

百联股份 (600827.SH)

资产证券化盘活物业价值，核心业态持续转型升级

核心观点

发行REIT归母净利润高速增长。2024年公司实现营收276.75亿/yoy+9.32%，归母净利润15.67亿/yoy+292.93%，实现扣非归母净利润1.11亿/yoy+42.88%，处于此前业绩预告中值。公司归母净利润大幅增长主要系公司发行华安百联消费REIT取得投资收益所致。从公司经营业务角度来看，由联华超市运营的相关超市业务仍产生亏损-3.33亿，核心业务综合百货仍在不断升级转型中，公司重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等，短期业绩有所承压，但长期来看助力公司实现健康稳健发展。

分业态来看：1)综合百货：百货业态2024年实现收入14.83亿/yoy-31.93%，毛利率同比下降3.0pct至31.42%；购物中心实现收入22.34亿/yoy+17.60%，毛利率45.18%/yoy-8.62pct；奥特莱斯实现收入15.17亿/yoy+0.03%，毛利率78.06%/yoy+0.87pct。百货业态受消费环境影响承压明显，购物中心由于娱乐休闲业态带动收入增长较快同时毛利率有所下降，奥特莱斯业态表现相对稳健。**2)超市业态：**超市业务受市场竞争及渠道分流影响，整体表现疲软，公司持有20.03%股权的联华超市全年实现净利润-3.33亿。具体来看，标准超市实现营收107.62亿/yoy-4.72%，毛利率16.69%/yoy-0.88pct；大卖场实现营收92.61亿/yoy-14.99%，毛利率23.29%/yoy+0.06pct；便利店实现营收14.76亿/yoy-10.34%，毛利率13.64%/yoy-0.73pct。**3)专业连锁：**全年实现收入8.04亿/yoy-10.90%，毛利率34.25%/yoy-1.91pct。

净利率受REIT影响大幅提升。2024年公司整体毛利率/净利率分别为25.88%/5.00%，同比变动-0.66/+5.18pct，净利率大幅提升主要系发行REITs带来较多的非流动资产处置损益。费用率方面，2024年公司销售/管理/财务费用率分别为16.74%/7.77%/0.03%，同比分别变动+0.22pct/+0.43pct/+0.09pct。营运能力和现金流保持稳定。

风险提示：线下消费恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期。

投资建议：公司作为华东地区零售龙头，在整体线下消费承压情况下，利用地理位置和自有物业优势，不断通过自身调整转型业务经营，随着相关调改项目逐渐落地以及奥特莱斯不断爬坡，后续有望带动业绩水平提升。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，未来公司不排除将继续通过发行公募REITs盘活物业资产。考虑到超市业态仍有较大压力，同时公司正处于购百业态调整转型期短期影响业绩，我们下调2025-2026年并新增2027年归母净利润至5.48/6.20/6.79(原值为7.51/8.92)亿，对应PE为33/29/26x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,519	27,675	26,430	25,994	25,753
(+/-%)	-5.4%	-9.3%	-4.5%	-1.6%	-0.9%
净利润(百万元)	399	1567	548	620	679
(+/-%)	-41.7%	292.7%	-65.1%	13.3%	9.5%
每股收益(元)	0.22	0.88	0.31	0.35	0.38
EBIT Margin	1.4%	0.1%	1.4%	1.7%	2.0%
净资产收益率(ROE)	2.2%	8.0%	2.7%	3.0%	3.3%
市盈率(PE)	44.8	11.4	32.7	28.8	26.3
EV/EBITDA	35.3	44.6	25.7	24.3	23.6
市净率(PB)	1.01	0.91	0.89	0.88	0.86

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·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

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

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.03元
总市值/流通市值	17895/17895百万元
52周最高价/最低价	12.77/7.12元
近3个月日均成交额	189.66百万元

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)-REIT收益带动业绩增长257-328%，奥莱业务预计保持平稳》——2025-01-24
- 《百联股份(600827.SH)-华东零售业龙头积极调改转型，新业态布局有望步入收获期》——2024-12-13
- 《百联股份(600827.SH)-上半年业绩持续承压，公募REITs成功上市助力价值释放》——2024-09-03
- 《百联股份(600827.SH)-一季度业绩受行业环境影响有所承压，奥特莱斯业态依旧稳健》——2024-04-30
- 《百联股份(600827.SH)-扣非归母净利润实现扭亏为盈，奥莱等核心业态表现优异》——2024-04-15

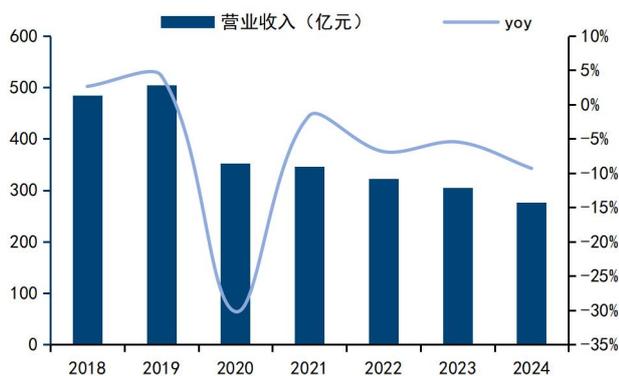
2024 年公司实现营收 276.75 亿/yoy-9.32%，归母净利润 15.67 亿/yoy+292.93%，实现扣非归母净利润 1.11 亿/yoy-42.88%，处于此前业绩预告中值。公司归母净利润大幅增长主要系公司发行华安百联消费 REIT 取得投资收益所致。而从公司经营业务角度来看，由联华超市运营的相关超市业务仍产生较大亏损-3.33 亿，而在公司核心业务综合百货上，公司不断进行自身调整转型业务经营，重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等，短期业绩有所承压，但长期来看助力公司实现健康稳健发展。

分业态来看：1) 综合百货：百货业态 2024 年实现收入 14.83 亿/yoy-31.93%，毛利率同比下降 3.0pct 至 31.42%；购物中心实现收入 22.34 亿/yoy+17.60%，毛利率 45.18%/yoy-8.62pct；奥特莱斯实现收入 15.17 亿/yoy+0.03%，毛利率 78.06%/yoy+0.87pct。百货业态受消费环境影响承压明显，购物中心由于娱乐休闲业态带动收入增长较快同时毛利率有所下降，奥特莱斯业态表现相对稳健。

2) 超市业态：公司持有 20.03%股权的联华超市全年实现净利润-3.33 亿。具体来看，标准超市实现营收 107.62 亿/yoy-4.72%，毛利率 16.69%/yoy-0.88pct；大卖场实现营收 92.61 亿/yoy-14.99%，毛利率 23.29%/yoy+0.06pct；便利店实现营收 14.76 亿/yoy-10.34%，毛利率 13.64%/yoy-0.73pct。超市业务受市场竞争及渠道分流影响，整体表现疲软。

3) 专业连锁：全年实现收入 8.04 亿/yoy-10.90%，毛利率 34.25%/yoy-1.91pct。

图1：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

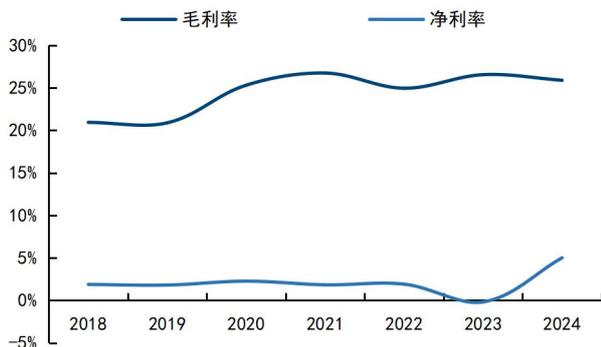
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

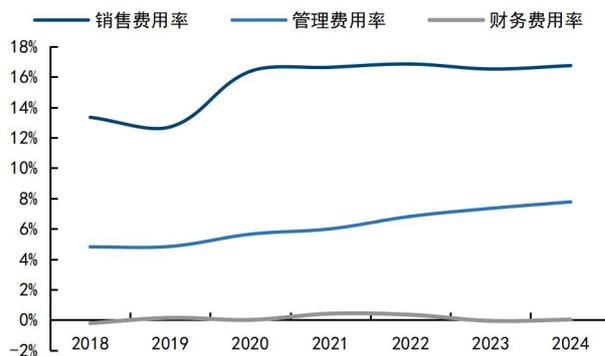
盈利能力方面，2024 年公司整体毛利率、净利率分别为 25.88%/5.00%，同比变动 -0.66/+5.18pct，净利率大幅提升主要系发行 REITs 带来较多的非流动资产处置损益。费用率方面，2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 16.74%/7.77%/0.03%，同比分别变动+0.22pct/+0.43pct/+0.09pct。

图3：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

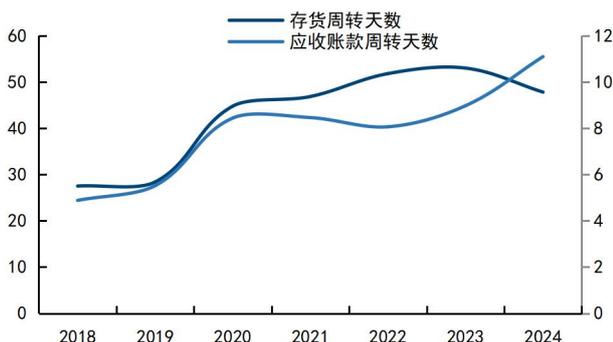
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

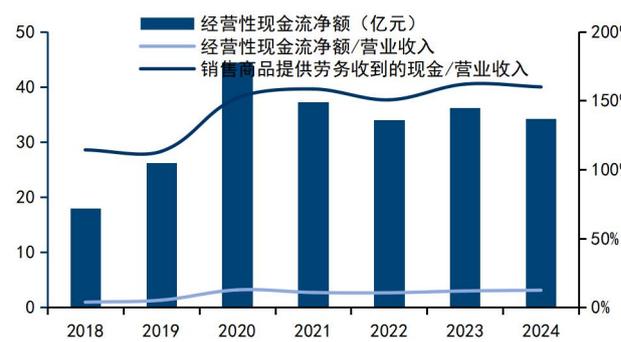
营运能力和现金流方面，公司 2024 年存货周转天数 48 天，同比下降 5 天；应收账款周转天数 11 天，同比上升 2 天；经营活动产生的现金流量净额为 34.25 亿元，同比下降 5.46%，均基本保持平稳。

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：

公司作为华东地区零售龙头，在整体线下消费承压情况下，利用地理位置和自有物业优势，不断通过自身调整转型业务经营，随着相关调改项目逐渐落地以及奥特莱斯不断爬坡，后续有望带动业绩水平提升。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，未来公司不排除将继续通过发行公募 REITs 盘活物业资产。考虑到超市业态仍有较大压力，同时公司正处于购百业态调整转型期短期影响业绩，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 5.48/6.20/6.79（原值为 7.51/8.92）亿，对应 PE 为 33/29/26x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-18)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
600827.SH	百联股份	10.03	169	0.88	0.31	0.35	0.38	12.44	32.68	28.84	26.34	7.97	0.13	优于大市
9896.HK	名创优品	30.55	382	2.09	2.44	2.94	3.61	20.91	11.77	9.76	7.97	25.38	0.71	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：名创优品股价及市值为港元

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19431	17535	14790	16763	19268	营业收入	30519	27675	26430	25994	25753
应收款项	1145	1159	1014	997	988	营业成本	22421	20513	19277	18825	18572
存货净额	2999	2445	2495	2422	2377	营业税金及附加	368	346	317	312	309
其他流动资产	387	917	529	520	515	销售费用	5041	4632	4414	4385	4368
流动资产合计	25785	25079	21850	23725	26171	管理费用	2242	2151	2040	2004	1984
固定资产	14367	13445	13215	12960	12629	研发费用	19	7	16	16	15
无形资产及其他	3255	3273	3109	2945	2782	财务费用	(17)	8	33	69	61
投资性房地产	12027	12743	12743	12743	12743	投资收益	(276)	1928	120	110	90
长期股权投资	832	1806	1866	1926	1986	资产减值及公允价值变动	53	108	(50)	0	0
资产总计	56266	56345	52783	54299	56311	其他收入	175	166	(16)	(16)	(15)
短期借款及交易性金融负债	2237	1748	2500	2200	2200	营业利润	417	2225	403	494	534
应付款项	6912	6559	4341	4214	4135	营业外净收支	53	35	60	30	40
其他流动负债	16517	16550	12252	11953	11769	利润总额	470	2260	463	524	574
流动负债合计	25666	24857	19093	18368	18105	所得税费用	527	877	185	210	230
长期借款及应付债券	1840	1678	2078	2478	2878	少数股东损益	(456)	(184)	(270)	(306)	(335)
其他长期负债	9140	8596	10096	11596	13096	归属于母公司净利润	399	1567	548	620	679
长期负债合计	10980	10274	12174	14074	15974	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	36646	35131	31267	32442	34079	净利润	399	1567	548	620	679
少数股东权益	1824	1552	1498	1437	1370	资产减值准备	17	(3)	(0)	(1)	(1)
股东权益	17796	19662	20018	20421	20863	折旧摊销	1116	1165	1544	1619	1695
负债和股东权益总计	56266	56345	52783	54299	56311	公允价值变动损失	(53)	(108)	50	0	0
						财务费用	(17)	8	33	69	61
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1077	(1573)	(4534)	1172	1296
每股收益	0.22	0.88	0.31	0.35	0.38	其它	(229)	(125)	(54)	(61)	(66)
每股红利	0.12	0.27	0.11	0.12	0.13	经营活动现金流	2327	924	(2446)	3351	3603
每股净资产	9.97	11.02	11.22	11.45	11.69	资本开支	0	(182)	(1200)	(1200)	(1200)
ROIC	-0%	1%	2%	2%	2%	其它投资现金流	(430)	(1200)	0	0	0
ROE	2%	8%	3%	3%	3%	投资活动现金流	(76)	(2357)	(1260)	(1260)	(1260)
毛利率	27%	26%	27%	28%	28%	权益性融资	(0)	18	0	0	0
EBIT Margin	1%	0%	1%	2%	2%	负债净变化	(189)	(161)	400	400	400
EBITDA Margin	5%	4%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(214)	(473)	(192)	(217)	(238)
收入增长	-5%	-9%	-4%	-2%	-1%	其它融资现金流	(1260)	789	752	(300)	0
净利润增长率	-42%	293%	-65%	13%	9%	融资活动现金流	(2065)	(462)	960	(117)	162
资产负债率	68%	65%	62%	62%	63%	现金净变动	186	(1895)	(2746)	1973	2505
股息率	1.2%	2.6%	1.1%	1.2%	1.3%	货币资金的期初余额	19245	19431	17535	14790	16763
P/E	44.8	11.4	32.7	28.8	26.3	货币资金的期末余额	19431	17535	14790	16763	19268
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	0	(575)	(3970)	1863	2094
EV/EBITDA	35.3	44.6	25.7	24.3	23.6	权益自由现金流	0	53	(2838)	1922	2457

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032