

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

增持

核心观点

立足上海辐射长三角，完善布局零售各业态。公司作为国内百货龙头，有着悠久的历史经营历史，2000年后历经两次重要合并重组，于2014年正式成立上海百联集团股份有限公司。目前，公司业务以上海为核心辐射长三角，2022年华东地区收入占整体营收94.2%。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，2022年占收入比重约83%，但利润主要为百货业态贡献，包括综合百货、购物中心和奥特莱斯，2022年占利润比重约88%。22年受疫情影响公司收入下滑6.9%至322.69亿元，归母净利润下滑9.1%经至6.84亿元。

行业分析：自去年底疫情防控优化以来，线下百货实现稳步复苏，23年Q1线下百货业务社零同比增长9.2%，好于整体水平。中国百货行业区域性特征明显，2021年CR3/CR5分别为5.7%/8.0%，但疫情以来中低端且运营效率较低的百货企业逐步出清。长期来看，作为线下可选消费的主要渠道之一，百货业态的商品集中可触达、体验场景多元化等优势仍有较强吸引力，且部分龙头企业通过数字化赋能已在内部提效和业态转型升级上取得积极成果。

公司分析：1) 区位优势显著：公司深耕全国时尚消费中心，在上海地区分布有15家稀缺自有物业，区位优势突出，有望受益于核心商业圈的疫后快速复苏。并积极探索REITS等手段盘活存量商业资产。2) 业态升级扩张：紧跟消费趋势变化，公司不断探索业务转型升级。其中奥特莱斯作为公司主要发展业态持续扩张，也符合当前居民性价比消费趋势，目前已有9家门店，未来有望不断拓展；传统百货和购物中心传统业务将围绕年轻消费群体偏好变化进行新业态创新探索，实现对高质量客流的吸引。3) 机制改善释放活力：公司近年来通过内部提效及外部合作等方式积极拥抱数字化转型，并积极探索多维度的体制改革方式，有望进一步提升经营效率，增强市场竞争力。

估值与投资建议：百联股份作为华东零售龙头公司，具备稀缺区位优势，且多年深耕下形成了完善的零售业态布局。当前随着疫后线下消费复苏的稳步推进，具备较好区位优势以及较强经营调整能力等百货龙头有望迎来发展新机遇。同时公司自身也在持续推动数字化转型提效，并围绕零售趋势推进业态升级，实现自我迭代升级。我们预计公司23-25年归母净利润为7.02/9.18/11.34亿元，EPS为0.39/0.51/0.64元/股，综合考虑绝对及相对估值，对应A股市值233.9-260.1亿元，较2023年6月29日收盘价具有的7.8%-19.8%上行空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：业绩恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期等。

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)	32.1	35.3	34.4	26.3	21.3
EV/EBITDA	28.3	48.7	25.1	22.0	20.3
市净率(PB)	1.35	1.37	1.36	1.34	1.32

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·深度报告

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

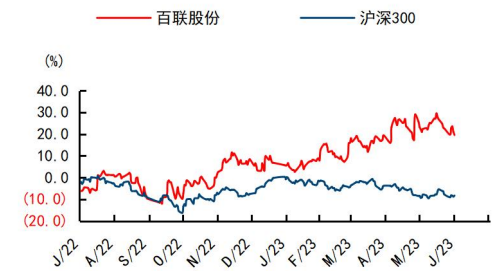
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(首次)
合理估值	14.58 - 16.21元
收盘价	13.37元
总市值/流通市值	23854/23854百万元
52周最高价/最低价	14.68/9.55元
近3个月日均成交额	189.92百万元

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

内容目录

百联股份：长三角地区百货零售业龙头	5
公司概况：以综合百货为核心业务，立足上海辐射长三角	5
股权结构与管理层：上海国资委为实控人，管理层经验丰富	7
财务情况：业绩加快修复，经营情况不断好转	8
行业分析	11
行业概况：传统线下渠道再次焕新，紧抓机遇提升竞争力	11
行业催化一：机制改善，国企改革激发活力	13
行业催化二：数字化转型，探索降本增效	13
行业催化三：围绕线下零售价值，推动多元化业态布局	14
公司分析	15
区位优势：自有物业区位优势明显，受益疫后快速复苏	15
业态升级：围绕零售趋势推进业态转型升级	19
提质增效：数字化转型及国企改革激发经营活力	23
盈利预测	25
假设前提	25
盈利预测的敏感性分析	27
估值与投资建议	28
绝对估值：274.2-306.0 亿元	28
相对估值：235.4-284.8 亿元	29
投资建议：长三角地区零售龙头，转型升级赋予新活力，首次覆盖，给予“增持”评级	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35
免责声明	36

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 2022 年公司业务结构	5
图 3: 百联股份股权结构 (截至 2023 年第一季度)	8
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 6: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 7: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 8: 公司毛利率及净利率情况	10
图 9: 公司费用率情况	10
图 10: 公司存货周转天数及应收账款周转天数	10
图 11: 公司现金流情况	10
图 12: 中国社会消费品零售总额及同比增速	11
图 13: 百货渠道社零数据增速	11
图 14: 百货行业发展复盘	12
图 15: 2021 年国内百货企业市占率情况	12
图 16: 中国百货行业集中度与国际市场对比情况	12
图 17: 百货公司指标分拆: 如何提升 ROE 水平	13
图 18: 一图说明百货零售商数字化转型	14
图 19: 消费者注重社交性和场景式购物体验	14
图 20: 商业地产数字化转型遇到的问题和挑战	14
图 21: 上海优质零售物业空置率	16
图 22: 2023 年四大一线城市地铁客流已超过 2019 年同期水平	16
图 23: 近年奥特莱斯新增项目不断增多	20
图 24: 去年奥特莱斯新增体量迎来历史新高	20
图 25: 当前影响消费者购买决策的产品因素及其重要程度	21
图 26: 公司数字化转型进程	23
图 27: 线上营收及增速	24
图 28: 公司会员情况	24

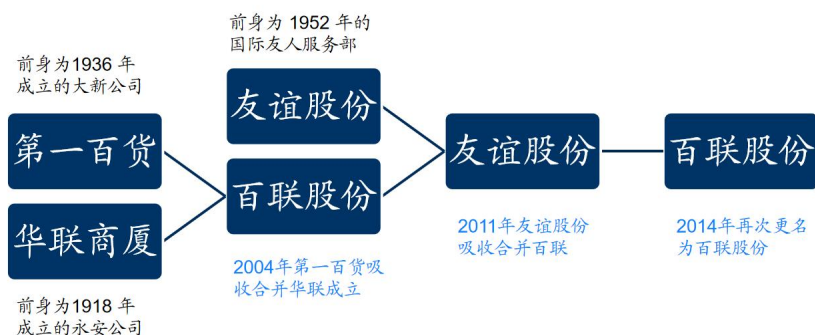
表1: 公司零售业态布局	7
表2: 百联股份管理层介绍	8
表3: 百联股份上海地区自有核心物业信息一览	17
表4: 百联股份类 REITS 项目要素	18
表5: 类 REITs 项目底层标的资产相关数据	18
表6: 政策支持消费基础设施 REITS	19
表7: 奥特莱斯门店情况	20
表8: 百联升级改造项目及具体内容	22
表9: 十八届三中全会后国企改革的五个阶段	24
表10: 公司核心假设与盈利预测拆分表	26
表11: 未来3年盈利预测表	27
表12: 盈利预测的敏感性分析	27
表13: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表14: 资本成本假设	28
表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析	29
表16: 百联股份业务拆分	29
表17: 超市业务可比公司 2021/2022 年主要财务数据	30
表18: 可比公司盈利预测及估值情况	30
表19: 百货业务可比公司 2021/2022 年主要财务数据	31
表20: 可比公司盈利预测及估值情况	31

百联股份：长三角地区百货零售业龙头

公司概况：以综合百货为核心业务，立足上海辐射长三角

百联股份：立足上海辐射长三角，实现零售业多业态布局。公司有着悠久的历史，在经历了 2004 年和 2011 年的两次合并后，由原来的第一百货、华联商厦和友谊股份三个上市公司合并而成，2014 年正式更名为上海百联集团股份有限公司。其中的华联商厦可追溯至成立于 1918 年的永安公司，第一百货可追溯至成立于 1936 年的大新公司，友谊股份可追溯至成立于 1952 年的国际友人服务部。从区域上看，公司以上海为核心，业务辐射长三角，2022 年华东地区收入占到整体主营收入的 94.2%。

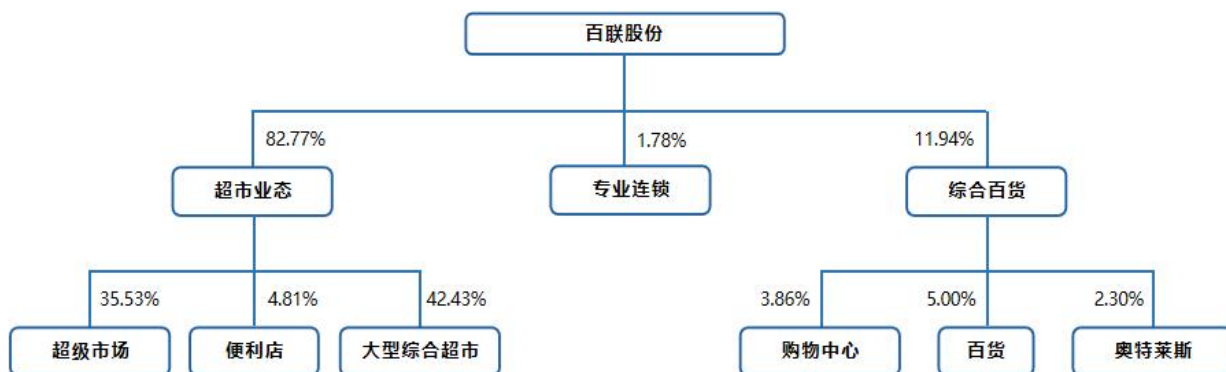
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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，2022 年占收入比重约 83%，但利润主要为百货业态贡献，包括综合百货、购物中心和奥特莱斯，2022 年占利润比重约 88%。

图2：2022 年公司业务结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 2022 年底，百货/购物中心/奥特莱斯分别 12/23/9 家门店，分别实现收入

16.4/12.5/9.7 亿元, 分别同比-26.9%/-34.5%/-12.7%。综合百货凭借着 12% 的收入占比, 但却贡献了 88% 的归母净利润。

- **综合百货:** 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 13 万平方米。
- **购物中心:** 目前共拥有共 23 家门店, 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 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 万平米出头, 最大为上海世博源, 面积近 29 万平方米。
- **奥特莱斯:** 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, 2021 年销售额达 55 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。

2) **超市业态:** 公司超市相关业务主要为相对控股的 H 股上市公司联华超市, 公司直接持有联华超市 20.03% 股权以及托管同一股东百联集团的 22.70% 股权。含有大型综合超市、超级市场和便利店, 拥有联华、世纪联华、华联等品牌。2022 年联华超市开设门店 1257 家 (不含加盟店), 新增 348 家, 关闭 275 家, 实现营业额 268.88 亿元, 同比-0.97%; 净利润亏损 1.25 亿元, 相较于 2021 年亏损 3.63 亿元, 同比大幅收窄。

- **超级市场:** 截止 2022 年, 公司共开设 769 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 80%, 单店平均面积在 600-700 平方米之间。2022 年华东新增门店 237 家, 未来将持续加速扩张。
- **大型综合超市:** 仍以华东地区为主, 直营门店数 137 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:** 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 22 年底, 共有便利店 351 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“亨得利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌。2022 年实现收入 5.73 亿元, 同比-49.5%。目前公司门店均位于华东地区, 除 2 家自有物业外其余 100 家均为租赁持有。

表1：公司零售业态布局

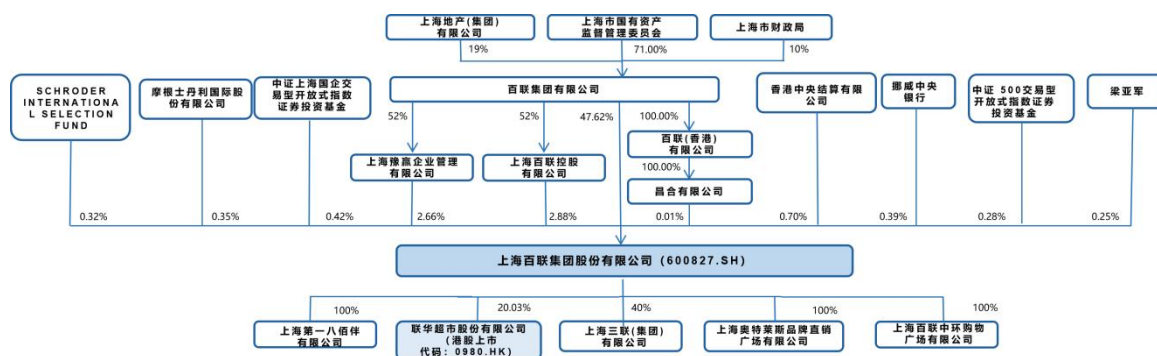
业态	收入情况		地区分布			自有物业		租赁物业		自有+租赁物业	
	22年收入 (亿元)	同比 (%)	地区	门店数	门店数	建筑面积 (万平方米)	门店数	建筑面积 (万平方米)	门店数	建筑面积 (万平方米)	
综合百货	38.6	-26.7									
百货	16.4	-26.9	华东区	12	4	19.6	6	7.26	2	4.27	
			华东区	21	10	93.28	9	72.01	2	4.72	
购物中心	12.5	-34.5	东北区	1	1	11.63	-	-	-	-	
			西南区	1	-	-	1	11.46	-	-	
奥特莱斯	9.7	-12.7	华东区	7	7	65.93	-	-	-	-	
			华中区	2	1	12	-	-	1	14.13	
超市	268.88	-0.97									
超级市场	114.66	13.1	华东区	665	8	1.52	657	43.12	-	-	
			华南区	104	2	0.18	102	4.34	-	-	
			华东区	123	7	16.78	116	95.1	-	-	
			东北区	1	-	-	1	0.85	-	-	
大型综合超市	136.92	-9.1	华北区	1	-	-	1	0.8	-	-	
			华中区	8	-	-	8	5.82	-	-	
			华南区	4	1	0.88	3	1.95	-	-	
便利店	15.52	-0.6	华东区	254	-	-	254	1.48	-	-	
			东北区	97	-	-	97	0.48	-	-	
专业连锁	5.73	-49.5	华东区	102	2	1.66	100	1.32	-	-	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构与管理层：上海国资委为实控人，管理层经验丰富

国资控股背景，股权较为集中：公司控股股东为百联集团有限公司，截至2023年第一季度，百联集团有限公司直接持有公司47.62%的股权，并通过控股子公司百联控股、上海豫赢和昌合有限公司间接持有5.55%的股权，合计持股53.17%。上海市国资委持有百联集团有限公司71%的股权，为公司实控人。

图3: 百联股份股权结构 (截至 2023 年第一季度)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层背景多元, 经验丰富: 董事长叶永明先生、副董事长张申羽女士、副总经理曹海伦先生均在百联集团内部任职多年, 对公司了解程度高; 公司其他主要管理人员来自不同行业的国企、民企, 有助于为公司提供多样化的管理经验支持。

表2: 百联股份管理层介绍

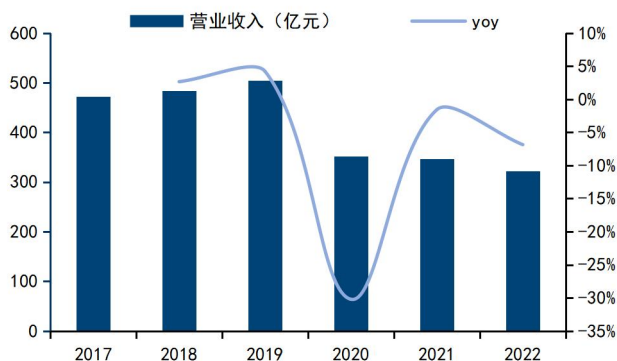
姓名	职务	履历
叶永明	董事长	1964 年出生, 工商管理硕士。曾任上海汽车工业销售总公司、上汽大众销售有限公司总经理, 上海汽车工业 (集团) 总公司、上海汽车集团股份有限公司副总裁, 上海通用汽车有限公司总经理、董事, 百联集团有限公司总裁、董事长等职务, 现任百联集团有限公司董事长。
张申羽	副董事长、总经理	1973 年出生, 本科。曾任百联集团百货事业部市场运营部经理, 上海百联集团股份有限公司部门副总经理、总经理助理、常务副总经理, 上海百联百货经营有限公司门店、百联全渠道商务电子有限公司总经理等职务。
曹海伦	副总经理	1972 年出生, 研究生学历。曾任上海友谊集团股份有限公司部门经理, 百联集团有限公司部门副部长、执行副总监, 上海百联大宗商品电子商务有限公司副总经理。
叶晓京	副总经理	1970 年出生, 大学本科。曾任职于武汉嘉得文化传播有限公司、太和服装公司、香港丽新集团、广东自由鸟服装公司、茂业商业股份有限公司、银泰商业集团等公司。
田颖杰	副总经理	女, 1977 年出生, 硕士研究生。现任上海百联集团股份有限公司财务管理部总经理。曾任砂之船 (上海) 控股有限公司财务中心总经理, 百联集团有限公司财务管理部总监, 百联 (香港) 有限公司财务总监, 上海第一医药股份有限公司财务总监, 董事会秘书。
徐凌玲	副总经理	女, 1982 年出生, 硕士研究生。现任上海百联集团股份有限公司营运管理部总经理。曾任上海百联西郊购物中心有限公司副总经理, 上海百联南桥购物中心有限公司副总经理, 上海百联集团股份有限公司新零售运营部副总经理。
杨琴	财务总监, 董事会秘书	女, 1982 年出生, 研究生, 工商管理硕士。曾任德勤华永会计师事务所审计经理, 红星美凯龙家居财务管理中心副总经理, 财务总监, 红星美凯龙控股集团有限公司首席财务官, 红星美凯龙控股集团有限公司执行总裁。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务情况: 业绩加快修复, 经营情况不断好转

经营状况不断好转, 一季度归母净利润增长 36.14%。公司 2022 年实现营收 322.69 亿元, 同比-6.87%; 归母净利润 6.84 亿元, 同比-9.06%。净利润下滑幅度较大主要由于报告期国内消费市场受到持续冲击及公司落实减免租政策影响, 2022 年, 公司减免租金约 5.58 亿元。2023 年一季度实现营收 94.87 亿元, 同比-7.77%; 归母净利润 2.12 亿元, 同比+36.14%, 其中政府补助为 1229.05 万元, 营业利润大幅增加带动整体利润恢复显著。随着线下消费有序恢复, 公司百货业态“一店一策”持续转型, 不断创新体验场景, 商业数字化建设与生态供应链打造稳步推进, 公司业绩修复将进一步加快。

图4: 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5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

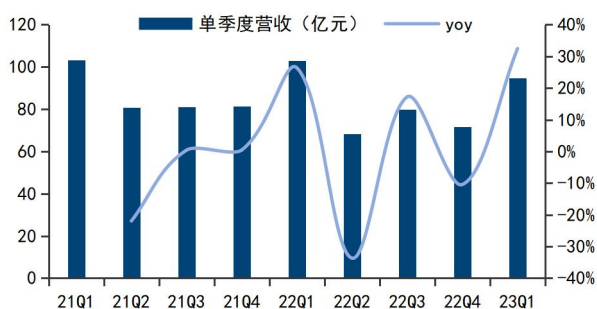


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看: 2022年综合百货较为承压。2022年, 百货/购物中心/奥特莱斯分别实现营收 16.38/12.46/9.67 亿元, 同比-26.93%/-34.51%/-12.73%, 毛利率分别为 22.28%/39.01%/72.17%, 分别同比-5.03pct/-15.60pct/-4.58pct。公司核心业务综合百货在疫情期间受损较为严重。联华超市旗下超级市场/便利店/大型综合超市分别实现营收 114.66/15.52/136.92 亿元, 分别同比+13.10%/-0.63%/-9.13%, 毛利率分别同比+0.22pct/-0.66pct/+1.30pct, 必选消费为主的超市业态在 2022 年收入端较为坚挺。专业连锁实现营收 5.73 亿元/yoy-49.54%, 毛利率下滑-14.21pct, 持续承压。

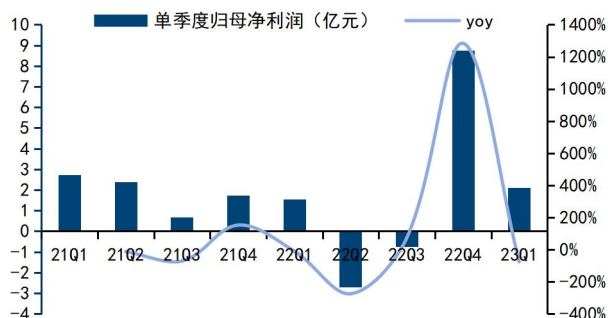
综合百货 23Q1 率先恢复, 毛利率同比大幅增长。23Q1 百货/购物中心/奥特莱斯分别实现营收 3.82/ 5.51/3.73 亿元, 分别同比+0.76%/+0.14%/+30.63%, 毛利率分别同比+1.25pct/+10.44pct/+8.32pct。超级市场/便利店/大型综合超市/专业连锁营收同比 -1.63%/+3.84%/-15.67%/+4.81%, 毛利率分别同比 -0.15pct/-1.33pct/+0.99pct// -11.93pct。

图6: 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

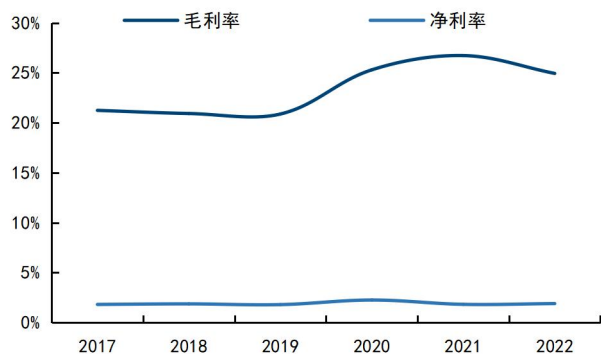
图7: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

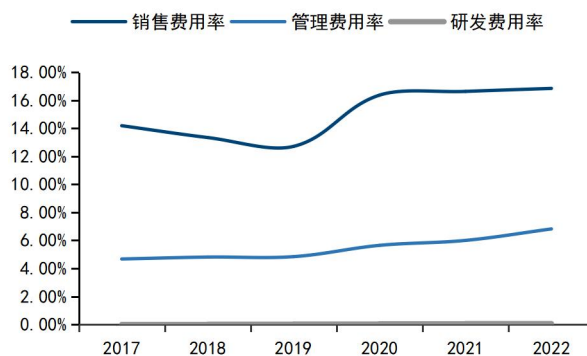
毛利率持续改善, 费用率有所上升。盈利能力方面, 2022 年公司主营业务毛利率、销售净利率分别为 24.94%、1.90%, 分别同比-1.79pct、+0.07pct。23Q1 毛利率提升 1.56 pct 至 25.05%; **费用率方面**, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 16.84%/6.82%/0.06%, 分别同比+0.21pct/+0.82pct/-0.01pct。

图8: 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

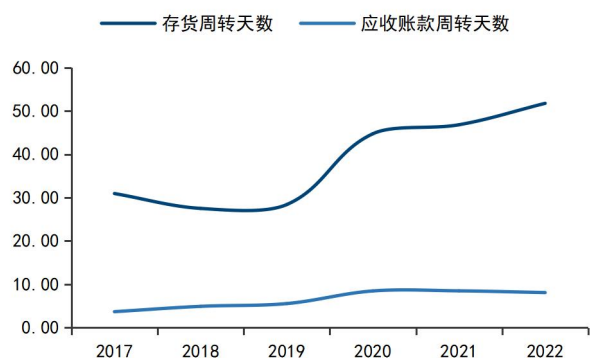
图9: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

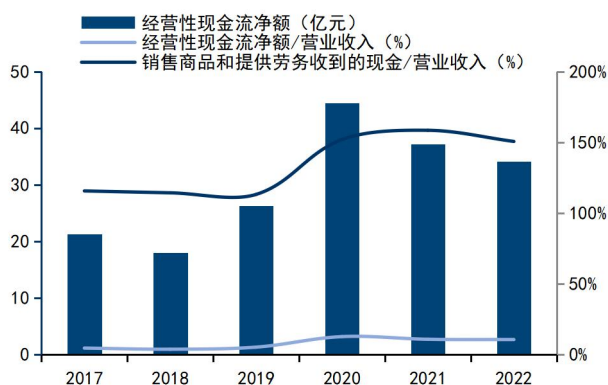
营运能力及现金流方面, 公司 2022 年存货周转天数 51.76 天, 同比上升 4.95 天; 应收账款周转天数 8.06 天, 同比下降 0.4 天。公司 2022 年经营性现金流净额为 34.07 亿元, 经营性现金流净额/营业收入基本持平。

图10: 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11: 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

行业分析

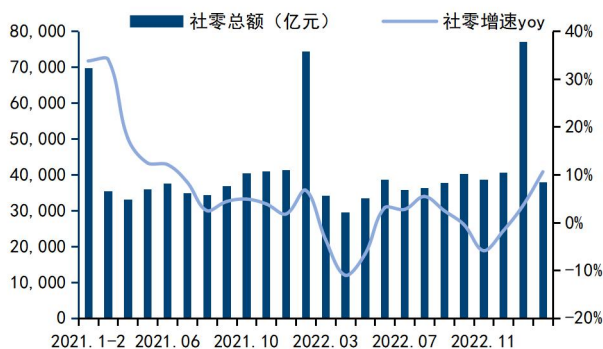
行业概况：传统线下渠道再次焕新，紧抓机遇提升竞争力

行业规模：线下消费复苏刺激规模不断提升

2022 年以来消费行业整体受疫情走势的影响出现较大波动，同时去年以来经济下行压力也相对较大，居民收入水平以及消费意愿也在降低，多方面因素影响下，整体消费水平有所承压，社会消费品零售总额 439733 亿元，同比下降 0.2%。

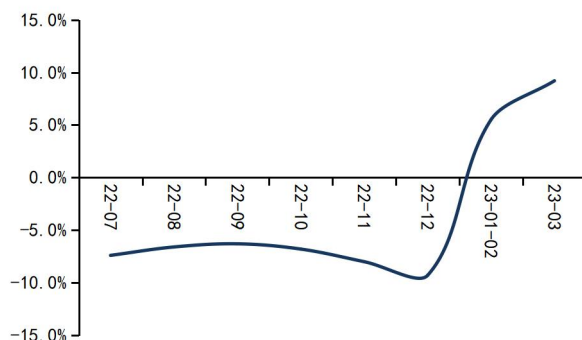
但自去年底疫情防控优化以来，消费行业在经历了短期疫情第一波冲击后，已经逐步进入到正常的复苏轨道，特别是在春节黄金周旺季消费刺激下，一季度消费整体呈现平稳复苏态势。2023 年一季度，社会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%。其中线下百货实体店铺随着防控解除后消费场景的恢复，实际经营加快恢复，23 年一季度线下百货业务社零同比增长 9.2%，好于社零数据整体水平。

图 12: 中国社会消费品零售总额及同比增速



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

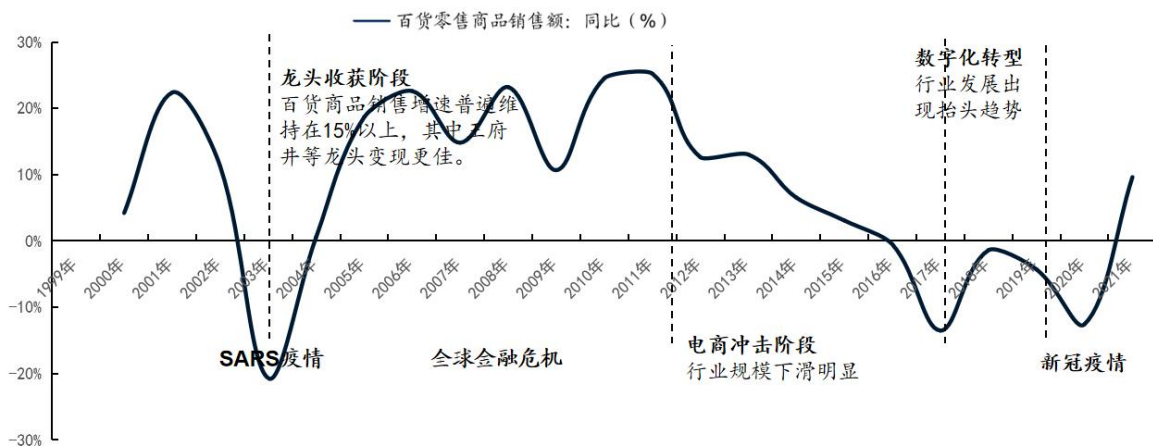
图 13: 百货渠道社零数据增速



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

我们复盘百货业态的发展情况来看，在 2003 年-2011 年，除非典疫情和金融危机的影响外，百货商品销售增速普遍维持在 15% 以上。但进入电商冲击阶段（2012 年-2016 年），百货零售商品销售规模快速下滑，行业增速进入个位数运行阶段。虽然近几年的时间，线上渠道通过电商平台为消费者提供了快捷、便利的购物方式，但是线下渠道的体验性和服务性也是不可或缺的。展望未来，随着疫情影响的逐渐退去，无论是品牌方还是消费者对于线下渠道的重视程度也将会越来越高，同时政策端也不断发力来促进线下消费复苏。百货渠道作为线下可选消费的主要渠道之一，将会不断受益于线下客流回温以及消费升级带来的销售额稳步提升。

图14: 百货行业发展复盘



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

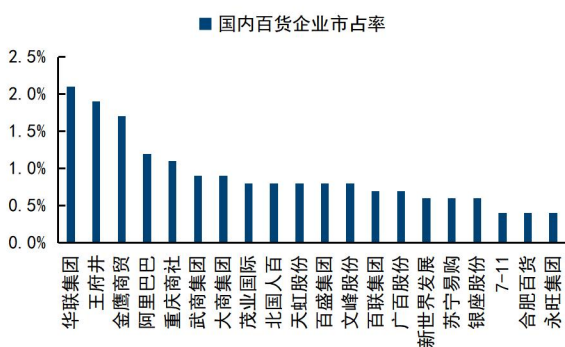
综合分析来看, 作为可选品类主要渠道的百货板块景气度与宏观经济具有较高的相关性。从百货上市公司的季度营收数据看, SW 百货板块上市公司 2010 年以来总营收的季度增速与 GDP 累计增速的相关系数 r 值达到 0.67, 两者之间存在较高的相关性, 且百货公司总营收的增速波峰与低谷幅度均大于宏观经济增速。未来百货渠道的进一步仍需要经济水平的稳步提振, 以及在此背景下的居民消费水平和消费意愿提升所支撑。

行业格局: 整体较为分散, 疫情出清经营不佳企业

中国百货企业大多在成立之初便具有地方国营属性, 形成了较强的区域属性, 规模体量也不尽相同。据 Euromonitor 统计数据, 截至 2021 年底, 中国共有百货销售网点 7875 家, 受到疫情影响, 整体数量上呈现下降趋势, 预计将进一步加速出清。市场集中度方面, 由于上述的区域性特征, 中国百货行业整体格局分散, 2021 年 CR3/CR5 分别仅为 5.7%/8.0%, 远低于国际水平。

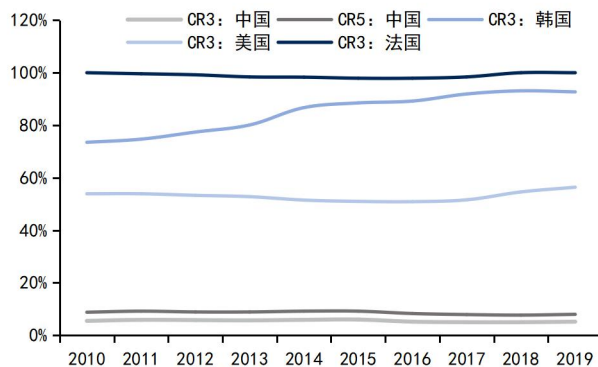
零售业态变迁是一个相对缓慢的过程, 但过去三年疫情扮演催化剂的角色, 一次性出清了百货业态的低效产能, 行业在大破大立中迎来新生, 也将凸显百货业态核心价值环节, 优质百货企业也将在积极转型中获得发展动能。

图15: 2021 年国内百货企业市占率情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图16: 中国百货行业集中度与国际市场对比情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

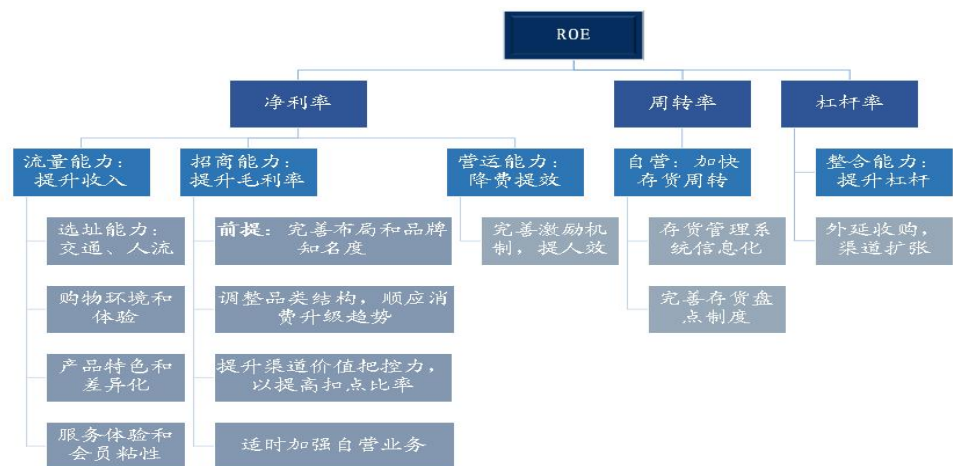
未来我们认为，百货仍然是优质的消费渠道，在消费者购物行为场景化、社交化的趋势下，其正利用商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势，通过全渠道购物体验将顾客拉回线下，全国商场客流指数呈现上升趋势。百货企业应充分抓住机遇，通过内部改革提效、数字化变革、业态转型升级等来提升竞争力。

行业催化一：机制改善，国企改革激发活力

如前文所述，近年来百货渠道在疫情等外部因素，以及行业自身发展趋势压力下表现较为挣扎。而为破除发展困境，各百货公司已着手转型升级，提升公司经营和盈利水平，主要包括提升内部经营效率和推进业态转型升级两方面。

内部提效方面，我们认为行业内公司同质性强，核心竞争力是商圈流量经营、产品特色差异化、优质购物体验等，并考虑到百货企业联营+自营的商业模式特征，可以从以下几个方面来提升 ROE 水平：

图 17：百货公司指标分拆：如何提升 ROE 水平



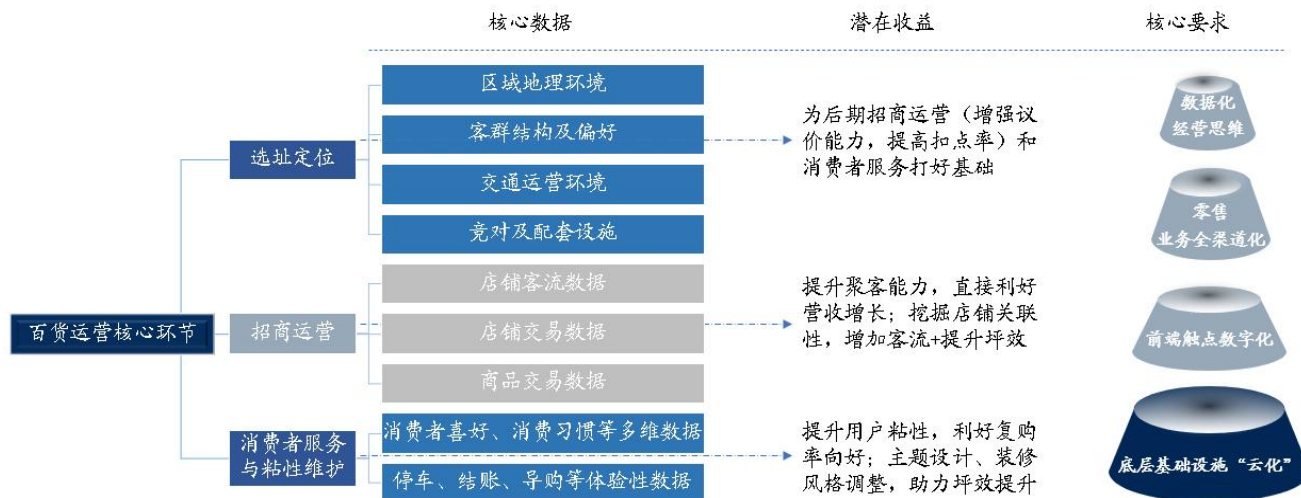
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同时，百货公司具备明显国资属性，有望通过改革释放活力，可以更好的提升经营效率，我们认为具体措施可包括：1) 股权激励/员工持股：股权上的高管激励及员工持股，以及业绩上的超额业绩现金奖励，有效激发员工积极性，并绑定高管与上市公司利益，实现公司的长效稳定发展；2) 混合所有制改革：混改主要通过引入战略投资，改善经营管理机制，提升外延扩张潜力，增强综合竞争力；3) 资源整合：大股东资产注入，包括整合集团产业链资产，解决同业竞争等问题，引入社会资本，开发或收购资产资源。

行业催化二：数字化转型，探索降本增效

长期来看，受到消费习惯的变迁的影响，百货渠道在整体中国零售市场中的份额在不断萎缩，从 2005 年的 9.30% 下降至了 2019 年的 5.82%，而电商渠道的市场占比快速上涨，从 2005 年的仅 0.14% 上涨至了 2019 年的 28.24%。不过，从市场数据我们也可以看到百货渠道近两年的下滑速度相较于 2014-2017 年有所减缓。而为了应对线上渠道的冲击，多家百货公司也积极推动数字化转型，拥抱新零售，实现获客，提效等方面的业务突破。

图 18：一图说明百货零售商数字化转型



资料来源：阿里云研究中心、埃森哲、国信证券经济研究所整理

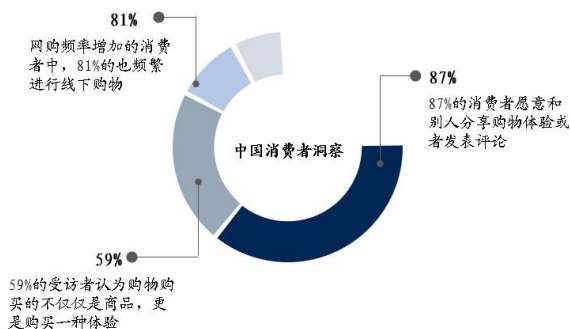
实际上，在百货业内，数字化并非新词，2015 年阿里入局银泰百货时便引起过关于“互联网+零售”的讨论，但总体而言，百货零售商在数字化转型道路上存在一些不足，如部门之间有限的未实现打通、分析；消费者数据停留在客流量统计上，缺少对用户图谱的描绘等。零售商实施连锁化经营，通过异地扩张并不断扩张规模，一方面可强化区域布局，另一方面有利于取得与强势品牌对等的合作地位，提升对上游的议价能力。

行业催化三：围绕线下零售价值，推动多元化业态布局

前文所述，百货经营近年面临着外部业态分流、消费增速放缓等多方压力，行业规模收缩明显，而在疫情的冲击之下，传统百货倒闭的案例也层出不穷。因此从长期经营来看，百货企业需要根据行业趋势变化，积极推进业态转型升级。

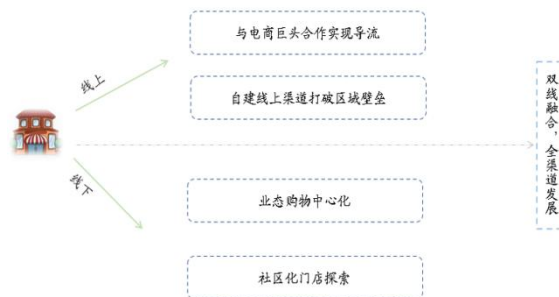
对标日本市场，在与我国现阶段社会经济状况类似的日本 20 世纪 80 年代。这一时期民众可支配收入达到一定程度但经济增速放缓，伴随消费观念变迁以及家庭小型化和购物便利化，消费的业态选择以及产品偏好都在变化，比如具备社交场景化的购物中心和精品超市越来越多，同时个性化高性价比产品受到追捧。

图 19：消费者注重社交性和场景式购物体验



资料来源：《2018 埃森哲中国消费洞察》、国信证券经济研究所整理

图 20：商业地产数字化转型遇到的问题和挑战



资料来源：CCAGM、国信证券经济研究所整理

整体来看，零售企业的全渠道布局秉承流量在哪里，就向哪里积极尝试布局的思路。因此，我们看到近年来国内百货企业也在积极求变，转型布局方向包括但不限于：一是在线上通过与电商巨头合作或是自建线上渠道进行O2O业态的开拓，二是线下向购物中心以及社区精品店方向转型；三是围绕存量商业体进行现代化的重塑，与时尚艺术等吸引当下流量的热点进行有机融合等。

因此，我们认为，由于社会经济的发展，居民消费习惯的变迁，百货渠道不可避免的受到了新兴业态的冲击而走向下坡路。但整体来看百货渠道价值仍存，在消费者购物行为场景化、社交化的趋势下，其正利用商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势，通过全渠道购物体验实现新顾客的获取。我们认为百货企业需要根据行业趋势变化，积极推进业态转型升级，以提升基本面状况，包括完善百货、购物中心、奥特莱斯和超市等多业态布局格局；拥抱新零售，推进数字化转型等。

公司分析

区位优势：自有物业区位布局优势明显，受益疫后快速复苏

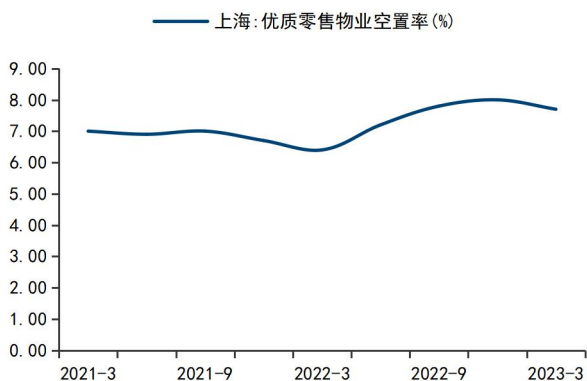
➤ 深耕上海地区，受益核心商业疫后快速复苏

公司业务深耕的上海地区，虽然在2022年3月至6月，受到了新冠疫情以及较为严格的封控措施所造成的较大冲击，但作为国际时尚消费中心，疫后的复苏趋势也体现了较强的城市韧性。

同时，疫情后上海市政府也出台了一系列的消费刺激政策，大力促进消费复苏。2022年8月下旬至12月，上海市政府先后4次发放“爱购上海”电子消费券，总共投入11亿元。2023年3月，上海市发布《关于我市进一步促进和扩大消费的若干措施》，针对全年消费节庆、四大经济、四大消费内容、提升商业空间品质和优化消费市场环境五个方面，推出15项促消费措施，提振消费信心。同时，上海市还制定了23年全年促消费活动方案，将从2月起逐步开展第四届“五五购物节”和6大主题消费季活动，助力零售市场回暖。

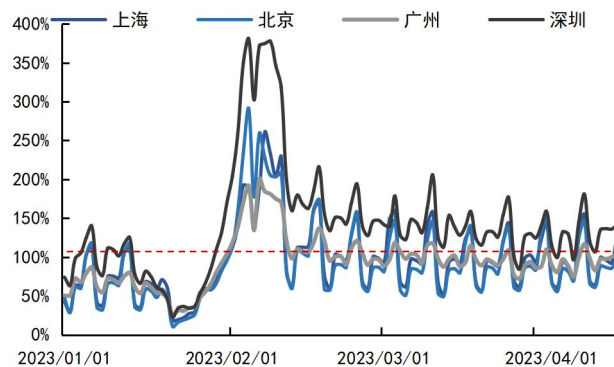
从目前数据来看，截至2023年3月，上海优质零售物业空置率为7.7%，相较于22年底的8%有所好转。2022年，市场仍有多家消费类国际品牌开设其上海首店，体现了上海最为国内时尚消费的前沿阵地，其较强的区位辐射效应的稀缺性。从消费数据来看，上海地区也体现出良好的整体复苏态势。线下方面，据消费市场大数据实验室，第四届“五五购物节”启动首月（2023年4月29日—5月28日），上海线下消费日均近80亿元，与2021年同期基本持平，较2022年购物节（2022年8月1日—30日）同比增长33.6%。而线上方面，“2023上海双品网购节暨数字生活节”期间（4月28日—5月12日），上海实现网络零售649亿元，较去年同期增长37.8%。

图21：上海优质零售物业空置率



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图22：2023年四大一线城市地铁客流已超过2019年同期水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司依托自身优异地理位置有望持续率先受益于上海核心地区消费复苏的趋势。

据消费市场大数据实验室，在今年上海“五五购物节”期间，250家大型商业企业销售额同比增长16.4%，客流增长31.5%。其中，百联股份旗下多家百货和购物中心所在的南京东路商圈、五角场商圈，销售额分别较去年购物节同期增长65.5%、64.6%。

同时根据赢商网数据，端午期间，百联股份全国四十余家门店，端午节当天客流同比2021年同期，实现两位数增长。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；百联临港和东方商厦青浦店也录得20%的客流增长。

➤ 公司自有物业占比高，且区位优势明显

公司旗下自有物业面积达到223.46万平方米，占总面积达45.37%，其中综合百货业务自有物业（不含自有+租赁模式）23家，百货/购物中心自有物业面积比例分别为62.96%/54.33%，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12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3: 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

2021 年百联发布“一核三柱”全新战略, 以商业零售为核心, 以商业金融、商业资产、商业投资为支柱来驱动商业零售发展。其中商业资产将聚焦资本化, 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, 标志着百联集团迈出了资产证券化的重要一步。

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》于 2022 年 11 月 15 日正式成立, 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。该项目不仅给百联股份产生投资收益约 7.09 亿, 改善公司现金流动性, 同时商业地产出表也会降低企业的杠杆水平, 进一步为实体经济企业加速发展注入活力。

表4: 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

该次类 REITs 项目标的资产金山购物中心和川沙购物中心均坐落于上海, 且均位于金山和川沙核心地理位置, 整体商业资产优异, 其中金沙购物中心开业至今已有 13 年, 运营状态较为成熟, 在受疫情封困因素影响的 2022 年 1-4 月仍是实现净利润 3.58 亿; 川沙购物中心相对来说开业时间更短, 但由于毗邻上海迪士尼, 依靠其超大客流量目前整体基本实现盈利。

表5: 类 REITs 项目底层标的资产相关数据

主要	上海百联金山购物中心有限公司		上海百联川沙购物中心有限公司	
开业时间	2010 年 9 月 28 日		2017 年 4 月 26 日	
地点	上海市金山区卫清西路 188 号		上海市浦东新区川沙路 5398 号	
占地面积	86,995 平方米		93,215 平方米	
主要财务数据 (万元)	2022 年 1-4 月	2021 年	2022 年 1-4 月	2021 年
资产总额	93,956.91	47,861.33	121,734.45	98,473.67
负债总额	68,067.29	20,147.80	78,127.75	56,540.35
净资产	25,889.62	27,713.52	43,606.70	41,933.32
营业收入	3,260.42	9,806.33	3,130.24	11,319.80
净利润	35,757.10	2,053.97	17,279.38	60.64
扣非净利润	616.15	1,904.33	-255.47	-111.92

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

今年 3 月 24 日, 为进一步健全 REITs 市场功能, 推进 REITs 常态化发行, 完善基础制度和监管安排, 证监会发布了《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 常态化发行相关工作的通知》, **正式将试点资产类型拓宽至百货商场、购物中心等城乡商业网点项目**。政策的推行旨在贯彻党中央、国务院关于把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署, 支持消费类基础设施建设, 消费基础设施 REITs 也因此应时而生。

商业地产获准发行公募 REITs 后, 有助于打通相关企业“投融管退”渠道, 即: 1) 通过 REITs 出表项目募集资金, 获得业务拓展资金; 2) 通过旗下商管子公司运营底层资产获得管理费用, 实现真正的轻资产运营; 3) 通过认购 REITs 获得稳定分派收益。

表6: 政策支持消费基础设施 REITs

时间	政策名称	介绍
2021/7	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》	扩大基础设施 REITs 试点区域和行业范围, 将试点行业扩展至交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、国区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房, 并探索在其他基础设施领域开展试点, 酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围。
2022/12	《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》	遵循试点先行、稳妥推进原则, 明确不动产投资范围及试点管理人要求, 从基金募集、投资、运作、信息披露等方面进行规范。允许符合要求的私募股权基金管理人在具备初步募资和展业计划的基础上设立不动产私募投资基金, 引入机构资金, 投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等, 促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。
2023/2	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见(征求意见稿)》	稳步发展房地产投资信托基金 (REITs)。稳步推进房地产投资信托基金 (REITs) 试点工作, 支持房地产投资信托基金 (REITs) 份额交易流通, 促进长期稳定经营, 防范短期炒作。优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展房地产投资信托基金 (REITs) 试点, 为利用各类建设用地(含集体建设用地、企事业单位自有空闲土地等) 依法依规建设和持有运营长期租赁住房的企业提供资金支持。
2023/3	《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目申报推荐工作的通知》	支持消费基础设施建设。贯彻党中央、国务院关于把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署, 研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。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。

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。

业态升级: 围绕零售趋势推进业态转型升级

公司不断对现有业务进行转型升级。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: 自建模式持续推进门店扩张, 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, 近八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。在积累相关运营经验后, 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, 目前仍以公司优势地区华东地区为主。

今年以来, 公司奥莱业务整体表现依旧强势: 根据公司官网, “五一”期间全国百联旗下奥莱销售额共实现双位数增长, 可比口径恢复至 2019 年同期的 136%; 青浦奥莱 1-4 月同比 21 年销售额增长 8.7%, “五一”单日销售规模近 4500 万元, 创开业 17 年以来最高纪录; 武汉、长沙、济南三地百联奥莱“五一”当日销售额相比 21 年同期增长均超 40%。

而在今年端午期间, 根据赢商网数据, 公司全国 8 个城市的 9 家奥特莱斯, 客流与未受大规模疫情封控影响 2021 年端午节相比, 增长了近 6 成; 上海、武汉、长沙百联奥莱的客流增长约三成, 而南京和济南高新客流约翻了一番。

表7: 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	2021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	55+
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	30+
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	20+
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	10+
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、奥莱领秀、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, 基本与去年持平。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。

从今年五一期间数据来看, 全国奥特莱斯主要门店均有优异表现。王府井旗下奥莱销售同比增幅达93%; 北京燕莎奥莱和首创奥莱销售额同比增长了3.8倍和2.7倍; 百联股份奥莱门店销售额实现两位数以上增长, 可比口径恢复至2019年同期的136%, 其中“五一”当天, 青浦奥莱单日销售规模近4500万元, 创开业17年以来最高纪录。

图23: 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24: 去年奥特莱斯新增体量迎来历史新高



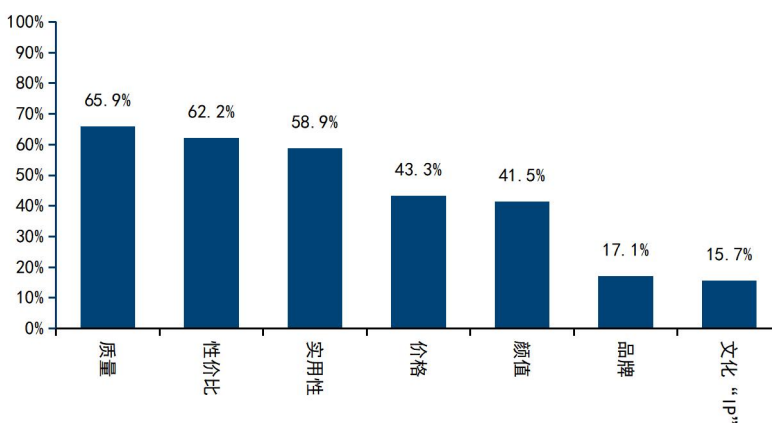
资料来源: 赢商大数据、国信证券经济研究所整理

奥特莱斯业态再度走热，主要来自供需双重驱动：

1) 需求端：消费者回归理性消费，追求高性价比。在三年疫情对于经济的冲击，以及我国宏观经济度过高速发展时期整体增速放缓的大背景下，消费者不断减少冲动购物、盲目从众以及虚荣心理，回归理性消费，价格因素的重要性在不断提升；但同时 2022 年我国人均消费支出达到 2.45 万元，相较于 2012 年的 1.21 万元已实现翻倍增长，在经济快速发展带动消费升级之后，消费者对于产品品质有了一定的要求，因此高性价比成为消费者热衷追捧的主要因素。

2) 供给端：高库存水平带动供给增加，强体验式场景提高吸引力。在经济下行周期中，由于消费力下降导致品牌方库存日益高企，但同时这些库存商品正好是奥莱的目标商品，因此高库存水平的品牌方成为奥莱源源不断的供应商。同时，疫情后以休闲体验为主的户外活动，成为当下新的消费场景，消费者在进行购物时，也会更加偏好空气流通、环境尚佳、拥有大面积户外广场的小镇式奥莱。

图 25：当前影响消费者购买决策的产品因素及其重要程度



资料来源：中国青年报社社会调查中心、国信证券经济研究所整理

因此，在当前居民消费越发注重性价比的趋势下，预计未来公司将会继续推进相关业态的对外拓展，以打造奢品奥莱、精品奥莱为重点方向，持续扩大旗下奥特莱斯品牌影响力及覆盖面，实现业务的稳步持续成长。

➢ 百货及购物中心存量业务：推动“商业+”创新，打造新零售标杆业态

“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 年春节期间，该商业中心客流实现同比增长 20%。

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，根据公司官网披露，2022 年共组织整合营销

15 场、特色营销近 500 场，年底销售恢复 71%、客流恢复 61%；另举办新品首发 60 次、联名营销 66 次、艺术策展 7 场，取得了良好的经济效益和社会效益；还处于试营业状态下的国内首座聚焦次元文化的商业体——ZX 创趣场，根据新华社报道数据，目前平日客流 1.5 万-2 万人，今年“五一”期间单日客流破 7.5 万。而在今年端午节当天客流也达到了 5 万人。

表8: 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 体验店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

➤ 免税: 关注市内免税政策推进进展, 百联具备运营潜力

2020 年 7 月，百联集团发公告称已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请，但该免税品经营资质获批存在不确定性。2021 年 9 月，在上海市人民政府发布的《上海市建设国际消费中心城市实施方案》中提到：“大力发展免税经济。支持本市企业申请免税品经营资质，鼓励免税店设立国产商品销售专区。扩大境外旅客购物离境退税“即买即退”实施范围、优化退税流程。扩大退税商店数量、类型及覆盖地域范围，鼓励重点商圈、机场、宾馆酒店内商场和旅游景区商业网点开设退税商店。在机场、港口等入境口岸，重点商圈、涉外宾馆酒店、重点文旅体育设施和会展场馆，加大免税店和退税商店推介力度。”而在今年举行的浦东新区国际消费中心全球推介大会上，上海自贸试验区陆家嘴管理局副局长袁冶峰表示将“积极推动商圈免税店试点。探索扩大境外旅客购物离境退税‘即买即退’实施范围、优化退税流程，发挥好离境退税对消费的助力作用”。

虽然目前百联免税经营资质的申报暂无后续消息，但公司作为上海市国有零售龙

头，在免税政策调整窗口期，未来在积极争取牌照过程中仍具一定潜质。

提质增效：数字化转型及国企改革激发经营活力

数字化进程不断加快：2015年7月，百联集团成立了子公司“百联全渠道电子商务有限公司”，开始其数字化探索道路。可以大致将分成四个阶段：

第一阶段：2015-2016年，门店数字化改造及商务电子化平台建设。2015年公司先后对十家门店先后实施多项措施进行门店数字化改造，着重推进车库改造、WIFI及室内导航、电子屏配置、POS收银系统改造及门店自提点建设等项目。并不断推进数字化平台建设，多次进行内测和试运营。

第二阶段：2016-2017年，“+互联网”的B2C电商模式初步形成。经过多次反复试验，2016.5.19整合了旗下多家网上商城的全新区域垂直商务电子化平台——i百联平台正式上线。并于次年和阿里巴巴在六个领域实现全方位合作加速数字化转型步伐。

第三阶段：2018-2019年，百联到家+百联云店链接线上线下的O2O模式。2018年公司将营运管理总部与商务电子部合并成立新零售营运部，再次提升新零售业务的重要性。并通过到家和云店两种模式，把超市、门店与线上场景实现了物理连接，助力线下零售的数字化实践。

第四阶段：2020年-至今，数字化深度融合阶段。公司通过CDP平台、百联通PLUS会员、“百联生活”等进一步将线上线下做深度融通，不断向开放生态延展。并借助华为启动国内首家数字化奥莱，以及一揽子数字化转型合作方案，依托华为的全栈ICT技术能力，通过重构商业零售“人、货、场”要素，进一步提升集团经营效率和用户消费体验。

图 26: 公司数字化转型进程

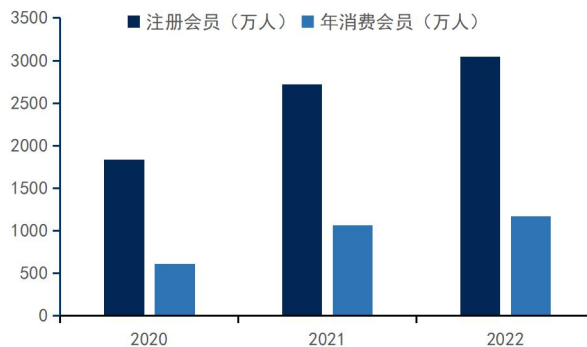


资料来源：中国百货商业协会、公司官网、国信证券经济研究所整理

而从目前来看，百联股份整体数字化转型效果卓越。2022年公司线上实现营业收入17.96亿元，相较于2016年的1.31亿元，增长十倍有余。同时会员规模也大幅增加，截止2022年底，公司注册会员/年消费会员分别为3045/1170万人，较2020年分别提升65.67%/91.18%。而在2023年i百联519周年庆，历时25天完成销售额1.9亿元，其中5月13-15日连续3天销售破千万元。

图27：线上营收及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图28：公司会员情况


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

国企改革：国企改革迎来新阶段，有助于企业激发活力

从当前国企改革的大背景来看。国有企业一直都是国家经济发展的重要支撑，从十八届三中全会以来，国企改革不断深化，取得了众多成果，并很大程度上激活了相关企业的发展效率。其中混合所有制改革、股权激励等手段成为了激发国企经营效率的重要手段。近年来有较多国有企业开始逐步推进市场化的考核机制，提升员工积极性，加速对公司发展项目的落地进程。

其中，上海国资国企在改革中，按照党中央、国务院关于混合所有制改革有关政策要求，结合上海地方国有企业实际，坚持把“混”作为重要手段，把“改”作为关键支撑。目前，混合所有制企业已成为上海地方国有企业中最有活力、最有实力、最有发展潜力的部分。

表9：十八届三中全会后国企改革的五个阶段

阶段	重要措施
2013-2015	《关于深化国有企业改革的指导意见》，“1+N”顶层设计
2016-2018	“十项改革试点”，第一、第二、第三批混改试点相继推出
2018-2020	“双百行动”实施，第四批混改试点推出
2020-2022	《国企改革三年行动方案》
2023 至今	坚持“一个目标”，用好“两个途径”，发挥“三个作用”

资料来源：国务院国资委、国信证券经济研究所整理

而根据今年2月召开的上海市国资国企改革发展暨党建工作会议。2023年，上海将要牢牢把握高质量发展主题，以推动国有经济提质增效为总目标，以建设世界一流企业为总抓手，以深化“1+3+N”国资监管体制改革为总推手，努力推动国有资本和国有企业做强做优做大，力争全年主要经营指标增速6%以上。同时，上海要稳妥推进混合所有制改革，支持企业适时引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者。持续推进员工持股试点。完善中国特色现代企业制度，健全市场化经营机制。深化职业经理人薪酬制度改革，继续实施一批股权类或现金类激励计划。

总体来看，百联股份作为国有企业一直积极响应国家政策方针，推动改革不断深化，增强市场竞争力。我们认为未来公司治理机制改善上在一下几个方面有望实现进一步深化：

一是，激励机制的进一步优化。自18年起，公司积极响应推行职业经理人制度和任期制契约化管理，被实践验证有一定的管理效果。而在今年，公司董事长叶永

明表述，未来公司还会在过去实践的基础上，继续积极探索员工超额利润分享、门店合伙人制度等员工长效激励约束机制，让员工活力和企业的内生动力得到激发。实现从“机制”上保障“人”。

二是，混合所有制改革引入战投激发业务潜力。公司旗下联华超市于 2016 年 12 月全部被阿里旗下易果生鲜控股 21.17%，次年阿里收购易果生鲜 18% 股份，并于百联集团达成深度战略合作，赋能数字化全方位发展。在当前公司主业积极推进数字化转型的背景下，引入外部战投赋能将发挥有效的助力作用。

盈利预测

假设前提

我们盈利预测基于以下假设条件：

收入端，我们分业务进行分拆预测

1) **百货业态**：截至 2022 年底公司共有百货 12 家，同时 10 家处于华东地区，2022 年受到上海封困影响收入同比下滑 26.9%，未来随着公司依托已有百货优越地理位置，通过不断切入精准细分市场实现稳步复苏增长，公司“一店一策”转型持续进行中，目前已有 TX 淮海、淮海 755、ZX 创趣场三家新型商业空间，预计 23-25 年营收同比 10.00%/13.50%/8.00%，预计毛利率不断改善，未来三年预计 25.80%/26.10%/26.20%。

2) **购物中心**：截至 2022 年底公司共有购物中心 23 家，2022 年受到线下门店闭店等影响收入下滑 34.5%，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，并依托在地文化精心打磨年轻化、差异化的空间产品。未来有望持续逐步改善，预计 23-25 年营收同比 25.00%/30.00%/17.00%，预计毛利率为 44.70%/45.10%/45.40%。

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，2022 年青岛即墨奥莱开业，而上海青浦奥莱近五年均位于全国奥莱榜单榜首，年收入超过 50 亿，成为业内标杆。未来公司将奢品奥莱、精品奥莱作为重点扩张方向，随着未来均价的提高以及即墨奥莱逐渐放量，预计 23-25 年营收同比为 34.00%/29.00%/17.00%，毛利率为 79.80%/80.20%/80.50%。

4) **超级市场**：由于超级市场中必选消费居多，因此在疫情期间表现相对稳健，22 年增速达到 13.1%，但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 23-25 年营收同比为 1.00%/0.80%/0.50%，预计毛利率逐渐恢复至疫情前状态，23-25 年预计 19.40%/19.45%/19.49%。

5) **便利店**：目前公司便利店数量保持稳定状态，但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，23-25 年营收同比增长 5.00%/3.70%/2.00%。由于封困等疫情影响，导致 21-22 年毛利率下滑严重，但未来随着外部条件恢复常态，预计 23-25 年毛利率也会有所恢复至 14.75%/14.83%/14.90%。

6) **大型综合超市**：截止 2022 年底共有直营门店数 137 家，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，2022 年收入下滑 9.13%，但未来华东地区负面影响逐渐消散，整体业绩呈现小幅回升，预计 23-25 年营收同比增长 2.00%/1.20%/0.70%，毛利率处于持平小幅提升状态，23-25 年毛利率为 22.43%/22.51%/22.58%。

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。由于品类的特殊性, 对于线下门店依赖性较强, 因此 2022 年收入下滑 49.5%, 因此预计未来三年会实现恢复性增长, 23-25 年营收同比增长 28.00%/25.00%/17.00%, 毛利率为 26.67%/26.91%/27.00%。

据此推算, 公司 23-25 年营收分别为 338.92/356.82/369.51 亿元, 同比 5.03%/5.28%/3.56%。具体分拆数据如下表所示:

表 10: 公司核心假设与盈利预测拆分表

单位: 万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,465,014.94	3,226,903.10	3,389,266.75	3,568,211.39	3,695,095.26
YOY	-1.62%	-6.87%	5.03%	5.28%	3.56%
毛利率(%)	26.73%	24.94%	26.57%	27.69%	28.46%
百货	224,215.41	163,834.42	180,217.86	204,547.27	220,911.06
YOY	17.13%	-26.9%	10.00%	13.50%	8.00%
毛利率(%)	27.31%	22.28%	25.80%	26.10%	26.20%
购物中心	190,245.94	124,587.74	155,734.68	202,455.08	236,872.44
YOY	5.51%	-34.51%	25.00%	30.00%	17.00%
毛利率(%)	54.61%	39.01%	44.70%	45.10%	45.40%
奥特莱斯	110,848.37	96,735.33	129,625.34	167,216.69	195,643.53
YOY	16.98%	-12.73%	34.00%	29.00%	17.00%
毛利率(%)	76.75%	72.17%	79.80%	80.20%	80.50%
超级市场	1,013,823.47	1,146,592.65	1,158,058.58	1,167,323.05	1,173,159.66
YOY	-1.25%	13.10%	1.00%	0.80%	0.50%
毛利率(%)	18.97%	19.19%	19.40%	19.45%	19.49%
便利店	156,230.16	155,240.57	163,002.60	169,033.69	172,414.37
YOY	-5.20%	-0.63%	5.00%	3.70%	2.00%
毛利率(%)	15.19%	14.53%	14.75%	14.83%	14.90%
大型综合超市	1,506,834.28	1,369,186.90	1,396,570.64	1,413,329.49	1,423,222.79
YOY	-8.54%	-9.13%	2.00%	1.20%	0.70%
毛利率(%)	20.87%	22.17%	22.43%	22.51%	22.58%
专业专卖	113,644.67	57,347.63	73,404.97	91,756.21	107,354.76
YOY	44.74%	-49.54%	28.00%	25.00%	17.00%
毛利率(%)	32.92%	18.71%	26.67%	26.91%	27.00%
其他收入	149,172.64	113,377.86	132,652.10	152,549.91	165,516.65
YOY	8.95%	-24.00%	17.00%	15.00%	8.50%
毛利率(%)	72.40%	82.09%	75.00%	75.00%	75.00%

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。

同时公司每年由于其他权益工具投资收到的而产生稳定的**投资收益**, 2022 年由于实施类 RIETs 项目而产生 7.24 亿, 因此我们预期未来投资收益恢复正常水平, 未来三年业绩测算结果如下:

表11: 未来3年盈利预测表

单位 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34650	32269	33893	35682	36951
营业成本	25389	24221	24887	25801	26434
销售费用	5762	5435	5718	6048	6282
管理费用	2079	2200	2033	2192	2282
研发费用	22	18	17	18	18
财务费用	145	111	28	28	12
投资收益	159	724	220	190	215
营业利润	1063	981	1041	1379	1718
利润总额	1180	1033	1101	1439	1778
归属于母公司净利润	753	684	702	918	1134

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上, 预计公司 23-25 年营业收入分别为 338.92/356.82/369.51 亿元, 归母净利润为 7.02/9.18/11.34 亿元, EPS 为 0.39/0.51/0.64 元/股。

盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多, 此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平, 其中主要变量为收入增速和毛利率。其中 2023-2025 年乐观场景下营收增速提高 0.5%, 毛利率提升 0.5pct; 悲观情况下营收增速降低 0.5%, 毛利率分别降低 0.5pct, 敏感性测试结果如下表所示:

表12: 盈利预测的敏感性分析

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	34,650	32,269	34,054	36,022	37,483
(+/-%)	-1.6%	-6.9%	5.5%	5.8%	4.1%
净利润(百万元)	753	684	814	1042	1270
(+/-%)	-5.6%	-9.1%	19.0%	27.9%	22.0%
摊薄 EPS	0.42	0.38	0.46	0.58	0.71
中性预测					
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%
摊薄 EPS	0.42	0.38	0.39	0.51	0.64
悲观预测					
营业收入(百万元)	34,650	32,269	33,731	35,344	36,424
(+/-%)	-1.6%	-6.9%	4.5%	4.8%	3.1%
净利润(百万元)	753	684	591	796	1001
(+/-%)	-5.6%	-9.1%	-13.6%	34.6%	25.8%
摊薄 EPS	0.42	0.38	0.33	0.45	0.56

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：274.2-306.0 亿元

我们采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司受益于疫后线下场景的恢复，收入端实现恢复性增长。同时毛利率也不断恢复至疫情前水平，同时高毛利率业务奥特莱斯占比不断提升，也助力整体毛利率有所升高。而在费用率方面，未来相关宣传、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。

表 13：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	-30.22%	-1.59%	-6.87%	5.03%	5.28%	3.56%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
营业成本/营业收入	74.70%	73.27%	75.06%	73.43%	72.31%	71.54%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%
管理费用/营业收入	5.21%	5.52%	6.30%	5.50%	5.67%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%
研发费用/营业收入	0.05%	0.06%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
销售费用/销售收入	16.37%	16.63%	16.84%	16.87%	16.95%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
营业税及附加/营业收入	0.90%	1.06%	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	44.25%	46.36%	40.53%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
股利分配比率	74.08%	80.19%	100.98%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用公司所处的申万商贸零售板块过去 52 周的 beta 算术平均数 1.20；无风险利率取 3.50%；股票风险溢价取 6.50%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%，由此计算得出公司的 Ke 为 12.21%。

表 14：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	43.00%
无风险利率	3.50%	Ka	11.30%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.34
公司股价	13.53	Ke	12.21%
发行在外股数	1784	E/(D+E)	83.05%
股票市值(E)	24140	D/(D+E)	16.95%
债务总额(D)	4928	WACC	10.61%
Kd	4.90%	永续增长率(10年后)	1.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设，注：股价采用 6 月 29 日收盘价

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		Ke 变化				
		11.2%	11.7%	12.21%	12.7%	13.2%
永续 增长 率变 化	1.4%	18.23	17.30	16.46	15.69	14.99
	1.2%	18.06	17.15	16.33	15.58	14.89
	1.0%	17.90	17.01	16.21	15.47	14.80
	0.8%	17.74	16.88	16.09	15.37	14.71
	0.6%	17.59	16.75	15.98	15.27	14.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为 15.37 元/股-17.15 元/股，中值为 16.21 元/股。因此得出公司总市值为 274.2-306.0 亿元。但同时公司还在 B 股上市，而 A 股股本占比为 89.93%，因此 A 股对应市值为总市值的 89.93%，即 246.6-275.1 亿元，中值为 260.0 亿元。

相对估值：235.4-284.8 亿元

由于公司当前业务较为多元，以综合百货和超市相关业务，但是二者业务模式区别较大，导致两块业务的盈利能力、成长能力、财务负债水平都有较大差异。所以我们采用分部估值法，分别对两块业务采用相对估值法进行估值。由于百联股份超市相关业务主要由子公司联华超市提供，百联股份控股联华超市 20.03%，同时拥有百联集团托管的联华超市 22.70% 股权，对联华超市拥有控制权，因此我们根据百联股份公告披露的联华超市相关收入和利润对历史数据进行剥离拆分；而对于 23-25 年，选取超级市场、便利店、大型综合超市合计作为超市相关业务的收入，而在利润端，我们保守估计未来三年超市业务维持 2022 年净率水平，并考虑到百联股份持股 20.03%，得到超市业务归母净利润为 -0.24/-0.25/-0.25 亿元。

表16：百联股份业务拆分

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
综合百货收入	180.24	197.16	206.16	220.79	65.61	74.97	53.81	67.16	81.85	92.63
超市收入	290.53	274.65	278.11	283.80	286.49	271.53	268.88	271.76	274.97	276.88
总收入	470.77	471.81	484.27	504.59	352.09	346.50	322.69	338.93	356.82	369.51
综合百货利润	9.69	8.73	8.95	10.06	8.33	8.25	7.09	7.27	9.42	11.59
超市利润	-0.69	-0.26	-0.22	-0.48	-0.36	-0.73	-0.25	-0.24	-0.25	-0.25
总归母净利润	9.00	8.47	8.72	9.58	7.97	7.53	6.84	7.02	9.18	11.34

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

1) 超市业务：

超市业务板块我们选取的可比公司为永辉超市、红旗连锁、中百集团、家家悦，均为以连锁超市为主业的龙头上市公司，同时渠道以线下实体店为主，与百联股份超市业务的发展模式上较为相似。

百联股份超市业务及四家可比公司相关财务数据如下表所示：百联股份超市业务整体收入水平较高，仅次于永辉超市，毛利率受到超市整体定位等原因在可比公司中较低，但整体处于提升态势，2021/2022 毛利率分别为 19.54%、20.31%。而在利润端，由于疫情等外部因素影响，超市行业整体承压明显，除红旗连锁近两年均实现盈利，家家悦 2022 年扭亏为盈，略有盈利，其他可比公司 2021、2022 年均为亏损，但百联股份亏损大幅收窄，归母净利润同比增长率达 65.65%，净利

率水平也仅次于红旗连锁和家家悦。

表 17: 超市业务可比公司 2021/2022 年主要财务数据

	百联股份	永辉超市	家家悦	红旗连锁	中百集团	
2021 年	营收 (亿)	271.53	910.62	174.33	93.51	123.31
	yoy	-5.22%	-2.29%	4.52%	3.29%	-6.08%
	归母净利润 (亿)	-0.73	-39.44	-2.93	4.81	-0.22
	yoy	-102.44%	-319.78%	-168.61%	-4.66%	-152.13%
	毛利率	19.54%	18.71%	23.26%	29.67%	25.09%
	净利率	-1.34%	-4.94%	-2.03%	5.14%	-10.66%
2022 年	营收 (亿)	268.88	900.91	181.84	100.20	121.97
	yoy	-0.97%	-1.07%	4.31%	7.15%	-1.08%
	归母净利润 (亿)	-0.25	-27.63	0.54	4.86	-3.20
	yoy	65.65%	29.94%	118.42%	0.90%	-1322.60%
	毛利率	20.31%	19.68%	23.25%	29.06%	23.94%
	净利率	-0.46%	-3.33%	0.10%	4.85%	-2.57%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 百联股份超市业务毛利率为估算, 净利率采取子公司联华超市净利率水平

从可比公司估值来看, 考虑到超市业态整体利润率较低, 近年在疫情以及自身业务转型压力下, 盈利波动较大, 因此我们采取 PS 估值法。公司超市业务可比公司 23-25 年对应的平均 PS 水平分别为 0.43/0.41/0.39。考虑到目前公司超市业务仍处于亏损状态, 但亏损幅度在逐渐收窄, 给予公司超市业务 2024 年 PS 水平 0.40-0.42x, 再考虑到公司控制联华超市, 拥有 42.73% 的控制权, 因此对应市值约 47.0-49.3 亿元。

表 18: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	总市值	营业收入				PS			
				2023/6/29	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E
601933.SH	永辉超市	3.13	284.05	900.91	927.48	968.63	1014.19	0.32	0.31	0.29	0.28
603708.SH	家家悦	12.41	80.33	181.84	192.59	206.05	218.76	0.44	0.42	0.39	0.37
002697.SZ	红旗连锁	5.98	81.33	100.20	106.87	114.16	121.53	0.81	0.76	0.71	0.67
000759.SZ	中百集团	4.45	30.31	121.97	121.79	125.25	130.04	0.25	0.25	0.24	0.23
	平均值							0.45	0.43	0.41	0.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 综合百货业务:

综合百货业务板块我们选取的可比公司为王府井、天虹股份、友阿股份, 均为以百货、购物中心、奥特莱斯为主要业态, 与百联股份综合百货业务的发展模式上较为相似。

百联股份综合百货业务及四家可比公司相关财务数据如下表所示: 百联股份百货业务整体收入处于中等水平, 但归母净利润处于相对领先, 若剔除相关非经常性收益影响, 预计实际为亏损状态。由于线下门店受到疫情影响较大, 2022 年百货板块公司整体收入和利润同比均有所承压, 但从幅度上来说, 百联股份由于主要经营地上海, 受影响波动更大, 因此收入端下滑幅度显著。同时公司虽然报表净利润较高, 但主要系非经收益 (预计主要为市国资委减免租金专项补贴等政府补助) 较高所致, 剔除相关影响预计处于亏损状态。

表19: 百货业务可比公司 2021/2022 年主要财务数据

	百联股份	王府井	友阿股份	天虹股份	
2021 年	营收 (亿)	74.97	127.53	25.66	122.68
	yoy	14.27%	55.08%	10.93%	3.97%
	归母净利润 (亿)	8.25	13.40	1.31	2.32
	yoy	-0.92%	246.55%	-5.99%	-8.41%
	毛利率	52.76%	42.14%	47.01%	39.24%
	净利率	11.01%	10.81%	2.88%	1.90%
2022 年	营收 (亿)	53.81	108.00	17.89	121.25
	yoy	-28.23%	-15.32%	-30.29%	-1.17%
	归母净利润 (亿)	7.09	1.95	0.33	1.20
	yoy	-14.04%	-85.46%	-74.71%	-48.26%
	毛利率	48.08%	38.28%	50.57%	36.81%
	净利率	13.18%	1.26%	0.23%	0.99%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理,

注: 百联股份综合百货业务为估算

从可比公司估值情况来看, 可比公司 23-25 年平均 PE 水平分别为 26.74/21.62/20.22 倍。而在可比公司中, 天虹股份由于购物百货业态占比较低, 2022 年营业收入仅占 33.69%, 利润占比为 53.95%; 王府井为综合百货龙头, 通过全国性的多元化零售业态布局, 整体营收规模处于较高水平, 同时也积极发力奥特莱斯, 奥莱业务占比 13.04%, 但毛利率为 64.40%, 相较于百联股份奥莱毛利率 72.17%, 仍有一定差距; 友阿股份旗下拥有友阿奥莱、购物中心以及 7-ELEVEN 便利店等, 依托多业态综合发展, 以及全渠道管理战略实现毛利率达 50.57%。

与可比公司相比, 百联股份公司收入水平处于中上游, 但整体毛利率前期均高于可比公司, 虽然 22 年受疫情封控措施等影响严重, 但公司身处全国时尚消费中心, 未来恢复韧性足, 同时积极开拓的奥莱业态也较为符合当前消费趋势, 未来随着青岛即墨奥莱以及其他潜力项目不断释放业绩增量, 同时存量购物中心和百货转型升级, 整体收入和利润率有望得到进一步提高。考虑短期 23 年无论是疫后经营的恢复、存量业态转型调整以及新业务的爬坡都需要时间改善, 我们采用公司 2024 年盈利预测值进行测算, 给予公司 24 年对应 20-25 倍 PE, 对应市值 188.4-235.5 亿元。

表20: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	总市值	EPS	PE						
					2023/6/29	22A	23E	24E	25E		
600859.SH	王府井	19.8	224.74	0.17	0.88	1.13	1.41	115.12	22.39	17.58	14.05
002277.SZ	友阿股份	3.12	43.50	0.02	0.09	0.11	0.10	131.65	35.10	28.92	31.08
002419.SZ	天虹股份	5.79	67.68	0.10	0.25	0.32	0.37	56.38	22.72	18.36	15.52
平均值								101.05	26.74	21.62	20.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

整体来看, 根据上述分部估值加总, 因此得出公司总市值为 235.4-284.8 亿元。但同时公司还在 B 股上市, 而 A 股股本占比为 89.93%, 因此 A 股对应市值为总市值的 89.93%, 即 211.7-256.1 亿元, 对应中值 233.9 亿元。

最终我们综合考虑绝对估值及相对估值, 给予公司 A+B 股总市值 260.1-289.2 亿元, 对应 A 股市值 233.9-260.1 亿元, 对应价格 14.58-16.21 元/股。较 2023 年 6 月 29 日收盘价具有的 7.8%-19.8% 上行空间。

投资建议：长三角地区零售龙头，转型升级赋予新活力，首次覆盖，给予“增持”评级

百联股份作为华东零售龙头公司，具备稀缺区位优势，且多年深耕下形成了完善的零售业态布局。当前随着疫后线下消费复苏的稳步推进，具备较好区位禀赋以及较强经营调整能力等百货龙头有望迎来发展新机遇。同时公司自身也在持续推动数字化转型提效，并围绕零售趋势推进业态升级，实现自我迭代升级。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 7.02/9.18/11.34 亿元，EPS 为 0.39/0.51/0.64 元/股，综合考虑绝对及相对估值，对应 A 股市值 233.9-260.1 亿元，对应价格 14.58-16.21 元/股。较 2023 年 6 月 29 日收盘价具有的 7.8%-19.8%上行空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 14.58-16.21 元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、权益资本成本(K_e)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

权益资本成本(K_e)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 K_e 时假设无风险利率为 3.50%、风险溢价 6.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 K_e 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们采取分部估值,在超市业务方面,我们选取了同属于连锁超市龙头企业永辉超市、红旗连锁、中百集团、家家悦;在综合百货业务方面,我们选取了王府井、合肥百货、武商集团、重庆百货作为可比公司,并分别采取 2024 年平均 PS、PE 作为相对估值的参考,同时考虑公司的成长性,给予了一定的估值溢价,可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ **未来业绩恢复增长不及预期。**我们假设未来公司综合百货、超市业务均能够受益于疫情后复苏而实现恢复性增长,但是如果公司整体业务恢复不及预期,可能会导致收入被高估;
- ◆ **毛利率提升不及预期。**我们假设未来随着公司顺利转型,同时随着公司整体经营不断改善,不断提质增效,毛利率整体提升,但如果转型不及预期或者经营效率并没有实质改变,可能会导致毛利率被高估,从而影响利润水平;
- ◆ **超市业态利润率不及预期。**我们假设未来三年超市业务亏损维持 2022 年利润率水平,但可能整体受到外部因素或自身经营影响不及预期。

行业风险

消费复苏不及预期风险。目前整体消费信心仍然相对不足,未来消费者在消费时将变得更加谨慎、理性、追求性价比,消费复苏的不确定性仍然存在。

线下渠道恢复不及预期风险。随着线上渠道的冲击带来的消费者购物习惯改变,直播电商、社交电商、本地生活等各类新型电商和平台迅猛发展,加速市场格局重新洗牌和流量再分配,因此随着疫情放开线下渠道能否再度占据一定市场份额存在一定的不确定性。

经营风险

竞争加剧风险。目前商业项目拟开业量仍然在高位发展，未来还将有大量新入者进入市场，虽然百联股份作为零售业态龙头公司，但新入者增多仍会带来较大的竞争压力。

成本压力风险。目前公司探索数字化转型中面临技术创新、产品功能创新、服务创新及模式创新的挑战，需要投入较高的资金和人力成本，若整体转型未达预期或者投入成本过高也会给公司利润端带来一定的压力。

人才流失风险。公司未来的发展最终取决于人才，目前公司正处于转型期，存在一定的人才缺口，尤其是复合和专业人才，因此若是人才供给不能及时跟上公司发展步伐，可能会对公司未来发展存在一定影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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)					
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
关键财务与估值指标						财务费用	145	111	28	28	12
每股收益	0.42	0.38	0.39	0.51	0.64	营运资本变动	272	2834	(115)	2147	1929
每股红利	0.34	0.39	0.30	0.40	0.49	其它	(28)	99	(15)	(19)	(24)
每股净资产	10.03	9.86	9.96	10.07	10.22	经营活动现金流	2239	4699	2207	4768	4840
ROIC	2.46%	0.45%	3%	6%	8%	资本开支	0	359	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	4.20%	3.89%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(976)	(157)	0	0	0
毛利率	27%	25%	27%	28%	28%	投资活动现金流	(993)	341	(1260)	(1260)	(1260)
EBIT Margin	3%	0%	3%	4%	4%	权益性融资	(0)	30	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	7%	8%	9%	负债净变化	406	480	400	400	400
收入增长	-2%	-7%	5%	5%	4%	支付股利、利息	(603)	(691)	(541)	(707)	(873)
净利润增长率	-6%	-9%	3%	31%	24%	其它融资现金流	(1544)	(878)	227	(300)	0
资产负债率	69%	69%	70%	71%	71%	融资活动现金流	(1939)	(1270)	86	(607)	(473)
股息率	2.5%	2.9%	2.2%	2.9%	3.6%	现金净变动	(693)	3771	1033	2902	3107
P/E	32.1	35.3	34.4	26.3	21.3	货币资金的期初余额	16167	15474	19245	20278	23180
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	15474	19245	20278	23180	26287
EV/EBITDA	28.3	48.7	25.1	22.0	20.3	企业自由现金流	0	4415	782	3342	3372
						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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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