

奥莱稳中求进，二次元成功复制

百联股份 (600827.SH)

核心观点

公司持有上海地区一众优质商业资产，并且在其他主要城市持续布局新的商业项目。公司旗下的奥特莱斯业务保持逆势增长的同时，还积极盘活存量物业，开发 ZX 创趣场业态，吸引年轻消费群体。同时，公司是零售类上市公司中少数在近两年通过资产证券化方式持续将账面价值转化为市场价值提高股东回报的公司，公司现阶段股价低于每股净资产的状态有望得到改变。

事件

2024 年全年公司实现营业收入 276.75 亿元，同比增长-9.32%，其中第四季度实现营业收入 60.58 亿元，同比增长-12.96%。

2024 年全年公司实现归属股东净利润 15.67 亿元，同比增长 292.73%；扣非净利润 1.11 亿元，同比增长-42.88%。其中，2024 年第四季度归属股东净利润-0.52 亿元，同比增长-195.00%；扣非净利润-0.47 亿元，同比增长-43.59%。

2025 年一季度公司实现营业收入 75.93 亿元，同比增长-14.00%，公司实现归属股东净利润 1.93 亿元，同比增长 0.09%；扣非净利润 1.26 亿元，同比增长-21.71%。

简评

积极探索新业态，把握潮流趋势

公司把握二次元文化爆发的趋势，布局 ZX 系列业态，南京东路的百联 ZX 创趣场构筑二次元业务壁垒，深耕首店优势，制造圈层爆点。公司再接再厉，将五角场悠迈生活广场（杨浦店）创新转型为 ZX 造趣场，定位中国首家二次元生活方式集聚地，在 2024 年底新番启幕，入驻品牌超过 60 家，调整区域首店集结近 80%。

奥莱业务锐意进取，规划持续拓展

2024 年，公司旗下青浦奥莱项目净利润再创新高，达到 3.96 亿元，无锡奥莱项目净利润也达到 0.71 亿元的新高，武汉奥莱项目保持稳定。2025 年，公司奥莱业态将对继续对外拓展，保持头部优势为导向，制定拓展目标，筹备青浦奥莱二期、成都项目等。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 05 月 04 日

当前股价：9.55 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.13/5.29	-1.85/-2.72	7.30/1.97

12 月最高/最低价 (元) 12.38/7.13

总股本 (万股) 178,416.81

流通 A 股 (万股) 160,444.99

总市值 (亿元) 154.33

流通市值 (亿元) 154.33

近 3 月日均成交量 (万) 2064.48

主要股东

百联集团有限公司 47.62%

股价表现



相关研究报告

- 23.08.30 【中信建投社服商贸】百联股份 (600827):奥莱业务高增亮眼，深入推进 REITs 发行
- 23.07.12 【中信建投社服商贸】百联股份 (600827):购物中心 REITs 有望落地，盘活资产加速新业务拓展
- 23.05.10 【中信建投社服商贸】百联股份 (600827):注重性价比消费，发力奥莱业态

公司下属商业资产运营稳健，百货、购物中心、奥特莱斯业态全年收缴率 95.6%，出租率 93.9%，并且积极盘活资产价值，华安百联消费 REIT 于 2024 年 6 月完成战配协议签署及刊登发售公告，并于 8 月正式上市，并于 12 月进行首次投资者分红，折算年化分派率达 5.66%。

投资建议：公司积极进行各类零售业态的尝试，旗下资产质量位于行业前列，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.38、7.64、8.33 亿元，对应 PE 27、22、20 倍，维持“增持”评级。

图 1:公司财务数据及盈利预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,784.58	25,079.02	24,417.12	25,140.25	26,135.74	营业收入	30,518.95	27,674.75	28,208.27	28,589.91	29,062.35
现金	19,430.66	17,535.42	17,278.49	18,026.59	19,033.75	营业成本	22,420.67	20,512.82	20,880.49	20,962.65	21,118.97
应收票据及应收账款合计	852.12	860.25	751.19	761.35	773.93	营业税金及附加	368.11	346.17	313.45	317.69	322.94
其他应收款	292.59	298.80	342.52	347.15	352.89	销售费用	5,040.82	4,632.41	4,513.32	4,517.21	4,533.73
预付账款	245.69	384.25	295.62	299.62	304.58	管理费用	2,241.73	2,151.37	2,031.00	2,001.29	2,034.36
存货	2,999.49	2,444.65	2,459.89	2,412.14	2,372.27	研发费用	18.67	7.45	5.64	5.72	5.81
其他流动资产	1,964.03	3,555.66	3,289.41	3,293.40	3,298.33	财务费用	-17.29	8.30	23.85	1.34	-11.44
非流动资产	30,481.50	31,266.18	30,204.17	29,041.38	27,792.56	资产减值损失	-25.28	-21.86	-17.51	-17.75	-18.04
长期投资	831.61	1,805.89	1,805.89	1,805.89	1,805.89	信用减值损失	85.36	-8.11	-1.78	-1.80	-1.83
固定资产	21,411.01	19,415.80	18,485.57	17,518.41	16,514.33	其他收益	58.80	47.64	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,255.32	3,272.52	3,080.26	3,008.01	2,905.76	公允价值变动收益	78.59	129.38	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4,983.56	6,771.97	6,832.45	6,709.07	6,566.57	投资净收益	-275.78	1,928.19	300.00	200.00	100.00
资产总计	56,266.07	56,345.20	54,621.29	54,181.63	53,928.29	资产处置收益	49.26	133.54	100.00	50.00	0.00
流动负债	25,666.34	24,857.45	23,756.53	23,818.06	23,971.71	营业利润	417.18	2,225.02	821.23	1,014.47	1,138.11
短期借款	743.86	549.01	0.00	0.00	0.00	营业外收入	165.40	152.05	152.46	152.46	152.46
应付票据及应付账款合计	6,912.24	6,559.48	6,604.26	6,687.68	6,795.41	营业外支出	112.74	116.65	105.86	105.86	105.86
其他流动负债	18,010.24	17,748.96	17,152.27	17,130.38	17,176.30	利润总额	469.84	2,260.42	867.82	1,061.06	1,184.70
非流动负债	10,979.96	10,273.91	9,224.02	8,174.14	7,124.25	所得税	526.55	876.96	260.35	297.10	308.02
长期借款	9,539.10	8,399.09	7,349.20	6,299.31	5,249.43	净利润	-56.72	1,383.46	607.47	763.96	876.68
其他非流动负债	1,440.86	1,874.82	1,874.82	1,874.82	1,874.82	少数股东损益	-455.83	-183.98	-30.37	0.00	43.83
负债合计	36,646.31	35,131.36	32,980.55	31,992.20	31,095.96	归属母公司净利润	399.11	1,567.44	637.85	763.96	832.85
少数股东权益	1,823.80	1,552.11	1,521.74	1,521.74	1,565.57	EBITDA	3,164.85	4,900.82	2,868.50	3,126.19	3,324.08
股本	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17	EPS (元)	0.22	0.88	0.36	0.43	0.47
资本公积	3,093.72	3,022.22	3,022.22	3,023.22	3,025.22						
留存收益	12,918.08	14,855.34	15,312.61	15,860.30	16,457.38						
归属母公司股东权益	17,795.97	19,661.73	20,119.00	20,667.69	21,266.76						
负债和股东权益	56,266.07	56,345.20	54,621.29	54,181.63	53,928.29						

现金流量表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,622.69	3,424.77	2,180.36	2,748.65	3,119.49
净利润	-56.72	1,383.46	607.47	763.96	876.68
折旧摊销	2,712.30	2,632.09	1,976.83	2,063.79	2,150.82
财务费用	-17.29	8.30	23.85	1.34	-11.44
投资损失	275.78	-1,928.19	-300.00	-200.00	-100.00
营运资金变动	315.27	808.40	-146.95	86.51	165.32
其他经营现金流	393.35	520.70	19.16	33.05	38.11
投资活动现金流	-1,421.32	-535.78	-633.98	-733.05	-838.11
资本支出	1,120.81	576.80	900.00	901.00	902.00
长期投资	-395.59	-1,534.48	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,146.54	421.91	-1,533.98	-1,634.05	-1,740.11
筹资活动现金流	-2,116.14	-2,844.59	-1,803.32	-1,267.50	-1,274.22
短期借款	-76.95	-194.85	-549.01	0.00	0.00
长期借款	-1,369.65	-1,140.02	-1,049.89	-1,049.89	-1,049.89
其他筹资现金流	-669.53	-1,509.72	-204.42	-217.62	-224.33
现金净增加额	85.22	44.58	-256.94	748.10	1,007.16

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.42	-9.32	1.93	1.35	1.65
营业利润(%)	-57.49	433.34	-63.09	23.53	12.19
归属于母公司净利润(%)	-41.68	292.73	-59.31	19.77	9.02
获利能力					
毛利率(%)	26.54	25.88	25.98	26.68	27.33
净利率(%)	1.31	5.66	2.26	2.67	2.87
ROE(%)	2.24	7.97	3.17	3.70	3.92
ROIC(%)	-0.30	14.68	6.07	9.00	12.80
偿债能力					
资产负债率(%)	65.13	62.35	60.38	59.05	57.66
净负债比率(%)	-46.62	-40.48	-45.88	-52.85	-60.37
流动比率	1.00	1.01	1.03	1.06	1.09
速动比率	0.87	0.87	0.90	0.93	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.49	0.52	0.53	0.54
应收账款周转率	36.07	32.24	37.68	37.68	37.68
应付账款周转率	4.10	3.76	3.80	3.76	3.72
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.88	0.36	0.43	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.92	1.22	1.54	1.75
每股净资产(最新摊薄)	9.97	11.02	11.28	11.58	11.92
估值比率					
P/E	42.69	10.87	27	22	20
P/B	0.96	0.87	0.85	0.82	0.80
EV/EBITDA	2.32	1.72	1.62	0.92	0.28

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

1、**商业空间标准提升**。品牌方对商业空间的标准提升，公司需要从硬件和技术等方面提高商业空间的品质以吸引品牌方入驻，导致成本上升，同时面临因商业空间而流失品牌方的风险。

2、**居民边际消费倾向可能下降**。消费者的消费习惯可能发生变化，降低边际消费倾向，需求不及预期。

3、**电商分流依旧存在**。各大电商平台具有不同程度的“低价名品”的渠道，会对奥莱业态产生一定的分流。城市奥莱的竞争也有可能造成不确定性。

4、**超市调改存在不确定性**。从 2024 年以来，全国各地超市均有调改的动作，行业资本开始开始回升，有可能在中短期带来新的竞争压力。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk