



华东老牌龙头零售商，新业态成长可期

——百联股份（600827.SH）首次覆盖报告

核心观点

公司为立足上海的龙头零售商，疫后修复弹性可期。公司为原友谊股份吸收合并第一百货、华联商厦后更名而来，以上百货公司历史分别可追溯至1952年、1936年、1918年。公司目前业务包括综合百货、连锁超市、专业连锁三大业态，手握多项优质核心物业资产，在华东地区门店区域优势明显。疫情前公司业绩稳定提升，2017-2019年公司营收、净利CAGR分别为3.42%/6.36%，疫后三年公司业绩有所波动，静待公司疫后修复行情开启。

百货行业复苏进程已然重启，展望疫后零售行业结构优化。我国百货行业竞争格局与国外存较大差异，2021年CR5/CR10仅8.0%/12.2%，但我国区域性百货龙头竞争力更出众。2022年6-9月社零总额阶段性上升打响消费复苏第一枪，年末以后复苏进程更加迅速。2022年12月粮油食品、日用品类社零分别恢复至2019年的129.18%、116.88%水平，凸显必选消费的成长属性。百货行业必选消费属性特征较强，因此疫后修复速度快，2021年百货行业规模YoY+29.50%可作为2023年行业恢复速率的参考。

传统业务夯实、升级，期待新业态打造第二成长曲线。综合百货为公司核心业态，闭店调整的阵痛期以后，公司百货门店规模稳步提升。超市业态为公司业绩基本盘，2022Q1-Q3公司超市业态合计占营收84.11%，其以并购模式不断扩张，门店规模居全国前列。近年来，公司加速百货业态、百货门店、百货产品的升级趋势，且公司供应链建设稳步推进，数字化建设路径进一步明晰。2020年7月公司提出免税品经营资质的申请，鉴于免税资质落地后公司有望再添重要发展动能，因此公司免税资质申请进度值得密切关注。

投资建议

公司为百货行业华东区域龙头，牢固卡位上海核心商圈地域优势。防疫政策优化后零售行业景气度上升，目前公司百货业态升级初见成效，且积极进行提质增效、创新营销，加快数字化建设与供应链建设。免税牌照申请结果为公司现阶段驱动业绩增长的最大“X”因素，未来免税资质若落地，则公司有望再添重要发展动能。我们预计公司2022/2023/2024年分别实现营业收入331.75/349.17/364.84亿元，归母净利润-2.33/4.30/5.99亿元，基于3月27日收盘价12.26元，对应2023/2024年PE分别为50.87X/36.51X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

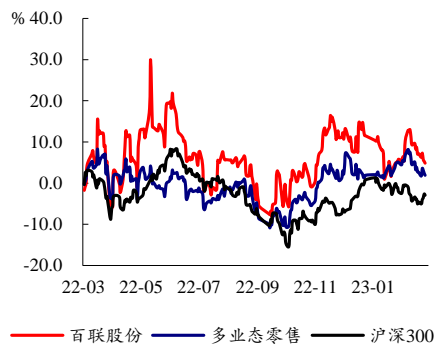
免税品经营资质申请进度不及预期；疫情反复风险；传统百货行业衰落风险。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 燕楠
 资格证书 S1710521120001
 电子邮箱 yann806@easec.com.cn
 联系人 贺晓涵
 电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1784.17
流通A股/B股(百万股)	1604.45/179.72
资产负债率(%)	66.52
每股净资产(元)	9.37
市净率(倍)	1.28
净资产收益率(加权)	-1.10
12个月内最高/最低价	14.09/9.84

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	34650.15	33174.93	34916.97	36484.31
增长率 (%)	-1.62	-4.26	5.25	4.49
归母净利润	752.52	-233.42	430.00	599.11
增长率 (%)	-2.30	-131.02	284.22	39.33
EPS (元/股)	0.42	-0.13	0.24	0.34
市盈率 (P/E)	31.74	-	50.87	36.51
市净率 (P/B)	1.33	1.26	1.23	1.19

资料来源: 同花顺 iFind, 东亚前海证券研究所, 基于 3 月 27 日收盘价 12.26 元

正文目录

1. 立足上海的龙头零售商，疫后修复弹性可期.....	5
1.1. 覆盖零售业态广泛，华东地区影响力突出.....	5
1.2. 疫后业绩有所承压，静待疫后加速修复.....	7
2. 行业复苏进程已重启，展望疫后结构优化.....	9
2.1. 行业地区集中度较高，必选消费有望率先修复.....	9
2.2. 消费升级驱动结构调整，疫后电商替代速度放缓.....	11
3. 传统业务夯实升级，期待新业态打造第二成长曲线.....	12
3.1. 超市稳住业绩基本盘，百货+奥莱+购物中心静待高弹性修复.....	12
3.2. 多轮升级驱动品质提升，迎合线下消费新趋势.....	19
3.3. 把握一线城市核心商圈资源，看好公司长期价值.....	21
3.4. 市内免税渐行渐近，公司有望迎来新增长点.....	23
4. 盈利预测与投资建议.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1. 2017-2022 年公司旗下百货门店数 (家)	6
图表 2. 2017-2022 年公司旗下百货门店面积 (万平方米)	6
图表 3. 2021 年按物业属性分类的各业态门店面积 (万平方米)	6
图表 4. 2021 年按地区分类的各业态门店面积 (万平方米)	6
图表 5. 公司发展历史.....	7
图表 6. 公司股权结构.....	7
图表 7. 2014 年-2022Q3 公司营业收入情况 (亿元)	8
图表 8. 2014 年-2022Q3 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图表 9. 2020Q1-2022Q3 公司营业收入情况.....	8
图表 10. 2019Q1-2022Q3 公司净利润、净利率情况	8
图表 11. 2014 年-2022Q3 公司期间费用率	9
图表 12. 2014 年-2022Q3 公司毛利率、净利率	9
图表 13. 2016-2021 年我国百货行业规模 (亿元)	9
图表 14. 2012-2021 年我国百货行业集中度	10
图表 15. 2012-2021 年各国百货行业 CR3.....	10
图表 16. 2019 年 4 月-2022 年 12 月社会消费品零售总额同比变化	10
图表 17. 2019 年 2 月-2023 年 1 月消费者信心指数	10
图表 18. 社会消费品零售总额当月同比变化情况.....	11
图表 19. 2019-2022 年商品零售额当月同比变化	11
图表 20. 2020-2022 年必选类社会消费品零售额恢复程度 (相较 2019 年)	11
图表 21. 实物商品网上零售额占社零总额的比重.....	12
图表 22. 百联股份主要零售业态布局.....	13
图表 23. 2021 年公司收入分布以及同比增长情况.....	14
图表 24. 2021 年公司店效情况 (元/平米年)	14
图表 25. 2017-2022Q1-Q3 公司百货业态毛利率.....	15
图表 26. 截至 2022Q3 百联股份开业的 16 座百货门店.....	16
图表 27. 百联股份奥特莱斯门店.....	17
图表 28. 公司超市业态细分品类.....	18
图表 29. 2019 年-2022Q1-Q3 超市业态新开、关闭门店数量 (家).....	18
图表 30. 2022Q1-Q3 公司各业务收入占比	19
图表 31. 2017 年-2022Q3 公司超市业务收入情况 (亿元)	19

图表 32.	2017 年-2022Q1-Q3 公司专业连锁业务毛利率情况	19
图表 33.	2017 年-2022Q1-Q3 公司专业连锁业务营业收入情况	19
图表 34.	百联股份特色产品线	20
图表 35.	2021 年公司门店升级情况	21
图表 36.	零售行业同业对比情况 (亿元)	22
图表 37.	百联股份数字化建设进程	23
图表 38.	2017-2021 年我国免税行业结构	24
图表 39.	2023 年 1 月韩国免税销售结构	24
图表 40.	百联股份 2022-2024 年盈利预测 (亿元)	24

1. 立足上海的龙头零售商，疫后修复弹性可期

1.1. 覆盖零售业态广泛，华东地区影响力突出

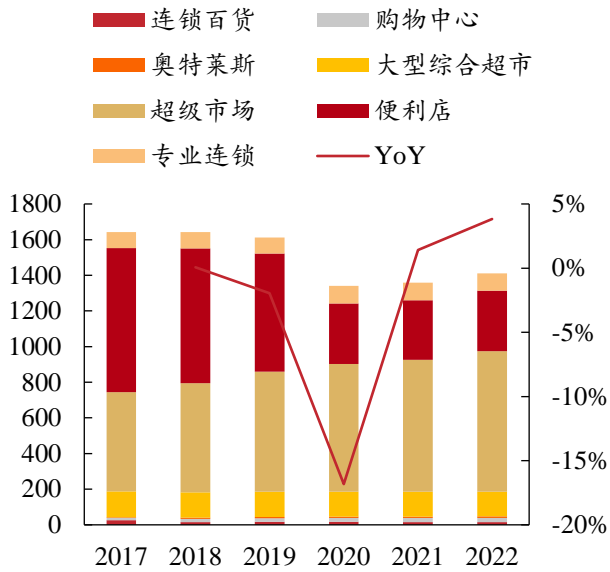
公司以零售商业为主，综合百货、连锁超市、专业连锁三大业态为核心业务。公司涵盖了零售业现有的各种业态，如百货、购物中心、奥特莱斯、大型综合超市、超级市场、便利店、专业连锁等，其中综合百货、连锁超市、专业连锁为三大核心业态。各业态的主要经营模式为联营联销、经销、租赁，主要的收入来源为商品的进销差价、店铺的租金等。近年来公司通过以品牌化、数字化、专业化等核心理念打造独特的新零售消费场景，从而达到吸引Z世代群体和满足更多消费者需求的目标。

公司立足上海，重点布局华东地区，门店区域优势明显。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，公司在华东区的门店总面积为436.36万平方米，占全国门店总面积的89.65%，在当地形成较显著的区域性优势。且下属门店所处地理位置优越，均处于所在城市核心商圈，网点区位优势明显。

公司的经营模式以销售百货商品为主，手握多项优质核心物业资产用以开展经营。公司经营方式包括联营联销、经销、租赁等，其中联营、经销模式实现的商品销售贡献绝大部分营业收入。2021年公司实现商品销售收入293.48亿元，在总营业收入中占比87.42%。奥特莱斯方面，百联奥特莱斯上海青浦店、武汉盘龙店、江苏无锡店、江苏南京店领跑2021年中国奥特莱斯销售榜单。购物中心方面，2010年以后建成的一百商业中心、百联嘉定购物中心面积超10万平方米，上海市浦东新区世博源面积超20万平方米，大面积的购物中心门店筑稳公司竞争力。公司百货门店物业分为自有、租赁两种模式。百货、购物中心以自有物业为主；大型综合超市、超级市场以租赁物业为主。

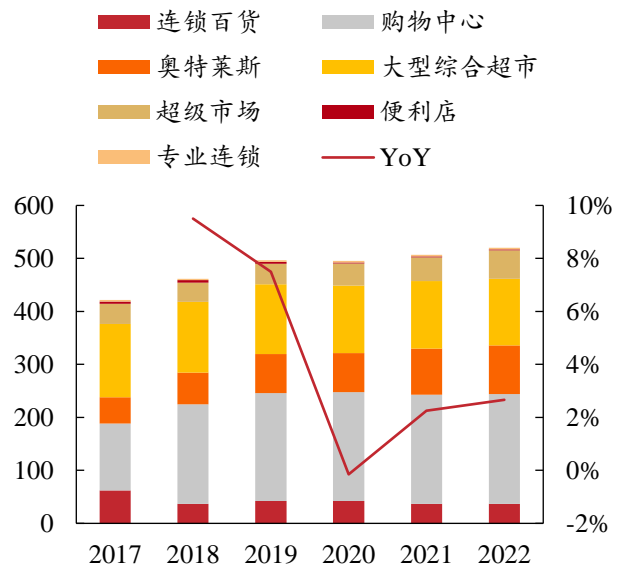
百货门店调整后，公司门店数量、面积稳步提升。2017-2019年公司百货门店总数保持平稳，2020年疫情发生以来公司进行门店调整，门店数量稍有下降，2020-2022年公司百货门店数量分别为1340/1359/1411家，其中2020/2021年YoY分别为-16.82%/+1.42%。但门店面积较2020年以前持续稳步提升，2020-2022年公司百货门店面积分别为496/507/520家，其中2020/2021年YoY分别为-0.15%/+2.25%。其中门店数量增量主要由购物中心、奥特莱斯、超级市场业务所贡献。

图表1. 2017-2022 年公司旗下百货门店数 (家)



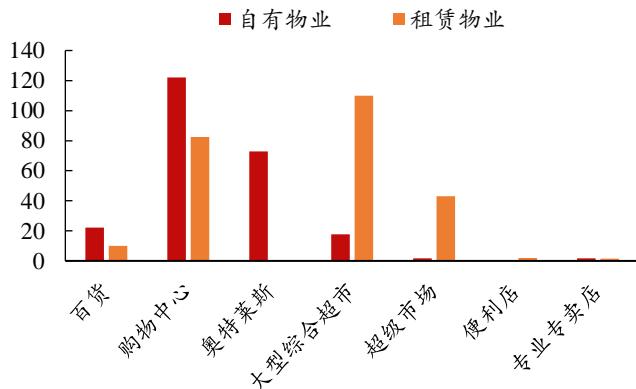
注：2022 年数据截至第三季度
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表2. 2017-2022 年公司旗下百货门店面积 (万平米)



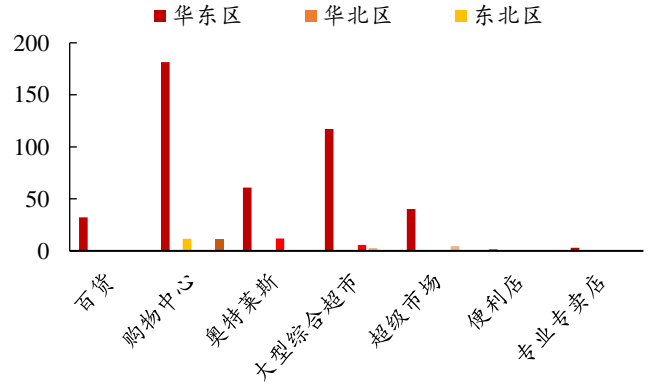
注：2022 年数据截至第三季度
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表3. 2021 年按物业属性分类的各业态门店面积 (万平米)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

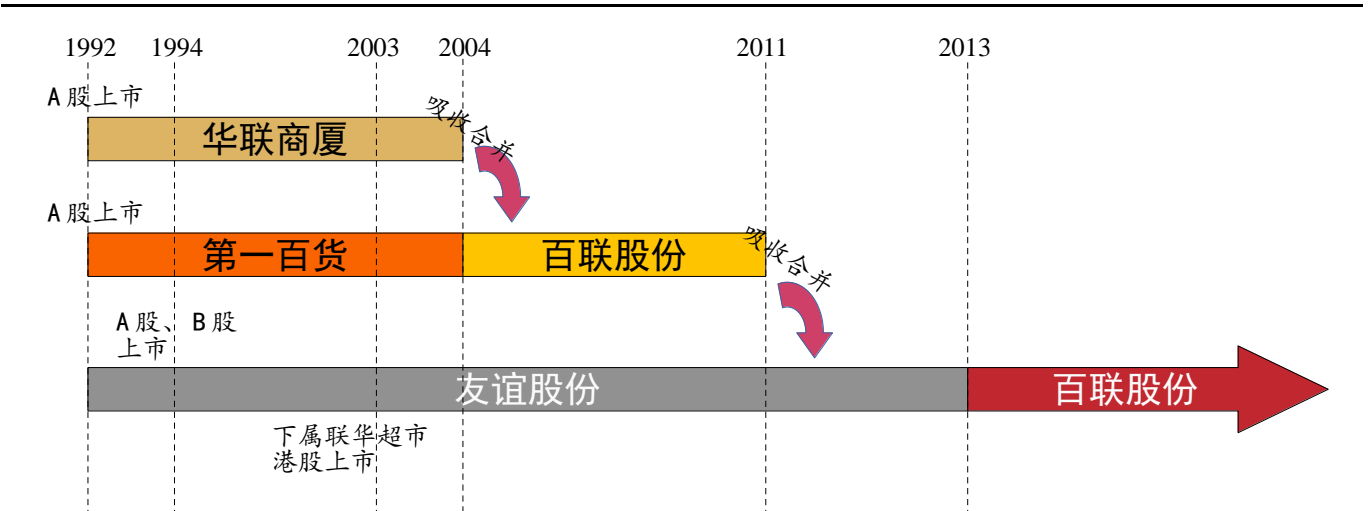
图表4. 2021 年按地区分类的各业态门店面积 (万平米)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司发展历史：1992 年第一百货 (600631) 上市，登陆 A 股；1993 年友谊股份 (600827) 采取公开募集方式设立股份有限公司；1994 年 1 月 5 日友谊股份 (600827) B 股在上交所上市交易，同年 2 月友谊股份 (600827) A 股在上交所上市交易；2003 年友谊股份下属联华超市 (HK0980) 在港交所上市；2004 年第一百货 (600631) 吸收合并华联商厦 (600632)，更名为上海百联集团股份有限公司 (600631)；2011 年友谊股份吸收合并百联股份；2014 年友谊股份 (A 股 600827、B 股 900923) 更名为上海百联集团股份有限公司。2016 年易果生鲜受让永辉超市所持联华超市 21.17% 股份，次年百联集团与阿里巴巴达成全方位新零售战略合作，开启发展新篇章。

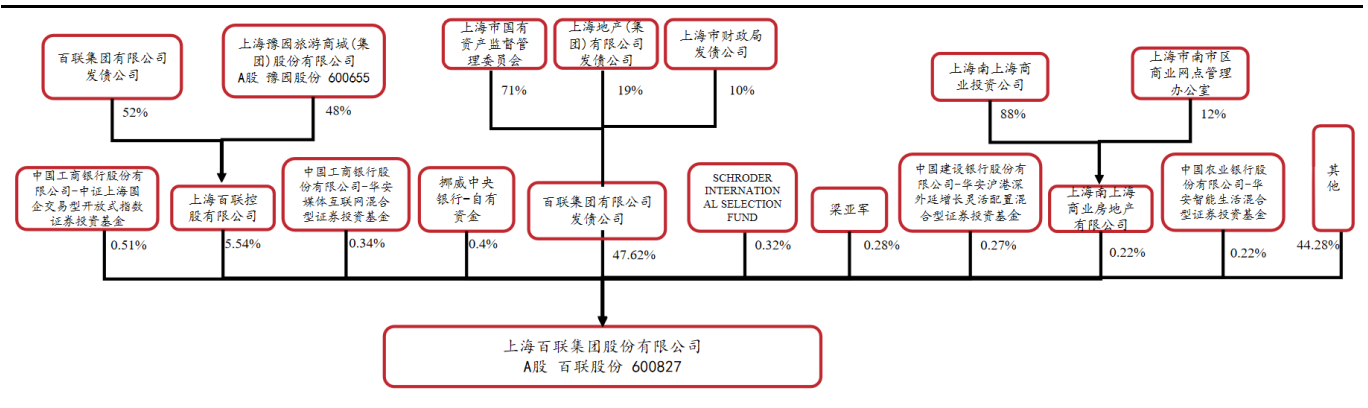
图表5. 公司发展历史



资料来源：上海百联集团股份有限公司官方网站，东亚前海证券研究所

公司股权结构：公司控股股东为百联集团，截至3月20日，百联集团直接持股47.62%，实控人为上海市国有资产监督管理委员会、上海地产（集团）有限公司发债公司、上海市财政局发债公司，持股比例分别为71%/19%/10%。上海百联控股有限公司持股5.54%，实控人为百联集团有限公司发债公司和上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司，持股比例分别为52%/48%。百联集团有限公司合计持股50.5%。

图表6. 公司股权结构



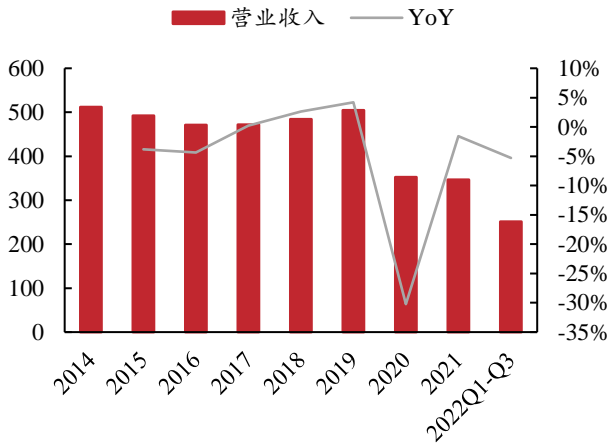
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

1.2. 疫后业绩有所承压，静待疫后加速修复

公司业绩随疫情反复有所波动。疫情以前，公司营收、净利实现稳定提升。2020、2021年，公司分别实现营收352.09/346.50亿元，同比分别为-30.22%/-1.59%，分别实现归母净利润7.97/7.53亿元，同比分别为-16.82%/-5.58%，其中2020年公司执行新收入准则导致同比降幅较大。步入2022年，由于公司集中在华东展业，2022年上海疫情影响较大，因此2022Q1-Q3公司营业收入分别为102.86/68.23/79.97亿元，同比分别为-0.50%/-15.45%/-1.30%。疫情重点影响时间段为2020Q1&Q3，2022H2、2023Q2&Q3，以上

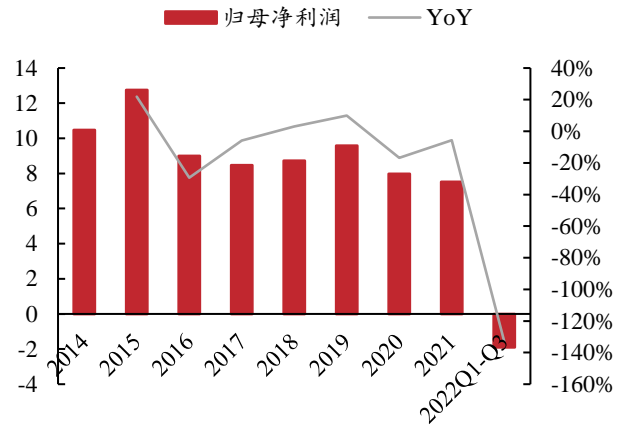
时间内公司净利润水平受其影响波动均较大。

图表7. 2014年-2022Q3公司营业收入情况(亿元)



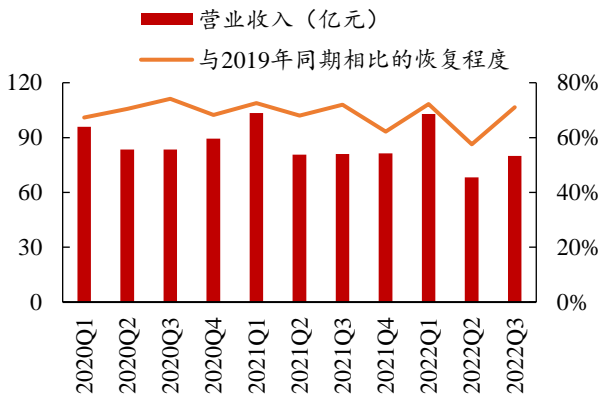
资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

图表8. 2014年-2022Q3公司归母净利润情况(亿元)



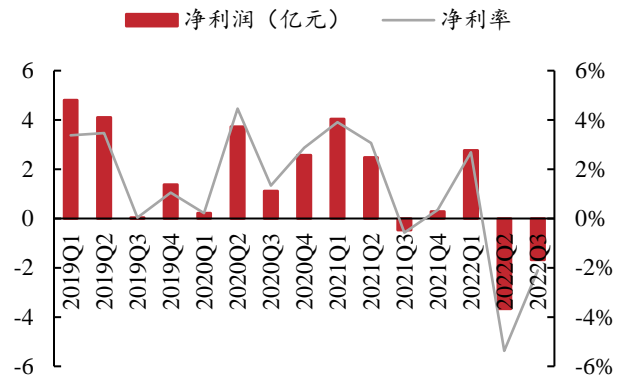
资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

图表9. 2020Q1-2022Q3公司营业收入情况



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

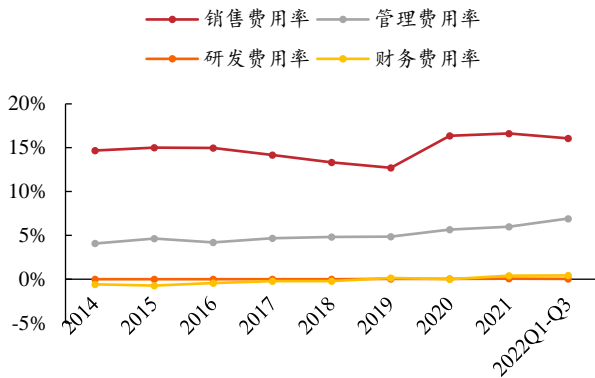
图表10. 2019Q1-2022Q3公司净利润、净利率情况



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

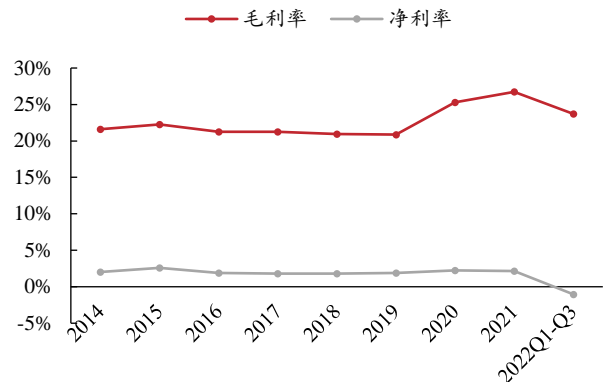
公司费率水平基本稳定,未来盈利弹性有望放大。2014-2019年公司毛利率稳定在约20-23%范围内,2020、2021年公司毛利率升至25.30%、26.73%水平。但由于2020、2021年公司销售费用率较2019年分别上升3.66pct、3.92pct,管理费用率较2019年分别上升0.81pct、1.16pct,因此公司最近两年净利率仍然稳定在2.26%、2.17%水平上。百货行业净利率水平普遍较低,但利润增长过程更显弹性,随公司单店盈利能力提升、组织能力升级、运营提质增效,公司盈利弹性有望放大。

图表11. 2014年-2022Q3公司期间费用率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表12. 2014年-2022Q3公司毛利率、净利率



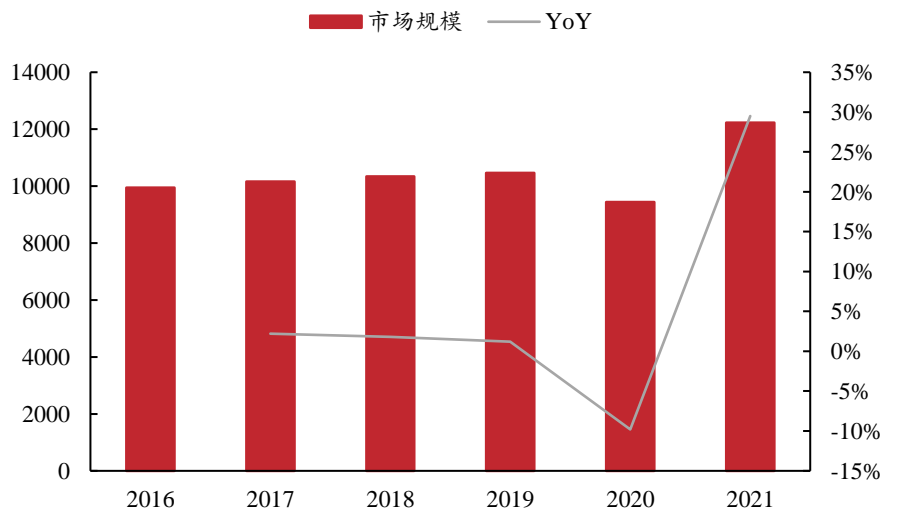
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 行业复苏进程已重启，展望疫后结构优化

2.1. 行业地区集中度较高，必选消费有望率先修复

百货行业规模稳中有升。中国百货行业经历多年发展，规模不断扩大。2016年百货行业规模为9940亿元，至2019年达到10466亿元，2016-2019年行业规模基本保持平稳。2020年受疫情影响市场规模降低至9440亿元。2021年百货行业呈现快速反弹态势，市场规模增长至12225亿元，YoY+29.50%。百货行业必选消费属性较强，稳健的市场需求支撑行业规模继续稳步提升。

图表13. 2016-2021年我国百货行业规模（亿元）

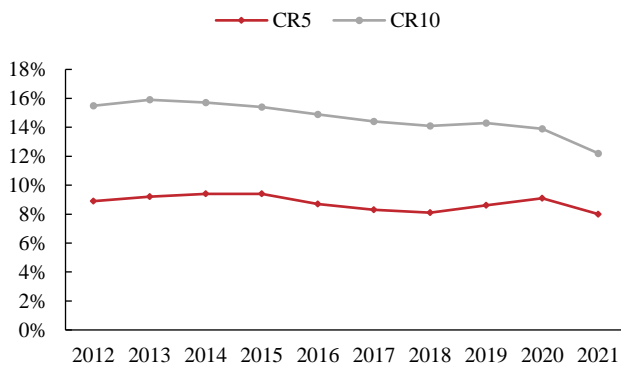


资料来源：Euromonitor，东亚前海证券研究所

百货行业竞争格局较为分散，地区零售品牌集中度高。2021年我国百货行业CR5/CR10分别为8.0%/12.2%，对比2021年法/韩/美/日百货行业CR3分别为99.67%/90.00%/66.00%/40.00%，体现我国百货行业竞争格局与

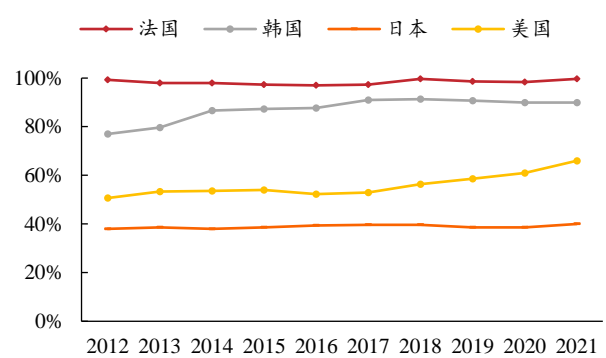
国外存在较大差异,且我国百货行业区域性龙头企业当地竞争能力出众。百货企业全国范围内经营的龙头仅有阿里巴巴、苏宁易购等。百货行业在各城市均有形成区域性龙头,北京市龙头百货企业包括华联集团、王府井等,江苏省龙头百货企业为金鹰商贸、文峰股份等,上海市的区域性龙头百货企业为百联股份。其在当地的市占率往往高于全国性百货企业,因此其区域优势明显。未来各城市龙头品牌整合的现象可能不会在短期以内发生,各地区龙头依靠当地优势并行发展,可继续巩固其地域优势。

图表14. 2012-2021年我国百货行业集中度



资料来源: 前瞻产业研究院, 东亚前海证券研究所

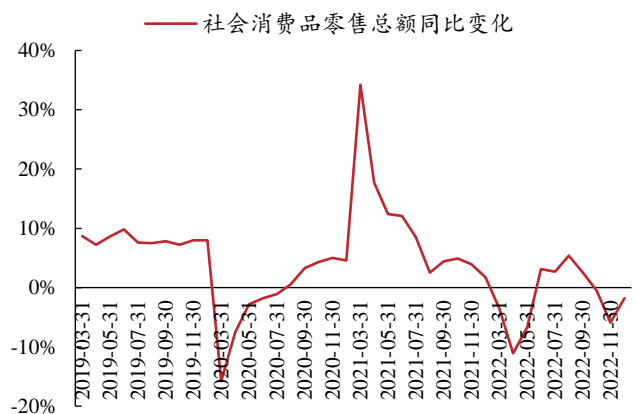
图表15. 2012-2021年各国百货行业CR3



资料来源: Euromonitor, 东亚前海证券研究所

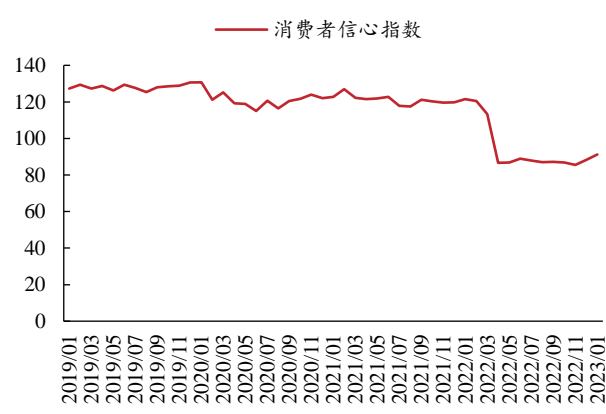
疫后社零总额呈现阶段性、结构性复苏。疫情后两次社零阶段性同比大幅下降,随后都伴随有社零的快速反弹回升。2020年3月社零同比-15.80%,至2021年3月同比数据增至+34.20%;2022年4月社零同比-11.10%,至2022年8月同比数据增至+5.40%,说明疫情对于消费影响均可在短期以内修复。另外,限额以上商品零售总额同比增长情况优于整体,体现消费复苏的结构性态势。2022年4月,消费者信心指数由113.20下降至86.70,随后消费者指数持续在低位调整,随疫情政策优化,2022年11月以后消费信心有望提振。

图表16. 2019年4月-2022年12月社会消费品零售总额同比变化



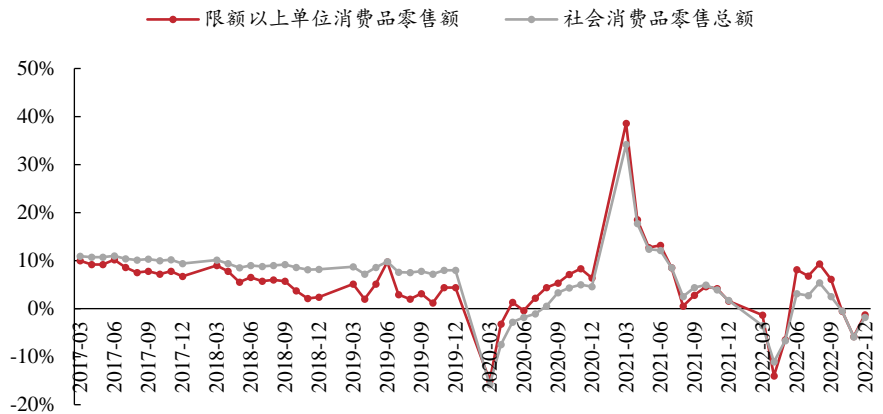
资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表17. 2019年2月-2023年1月消费者信心指数



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

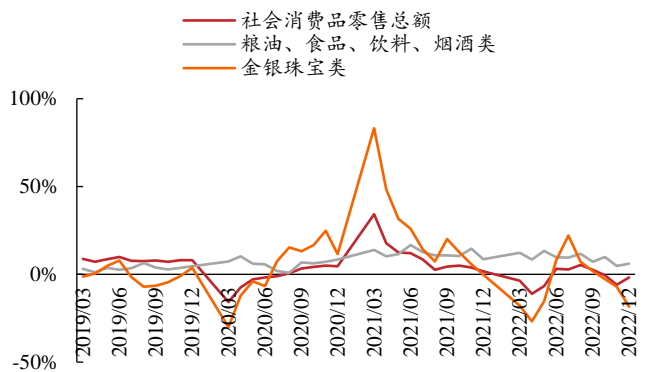
图18. 社会消费品零售总额当月同比变化情况



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

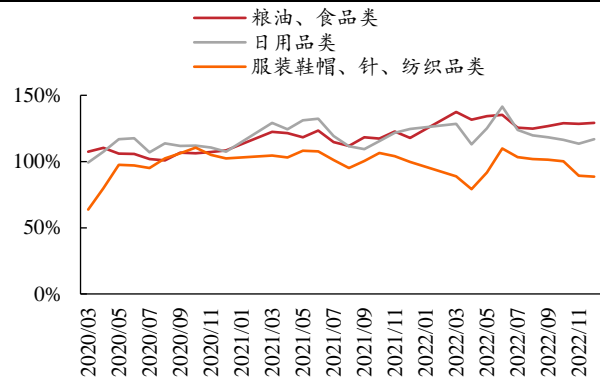
百货行业必选消费属性特征较强，疫后修复速度快。由于零售行业具有必选消费属性，消费者对于诸如粮油、食品、日用品类商品具有刚性需求，百货行业整体受疫情影响程度较小，呈现出低波动特性，以必选属性最强的粮油食饮为例，其2019-2022年商品零售额当月同比变化幅度低于社零总额以及可选特征明显的金银珠宝类商品。2020-2022年必选类社会消费品零售额恢复程度均较理想，其中粮油食品、日用品类在疫情之下3年内几乎均相较2019年更优，在2022年12月分别恢复至129.18%、116.88%水平，因此体现出必选消费穿越周期、凸显成长的属性。随防疫政策优化，居民消费有望进一步由电商平台转向线下零售业态，百货商超客流修复的确定性较强，百货行业客流量有望继续提升。

图19. 2019-2022年商品零售额当月同比变化



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图20. 2020-2022年必选类社会消费品零售额恢复程度（相较2019年）



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

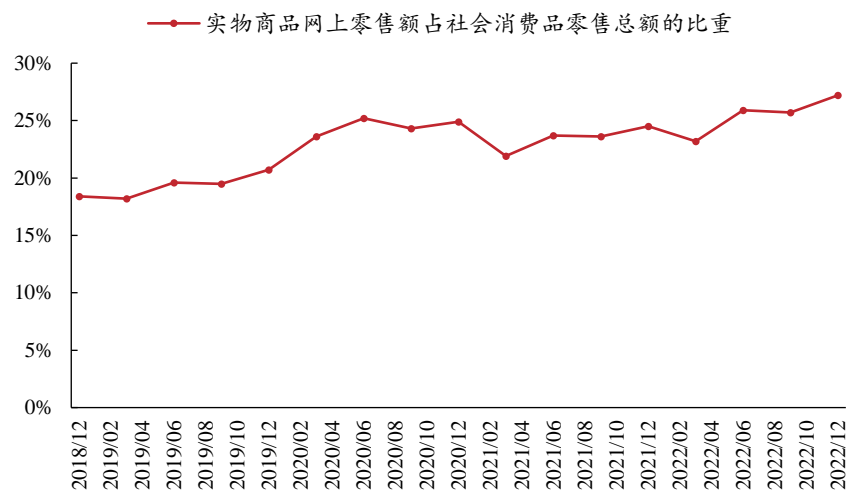
2.2. 消费升级驱动结构调整，疫后电商替代速度放缓

线下百货/超市的业态升级进程持续。百货、超市为两种不同的线下零售业态，百货包括传统百货店和购物中心，超市包括便利店、超市、大型超市、会员店等。2020年疫情初期虽然连锁百强零售企业销售规模同比下降

7.2%，但百货及购物中心注重品质升级、探索特色商业项目，满足多层次、高品质的消费需求；超市方面积极调整店型、定位及商品 SKU，通过差异化路线、推广会员制等方式进行业态升级。

线上电商销售的分流效应预计放缓。从电商平台对于线下零售行业的替代压力看，2020Q1 疫情初期爆发，实物商品网上零售额占社零比重环比增长 2.90pct，2020Q1/2020Q2/2021Q2/2022Q2/2022Q4 实物商品网上零售额占比分别为 23.6%/25.2%/23.7%/25.9%/27.2%，同比变化分别为+29.67pct/+28.57pct/-5.95pct/+9.28pct/+11.02pct。三年的疫情塑造居民线上零售消费习惯，实物商品网上零售额占社零比重由 2020Q1 的 23.60% 增至 2022Q4 的 27.20%。防疫政策优化后，居民消费将逐步由线上向线下倾斜，线上购物的消费分流效应有所放缓。

图表21. 实物商品网上零售额占社零总额的比重



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

3. 传统业务夯实升级，期待新业态打造第二成长曲线

3.1. 超市稳住业绩基本盘，百货+奥莱+购物中心静待高弹性修复

华东商业龙头，零售全业态布局。公司具备全国网点布局，是业态最齐全的连锁零售超市，主营涵盖零售业态包括百货、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。旗下拥有如第一八佰伴、东方商厦、永安百货等根据不同商品部类设销售区，开展各自进货、管理、运营的百货商店；第一百货商业中心、百联南方、百联西郊、百联中环、百联又一城等多种零售店铺、服务设施集中在一个建筑物内的购物中心；百联奥特莱斯广场等由销售名牌过季、下架、断码商品组成的奥特莱斯购物中心；

联华超市、华联超市等连锁超市；专业专卖包括“亨达利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌。

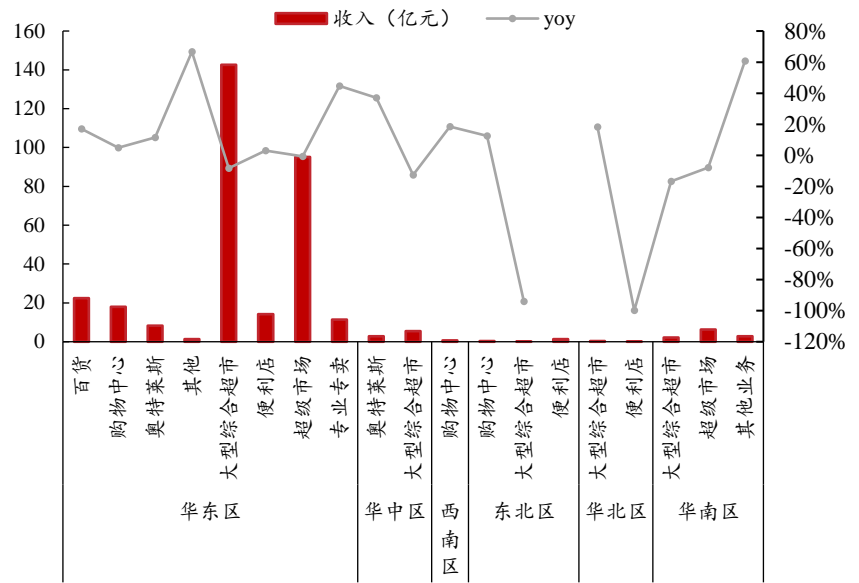
图表22. 百联股份主要零售业态布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

华东地区贡献绝大部分营收，东北、华北地区收入有所增长。截至2021年，百联股份拥有1350家门店(不含综合超市、超级市场及便利店加盟店)，1140家位于华东地区，其2021年实现营收313.33亿元，占比93.3%，平均同比增长17.37%，其中专业专卖业态同增44.74%，百货业态同增17.13%，奥特莱斯业态同增11.48%，华北地区大型综合超市业态同比增长18.3%。**店效方面**，便利店、超级市场、专业专卖由于单店面积小，卡位优势明显，因此华东区店效分别取得6.79、1.39、2.62万元/平米年的优异成绩，显著高于大单店形态的百货、购物中心、奥特莱斯等。

图表23. 2021 年公司收入分布以及同比增长情况



注：另有 2021 年公司东北区便利店收入 YoY 为 1201.34%。
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

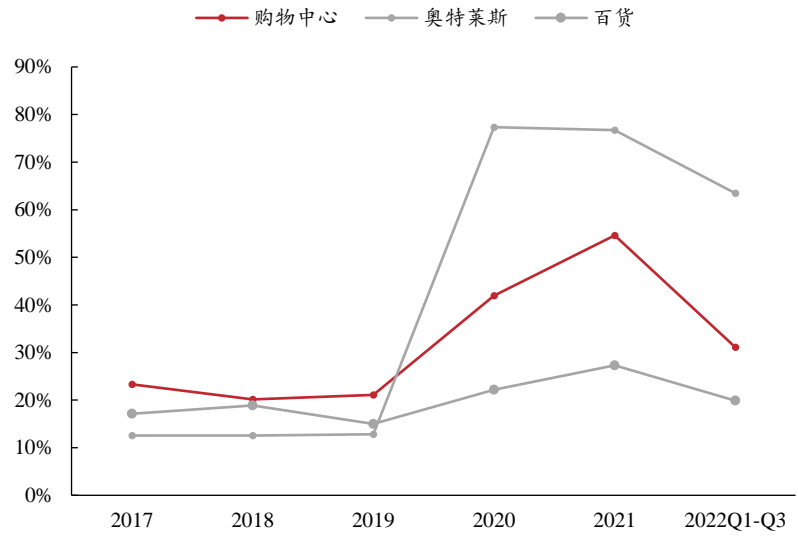
图表24. 2021 年公司店效情况 (元/平米年)

	华东区	东北区	华北区	华南区	华中区	西南区
百货	11983.08					
购物中心	1940.94	580.79				904.6
奥特莱斯	2716.42				1740.52	
大型综合超市	8429.3	587.46	760.58	634.94	4636	
便利店	67863.98	17230.04				
超级市场	13911.56			962.38		
专业专卖	26232.44					

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

综合百货是百联股份的核心业态，其毛利率水平高于超市业态。综合百货包括百货、购物中心、奥特莱斯。其中奥特莱斯、购物中心业务的毛利率水平最高，2021 年其毛利率分别为 76.75%和 54.61%。综合百货业态 2021 年合计实现归母净利润 6.78 亿元，利润占比达 90.11%。2020 年以后公司毛利率上涨幅度较大，其原因主要为 2020 年公司换用新收入准则。

图表25. 2017-2022Q1-Q3 公司百货业态毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司传统百货闭店调整后，门店规模稳步提升。连锁百货方面，2017年公司连锁百货门店26家，2018年公司传统百货业态部分闭店，其后时间百货门店数持续稳定在16-17家。截至2022Q3，百联股份共有百货门店16家，建筑面积共36.53万平方米。购物中心方面，2017年公司购物中心12家，2018-2020分别增长至18/20/21/22家，主打业态升级的大门店购物中心，其拓展速度最快。

图表26. 截至2022Q3百联股份开业的16座百货门店

店名	开业时间	面积(m ²)	所在地址	物业	2021销售额(亿)
第一八佰伴	1995.12	131,429	上海市浦东新区张杨路501号	自有	8.02
东方商厦(旗舰店)	1993.1	32,204	上海市徐汇区漕溪北路8号	租赁	2.76
永安百货	2003.3	33,890	上海市黄浦区南京东路635号	自有	0.88
南方友谊商城	2001.1	8,600	上海市闵行区沪闵路7250号	租赁	0.47
东方商厦(青浦店)	2005.9	18,983	上海市青浦区公园路700号	租赁	0.47
时装商店	2001.11	11,235	上海市黄浦区南京东路660-690号	租赁	0.35
永安珠宝	2011.6	9,438	上海市浦东新区张杨路655号	自有	0.35
悠迈生活广场	2001.12	32,350	上海市杨浦区四平路2500号	自有/租赁	0.34
华联商厦	1993.1	10,380	上海市黄浦区南京东路340号	自有/租赁	0.33
东方商厦(嘉定店)	2008.1	19,249	上海市嘉定区城中路66号	租赁	0.26
友谊商店	1958.2	7,658	真光路1219号1-4楼	租赁	0.20
第一百货(松江店)	1994.12	6,654	松江区中山中路98-116号	自有	0.16
上海妇女用品商店	1956.2	2,381	上海市黄浦区淮海中路447-479号	租赁	0.08
宁波东方商厦	2006.9	21,292	浙江省宁波市海曙区中山东路151号	自有	0.06
友谊百货古玩商店	1985.1	155	华山路9号	租赁	0.00
虹桥友谊商厦	1994.3	19,356	上海市遵义南路6号	自有	0.00

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

把握领先优势，重点发展奥特莱斯业务。奥特莱斯为品牌直销购物中心，在零售商业中专指由销售名牌过季、下架、断码商品的商店组成的门店。百联旗下奥莱业态在中国奥特莱斯行业中处于领先地位。2021年中国奥特莱斯销售榜单中，百联奥特莱斯广场上海青浦店年销55亿元，连续8年列榜单首位。武汉盘龙店、江苏无锡店、江苏南京店也位列2021年中国奥莱年销榜单，2021年新开业的浙江余杭店建筑面积超13万平方米，预计未来将

为公司贡献较大业绩增量。从公司奥莱开店速度上看，2017-2021年公司平均每年新开一家奥莱店。2019-2021年奥特莱斯业务分别实现收入75.65亿元、9.48亿元和11.08亿元，奥特莱斯业务在2020年疫情下受损较严重。同期毛利润分别为9.72亿元、7.33亿元和8.51亿元，说明奥特莱斯业态在疫后阶段公司毛利润贡献上起较大作用。

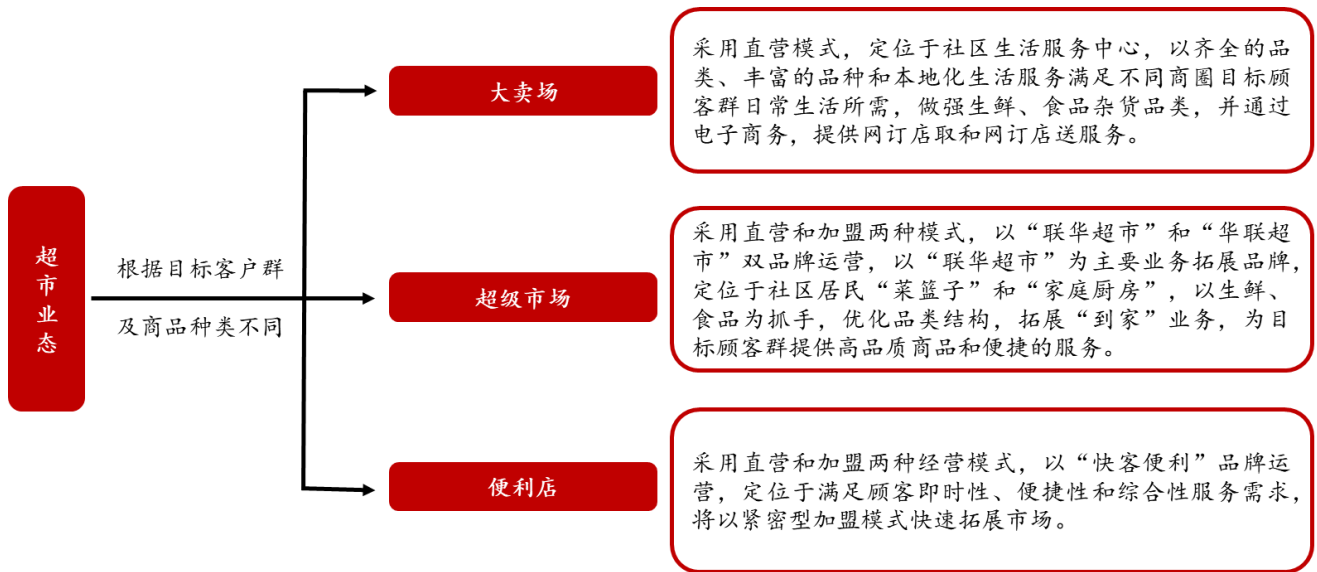
图表27. 百联股份奥特莱斯门店

店名	开业时间	面积(m ²)	地址	物业	2021销售额(亿)
百联奥莱广场(上海青浦)	2006.4	113,480	沪青平公路2888号	自有	5.66
百联奥莱广场(武汉盘龙)	2012.12	141,298	武汉市黄陂区盘龙大道51号	自有/租赁	2.32
百联奥莱广场(江苏无锡)	2013.6	117,333	无锡市新区锡勤路18-28号	自有	1.23
百联奥莱广场(江苏南京)	2015.9	113,911	南京市江宁区汤山街道圣汤大道99号	自有	0.8
百联奥莱广场(湖南长沙)	2018.9	120,000	湖南省长沙县大元东路108号	自有	0.48
百联奥莱广场(济南海那)	2016.12	53,008	山东省济南市槐荫区美里湖美里路555号	自有	0.4
百联奥莱广场(浙江余杭)	2021.10	132,385	杭州市临平区香岸路33号	自有	0.16
百联奥莱广场(济南)	2019.3	78,995	山东省济南市高新区科创路999号	自有	0.11

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

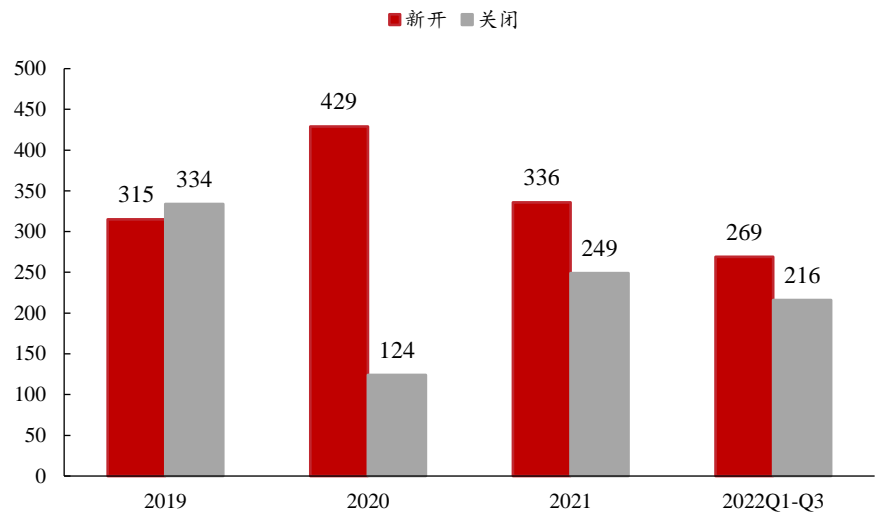
超市门店数量及规模均居全国前列，以并购模式不断扩张。公司超市业务为连锁超市业务，分为大卖场、超级市场以及便利店三大业态，直营、加盟两种经营模式，旗下拥有“联华”、“世纪联华”、“华联”、“快客”等知名品牌。近年公司超市门店总数变化不大，持续进行网点梳理，调整内部结构，关闭效益不佳门店。2019年至2022年前三季度，公司超市分别新开315家、429家、336家和269家，同期关闭门店334家、124家、249家和216家。截至2022Q3，公司总门店数达到3332家，网点遍布全国23个省份及直辖市，集中于以上海为中心的长三角地区。

图表28. 公司超市业态细分品类



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

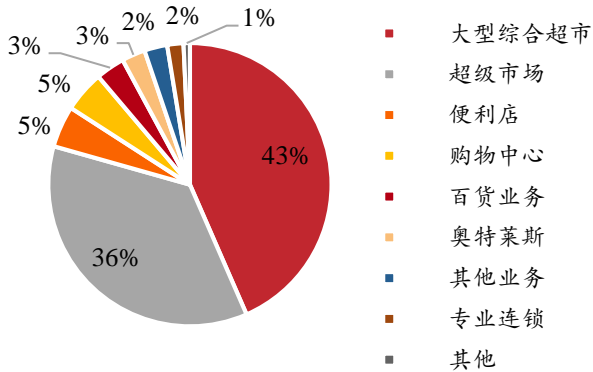
图表29. 2019年-2022Q1-Q3 超市业态新开、关闭门店数量（家）



资料来源：公司季报，东方金诚，东亚前海证券研究所

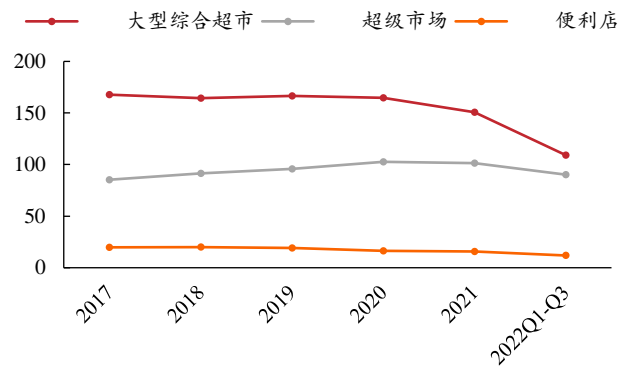
超市业务营收占比过半，近年呈波动上升趋势。收入分业态看，大型综合超市和超级市场的收入占比较大，2022Q1-Q3 其收入分别为 109 亿元/90 亿元，占收入比重分别为 43.45%/35.93%。其次为便利店业态，2022Q1-Q3 实现收入 11.89 亿元，占收入比重为 4.73%。2022Q1-Q3 大型综合超市、超级市场业务收入分别实现 2021 全年的 72.4%和 88.97%，在超市这一业绩基本盘预期稳步增长下，2022 全年公司整体收入有望较 2021 年进一步增长。

图表30. 2022Q1-Q3 公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

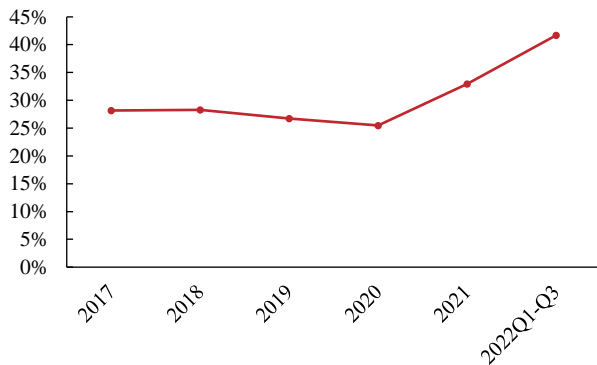
图表31. 2017年-2022Q3 公司超市业务收入情况(亿元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

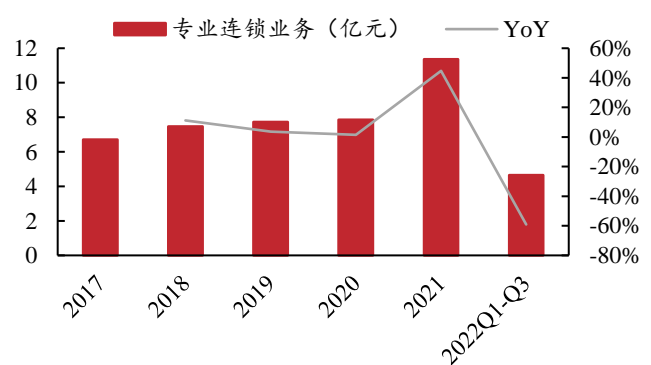
专业连锁业务发展稳定向好，营业收入稳步提升。专业连锁方面，公司旗下拥有“亨达利”、“亨得利”、“茂昌”、“吴良材”、“冠龙”等知名品牌，主要由子公司上海三联集团有限公司及下属上海三联集团钟表眼镜照相器材批发中心等负责运营，销售商品主要包括眼镜及配件、钟表及配件等。2019-2021年，公司专业连锁业务收入分别为7.73亿元、7.85亿元和11.36亿元，毛利率分别为26.72%、25.48%和32.92%，营业收入在过去年份内均呈现上涨趋势，毛利率因公司换用新收入准则也有所上涨。

图表32. 2017年-2022Q1-Q3 公司专业连锁业务毛利率情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表33. 2017年-2022Q1-Q3 公司专业连锁业务营业收入情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 多轮升级驱动品质提升，迎合线下消费新趋势

加速百货业态升级，培育转型发展新动能。公司计划通过加快百货业态创新、模式创新，形成新的增长动力；购物中心业态将通过存量升级促进增长，创新品类组合、提升物业品质；保持百联奥特莱斯广场在中国奥莱行业的领先地位，不断开拓新的市场。加速零售主业提质增效，持续优化零售业态品牌与供应链建设。

打造特色门店产品，为消费者营造沉浸式消费环境。特色产品众多，主要有“年轻化”、“社区能量场”、“时尚孵化场”、“她力量”几大类，给予消费者更加便利丰富的购物体验。以2020年开业的百联TX淮海为例，由传统百货、购物中心的经营业态转向策展型商业经营模式，打造年轻化的潮流集散地，并积极应用新型互动技术，吸引年轻人，提升客流量。

图表34. 百联股份特色产品线

产品线	店名	特色
“年轻化”	TX淮海	开创了策展型零售，通过公共空间的艺展化、商业空间的商展化和主题空间的演展化定义了年轻力中心。
	淮海755	更多在传递温暖、年轻态和有趣的新意思中心，注重内容与商品融合的消费空间，时刻表达“年轻感”来自循序渐进的强化。
	ZX创趣场	是国内首个聚焦次元文化的商业体，以“PlayTogether”为口号，在营造内容丰富的商业生态基础上，将次世代娱乐方式延伸和拓展至活跃的线下社交互动之中。主要针对全国动漫粉丝以及年轻潮流族群中二次元同好人群。
“社区能量场”	百联西郊购物中心	根植宜居宜商宜人的区域属性，展现健康、活力和可持续的价值理念。引入潮流先锋品牌，构建滨河夜生活场景，回应社区各年龄层客群的消费需求，为品质家庭、潮流青年、商务人士提供品质消费、运动健康、文创艺术、生活体验、场景社交的丰富体验。
“时尚孵化场”	衍庆里	是百联携手时尚设计师品牌孵化平台 Ontimeshow，共同打造的本土时尚产业孵化空间，是百联时尚产业链“创-展-育-销-投”中的重要一环。
“她力量”	永安百货	基于其丰富的历史积淀和建筑特色，充分挖掘老字号商业体的品牌价值，聚焦女性的她力量，构建出独具特色的空间产品。

资料来源：中国百货商业协会 CCAGM，东亚前海证券研究所

开展整合营销活动，深度串联线上线下。围绕节日、消费热点等契机，开展60多场整合营销活动，打造一批标志性精品活动。整合营销加大了与多渠道、新资源的合作，形象逐步年轻化；淮海755围绕Z世代消费者“追求有趣、爱炫分享”的消费特点，打造“新意思中心”；百联曲阳购物中心致力于打造“15分钟本地生活服务圈”；八佰伴岁末嘉年华虚拟偶像Gina吸引了一大批消费者。

结合多方需求，百货产品不断升级。商业空间模型不断升级，品牌方更加偏向入驻高品质的购物中心。公司进一步建设标杆店、优化业态及品牌结构，加快核心主业提质增效。大力推进转型，重塑业务逻辑，升级经营场景与体系，促进商品、服务、环境和营销的全面提升。推进业态数字化转型，优化用户新零售购物体验。利用数智化建设，基于顾客、商户、物业以及运营多方的需求，打造体验、消费、管控三心合一的智慧运营中心。

图表35. 2021年公司门店升级情况

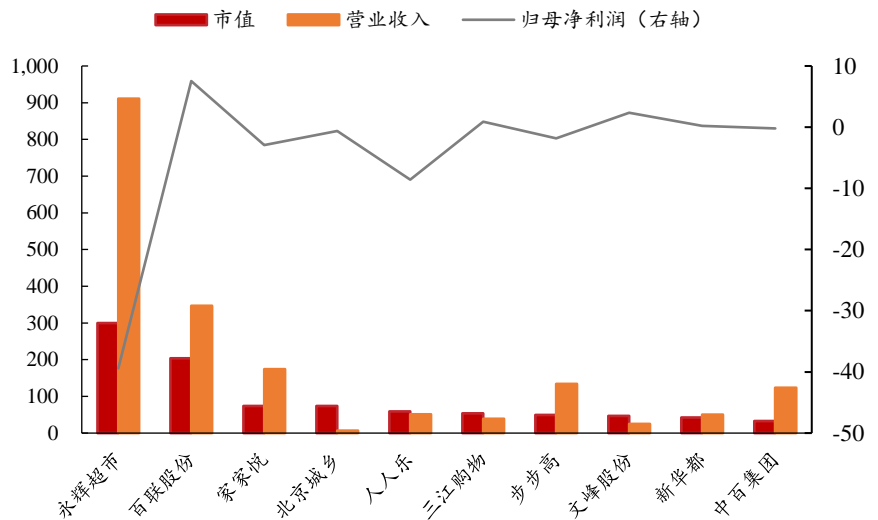
店名	方案
第一八佰伴	完成整体规划制定，进入项建书初稿的编制，持续推进室内、室外设计方案优化
第一百货商业中心	明确转型计划
百联西郊购物中心	明确整体商业定位，完善转型方案
奥特莱斯广场上海青浦店	完成整体环境提升
华联商厦	完成概念设计及主体设计比选
东方商厦（旗舰店）	配合政府启动天桥工程，完成平面动线规划，推进定位策划前期研究
百联南方一区	打造南区商务休闲一条街
百联又一城	完成外立面改造，聚焦年轻客群打造消费场景，新引进近30个品牌
百联金山	推进百货区改造，引进网红品牌，聚焦人气
百联徐汇	分阶段实施三楼装修，优化动线、增设休息区、引进餐饮等功能业态

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 把握一线城市核心商圈资源，看好公司长期价值

公司卡位一线城市核心地段资源，在华东地区竞争优势地位显著。公司门店聚焦于上海核心商圈，永安百货位于上海南京东路的核心地带，第一百货公司处于南京东路一侧，两者均为公司自有物业经营百货，且均为历史悠久的标志性建筑。公司市值 203.46 亿元，营业总收入超百万，归母净利润为 7.53 亿元，公司规模领先于区域百货企业水平，可与全国性百货企业竞争。随着各大城市商业规划布局逐步优化、功能趋于完善，公司创新高端消费供给，不断扩大高端品牌门店规模，推动消费内容、模式和场景的全面升级，公司的华东区域优势未来将进一步巩固。

图表36. 零售行业同业对比情况（亿元）



注：市值选用 2023 年 3 月 20 日数据，营业收入、归母净利润选用 2021 年年报数据

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司供应链建设稳步推进，产品供给能力得以深化。公司积极推进与品牌商的战略合作关系，稳步推进供应链建设。管理聚焦“提质减量”，年度品牌精简到 117 个。在全国开数家奥莱形象店，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。百联时尚中心储备头部品牌超过 200 家，进一步深化时尚产业链建设；买手店与时尚中心深入合作，构建百联时尚生态链路，引进品牌布展，吸引 KOL 和消费者打卡。

明确数字化建设路径，持续推进数字化建设。公司于 2015 年开始数字化转型战略，以平台为载体，实现线上线下的联动，更好地服务消费者。2017 年，百联集团与阿里巴巴达成战略合作，在全业态融合创新等六个领域进行合作，提供消费者多场景的消费体验。2022 年，百联股份与华为开始数字化转型合作，进一步推进商业零售行业的数字化转型和数字化科技创新。数字化成果包括：1) 业务分析平台、数据大屏的上线，进一步满足数据统计分析需求。2) 地块管理系统上线，给 40 家门店地块编制统一的地块编码。3) 招商平台结合品牌、价格等因素，实现不同业态下租决规划统一管理。4) 对奥莱业态实施一系列业务场景的数字化部署和迭代升级，建设数字化、智能化奥特莱斯。

图表37. 百联股份数字化建设进程

时间	数字化进程
2017年2月	阿里巴巴集团与百联集团在上海宣布达成战略合作，两家企业将基于大数据和互联网技术，在全业态融合创新、新零售技术研发、高效供应链整合、会员系统互通、支付金融互联、物流体系协同等六个领域展开全方位合作，为消费者提供随时随地多场景的新消费体验。
2017年5月	联华超市股东上海易果电子商务与百联集团签署股份转让合同，将转让其持有的联华超市2239.2万股内资股(占联华超市已发行股本的2%)给百联集团。
2022年2月	百联股份与华为正式启动一揽子数字化转型合作方案。计划到2025年将企业建设成为面向未来的数字商业体：围绕客户价值，支撑企业增长，完善顶层设计与关键路径，从“人、货、场、圈”四个维度出发，加快推进数字化能力和智慧零售的构建；着力培育商业零售数字化新模式、新场景和新业态。

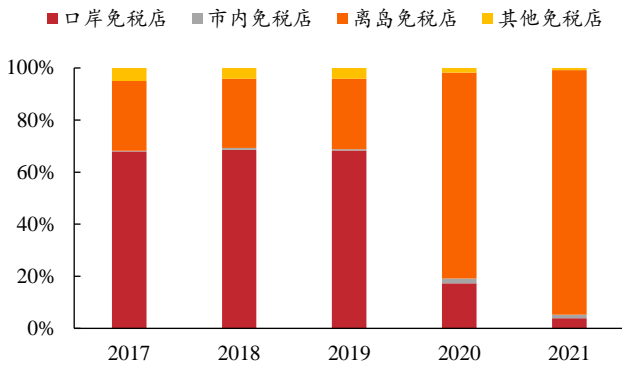
资料来源：中国百货商业协会，新民网，公司公告，东亚前海证券研究所

3.4. 市内免税渐行渐近，公司有望迎来新增长点

密切关注公司免税品经营资质申请进度。2020年7月，百联股份向政府相关部门提出免税品经营资质的申请。公司如获取市内免税牌照，未来随着市内免税政策的逐步推进，公司有望受益于行业广阔增长空间。上海作为一线城市国际旅客吞吐量较大，将是未来市内免税的主要市场之一。对比分析韩国与中国的市内免税行业，2023年1月韩国市内免税销售额在免税整体销售额中占比79%，我国市内免税店销售规模在免税行业占比仅从2017年的0.33%提升至2021年的1.25%，由于我国国人离境市内免税政策尚未放开，市内免税销售额占比较低，未来随着政策的逐步落地，市内免税有望开启免税业的全新赛道，公司如能获批入局，有望打造第二增长曲线。

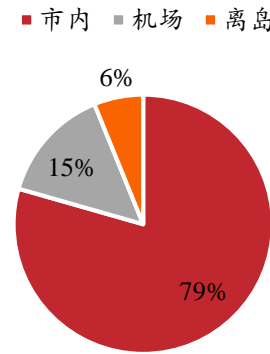
截至目前，公司免税经营资质申请工作尚在推进过程中，公司仍以有税品零售业务为主，但我们认为公司在本次资质申请中具备优势，不同于免税的其他渠道，市内免税店的选购种类更多、选购时间更长、零售属性更强，公司作为上海零售龙头，掌握优质商圈、品牌、客户资源，未来在免税行业的品牌引入、转化率提升方面均更具优势，我们将密切关注公司免税经营牌照的申请进展。

图表38. 2017-2021年我国免税行业结构



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

图表39. 2023年1月韩国免税销售结构



资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年综合百货业务分别实现收入 36.19/42.04/48.31 亿元，同比分别-31.10%/16.17%/14.90%；超商业业务分别实现收入 277.81/287.50/294.80 亿元，同比分别 3.78%/3.49%/2.54%；专业连锁业务分别实现收入 6.26/7.12/8.11 亿元，同比分别-44.91%/13.75%/13.88%。

图表40. 百联股份 2022-2024 年盈利预测 (亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	504.59	352.09	346.50	331.75	349.17	364.84
YoY	4.20%	-30.22%	-1.59%	-4.26%	5.25%	4.49%
综合百货业务	197.88	46.65	52.53	36.19	42.04	48.31
YoY	7.28%	-76.43%	12.61%	-31.10%	16.17%	14.90%
连锁百货	52.36	19.14	22.42	11.82	13.67	16.44
YoY	-17.22%	-63.44%	17.13%	-47.29%	15.64%	20.31%
购物中心	69.87	18.03	19.02	15.06	16.52	18.08
YoY	27.69%	-74.19%	5.51%	-20.82%	9.66%	9.46%
奥特莱斯	75.65	9.48	11.08	9.31	11.86	13.78
YoY	13.77%	-87.47%	16.98%	-16.01%	27.36%	16.22%
超商业业务	281.69	283.90	267.69	277.81	287.50	294.80
YoY	2.14%	0.78%	-5.71%	3.78%	3.49%	2.54%
大型综合超市	166.50	164.75	150.68	147.62	153.18	156.24
YoY	1.37%	-1.05%	-8.54%	-2.03%	3.77%	2.00%
超级市场	95.93	102.67	101.38	114.53	118.35	122.27
YoY	4.78%	7.02%	-1.25%	12.97%	3.33%	3.31%
便利店	19.25	16.48	15.62	15.66	15.97	16.29
YoY	-3.63%	-14.41%	-5.20%	0.22%	2.00%	2.00%
专业连锁业务	7.73	7.85	11.36	6.26	7.12	8.11
YoY	3.65%	1.57%	44.74%	-44.91%	13.75%	13.88%
其他业务	0.00	11.16	14.92	8.95	9.85	10.83
其他	1.04	2.54	0.00	2.54	2.66	2.80

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

投资建议：公司为百货行业华东区域龙头，牢固卡位上海核心商圈地域优势。防疫政策优化后零售行业景气度上升，目前公司百货业态升级初见成效。

效，且公司积极进行提质增效、创新营销，加快数字化建设与供应链建设。免税牌照申请结果为公司现阶段驱动业绩增长的最大“X”因素，未来免税资质若落地，则公司有望再添重要发展动能。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 331.75/349.17/364.84 亿元，归母净利润-2.33/4.30/5.99 亿元，基于 3 月 27 日收盘价 12.26 元，对应 2023/2024 年 PE 分别为 50.87X/36.51X，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

免税品经营资质申请进度不及预期：公司于 2020 年向政府相关部门提出免税品经营资质的申请。目前公司免税经营资质申请工作尚在推进过程中，公司免税业务开展的不确定性较大。

疫情反复风险：目前我国防疫政策优化后线下客流提升进度，我们基于此判断公司未来各百货、商超业态经营情况有望改善，并基于此对公司做出盈利预测，若未来疫情大规模反复，则目前时点的盈利预测结果可能较现实情况出现较大偏差。

传统百货行业衰落风险：传统百货业态主要销售百货商品，线上电商销售在营销、定价方面存在优势，因此线上零售对线下传统百货行业存在替代风险。若未来消费者消费习惯进一步变化、倾斜，则传统百货的衰弱结局无可避免。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	34650.15	33174.93	34916.97	36484.31
%同比增速	-1.62%	-4.26%	5.25%	4.49%
营业成本	25388.77	25773.79	26385.28	27000.03
毛利	9261.37	7401.14	8531.69	9484.27
%营业收入	26.73%	22.31%	24.43%	26.00%
税金及附加	367.55	312.42	337.41	364.40
%营业收入	1.06%	0.94%	0.97%	1.00%
销售费用	5762.06	5389.63	5367.61	5738.93
%营业收入	16.63%	16.25%	15.37%	15.73%
管理费用	2078.97	2259.19	2379.54	2606.25
%营业收入	6.00%	6.81%	6.81%	7.14%
研发费用	21.76	20.67	21.79	22.96
%营业收入	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
财务费用	144.81	312.07	196.64	124.42
%营业收入	0.42%	0.94%	0.56%	0.34%
资产减值损失	-105.93	-100.00	-100.00	-100.00
信用减值损失	-18.72	0.00	0.00	0.00
其他收益	68.41	144.92	179.04	139.50
投资收益	158.54	179.21	199.44	190.80
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	14.40	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	59.71	154.82	181.76	141.02
营业利润	1062.63	-513.91	688.93	998.62
%营业收入	3.07%	-1.55%	1.97%	2.74%
营业外收支	117.00	94.12	92.75	92.03
利润总额	1179.63	-419.79	781.68	1090.65
%营业收入	3.40%	-1.27%	2.24%	2.99%
所得税费用	546.85	-188.68	355.94	497.48
净利润	632.79	-231.11	425.74	593.18
%营业收入	1.83%	-0.70%	1.22%	1.63%
归属于母公司的净利润	752.52	-233.42	430.00	599.11
%同比增速	-2.30%	-131.02%	284.22%	39.33%
少数股东损益	-119.73	2.31	-4.26	-5.93
EPS (元/股)	0.42	-0.13	0.24	0.34

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.42	-0.13	0.24	0.34
BVPS	10.03	9.75	10.00	10.33
PE	31.74	—	50.87	36.51
PEG	—	—	0.18	0.93
PB	1.33	1.26	1.23	1.19
EV/EBITDA	5.83	6.81	3.90	2.81
ROE	0.04	-0.01	0.02	0.03
ROIC	0.02	-0.01	0.01	0.01

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15474.28	20091.53	22980.47	25910.74
交易性金融资产	1209.82	1209.82	1209.82	1209.82
应收账款及应收票据	770.52	605.67	969.02	655.13
存货	3367.97	3075.48	3596.77	3270.29
预付账款	198.74	199.48	224.13	216.56
其他流动资产	1457.15	1285.61	871.49	1496.82
流动资产合计	22478.48	26467.58	29851.69	32759.36
长期股权投资	1324.76	1391.80	1450.72	1498.31
投资性房地产	126.13	126.13	126.13	126.13
固定资产合计	14769.65	14579.01	14375.87	14160.23
无形资产	3845.14	3954.81	4137.76	4187.99
商誉	138.91	138.91	138.91	138.91
递延所得税资产	131.82	131.82	131.82	131.82
其他非流动资产	15030.36	12487.27	9994.45	7603.80
资产总计	57845.25	59277.33	60207.35	60606.55
短期借款	1397.86	1397.86	1397.86	1397.86
应付票据及应付账款	5492.78	5755.45	6660.89	5848.88
预收账款	134.66	165.87	174.58	182.42
应付职工薪酬	642.20	644.34	669.78	681.11
应交税费	488.28	467.49	492.04	514.12
其他流动负债	16178.48	17834.05	17374.20	17950.98
流动负债合计	24334.25	26265.07	26769.35	26575.38
长期借款	1547.89	1547.89	1547.89	1547.89
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1015.67	1015.67	1015.67	1015.67
其他非流动负债	10475.91	10475.91	10475.91	10475.91
负债合计	37373.73	39304.55	39808.83	39614.85
归属于母公司的所有者权益	17904.02	17402.97	17832.97	18432.08
少数股东权益	2567.50	2569.81	2565.55	2559.62
股东权益	20471.52	19972.78	20398.52	20991.70
负债及股东权益	57845.25	59277.33	60207.35	60606.55

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	3723.38	5538.71	3616.85	3669.37
投资	-1206.93	382.96	533.90	443.06
资本性支出	-1511.21	-710.16	-762.31	-674.02
其他	149.17	372.29	199.44	190.80
投资活动现金流净额	-2568.97	45.10	-28.98	-40.16
债权融资	-4933.62	0.00	0.00	0.00
股权融资	15.03	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	5701.26	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-603.41	-966.56	-698.93	-698.93
其他	-1932.92	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-1753.67	-966.56	-698.93	-698.93
现金净流量	-599.59	4617.25	2888.94	2930.28

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

燕楠，暂无个人简介，请在系统中添加。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>