

东百集团 (600693.SH)

仓储物流进入增长快车道

公司是以“商业零售+仓储物流”为双轮驱动的现代生活消费和物流领域的基础设施提供商和运营商。公司商业零售业务稳健发展，仓储物流业务则随着储备释放，有望在未来三年获得高速增长。

- “商业零售+仓储物流”双轮驱动。公司以商业零售和仓储物流为主营业务，2021年收入占比分别为89%、5%。商业零售：在目标城市核心地段开发运营商业资产，打造商业生活消费一体化场景，业态主要包括超级百货、购物中心、线上云商城等，经营模式包括自营、联营和租赁。仓储物流：围绕轻资产运营思路，采用“投-建-招-退-管”的闭环运作模式，通过对各仓储物流项目的投资、建设、运营、退出并保留管理权，滚动经营，实现资金闭环。
- 预计公司仓储物流业务进入发展快车道。行业方面，高标仓需求持续增长：1) 电商和第三方物流等下游需求推动现代仓储物流需求增长；2) 中国高标仓存量少，城市更新及安全升级推动高标仓需求持续释放；3) 疫情改变消费习惯，生鲜电商等冷链配送进一步释放需求；4) 物流重要性突显，政策支持。截至2021年，公司拥有仓储建面184万平方米，其中自持已竣工42万平方米，92万平方米在建，按建设进度估算，有望在未来三年持续释放增量，为公司贡献租金收入和投资收益。同时，公司仍在积极寻求拿地机会。
- 给予“强烈推荐-A”投资评级。我们预计公司2022-24年归母净利润分别为2.6亿元、2.9亿元和3.2亿元。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应10倍2022E EV/EBITDA、15倍2022E P/E，相当于目前零售行业均值水平；物流地产行业平均估值为16倍2022E EV/EBITDA、21倍2022E P/E，高于公司目前估值水平，公司仓储物流业务在估值上还没有得到反映。基于：1) 受益于下游需求，仓储物流——尤其是高标仓需求增长；2) 预计未来三年公司仓储物流储备面积释放，公司仓储物流业务进入高速发展通道；3) 公司估值有望向物流地产行业估值靠近，给予公司“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：线下消费不及预期；仓储物流需求不及预期；公司仓储物流储备释放不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1824	1895	2192	2533	2923
同比增长	-56%	4%	16%	16%	15%
营业利润(百万元)	414	264	444	514	579
同比增长	-11%	-36%	68%	16%	13%
归母净利润(百万元)	205	125	256	290	321
同比增长	-38%	-39%	104%	13%	11%
每股收益(元)	0.23	0.14	0.29	0.32	0.36
PE	18.8	30.7	15.0	13.3	12.0
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (首次)

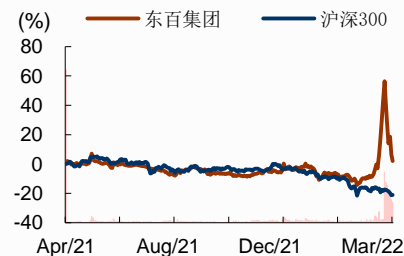
消费品/商业
目标估值：NA
当前股价：4.29 元

基础数据

总股本(万股)	89823
已上市流通股(万股)	89725
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	72.7%
主要股东	福建丰琪投资有限公司
主要股东持股比例	51.61%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	10	-1
相对表现	19	29	20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
- 苏宝亮 S1090519010004
subaoliang@cmschina.com.cn
- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、东百集团：“商业零售+仓储物流”双轮驱动.....	3
二、仓储物流业务进入增长快车道.....	4
1.仓储物流需求持续增长.....	4
2.公司仓储物流业务进入发展快车道.....	6
三、公司盈利预测与投资建议.....	8
1.公司盈利预测与投资建议.....	8
2.风险提示.....	9

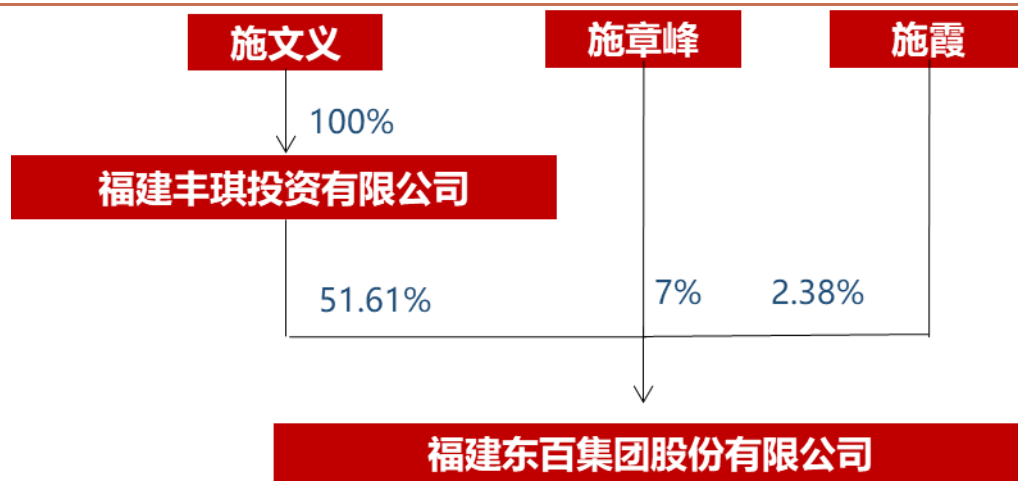
图表目录

图 1: 东百集团股权结构.....	3
图 2: 东百集团发展历程.....	3
图 3: 仓储客户结构.....	4
图 4: 中美高标仓储人均面积对比.....	4
图 5: 中国冷链需求与供给.....	5
图 6: 公司仓储布局.....	7
图 7: 公司现有仓储物流项目构成.....	7
图 8: 公司主要大客户.....	8
图 9: 公司仓储物流收入及毛利率.....	8
图 10: 东百集团历史 PE Band.....	9
图 11: 东百集团历史 PB Band.....	9
表 1: 高标仓与普通仓对比.....	5
表 2: 针对仓储物流出台的政策明细.....	5
表 3: 公司现有项目进展情况.....	7
表 4: 公司利润表.....	8
表 5: 同业估值对比.....	9
附: 财务预测表.....	10

一、东百集团：“商业零售+仓储物流”双轮驱动

东百集团作为福建商业龙头企业，1957 年至今，历经国企改革上市和集团化、连锁化、跨越式发展阶段，如今在“传承创新融合·打造百年企业”的愿景驱动下，发展成为“商业零售+仓储物流”双轮驱动的大型商业集团，进入规模化发展阶段。

图 1：东百集团股权结构



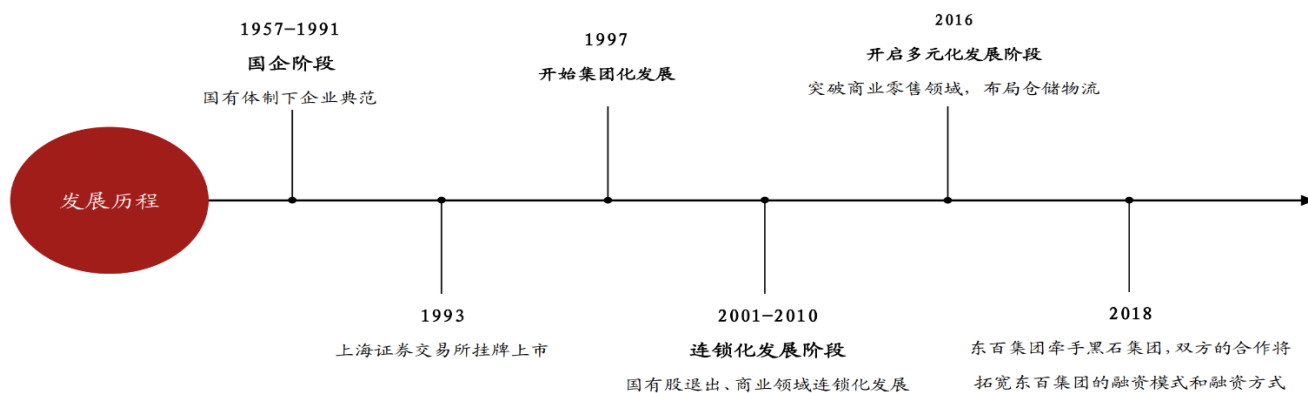
资料来源：公司资料、招商证券

公司于 1993 年完成股份制改造并在上海证券交易所挂牌上市。2001 年，国有股退出，企业重组，并于 2006 年正式成为民营企业。2011-2015 年，公司跨越式发展，深耕商业零售，从福建向全国拓展。2016-2017 年，多元化发展阶段，突破商业零售领域，布局仓储物流。公司作为专注于现代生活消费和物流领域的基础设施提供商和运营商，以“商业零售+仓储物流”为双轮驱动战略，致力于满足商业消费场景和物流仓储场景的基础设施与运营服务需求。

商业零售方面，公司在目标城市核心地段开发运营商业资产，打造商业生活消费一体化场景，业态主要包括超级百货、购物中心、线上云商城等，经营模式包括自营、联营和租赁。目前拥有东百中心和兰州中心两大标杆项目。

仓储物流方面，公司围绕轻资产运营思路，采用“投-建-招-退-管”的闭环运作模式，通过对各仓储物流项目的投资、建设、运营、退出并保留管理权，滚动经营，实现资金闭环。

图 2：东百集团发展历程



资料来源：公司资料、招商证券

2021 年公司扣非归母净利润同比增长 38.8%。2021 年公司营业收入同比增长 3.9%至 18.95 亿元，毛利率同比增长 7.6 个百分点至 51.8%，归母净利润同比下降 38.7%至 1.25 亿元。分板块来看：

1) 商业零售板块: 2021 年商业零售板块收入同比增长 19.1%至 16.9 亿元, 毛利率同比增长 4.9 个百分点至 49.2%。
2021 年公司开通线上云商城并开启直播销售, 获客范围大幅拓宽, 同时东百中心持续对 A 馆和 C 馆的品牌及场景升级变革, 兰州中心进入快速增长期, 持续引进包括 CHANEL 等国际一线知名品牌。东百中心销售规模超 28 亿元, 同比增长 21%; 兰州中心销售规模超 30 亿元, 同比增长 42%。

2) 仓储物流板块: 2021 年仓储物流板块收入同比下降 2.5%至 8898 万元, 毛利率同比增长 1.5 个百分点至 92.3%。
收入下降主要是因为佛山芦苞项目 2020 年 6 月转让后租赁收入减少。

净利润的下降主要是 2020 年有仓储物流资产转让收益。2021 年公司扣非归母净利润同比增长 38.8%。

二、仓储物流业务进入增长快车道

1. 仓储物流需求持续增长

现代仓储物流(物流地产)是由美国普洛斯公司率先提出并实践的, 开始于上世纪 80 年代, 至今为止已有 30 多年的历史。2001 年中国加入 WTO 后, 大量外资企业进入中国。提出“物流地产”概念的普洛斯于 2003 年进入中国开始“圈地运动”, 同时将仓储物流设施的国际标准带入国内。目前仓储物流在欧洲、美国、日韩、澳洲等发达国家发展较为迅速。

现代仓储物流是不仅仅局限于传统意义上的“仓库”, 是在经济全球化与供应链一体化背景下的仓储, 是在现代物流系统中以满足供应链上下游的需求为目的, 在特定的有形或无形的场所、运用现代技术对物品的进出、库存、分拣、包装、配送及其信息进行有效的计划、执行和控制的物流活动。从基础设施来讲而言, 仓储物流资产的形成包含选址、建设、出租等环节, 最终实现物流与不动产的结合。因此仓储物流属于工业地产的范畴, 具体设施包含物流园区、物流仓库、配送中心、分拨中心等, 并且大量集中于交通枢纽节点, 通过集约化、规模化、现代化的手段降低物流的综合成本, 提高运营水平。

下游行业驱动仓储物流需求增长。仓储物流的主要客户包括电商企业、第三方物流企业、零售企业、制造业企业等。根据世邦魏理仕统计, 电商企业、第三方物流企业、零售企业、制造业企业, 分别占租赁面积 39%、36%、17%和 7%。电商和第三方物流是驱动仓储物流需求的关键动力, 近 4 年全国电商零售额复合增长 27.3%, 近十年全国快递业务量复合增长 42.4%, 电商及快递的高速增长为仓储物流带来强劲需求。

高标仓存量少, 需求持续释放。我国通用仓储总量大, 但高标仓较为紧缺, 对比海外发达国家仍有较大发展空间。截至 2019 年, 全国营业性通用仓库总量达 10.9 亿平方米, 人均仓储面积约为 0.76 平方米, 为美国的 1/7, 相差巨大。中高标准物流设施方面, 2020 年我国主要城市非自用中高标准物流设施存量累计仅约 7500 万平米, 人均面积约 0.05 平米, 而美国中高标准物流设施总存量约为 3.7 亿平米, 折合人均面积达 1.13 平米。与此同时, 城市更新及安全升级推动违规仓库拆除、老旧仓库整治, 企业提升仓储安全标准, 共同推动高标仓库需求持续释放。

图 3: 仓储客户结构

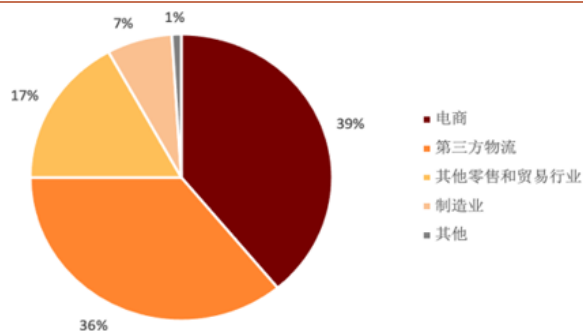
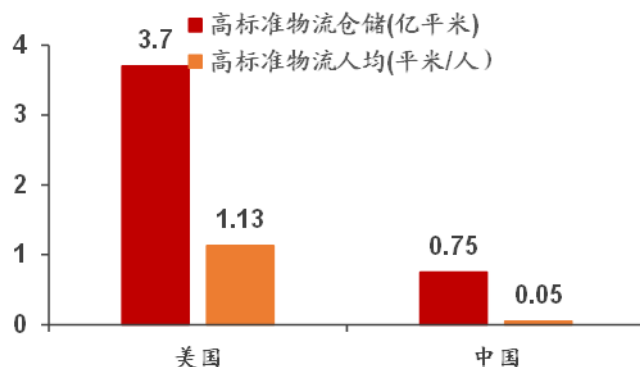


图 4: 中美高标仓储人均面积对比

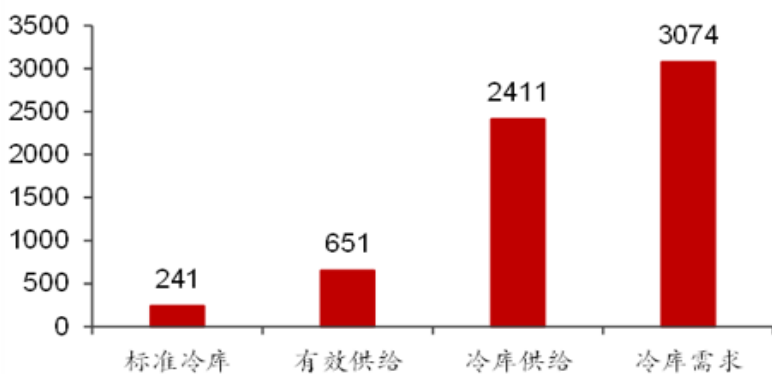


资料来源：世邦魏理仕、招商证券

资料来源：戴德梁行、募集说明书、招商证券

疫情改变消费需求，促进高标仓需求进一步提升。疫情之中，稳定可靠的物流的重要性得到进一步认可。物流行业在抗击疫情期间发挥重要作用，保障了关键物资周转运输，是不可替代的经济命脉。受疫情冲击之后，生鲜电商等线上需求加速渗透，部分线下需求转移到线上，仓储运输压力转移到仓库端，需求进一步增长。但由于冷链物流的形态复杂，涉及面广，包括仓储、干线运输、市内配送、宅配等诸多环节，相对应的冷链设施和软件系统却十分不完善，冷链标准难以落地执行，冷链过程缺少有效管控，客户服务水平不高，制约了冷链业务的发展。截至 2019 年，冷库占总仓库数量比例仅为 2.2%，具备较强的稀缺性。相较之下，高标仓具有空间大、效率高的优势，未来趋向发展为集约化更强的智慧物流园区，行业逐渐迎来新一轮变革。

图 5：中国冷链需求与供给



资料来源：世邦魏理仕、招商证券

表 1：高标仓与普通仓对比

特征	高标准物流仓储设施	普通物流仓储设施
结构	单层：高品质钢结构 多层：混凝土/钢结构，附带坡道/	非标准混凝土/钢结构 多层：无通道
总建筑面积	独栋一般不小于 1 万平方米，园区一般不小于 5 万平方米	< 8,000 平方米
层高	单层库 ≥ 9 米 多层库首层 ≥ 8 米	4 米至 7 米
承载力	1 层：≥ 3 吨/平方米 2 层：≥ 2 吨/平方米	1 层：< 3 吨/平方米 其他楼层：< 2
立柱间距	≥ 12 米	< 12 米
消防等级	丙二类及以上	丙二类以下
消防设施	消防栓、灭火器、火灾警报装置、自动防火喷淋	消防栓
地面漆	耐磨性环氧树脂/金刚砂耐磨地坪	非标准，如水泥地面或者素填土
监控系统	24 小时安保及集中监控服务	保卫室或无该设备
采光项	装备条形照明灯天花板	非标准
其他	卸货平台每层高度 1.3 米；雨棚悬挑宽度 6 米或 8 米，	
集中供热（可选）	办公室及仓储装置（可选）	无该设备
通风设备（可选）	每小时两次（可选）	手通空气或无该设施

资料来源：盐田港仓储物流 REITs 募集说明书，招商证券

政策支持频繁，拿地成未来角力点。针对行业发展水平难以满足日益增长的需求这一矛盾，国家就仓储物流行业出台了一系列扶持政策，尤其在近几年较为频繁地出台政策，给予行业较优的成长环境。从长远来看，我国经济面临转型升级，现代服务业更需要高效而低廉的仓储物流设施进行配套，方能得到长足进步。

表 2：针对仓储物流出台的政策明细

时间	部门	文件	内容
2004	发改委、商务部	《关于促进我国现代物流业发展的意见》	促进现代物流业发展是一项跨行业、跨地区、跨部门的综合性工作

时间	部门	文件	内容
2012	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》	引导仓储业由传统仓储中心向多功能、一体化的综合物流服务商发展。
2103	国家发改委	《全国物流园区发展规划（2013-2020年）》	根据实际需要建设不同类型物流园区，以物流基础设施的整合和建设为重点，优化空间布局，严控数量规模，防止圈占土地；并表示国家级示范物流园区可获政策扶持。
2014	国务院	《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》、《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	降低物流成本，提升物流业发展水平。
2015	财政部、国家税务总局	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》	2015年1月1日起至2016年12月31日，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。
2017	国务院	《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	进一步推进物流降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平，促进实体经济健康发展。
2018	发改委	《国家物流枢纽布局和建设规划》	指出国家物流枢纽的重要性，并明确对物流用地支持，引导冷链物流设施向国家物流枢纽集聚，促进冷链物流规模化发展。
2019	发改委等24部门和单位	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	构建高质量物流基础设施网络体系，建立资源共享的物流公共信息平台，提升高质量物流服务实体经济能力，推动物流装备制造业发展。
2020	税务总局、财政部	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》	物流企业自有（包括自用和出租）或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税
2020	发改委、交通运输部	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	加强土地和资金保障，落实减税降费，推进新兴技术和智能化设备应用，提高仓储、运输、分拨配送等物流环节的自动化、智慧化水平。
2022	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	在建设现代流通网络上，将推动国家物流枢纽网络建设，大力发展第三方物流

资料来源：国务院及各部委官网、招商证券

REITs 试点助力仓储物流发展。高标仓具有客户实力雄厚、租约时间长、空间利用率高、项目选址优越、自动化水平先进、和归属性强等特点，符合 REITs 的优质资产要求。通过 REITs 实现权益份额公开上市交易后，能够盘活存量资产，形成投资良性循环。在 REITs 架构下，形成较活跃的二级市场，资本市场的价格发现功能就会被挖掘，可以根据资产的内在价值通过市场交易形成相对合理的定价，从而引导资源的有效配置。

2.公司仓储物流业务进入发展快车道

公司的仓储物流业务采用“投-建-招-退-管”的闭环运作模式，滚动经营，实现资金闭环。公司着力于打造现代高端仓储物流设施，为客户提供标准化、定制化的供应链体系解决方案。运营模式围绕轻资产运营思路，通过对仓储物流项目的投资、开发、运营、退出并保留管理权，滚动经营，实现资金闭环。

公司仓储物流业务的收入主要来自于：

- 1) 自营仓储的租金收入和资产增值。租金收益主要来源于将自持物流资产出租后获得的租金收入；资产增值收益主要是物流资产在经过公司运营管理后，资产价值增加部分形成的收益；

2) 非自持仓储的管理费。资产管理费收益包括开发管理费、资产管理费等收益。主要是在物流项目开发建设及运营管理阶段, 根据所管理物流资产的资产价值、运营情况向外部资产所有人收取相应比例的管理费报酬。2018年, 公司与美国黑石集团达成战略合作, 截至目前, 公司已将天津宁河、成都新津、佛山乐平、佛山芦苞合计 50 万平方米 80% 的股权出售给美国黑石集团, 公司继续负责该 4 个项目的资产管理。

公司仓储资产布局于中国优势城市群, 未来三年有望迎来储备释放。截至 2021 年, 公司拥有仓储建筑面积 184 万平方米, 其中公司自持的已竣工面积约 42 万平方米, 转让已竣工 50 万平方米(公司运营管理), 在建物流项目建筑面积约 92 万平方米; 2021 年当年公司新增竣工面积 21 万方。公司仓储资产布局于京津冀城市群、长三角城市群、中西部核心城市群和大湾区城市群, 公司项目从投资到招标周期一般为 18-24 个月, 根据施工进度测算, 目前正在建的 92 万方仓储资产有望在未来三年持续释放, 平均每年有望带来不少于 20 万方的增量。

图 6: 公司仓储布局

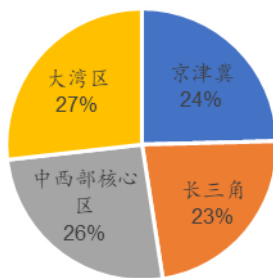
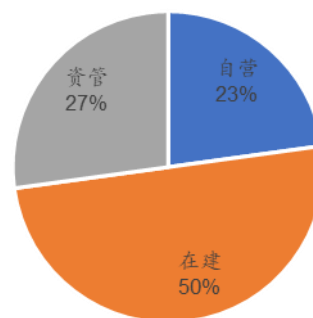


图 7: 公司现有仓储物流项目构成



资料来源: 公司资料、招商证券

资料来源: 公司资料、招商证券

表 3: 公司仓储物流项目进展情况 (截至 2021 年三季度)

项目	净可租面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	完工时间
廊坊固安物流中心	139694	144354	21 年 11 月
石家庄藁城北	73860	75048	23 年 Q1
郑州空港物流中心	90399	100368	22 年 Q3
武汉东西湖	72144	80238	23 年 Q1
武汉黄陂物流中心	45007	52673	22 年 Q1
肇庆大旺物流中心	92563	101760	23 年 Q1
长沙物流中心	133641	143137	23 年 Q4
常熟经开北物流中心	63995	69045	22 年 Q1
福州闽侯物流中心	206449	230868	2 期 (22 年 Q2) 3 期 (23 年 Q3)
东莞沙田物流中心	93752	125574	24 年 Q2
天津崔黄口北物流中心	41911	43433	已完工
天津宁河物流中心	139143	131981	已完工
成都新津物流中心	98299	95301	已完工
佛山芦苞物流中心	140286	154648	已完工
佛山乐平物流中心	118662	113257	已完工
北京亦庄物流中心	58254	58260	已完工
常熟经开南物流中心	23303	23776	已完工
浙江嘉兴物流中心	101307	99323	已完工

资料来源: 公司资料、招商证券

公司积累了大量优质客户资源, 运营能力优秀。公司 2016 年以来, 积累了较强的招商运营能力, 逐步积累了大量优质客户资源。公司根据核心客户的仓储需求区位布局图, 锁定项目后期投资拿地范围; 通过提前市场推广及客户跟进工作, 提高预租赁比例, 缩短空置期。截至 2021 年, 公司稳定运营物流项目出租率约 93%, 高于市场平均水平 (根据高力国际数据, 2021 年上半年, 34 个核心物流城市高标仓存量建筑面积合计约 7283 万平方米, 市场整体出租率

86%)；公司拥有京东、顺丰、SHEIN（希音）、国药等 20 多家优质大客户，其中电商及快递快运类客户是需求的主要动力，租赁面积占比约 74%。

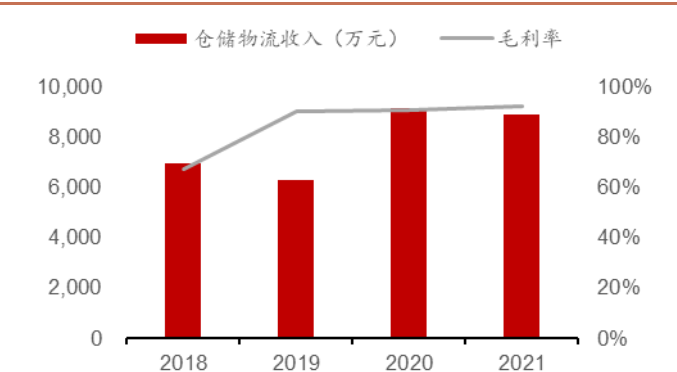
公司仓储物流业务有望进入发展快车道，为公司收入增长和毛利率增长做出贡献。随着仓储物流行业需求、尤其是对高标仓的需求增长，公司顺势而为，继续加大在仓储物流领域的投资布局。一方面，在建项目预计将在未来三年贡献显著增量，包括自营租金收入和出售产生的收益，与黑石的合作模式有望复制，未来亦有可能拓展 REITS 方式；另一方面，公司仍在继续积极获取项目储备，2019 和 2020 年分别新签项目约 55 万方和 48 万方，考虑到国内对高标仓的需求增长，预计公司在未来三年仍将保持每年 50 万方以上的新签项目。从 2019 年至 2021 年，公司仓储物流业务收入占总收入的比重从 2% 提升至 5%，仓储物流业务毛利率在 90% 以上，较高的毛利率有望随着收入贡献的提升，从而提高公司综合毛利率。

图 8：公司主要大客户



资料来源：公司资料、招商证券

图 9：公司仓储物流收入及毛利率



资料来源：公司资料、招商证券*2019 年毛利率按照公司会计计量变化而做出调整，2019 年以后的数据为可比数据

三、公司盈利预测与投资建议

1. 公司盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-24 年收入分别同比增长 16%、16%、15% 至 21.9 亿元、25.3 亿元和 29.2 亿元。分板块来看，我们预计商业零售收入保持年均 15% 的稳健增长；预计仓储物流收入 2022-24 年实现大幅增长，基于假设：1) 每年新增 20 万方的运营面积，2) 租金水平小幅增长；预计酒店餐饮收入保持稳健增长，商业地产销售收入贡献下降。

毛利率方面，我们预计公司综合毛利率水平稳步提升。2020 年公司综合毛利率 44.2%，2021 年达到 51.8%，主要是商业零售业务从疫情冲击中恢复，毛利率获得较大增长。相比商业零售业务，仓储物流业务毛利率水平高达 90% 以上，预计随着仓储物流业务占比逐渐提升，有助于提升公司综合毛利率水平。

此外，考虑到公司仓储物流业务的“投-建-招-退-管”经营模式，投资收益也将为公司业绩做出贡献。

我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 2.6 亿元、2.9 亿元和 3.2 亿元，未来 2-3 年公司业绩有望获得快速增长。

表 4：公司利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1824	1895	2192	2533	2923
营业成本	1017	912	1075	1227	1404
营业税金及附加	92	107	124	143	165
营业费用	323	296	321	370	427
管理费用	199	196	219	253	292
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	146	214	335	350	380
资产减值损失	(6)	(34)	0	0	0
公允价值变动收益	253	104	104	104	104

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他收益	36	21	21	21	21
投资收益	84	4	200	200	200
营业利润	414	264	444	514	579
营业外收入	8	9	9	9	9
营业外支出	26	14	14	14	14
利润总额	395	259	439	509	574
所得税	125	81	76	98	119
少数股东损益	65	52	107	121	134
归属于母公司净利润	205	125	256	290	321
EPS (元)	0.23	0.14	0.29	0.32	0.36

资料来源: 公司资料、招商证券

基于我们的盈利预测, 公司目前股价对应 10 倍 2022E EV/EBITDA、15 倍 2022E P/E, 相当于目前零售行业均值水平。而在仓储物流方面, 公司可比同业包括: 专注亚太区的最大物流地产平台公司 ESR (1821 HK)、中国本土最大物流基础设施开发及运营商之一的中国物流资产 (1589 HK)、旗下拥有宝湾物流的南山控股 (002314 SZ)。目前物流地产行业平均估值为 16 倍 2022E EV/EBITDA、21 倍 2022E P/E (剔除异常值), 高于公司目前估值水平, 公司仓储物流业务在估值上还没有得到反映。

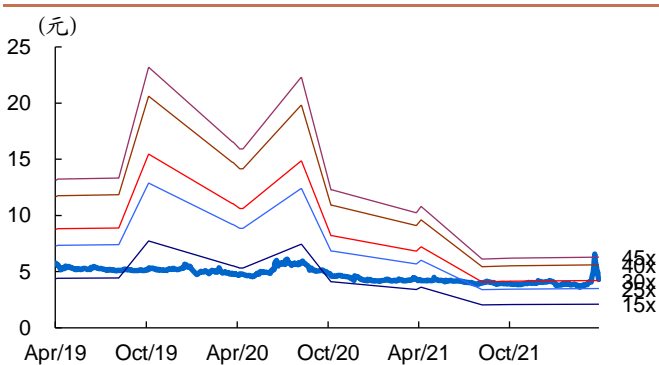
表 5: 同业估值对比

公司	代码	市值 (十亿美元)	2022E P/E	2022E EV/EBITDA
ESR	1821 HK	13.9	20.2	17.9
中国物流资产	1589 HK	1.9	80.1	29.0
南山控股	002314 CH	2.5	21.3	13.9
平均			20.7	15.9

资料来源: Bloomberg、招商证券

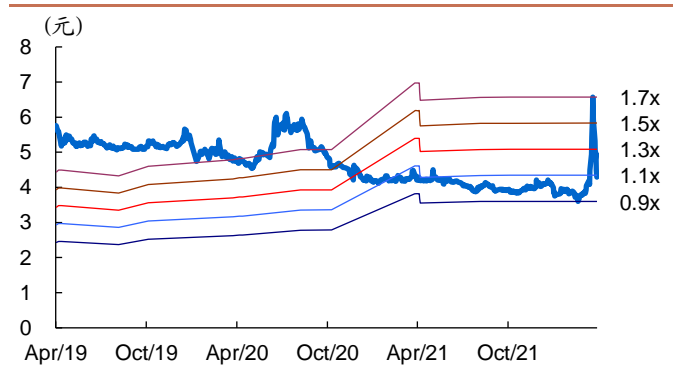
结合上文, 我们认为公司仓储物流业务无论是业绩还是估值均有增长空间: 1) 受益于下游需求, 仓储物流——尤其是高标仓需求增长; 2) 预计未来三年公司仓储物流储备面积释放, 公司仓储物流业务进入高速发展通道; 3) 公司估值有望向物流地产行业估值靠近。给予公司“强烈推荐-A”评级。

图 10: 东百集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 东百集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

2. 风险提示

线下消费不及预期; 仓储物流需求不及预期; 公司仓储物流储备释放不及预期。

参考报告:

- 1、《REITs 系列研究—仓储物流首批公募 REITs 研究》2021/6/20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4020	3877	3901	4472	5211
现金	650	453	195	234	359
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	32	54	46	53	61
其它应收款	351	218	252	291	336
存货	2877	2986	3215	3672	4199
其他	110	166	192	222	255
非流动资产	7940	10852	11402	11896	12337
长期股权投资	301	283	283	283	283
固定资产	928	1509	2128	2676	3162
无形资产商誉	9	13	11	10	9
其他	6703	9047	8980	8926	8883
资产总计	11960	14729	15303	16368	17548
流动负债	3612	5276	5487	6218	7029
短期借款	413	893	1339	1838	2383
应付账款	820	850	1001	1143	1307
预收账款	312	406	479	547	625
其他	2067	3128	2669	2690	2714
长期负债	4163	5425	5425	5425	5425
长期借款	3594	3271	3271	3271	3271
其他	569	2155	2155	2155	2155
负债合计	7775	10702	10913	11643	12455
股本	898	898	898	898	898
资本公积金	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
留存收益	2786	2576	2832	3045	3280
少数股东权益	540	592	699	820	954
归属于母公司所有者权益	3645	3435	3691	3905	4139
负债及权益合计	11960	14729	15303	16368	17548

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(68)	410	587	442	523
净利润	270	178	363	411	455
折旧摊销	136	233	243	301	353
财务费用	144	211	335	350	380
投资收益	(84)	(4)	(325)	(325)	(325)
营运资金变动	(597)	(249)	(33)	(305)	(351)
其它	64	41	4	10	10
投资活动现金流	(1062)	(1129)	(475)	(475)	(475)
资本支出	(663)	(1216)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(399)	87	325	325	325
筹资活动现金流	1172	550	(370)	72	77
借款变动	1272	(765)	(35)	499	544
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(77)	(87)
其他	(101)	1315	(335)	(350)	(380)
现金净增加额	41	(169)	(258)	39	125

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1824	1895	2192	2533	2923
营业成本	1017	912	1075	1227	1404
营业税金及附加	92	107	124	143	165
营业费用	323	296	321	370	427
管理费用	199	196	219	253	292
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	146	214	335	350	380
资产减值损失	(6)	(34)	0	0	0
公允价值变动收益	253	104	104	104	104
其他收益	36	21	21	21	21
投资收益	84	4	200	200	200
营业利润	414	264	444	514	579
营业外收入	8	9	9	9	9
营业外支出	26	14	14	14	14
利润总额	395	259	439	509	574
所得税	125	81	76	98	119
少数股东损益	65	52	107	121	134
归属于母公司净利润	205	125	256	290	321

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-56%	4%	16%	16%	15%
营业利润	-11%	-36%	68%	16%	13%
归母净利润	-38%	-39%	104%	13%	11%
获利能力					
毛利率	44.2%	51.8%	51.0%	51.6%	52.0%
净利率	11.2%	6.6%	11.7%	11.4%	11.0%
ROE	6.7%	3.5%	7.2%	7.6%	8.0%
ROIC	4.6%	3.6%	5.4%	5.7%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	72.7%	71.3%	71.1%	71.0%
净负债比率	36.4%	38.3%	36.7%	37.3%	37.9%
流动比率	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	42.3	43.8	43.9	51.4	51.4
应付账款周转率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.23	0.14	0.29	0.32	0.36
每股经营净现金	-0.08	0.46	0.65	0.49	0.58
每股净资产	4.06	3.82	4.11	4.35	4.61
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.10	0.11
估值比率					
PE	18.8	30.7	15.0	13.3	12.0
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.7	16.1	9.8	8.6	7.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。