

# 注重性价比消费，发力奥莱业态

## 核心观点

奥莱业态满足消费者对于低价名品的需求，同时帮助品牌方消化库存扩大销路，具有明显的性价比优势与抗周期属性。中国奥莱业态增长加速，2022年全年新增奥莱面积294万平方米，达历史新高。百联作为华东地区多业态零售龙头，奥特莱斯物业优质规模庞大。在强品牌意识与消费惯性存在的影响下，居民追求性价比消费，进一步驱动百联奥莱业态的业绩增长。

**奥莱业态具备性价比优势。**奥特莱斯是由销售过季、下架、断码名牌商品的商店组成的购物中心，叠加租赁成本较低、促销策略多样等原因，在行业内具备比较明显的性价比优势。能够在满足消费者高性价比需求的同时，以高效渠道帮助品牌方消化库存，具有独特的市场地位。

**奥莱业态具备抗周期属性。**经济不确定性增大时，品牌方容易库存积压，供给过剩；消费者虽然消费能力减弱，但由于存在对品牌的消费惯性，更倾向于购买低价名品。名品供需失衡为奥莱业态提供了市场机会。美国和日本奥莱业态的历史复盘一定程度上验证了奥莱业态的抗周期属性。

**中国奥莱规模逆势增长。**中国奥莱增长较快，2022年奥特莱斯面积和项目数量恢复至双位数增长，新增面积294万平方米，达历史新高，未来或将继续延续增长趋势，扩大市场规模。

**当下市场环境驱动中国奥莱业态增长加速。**品牌商存在库存积压问题，需要奥莱渠道缓解库存压力，刺激盈利增长；消费者更加追求性价比，偏好低价名品。中国奥莱业态增速超过同期传统商场、百货等业态，增长势头强劲。

**百联为华东多业态零售龙头，奥特莱斯物业优质规模庞大。**公司重点布局华东地区，华东地区营收占比在九成左右，是华东多业态零售龙头。公司奥莱业态物业规模庞大且持续扩张，2022年门店总面积达92.06万平方米，毛利贡献稳步提升，超越公司百货业务占比。

**居民消费追求性价比驱动百联奥莱业态业绩增长。**公司重点布局的华东地区经济相对发达，居民具有更强的品牌消费惯性，对知名品牌产品需求较高，在追求性价比消费的趋势下，百联奥莱业态业绩稳步增长。

**投资建议：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.31、8.24、9.63亿元，对应PE 35、31、26倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 百联股份(600827.SH)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2023年05月10日

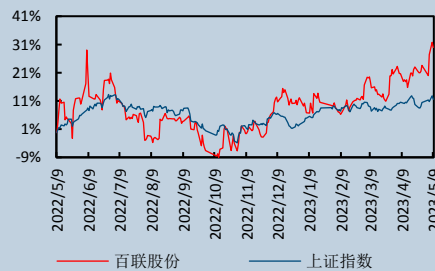
当前股价：14.04元

### 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
7.67/6.77	22.30/18.41	32.58/20.71
12月最高/最低价(元)		14.24/9.84
总股本(万股)		178,416.81
流通A股(万股)		160,444.99
总市值(亿元)		226.54
流通市值(亿元)		226.54
近3月日均成交量(万)		1273.73
主要股东		
百联集团有限公司		47.62%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

投资要件 .....	1
一、奥莱业态：名品价低，抗周期性 .....	2
1、奥特莱斯诞生于美国，现遍布全球，规模持续扩大 .....	2
2、奥莱独特的市场地位：以低价名品满足消费需求，以高效渠道消化品牌库存 .....	3
3、奥莱具备抗周期属性，销售韧性较强 .....	7
二、性价比+体验式消费，中国奥莱业态蓬勃发展 .....	9
1、供给加速推广，新建面积历史新高 .....	9
2、居民追求性价比，企业追求降库存，奥莱业态增长加速 .....	11
三、消费新特征：物美价廉+线下体验，百联奥莱扩张态势延续 .....	15
1、百联股份为多业态并行的华东零售龙头 .....	15
2、百联奥特莱斯物业优质，政策利好有望推动加快发展 .....	15
3、22 年经营整体承压 .....	19
投资评价和建议 .....	21
风险分析 .....	22
报表预测 .....	23

## 图目录

图 1: 奥特莱斯发展历程 .....	2
图 2: 奥特莱斯与品牌方、消费者实现三方互利共赢 .....	3
图 3: Tanger Outlets 多数分布在边缘郊区 .....	6
图 4: 百联奥特莱斯高新店商品陈列 .....	6
图 5: 美国奥莱业态抗周期性复盘 .....	7
图 6: 日本头部奥特莱斯企业三次经济冲击下的表现 .....	8
图 7: 中国不同层级销额奥莱门店数量（2019-2021，个） .....	9
图 8: 中国奥莱体量数量齐头并进（个，万平方米） .....	10
图 9: 增速回升至双位数（%） .....	10
图 10: 中国奥莱历年数量与体量增量（个，万平方米） .....	10
图 11: 上海佛罗伦萨小镇设有娱乐项目 .....	12
图 12: 上海佛罗伦萨小镇打造沉浸式购物体验 .....	12
图 13: Nike 库存积压情况（亿美元，%） .....	12
图 14: Coach 库存积压情况（亿美元，%） .....	12
图 15: 斯凯奇库存积压情况（亿美元，%） .....	13
图 16: Lululemon 库存积压情况（亿美元，%） .....	13
图 17: 国内奥莱业态增速高于同期其他业态（%） .....	14
图 18: 主要企业奥莱业态收入增速大部分时间高于线下零售额整体增速（%） .....	14
图 19: 公司不同地区营收占比（%） .....	15
图 20: 公司不同业态营收占比（%） .....	15

图 21:公司奥莱门店稳定增长（平方米，个） .....	16
图 22:公司奥莱门店数量与面积占比持续攀升（%） .....	16
图 23:公司各业态毛利率(%) .....	16
图 24:公司各业态毛利占比（%） .....	16
图 25:公司各业态毛利增速(%) .....	17
图 26:公司各奥莱门店历年销售额（亿元） .....	17
图 27:公司物业面积及占比（万平方米，%） .....	18
图 28:公司百货物业面积及占比（万平方米，%） .....	18
图 29:公司营收及同比增速（亿元，%） .....	19
图 30:奥莱业态收入增速较好（%） .....	19
图 31: 公司利润及增速（亿元，%） .....	20
图 32:公司期间费率情况（亿元，%） .....	20

## 表目录

表 1:奥特莱斯全球布局 .....	2
表 2:各国 Outlets 品牌汇集情况 .....	4
表 3:百联上海青浦奥莱热门品牌新品折扣情况举例 .....	4
表 4:21 年奥莱主要参与者销售情况 .....	10
表 5:中国奥莱代表性品牌列举 .....	13
表 6:公司旗下拥有众多知名企业 .....	15
表 7:中联上海证券-百联股份第一期资产支持专项计划 .....	18
表 8:公司营收拆分（万元，%） .....	21

## 投资要件

### 关键假设

- 1、世界经济缺乏增长动力，品牌方易出现库存大量积压的情况，造成供给端过剩，需要批量促销消化库存。以耐克、Coach 等为代表的品牌库存已经达到历史高位，而库存周转率下降。
- 2、品牌意识坚韧和消费惯性存在。消费者收入水平下降，消费能力减弱，但是对于高品质生活追求依然存在，因此在品牌产品消费惯性下，消费者更加倾向于购买折扣名品。

### 深度观点

- 1、我们认为奥特莱斯业态具备独特吸引力，经济复苏时期消费者收入尚未完全恢复，性价比消费倾向加强，因此对于折扣名品需求上升，奥特莱斯业态具备超越零售平均水平的表现，市场对于线下零售业态关注度仍然较低。
- 2、线下零售业态吸引力逐渐增强。线上流量红利趋于饱和，流量成本逐渐走高，与此同时线下零售租金涨幅不大，部分区域甚至出现下降趋势，线下租金成本下降和线上流量成本高企使得两者经营成本差逐渐减小，而以奥特莱斯为代表的线下零售业态运营成本更低，同时可满足消费者体验式购物需求。

### 股价上涨的催化因素

- 1、奥特莱斯业态销售快速增长。奥特莱斯业态销售额快速增长，拥有优质物业的奥特莱斯运营方受益。
- 2、商场客流快速恢复。居民出行快速恢复，线下客流于修复中增长，线下销售有望反弹。
- 3、公司如果考虑发行消费类 REITs，可加快资金回笼以及提高业务拓展能力。

### 投资风险

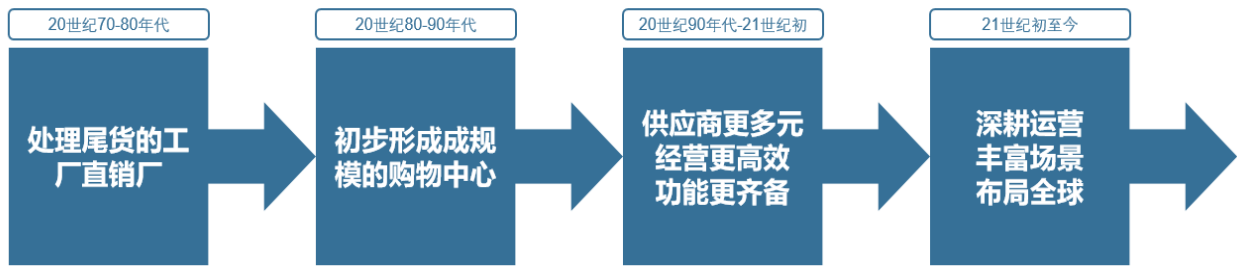
- 1、商业空间标准提升。品牌方对商业空间的标准提升，公司需要从硬件和技术等方面提高商业空间的品质以吸引品牌方入驻，导致成本上升，同时面临因商业空间质量提升不足而流失品牌方的风险。
- 2、居民边际消费倾向可能下降。消费者的消费习惯可能发生变化，降低边际消费倾向，需求不及预期。
- 3、行业竞争加剧。截止 2022 年末全国奥莱项目共 266 个，同比增速 10.83%，奥莱业态内部竞争程度加剧；2023 年全国拟开业的商业项目 501 个，百货、购物中心、奥特莱斯等渠道间的竞争程度升级。
- 4、电商分流依旧存在。各大电商平台具有不同程度的“低价名品”的渠道，如拼多多百亿补贴，会对奥莱业态产生一定的分流。

## 一、奥莱业态：名品价低，抗周期性

### 1、奥特莱斯诞生于美国，现遍布全球，规模持续扩大

奥特莱斯主打“名品+低价”，起步美国，蔓延至全球。“奥特莱斯(OUTLETS)”作为一种新型的商业业态，是由销售过季、下架、断码名牌商品的商店组成的购物中心，也被称为“品牌直销购物中心”，产品以名品+低价为主要特征。最早以工厂直销店的模式诞生于美国，专门处理工厂尾货，随着工厂直销店的汇集，逐渐形成了具有一定规模的购物中心，到 20 世纪 90 年代末发展成为一种商业业态。目前，奥特莱斯业态凭借其独有的商业特征已经遍布美国、欧洲、日本、中国等国家，向着更大规模、更精细化运营的方向发展。

图 1:奥特莱斯发展历程



数据来源：赢商网，新华网，中信建投证券

表 1:奥特莱斯全球布局

国家	知名奥特莱斯举例	门店及品牌情况
美国	Tanger Outlets	80+分店,Coach/Gap/J.Crew etc.
	Simon Premium Outlets	80+分店,Nike/Adidas/Armani etc.
	Chelsea Premium Outlets	100+店铺,Burberry/Calvin Klein etc.
	Las Vegas Premium Outlets	150+店铺,Michael Kors/Coach etc.
	Woodbury Common Premium Outlets	250+店铺,Burberry/Chanel/Dior/Gucci etc.
英国	Bicester Village	160+店铺,Prada/Gucci/Burberry etc.
	Cheshire Oaks Designer Outlet	145+店铺,Adidas/Calvin Klein/Michael Kors etc.
	Gunwharf Quays	90+店铺,Tommy Hilfiger/Ted Baker/Vans etc.
	York Designer Outlet	120+店铺,Armani/Hugo Boss/Mulberry etc.
	Ashford Designer Outlet	80+店铺,Burberry/Coach/Hackett etc.
日本	御殿場奥特莱斯 (Gotemba Premium Outlets)	200+店铺, Adidas/Coach/Burberry etc.
	沃特城奥特莱斯 (Mitsui Outlet Park Makuhari)	200+店铺, Nike/Under Armour/Kate Spade etc.
	三井奥特莱斯 (Mitsui Outlet Park)	分布各地, Gap/Levi's/Zara etc.

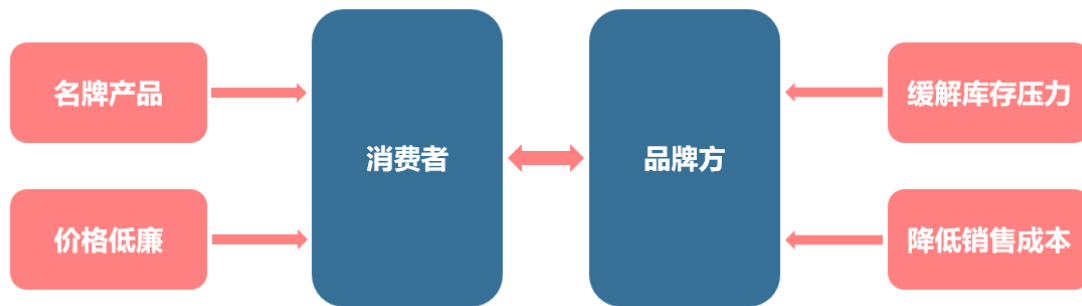
中国	横滨 Bayside 奥特莱斯	80+店铺, Coach/Michael Kors/Vans etc.
	日光奥特莱斯 (Nikko Outlet)	70+店铺, Calvin Klein/Tommy Hilfige etc.
	奥特莱斯广场 (Outlets Shanghai)	200+店铺, Adidas/Coach/Burberry etc.
	江南奥特莱斯	200+店铺, Nike/Under Armour/Kate Spade etc.
	首都奥特莱斯	150+店铺, Zara/Levi's/Gap etc.
	华联奥特莱斯	150+店铺, Coach/Michael Kors/Gucci etc.
	香港奥特莱斯	100+店铺, Adidas/Burberry/Calvin Klein etc.

资料来源：公司官网，中信建投证券

## 2、奥莱独特的市场地位：以低价名品满足消费需求，以高效渠道消化品牌库存

满足消费者对于低价名品的需求，帮助品牌方消化库存扩大销路，为奥莱业态的价值基础。奥特莱斯业态独立于其他零售业态存在并且呈现蓬勃发展之势，主要源于：该业态既能够满足消费者对于低价名品的需求，又能以较低的分销成本缓解品牌方的库存压力。

图 2:奥特莱斯与品牌方、消费者实现三方互利共赢



数据来源：中信建投证券

汇聚各大高端名品，全方位满足消费者对知名品牌的的需求。全球各地的奥特莱斯基本呈现出覆盖高数量、多领域、多层次的世界知名品牌的特点，足以全方位满足消费者的多样化需求。美国 Tanger outlets 每个分店会覆盖包括 Calvin Klein、Coach 等知名品牌在内的 50-100 个品牌；英国 Bicester Village 覆盖超过 160 个知名品牌，包括 Gucci、prada、Burberry、Saint Laurent 等高奢品牌以及 Nike 等大众品牌；中国上海奥特莱斯广场涵盖了包括 Adidas、Nike、Converse、Levi's、Vans、New Balance、Puma 等在内的大众品牌以及如 MCM、Salvatore Ferragamo、Tod's、Aigner 等高端品牌共超过 200 个。



**表 2:各国 Outlets 品牌汇集情况**

名称	品牌数量范围	主要品牌列举
Tanger outlets	50-100	Adidas、American Eagle Outfitters、Calvin Klein、Coach、Columbia、Gap、Guess、J.Crew、Levi's、Nike、Ralph Lauren、Tommy Hilfiger、Under Armour、Asics、Converse、New Balance、Puma、Reebok、Skechers、Kay Jewelers、Sunglass Hut、Watch Station International、Bath & Body Works、The Body Shop、L'Occitane
Bicester Village	160+	Alexander McQueen、Balenciaga、Burberry、Coach、Gucci、Prada、Saint Laurent、Valentino、Versace、Vivienne Westwood、Adidas、Asics、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Bvlgari、Cartier、Omega、Tag Heuer、Tiffany & Co.、Clarins、Jo Malone London、L'Occitane、Molton Brown
上海百联奥特莱斯广场（青浦店）	200+	Adidas、Armani、Asics、Boss、Calvin Klein、Coach、Diesel、Furla、G-star、Guess、Lacoste、Levi's、Nike、Puma、Ralph Lauren、Replay、Samsonite、Timberland、Tommy Hilfiger、Under Armour、Vans、Breitling、Burberry、Coach、Fossil、Michael Kors、Swarovski、Tissot、Biotherm、Clarins、Estee Lauder

资料来源：公司官网，中信建投证券

**奥特莱斯产品折扣力度大、价格优惠。**以百联上海青浦奥莱广场为例，各大热门品牌单品相对官网价格的最大折扣力度达到 2-3 折，最小折扣也在 7-8 折水平，且低于淘宝价格。奥莱因其独特的运营方式具备汇集名品以及形成明显价格优势的能力，消费者可以通过奥莱的渠道以较大的优惠购买到正品知名品牌。

**表 3:百联上海青浦奥莱热门品牌新品折扣情况举例**

单品	奥莱价格	淘宝价格	官网价格	单品展示
Adidas 经典贝壳头板童鞋	203 元	629 元	699 元	
AntaKT7 氮科技篮球鞋	699.3 元	749 元	999 元	

匡威增高夹心厚底

599 元

699 元

749 元



Ecco 爱步女休闲跑步鞋

1199 元

1699 元

1999 元



Levi's

139 元

145 元

199 元



斯凯奇男士熊猫鞋

559 元

609 元

699 元



Calvin Klein 男士 Polo 衫

623 元

712 元

890 元



Pandora 闪耀蓝色王冠

509 元

668 元

728 元



UGG 女士乐福鞋

769 元

1009 元

1099 元



资料来源：百联上海青浦奥联官方小程序，中信建投证券

独特业态模式筑就奥特莱斯天然价格优势。在采购模式上，奥特莱斯以较低的价格向品牌商批量采购过季



库存积压的商品，是奥特莱斯形成价格优势的主要原因；**在销售模式上**，奥特莱斯从品牌商处批量采购商品后直接低价销售给消费者，避免了中间加价环节，维持了商品较低的价格。

**在营销方式上**，一方面奥特莱斯的价格优势已经使其对于众多消费者具有了天然的吸引力，节省了一部分推广宣传费用；另一方面品牌厂商为了呈现更好的销售业绩，会进行推广活动，承担了一部分的营销费用。同时奥莱通常会通过官网、邮件等低成本的方式不定期发布折扣力度大于日常的特卖优惠活动，同时奥莱设有会员与积分制度，不同等级的会员可以享受不同力度的额外优惠，累计购物积分可以享受抵扣和兑换奖品等优惠。低成本、多样化的营销策略促使奥莱价格进一步下降。

**在租赁成本上**，奥特莱斯通常会选择在远离城区的位置，降低其租金成本；在基础设施投入成本上，奥特莱斯的商场设施相对简洁，降低了对于设施成本的投入。

图 3:Tanger Outlets 多数分布在边缘郊区



数据来源: Tanger Outlets 官网, 中信建投证券

图 4:百联奥特莱斯高新店商品陈列



数据来源: 齐鲁晚报, 中信建投证券

**奥特莱斯租金低于传统商场，销售成本较低，有助于维持利润水平。**奥特莱斯因其地理位置以及基础设施建设水平，整体建筑成本较低，租金更低。较低的租金成本有助于品牌方在低价出售商品的同时尽可能的维持毛利水平。

**奥莱业态兼顾品牌商库存处理与品牌形象，吸引品牌方入驻。**在消费者的普遍认知中，奥特莱斯业态是低价销售知名品牌过季产品的独特渠道，因此知名品牌进入奥莱渠道销售并不会对其品牌形象有负面影响。奥特莱斯业态为品牌商提供了品牌形象与库存处理兼顾的销售渠道，帮助缓解知名品牌的库存压力，成为品牌方的可选方案。

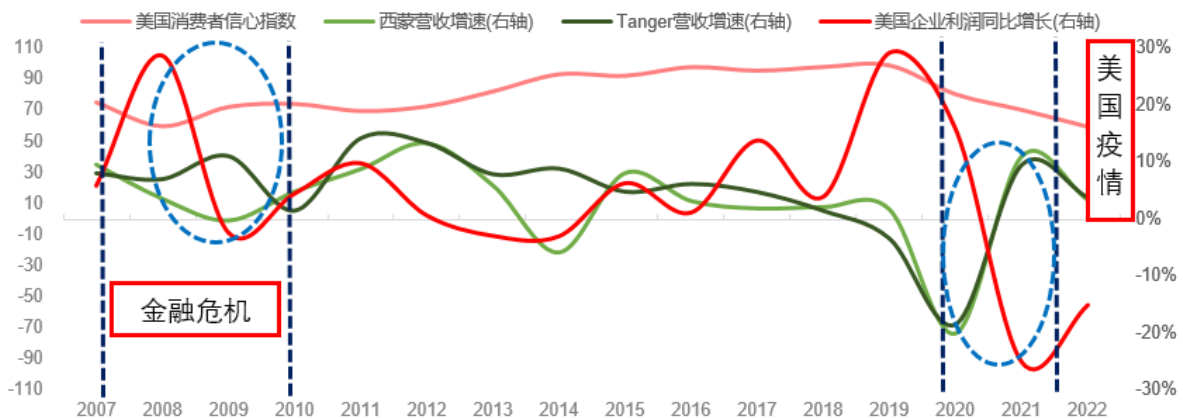
**部分品牌打造“奥莱专店专款”，实现品牌区隔。**随着奥莱业态在全球范围内的规模不断扩大，不同于最初奥莱帮助品牌处理库存的单向关系，部分品牌也开始认识到奥莱业态对于扩大品牌知名度、加深消费者对品牌的理解有着潜移默化的影响，开始主动开拓“奥莱专店”“奥莱专款”，在直接开辟新的增长曲线的同时，间接提高品牌的整体影响力。

### 3、奥莱具备抗周期属性，销售韧性强

相较其他业态，奥莱业态具有一定抗周期属性，经济下行时具备逆势增长可能。经济逐渐走向下行时，品牌方容易出现库存大量积压的情况，造成供给端过剩，需要批量促销消化库存；消费者收入水平下降，消费能力减弱，在对品牌产品消费惯性存在情况下，消费者更加倾向于购买折扣名品。名品供需失衡为奥莱业态提供市场机会，消费者和品牌商均更加青睐奥特莱斯渠道。

以美国为例，Simon Property Group 公司旗下拥有包括 Premium Outlets、Mills、Simon Outlets 在内的数百个奥特莱斯门店，Tanger 是全美最大的奥莱运营商，其营收情况表现出了较好的抗周期属性。2009-2012 年美国处于次贷危机的经济下行时期，两家运营商营收维持增长，且增速有不同程度的提升；2020-2022 年美国受到疫情冲击，消费者信心指数持续下滑，两家运营商营收增速持续提升，一定程度验证了奥莱独特业态在经济衰退情况下良好的抗周期属性。

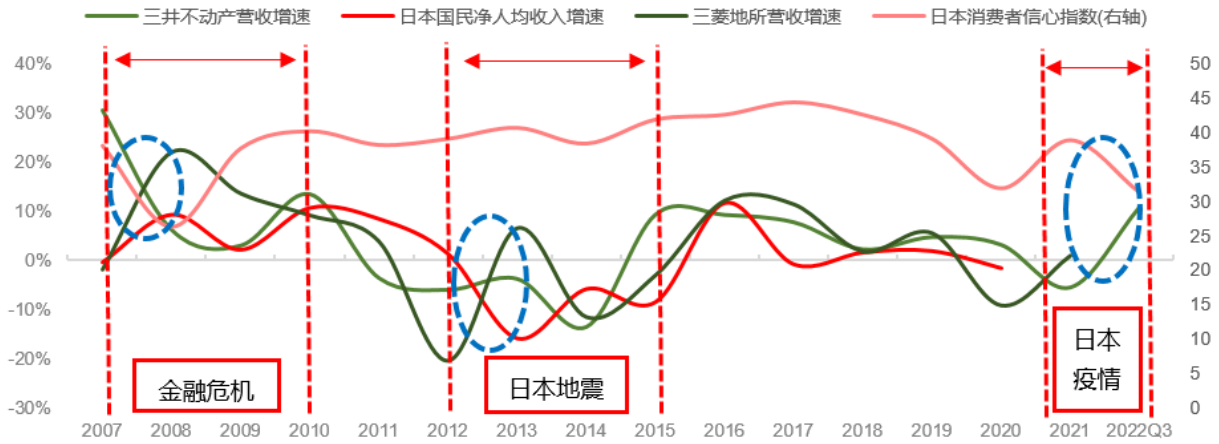
图 5:美国奥莱业态抗周期性复盘



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

以日本为例，日本近年来经历了三次典型的经济冲击，分别为 2008 年全球金融危机、2011 年大地震、2020-2022 年日本新冠疫情。**1、2008-2010 年日本受到金融危机冲击期间**，两家公司表现出了一定程度上的逆势增长；**2、2012-2015 年，日本灾后重建期间**，国民人均净收入的下降趋势从 2012 年持续到了 2015 年，两家公司营收增速有不同程度的提升；**3、2020 年日本疫情爆发后**，在日本消费者信心指数持续下滑期间，三井不动产营收增速维持增长。日本头部奥特莱斯运营商在历史经济周期中的表现，验证了奥特莱斯业态在经济相对萧条时期仍具有足够的活力与韧性。

图 6:日本头部奥特莱斯企业三次经济冲击下的表现



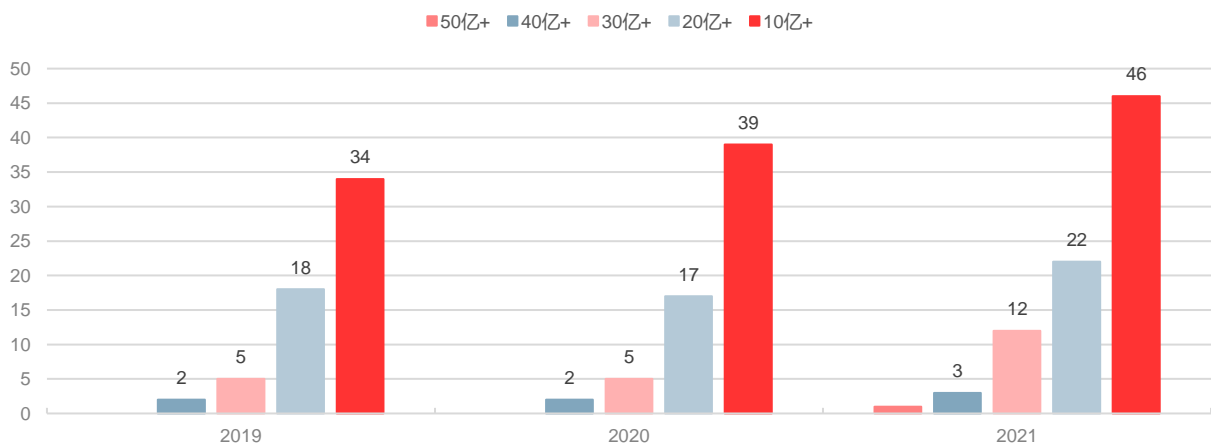
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

## 二、性价比+体验式消费，中国奥莱业态蓬勃发展

### 1、供给加速推广，新建面积历史新高

中国奥特莱斯规模逆势增长，凸显奥莱在中国市场的抗周期韧性。根据奥莱领秀数据，2019年中国奥莱年销售额近700亿，销售额超过10亿的奥莱共有34家，2020年国内经济整体受到冲击，但20年全年中国奥莱仍实现逆势增长，总年销达800亿元，超过10亿元销售额的共有39家。2021年总年销近960亿元，10亿+的奥莱门店达到46家。

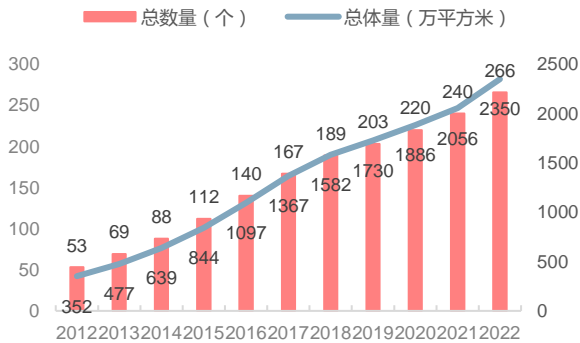
图 7:中国不同层级销额奥莱门店数量 (2019-2021, 个)



资料来源：奥莱领秀，中信建投证券

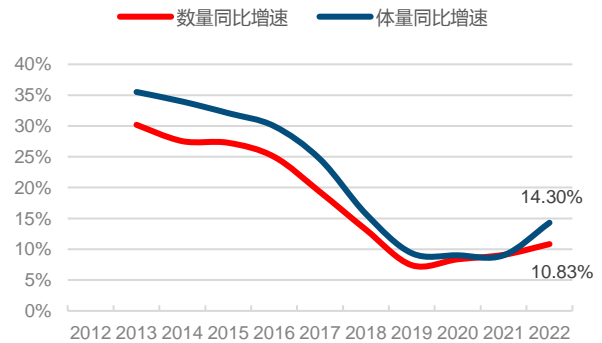
**新建奥莱面积达到历史新高。**根据赢商云智库数据显示，全国奥莱项目从2012年的53个增长至22年的266个，CAGR达17.51%，项目总体量由352万平方米增长至2350万平方米，CAGR达20.91%。体量与数量增速2019年开始有所放缓，2022年奥莱业态面积同比增速均恢复至双位数增长，全年新增奥莱面积294万平方米，达历史新高。2023年全年筹备开业奥莱项目26个，总体量达260万平方米，未来将延续增长趋势，继续扩大市场规模。

图 8:中国奥莱体量数量齐头并进 (个, 万平方米)



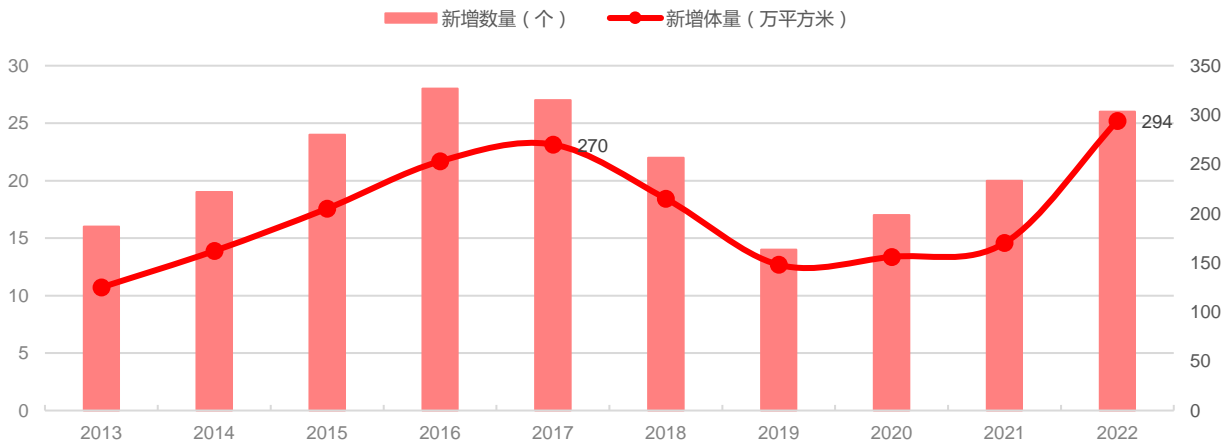
数据来源: 赢商云智库, 中信建投证券

图 9:增速回升至双位数 (%)



数据来源: 赢商云智库, 中信建投证券

图 10:中国奥莱历年数量与体量增量 (个, 万平方米)



数据来源: 赢商云智库, 中信建投证券

历年行业主要参与者变动较小, 竞争格局稳定。根据奥莱领秀历年公布的国内奥莱销售榜单, 百联股份、王府井、友阿股份、首创钜大、杉杉商业、砂之船所运营的项目连续上榜, 构成国内奥莱的主要参与者。在 2021 年 42 个奥莱销售额 Top 项目中, 由百联股份运营的项目有三个, 其中一个销售额达 50+ 亿元; 王府井运营项目共计 6 个, 总销售额近 100 亿元; 由杉杉商业、首创钜大、砂之船运营的项目分别达 5/4/6 个, 销售额分别近 120/70/100 亿元。

表 4:21 年奥莱主要参与者销售情况

公司	项目数量	销额估计 (亿元)	具体项目名称	销额量级 (亿元)
百联股份	3	80+	上海百联奥特莱斯小镇 (青浦店)	50+

			无锡百联奥特莱斯	20+
			百联奥特莱斯广场（南京）	10+
王府井	6	90+	北京燕莎奥特莱斯	30+
			北京王府井赛特奥莱	20+
			长春赛特奥莱 MALL	10+
			沈阳王府井赛特奥莱	10+
			西安王府井赛特奥莱 机场店	10+
			西安王府井赛特奥莱 临潼店	10+
杉杉商业	5	120+	宁波杉井奥特莱斯广场	30+
			太原天美杉杉奥特莱斯广场	30+
			郑州杉杉奥特莱斯广场	30+
			哈尔滨杉杉奥特莱斯广场	20+
首创钜大	4	70+	南昌杉杉奥特莱斯广场	10+
			北京首创奥莱	40+
			济南首创奥莱	10+
			万宁首创奥莱	10+
砂之船	6	100+	武汉首创奥莱	10+
			砂之船（重庆）奥莱	30+
			砂之船（南京）奥莱	20+
			砂之船（西安）奥莱	20+
			砂之船（贵阳）奥莱	10+
			砂之船（合肥）奥莱	10+
友阿股份	1	30+	砂之船（昆明）奥莱	10+
			长沙友阿奥特莱斯购物公园	30+

资料来源：中国奥莱研究院，中信建投证券

## 2、居民追求性价比，企业追求降库存，奥莱业态增长加速

居民消费行为发生变化，国内消费者更加追求高性价比产品，奥莱迎合新的消费趋势。受到外部因素冲击，我国居民收入增速有所放缓，消费者对于名牌产品仍存在消费惯性。根据《埃森哲 2021 年第 16 届年度全球消费者动向调研》数据，中国 20% 和 14% 的消费者将“质量”和“价格”作为决策因素。消费者整体对产品呈现出“物美+价廉”的双重需求，叠加品牌意识逐渐增强，为奥莱提供了市场机会。

消费者需求升级，偏好体验式消费，奥特莱斯具备“体验+低价”的竞争优势。国内消费者愈加注重个性化、高品质的体验感。国内的奥莱业态基于消费者的变化趋势对运营模式进行不断的改良升级，部分集合了衣、食、住、行、康养等内容提供一站式服务，部分奥莱以欧洲小镇的模式呈现，融入各国风情和文化，以沉浸式的购物体验，成为城市中产阶级微度假的旅游消费目的地。这有助于进一步提振国内消费信心，刺激奥莱业态的业务增长。

图 11:上海佛罗伦萨小镇设有娱乐项目



资料来源: 赢商网, 中信建投证券

图 12:上海佛罗伦萨小镇打造沉浸式购物体验

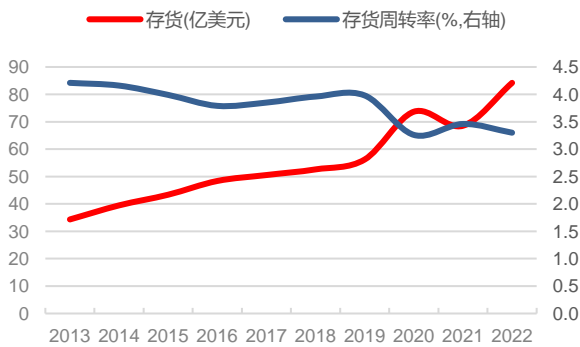


资料来源: 赢商网, 中信建投证券

知名品牌商存在库存积压问题。对品牌方而言，以知名鞋履品牌 Nike、斯凯奇、轻奢箱包品牌 Coach、服饰品牌 Lululemon 为例，均存在存货周转率下降的趋势，库存压力尚存。而随着国外疫情、通胀、国际形势严峻等因素的冲击，各大品牌营收增速表现一般，品牌需要适宜的破局渠道与方法。

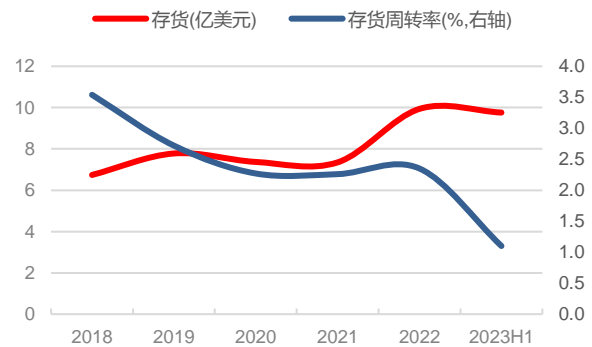
品牌需要通过奥莱渠道缓解库存压力。奥莱通过独有渠道，协助品牌在尽可能维持利润的前提下，处理积压库存，助力品牌方释放现金流、降低储存成本，使品牌有足够的资金与精力及时响应市场需求的变化，刺激盈利增长，突破平台期。

图 13: Nike 库存积压情况 (亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图 14: Coach 库存积压情况 (亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券

图 15:斯凯奇库存积压情况 (亿美元, %)

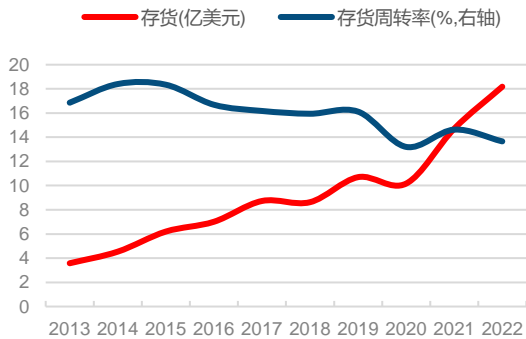
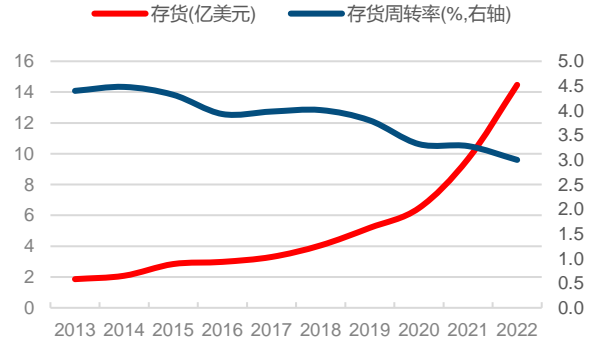


图 16:Lululemon 库存积压情况 (亿美元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**国内奥莱名品汇集全面, 全方位满足消费者“物美”需求。**国内奥莱品牌覆盖男女服饰、运动户外、儿童零售、皮具箱包等多个高需求领域, 亦覆盖高端国际品牌, 全方位、多层次满足国内消费者日益增长的品牌意识与对品牌的追求。高线城市居民消费能力较强, 因此高线城市的奥莱入驻品牌档次更高, 例如上海青浦百联奥莱就吸引了 Prada、Burberry 等国际知名品牌入驻。

表 5:中国奥莱代表性品牌列举

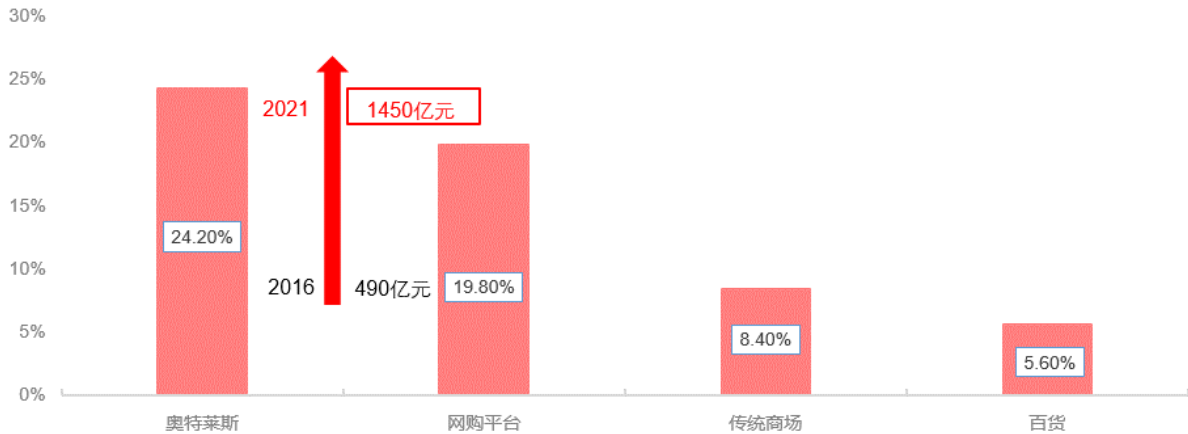
奥莱项目	主要进驻品牌
上海青浦百联奥莱	Adidas、Armani、Asics、Boss、Coach、Calvin Klein、Diesel、Furla、Prada、G-star、Guess、Lacoste、Levi's、Nike、Puma、Ralph Lauren、Replay、Samsonite、Timberland、Tommy Hilfiger、Under Armour、Vans、Breitling、Burberry、Fossil、Michael Kors、Swarovski、Tissot、Biotherm、Clarins、Estee Lauder 等
砂之船(长沙)奥莱	+39 意大利空间、HUGO BOSS、MK、COACH、PRICH、JNBY、SEIFINI、雅戈尔、NIKE、adidas、西贝、星巴克、茶颜悦色等
扬州荣盛城市奥莱	adidas、NIKE、PEACEBIRD、特步、波司登、星巴克、苹果、小米、好孩子、安奈儿、巴拉巴拉、鸿星尔克等
重庆佛罗伦萨小镇	JIMMY CHOO、Under Armour、NIKE、Tommy Hilfiger、New Balance、GAP、FILA、PUMA、SaSa、波司登、太平鸟女装等
新乡王府井奥莱平原小镇	HUGO BOSS、MICHAEL KORS、PORTS、ochirly、PUMA、Jeep、KFC、星巴克咖啡、NIKE、adidas、FILA、SKECHERS
武汉武商城市奥莱	KKV、Tissot、dizzit、理肤泉、LOHO 眼镜、乐高授权店、茶百道

资料来源: 中国奥特莱斯研究院, 中信建投证券

**中国奥莱业态销售额增势远超商场及百货渠道。**根据灼识咨询数据, 2016-2021 年中国奥莱市场销售额预计从 490 亿元增至 1450 亿元, 年复合增长率达 24.2%。同期, 网购平台 CAGR 为 19.8%, 传统商场为 8.4%, 百货渠道为 5.6%。奥莱业态增速超过同期其他业态, 表现出更优的成长性。



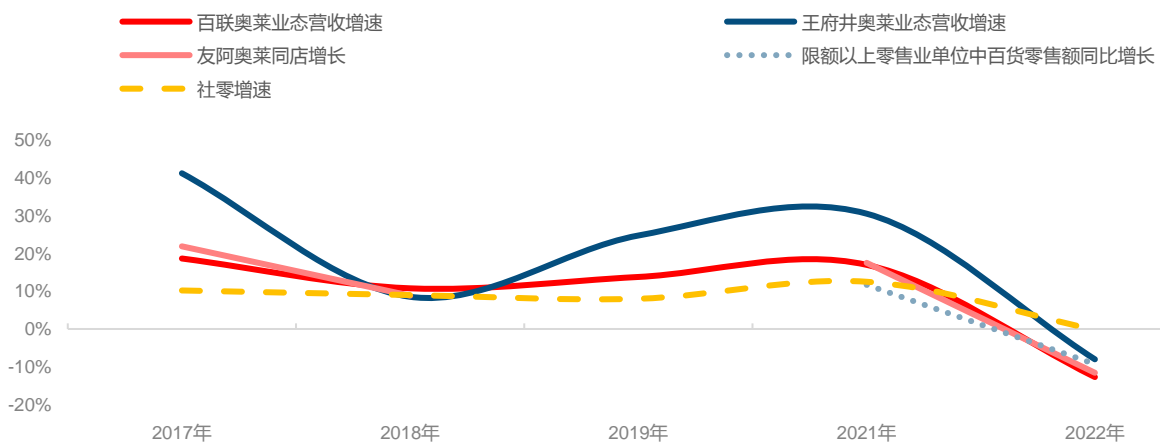
图 17:国内奥莱业态增速高于同期其他业态 (%)



数据来源: 灼识咨询, 中信建投证券

奥莱业态增速大部分时间高于线下零售增速。剔除部分特殊事件及会计准则变更的影响, 2017-2021 年期间, 百联奥特莱斯业态增速始终跑赢社零增速, 2022 年由于上海商场停业时间较长, 因此百联奥特莱斯业态增速低于整体线下零售增速, 但是与整体百货业态增速趋势一致。王府井和友阿的奥特莱斯业态基本跑赢线下业态整体增速, 王府井增速更优。百联奥特莱斯业态与王府井奥特莱斯业态增速领先主要由于: 一方面奥莱业态仍然为成长性较好的零售业态; 另一方面则是上海和北京地区消费水平好于全国平均水平, 消费者品牌意识更强。

图 18:主要企业奥莱业态收入增速大部分时间高于线下零售额整体增速 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券, 注: 由于 2020 年收入会计准则调整, 同时外部冲击因素显著, 因此剔除 2020 年数据, 友阿采用奥特莱斯同店增速。

### 三、消费新特征：物美价廉+线下体验，百联奥莱扩张态势延续

#### 1、百联股份为多业态并行的华东零售龙头

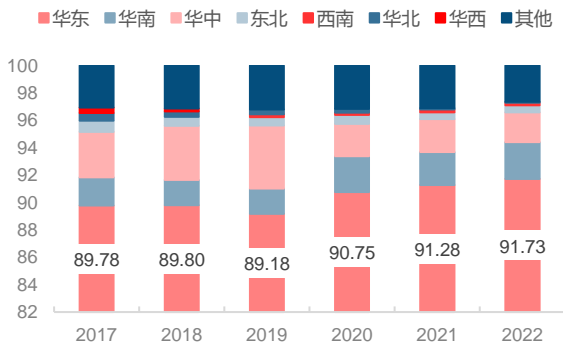
公司重点布局华东地区，区位优势明显，市场地位领先。公司在上海及长三角地区形成了明显的区位优势，华东地区销售额占比稳定在总营收的 90%左右，毛利占比在 80%左右。而同行可比企业中，以上海为重点布局城市的相对较少，为公司发展提供了有利的竞争环境。

表 6:公司旗下拥有众多知名企业

业务	知名成员企业举例
百货	第一八佰伴、东方商厦、永安百货
购物中心	百联南方、百联西郊、百联世茂国际、百联中环、百联又一城、世博源、百联南桥
奥特莱斯	上海奥特莱斯、杭州奥特莱斯、武汉奥特莱斯、无锡奥特莱斯、南京奥特莱斯
大型综合超市	联华超市、世纪联华
便利店	快客便利
专业连锁	上海第一医药、上海第二食品、亨得利、亨达利、茂昌眼镜、吴良材眼镜

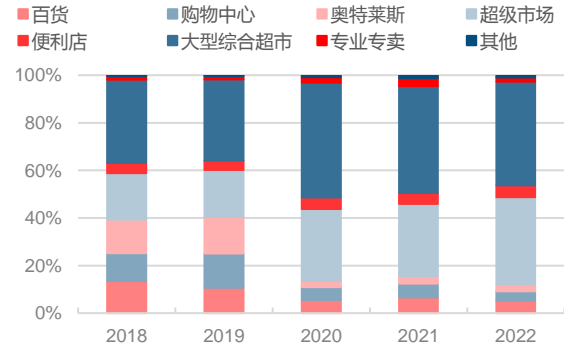
资料来源：公司官网，中信建投证券

图 19:公司不同地区营收占比 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 20:公司不同业态营收占比 (%)

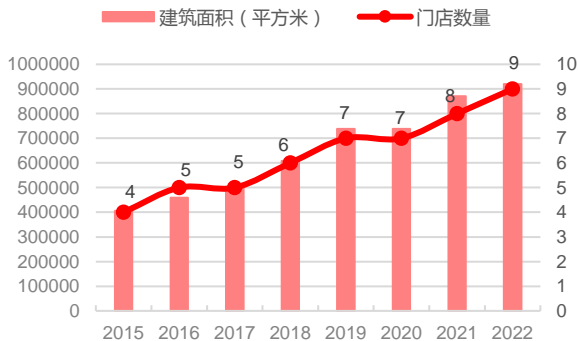


数据来源：公司公告，中信建投证券

#### 2、百联奥特莱斯物业优质，政策利好有望推动加快发展

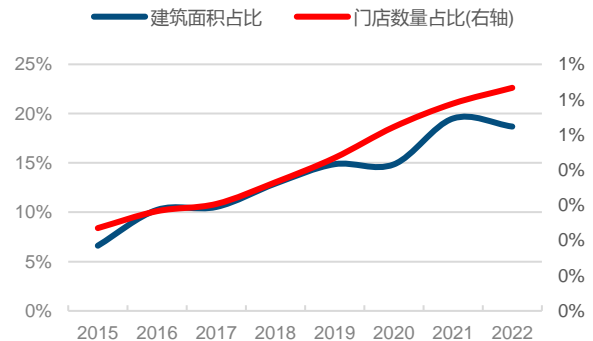
公司奥莱门店规模持续扩张，未来或延续扩张趋势，以满足居民消费需求。公司奥莱门店在数量和体量两个维度持续扩张，2021 年新增建筑面积 132000 平方米，创历史新高。同时，在公司所有门店中的占比也在不断攀升，2022 年面积占比已经从 15 年的 7% 翻倍增长到了 19%，逐渐发力奥莱业态。未来随着居民对于线下奥莱消费需求的进一步提升，公司将积极迎合与预测消费者需求动向，继续延续奥莱店面的扩张趋势。

图 21:公司奥莱门店稳定增长（平方米，个）



数据来源：公司公告，中信建投证券

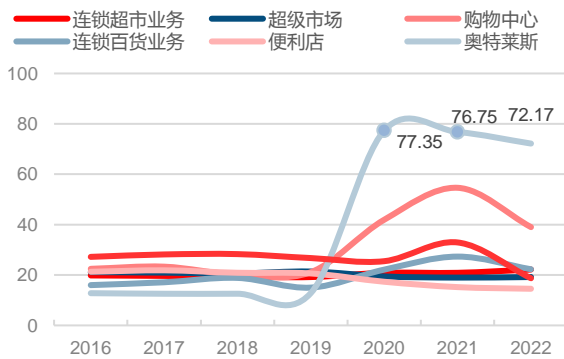
图 22:公司奥莱门店数量与面积占比持续攀升（%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

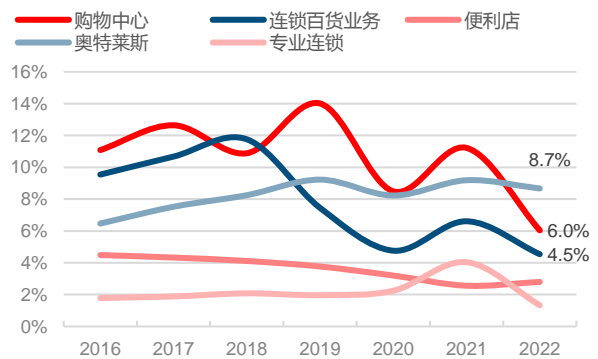
奥莱抗周期性明显，毛利贡献稳步提升。公司自 2020 年执行新收入准则，因此以 2020 年为节点毛利率及毛利水平不具有时间维度上的可比性。2022 年公司奥莱业态毛利率水平为 72.17%，远高于公司其他业务，毛利水平除 2020 年执行新收入准则外均保持增长。公司奥莱业态毛利占比持续提高，2022 年达到 8.7%，超过公司百货和购物中心等其他业态，整体上扩张态势明显，有助于拉动公司毛利水平的提升。

图 23:公司各业态毛利率(%)



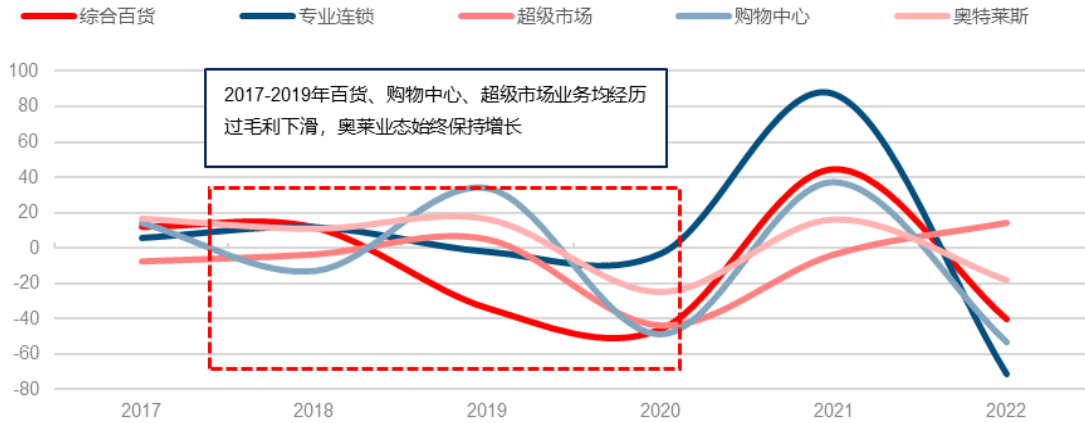
数据来源：公司公告，中信建投证券，注：2020 年起采用新收入准则，毛利率口径发生变化。

图 24:公司各业态毛利占比(%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 25:公司各业态毛利增速(%)

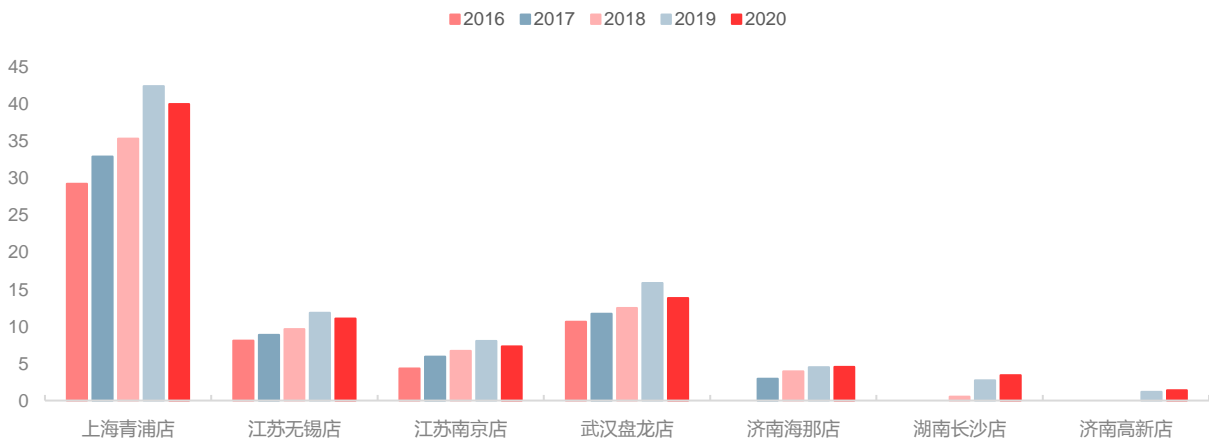


数据来源: 公司公告, 中信建投证券, 注: 2020 年起采用新收入准则, 毛利发生变化。

公司重点布局的华东地区居民品牌意识更强，更加期待消费降价不降质。相较于其他地区，以上海为核心的长三角地区经济相对发达，居民接触名品的时间更长、程度更深，根据 BIPO 数据，上海高端品牌零售业占全国的 12%。华东地区居民具有更强的品牌消费惯性，在消费预算有所缩减的情况下，依旧对知名品牌产品具有较高的需求。

公司奥莱业态符合当地消费者预期，促进业绩进一步增长。公司奥莱各门店 2019 年及以前保持增长趋势，2020 年各门店销售额有所下降，但根据奥莱领秀发布的年度销额榜单，上海青浦店销售额连续位于榜首，公司在横向对比下优势犹存。公司重点布局地区的消费者对于产品的质量与知名度具有更高的要求，收入增速放缓驱动居民选择“名品低价”的奥莱渠道，叠加公司积淀多年已与众多国内外著名品牌建立了长期稳定合作，有利于驱使未来奥莱业务市场规模的进一步扩大。

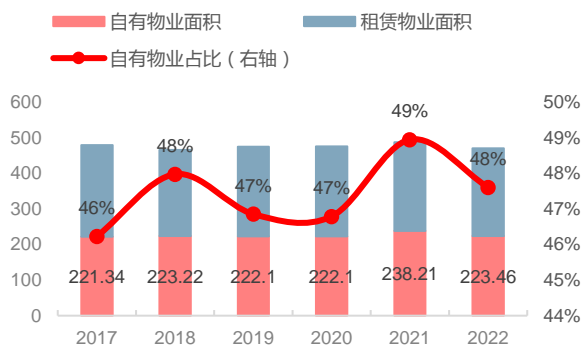
图 26:公司各奥莱门店历年销售额(亿元)



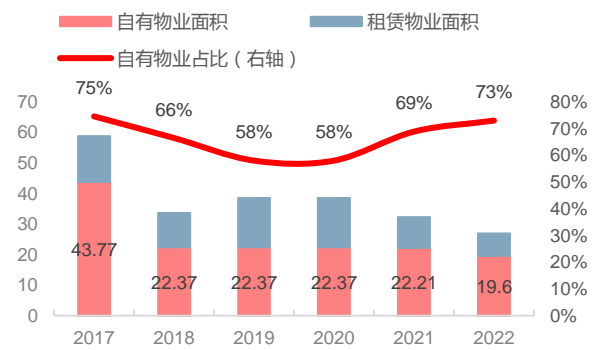
数据来源: 公司信用评级报告, 中信建投证券

商业基础设施 REITs 迎来政策利好，公司有望进一步盘活存量资产，奥莱业态或加速发展。2022 年度，公司已经将上海百联金山购物中心有限公司、上海百联川沙购物中心有限公司 100% 股权及债权通过公开挂牌转让方式进行出售，开展资产证券化（类 REITs）事项。百联百货所持两家项目公司 100% 股权的评估价值合计为 70,356.49 万元，同时拟出售对两家项目公司享有的债权本金金额合计不超过 115,185 万元的存量债权。2022 年 11 月 15 日，中联上海证券-百联股份第一期资产支持专项计划实际收到的认购金额为人民币 21.06 亿元，专项计划符合成立条件。

2023 年 3 月，国家发改委提出优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。公司拥有优质物业和稳定租金的百货商场、购物中心，有望加快资金回笼，实行轻资产运营改善资产负债结构，同时增加奥特莱斯等业务投入，塑造优质供给。

**图 27: 公司物业面积及占比（万平方米，%）**


数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 28: 公司百货物业面积及占比（万平方米，%）**


数据来源：公司公告，中信建投证券

**表 7: 中联上海证券-百联股份第一期资产支持专项计划**

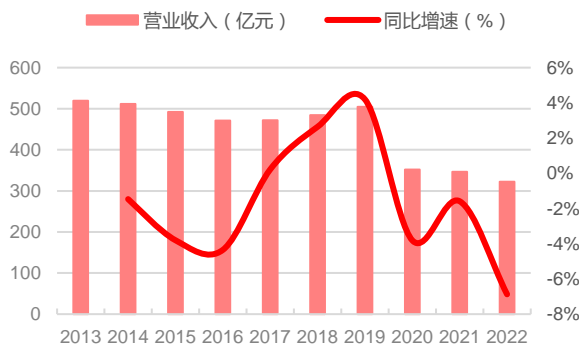
资产支持证券	发行规模 (万元)	面值 (元)	预期收益率 (年)	预期到期日	还本付息方式	评级
百股 01 优	189,500	100	3.10%	2040 年 11 月 14 日	按年计息，固定摊还本金	AAA
百股 01 次	21,100	100	—	2040 年 11 月 14 日	到期分配剩余收益（如有）	-
托管人	上海浦东发展银行股份有限公司上海分行					
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司					
流动性安排	通过上海证券交易所固定收益证券综合电子平台转让					

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 3、22 年经营整体承压

公司营收短期承压，奥莱业态恢复较快。2021 年奥莱业态营收增速与百货业务基本持平，高于购物中心营收增速，拉动公司业绩恢复进度。公司以华东地区作为重点布局区域，22 年营收受到冲击较为明显，超市、便利店等以售卖刚需用品为主要产品的业态业绩下滑幅度较小，其他业态均大幅下滑，其中，奥莱业态下滑幅度最小，仅为 12.73%，展现了较好的韧性。2022 年上半年公司落实减免租政策，实施政策性减免及一事一议减免约 5.58 亿元。

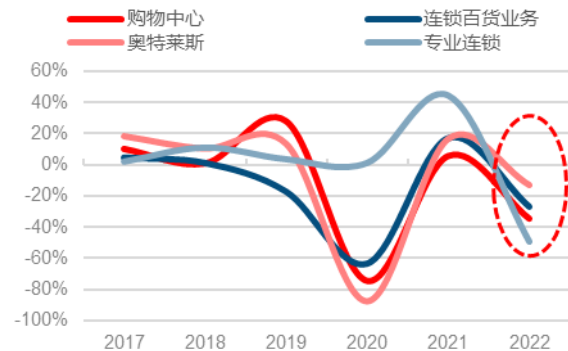
图 29:公司营收及同比增速（亿元，%）



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：公司 2020 年执行新收入准则导致营收同比下降 30.22%，如按原口径计算，同比下降 3.81%，图中同比增长率数据为按原口径计算数据

图 30:奥莱业态收入增速较好（%）

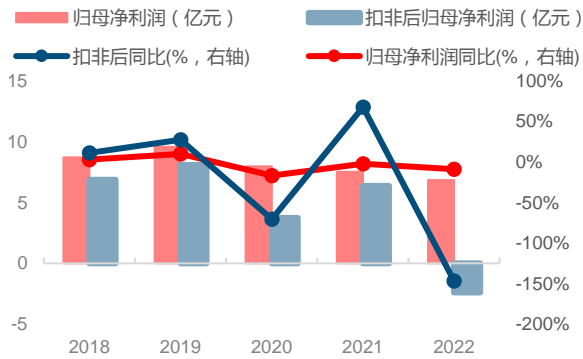


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：2020 年业绩大幅度下滑主要是公司执行新收入准则，联销收入采用净额法核算所致

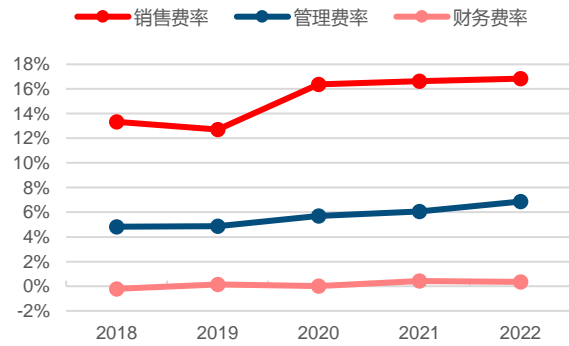
非经常性损益对于利润影响较大，费率整体稳定。2022 年公司非经常性损益规模较大，非流动资产处置收益 7.12 亿元，较去年同期增加 6.65 亿元，政府补助带来收益 4.26 亿元，较去年同期增加 2.66 亿元。期间费率整体保持稳定，公司控制营销活动使得销售费率基本稳定，由于收入规模下滑管理费率有所提升。

图 31: 公司利润及增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 32: 公司期间费率情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

## 投资评价和建议

世界通胀高企和需求疲弱，品牌库存积压严重，消费者更加追求性价比消费，奥特莱斯业态可以满足消费者体验式和性价比消费需求。百联股份为华东地区零售龙头企业，运营优质奥特莱斯物业，在强品牌意识与消费惯性存在背景下，性价比消费趋势进一步驱动百联业绩增长。同时，REITs 新政有利于公司盘活存量资产回笼资金，加快新兴业务发展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.31、8.24、9.63 亿元，对应 PE 35、31、26 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 8:公司营收拆分（万元，%）**

营业收入（万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
百货	224,215.41	163,834.42	172,800.00	165,000.00	165,000.00
购物中心	190,245.94	124,587.74	186,083.80	199,375.50	210,230.39
奥特莱斯	110,848.37	96,735.33	160,186.75	197,542.55	237,430.95
超级市场	1,013,823.47	1,146,592.65	1,150,148.28	1,179,302.86	1,208,457.44
便利店	156,230.16	155,240.57	170,615.23	182,457.12	194,569.53
大型综合超市	1,506,834.28	1,369,186.90	1,471,328.26	1,485,769.07	1,499,120.01
专业专卖	113,644.67	57,347.63	62,111.25	63,691.71	64,893.44
其他	41,223.48	27,625.47	31,769.29	33,357.76	35,025.65
总计	3,357,065.79	3,141,150.71	3,405,042.86	3,506,496.58	3,614,727.42
其他业务	107,949.15	85,752.39	98,615.25	103,546.01	108,723.31
<b>营业收入</b>	<b>3,465,014.94</b>	<b>3,226,903.10</b>	<b>3,503,658.11</b>	<b>3,610,042.59</b>	<b>3,723,450.73</b>

营业收入 YOY	2021	2022	2023E	2024E	2025E
百货	17.13%	-26.93%	5.47%	-4.51%	0.00%
购物中心	5.51%	-34.51%	49.36%	7.14%	5.44%
奥特莱斯	16.98%	-12.73%	65.59%	23.32%	20.19%
超级市场	-1.25%	13.10%	0.31%	2.53%	2.47%
便利店	-5.20%	-0.63%	9.90%	6.94%	6.64%
大型综合超市	-8.54%	-9.13%	7.46%	0.98%	0.90%
专业专卖	44.74%	-49.54%	8.31%	2.54%	1.89%
其他	62.57%	-32.99%	15%	5%	5%
总计	-1.53%	-6.43%	8.40%	2.98%	3.09%
其他业务	-3.24%	-20.56%	15%	5%	5%
<b>营业收入</b>	<b>-1.59%</b>	<b>-6.87%</b>	<b>8.58%</b>	<b>3.04%</b>	<b>3.14%</b>

资料来源：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、**行业竞争加剧。**截止 2022 年末全国奥莱项目共 266 个，同比增速 10.83%，奥莱业态内部竞争程度加剧；2023 年全国拟开业的商业项目 501 个，百货、购物中心、奥特莱斯等渠道间的竞争程度升级。

4、**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，如拼多多百亿补贴，会对奥莱业态产生一定的分流。

5、**敏感性分析：**如果公司坪效下降 10%，其他条件假设不变，那么公司的 2023-2025 年归母净利润将从 7.31、8.24、9.63 亿元降至 6.68、7.43、8.67 亿元。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>22,478.48</b>	<b>25,895.11</b>	<b>25,109.77</b>	<b>25,763.04</b>	<b>26,613.70</b>
现金	15,474.28	19,244.91	18,360.90	19,011.08	19,861.71
应收票据及应收账款	770.52	673.93	767.93	811.02	856.90
其他应收款	722.99	517.71	537.55	534.09	530.46
预付账款	198.74	306.73	287.97	257.15	214.23
存货	3,367.97	3,597.13	3,576.32	3,582.25	3,595.33
其他流动资产	1,943.98	1,554.70	1,579.11	1,567.45	1,555.07
<b>非流动资产</b>	<b>35,366.77</b>	<b>31,780.64</b>	<b>30,875.42</b>	<b>29,897.93</b>	<b>28,840.34</b>
长期投资	1,324.76	1,185.57	1,185.57	1,185.57	1,185.57
固定资产	24,015.56	21,851.17	21,132.94	20,422.44	19,711.84
无形资产	3,845.14	3,377.20	3,129.48	2,961.76	2,774.04
其他非流动资产	6,181.31	5,366.70	5,427.43	5,328.16	5,168.89
<b>资产总计</b>	<b>57,845.25</b>	<b>57,675.75</b>	<b>55,985.19</b>	<b>55,660.97</b>	<b>55,454.04</b>
<b>流动负债</b>	<b>24,334.25</b>	<b>25,277.06</b>	<b>24,019.06</b>	<b>24,069.89</b>	<b>24,148.96</b>
短期借款	1,397.86	820.82	720.82	620.82	520.82
应付票据及应付账款	5,492.78	6,233.06	6,008.21	5,702.36	5,393.00
其他流动负债	17,443.61	18,223.19	17,290.03	17,746.71	18,235.15
<b>非流动负债</b>	<b>13,039.48</b>	<b>12,344.01</b>	<b>11,416.08</b>	<b>10,483.04</b>	<b>9,544.88</b>
长期借款	11,428.65	10,908.76	9,980.82	9,047.79	8,109.62
其他非流动负债	1,610.83	1,435.26	1,435.26	1,435.26	1,435.26
<b>负债合计</b>	<b>37,373.73</b>	<b>37,621.08</b>	<b>35,435.13</b>	<b>34,552.93</b>	<b>33,693.84</b>
少数股东权益	2,567.50	2,454.17	2,386.67	2,310.66	2,221.81
股本	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17
资本公积	3,051.08	3,051.08	3,051.08	3,051.08	3,051.08
留存收益	13,068.77	12,765.25	13,328.14	13,962.14	14,703.14
归属母公司股东权益	17,904.02	17,600.50	18,163.38	18,797.39	19,538.39
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,845.25</b>	<b>57,675.75</b>	<b>55,985.19</b>	<b>55,660.97</b>	<b>55,454.04</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,723.38</b>	<b>3,406.60</b>	<b>2,113.01</b>	<b>3,757.74</b>	<b>4,057.53</b>
净利润	632.79	614.43	663.98	747.87	874.09
折旧摊销	2,845.89	2,737.23	2,405.22	2,577.49	2,757.59
财务费用	144.81	111.08	216.28	172.28	115.04
投资损失	-158.54	-723.76	-100.00	-50.00	0.00
营运资金变动	-317.05	6.49	-1,256.68	147.74	179.05
其他经营现金流	575.47	661.13	184.22	162.36	131.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,568.97</b>	<b>510.90</b>	<b>-1,584.22</b>	<b>-1,712.36</b>	<b>-1,831.77</b>
资本支出	1,576.80	1,088.44	1,500.00	1,600.00	1,700.00
长期投资	-1,206.93	-681.76	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,938.84	104.22	-3,084.22	-3,312.36	-3,531.77
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,753.67</b>	<b>-684.55</b>	<b>-1,412.80</b>	<b>-1,395.20</b>	<b>-1,375.14</b>
短期借款	627.23	-577.05	-100.00	-100.00	-100.00
长期借款	4,039.32	-519.89	-927.94	-933.03	-938.16
其他筹资现金流	-6,420.22	412.38	-384.87	-362.16	-336.97
<b>现金净增加额</b>	<b>-599.59</b>	<b>3,232.49</b>	<b>-884.01</b>	<b>650.18</b>	<b>850.63</b>

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>34,650.15</b>	<b>32,269.03</b>	<b>35,036.58</b>	<b>36,100.43</b>	<b>37,234.51</b>
营业成本	25,388.77	24,220.63	26,107.12	26,684.13	27,339.50
营业税金及附加	367.55	282.87	331.05	341.10	351.81
销售费用	5,762.06	5,435.35	5,500.74	5,649.72	5,808.58
管理费用	2,078.97	2,200.47	1,997.09	2,166.03	2,234.07
研发费用	21.76	17.77	21.02	21.66	22.34
财务费用	144.81	111.08	216.28	172.28	115.04
资产减值损失	-105.93	-7.88	-17.52	-18.05	-18.62
信用减值损失	-18.72	-86.90	-87.59	-90.25	-93.09
其他收益	68.41	337.53	241.44	241.44	241.44
公允价值变动收益	14.40	-16.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	158.54	723.76	100.00	50.00	0.00
资产处置收益	59.71	30.59	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,062.63</b>	<b>981.44</b>	<b>1,099.61</b>	<b>1,248.65</b>	<b>1,492.90</b>
营业外收入	139.23	139.93	140.00	140.00	140.00
营业外支出	22.23	88.20	60.00	60.00	80.00
利润总额	1,179.63	1,033.17	1,179.61	1,328.65	1,552.90
所得税	546.85	418.73	515.64	580.78	678.81
<b>净利润</b>	<b>632.79</b>	<b>614.43</b>	<b>663.98</b>	<b>747.87</b>	<b>874.09</b>
少数股东损益	-119.73	-69.92	-67.49	-76.02	-88.85
<b>归属母公司净利润</b>	<b>752.52</b>	<b>684.36</b>	<b>731.47</b>	<b>823.89</b>	<b>962.94</b>
EBITDA	4,170.33	3,881.48	3,801.11	4,078.42	4,425.52
EPS (元)	0.42	0.38	0.41	0.46	0.54

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-1.59	-6.87	8.58	3.04	3.14
营业利润(%)	-31.61	-7.64	12.04	13.55	19.56
归属于母公司净利润	-5.58	-9.06	6.88	12.63	16.88
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.73	24.94	25.49	26.08	26.57
净利率(%)	2.17	2.12	2.09	2.28	2.59
ROE(%)	4.20	3.89	4.03	4.38	4.93
ROIC(%)	4.86	3.95	6.74	6.88	8.53
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.61	65.23	63.29	62.08	60.76
净负债比率(%)	-12.93	-37.47	-37.27	-44.26	-51.61
流动比率	0.92	1.02	1.05	1.07	1.10
速动比率	0.75	0.86	0.88	0.90	0.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.56	0.63	0.65	0.67
应收账款周转率	44.97	47.88	45.63	44.51	43.45
应付账款周转率	4.62	4.63	5.21	5.62	6.08
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.38	0.41	0.46	0.54
每股经营现金流(最新)	2.09	1.91	1.18	2.11	2.27
每股净资产(最新摊薄)	10.03	9.86	10.18	10.54	10.95
<b>估值比率</b>					
P/E	33.76	37.12	35	31	26
P/B	1.42	1.44	1.40	1.35	1.30
EV/EBITDA	5.30	3.87	4.96	4.22	3.47

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

**刘乐文**

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

## 研究助理

**孙英杰**

[sunyingjie@csc.com.cn](mailto:sunyingjie@csc.com.cn)

## 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  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话：（8610） 8513-0588  
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