



奥特莱斯业态增速较快，百联西郊调改后正式营业，公司业绩有望稳健增长——百联股份（600827.SH）投资价值分析报告

● 网下商品零售持续恢复，奥特莱斯业态增长较快

根据中华全国商业信息中心数据，2023 年 1-11 月份，网下商品零售额实现 262751 亿元，同比增长 4.9%，增速较前 10 月加快 0.5 个百分点，网下商品零售持续恢复。消费理念上，《2023 麦肯锡中国消费者报告》指出，消费者在购买商品和选取渠道是更加谨慎，他们借助线下奥莱、淘宝以及直播带货等多种方式寻找价格更有竞争力的渠道。据中国连锁经营协会相关显示，截至 2023 年三季度，奥特莱斯销售额同比平均增速为 26.3%；客流同比平均增速接近 35%，较 2022 年同期增速明显，奥特莱斯业态增长较快。

● 轻重并举发展奥特莱斯业态，有望带来新增长

今年前三季度，公司旗下奥特莱斯业态实现营收 9.85 亿元，同比增长 46.36%；毛利率为 73.64%，较同期增长 10.16 个百分点。公司涉足奥莱板块较早，积累了丰富的招商资源和国际品牌合作渠道，百联奥特莱斯在中国奥莱行业具有一定领先地位，未来，公司将轻重并举择机发展精品奥莱。受益于消费者对性价比关注提升，奥特莱斯业态有望为公司带来稳健增长。

● 百联西郊调改后恢复营业，经营效能进一步提升

12 月 16 日，经过 18 个月闭店调整的百联西郊购物中心正式开业。百联西郊位于上海西郊生活圈核心位置，此次调改后，百联西郊成为百联股份继淮海 TX 年轻力中心、二次元文化商业空间-百联 ZX 创趣场之后，整体性存量改造、业态创新的第三个商业空间。新开业的百联西郊结合宠物经济、夜间经济、沿河经济，引入了多家全国首店、上海首店、长宁首店及特色店和创意店，经营效能进一步提升。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 325.47、338.45、354.23 亿元，YOY 分别为 0.86%、3.99%、4.66%；EPS 分别为 0.35、0.42、0.53 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 11.55 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

消费信心不足、零售渠道竞争、数字化转型挑战

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,269.03	32,547.14	33,845.44	35,423.08
YOY	-6.87%	0.86%	3.99%	4.66%
归母净利润	684.36	631.78	758.25	950.72
EPS	0.38	0.35	0.42	0.53
P/E	24.97	27.11	22.60	17.91

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

商贸零售行业组

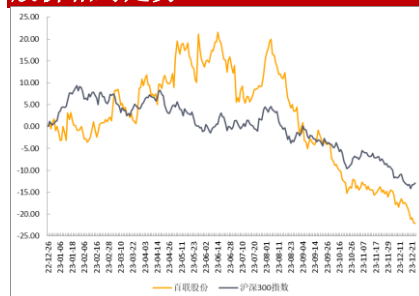
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.12.29

收盘价（元）	9.49
一年中最低/最高（元）	9.04/14.68
总市值（亿元）	169.3
ROE（加权）	1.93%
PE（TTM）	13.89

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
1.1 零售行业	4
二、公司主要业务板块经营情况分析	6
2.1 公司主营业务及产品介绍	6
2.2 公司经营业绩情况	7
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	9
2.3.1 拥有多个知名商业品牌	9
2.3.2 供应链优势	9
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	10
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	12
四、公司估值分析	14
4.1 P/E 模型估值	14
4.2 DCF 模型	15
五、公司未来六个月内投资建议	15
5.1 公司股价催化剂分析	15
5.2 公司六个月内的目标价	16
六、公司投资评级	16
七、风险提示	16



图表目录

图 1: 社会消费品零售总额及增速.....	4
图 2: 网下商品零售额同比增速.....	5
图 3: 居民恩格尔系数走势.....	5
图 4: 按零售业态分限额以上消费品零售额累计增长.....	6
图 5: 公司营收及增速.....	8
图 6: 公司归母净利润及增速.....	8
图 7: 公司营收结构.....	8
图 8: 主要业态毛利率.....	8
图 9: 公司毛利率及净利率.....	9
图 10: 公司各项费用率走势.....	9
图 11: 可比公司存货周转率对比.....	10
图 12: 可比公司应收账款周转率对比.....	10
图 13: 可比公司总资产周转率对比.....	10
图 14: 可比公司销售费用率对比.....	11
图 15: 可比公司管理费用率对比.....	11
图 16: 可比公司财务费用率对比.....	11
图 17: 可比公司毛利率对比.....	12
图 18: 可比公司净利率对比.....	12
图 19: 可比公司 ROE 对比.....	12
图 20: PE 估值百分位.....	14
图 21: 可比公司 PE(TTM)对比.....	14
表 1: 已开业门店分布情况.....	6
表 2: 2023-2025 年公司收入预测.....	13
表 3: 可比公司估值表 (截止 2023 年 12 月 28 日).....	14
表 4: DCF 模型估值.....	15



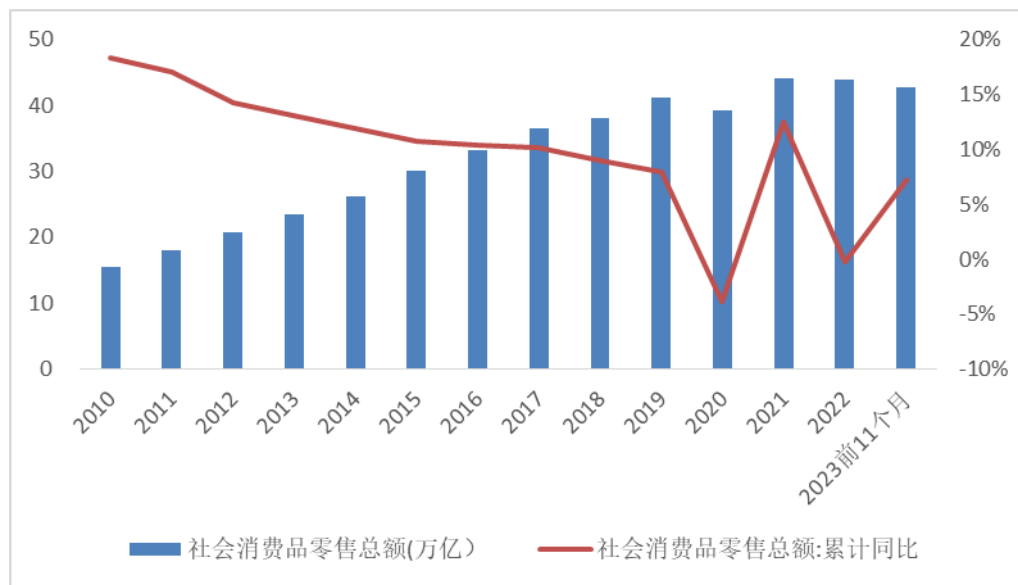
一、公司所属主要行业情况分析

1.1 零售行业

零售业是指以向最终消费者提供所需商品及其附带服务为主的行业。根据《零售业态分类(GB/T 18106-2021)》，零售行业主要分为有店铺零售和无店铺零售两大类，其中，有店铺零售细分为便利店、超市、折扣店、百货店、购物中心等，无店铺零售细分为网络零售、电话零售等。

随着居民消费水平提升，我国社会消费品零售总额逐步扩大。根据同花顺数据，2023年11月份，我国社会消费品零售总额实现42505亿元，同比增长10.1%，增速较10月份加快2.5个百分点。2023年1-11月份，社会消费品零售总额427945亿元，同比增长7.2%，增速较前10月加快0.3个百分点。

图 1：社会消费品零售总额及增速

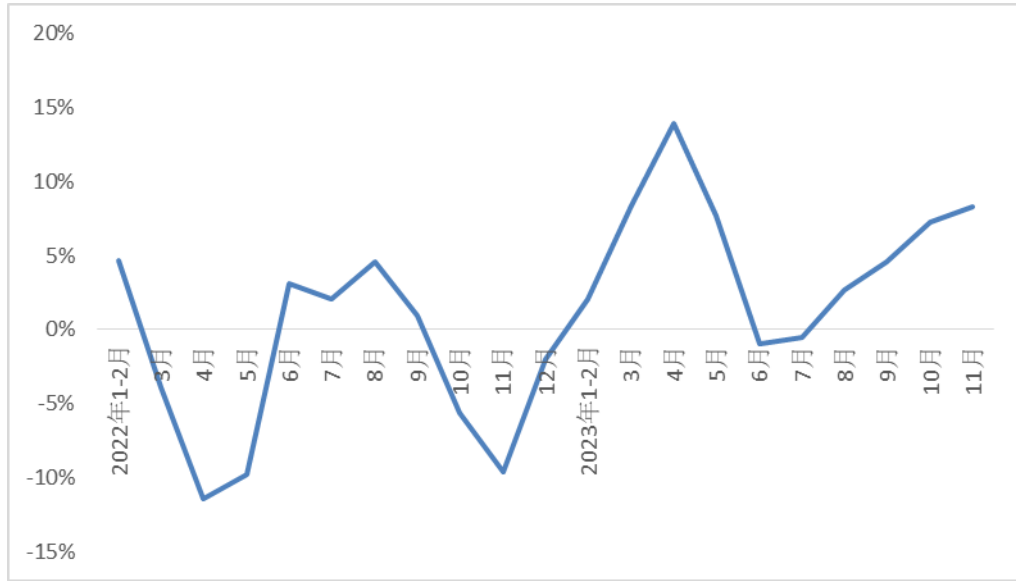


数据来源：同花顺 iFind，华通证券国际有限公司研究部

根据中华全国商业信息中心数据，2023年11月份我国网下商品零售额实现22226亿元，同比增长8.3%，增速较10月份加快1个百分点。2023年1-11月份，网下商品零售额实现262751亿元，同比增长4.9%，增速较前10月加快0.5个百分点，网下商品零售持续恢复。11月份，实物商品网上零售额实现14699亿元，同比增长7.6%，增速较10月份加快2.7个百分点。1-11月份，实物商品网上零售额实现117709亿元，同比增长8.3%，增速较前10月放缓0.1个百分点。2023年1-11月份，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为27.5%，占比较前10月提高0.8个百分点。



图 2：网下商品零售额同比增速

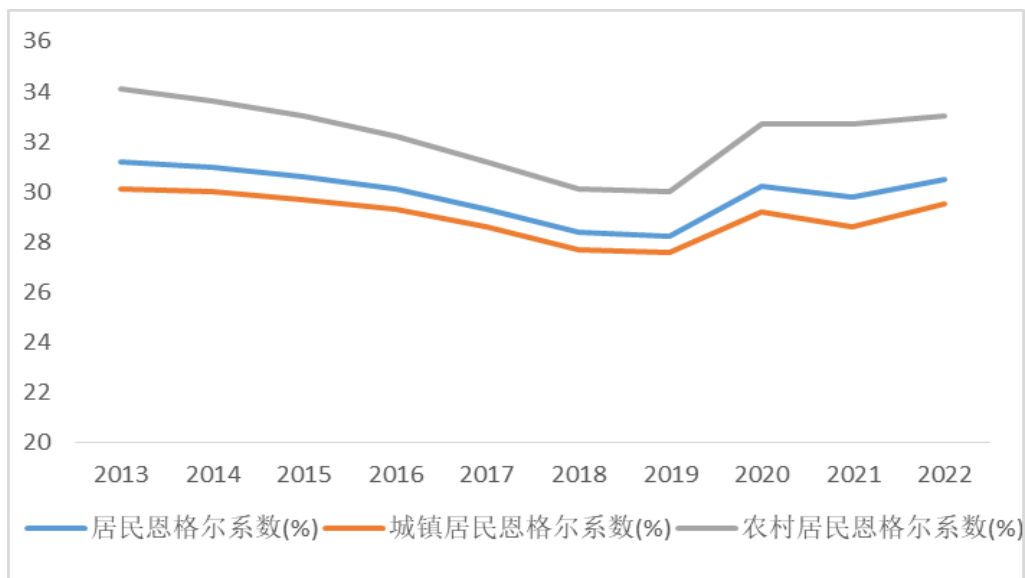


数据来源：中华全国商业信息中心，华通证券国际有限公司研究部

从消费结构来看，随着居民收入水平提升，食品支出占消费比重逐步下降，品质升级类消费逐步提升，在消费发展变化过程中，不同零售业态在不同阶段发挥不同作用。当恩格尔系数在 40% 的阶段，促进了超市的发展，当恩格尔系数下降到 30% 以下，消费趋向多元化，消费者更注重品质和时尚生活，百货、购物中心、奥特莱斯等满足居民多样化消费需求的业态有较大的发展机遇。

根据国家统计局数据，2019 年之前，我国居民恩格尔系数逐年下降，近三年受疫情影响，恩格尔系数有所上升，2022 年居民、城镇居民以及农村居民恩格尔系数分别为 30.5%、29.5%、33.0%。对比 2019 年居民、城镇居民以及农村居民恩格尔系数分别为 28.2%、27.6%、30.0%。

图 3：居民恩格尔系数走势



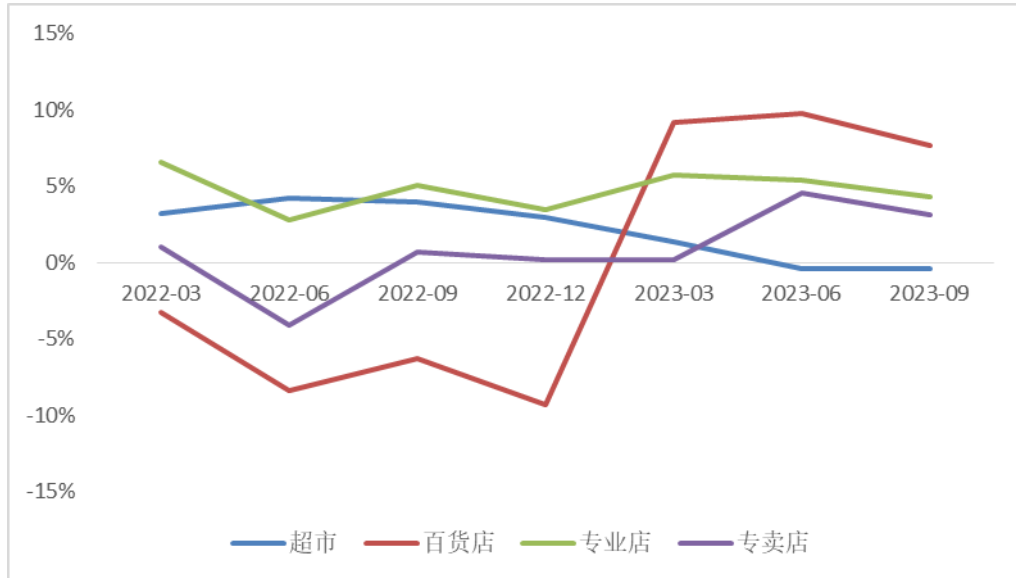
数据来源：国家统计局，华通证券国际有限公司研究部

按零售业态分，2023 年 1-9 月份限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店、专卖店零售额同比分别增长-0.4%、7.7%、4.3%、3.1%。根据中华全国商业信息中心的监测数据，



2023年11月，全国百家重点大型零售企业（以百货业态为主）的零售额同比增长28.7%，较上月增速提升21.9个百分点，1-11月零售额同比增长10.5%，增速较前10月加快1.7个百分点。

图 4：按零售业态分限额以上消费品零售额累计增长



数据来源：同花顺 iFind，华通证券国际有限公司研究部

消费理念上，《2023 麦肯锡中国消费者报告》指出，消费者在购买商品和选取渠道是更加谨慎，他们借助线下奥莱、淘宝以及直播带货等多种方式寻找价格更有竞争力的渠道。据中国连锁经营协会相关显示，2022 年全国奥特莱斯在营项目约 230 个，新开业奥特莱斯项目 23 个，较上年增长 11%，销售额约 2000 亿元。截至 2023 年三季度，销售额同比平均增速为 26.3%；客流同比平均增速接近 35%，较 2022 年同期增速明显，奥特莱斯市场发展呈“逆势增长”。

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

百联股份以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯为核心业务，控股三联集团有限公司及香港上市的联华超市股份有限公司，旗下拥有一批享誉国内外的知名企业，如第一八佰伴、东方商厦、永安百货等百货商店；第一百货商业中心、百联南方、百联西郊、百联中环、百联又一城等购物中心；百联奥特莱斯广场、联华超市、华联超市等一批知名企业；“亨达利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌。各业态的主要经营模式为联营联销、经销、租赁等方式。

表 1：已开业门店分布情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)
华东区	百货	4	19.6	6	7.26



	购物中心	10	93.28	9	72.01
	奥特莱斯	7	65.93	-	-
	大型综合超市	7	16.78	116	95.1
	超级市场	8	1.52	657	43.12
	便利店	-	-	254	1.48
	专业专卖	2	1.66	100	1.32
东北区	购物中心	1	11.63	-	-
	大型综合超市	-	-	1	0.85
	便利店	-	-	97	0.48
华北区	大型综合超市	-	-	1	0.8
华中区	奥特莱斯	1	12	-	-
	大型综合超市	-	-	8	5.82
华南区	大型综合超市	1	0.88	3	1.95
	超级市场	2	0.18	102	4.34
西南区	购物中心	-	-	1	11.46

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

公司围绕“立足上海，辐射长三角，面向全国”的总体规划，已经在上海乃至长三角形成比较显著的区域性优势，与此同时下属门店所处地理位置优越，基本都处于所在城市核心商圈，网点区位优势明显。同时，公司持续创新商业模式，已形成阶段性产出。百联 ZX 创趣场定位国内首座聚焦二次元文化的商业体，于 1 月 15 日试营业，在行业内外均打开了知名度，并斩获多项荣誉，被评为 2023 年商业影响力项目 TOP10。第一百货商业中心，聚焦品牌调整和空间增效，引入艺展、演艺、创意书店等业态，年轻客流的导入成效显著。

12 月 16 日，经过 18 个月闭店调整的百联西郊购物中心正式开业。百联西郊位于上海西郊生活圈核心位置。19 年前，百联西郊作为国内第一家开放式购物中心开业，此次调改后，百联西郊成为百联股份继淮海 TX 年轻力中心、二次元文化商业空间-百联 ZX 创趣场之后，整体性存量改造、业态创新的第三个商业空间。新开业的百联西郊结合宠物经济、夜间经济、沿河经济，引入了多家全国首店、上海首店、长宁首店及特色店和创意店。

2.2 公司经营业绩情况

2020 年，公司实行新收入准则，收入确认方式由总额法转为净额法，因此后续年份营业收入较 2019 年有所下降。随着线下客流逐步恢复，2023 年前三季度，公司实现营业收入 235.59 亿元，同比下降 6.16%，实现归母净利润 3.44 亿元，同比增长 280.90%。



图 5：公司营收及增速

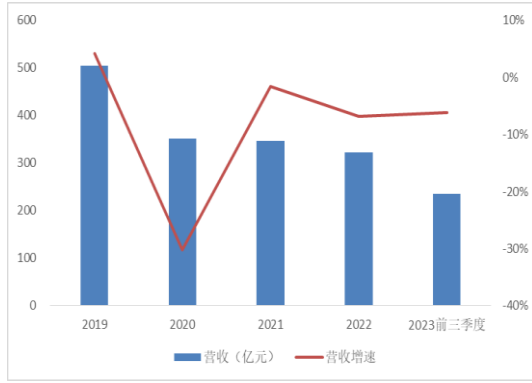
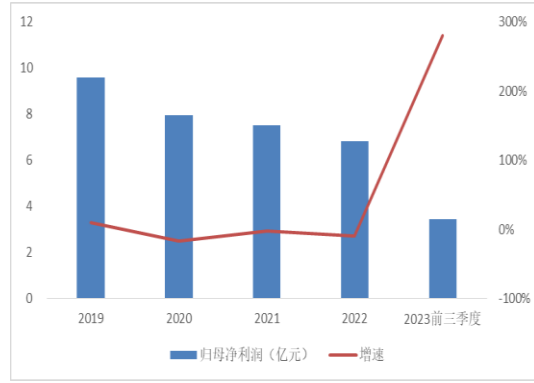


图 6：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司旗下有多种零售业态，2022 年，超级市场、大型综合超市、购物中心、便利店、百货业务、奥特莱斯、专业连锁、其他业务分别实现营业收入 114.66、136.92、12.46、15.52、16.38、9.67、5.73、8.58 亿元，超级市场及大型综合超市贡献主要营收。超级市场、大型综合超市、购物中心、百货业务、奥特莱斯毛利率分别为 19.19%、22.17%、39.01%、22.28%、72.17%。今年前三季度，公司三大核心业态的营收均实现双位数增长，公司百货、购物中心、奥特莱斯主营业务收入分别为 10.38、15.39、9.85 亿元，同比增长 25%、30.3%、46.36%；毛利率分别为 24.89%、43.30%、73.64%，分别增长 5.00、12.19、10.16 个百分点。

图 7：公司营收结构

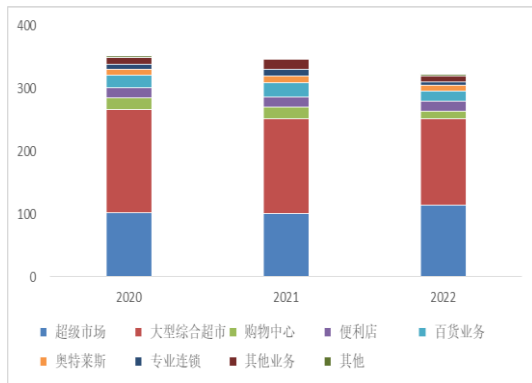
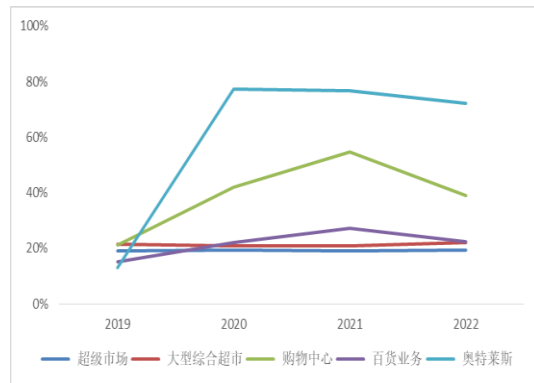


图 8：主要业态毛利率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

受益于主要业态毛利率提升，公司毛利率有所增长，2023 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 26.52%、1.05%。销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 16.08%、7.16%、-0.03%、0.06%。



图 9：公司毛利率及净利率

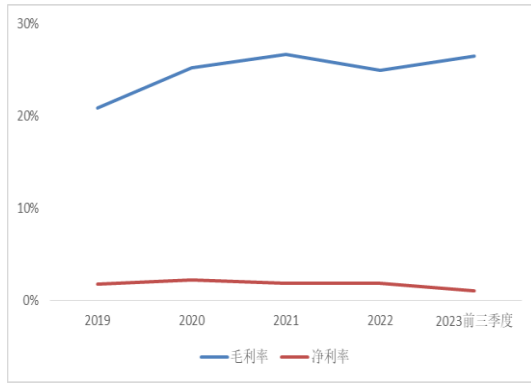
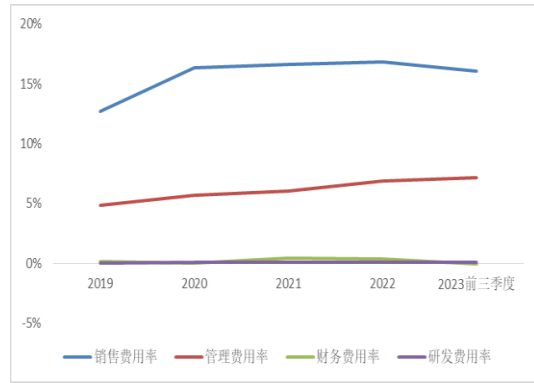


图 10：公司各项费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 拥有多个知名商业品牌

作为上海的商业名片，公司旗下拥有第一八佰伴、永安百货、东方商厦（旗舰店）等多个知名商业品牌及一批地理位置优越的物业，其中不乏历史保护建筑。多年来，公司围绕“立足上海，辐射长三角，面向全国”的总体规划，已经在上海乃至长三角形成比较显著的区域性优势，与此同时下属门店所处地理位置优越，基本都处于所在城市核心商圈，网点区位优势明显。

公司锁定品牌化、数字化、专业化发展方向，积极构建智慧运营体系，提升运营软实力。百货业态通过切入精准细分市场、“一店一策”持续转型；购物中心业态致力于存量升级、提质增效，依托在地文化精心打磨年轻化、差异化的空间产品。通过各类营销活动以及老会员助力拉新，公司沉淀了一批具有较高忠诚度的核心客户群，实现了云店用户增量，截止 2022 年末，公司注册会员规模 3045 万人，年消费会员规模 1170 万人。

公司涉足奥莱板块较早，积累了丰富的招商资源和国际品牌合作渠道，百联奥特莱斯在中国奥莱行业具有一定领先地位，未来，公司将轻重并举择机发展精品奥莱。围绕项目相关运营能力，公司已初步完成奥莱品类标准化研究、新拓展项目投资分析标准，以及奥莱标准成本编制等工作。同时，聚焦“微度假”场景，公司积累宠物、儿童、体验等业态 30+ 品牌。百联奥特莱斯广场（青岛·即墨）4 月 28 日正式开业，为公司在全国的第九座精品奥莱，拥有 100 多个国内外知名品牌。

2.3.2 供应链优势

在发展的过程中，公司坚持全球视野、开放合作，积极推进战略品牌计划，全面提升全渠道供应链能力，已经与众多国内外著名品牌建立了稳定的长期战略合作关系，通过共建目标、共享资源，形成多业态、全渠道、多品牌合作增长。

联华超市占公司营收比重较大，目前超市通过扩展多项合作、多渠道引流、加强店仓一



体化建设，促进全渠道发展；梳理供应链结构，优化、提升供应链效率；多渠道寻找优质通路，完善生鲜供应链，加强生鲜基地建设。

同时，超市将针对生活圈层与家庭生活消费的本质需求与生活方式重组商品，全面启动精选超市试点项目形成不同业态的精准商品规划与品类组织能力；场景方面围绕生鲜四大场景将成功经验及模式形成固化模块，根据既存门店物件及商圈条件，有的放矢进行局部赋能；营销上明确联华品牌未来消费者定位，从单一的价格营销体系转变为内容运营加体验的双向模式做营销运营一体化布局。联华超市具有良好的客户基础，未来，随着超市业绩改善，有望带动公司整体盈利质量改善。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取一般零售领域欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团为可比公司。存货周转率方面，百联股份在可比公司中处于第一位，百联股份、欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团 2023 年前三季度存货周转率依次为 5.43、1.20、1.44、0.77、4.09；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 35.34、94.36、27.44、19.78、25.09；总资产周转率方面，百联股份在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.41、0.26、0.39、0.31、0.74。

图 11: 可比公司存货周转率对比

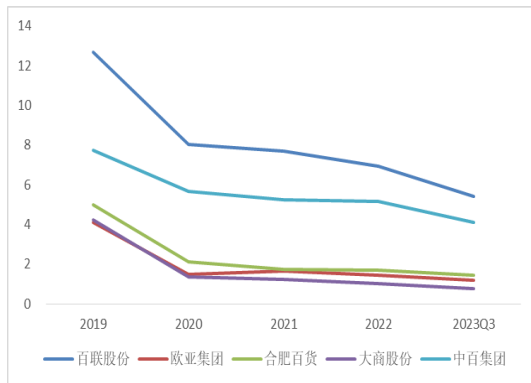


图 12: 可比公司应收账款周转率对比

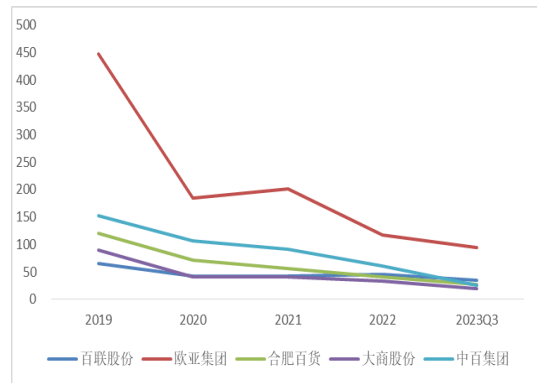
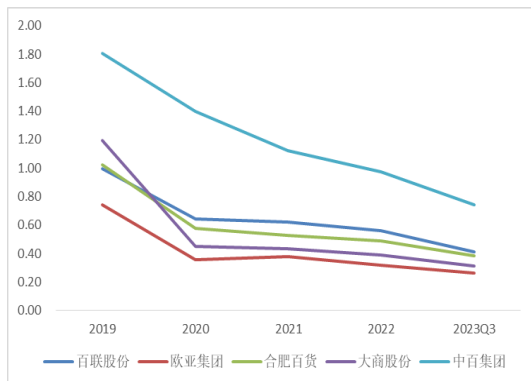


图 13: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，百联股份、欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 16.90%、8.31%、7.01%、12.16%、19.49%；管理费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 6.95%、24.14%、16.03%、10.84%、4.29%；财务费用率方面，上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为-0.01%、6.43%、0.80%、2.35%、0.96%。

图 14: 可比公司销售费用率对比

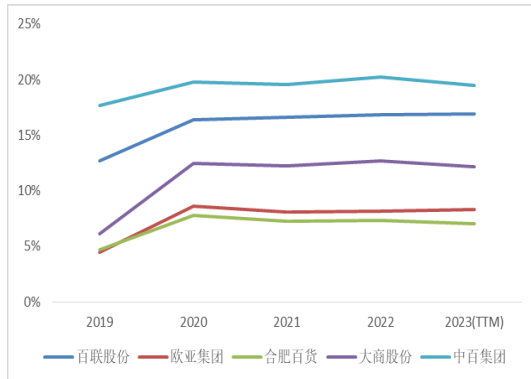


图 15: 可比公司管理费用率对比

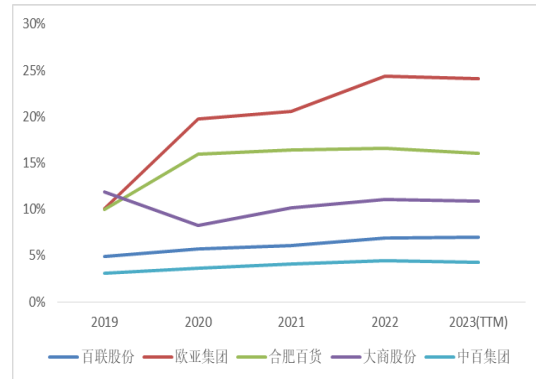
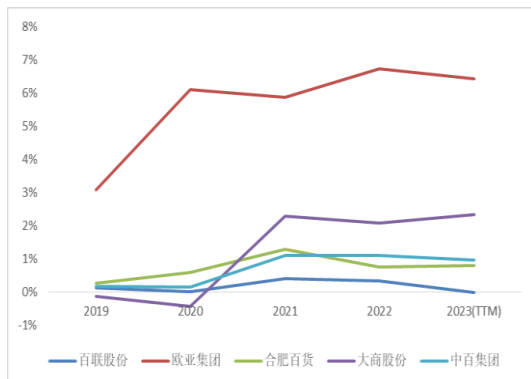


图 16: 可比公司财务费用率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，百联股份、欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 27.16%、43.89%、28.55%、38.91%、23.73%；净利率方面，百联股份在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年 (TTM) 净利率依次为 3.65%、0.32%、4.75%、7.57%、-1.99%；净资产收益率方面，百联股份在可比公司中处于第一位，上述公司 2023 年 (TTM) ROE 依次为 6.79%、-3.81%、5.20%、5.91%、-9.06%。



图 17: 可比公司毛利率对比

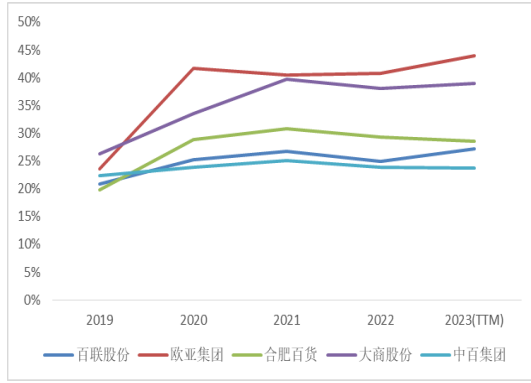


图 18: 可比公司净利率对比

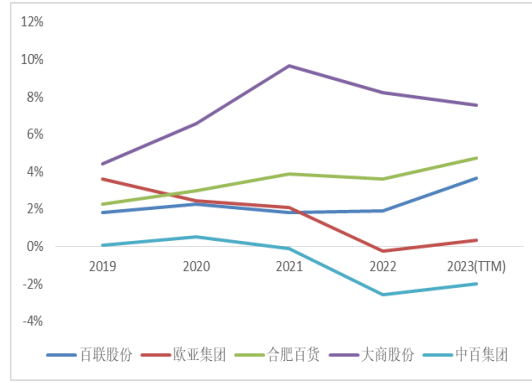
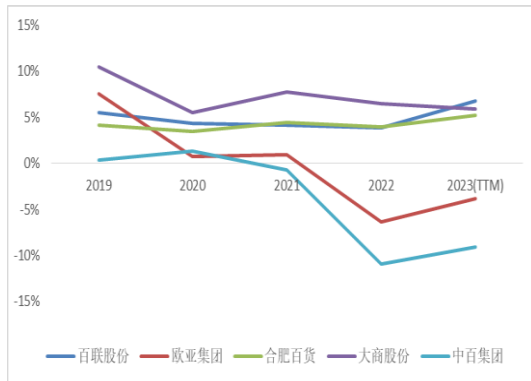


图 19: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 公司旗下拥有多个知名零售业态且多位于上海, 上海人均消费能力较强, 随着线下消费持续恢复, 以及公司内部持续推进商业模式创新、运营效率提升, 公司业绩有望稳健增长。

b. 联华超市占公司营收较大比重, 超市群众基础良好, 目前正通过多种方式提升运营效率。奥特莱斯业态增速好于其他业态, 是公司重要的利润来源, 目前通过轻重模式并举实现地域扩展, 受益于消费者对性价比关注提升, 奥特莱斯业态有望持续增长。百联西郊经历 18 个月闭店调整后已于 12 月开启正式营业, 百联西郊位于上海西郊生活圈核心位置, 新开业的百联西郊结合宠物经济、夜间经济、沿河经济, 引入了多家全国首店、上海首店、长宁首店及特色店和创意店, 经营效能进一步提升。

c. 结合往年数据, 将超级市场、大型综合超市、购物中心、便利店、百货业务、奥特莱斯、专业连锁、其他业务、其他的 2023 年收入增长预测均设为 4%、-15%、70%、20%、5%、35%、30%、5%、20%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 5%、-5%、15%、15%、6%、20%、28%、6%、18%。

d. 结合往年数据, 将超级市场、大型综合超市、购物中心、便利店、百货业务、奥特莱



斯、专业连锁、其他业务、其他的 2023 年毛利率预测设为 19%、21%、40%、15%、22%、73%、20%、95%、33%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 19.5%、22%、41%、16%、23%、74%、21%、96%、34%。

表 2: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
超级市场	收入 (亿元)	114.66	119.25	125.21	131.47
	YOY	13.10%	4.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	19.19%	19.00%	19.50%	19.50%
大型综合超市	收入 (亿元)	136.92	116.38	110.56	105.03
	YOY	-9.13%	-15.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	22.17%	21.00%	22.00%	22.00%
购物中心	收入 (亿元)	12.46	21.18	24.36	28.01
	YOY	-34.51%	70.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	39.01%	40.00%	41.00%	41.00%
便利店	收入 (亿元)	15.52	18.63	21.42	24.64
	YOY	-0.63%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	14.53%	15.00%	16.00%	16.00%
百货业务	收入 (亿元)	16.38	17.20	18.23	19.33
	YOY	-26.93%	5.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	22.28%	22.00%	23.00%	23.00%
奥特莱斯	收入 (亿元)	9.67	13.06	15.67	18.81
	YOY	-12.73%	35.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	72.17%	73.00%	74.00%	74.00%
专业连锁	收入 (亿元)	5.73	7.46	9.54	12.21
	YOY	-49.54%	30.00%	28.00%	28.00%
	毛利率	18.71%	20.00%	21.00%	21.00%
其他业务	收入 (亿元)	8.58	9.00	9.54	10.12
	YOY	-42.51%	5.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	97.70%	95.00%	96.00%	96.00%
其他	收入 (亿元)	2.76	3.32	3.91	4.62
	YOY	--	20.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	33.61%	33.00%	34.00%	34.00%
合计	收入 (亿元)	322.69	325.47	338.45	354.23
	YOY	-6.87%	0.86%	3.99%	4.66%
	毛利率	24.94%	25.45%	26.72%	27.21%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 325.47、338.45、354.23 亿元，同比增长 0.86%、3.99%、4.66%，归属于母公司股东净利润分别为 6.32、7.58、9.51 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.35、0.42、0.53 元。

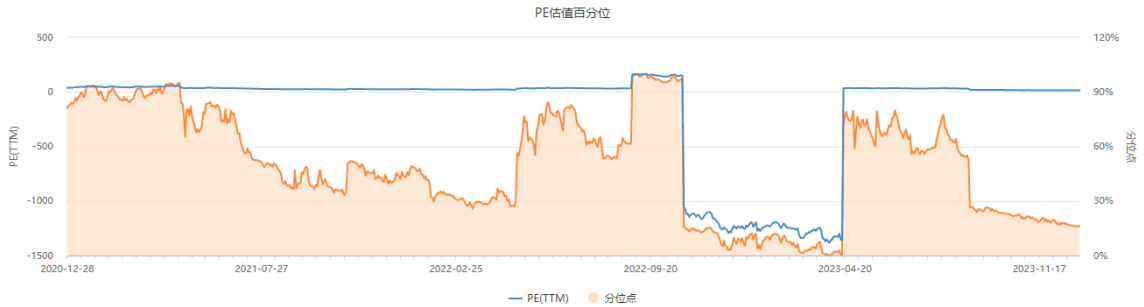


四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

对比 PE (TTM) 估值百分位，12 月 28 日公司 PE(TTM) 为 13.75，PE 百分位为 16.46%，目前 PE 在过去三年里比 83.54% 的时候都要低。

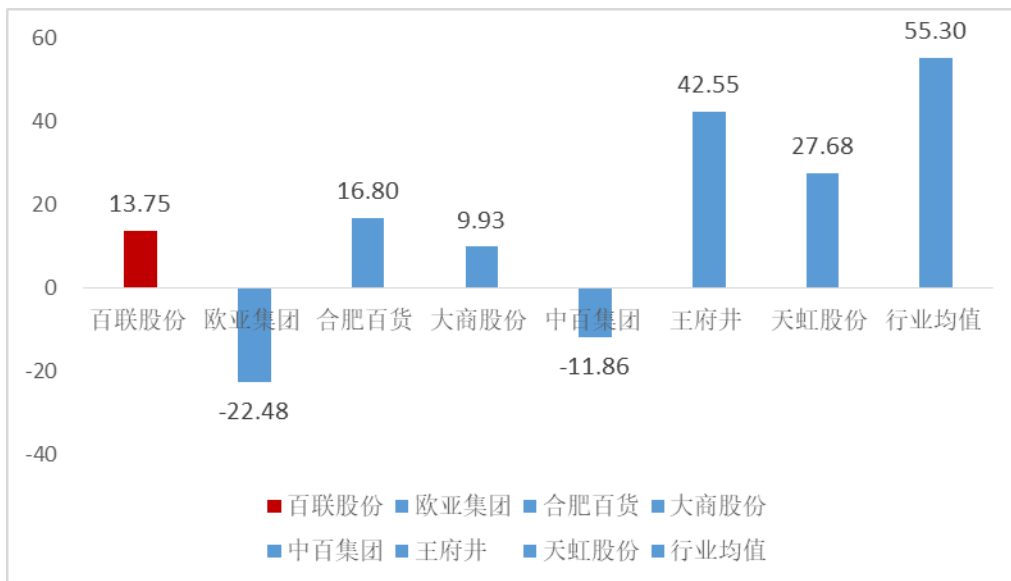
图 20: PE 估值百分位



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

选取一般零售领域欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团、王府井、天虹股份为可比公司，同时选取一般零售行业均值作为参考，以 2023 年 12 月 28 日数据为基准，可看出百联股份 PE (TTM) 处于较低水平。

图 21: 可比公司 PE(TTM) 对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际有限公司研究部

对比欧亚集团、合肥百货、大商股份、中百集团、王府井、天虹股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 21X-35X，对应股价 7.35 元/股-12.25 元/股 为合理估值区间。

表 3: 可比公司估值表 (截止 2023 年 12 月 28 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
欧亚集团	12.58	-1.00	0.10	0.10	0.11	-29.32	133.42	125.08	117.73
合肥百货	4.98	0.21	0.41	0.33	0.00	16.05	12.21	15.35	0.00



大商股份	16.68	1.93	2.00	2.17	0.00	7.88	8.35	7.68	0.00
中百集团	4.31	-0.49	0.04	0.05	0.08	-26.79	110.07	83.07	55.38
王府井	16.04	0.17	0.84	1.09	1.33	57.73	19.09	14.73	12.08
天虹股份	5.45	0.10	0.25	0.29	0.34	52.62	21.53	18.70	16.14
平均值						13.03	50.78	44.10	33.56

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.35、0.42、0.53 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 12.14 元。

表 4: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	1.19	9.36	10.55
组合二	8.00%	4.00%	1.19	11.81	13.01
组合三	8.00%	5.00%	1.19	15.90	17.10
组合四	9.00%	3.00%	1.18	7.66	8.84
组合五	9.00%	4.00%	1.18	9.28	10.46
组合六	9.00%	5.00%	1.18	11.71	12.89
平均值					12.14

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

今年前三季度，奥特莱斯业态实现营收 9.85 亿元，同比增长 46.36%；毛利率为 73.64%，较同期增长 10.16 个百分点。公司涉足奥莱板块较早，积累了丰富的招商资源和国际品牌合作渠道，百联奥特莱斯在中国奥莱行业具有一定领先地位，未来，公司将轻重并举择机发展精品奥莱。受益于消费者对性价比关注提升，奥特莱斯业态有望为公司带来稳健增长。

12 月 16 日，经过 18 个月闭店调整的百联西郊购物中心正式开业。百联西郊位于上海西郊生活圈核心位置，此次调改后，百联西郊成为百联股份继淮海 TX 年轻力中心、二次元文化商业空间-百联 ZX 创趣场之后，整体性存量改造、业态创新的第三个商业空间。新开业的百联西郊结合宠物经济、夜间经济、沿河经济，引入了多家全国首店、上海首店、长宁首店



及特色店和创意店，经营效能进一步提升。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 11.55 元/股，对应 2023 年 PE 为 33 倍。以 2023 年 12 月 29 日收盘价 9.49 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 21.71% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、消费信心不足

零售市场总体延续复苏态势，但居民消费信心仍然相对不足，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。

2、零售渠道竞争

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。同时，商业项目拟开业量仍然在高位发展，未来还将有大量新增供应入市，存在较大的竞争压力。

3、数字化转型挑战

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。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	17,199.57	18,784.99	21,475.21	22,519.18	
应收和预付款项	1,498.37	1,716.32	1,617.59	1,868.13	
存货	3,597.13	3,380.78	3,751.33	3,663.70	
其他流动资产	1,554.70	1,554.70	1,554.70	1,554.70	
长期股权投资	1,185.57	1,391.07	1,753.91	2,038.07	
投资性房地产	117.28	117.28	117.28	117.28	
固定资产和在建工程	14,107.72	13,189.37	12,280.99	11,838.98	
无形资产和开发支出	3,536.18	2,836.13	2,295.05	1,753.97	
其他非流动资产	12,676.90	3,962.71	3,459.22	3,459.22	
资产总计	55,473.42	46,933.35	48,305.29	48,813.25	
短期借款	820.82	820.82	820.82	820.82	
应付和预收款项	12,103.27	11,411.07	12,372.73	11,899.35	
长期借款	2,336.81	2,336.81	2,336.81	2,336.81	
其他负债	20,157.85	11,947.14	11,947.14	12,414.41	
负债合计	35,418.75	26,515.84	27,477.50	27,471.38	
股本	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17	
资本公积	3,051.08	3,051.08	3,051.08	3,051.08	
留存收益	12,765.25	13,192.64	13,680.40	14,291.61	
归属母公司股东权益	17,600.50	18,027.89	18,515.64	19,126.86	
少数股东权益	2,454.17	2,389.62	2,312.14	2,215.01	
股东权益合计	20,054.67	20,417.51	20,827.79	21,341.86	
负债和股东权益合计	55,473.42	46,933.35	48,305.29	48,813.25	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	-86.30	184.55	94.07	355.17	
折旧摊销	1,354.64	1,891.05	1,891.05	1,403.14	
净营运资金增加	6.49	-693.81	689.84	-636.29	
经营活动产生现金流量	1,937.12	1,292.73	2,492.43	876.71	
投资活动产生现金流量	510.90	336.15	223.88	214.25	
融资活动产生现金流量	-684.55	-43.47	-26.08	-46.99	
现金净增加额(减)	1,763.00	1,585.42	2,690.22	1,043.97	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	1,111.18	691.67	643.50	960.71	
EBITDA	2,465.81	2,582.72	2,534.55	2,363.85	
NOPLAT	-9.46	149.03	101.44	289.49	
税前经营利润	-93.91	310.32	158.17	597.21	
EPS	0.38	0.35	0.42	0.53	
BPS	9.86	10.10	10.38	10.72	
PE	24.97	27.11	22.60	17.91	
PB	0.94	0.92	0.89	0.87	
PS	0.51	0.51	0.49	0.47	
PCF	8.55	12.81	6.64	18.89	
EV/EBIT	1.42	-0.09	-4.38	-4.11	
EV/EBITDA	0.64	-0.03	-1.11	-1.67	
EV/NOPLAT	-167.25	-0.44	-27.80	-13.63	
EV/IC	0.60	-0.05	3.27	2.87	
股息率%	1.62	1.23	1.63	2.05	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	32,269.	32,547.	33,845.	35,423.	
减: 营业成本	24,220.	24,265.	24,801.	25,785.	
营业税金及附加	282.87	285.31	296.69	310.52	
营业费用	5,435.3	5,467.9	6,362.9	6,447.0	
管理费用	2,200.4	2,219.4	2,307.9	2,415.5	
财务费用	111.08	-127.56	-209.73	-256.21	
研发费用	17.77	17.92	18.64	19.51	
资产减值损失	7.88	71.87	61.89	47.21	
加: 投资收益	723.76	205.50	362.83	284.17	
公允价值变动损益	-16.52	-57.00	14.00	-17.00	
其他经营损益	-86.90	-36.75	-47.46	-57.04	
营业利润	613.32	458.82	535.01	864.38	
加: 其他非经营损益	419.84	393.77	352.91	388.84	
利润总额	1,033.1	852.60	887.92	1,253.2	
减: 所得税	418.73	285.36	207.14	399.64	
净利润	614.43	567.23	680.78	853.58	
减: 少数股东损益	-69.92	-64.55	-77.47	-97.14	
归属母公司股东净利润	684.36	631.78	758.25	950.72	
EBIT	1,111.1	691.67	643.50	960.71	
EBITDA	2,465.8	2,582.7	2,534.5	2,363.8	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	24.94%	25.45%	26.72%	27.21%	
三费/营业收入	24.01%	23.23%	25.00%	24.30%	
EBIT/营业收入	3.44%	2.13%	1.90%	2.71%	
EBITDA/营业收入	7.64%	7.94%	7.49%	6.67%	
销售净利率	1.90%	1.74%	2.01%	2.41%	
资产获利率					
ROE	3.89%	3.50%	4.10%	4.97%	
ROA	2.00%	1.47%	1.33%	1.97%	
增长率					
销售收入增长率	-6.87%	0.86%	3.99%	4.66%	
EBIT 增长率	-13.60	-37.75%	-6.96%	49.29%	
EBITDA 增长率	-5.92%	4.74%	-1.87%	-6.74%	
净利润增长率	-2.90%	-7.68%	20.02%	25.38%	
总资产增长率	0.19%	-15.39%	2.92%	1.05%	
股东权益增长率	-1.70%	2.43%	2.71%	3.30%	
经营营运资本增长率	-13.75	4.28%	-4.35%	4.01%	
资本结构					
资产负债率	63.85%	55.07%	55.50%	53.95%	
投资资本/总资产	4.73%	2.99%	-1.78%	-2.82%	
带息债务/总负债	8.04%	11.02%	10.63%	10.82%	
流动比率	0.99	1.09	1.17	1.24	
速动比率	0.84	0.94	1.01	1.09	
股利支付率	39.11%	32.35%	35.67%	35.71%	
收益留存率	60.89%	67.65%	64.33%	64.29%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.58	0.64	0.71	0.73	
固定资产周转率	2.27	2.43	2.66	2.94	
应收账款周转率	44.68	44.68	44.68	44.68	
存货周转率	6.95	6.95	6.95	6.95	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。