

百联股份 (600827.SH)

一季度业绩受行业环境影响有所承压，奥特莱斯业态依旧稳健

增持

核心观点

一季度业绩表现有所承压。2024Q1 公司实现营业收入 88.29 亿/yoy-6.99%；归母净利润 1.93 亿/yoy-7.73%；扣非归母净利润 1.62 亿/yoy-16.17%。其中非流动性资产处置和相关理财产品公允价值变动损益分别为 3363 万和 2754 万。同时公司一季度产生投资收益 314 万，同比下滑 79.54%，主要由于旗下联华超市贡献利润大幅减少。一季度百货行业整体因去年较高基数叠加居民消费力仍处于渐进释放阶段而有所承压，Q1 社零数据中百货业态零售额下滑 2.4%，但公司核心购物中心及奥莱业态仍有优于行业平均水平表现。

百货业态受行业影响业绩不振，奥莱业态表现稳健。2024Q1 综合百货业态中的百货/购物中心/奥特莱斯分别实现收入 3.65/5.44/3.80 亿，分别同比-10.70%/-1.63%/+2.02%；超市业态中超级市场/大型综合超市/便利店分别实现收入 34.11/31.30/4.76 亿元，分别同比+1.53%/-16.83%/-2.51%；其中超级市场净增加 34 家门店，便利店净减少 33 家门店。专业连锁实现收入 2.08 亿元/yoy-14.41%，实现毛利率 28.66%/yoy+3.04pct。

毛利率有所下行，费用整体管控良好。2024Q1 年公司毛利率/净利率分别为 24.63%/3.32%，同比-0.40pct/-0.20pct，主要受到百货业态和超级市场毛利率下滑所致。公司销售/管理/财务费用率分别为 13.40%/6.07%/-0.15%，同比-0.02pct/+0.15pct/-0.15pct，整体管控良好。

营运水平基本持平，现金流受基数影响有所下滑。公司 2024Q1 存货周转天数 39 天，同比下降 3 天；应收账款周转天数 8 天，同比上升 2 天，营运能力表现稳健。经营性现金流量净额为 8.75 亿元/yoy-70.09%，主要系公司下属子公司联华超市去年同期收回受限货币资金所致。

风险提示：业绩恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期。

投资建议：公司一季度受到行业整体影响和旗下联华超市拖累而业绩有所承压，但公司核心奥特莱斯业态表现仍为稳健。未来公司将在当前性价比及理性消费趋势下，预计将不断推进奥莱的持续扩张和快速发展，并顺应消费趋势变化推动存量零售业态转型升级，同时积极推进资产证券化运作，进一步激活公司经营潜力。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 7.24/8.33/9.13 亿，对应 PE 分别为 22/19/17x，维持“增持”评级。

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001
证券分析师：孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn S0980523090004

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 8.90 元
 总市值/流通市值 15879/15879 百万元
 52 周最高价/最低价 14.68/7.62 元
 近 3 个月日均成交额 84.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百联股份 (600827.SH) - 扣非归母净利润实现扭亏转盈，奥莱等核心业态表现优异》——2024-04-15
- 《百联股份 (600827.SH) - 上半年归母净利润扭亏为盈，奥莱业态表现亮眼》——2023-08-31
- 《百联股份 (600827.SH) - 上半年归母净利润扭亏为盈，积极推行 REITS 盘活存量资产》——2023-07-17
- 《百联股份 (600827.SH) - 华东地区零售业龙头，积极求变升级释放竞争活力》——2023-07-02

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,269	30,519	30,864	31,143	31,403
(+/-%)	-6.9%	-5.4%	1.1%	0.9%	0.8%
净利润(百万元)	684	399	724	833	913
(+/-%)	-9.1%	-41.7%	81.5%	15.0%	9.6%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.41	0.47	0.51
EBIT Margin	0.3%	1.4%	2.3%	2.9%	3.2%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	2.2%	4.0%	4.6%	5.0%
市盈率 (PE)	23.2	39.8	21.9	19.1	17.4
EV/EBITDA	42.2	34.0	21.5	19.9	19.3
市净率 (PB)	0.90	0.89	0.89	0.88	0.87

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

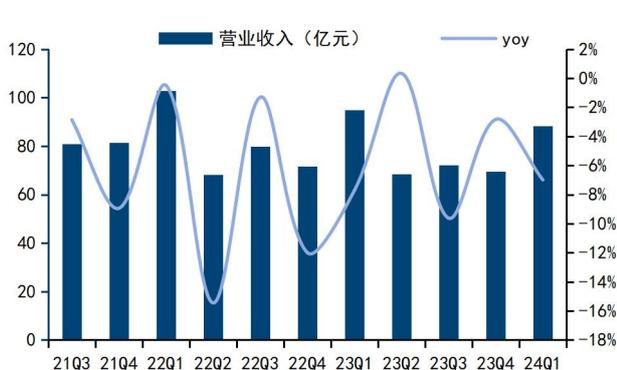
一季度业绩表现有所承压。2024Q1 公司实现营业收入 88.29 亿/yoy-6.99%；归母净利润 1.93 亿/yoy-7.73%；扣非归母净利润 1.62 亿/yoy-16.17%。其中非流动性资产处置和相关理财产品公允价值变动损益分别为 3363 万和 2754 万，去年同期分别为 1405 万和 1274 万。同时公司一季度产生投资收益 314 万，同比下滑 79.54%，主要由于联华超市贡献利润大幅减少。整体来看，公司受到百货行业影响而经营有所承压，同时旗下联华超市贡献投资收益减少较多，但公司核心的奥莱等业态仍表现稳健。具体来看：

1) 综合百货：截至 2024Q1 公司百货/购物中心/奥特莱斯分别拥有 12/22/9 家门店。其中百货 2024Q1 实现收入 3.65 亿元/yoy-10.70%，毛利率下降 5.45pct 至 18.61%；购物中心实现收入 5.44 亿元/yoy-1.63%，毛利率 40.86%/yoy-1.07pct；奥特莱斯实现收入 3.80 亿元/yoy+2.02%，毛利率 77.17%/yoy-0.13pct。

2) 超市业态：公司通过直接持有 20.03%股权以及百联集团托管 22.70%股权的联华超市主要展开超市相关业务。其中，超级市场 2024Q1 实现营收 34.11 亿元/yoy+1.53%，毛利率 15.65%/yoy-1.90pct，净增加 34 家门店；大型综合超市实现营收 31.30 亿元/yoy-16.83%，毛利率 20.68%/yoy+0.21pct。便利店实现营收 4.76 亿元/yoy-2.51%，毛利率 11.70%/yoy-0.87pct，净减少 33 家门店。

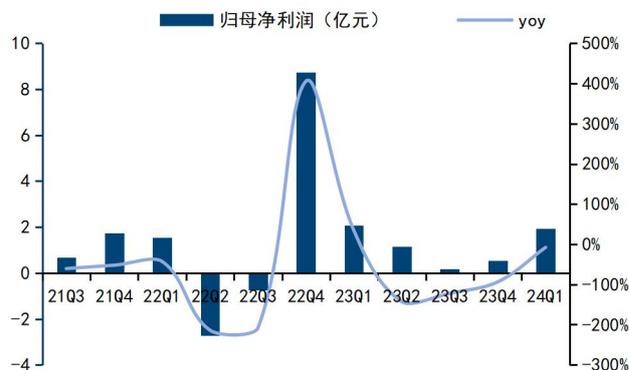
3) 专业连锁：2024Q1 实现收入 2.08 亿元/yoy-14.41%，实现毛利率 28.66%/yoy+3.04pct。目前公司门店均位于华东地区，除 2 家自有物业外其余 101 家均为租赁持有。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

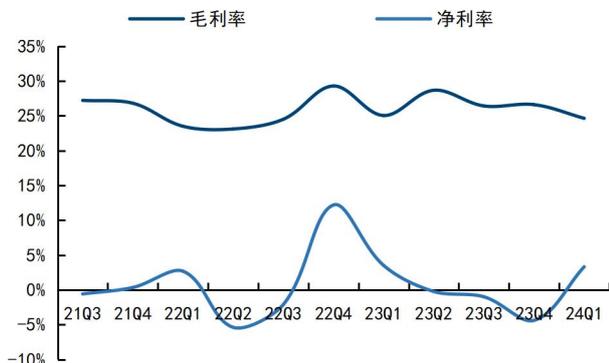
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

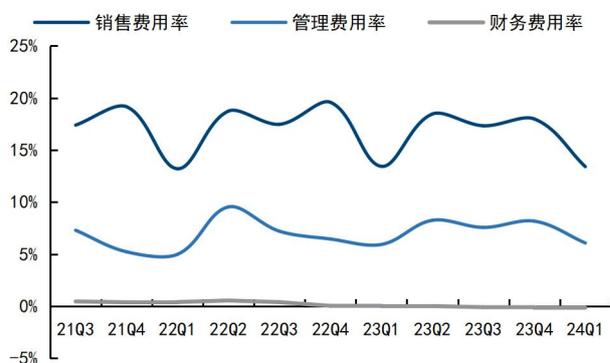
盈利能力方面，2024Q1 年公司毛利率/净利率分别为 24.63%/3.32%，同比-0.40pct/-0.20pct，主要受到百货业态和超级市场毛利率下滑所致。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 13.40%/6.07%/-0.15%，同比-0.02pct/+0.15pct/-0.15pct，整体管控良好。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

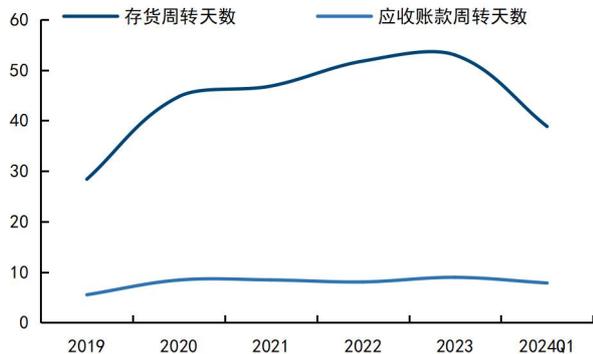
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

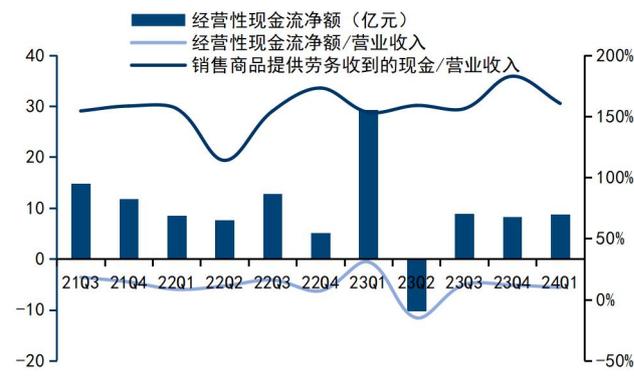
营运能力和现金流方面，公司 2024Q1 存货周转天数 39 天，同比下降 3 天；应收账款周转天数 8 天，同比上升 2 天。经营性现金流量净额为 8.75 亿元/yoy-70.09%，主要系公司下属子公司联华超市去年同期收回受限货币资金所致。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司一季度受到行业整体影响和旗下联华超市拖累而业绩有所承压，但公司核心奥莱业态表现仍为稳健。未来公司将在当前性价比及理性消费趋势下，预计将不断推进奥莱的持续扩张和快速发展，并顺应消费趋势变化推动存量零售业态转型升级，同时积极推进资产证券化运作，进一步激活公司经营潜力。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 7.24/8.33/9.13 亿，对应 PE 分别为 22/19/17x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-04-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600827.SH	百联股份	8.90	149	0.22	0.41	0.47	0.51	42.42	21.92	19.07	17.39	3.89	0.27	增持
603708.SH	家家悦	10.69	68	0.21	0.35	0.39	0.43	62.03	30.54	27.41	24.86	5.37	0.46	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19245	19431	17772	19915	22483	营业收入	32269	30519	30864	31143	31403
应收款项	1192	1145	1184	1195	1204	营业成本	24221	22421	22350	22319	22362
存货净额	3597	2999	2906	2892	2888	营业税金及附加	283	368	339	343	345
其他流动资产	468	387	617	623	628	销售费用	5435	5041	5157	5232	5304
流动资产合计	25895	25785	24302	26447	29027	管理费用	2200	2242	2283	2324	2364
固定资产	14108	14367	14045	13647	13173	研发费用	18	19	19	19	19
无形资产及其他	3377	3255	3093	2930	2767	财务费用	111	(17)	29	47	38
投资性房地产	13110	12027	12027	12027	12027	投资收益	724	(276)	130	110	90
长期股权投资	1186	832	892	952	1012	资产减值及公允价值变动	(24)	53	(50)	(50)	(50)
资产总计	57676	56266	54359	56002	58005	其他收入	263	175	(19)	(19)	(19)
短期借款及交易性金融负债	2273	2237	2500	2200	2200	营业利润	981	417	766	920	1011
应付款项	6233	6912	5057	5032	5025	营业外净收支	52	53	60	30	30
其他流动负债	16771	16517	14247	14253	14294	利润总额	1033	470	826	950	1041
流动负债合计	25277	25666	21804	21485	21519	所得税费用	419	527	372	427	469
长期借款及应付债券	2028	1840	2240	2640	3040	少数股东损益	(70)	(456)	(270)	(310)	(340)
其他长期负债	10316	9140	10640	12140	13640	归属于母公司净利润	684	399	724	833	913
长期负债合计	12344	10980	12880	14780	16680	现金流量表 (百万元)					
负债合计	37621	36646	34684	36265	38199	净利润	684	399	724	833	913
少数股东权益	2454	1824	1770	1708	1640	资产减值准备	(98)	17	(1)	(1)	(1)
股东权益	17601	17796	17905	18030	18167	折旧摊销	1156	1116	1636	1712	1788
负债和股东权益总计	57676	56266	54359	56002	58005	公允价值变动损失	24	(53)	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	111	(17)	29	47	38
每股收益	0.38	0.22	0.41	0.47	0.51	营运资本变动	2834	1077	(2802)	1478	1522
每股红利	0.39	0.29	0.35	0.40	0.43	其它	99	114	(53)	(61)	(67)
每股净资产	9.86	9.97	10.04	10.11	10.18	经营活动现金流	4699	2670	(446)	4011	4204
ROIC	0%	-0%	3%	4%	4%	资本开支	0	(1283)	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	4%	2%	4%	5%	5%	其它投资现金流	(157)	(430)	0	0	0
毛利率	25%	27%	28%	28%	29%	投资活动现金流	(18)	(1359)	(1260)	(1260)	(1260)
EBIT Margin	0%	1%	2%	3%	3%	权益性融资	(0)	161	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	8%	8%	9%	负债净变化	480	(189)	400	400	400
收入增长	-7%	-5%	1%	1%	1%	支付股利、利息	(691)	(514)	(616)	(708)	(776)
净利润增长率	-9%	-42%	82%	15%	10%	其它融资现金流	(489)	119	263	(300)	0
资产负债率	69%	68%	67%	68%	69%	融资活动现金流	(911)	(1125)	47	(608)	(376)
股息率	4.4%	3.2%	3.9%	4.5%	4.9%	现金净变动	3771	186	(1659)	2143	2568
P/E	23.2	39.8	21.9	19.1	17.4	货币资金的期初余额	15474	19245	19431	17772	19915
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	货币资金的期末余额	19245	19431	17772	19915	22483
EV/EBITDA	42.2	34.0	21.5	19.9	19.3	企业自由现金流	0	858	(1973)	2488	2664
						权益自由现金流	0	788	(1326)	2563	3044

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032