

百联股份 (600827.SH)

主业韧性犹存 奥特莱斯成为核心增长极

核心观点

高基数下归母净利润下滑，奥特莱斯业态稳健增长。2025 年公司实现营收 247.85/yoy-10.44%，归母净利润 6.31 亿/yoy-59.74%，实现扣非归母净利润 1.04 亿/yoy-6.79%。公司归母净利润大幅下降主要系去年同期公司发行华安百联消费 REIT 取得的投资收益导致基数较高所致。2025 年非经常性损益主要来源于公司复兴岛地块收储带来的资产处置收益。从公司经营业务角度来看，核心业务百货、购物中心仍在不断升级转型中，短期业绩有所承压，但公司重点发力的奥特莱斯业态表现稳健，收入实现正增长。

分业态来看：1) 百货、购物中心、奥特莱斯：百货、购物中心业态 2025 年实现收入 31.39 亿/yoy-12.90%，毛利率同比下降 1.70pct 至 39.30%；奥特莱斯业态表现稳健，实现收入 16.03 亿/yoy+5.67%，毛利率 79.49%/yoy+1.43pct。百货及购物中心业态受消费环境影响承压，而奥特莱斯业态则保持了稳健的增长态势。2) 超市业态：超市业务整体表现疲软，各细分业态收入均同比下滑。具体来看，标准超市实现营收 100.18 亿/yoy-6.91%，毛利率 14.99%/yoy-1.70pct；大卖场实现营收 76.93 亿/yoy-16.93%，毛利率 21.88%/yoy-1.41pct；便利店实现营收 13.08 亿/yoy-11.41%，毛利率 13.11%/yoy-0.53pct。3) 专业专卖：全年实现收入 6.94 亿/yoy-13.63%，毛利率 34.57%/yoy+0.32pct。

净利率受高基数影响有所下降。2025 年公司整体毛利率/净利率分别为 24.90%/-0.98pct，净利率下降主要系 2024 年发行 REITs 带来较多的非流动资产处置损益，导致比较基数较高。费用率方面，2025 年公司销售/管理/财务费用率同比分别变动-0.59pct/+0.13pct/+0.08pct。经营活动现金流净额为 9.93 亿/yoy-71.00%，主要系子公司联华超市营业收入同比下降所致。

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：2025 年百联股份整体业绩受上年同期大额非经常性投资收益基数影响出现明显下滑，但扣非后主业经营基本保持稳定，其中奥特莱斯业态凭借强劲的市场韧性成为唯一实现营收正增长的核心板块，传统百货、购物中心及超市业态则普遍面临消费疲软与行业竞争的双重压力。公司持续深化战略转型，以首发经济为抓手引进大量各级首店提升商业能级，同时积极布局银发经济、潮流文化等新兴消费赛道，推进标杆项目升级与全国化拓展，并保持了稳健的现金分红政策。我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年归母净利润至 4.75/5.04/5.29 (2026-2027 年原值为 6.20/6.79) 亿，对应 PE 为 32/30/29x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,675	24,785	23,670	23,280	23,064
(+/-%)	-9.3%	-10.4%	-4.5%	-1.6%	-0.9%
净利润(百万元)	1567	631	475	504	529
(+/-%)	292.7%	-59.7%	-24.7%	6.0%	5.0%
每股收益(元)	0.88	0.35	0.27	0.28	0.30
EBIT Margin	0.1%	-0.5%	1.1%	2.3%	2.9%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	3.1%	2.3%	2.4%	2.5%
市盈率 (PE)	9.8	24.2	32.2	30.4	28.9
EV/EBITDA	42.4	49.9	28.0	24.7	22.7
市净率 (PB)	0.78	0.75	0.74	0.73	0.72

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
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若 021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
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	8.57 元
总市值/流通市值	15290/15290 百万元
52 周最高价/最低价	10.38/8.08 元
近 3 个月日均成交额	92.28 百万元

市场走势

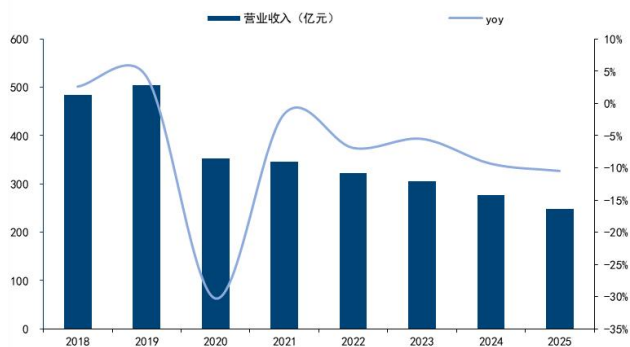


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

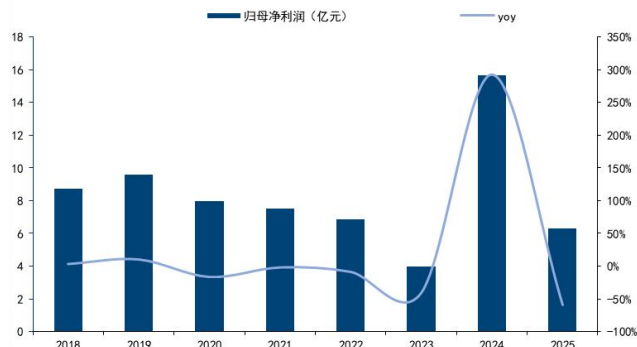
- 《百联股份 (600827.SH) - 资产证券化盘活物业价值，核心业态持续转型升级》——2025-04-21
- 《百联股份 (600827.SH) - REIT 收益带动业绩增长 257-328%，奥莱业务预计保持平稳》——2025-01-24
- 《百联股份 (600827.SH) - 华东零售业龙头积极调改转型，新业态布局有望步入收获期》——2024-12-13
- 《百联股份 (600827.SH) - 上半年业绩持续承压，公募 REITs 成功上市助力价值释放》——2024-09-03
- 《百联股份 (600827.SH) - 一季度业绩受行业环境影响有所承压，奥特莱斯业态依旧稳健》——2024-04-30

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



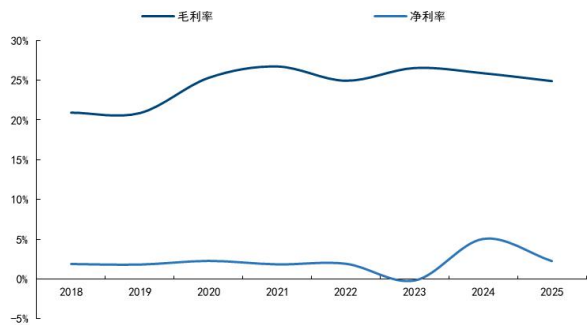
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



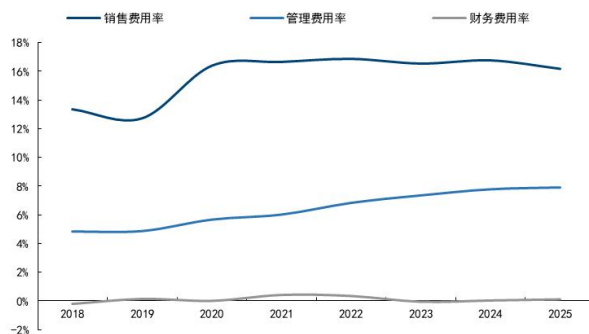
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率情况



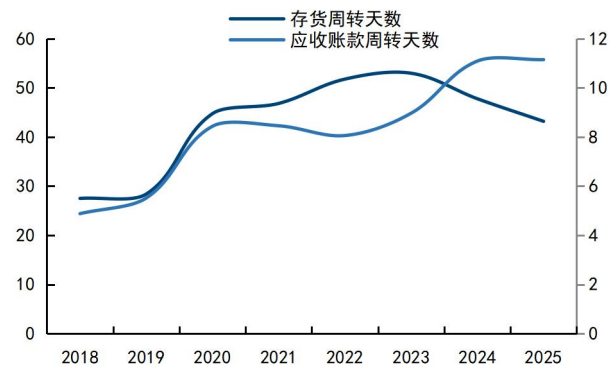
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



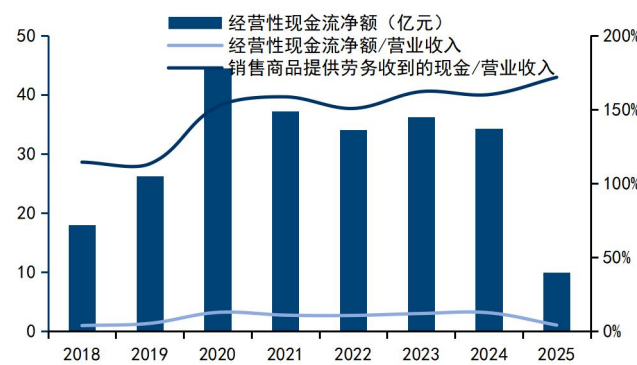
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-4-14)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	(26E)	
600827.SH	百联股份	8.57	143.7	0.35	0.27	0.28	0.30	25.42	32.18	30.36	28.90	3.1	-1.30	优于大市
9896.HK	名创优品	30.56	378.6	0.97	1.96	2.40	2.70	33.76	14.56	11.88	10.55	11.35	0.14	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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	17535	10226	10000	14000	15200	营业收入	27675	24785	23670	23280	23064
应收款项	1159	1343	908	893	885	营业成本	20513	18614	17501	16999	16794
存货净额	2445	2021	2258	2176	2137	营业税金及附加	346	313	284	279	277
其他流动资产	917	1123	473	466	461	销售费用	4632	4003	3787	3678	3575
流动资产合计	25079	19001	17927	21823	22971	管理费用	2151	1958	1842	1790	1752
固定资产	13445	13002	12919	12742	12486	研发费用	7	9	5	2	2
无形资产及其他	3273	3664	3481	3298	3115	财务费用	8	27	230	487	619
投资性房地产	12743	19062	19062	19062	19062	投资收益	1928	387	220	260	280
长期股权投资	1806	2138	2198	2258	2318	资产减值及公允价值变动	108	10	21	17	15
资产总计	56345	56868	55587	59182	59952	其他收入	166	635	(5)	(2)	(2)
短期借款及交易性金融负债	1748	1917	8553	13209	14648	营业利润	2225	902	262	322	341
应付款项	6559	6909	6096	5875	5769	营业外净收支	35	120	80	40	40
其他流动负债	16550	17101	10964	10584	10371	利润总额	2260	1021	342	362	381
流动负债合计	24857	25927	25613	29667	30788	所得税费用	877	467	137	145	152
长期借款及应付债券	1678	1605	2005	2405	2805	少数股东损益	(184)	(76)	(270)	(286)	(301)
其他长期负债	8596	7289	5789	4789	3889	归属于母公司净利润	1567	631	475	504	529
长期负债合计	10274	8894	7794	7194	6694	现金流量表 (百万元)					
负债合计	35131	34822	33407	36862	37483	净利润	1567	631	475	504	529
少数股东权益	1552	1655	1480	1294	1099	资产减值准备	(3)	34	1	(1)	(1)
股东权益	19662	20390	20699	21027	21371	折旧摊销	1165	1116	1486	1578	1655
负债和股东权益总计	56345	56868	55587	59182	59952	公允价值变动损失	(108)	(10)	(21)	(17)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	8	27	230	487	619
每股收益	0.88	0.35	0.27	0.28	0.30	营运资本变动	(1573)	(6658)	(7601)	(1497)	(1168)
每股红利	0.12	0.27	0.09	0.10	0.10	其它	(155)	(53)	(177)	(185)	(194)
每股净资产	11.02	11.43	11.60	11.79	11.98	经营活动现金流	894	(4940)	(5836)	381	806
ROIC	1%	0%	1%	0%	0%	资本开支	0	(550)	(1200)	(1200)	(1200)
ROE	8%	3%	2%	2%	2%	其它投资现金流	(1200)	(1265)	0	0	0
毛利率	26%	25%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(2175)	(2147)	(1260)	(1260)	(1260)
EBIT Margin	0%	-0%	1%	2%	3%	权益性融资	0	477	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	7%	9%	10%	负债净变化	(161)	(73)	400	400	400
收入增长	-9%	-10%	-4%	-2%	-1%	支付股利、利息	(214)	(473)	(166)	(176)	(185)
净利润增长率	293%	-60%	-25%	6%	5%	其它融资现金流	137	392	6636	4655	1439
资产负债率	65%	64%	63%	64%	64%	融资活动现金流	(614)	(222)	6869	4879	1654
股息率	1.4%	3.1%	1.1%	1.2%	1.2%	现金净变动	(1895)	(7309)	(226)	4000	1200
P/E	9.8	24.2	32.2	30.4	28.9	货币资金的期初余额	19431	17535	10226	10000	14000
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	17535	10226	10000	14000	15200
EV/EBITDA	42.4	49.9	28.0	24.7	22.7	企业自由现金流	0	(6153)	(7164)	(801)	(314)
						权益自由现金流	0	(5833)	(266)	3963	1154

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

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