

投资评级 优于大市 首次覆盖

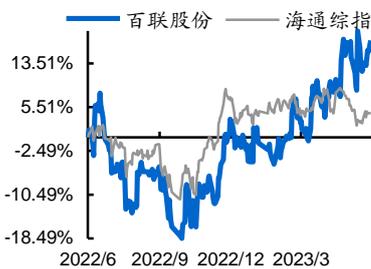
上海商业航母，打造潮流新体验

股票数据

06月15日收盘价(元)	14.28
52周股价波动(元)	9.55-14.68
总股本/流通A股(百万股)	1784/1604
总市值/流通市值(百万元)	25478/25478

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.3	11.0	13.3
相对涨幅(%)	2.7	16.5	17.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23183110

Email:mhy13205@haitong.com

投资要点:

我们认为，公司作为上海商业龙头，百货、购物中心、奥莱、超市、专业店等多业态协同经营，品牌与规模优势显著。公司近年持续推进百货和购物中心的升级改造，奥莱业态维持全国领先优势；超市以超级市场为主拓展网点和门店转型增效，减亏提效。我们预计，随着消费需求逐渐回暖，公司凭借丰富的线下体验和多元业态协同的规模优势有望充分承接复苏红利，带来较优的业绩弹性。

上海零售龙头，复苏弹性优。①**全业态布局，规模优势突出：**公司涵盖百货（12家）、购物中心（23家）、奥特莱斯（9家）、超市（1257家直营店）、专业专卖（102家）等多种零售业态，围绕“立足上海，辐射长三角，面向全国”的总体规划稳步拓店；2016-2019年维持471-505亿元收入和8.5-9.6亿元归母净利润。②**超市业态贡献主要收入，奥莱业态增速较快。**2022年大型综合超市和超级市场主营收入占比各44%、37%；除2020年准则调整和2022年疫情影响外，奥特莱斯2016年以来收入增速保持10%以上。③**百货业态贡献主要利润。**2022年综合百货业态贡献88%净利润，子公司联华超市连续亏损，着力减亏提效。

综合百货迭代升级，购物中心和奥莱发展优。综合百货包含百货、购物中心和奥莱三种业态，自有物业面积占比64%。公司稳定推进门店升级改造，激发创新活力。①**百货：卡位核心商圈。**除宁波东方商厦外，11家百货覆盖上海南京东路、五角场、徐家汇等核心商圈，2019年第一八佰伴贡献百货收入54%。②**购物中心：轻资产扩张，持续改造升级。**购物中心主要以租赁方式扩张，每年新开门店1-2家，线下门店持续优化升级，引入丰富的潮流时尚业态，改造后门店同店提升。③**奥莱：全国奥莱标杆，扩张主力业态。**上海青浦奥莱连续8年居奥莱年销榜首位，与诸多顶奢品牌保持长久稳定合作，收入利润增长稳定。

超市业态减亏提效，重点发展超级市场。①**联华超市着力减亏。**疫情前至2019年已连续五年亏损，随着关店止损、成本优化与新零售改造多措并举，业绩有所改善。②**以超级市场为主，门店结构优化。**公司超市门店总数变化不大，但内部结构调整明显，2020-2022年便利店净增门店各-272家、20家和6家，超级市场净增门店各113家、67家和70家。受益于关闭效益不佳门店，不断优化门店结构、商品结构，经营坪效有所提升。

盈利预测与估值。预计2023-2025年收入各332亿元、350亿元、364亿元，同比增长3.0%、5.3%、4.0%；归母净利润各7.05亿元、8.17亿元、9.67亿元，同比增长3.1%、15.8%、18.4%。给予公司2023年0.8-1倍PS，对应合理价值区间14.91-18.63元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

风险提示：竞争加剧，电商分流，新店培育期拉长，老店升级效果不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	34650	32269	33244	35011	36426
(+/-)YoY(%)	-1.6%	-6.9%	3.0%	5.3%	4.0%
净利润(百万元)	753	684	705	817	967
(+/-)YoY(%)	-2.3%	-9.1%	3.1%	15.8%	18.4%
全面摊薄EPS(元)	0.42	0.38	0.40	0.46	0.54
毛利率(%)	26.7%	24.9%	26.8%	27.7%	28.5%
净资产收益率(%)	4.2%	3.9%	3.9%	4.4%	5.0%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 概况：全业态零售龙头，复苏弹性优	5
2. 综合百货迭代升级，购物中心和奥莱发展优	7
2.1 传统百货：卡位核心商圈，打造潮流新体验	8
2.2 购物中心：轻资产扩张，持续改造升级	9
2.3 奥特莱斯：全国奥莱标杆，近年扩张主力业态	13
3. 超市业态减亏提效，重点发展超级市场	14
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	百联股份历史整合路径	5
图 2	公司总收入及增速（2005-1Q23）	6
图 3	公司归母净利润及增速（2005-1Q23）	6
图 4	公司各业态占主营收入比重（2016-2022）	6
图 5	公司各业态收入增速（2016-2022）	6
图 6	各细分业态毛利率（%，2022）	6
图 7	综合百货和联华超市利润（2017-2022）	6
图 8	综合百货收入、毛利（2018-2022）	7
图 9	综合百货营业面积和门店数量（2018-2022）	7
图 10	综合百货业务分经营模式收入情况	7
图 11	百货业态收入、毛利率（2016-2022）	8
图 12	重点百货门店收入情况（亿元，2016-2021）	8
图 13	第一八佰伴销售额与利润（2016-2021）	9
图 14	第一八佰伴销售额口径净利率（2016-2020）	9
图 15	购物中心业态收入、毛利率（2016-2022）	10
图 16	重点购物中心门店销售情况（亿元，2016-2021）	10
图 17	部分改造升级购物中心销售情况（亿元，2016-2021）	10
图 18	万代魂 TAMASHII NATIONS STORE 上海	13
图 19	《山海经》IP 店 虎掌门	13
图 20	上海青浦奥莱销售额与利润（2016-2021）	13
图 21	上海青浦奥莱净利率（2016-2020）	13
图 22	上海青浦奥特莱斯品牌	14
图 23	奥特莱斯业态收入、毛利率（2016-2022）	14
图 24	奥特莱斯门店销售情况（亿元，2016-2021）	14
图 25	联华超市集团营业总收入及同比	15
图 26	联华超市集团归母净利润及同比	15
图 27	超市业务分业态门店数量（家，2016-2022）	15

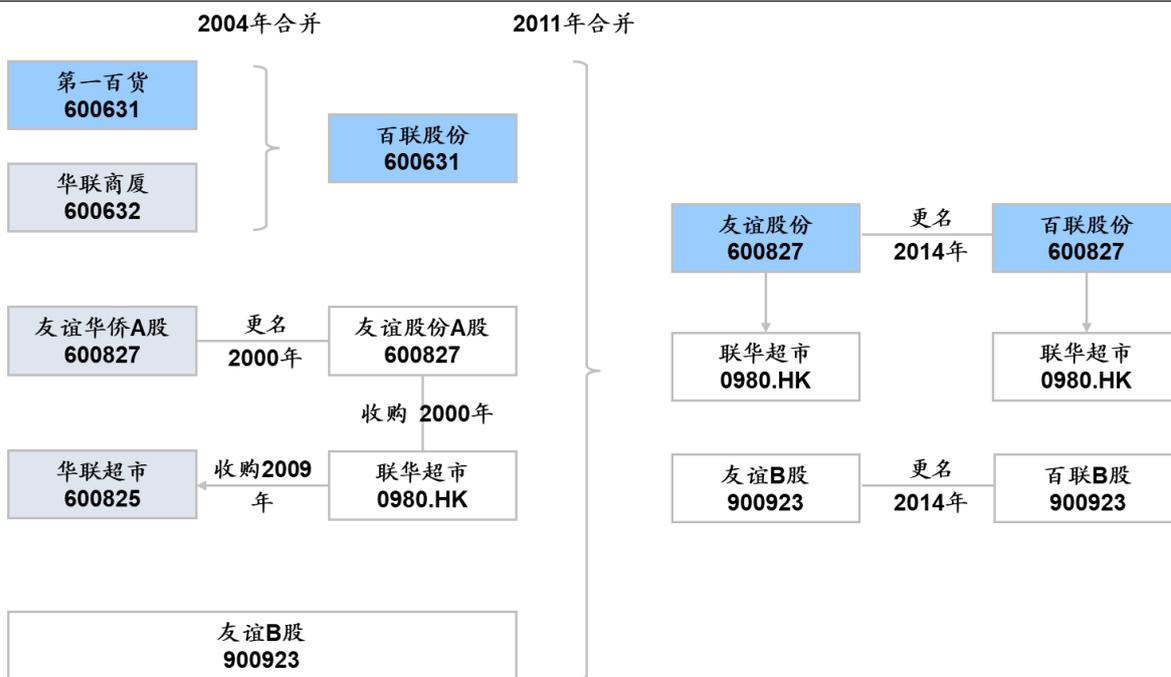
表目录

表 1	百联股份百货业态门店信息（2022）	8
表 2	百联股份购物中心业态门店信息（2022）	9
表 3	百联股份近年门店升级改造及创新项目	11
表 4	供应链优化与经营模式更新项目	11
表 5	百联股份奥特莱斯业态门店概况（2022）	13
表 6	超市业务分业态新开及关闭门店情况	16
表 7	百联股份收入分项预测（百万元，2019-2025E）	16
表 8	百联股份合并利润表（2021-2025E）	16
表 9	可比公司估值（倍）	17

1. 概况：全业态零售龙头，复苏弹性优

百联股份（600827）作为上海具备历史地位的综合零售公司，早期可追溯到 2004 年由第一百货（600631）和华联商厦（600632）合并成立的原百联股份（600631）。2011 年，友谊股份（600827）向百联集团增发购买八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权，同时增发换股吸收合并原百联股份，原百联股份股票停止上市交易，沿用“友谊股份”股票简称和代码；2014 年，友谊股份更名为百联股份，发展至今。

图1 百联股份历史整合路径



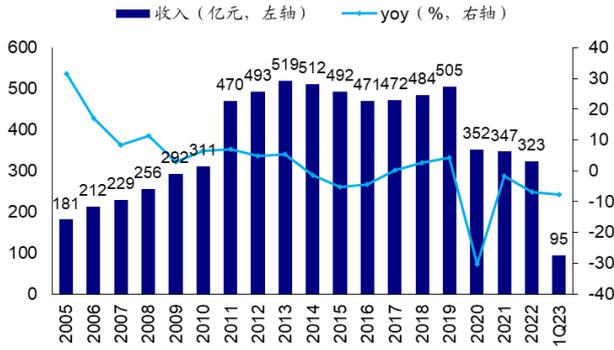
资料来源：友谊股份变更股票简称公告、收购公告，华联商厦合并重组公告，联华超市收购公告，海通证券研究所

百联股份作为上海商业巨头，几乎涵盖了零售业现有全业态，如综合百货、购物中心、奥特莱斯、大型综合超市、超级市场、便利店、专业连锁等。截至 2022 年，百联股份在全国 20 多个省拥有门店 1403 家（不含加盟店），公司旗下门店总建筑面积约 493 万平米，涵盖 12 家百货、23 家购物中心、9 家奥特莱斯、1257 家超市（含超级市场、便利店）、102 家专业专卖店等多种零售业态。

疫情前公司收入利润较为稳定，2016-2019 年维持 471-505 亿元的收入和 8.5-9.6 亿元的归母净利润。2020 年收入 352 亿元同比下降 30.2%，主因执行新收入准则联销收入采用净额法核算，剔除收入准则影响后同比下降 3.8%，2021 年公司收入 347 亿元同比下降 1.6%，2022 年收入 323 亿元同比下降 6.9%；2020-22 年归母净利润各 8/7.5/6.8 亿元，同比各降 16.8%/2.3%/9.1%，2022 年收入利润下降主因消费市场受到持续冲击以及 1H22 减免租金 5.58 亿元影响。1Q23，公司收入 95 亿元同比下降 7.8%，归母净利润 2.1 亿元同比增长 36.1%。

我们认为，公司作为上海商业龙头，百货、购物中心、奥莱、超市、专业店等多业态协同经营，卡位上海核心商圈，物业资源优，品牌与规模优势显著。经营上传统百货业态逐渐向购物中心转型，老店持续优化升级，奥莱业态维持领先优势；超市业态以超级市场为核心推进网点拓展和门店转型增效，坪效有所提升。随疫情逐步缓和，消费需求回暖，公司凭借优秀的线下体验有望承接复苏红利。

图2 公司总收入及增速 (2005-1Q23)



注：2020 年收入下降受会计准则变化影响
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 公司归母净利润及增速 (2005-1Q23)



资料来源：Wind，海通证券研究所

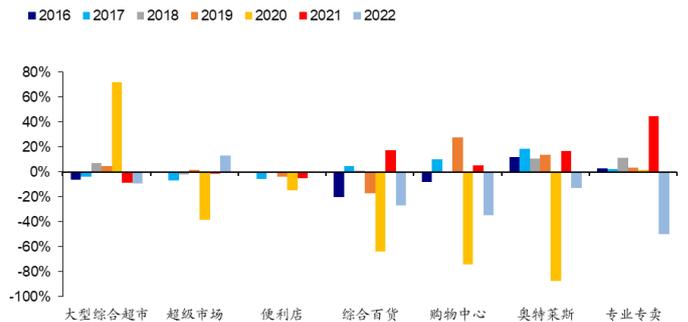
超市业态贡献主要收入，奥莱业态增速较快。超市业态贡献公司大部分收入，2020 年执行新收入准则后，由于联销收入采用净额法核算，百货业态确认收入下降，超市业态收入占比进一步提升。2022 年大型综合超市和超级市场主营收入占比各 43.6%、36.5%；百货、便利店和购物中心其次，占比各 5.2%、4.9%、4.0%；奥特莱斯和专业专卖再次，占比各 3.1%、1.8%。增速角度奥特莱斯表现最优，除 2020 年准则调整影响和 2022 年上海地区受疫情影响较大外，2016 年以来收入增速均保持 10% 以上。

图4 公司各业态占主营收入比重 (2016-2022)



资料来源：wind，公司 2016-2022 年年报，海通证券研究所

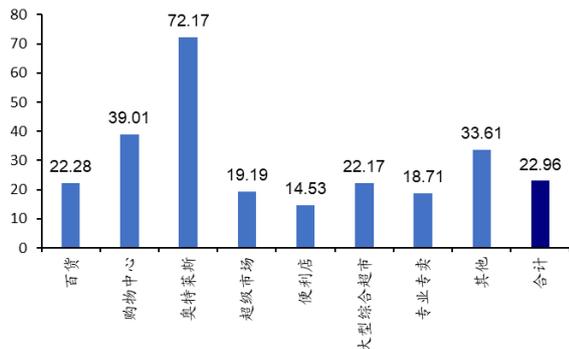
图5 公司各业态收入增速 (2016-2022)



资料来源：wind，公司 2016-2022 年年报，海通证券研究所

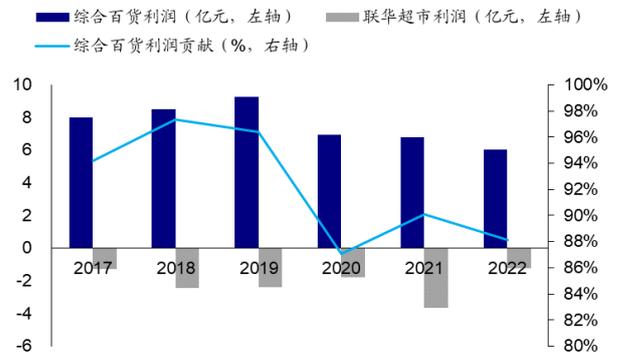
百货业态贡献主要利润，联华超市多年亏损。2020 年执行新收入准则之后，各细分业态毛利率差异较大。综合百货业态毛利率水平较高，其中奥特莱斯最高，2022 年毛利率 72.2%；超市业态毛利率相对较低，其中便利店毛利率最低为 14.5%。扣除各项费用后归母净利润口径，2022 年综合百货业态贡献 88% 净利润，子公司联华超市（公司持股 20.03%）已连续 8 年亏损。

图6 各细分业态毛利率 (%) (2022)



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图7 综合百货和联华超市利润 (2017-2022)



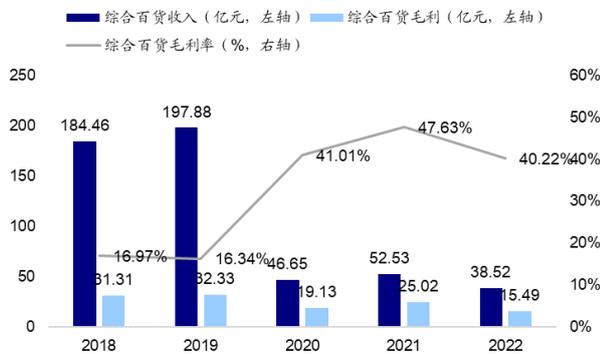
资料来源：Wind，公司 2017-2021 年年报，海通证券研究所

2. 综合百货迭代升级，购物中心和奥莱发展优

公司综合百货业务由公司下属各项目子公司负责运营，并按业态划分由各事业部进行管理。综合百货业务包含连锁百货、购物中心和奥特莱斯三种业态，旗下拥有“第一八佰伴”、“东方商厦（旗舰店）”、“青浦奥特莱斯”及“又一城购物中心”等多个知名门店。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，在上海市乃至长三角地区形成很强区域竞争优势，下属门店所处地理位置优越，基本处于所在城市核心商圈。

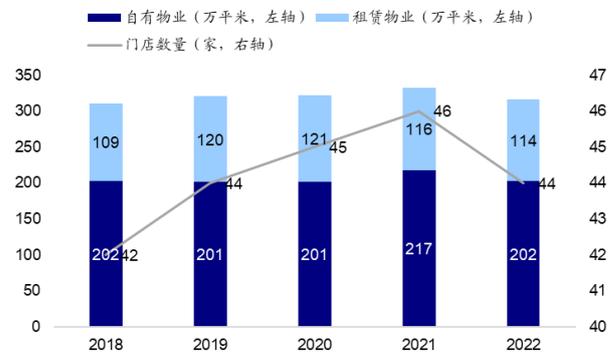
近年不断推进传统零售转型，聚焦重点商圈和重点门店，进行业态改造升级，并在购物中心、奥特莱斯两大主力业态进行业务拓展，保持每年1-3家新开店量。截至2022年末，公司综合百货业务拥有门店合计44家，其中自有物业门店23家，租赁物业门店16家，自有+租赁门店5家；公司百货、购物中心及奥特莱斯合计物业面积316.3万平方米，其中自有物业面积202.44万平方米，占比64%。

图8 综合百货收入、毛利 (2018-2022)



注：2020年收入下降受会计准则变化影响
 资料来源：公司2018-2022年年报，海通证券研究所

图9 综合百货营业面积和门店数量 (2018-2022)

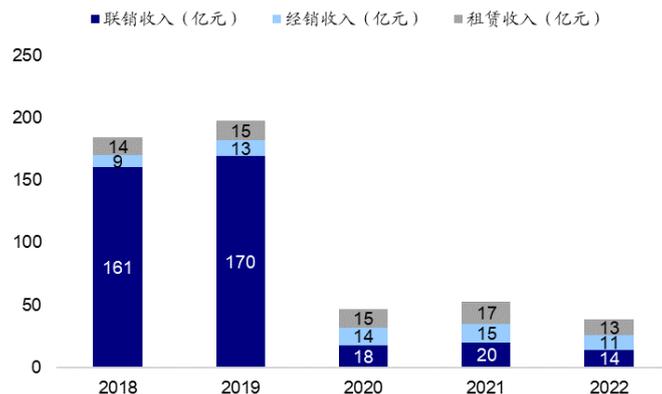


资料来源：公司2018-2022年年报，海通证券研究所

从经营模式上看，公司主要以联营为主，租赁、经销等为辅。联营模式收入主要来源于商品实现销售后的扣点。经销模式盈利模式为公司采购部门向供应商采购商品并支付经销货款，待商品售出后，公司按照实际销售收入确认主营业务收入，按照购进成本结转主营业务成本，收入与成本之间的差额形成盈利。租赁模式主要针对餐饮、儿童游乐设施等体验服务类项目，收入主要来源于场地租金。

2020年执行新收入准则后，由于联销收入采用净额法核算，联销收入大幅下降。2022年，综合百货业态（含百货、购物中心、奥特莱斯）联销、经销、租赁三种模式收入各14.31亿、11.45亿、12.76亿，占比各37%、30%、33%。

图10 综合百货业务分经营模式收入情况



资料来源: 公司 2018-2022 年报, 海通证券研究所

2.1 传统百货: 卡位核心商圈, 打造潮流新体验

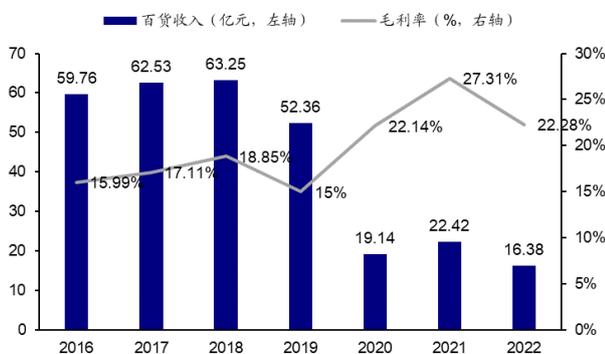
截至 2022 年, 公司共有百货门店 12 家, 建筑面积共 31.1 万平米, 平均单店面积 2.6 万平米, 最大单店面积为第一八佰伴百货的 13.1 万平方米。其中, 4 家百货物业为自有, 自有物业面积 19.6 万平米占比 63%; 另有 2 家百货物业模式为自有+租赁, 面积 4.3 万平米占比 13.7%。除宁波东方商厦位于浙江外, 其余 11 家百货均位于上海, 覆盖南京东路、五角场、徐家汇等核心商圈, 具备第一八佰伴、东方商厦、第一百货、友谊商店等知名传统百货店, 以及转型成为城市奥特莱斯的悠迈生活广场。

表 1 百联股份百货业态门店信息 (2022)

门店名称	地址	开业时间	建筑面积 (万平米)	物业权属	租赁期限 (年)	2019 年坪效 (万元, 建面)
东方商厦 (旗舰店)	上海市徐汇区漕溪北路 8 号	1993.1	3.22	租赁	长期	2.29
第一八佰伴	上海市浦东新区张杨路 501 号	1995.12	13.14	自有		2.23
永安百货	上海市黄浦区南京东路 635 号	2003.3	3.39	自有		1.46
悠迈生活广场	上海市杨浦区四平路 2500 号	2001.12	3.24	自有/租赁	17	0.61
华联商厦	上海市黄浦区南京东路 340 号	1993.1	1.04	自有/租赁	长期	
时装商店	上海市黄浦区南京东路 660-690 号	2001.11	1.12	租赁	长期	1.88
上海妇女用品商店	上海市黄浦区淮海中路 447-479 号	1956.2	0.24	租赁	14	1.57
友谊商店	真光路 1219 号 1-4 楼	1958.2	0.77	租赁	18	
友谊百货古玩商店	华山路 9 号	1985.1	0.02	租赁	12	
东方商厦 (青浦店)	上海市青浦区公园路 700 号	2005.9	1.90	租赁	15	1.80
宁波东方商厦	浙江省宁波市海曙区中山东路 151 号	2006.9	2.13	自有		0.02
永安珠宝	上海市浦东新区张杨路 655 号	2011.6	0.94	自有		

资料来源: 公司 2022 年年报, 2021 年信评跟踪报告, 海通证券研究所

公司百货业态以联营模式为主, 2019 年百货业态收入 52.36 亿元、同比下降 17%, 收入首次出现下滑趋势。百货店中第一八佰伴收入贡献最多, 2019 年占百货门店总销售额 54%, 东方商厦 (徐汇旗舰店)、永安百货、东方商厦 (青浦店) 收入占比各 13%、9%、6%。近年公司重点进行核心商圈门店转型及升级改造, 以提升单店市场竞争力。2020 年疫情对百货门店业绩冲击较大, 2021 年随着疫情缓解, 公司百货业态收入和毛利率同比均有所提升, 2022 年受上海疫情影响较大, 公司百货业态的收入和毛利率均同比下降。

图 11 百货业态收入、毛利率 (2016-2022)


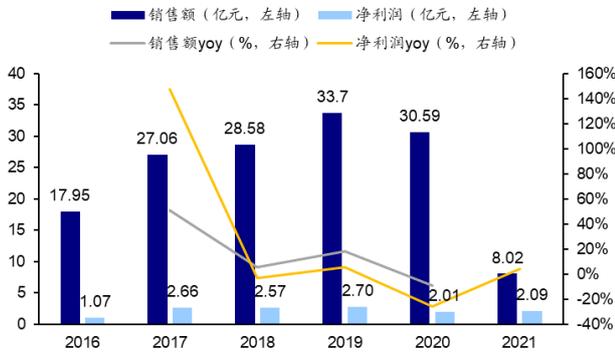
注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响
 资料来源: 公司 2016-2022 年报, 海通证券研究所

图 12 重点百货门店收入情况 (亿元, 2016-2021)

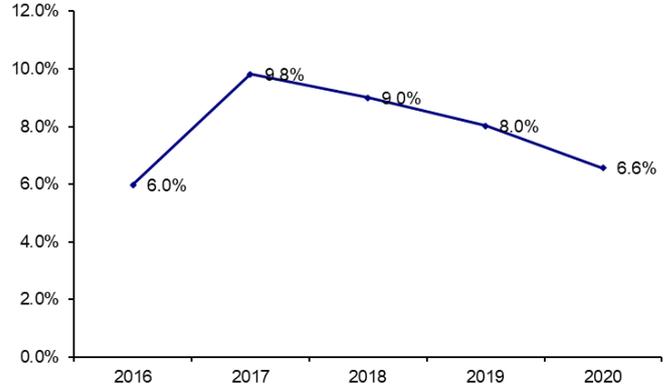

注: 2020 年收入下降主因会计准则发生变化
 资料来源: 公司 2019-2021 信评报告, 海通证券研究所

第一八佰伴主营百货零售, 于 1995 年 12 月开业, 2020 年销售 30.59 亿元、净利润 2.01 亿元, 2021 年净利润增至 2.09 亿元, 2022 年受疫情影响净利润 8402 万元。

第一八佰伴持续改造升级, 2019年, 第一八佰伴全国首家萌宠动物园于6月正式开业, 进一步带动家庭式消费, 6楼、7楼调整后以全新形象亮相, 提升已转型门店效益; 2020年, 第一八佰伴作为数字化门店试点, 积极探索数字化标杆门店1.0版本; 2021年, 其完成整体规划制定进入项建书初稿的编制, 持续推进室内、室外设计方案优化; 2023年计划进一步进行产品升级、体验升级。

图13 第一八佰伴销售额与利润 (2016-2021)


注: 2020年收入下降受会计准则变化影响
 资料来源: 公司2016-2021年报, 2019-2021信评报告, 海通证券研究所

图14 第一八佰伴销售口径净利率 (2016-2020)


资料来源: 公司2016-2021年报, 2019-2021信评报告, 海通证券研究所

2.2 购物中心: 轻资产扩张, 持续改造升级

公司购物中心业态统一使用“百联”品牌, 购物中心包括百货、娱乐、餐饮等经营项目, 其中百货以联营为主, 娱乐、餐饮等以租赁为主。

购物中心业态为综合百货业务发展重点之一, 每年新开门店保持1-2家, 主要以租赁方式扩张。2019年-2022年, 公司新开购物中心数量各2家、1家、0家和1家。截至2022年末, 公司共计有23家购物中心, 门店多集中于上海市内, 区位优势明显。建筑面积合计193.1万平方米, 其中自有物业面积104.91万平方米, 占比54.33%。百货门店存在逐步向购物中心门店转移的业态趋势, 原“百货悠迈生活广场(青浦店)”于2021年由百货业态调整为购物中心业态, 引入百货、餐饮、家居、电器、影院等业态, 以及多家区域首店品牌, 并更名百联青浦购物中心。

表2 百联股份购物中心业态门店信息 (2022)

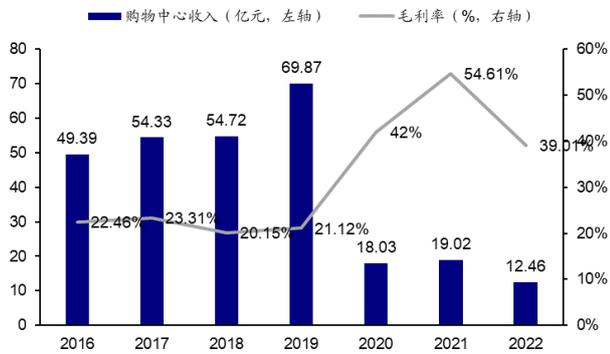
门店名称	地址	开业时间	建筑面积 (万平方米)	物业权属	租赁期限 (年)	2019年坪效 (万元, 建面)
淮海 755	上海市黄浦区淮海中路 755 号	1996.12	1.70	自有		
百联南方购物中心	上海市沪闵路 7388 号	1999.9.26	17.43	自有		0.31
百联社区商业中心	上海市浦东新区临沂路 140 号	2002.1.18	2.32	自有/租赁	14	0.33
百联西郊购物中心	上海市仙霞西路 88 号	2004.9.28	10.98	自有		0.54
百联中环购物广场	上海市普陀区真光路 1288 号	2006.12.21	19.54	自有		0.99
百联又一城购物中心	上海市杨浦区淞沪路 8 号	2007.1.26	12.50	自有		0.04
百联南桥购物中心	上海市奉贤区南桥镇百齐路 588 号	2008.1.19	11.06	租赁	一期:21 二期:19	0.11
百联沈阳购物中心	辽宁省沈阳市沈河区青年大街 55 号	2008.1.25	11.63	自有		0.69
重庆百联南岸上海城购物中心	重庆市南岸区南坪西路 38 号	2009.12.18	11.46	租赁	14	0.44
百联金山购物中心	上海市金山区卫清西路 188 号	2010.9.28	8.70	委托管理		0.31
百联徐汇商业广场	上海市华山路 2038 号	2012.1.19	2.04	租赁	15	0.41
百联东郊购物中心	上海市沪南路 2420 号	2012.11.7	3.45	租赁	14	0.15
世博源	上海市浦东新区世博大道 1368 号	2012.12.28	28.69	租赁	20	0.22
百联滨江购物中心	上海市杨浦区平凉路 1395-1399 号	2014.11.22	8.53	自有		0.20
百联嘉定购物中心	上海市嘉定区澄浏中路 3172 号	2016.5.28	13.28	租赁	20	0.00
一百商业中心	上海市黄浦区南京东路 800-830 号	2017.12.8	12.89	自有		0.43
百联川沙购物中心	上海市浦东新区川沙路 5398 号	2017.4.26	9.32	委托管理		0.00

百联安庆购物中心	安徽省安庆市马山广场德宽路 277 号	2017.9.30	9.71	自有	
淮海 TX	上海市黄浦区淮海中路 523 号	2019.12.31	2.41	自有/租赁	
百联青浦购物中心 (原“悠迈生活广场(青浦店)”)	上海市青浦区盈港路 1666 弄 36 号 B1	2019.9.28	4.90	租赁	10
百联曲阳购物中心	上海市虹口区中山北二路 1818 号	2019.9.29	5.88	租赁	20
百联临港生活中心	上海市浦东新区竹柏路 228 号	2020.12.25	1.59	租赁	10 年 7 个月
百联吴淞生活中心	上海市宝山区水产路 1234 号	2022.1.28	1.11	租赁	7 年 6 个月

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

购物中心整体收入在疫情前稳定增长, 2022 年受疫情影响有所下降。2019-2022 年购物中心营业收入分别为 69.87 亿元、18.03 亿、19.02 亿元和 12.46 亿元; 毛利率分别为 21.12%、41.95%、54.61%和 39.01%, 2020 年收入严重下滑主因疫情冲击、收入准则调整, 2021 年随着疫情好转, 收入与毛利率均有小幅上升, 2022 年受上海等地区疫情影响较大, 收入和毛利率均下滑。

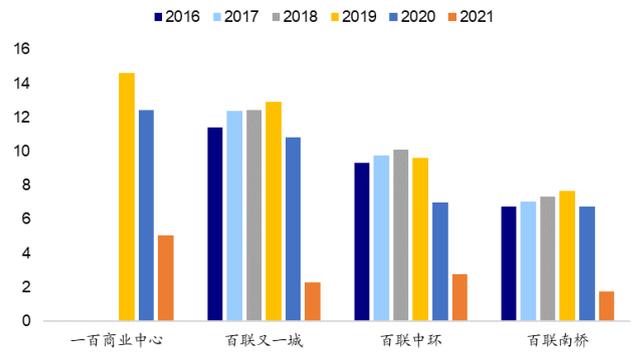
图15 购物中心业态收入、毛利率 (2016-2022)



注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响

资料来源: 公司 2016-2022 年年报, 海通证券研究所

图16 重点购物中心门店销售情况 (亿元, 2016-2021)



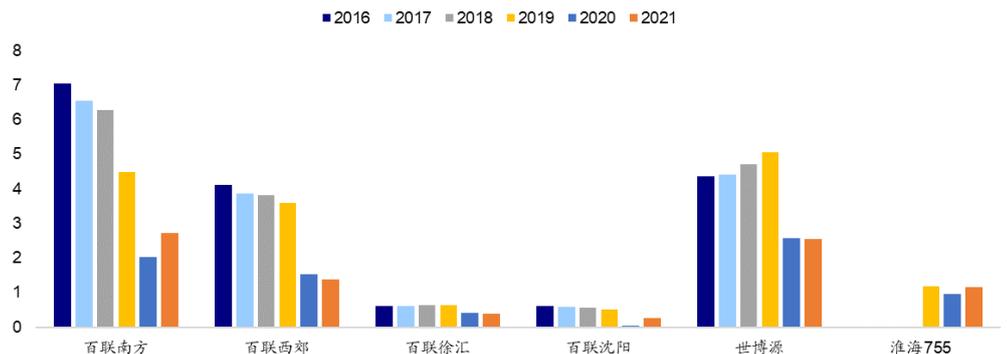
注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响。

资料来源: 公司 2016-2021 年信评报告, 海通证券研究所

购物中心线下门店持续优化升级。2020 年公司对百联沈阳购物中心、百联南方购物中心等多家购物中心改造升级。公司还专门成立 PMO 小组用于针对世博源、百联徐汇商业广场等门店的项目转型规划。2021 年公司对原百货悠迈生活广场(青浦店)业态转型为百联青浦购物中心。自 2022 年 6 月起, 已开业 18 年的上海百联西郊购物中心闭店启动全新升级。门店升级涉及空间改造、立面设计、品牌引进等多方面, 力图精准契合客户对消费升级的需求。

从 19-21 年销售额来看, 受益于疫情管控和升级提效, 经过 2020 年改造升级的购物中心在 2021 年收入持平或有不同程度的增长, 如百联南方购物中心 21 年销售额同比增长 34%, 世博源与百联徐汇商业广场同比基本持平, 百联沈阳购物中心同比增长 440%。迎合消费升级需求、更新增加硬件配套设施的新购物中心线下门店有效助力门店销售业绩的增长。

图17 部分改造升级购物中心销售情况 (亿元, 2016-2021)



注：2020 年收入下降受会计准则变化影响。
资料来源：公司 2016-2021 年信评报告，海通证券研究所

门店升级，激发创新活力与动力。公司持续推进门店升级改造项目，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；奥特莱斯业态将轻重并举择机发展精品奥莱，继续保持百联奥特莱斯在中国奥莱行业的领先地位。

表 3 百联股份近年门店升级改造及创新项目

时间	升级门店	改造内容
2017 年	第一百货商业中心	A、B 两馆于 2017 年 12 月 8 日试营业，围绕打造成南京路步行街上“全客群、全时段、全业态、全品类、全渠道”，集文化、生活、美食、时尚为一体的海派文化新地标。与此同时，公司进一步加强了与重点供应商的深度合作，加快推进 C 馆工程建设及新零售打造，于 2018 年初开业。
	东方商厦（杨浦店）	于 2017 年 2 月份正式启动转型调整工作，2018 年变身“UMAX”悠迈生活广场，是公司首家由既存门店转型的城市奥特莱斯业态（价值折扣百货）。
	东方商厦（宁波店）	引进生活方式集合店或主力店，丰富特色餐饮和娱乐休闲业态。
	百联临沂购物中心	商场于 2017 年 2 月 28 日正式停业，9 月底全面推进项目改造实施，并于 2018 年年初开业。
2018 年	联华超市	上海地区全部大卖场门店，五分之三的标准超市门店完成了改造，购物环境得到改善，商品结构得到调整，服务水平得到提升，资源配置得到优化。
	百联奥特莱斯广场（湖南·长沙）	试点自营进口化妆品集合店。
	百联中环购物广场	开出潮流空间集合店。
	百联南桥购物中心	开出潮流空间集合店。
	第一百货商业中心	9 月 28 日，六合路正式对外开放，标志着六合路作为步行街内街的延伸跨出了历史性的一步。
	UMAX 悠迈生活广场（原东方商厦（杨浦店））	于 1 月 19 日开业，价值百货概念已逐渐体现。
	百联临沂购物中心	于 2 月 1 日开业，致力于打造一个全新的“社区乐园”。
2019 年	宁波东方商厦	引进 Nitori 主力店及功能配套。
	百联南方购物中心（二期）	将作为购物中心 4.0 版的样板首店，打造成为“家庭+生活方式”和“年轻家庭+年轻潮流”的多维度社交商业体。
	联华超市	推进既有网点创新转型，并加快新门店拓展步伐。进一步深化区域发展规划，提升既有网点续签率，积极在重点发展区域开设新网点，巩固市场地位。同时顺应市场环境变化，梳理亏损较大门店，提高实体网点的整体质量。
	第一八佰伴	全国首家萌宠动物园于 6 月正式开业，进一步带动家庭式消费；6 楼 7 楼调整后以全新形象亮相。
	东方商厦（旗舰店）	打造运动集合馆，借助引进海派餐饮增加人气。
	悠迈生活广场（杨浦店）	做好优势品牌销售，丰富居家日用等商品品类，优化完善百圆店、优选店经营模式，调整引进餐饮及功能性业态。
	百联南方购物中心	9 月 13 日二区正式开业，以年轻潮客和年轻家庭为主力客群，新引进 118 家品牌。
2021 年	江芸 151	引进影院、KTV、密室逃脱等人气业态。
	南方友谊商城	平稳过渡到南方一期新地块，重新划分柜位动线，引进能级较高品牌。
	第一百货（松江店）	重点提升化妆品区域，引进地区首家美容坊。
	茂昌新淮海店	实施转型升级。
	联华超市	持续推进网点拓展和门店转型增效。
	华联商厦	完成概念设计及主体设计比选。
	东方商厦（旗舰店）	配合政府启动天桥工程，完成平面动线规划，推进定位策划前期研究。
2022 年	百联南方一区	打造南区商务休闲一条街。
	百联又一城	完成外立面改造，聚焦年轻客群打造消费场景，新引进近 30 个品牌。
	百联金山	推进百货区改造，引进网红品牌，聚焦人气。
	百联徐汇	分阶段实施三楼装修，优化动线、增设休息区、引进餐饮等功能业态。
	百联奥特莱斯广场（青岛·即墨）	2022 年 7 月 30 日试营业，在场景营造、数智运维、潮流体验等方面进行了迭代升级
2023 年	百联西郊购物中心	2022 年 6 月 15 日闭店改造
	第一八佰伴	5、7、8 楼于 2022 年 11 月焕新启幕
2023 年	百联 ZX 创趣场	2023 年 1 月 15 日试营业，瞄准 Z 时代人群，以二次元潮流文化为亮点，营造多元文化爱好者的创意基站、年轻世代的线下社交场

资料来源：公司 2017-2019 年年报，公司 2021-2022 年年报，海通证券研究所

公司 2017 年以来围绕“打造新型商品结构模式，优化传统联营联销模式”的思路，积极推进业务转型和创新，包括①推动自有品牌发展；②推进与国内外集团供应商的合作；③发展深度联营联销；④联华超市积极优化生鲜采购供应链等。

表 4 供应链优化与经营模式更新项目

时间	建设内容	涉及品牌和门店
2017 年	推动自有品牌发展	“FRED”男鞋、“LANTICHER”衬衫、“爱屋集物”品牌、“百府童游”品牌、“Sonia by”均新开专柜，商品类别进一步丰富；“百联上影院线”品牌，完成八佰伴、又一城影院装修和设备升级，实现

	惠南、川沙、虹口、安庆店开业;“LEME”品牌,调整提升4家生活鲜超门店,引进了多家网红商家。
推进与国内外集团供应商的合作	①拓展国际品牌经销代理合作,“DAKS”品牌、“皇家道尔顿”品牌,销售均同比增长。②加强与国际、国内知名餐饮品牌合作,与意大利ATG集团合作的首家西餐门店于9月底在百联世纪购物中心开出。③加强与国际国内文化娱乐集团合资合作,公司与SMG公司洽谈跨界合作。
发展深度联营联销	着力发挥JBP品牌在联合经营、提升业绩方面的积极作用,扩大品牌蓄水池,新引进302个国际二线品牌,为门店调整注入新的发展动力。
联华超市优化生鲜采购供应链	大力推进基地建设,通过建设合规基地构建高质量、稳定的生鲜供给体系。
探索精品买断模式	The Balancing品牌新开兴业太古汇店。东方商厦鞋类买手店推进可行性报告拟定及装修图纸设计。
发展总经销总代理	DAKS品牌新开南京德基店;DOULTON品牌,推出形象展示及VIP日活动;日本美妆集合店Blue Lemon品牌10月底在悠迈生活广场开首家店;居家生活馆MIRTOS,12月开出又一城家居馆和八佰伴快闪店;韩国潮流女装SJSJ品牌明确了品牌定位和目标拓展市场;自有羊绒EALIO品牌已在百货门店开出8家专柜。
2018年	推出了以“LEME”注册商标的海鲜冷冻自营商品,引进了人气商家及老字号品牌;八佰伴店、又一城店引进了VR数字王国,加强了微信、合作APP平台等新营销方式的应用;“百联上影院线”品牌,新开一百大上海店。
孵化设计师品牌	衍庆里国际时尚中心于3月28日正式揭幕,举办跨界人文艺术活动。百联国际时尚学院,预计于年底启动第一期招生工作。
加强深度联营联销	推广JBP品牌活动,参与品类持续扩大,销售业绩、客流均实现增长。探索与供应商建立新型零供关系,试水注资模式,强化品牌库管理。
联华超市优化生鲜采购供应链	①加强生鲜基地建设,提升生鲜经营能力;②坚持品类升级策略,制定品类升级关键路径;③积极探索业态/门店品类组合解决方案;④着力加强全国供应链管理,促进毛利和综合收益优化。
完善品牌库管理	公司各个业态都致力于建立完善的品牌库,奥特莱斯业态将品牌分为奢、名、优三大品类,逐步完善品牌库的管理。
提升JBP工作水平	积极开展明星到店、冠名活动、新品首发等形式多样的JBP品牌主题活动,促进JBP品牌的销售。
推进买手店经营	The Balancing,组织开展了品牌及跨业态合作、明星及KOL推广等营销活动。Bliss L'avenue,精品鞋区买手店在东方商厦于9月19日开业。
2019年	DARKS品牌对久光店、青浦奥莱店进行调整升级,新开苏州久光和烟台振华店2家店;DOULTON品牌,推出个性化营销活动、周年庆活动及VIP日活动;Blue Lemon品牌,新开5家店铺;SJSJ品牌,新开第一八佰伴、东方商厦(旗舰店)以及苏州美罗3家店铺;MIRTOS品牌,全力推进合资公司的成立。
拓展总经销总代理	在百联又一城、百联南方、百联曲阳购物中心开设“潮流空间”;在百联南桥、百联曲阳购物中心开设“亲子空间”;在百联奥特莱斯广场(济南·高新)开设“美妆荟”,百联奥特莱斯广场(江苏·无锡)升级为“美妆荟”2.0。
开设品牌集合店	
拓展总经销总代理	DAKS品牌,共计15家;皇家道尔顿品牌,7家门店打造下午茶体验馆。
2020年	EALIO羊绒对8家专柜重新梳理品牌定位,Leme生活鲜超调整引进了一批优质品牌与供应商。
发展自有品牌	The Balancing 3家门店积极开展活动提升销售。
推进设计师品牌经营	对管理团队进行组织架构调整,将Ontimeshow作为运营方引入衍庆里。
推进时尚产业孵化	JBP管理聚焦“提质减量”,精简年度品牌到117个。数个品牌全国奥莱形象店开业;提升品牌专卖店形象;储备香化、时装、腕表、数码等多品类资源。
推进与品牌商的战略合作	百联时尚中心储备头部品牌超过200家,联动租户成功举办影像展;买手店与时尚中心深入合作推动百联时尚生态链路构建,引进品牌布展,以特别定制的活动装置和艺术空间,吸引众多KOL和消费者打卡。
2021年	进一步孵化时尚产业链
2022年	聚焦“品牌库建设”、“自营品牌”及“时尚产业平台”打造差异化供应链
	the balancing探索打通海外供应链各环节,开展各类联名首发活动,港汇恒隆店于2022年12月16日开业;衍庆里充分利用平台资源,开展各项时尚交流活动。

资料来源:公司2017-2022年年报,海通证券研究所

2023年1月15日,位于南京东路的原华联商厦完成改造升级,建立起国内首座聚焦次元文化的商业体“百联ZX创趣场”。作为百联股份的商业创新项目,百联ZX创趣场引进多家全国首店,包括海外首家万代魂TAMASHII NATIONS STORE上海,全国首家万代南梦宫MegaHouse,全国首家东映动画等。同时引进国潮《山海经》IP店虎掌门、国潮原创店蓝月的娃娃屋与COMICUP等人气品牌,以人气品牌引领社交传播场。

“ZX”源自于:Z Era(Z世代)和X(无限可能),以“Play Together”为口号,意在通过链接跨次元品牌、内容创作者与因同好和热爱而相聚的Z时代社群,共同创造一个有趣的次元文化的试验场。作为百联再次探索商业新物种的创新之作,百联ZX基于用户心声,以兴趣为导向重塑商业底层逻辑,在“中华商业第一街”打造属于中国的“二次元文化圣地”。

图18 万代魂 TAMASHII NATIONS STORE 上海


资料来源: ZX 创趣场公众号, 海通证券研究所

图19 《山海经》IP店 虎掌门


资料来源: ZX 创趣场公众号, 海通证券研究所

2.3 奥特莱斯: 全国奥莱标杆, 近年扩张主力业态

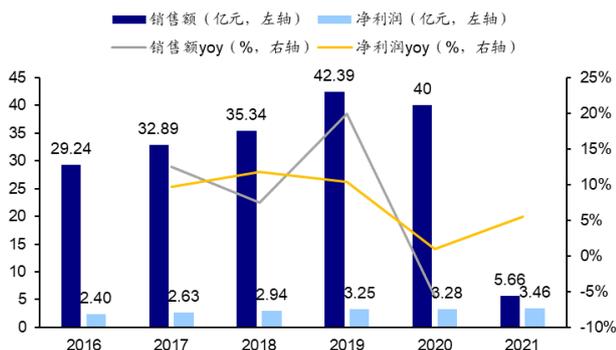
作为百联主力业务之一的奥特莱斯在国内居行业领先地位, 广场主要以自建模式扩张, 多家门店销售额位居前列。公司目前经营管理 9 家奥特莱斯, 合计建筑面积约 92.20 万平方米; 自有物业占比 84.67%, 广场分布在上海、武汉、无锡、南京、济南、长沙、杭州、青岛 8 个区域。

表 5 百联股份奥特莱斯业态门店概况 (2022)

门店名称	地址	开业时间	建筑面积 (万平米)	物业权属	2019 年坪效 (万元, 建面)
百联奥特莱斯广场(上海·青浦)	沪青平公路 2888 号	2006.4.28	11.35	自有	3.38
百联奥特莱斯广场(武汉·盘龙)	武汉市黄陂区盘龙大道 51 号	2012.12.18	14.13	自有/租赁	1.03
百联奥特莱斯广场(江苏·无锡)	无锡市新区锡勤路 18-28 号	2013.6.29	11.73	自有	0.93
百联奥特莱斯广场(江苏·南京)	南京市江宁区汤山街道圣汤大道 99 号	2015.9.26	11.39	自有	0.66
百联奥特莱斯广场(济南·海那)	山东省济南市槐荫区美里湖美里路 555 号	2016.12.24	5.30	自有	0.78
百联奥特莱斯广场(湖南·长沙)	湖南省长沙县大元东路 108 号	2018.9.30	12.00	自有	0.23
百联奥特莱斯广场(济南·高新)	山东省济南市高新区科创路 999 号	2019.3.29	7.90	自有	0.15
百联奥特莱斯广场(浙江·余杭)	浙江省余杭区临平街道陈家木桥社区	2021.10.15	13.24	自有	
百联奥特莱斯广场(青岛·即墨)	山东省青岛市即墨区蓝村街道办事处世家路 8 号	2022.7.30	5.02	自有	

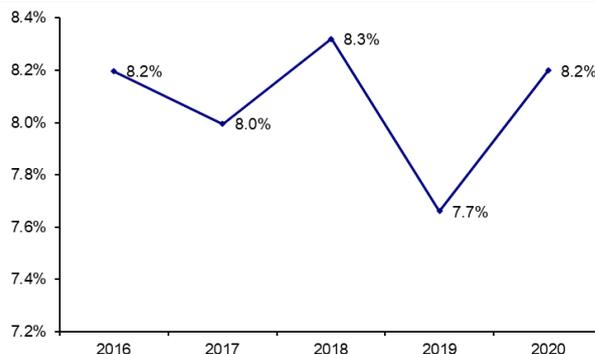
资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

公司旗下首家奥特莱斯上海青浦奥莱已连续八年居奥特莱斯年销榜单首位, 2020 年销售额 40 亿、净利润 3.28 亿, 2021 年净利润 3.46 亿。青浦奥特莱斯以销售国内外名品折扣商品为主, 集购物、休闲和旅游为一体, 秉持“品牌是经营之魂, 折扣是经营之道, 服务是经营之本”的文化理念, 其凭借优越的交通位置吸引江浙沪消费者慕名而来。公司旗下武汉盘龙奥莱、百联无锡奥莱和百联南京奥莱也位列榜单中, 公司奥特莱斯业务在行业中具备一定领先优势。

图20 上海青浦奥莱销售额与利润 (2016-2021)


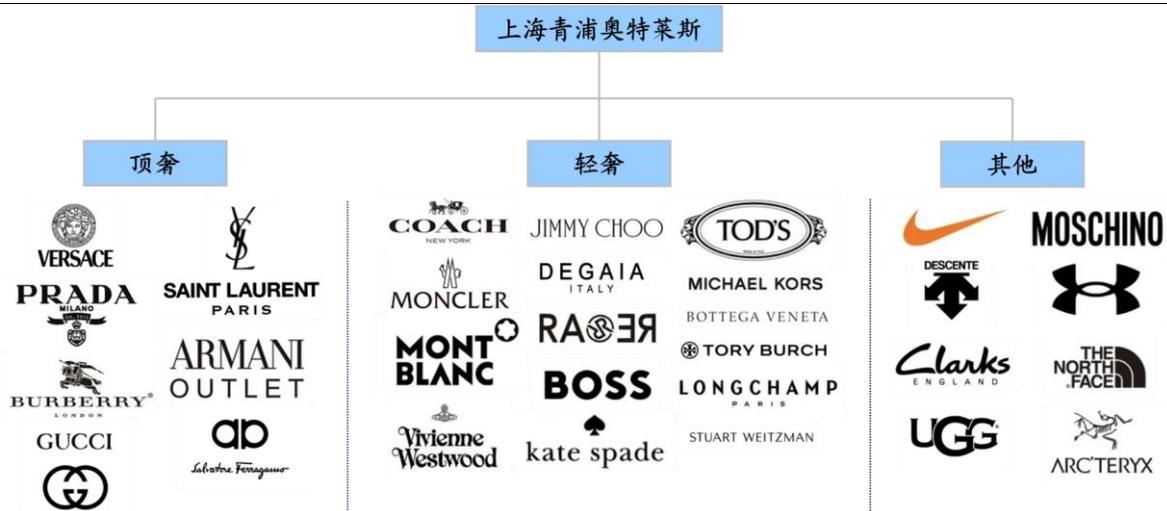
注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响

资料来源: 公司 2016-2021 年报, 2019-2021 年信评报告, 海通证券研究所

图21 上海青浦奥莱净利率 (2016-2020)


资料来源: 公司 2016-2021 年报, 2019-2021 年信评报告, 海通证券研究所

百联奥特莱斯广场 (上海·青浦) 拥有 400 余家商铺, 600 多个品牌, 主要经营国际一、二线服饰品牌、国际知名运动休闲品牌以及国内著名品牌的折扣商品, 尤其是包括 Armani、Burberry、Versace、Prada、COACH 等国际知名顶奢、轻奢品牌, 奢侈品牌供应链领先, 使得广场内国际品牌汇聚度之高跻身同行前列。

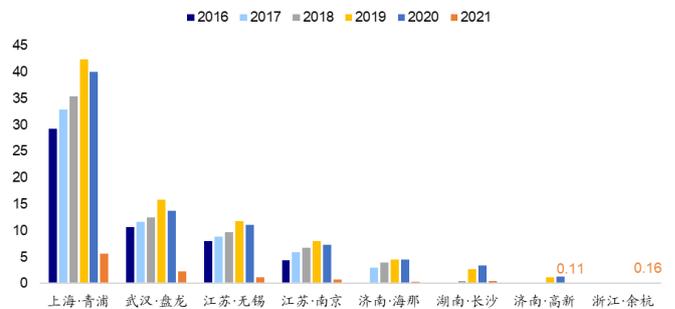
图22 上海青浦奥特莱斯品牌


资料来源: 百联青浦奥特莱斯微信公众号, 海通证券研究所

奥特莱斯在疫情前收入保持稳步提升, 2019 年奥莱业态收入 75.65 亿元, 同比增长 14%, 毛利率 12.85%, 同比提升 0.28pct。因奥莱收入主要来自联营业绩, 2020 年受疫情和会计准则变化影响, 收入下滑至 9.48 亿元, 同比下降 87%。随疫情缓和, 2021 年收入 11.08 亿元, 同比增长 17%。2022 年由于上半年上海疫情反复, 奥特莱斯收入 9.67 亿元, 同比下降 12.73%; 毛利率 72.17%, 同比减少 4.58pct。

图23 奥特莱斯业态收入、毛利率 (2016-2022)


注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响。
 资料来源: 公司 2016-2022 年年报, 海通证券研究所

图24 奥特莱斯门店销售情况 (亿元, 2016-2021)


注: 2020 年收入下降受会计准则变化影响。
 资料来源: 公司 2019-2021 信评报告, 海通证券研究所

3. 超市业态减亏提效, 重点发展超级市场

截至 2022 年底, 百联股份控股的联华超市 (0980.HK) 共拥有门店 3352 家, 约 85% 位于大华东地区。其中大型综合超市 137 家, 超级市场 2268 家, 便利店 947 家。集团旗下拥有世纪联华、联华超市、快客便利等品牌, 分别引领大型综合超市、超级市场、便利店三大业态共同发展。根据中国连锁经营协会公众号, 2021 年联华超市在中国超市榜单位居第六, 低于沃尔玛、永辉超市、高鑫零售、华润万家和物美。

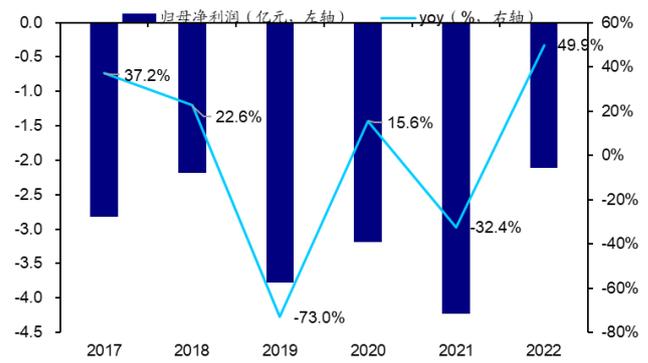
联华超市长期面临亏损困境, 疫情前至 2019 年已连续五年亏损, 随着关店止损、成本优化与新零售改造多措并举, 业绩有所改善。联华超市 2019 年收入 258.59 亿元,

同比增长 1.85%，归母净亏损 3.78 亿元，剔除首次应用香港财务报告准则第 16 号“租赁”的影响，归母净亏损 1.52 亿元，较 2018 年大幅改善。其中大型综合超市处于盈利状态，利润 3.73 亿元；便利店业态亏损 2.82 亿元，相较 2018 年亏损面扩大。

2022 年联华超市积极推进供应链建设及费用管控，经营利润有所提升。①大型综合超市：2022 年经营利润 1.43 亿元，同比增加 2.9 亿元扭亏，品类优化和增加生鲜直采/联采基地，毛利率提升，标准化流程降低营运费用、精准触达降低促销费用。②超级市场：门店利用网点优势，积极提供社区和企业保供，弥补了上海区域因疫情闭店两个月的缺口，2022 年经营利润为 1.64 亿元，同比增加 1.13 亿元。③便利店：近年便利店业态以“集约、降本、加速减亏”为主，加速对各地区的亏损网点进行梳理，同时多维度控制经营成本。2022 年便利店经营亏损 0.25 亿元，同比增亏 0.22 亿元，主因上海疫情防控闭店时间较长，且受商品品类限制，保供业务较少。

图25 联华超市集团营业总收入及同比

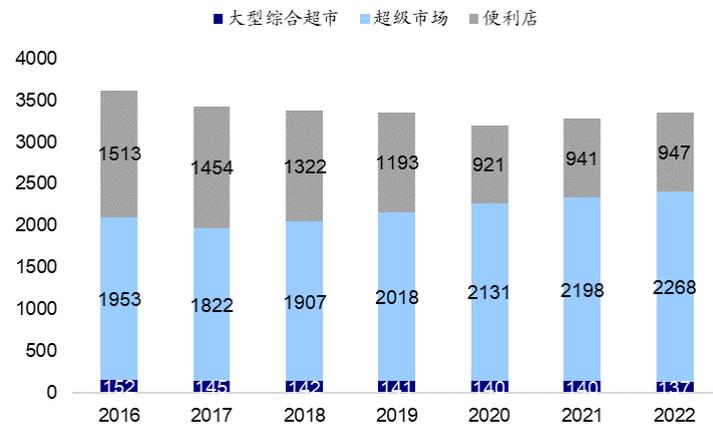

资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 联华超市集团归母净利润及同比


资料来源：Wind，海通证券研究所

近年公司超市业务以超级市场为拓展重点，便利店数量有所压缩，大卖场数量较稳定，门店结构持续优化。公司超市门店总数变化不大，但内部结构调整明显。2018 年-2022 年，分别新开 314 家、315 家、429 家、336 家和 348 家。同时，在租金上涨、网络零售分流、社零增速放缓的背景下，公司持续进行网点梳理及关闭效益不佳门店，同期关闭门店 364 家、334 家、589 家、249 家和 275 家。

分业态，近年便利店数量有所波动，2019-2022 年，各净增-129 家、-272 家、20 家和 6 家；超级市场为公司超市业务核心发展业态，持续推进网点拓展和门店转型增效，2019 年-2022 年，分别净增门店 110 家、113 家、67 家和 70 家；大卖场门店数量较稳定，近年变化不大。受益于关闭效益不佳门店，不断优化门店结构、商品结构，经营坪效有所提升。

图27 超市业务分业态门店数量（家，2016-2022）


资料来源：联华超市 2016-2022 年报，海通证券研究所

表 6 超市业务分业态新开及关闭门店情况 (家)

业态	2018		2019		2020		2021		2022	
	新开	关闭								
大型综合超市	7	10	7	7	4	5	5	5	2	5
超级市场	238	153	249	139	281	168	214	147	70	64
便利店	69	201	59	188	144	416	117	97	276	206
合计	314	364	315	334	429	589	336	249	348	275

资料来源: 公司 2021 信评报告, 联华超市 2018-2022 年报, 海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年收入各 332 亿元、350 亿元、364 亿元, 同比增长 3.0%、5.3%、4.0%; 归母净利润各 7.05 亿元、8.17 亿元、9.67 亿元, 同比增长 3.1%、15.8%、18.4%。给予公司 2023 年 0.8-1 倍 PS, 对应合理价值区间 14.91-18.63 元, 首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 7 百联股份收入分项预测 (百万元, 2019-2025E)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	50459	35209	34650	32269	33244	35011	36426
yoy	4.20%	-30.22%	-1.59%	-6.87%	3.02%	5.32%	4.04%
毛利率(%)	20.88%	25.30%	26.73%	24.94%	26.83%	27.70%	28.52%
主营业务							
收入(百万元)	48835	34094	33571	31412	32215	33828	35065
yoy	4.10%	-30.19%	-1.53%	-6.43%	2.56%	5.01%	3.66%
主营毛利率(%)	19.09%	23.14%	24.58%	22.96%	24.57%	25.25%	25.83%
其他业务							
收入(百万元)	1624	1116	1079	858	1029	1183	1361
yoy	7.20%	-31.31%	-3.24%	-20.56%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	74.5%	91.3%	93.5%	97.7%	97.70%	97.70%	97.70%

资料来源: 公司 2019-2022 年年报, 海通证券研究所

表 8 百联股份合并利润表 (2021-2025E)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	34650	32269	33244	35011	36426
同比增长(%)	-1.6%	-6.9%	3.0%	5.3%	4.0%
营业总成本(百万元)	33764	32268	32557	34122	35282
营业成本(百万元)	25389	24221	24323	25313	26038
毛利率(%)	26.7%	24.9%	26.8%	27.7%	28.5%
营业税金及附加(百万元)	368	283	299	315	328
营业税金及附加/营业收入(%)	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用(百万元)	5762	5435	5651	5987	6280
销售费用率(%)	16.6%	16.8%	17.0%	17.1%	17.2%
管理费用(百万元)	2079	2200	2297	2489	2604
管理费用率(%)	6.0%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%
财务费用(百万元)	145	111	-33	-2	11
财务费用率(%)	0.4%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失(百万元)	-106	-8	-28	-15	-13
投资收益(百万元)	159	724	150	158	164
营业利润(百万元)	1063	981	959	1186	1454
同比增长(%)	-30.1%	-7.6%	-2.3%	23.7%	22.6%
营业外收入(百万元)	139	140	140	140	140

营业外支出（百万元）	22	88	30	30	30
利润总额（百万元）	1180	1033	1069	1296	1564
同比增长（%）	-15.4%	-12.4%	3.4%	21.3%	20.7%
所得税费用（百万元）	547	419	428	519	626
有效所得税率（%）	46.4%	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润（百万元）	633	614	641	778	939
少数股东损益（百万元）	-120	-70	-64	-39	-28
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	753	684	705	817	967
同比增长（%）	-2.3%	-9.1%	3.1%	15.8%	18.4%
净利润率（%）	2.2%	2.1%	2.1%	2.3%	2.7%
摊薄每股收益（元）	0.42	0.38	0.40	0.46	0.54

资料来源：公司 2021-2022 年年报，海通证券研究所

表 9 可比公司估值（倍）

简称	天虹商场	王府井	欧亚集团	大商股份	合肥百货	银座股份	武商集团
PE（倍，2023E）	24	25	199	9	18	63	18
PS（倍，2023E）	0.56	1.80	0.26	0.71	0.58	0.56	1.08

资料来源：收盘价日期为 2023.6.15，盈利预测取 Wind 一致预期，海通证券研究所

5. 风险提示

- （1）竞争加剧：线下零售行业竞争加剧，渠道间竞争激烈程度升级，直接影响公司到店客流；若为应对竞争加大促销，或进一步影响毛利率与盈利水平。
- （2）电商分流：电商平台、社群电商替代部分传统线下渠道，若线上电商进一步扩张可能持续分流线下消费。
- （3）新店培育期拉长：奥莱业态作为公司核心业态近年来稳定扩张，且项目多为自建运营，投入成本较大，新店不及预期则影响较大。
- （4）老店升级效果不及预期：公司持续对百货、购物中心门店进行升级改造，若老店的店效提升不及预期，则对公司收入产生负面影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	32269	33244	35011	36426
每股收益	0.38	0.40	0.46	0.54	营业成本	24221	24323	25313	26038
每股净资产	9.86	10.11	10.42	10.81	毛利率%	24.9%	26.8%	27.7%	28.5%
每股经营现金流	1.91	1.83	2.15	2.46	营业税金及附加	283	299	315	328
每股股利	0.12	0.15	0.15	0.15	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	5435	5651	5987	6280
P/E	37.23	36.12	31.19	26.35	营业费用率%	16.8%	17.0%	17.1%	17.2%
P/B	1.45	1.41	1.37	1.32	管理费用	2200	2297	2489	2604
P/S	0.79	0.77	0.73	0.70	管理费用率%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%
EV/EBITDA	5.03	5.45	3.97	2.95	EBIT	358	720	957	1228
股息率%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	财务费用	111	-33	-2	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	24.9%	26.8%	27.7%	28.5%	资产减值损失	-8	-28	-15	-13
净利润率	2.1%	2.1%	2.3%	2.7%	投资收益	724	150	158	164
净资产收益率	3.9%	3.9%	4.4%	5.0%	营业利润	981	959	1186	1454
资产回报率	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	营业外收支	52	110	110	110
投资回报率	0.6%	1.3%	1.8%	2.4%	利润总额	1033	1069	1296	1564
盈利增长 (%)					EBITDA	3096	3176	3642	3706
营业收入增长率	-6.9%	3.0%	5.3%	4.0%	所得税	419	428	519	626
EBIT 增长率	-66.7%	101.0%	32.9%	28.3%	有效所得税率%	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润增长率	-9.1%	3.1%	15.8%	18.4%	少数股东损益	-70	-64	-39	-28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	684	705	817	967
资产负债率	65.2%	64.0%	63.2%	62.2%					
流动比率	1.02	1.08	1.14	1.20	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.86	0.92	0.98	1.04	货币资金	19245	20628	22323	24631
现金比率	0.76	0.83	0.88	0.94	应收账款及应收票据	674	767	788	818
经营效率指标					存货	3597	3430	3750	3698
应收账款周转天数	8.06	7.80	7.99	7.94	其它流动资产	2379	2040	2329	2357
存货周转天数	51.76	52.00	51.06	51.49	流动资产合计	25895	26865	29191	31504
总资产周转率	0.56	0.58	0.62	0.64	长期股权投资	1186	1137	1069	996
固定资产周转率	2.27	2.45	2.60	2.72	固定资产	13640	13526	13422	13328
					在建工程	467	503	546	563
					无形资产	3377	3193	2921	2646
					非流动资产合计	31781	29942	27730	25689
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	57676	56807	56921	57193
净利润	684	705	817	967	短期借款	821	591	441	441
少数股东损益	-70	-64	-39	-28	应付票据及应付账款	6233	6754	6715	7129
非现金支出	2832	2483	2700	2490	预收账款	110	124	128	133
非经营收益	-46	175	111	48	其它流动负债	18113	17431	18219	18602
营运资金变动	6	-34	242	916	流动负债合计	25277	24900	25503	26305
经营活动现金流	3407	3266	3831	4393	长期借款	2028	2163	2163	1963
资产	-851	-324	-235	-200	其它长期负债	10316	9316	8316	7316
投资	1225	22	-328	-323	非流动负债合计	12344	11479	10479	9279
其他	136	300	308	314	负债总计	37621	36379	35982	35584
投资活动现金流	511	-2	-255	-209	实收资本	1784	1784	1784	1784
债权募资	1641	-1095	-1150	-1200	归属于母公司所有者权益	17601	18038	18587	19287
股权募资	30	0	0	0	少数股东权益	2454	2390	2351	2323
其他	-2355	-785	-732	-675	负债和所有者权益合计	57676	56807	56921	57193
融资活动现金流	-685	-1880	-1882	-1875					
现金净流量	3232	1383	1694	2308					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城,爱美客,千味央厨,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,首旅酒店,中教控股,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,巨子生物,永辉超市,海底捞,安克创新,贝泰妮,潮宏基,步步高,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,雍禾医疗,老凤祥

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 z zr13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 联系人
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
 孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
联系人
文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
郇奕滢 lyy15347@haitong.com
张 幸 zx15429@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
联系人
曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
联系人
曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒暄 zhx10170@haitong.com
联系人
刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
联系人
吕浦源 lpy15307@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
联系人
朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
联系人
杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
夏思寒 xsh15310@haitong.com
杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
联系人
刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
冯 鹤 fh15342@htesc.com

银行行业

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com
联系人
董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
高翩然 gpr14257@haitong.com
王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
胡惠民 hhm15487@haitong.com
联系人
姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
吴志鹏 wzp15273@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
联系人
夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
联系人
王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@haitong.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
联系人
张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
联系人
毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
联系人
杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com