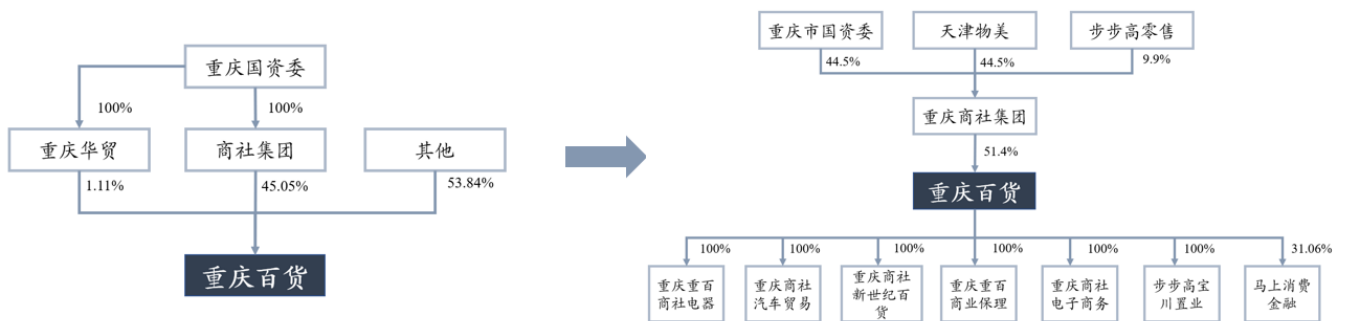
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1. 混改+引入战投: 借助优秀民企力量, 优化决策机制, 提升经营效率

混合所有制改革健全治理结构、完善市场化机制。混改的本质是以混促改, 通过“混资本”达到“改机制”的目的, 即以产权转让、增资扩股、IPO、资产重组等方式引入非公有制资产或集体资本进行混合所有制改革, 最终实现体制和机制的改变, 提升国有资本配置效率和公司盈利能力。

如重庆百货混改之后经营效率大幅提升。2016年重庆百货通过混改, 引入物美、步步高战略投资者。物美、步步高是国内零售行业的领先企业, 通过吸收战略投资者的管理经验和数字化能力, 公司决策机制得到显著优化, 经营效率快速提升, 2016年至2022年公司人均创利增长了218%。

图15: 重百混改前后股权结构变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 股权激励：绑定企业与核心员工利益，为发展注入活力

国央企股权激励稳步推进，绑定核心员工利益，增强组织经营活力。2019年11月、2020年5月国资委接连发布《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》和《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，推进央企股权激励项目落地。薪酬机制更市场化、奖惩措施明确的国企经营效率往往更高。近年来百货行业也在不断推行国企改革，2020年以来，杭州解百、重庆百货、银座股份、王府井等百货企业均授予股权激励，从而激发组织活力。

表6：部分百货公司股权激励项目整理

改革类型	公司	授予时间	事件
股权激励	重庆百货	2022/08	激励对象包括高管5人及其他核心骨干46人，共授予463万股，占总股本1.14%。
	杭州解百	2021/11	激励对象包括高管5人、中层管理人员和核心骨干87人，共授予2145万股，约占总股本3%。
	银座股份	2020/11	激励对象包括公司董事、中高层管理人员及核心骨干，首次授予股票期权1365万份，约占公司股本总额2.62%
	王府井	2020/05	激励对象包括公司董事、高级管理人员及管理骨干等共计128人，首次授予股票期权762.5万份，约占公司股本总额0.98%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 并购重组：提升资源配置效率，促进资产重估

并购重组有望推进百货行业资产重估。部分百货企业的重估价值或大幅高于市值，在并购重组的过程中有望直接推动行业资产价值重估。对于百货行业而言，常见的重组包括：①互联网平台公司等巨头企业寻求在线下零售领域实现突破，从而收并购百货资产；②长期资金寻求稳定的现金流回报，从而收并购资产质量优秀、盈利稳定的线下商业资产。

表7：部分百货公司并购重组项目复盘

改革类型	公司名称	公告时间	事件	并购重组进度
并购重组	重庆百货	2023/5	对重庆百货实施反向吸收合并实现整体上市，交易对价为48.6亿元，将以增发股份的形式支付交易对价。	进行中
	王府井	2022/5	收购海南奥特莱斯旅业100%股权，2022年7月1日，原万宁首创奥特莱斯正式更名为王府井悦舞小镇。	已完成
		2021/1	换股吸收合并首商股份。	已完成
		2020/8	收购陕西荣奥100%股权，由公司旗下王府井赛特奥莱西安机场店租赁经营。	已完成
	武商集团	2017/8	增发2.96亿股股份吸收合并北京王府井国际。	已完成
	广百股份	2021/9	以33亿元的项目总价款收购南昌苏宁广场项目资产。	已完成
	百联股份	2020/8	以发行股份及支付现金方式收购友谊集团100%股权。	已完成
	百联股份	2018/4	以3855万收购济南百联商业管理有限公司19%股权。	已完成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2014-17 年互联网平台入股传统百货零售公司，线上线下深度融合提升资源利用效率。互联网逐渐趋于成熟的阶段，巨头企业通过布局线下商业来寻求线上线下融合的新零售成长方向。百货商超等线下商业重置成本高，重置时间长，收并购是较优进入路径。如阿里巴巴 2017 年私有化银泰商业并退市；阿里巴巴 2017-21 年多次增持成为高鑫零售第一大股东；2018 年腾讯、京东入股步步高，持股比例分别为 6%、5%。

表8：互联网平台举牌入股百货商超企业公告历史梳理

收购/投资方	被收购/投资方	公告时间	持有股权比例	溢价率
阿里巴巴		2014/3	9.90%	
	银泰商业	2015/6	32.60%	
		2017/1	74.00%	42.25%
	三江购物	2016/11	9.33%	
		2018/9	32.00%	
	联华超市	2017/5	18.00%	
	新华都	2017/9	5.00%	
		2017/12	36.20%	
	高鑫零售	2020/10	70.94%	2.14%
		2021/3	78.70%	
腾讯	永辉超市	2017/12	5.00%	
	步步高	2018/2	6.00%	
京东	永辉超市	2015/8	10.00%	
	步步高	2018/2	5.00%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

长期资金收并购有望推动百货资产价值重估。百货商店、购物中心等商业地产租期长、回报较稳定、商业地产的产权转移、出租等交易主体较少，适合长期资金持有。2020 年 9 月颁布《保险资金投资不动产暂行办法》，允许保险资金在遵循安全性原则下投资不动产。在此之前，2014-2019 年大家人寿保险多次增持大商股份股权至 14.99%，成为第二大股东；2019 年 4 月前海人寿以 68.5%的溢价率将所持南宁百货 14.65%股权转让给同属宝能系的南宁富天，同年 12 月南宁富天通过增持股权至 18.85%，成为南宁百货第一大股东。

表9：险资收购/投资商业地产公告历史梳理

收购/投资方	被收购/投资方	公告时间	持有股权比例	溢价率
大家人寿保险 (曾用名: 安邦人寿保险)	大商股份	2014/12	5.00%	
		2015/12	10.00%	
		2019/8	14.99%	
		2020/12	4.99%	
	欧亚集团	2015/12	6.74%	
		2018/9	14.99%	
南宁富天	南宁百货	2019/4	14.65%	68.5%
		2019/12	18.85%	
前海人寿	南宁百货	2015/9	5.01%	
		2015/10	10.01%	
国华人寿	新世界	2015/8	5.00%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

保险、互联网等企业的并购重组动作有望带动百货企业实现估值重估。百货行业在大多数时候成交量并不高。因此在第三方拥有收购意向的时候，就可促进市场上的估值重估，带动市值向内在市值靠拢。

2.4. 公募 REITs 政策有助盘活优质资产、实现价值重估

商业地产获准发行公募 REITs 政策落地后，或利好具备大规模优质物业资产的公司，通过发行 REITs 盘活资产并实现重估。2023 年 3 月证监会与发改委两部委发文，将消费基础设施纳入公募 REITs 的试点范围，并提出优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。该政策有望推动企业盘活存量物业资产，同时推动资产价值重估，如百联股份 2023 年 7 月 13 日公告拟以上海又一城购物中心发行公募 REITs。

表10：部分百货企业自有物业情况

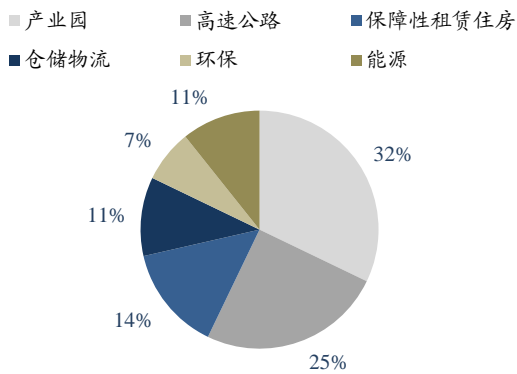
公司名称	2022 年自有物业 建面 (万 m ²)	2022 年固定资产 (亿元)	PB (2022 年)	PE (2023E)
重庆百货	79.0	32.8	2.7	10
王府井	198.0	82.1	1.3	25
天虹股份	61.0	57.1	1.8	26
百联股份	223.0	136.4	1.4	37
杭州解百	20.5	6.5	2.1	19
银座股份	118.6	31.8	1.4	66
武商集团	208.0	138.3	0.7	18

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：1.PE 截至 2023-08-01；2.加粗为已覆盖标的；3.已覆盖标的为东吴预测，未覆盖标的为 wind 一致预测

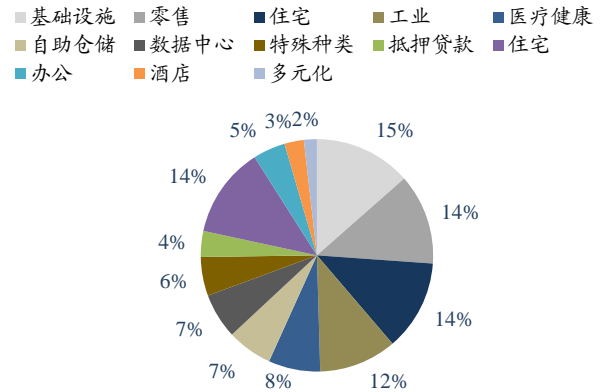
我国商业地产 REITs 处于初期发展阶段，成熟市场的底层资产更多样化，消费基础设施资产占比大。我国 REITs 底层资产中产业园、高速公路、保障性租赁住房行业占比最大，分别为 32%/25%/14%。参考成熟 REITs 市场，2022 年美国 REITs 占比最高的底层资产为基础设施/零售/住宅，占比分别为 15%/14%/14%，新加坡占比最高的底层资产为多元化/零售/工业，占比分别为 22%/20%/20%，我国消费基础设施 REITs 前景广阔。

图16: 中国公募 REITs 底层资产结构



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图17: 美国公募 REITs 底层资产结构



数据来源: Nareit, 东吴证券研究所

2.5. 赋予牌照及资产：充分利用行业稀缺资源，开启第二增长曲线

国企资源优势明显，赋予牌照有望打造第二成长曲线。赋予牌照主要包括金融牌照、免税牌照等，近期赋予牌照的案例包括：①小商品城获批跨境人民币支付牌照；②王府井获免税品经营牌照；③重庆百货旗下马上消费金融获批消费贷牌照等。这些国企龙头企业拥有稀缺的线下经营场景资源，能较好地发挥这些牌照的效用。

消费金融牌照+技术驱动，行业空间可观。重庆百货系消金龙头公司马上消费第一大股东。2017-2022 年马上消费营收/净利润的 CAGR 分别为+23.7%/+25.3%，营收、净利润稳居行业前列，未来其带来的投资收益有望持续为重庆百货利润贡献可观增量。

免税牌照+多元化优质流量，为零售业务打开广阔空间。免税牌照需获财政部、国税总局和海关总署三部门审批，具有稀缺性。而免税商店的经营依托线下零售的供应链体系，对奢侈品的招商能力，以及线下商场的运营能力，零售和旅游龙头企业在这些方面具备优势，能更好地发挥免税牌照的潜力。王府井 2020 年 6 月获得免税品经营牌照，2022 年 10 月获准经营离岛免税业务；百联股份 2020 年已提出免税品经营资质的申请。

表11: 部分国企公司获批牌照及承接业务情况

上市公司	事项
小商品城	拥有互联网支付牌照，并获批跨境人民币交易资格，“义支付”平台快速发展
王府井	获批免税品经营资质，拥有离岛免税、口岸免税、市内免税全业态免税牌照的运营商
海汽集团	收购海旅免税，由传统客运业务转型免税商业综合业务
重庆百货	获批消费金融牌照，旗下马上消费金融快速发展

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 投资建议：关注国企改革+价值重估机遇

建议关注具备国企改革潜力、经营持续优化、资产重估空间较大的百货公司。

重庆百货：重庆多业态零售龙头，国企改革混改先锋，经营效率不断提升，马上金融消费等多业态业务持续高增；

百联股份：在上海等地拥有大量自有物业优质资产，奥莱业态行业领先。自有物业资产重估空间大，拥有 REITs 发行经验，有望受益于公募 REITs 政策带来的资产重估。

杭州解百：旗下杭州大厦是杭州头部奢侈品百货商场，壁垒高盈利能力突出；股权激励落地后有望持续改善经营效率；

武商集团：武汉头部中高端零售商，自有物业资产占比高，跨区域布局开启新增长空间，梦时代等重磅新项目有望增厚未来业绩；

天虹股份：深圳为核心经营场所，轻资产模式下全国布局行业领先；

3.1. 重庆百货：零售+金融双板块，国企改革推动效率提升

重庆为核心经营市场，在当地拥有广阔的物业面积和较高品牌知名度。重庆百货起源于 1920 年成立的宝元通，是百年零售龙头企业，实控人为重庆市国资委。公司经营区域覆盖重庆、四川、贵州、湖北等地，主要布局重庆，拥有重庆百货、新世纪百货两大品牌。2022 年重庆地区营收 163.74 亿元，占总营收 89.5%。截至 2022 年物业总面积 226.39 万平米，自有/租赁物业面积分别为 79.36/ 147.03 万平米。2022 年营收 183.04 亿元，同比-13.4%，归母净利润 8.83 亿元，同比-9.9%，主因疫情下消费疲软、高温限电歇业等。2023 年 Q1 营收 51.07 亿元，同比-3.18%，归母净利润 4.74 亿元，同比+15.94%。

表12：2022 年重庆百货物业情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量（家）	建筑面积（万平米）	门店数量（家）	建筑面积（万平米）
重庆地区	百货业态	17	43.51	25	55.53
	超市业态	22	12.65	132	59.51
	电器业态	10	4.73	31	11.12
	汽贸业态	9	6.05	27	5.19
四川地区	百货业态	3	11.45	5	9.9
	超市业态	2	0.97	4	1.75
贵州地区	百货业态	0	0	1	1.76
湖北地区	百货业态	0	0	1	1.69
	超市业态	0	0	2	0.58

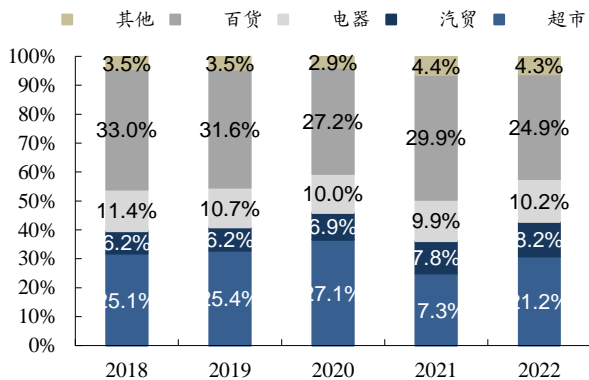
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务涵盖零售+金融两大板块:

1) 零售: 百货、超市、电器和汽贸四大业态齐发力, 百货业务毛利润占比最高。零售板块为公司主营业务, 占比 88.6%, 由百货、超市、电器和汽贸四大业态组成, 其中超市收入占比最大, 但毛利率较低、费用较高; 百货业态收入占比低但毛利率最高, 达 54.25%, 毛利润贡献比例最高, 2022 年百货毛利润 11.9 亿元, 占比达 24.8%。

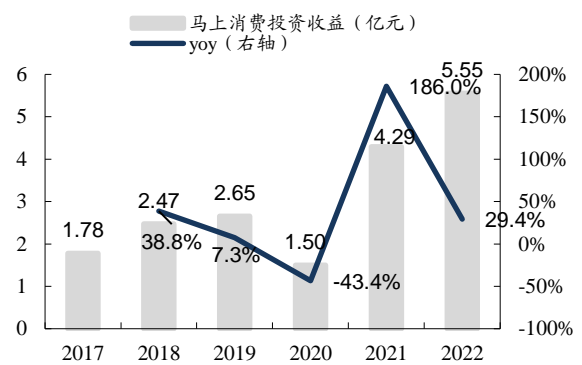
2) 金融: 子公司马上消费为消金龙头公司, 兼具牌照、场景和技术优势, 营收利润双高增。重庆百货为持牌消费金融龙头公司马上消费第一大股东, 通过投资收益分享子公司利润高增长。2022 年马上消费营收、净利润为 135.3 亿元/17.88 亿元, 分别位列行业第 2/3; 2017-2022 年营收、净利润 CAGR 分别为+23.7%/+25.3%。

图18: 重庆百货的百货业务毛利占比最高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

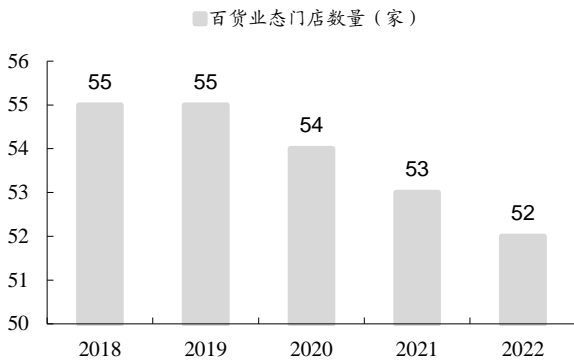
图19: 马上消费金融为重百贡献的投资收益及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

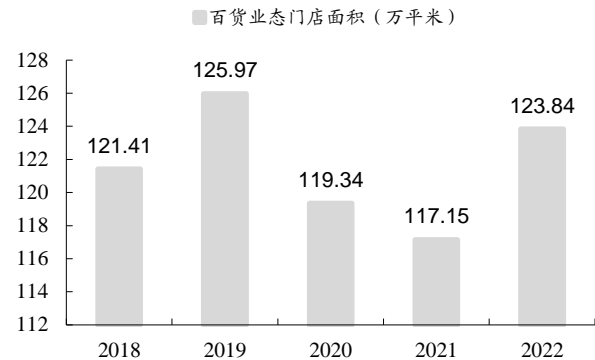
混改进程顺利, 助力优化门店结构、提升经营效率。2015 年来公司寻求通过混改来提升总体治理经营效率, 引入物美、步步高等战略投资者。公司百货业务门店总数呈小幅下降趋势, 从 2018 年的 55 家下降到 2022 年的 52 家。公司未来零售业务的主要工作重心在于对门店结构的调整, 关闭部分效益一般的门店, 并对现有门店进行升级改造。这在长期有利于公司优化经营效率、提升净利润率。

图20: 重庆百货 2018-2022 百货业态门店数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 重庆百货 2018-2022 百货业态门店面积



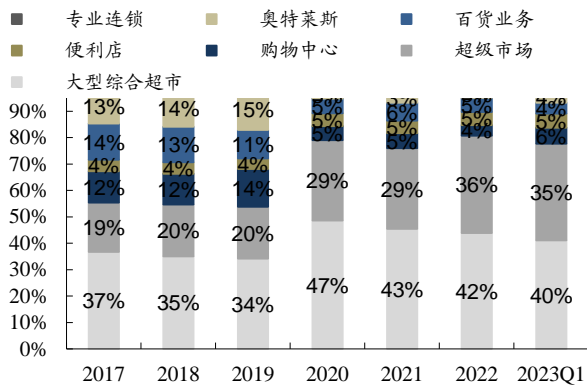
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 百联股份: 奥莱业态行业领先, 优质资产支撑 REITs 发行

立足上海的全业态零售龙头, 奥莱门店稳步扩张、保持行业领先优势。公司发展起源于 2004 年第一百货和华联商厦合并成立的原百联股份, 实控人为上海市国资委。公司拥有优质物业资产, 旗下拥有第一八佰伴、永安百货、东方商厦(旗舰店)、又一城等多个知名商业品牌及一批地理位置优越的物业。

- 1) 分业态: 多业态布局, 奥特莱斯贡献大量利润。百联收入主要由大型综合超市、超级市场构成, 2022 年占比分别为 42%/36%。但奥特莱斯、百货、购物中心业态贡献了主要的利润。公司旗下百联上海青浦奥莱连续 8 年成为国内销售额最高奥莱, 未来公司奥莱业务将持续稳健扩张。
- 2) 分地区: 立足上海构筑品牌优势, 辐射长三角, 面向全国。华东地区收入占比最大, 2017 年-2022 年占比稳定在 91%-93%, 2022 年华东、华中、华南收入占比分别为 93%/2%/2%。截至 2022 年底公司有 12 家百货门店, 11 家位于上海市, 1 家位于浙江省宁波市, 东方商厦(旗舰店)、第一八佰伴、东方商厦(旗舰店)等多个上海老牌门店地理位置优越, 是优质的商业资产。

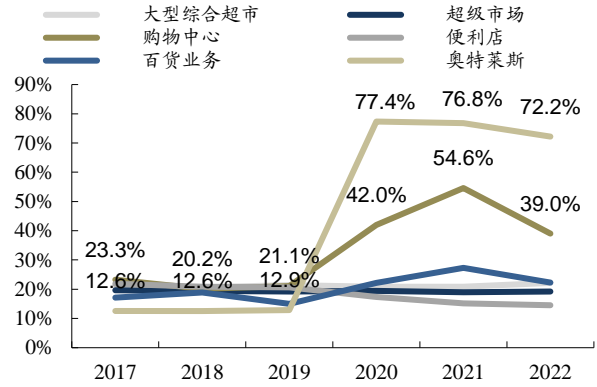
图22: 百联股份大型综合超市、超级市场收入占比最大



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入, 造成百货收入占比下降

图23: 百联股份购物中心、奥特莱斯毛利率最高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 百联股份各业态门店种类、数量和面积

经营业态	租赁物业门店		加盟/管理输出门店	
	数量 (家)	面积 (万㎡)	数量 (家)	面积 (万㎡)
百货	4	19.6	6	7.26
购物中心	11	104.91	10	83.47
奥特莱斯	8	77.93	-	-
大型综合超市	8	17.66	129	104.52
超市市场	10	1.7	759	47.46
便利店	-	-	351	1.96
专业专卖	2	1.66	100	1.32

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 百联股份奥特莱斯稳步扩张

门店名称	开业时间	面积 (万㎡)
上海青浦百联奥特莱斯	2006	11.3
武汉盘龙百联奥特莱斯	2012	14.1
江苏无锡百联奥特莱斯	2013	11.7
江苏南京百联奥特莱斯	2015	11.4
济南海那百联奥特莱斯	2016	5.3
湖南长沙百联奥特莱斯	2018	12.0
济南高新百联奥特莱斯	2019	7.9
浙江余杭百联奥特莱斯	2021	13.2
青岛即墨百联奥特莱斯	2022	5.0

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

拥有优质物业资产, 拟发行商业地产 REITs, 助力估值重构。2023 年 7 月 13 日公司公告, 拟以又一城购物中心项目作为基础设施项目申报发行公募 REITs, 又一城购物中心位于上海市杨浦区淞沪路 8 号, 于 2007 年 1 月开业, 面积 12.5 万平方米, 100% 自有物业。优质资产支持公司发行 REITs, 助力盘活存量资产提升流动性、增强运营能力、推动估值重构。

3.3. 杭州解百：高端零售龙头，“零售+”实现业务跨界拓展

聚焦杭州的高端零售龙头，杭州大厦调改升级打造差异化高端品牌阵营。杭州解百的前身为 1918 年创立的浙江省商品陈列馆，实控人为杭州市国资委。公司营业收入主要来自旗下解百购物广场和杭州大厦购物城两家门店，其中杭州大厦位于核心商圈武林广场，奢侈品覆盖率超 90%，持续推进调改升级、打造差异化高端品牌阵营，陆续引进 LV 品牌主题店（全国第二家）、LANVIN（浙江首家）、VALEXTRA（浙江首家）及小众名表法穆兰、朗格、雅典等，2022 年杭州大厦新 B 座 4 楼香奈儿（华东首家）、LV（华东首家）、宝格丽（全国首家）、卡地亚（全球首家）四大重奢品牌 VIC ROOM 陆续打开。2021 年杭州大厦成为杭州首个全年销售额超百亿的商场。

表13: 2020-2021 年杭州主要单体商场销售业绩

排名	名称	2020 年销售额 (亿元)	2019-2020 年 同比增长率 (%)	2021 年销售额 (亿元)	2020-2021 年增幅 (%)
1	杭州大厦	80	38.22%	100+	25.00%
2	杭州湖滨银泰 in77	65	25.00%	82	26.15%
3	杭州武林银泰	55	/	60	9.09%
4	杭州万象城	51	13.33%	78	52.94%
5	杭州城西银泰城	38	-18.44%	47	23.68%

数据来源：联商网，东吴证券研究所

图26: 杭州大厦部分入驻奢侈品品牌



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

积极探索“零售+”模式，向体育、健康医疗等行业拓展。公司基于主营业务战略布局积极探索多元化业务机会，全程医疗 2022 年营收超 9000 万，体检平均客单价超 4000 元；悦胜体育有 5 个场馆在运营，累计招生超 1600 人。2022 年收入 19.9 亿元，同比-6.6%，收入中 84.4%来自杭州；归母净利润 2.4 亿元，同比-32.2%，主因疫情影响线下门店正常经营时间和租金减免政策。2023 年 Q1 收入 5.8 亿元，同比+9.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比+23.1%，业绩恢复弹性较大。

3.4. 武商集团：武汉大型中高端零售商，开启跨区域发展新征程

植根于湖北，自有物业资产占比高，走出湖北开启新征程。公司前身是1959年创建的中苏友好商场，1992年鄂武商A在深交所上市，后更名为武商集团，公司实控人为武汉市国资委。公司主要从事购物中心及超市业态，旗下有超10家购物中心，均位于湖北省，总面积212.5万平方米，其中自有物业面积约197万平方米。超市有69家，其中34家位于武汉市，35家位于湖北其他城市，超市总面积53.1万平方米，其中自有物业面积约11.1万平方米。合计自有面积有208万平方米，比例78.2%，抗风险能力较强。业绩短期承压，2022年收入63.4亿元，同比-11.1%，归母净利润3.05亿元，同比-59.4%。2023年Q1收入20.5亿元，同比+9.7%；归母净利润1.32亿元，同比-25%。

表14：武商集团主要购物中心门店分布情况

名称	地址	开业时间	面积（平方米）	物业权属	租赁期（年）
武商 MALL·国广	武汉市江汉区	2007年9月	27.8	自有	—
武商 MALL·武广	武汉市江汉区	2014年1月	10.5	自有	—
武商 MALL·世贸	武汉市江汉区	1999年9月	6.8	自有	—
武商梦时代	武汉市武昌区	2022年11月	78.3	自有	—
亚贸广场	武汉市武昌区	2002年9月	5.6	租赁	10年
武商城市奥莱	武汉市青山区	2014年11月	28.5	自有	—
襄阳武商 MALL	湖北省襄阳市	2007年6月	5.3	租赁	20年
十堰武商 MALL	湖北省十堰市	2011年12月	12.9	自有	—
仙桃武商 MALL	湖北省仙桃市	2013年9月	13	自有	—
黄石武商 MALL	湖北省黄石市	2014年9月	14.9	自有	—
老河口武商汇	湖北省老河口市	2015年9月	3.7	自有	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极扩张，消费复苏后有望释放业绩潜力。

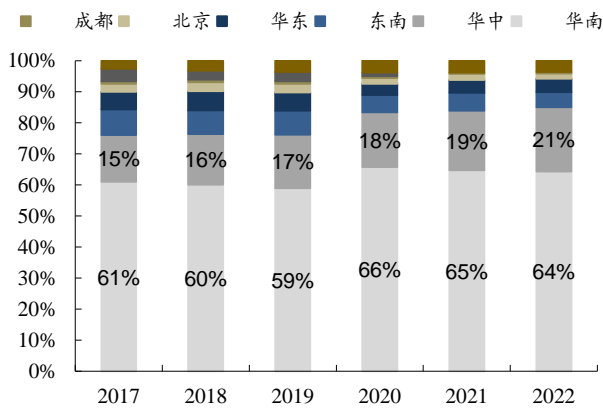
1) 公司寻求异地扩张，输出运营管理经验。2021年公司以33亿元对价收购江西南昌苏宁广场项目，打造江西首个重奢项目，2023年4月南昌武商 mall 开业，首日17万+客流，销售1720万元，开业首三日客流突破50万，销售突破4000万元。

2) 超大体量的武汉武商梦时代2022年11月开业。武商梦时代开业时是全球最大室内商业综合体，总建筑面积超80万平方米（通常的商业地产项目体量约10万方左右），总投资超120亿元，定位“家庭欢聚为主题的社交平台”，场内聚合购物中心、室内主题乐园、冰雪乐园和“楚风汉味”美食街区，涵盖健康管理中心、文创复合空间等重点项目。

3.5. 天虹股份：深圳为核心经营场所，轻资产模式下全国布局行业领先

全国布局进程行业领先，华南地区收入占比较高，深圳地区门店盈利能力强劲。公司成立于 1984 年，实控人为国务院国资委，第二大股东为港资五龙贸易有限公司。截至 2022 年年底，公司已进驻 8 省/市（广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川）的 35 个城市，共经营购物中心和百货 102 家（含加盟、管理输出 6 家）、超市门店 119 家（含独立超市 30 家），共计面积超 466 万平方米。其中华南地区收入占比最大，2020-2022 年收入占比均超 60%，营收前十的门店 9 家位于深圳。截至 2022 年年底，公司自有物业面积占比约 13%。公司 2022 年收入 121.3 亿元，同比-1.2%，归母净利润 1.2 亿元，同比-48.3%，2022 年业绩受到较大冲击主因疫情下门店停业、响应号召减免商户租金。2023 年 Q1 实现收入 33.8 亿元，同比-2.2%，归母净利润 2.08 亿元，同比-25.4%。

图27：天虹股份主营业务以华南地区为主



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2022年天虹股份各地购百和超市的数量和面积

地区	购物中心/百货		超市	
	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)
华南	49	172.07	70	31.61
华中	29	126.74	33	15.98
华东	11	71.05	7	3.43
东南	9	30.31	6	2.90
北京	3	7.46	2	0.96
成都	1	3.51	1	0.47
合计	102	411.14	119	55.35

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

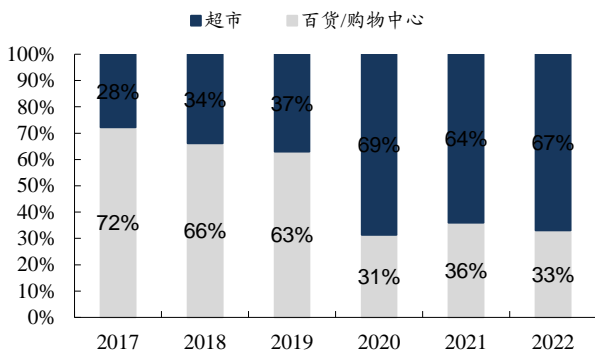
表15：2022年天虹股份各地区物业模式以租赁为主

地区	租赁物业门店		自有物业门店		加盟/管理输出门店	
	数量(家)	面积(万平方米)	数量(家)	面积(万平方米)	数量(家)	面积(万平方米)
华南区	67	192.07	2	7.76	2	3.85
华中区	30	101.62	4	29.81	2	11.29
东南区	7	22.06	2	7.56	1	3.59
华东区	9	45.05	2	16.21	2	13.22
北京	3	8.42	/	/	/	/
成都	1	3.98	/	/	/	/
合计	117	373.20	10	61.34	7	31.95

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

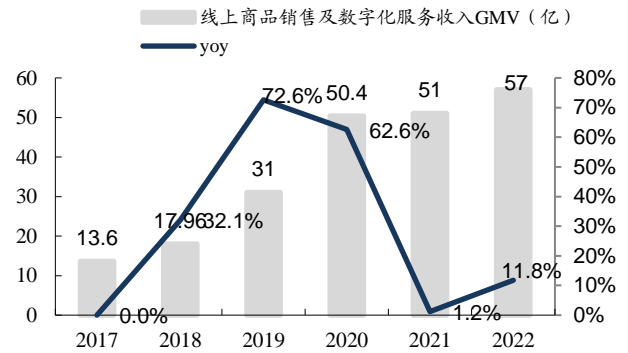
主营百货、购物中心和超市业态，线上业务快速发展。公司主营业务为百货、购物中心和超市业态，百货和购物中心以联营、租赁模式为主；超市以自营模式为主。2022年线上商品销售和数字化服务收入GMV达57亿元，同比+11.7%。公司开发的天虹APP于2022年流量同比+35%，APP和小程序月活会员超490万，近3.4亿人次通过天虹APP和小程序交互获取信息或完成消费。百货商店提供“极速达”配送服务；购物中心推出代金券/套餐/外卖等促销活动赋能供应商；超市到家受益于提前布局较好的承接了激增的订单，2022年超市到家客单量同比+60%，销售额占比达22%。公司还开设了抖音官方直播间、与支付宝本地生活深度合作，2022年抖音、支付宝GMV达1.6亿元，公司有望受益于领先的数字科技应用和运营能力实现线上业务的快速发展。

图29：天虹股份主营百货、购物中心和超市业态



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：天虹股份线上业务收入快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 百货行业相关标的梳理

表16: 百货、超市板块核心标的梳理

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2022年 收入 (亿元)	2023E 收入 (亿元)	财务概况			PE (2023E)	业务概况	
					2022年 归母 净利润 (亿元)	2023E 归母 净利润 (亿元)	2023E 归母净利 润 yoy (%)		主要经营 省/直辖市	主要经营 业态
百货&多业态零售										
600729.SH	重庆百货	145	183.0	203.2	8.8	14.3	62%	10	重庆/四川	百货/超市/电器
600859.SH	王府井	259	108.0	135.8	1.9	9.8	402%	27	北京/河南	百货/购物中心/奥莱
600827.SH	百联股份	248	322.7	345.1	6.8	6.8	-1%	37	上海	超市/百货/奥莱
603123.SH	翠微股份	86	39.7	-	-4.4	-	-	-	北京	百货/超市
000501.SZ	武商集团	78	63.4	72.3	3.0	4.4	46%	18	湖北	购物中心/超市
002419.SZ	天虹股份	77	121.3	129.4	1.2	3.0	148%	26	广东	购物中心/百货/超市
600828.SH	茂业商业	76	34.1	-	3.4	-	-	-	四川	百货/购物中心
601116.SH	三江购物	76	40.2	-	1.5	-	-	-	浙江	社区生鲜超市
600814.SH	杭州解百	68	19.9	23.7	2.4	3.6	52%	19	浙江	百货/购物中心
600280.SH	中央商场	59	25.0	-	-0.5	-	-	-	江苏	百货
601086.SH	国芳集团	51	7.5	-	1.2	-	-	-	甘肃/西藏	百货/超市/电器
000417.SZ	合肥百货	46	63.0	66.0	1.7	2.1	0.3	21.5	安徽	百货/超市
002561.SZ	徐家汇	46	4.8	-	0.2	-	-	-	上海	百货/超市/奥莱
600738.SH	丽尚国潮	44	7.6	9.5	0.9	1.2	44%	36	浙江	百货
600693.SH	东百集团	37	16.7	-	0.2	-	-	-	福建	百货/购物中心
600858.SH	银座股份	33	53.8	56.6	-0.1	0.5	-	66	山东	百货/超市
超市										
601933.SH	永辉超市	329	900.9	948.1	-27.6	1.0	-	343	福建/重庆	超市
603708.SH	家家悦	88	181.8	191.6	0.5	2.8	415%	32	山东	超市/百货
002697.SZ	红旗连锁	83	100.2	106.9	4.9	5.4	12%	15	四川	超市
002336.SZ	人人乐	77	39.7	-	-5.1	-	-	-	陕西/广东	大卖场/超市
605188.SH	国光连锁	58	22.5	-	0.2	-	-	-	江西	超市/百货
002251.SZ	步步高	46	87.4	88.6	-25.4	-	-	-	湖南	百货/超市

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

注: 1. 市值、PE 截至 2023-08-01; 2. 加粗为已覆盖标的; 3. 已覆盖标的为东吴预测, 未覆盖标的为 wind 一致预测

表17: 百货板块自有物业情况梳理

股票代码	股票简称	2022年自有物业 建面(万m ²)	自有物业所在省/直辖市	PB (2022年)	PE (2023E)
600729.SH	重庆百货	79	重庆、四川	2.7	10
600859.SH	王府井	198	北京、河南、陕西	1.3	27
600827.SH	百联股份	202	上海、江苏	1.4	37
603123.SH	翠微股份	29	北京	2.5	-
000501.SZ	武商集团	208	湖北	0.7	18
002419.SZ	天虹股份	61	湖南、江苏等	1.8	26
600828.SH	茂业商业	80	四川、广东、内蒙古	1.1	-
601116.SH	三江购物	11	浙江	2.4	-
600814.SH	杭州解百	21	浙江	2.1	19
600280.SH	中央商场	72	江苏	6.6	-
601086.SH	国芳集团	23	甘肃、宁夏	3.3	-
000417.SZ	合肥百货	-	安徽	1.1	21
002561.SZ	徐家汇	10	上海	2.1	-
600738.SH	丽尚国潮	17	甘肃、江苏、浙江	2.3	36
600693.SH	东百集团	33	福建、甘肃	1.1	-
600858.SH	银座股份	119	山东、河北	1.4	66

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

注: 1. 市值、PE 截至 2023-08-01; 2. 加粗为已覆盖标的; 3. 已覆盖标的为东吴预测, 未覆盖标的为 wind 一致预测

5. 风险提示

(1) 消费者需求偏好改变。消费者需求受到宏观经济、产品供给、自身消费能力等多重因素的影响, 可能发生需求偏好的变化。

(2) 国企改革及 REITs 落地不及预期。若混改进度不及预期, 将影响公司经营效率的提升速度和利润空间的释放节奏。若商业地产 REITs 审批发行进展不及预期, 相关拟发行 REITs 公司盘活存量资产或受到影响。

(3) 行业竞争加剧:近年来城市商业中心扩张较快, 新增项目较多, 部分高线城市地区存在过饱和现象, 这可能会家具行业竞争, 影响行业总体营业水平。

(4) 宏观经济波动风险。若宏观经济波动较大, 可能对居民收入水平和未来预期产生影响, 进而影响消费能力和消费意愿。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>