

业绩低于预期，业态表现分化

——王府井 (600859.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆1-3Q2019 营收同比增长 1.06%，归母净利润同比减少 14.33%

1-3Q2019 实现营业收入 194.01 亿元，同比增长 1.06%；实现归母净利润 8.47 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 1.09 元，同比减少 14.33%；实现扣非归母净利润 7.48 亿元，同比减少 21.18%，业绩低于预期。

单季度拆分来看，3Q2019 实现营业收入 59.80 亿元，同比减少 0.33%；实现归母净利润 1.48 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.19 元，同比减少 36.57%；实现扣非归母净利润 2.03 亿元，同比减少 6.47%。

◆综合毛利率下降 0.21 个百分点，期间费用率上升 1.03 个百分点

1-3Q2019 公司综合毛利率为 21.11%，同比下降 0.21 个百分点。

1-3Q2019 公司期间费用率为 14.56%，同比上升 1.03 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 10.99%/3.59%/-0.02%，同比分别变化 0.11/0.12/0.80 个百分点。

◆业态表现分化，奥莱业态持续向好

报告期内公司百货/购物中心及奥特莱斯两大业态类型在收入端的表现出现一定分化，百货/购物中心业务受调改推进影响收入端表现相对平淡，营收同比降幅由中报的同降 1.67% 扩大至第三季度的同降 3.04%。但奥特莱斯业务受业态景气度提升及新开店影响延续优异表现，营收同比增幅由中报的同增 22.75% 提升至第三季度的同增 24.03%，随着公司不断拓展奥莱业务规模，该业务有望成为未来公司业绩增长的主要动力。

◆下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到门店调改进程相关费用对公司未来业绩的压力，我们下调对公司 19-21 年 EPS 的预测至 1.42/1.52/1.65 元(之前为 1.48/1.62/1.81 元)，公司 PB 0.9X (2019X) 远低于近三年均值 (1.32X)，维持“买入”评级。

◆风险提示：

物业续租后租金标准升幅过大，门店整合速度未达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,085	26,711	27,150	28,177	29,354
营业收入增长率	46.59%	2.40%	1.64%	3.78%	4.18%
净利润(百万元)	910	1,201	1,100	1,180	1,283
净利润增长率	58.27%	32.05%	-8.47%	7.27%	8.73%
EPS(元)	1.17	1.55	1.42	1.52	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	11.12%	9.53%	9.53%	9.65%
P/E	11	8	9	9	8
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 01 日

买入(维持)

当前价/：13.17 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

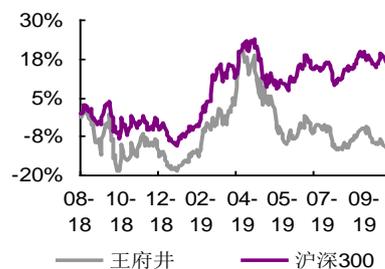
总股本(亿股)：7.76

总市值(亿元)：101.07

一年最低/最高(元)：12.84/19.37

近 3 月换手率：27.55%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.42	-15.58	-27.95
绝对	-9.53	-14.24	-4.71

资料来源：Wind

相关研报

业绩略低于预期，奥特莱斯成长迅速——王府井 (600859.SH) 2019 年中报点评
2019-09-01
 业绩基本符合预期，有望受益于可选消费回暖——王府井 (600859.SH) 2019 年一季报点评
2019-04-29

图表 1: 公司 2019Q3 归母净利润同降 36.57%，扣非归母净利润同降 6.47%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
2Q2017	8938.22	-60.41	0.12	27163.08	129.61	0.35	-18224.86
3Q2017	21612.38	55.33	0.28	20380.42	198.93	0.26	1231.97
4Q2017	19547.69	-9.06	0.25	9283.88	491.18	0.12	10263.81
1Q2018	45440.92	107.81	0.59	44272.46	143.41	0.57	1168.46
2Q2018	30158.04	237.41	0.39	28845.67	6.19	0.37	1312.37
3Q2018	23284.86	7.74	0.30	21717.80	6.56	0.28	1567.05
4Q2018	21258.92	8.75	0.27	11700.66	26.03	0.15	9558.26
1Q2019	40320.58	-11.27	0.52	39419.67	-10.96	0.51	900.91
2Q2019	29626.99	-1.76	0.38	15018.21	-47.94	0.19	14608.77
3Q2019	14770.71	-36.57	0.19	20313.09	-6.47	0.26	-5542.38
TTM	105977.19	-10.52	1.37	86451.63	-16.97	1.11	19525.56

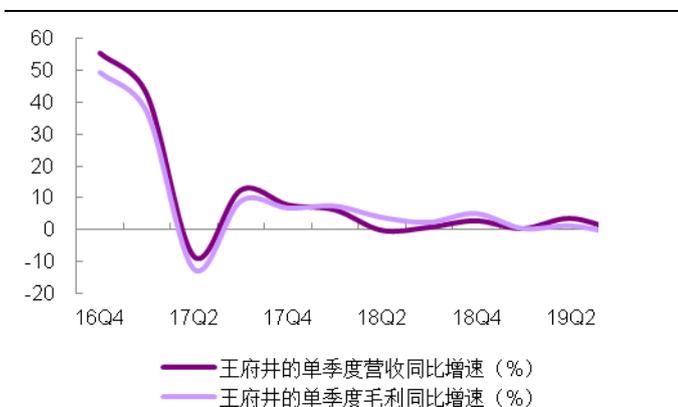
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q3 毛利率较上年同期下降 0.21 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期变动 (百分点)
2Q2017	607024.54	-8.58	20.78	-0.94	15.09	1.47	-1.93
3Q2017	596534.04	12.34	21.14	-0.64	15.27	3.62	1.00
4Q2017	731686.92	7.64	20.37	-0.17	14.79	2.67	-0.49
1Q2018	714998.39	6.11	20.89	0.25	11.44	6.36	3.11
2Q2018	604851.93	-0.36	21.65	0.87	14.29	4.99	3.51
3Q2018	599965.20	0.58	21.49	0.36	15.26	3.88	0.26
4Q2018	751300.53	2.68	20.84	0.47	15.45	2.83	0.16
1Q2019	716516.80	0.21	20.91	0.02	13.47	5.63	-0.73
2Q2019	625636.24	3.44	21.18	-0.47	14.61	4.74	-0.25
3Q2019	597985.73	-0.33	21.29	-0.21	15.82	2.47	-1.41
TTM	2691439.31	1.51	21.04	-0.02	14.81	3.94	-0.53

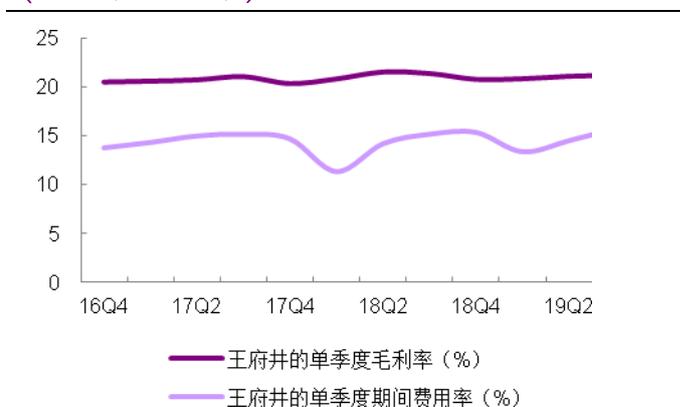
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2016Q4-2019Q3)

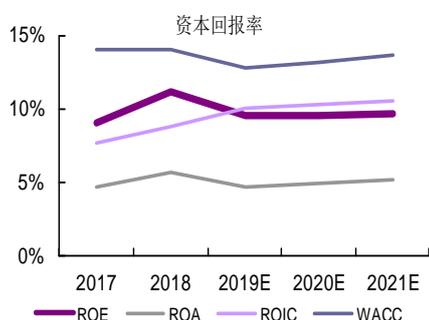
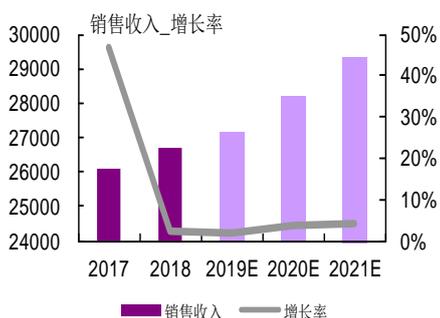
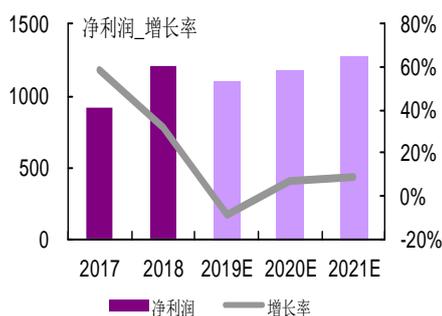
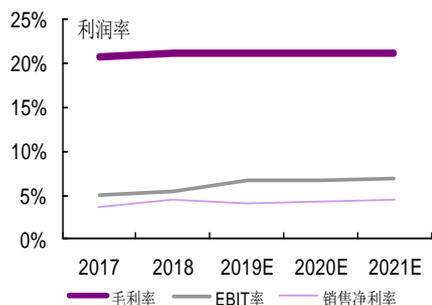


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q4-2019Q3)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,085	26,711	27,150	28,177	29,354
营业成本	20,681	21,052	21,389	22,195	23,126
折旧和摊销	641	626	631	694	759
营业税费	265	281	271	282	294
销售费用	2,859	2,897	2,661	2,747	2,833
管理费用	956	983	1,005	1,043	1,086
财务费用	-15	-122	220	193	143
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-18	6	5	5	5
营业利润	1,335	1,629	1,609	1,723	1,877
利润总额	1,343	1,703	1,614	1,728	1,882
少数股东损益	22	25	30	30	35
归属母公司净利润	910	1,201	1,100	1,180	1,283

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	20,189	21,705	24,190	25,065	25,944
流动资产	8,060	8,817	10,614	11,083	11,621
货币资金	6,031	6,950	8,688	9,017	9,393
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	243	282	286	297	310
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	240	186	189	196	204
存货	769	921	936	972	1,013
可供出售投资	733	347	347	347	347
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	872	864	864	864	864
固定资产	4,645	4,915	5,309	5,671	5,990
无形资产	988	957	889	825	766
总负债	9,400	10,226	11,946	11,951	11,875
无息负债	7,162	7,967	8,353	8,842	9,292
有息负债	2,238	2,258	3,593	3,109	2,583
股东权益	10,789	11,479	12,244	13,115	14,069
股本	776	776	776	776	776
公积金	5,910	6,448	6,448	6,448	6,448
未分配利润	3,163	3,548	4,283	5,123	6,043
少数股东权益	621	678	708	738	773

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,058	1,522	2,320	2,481	2,550
净利润	910	1,201	1,100	1,180	1,283
折旧摊销	641	626	631	694	759
净营运资金增加	437	-903	-233	-5	13
其他	70	597	822	613	496
投资活动产生现金流	-2,474	-1,180	-1,314	-1,095	-1,095
净资本支出	1,228	1,042	1,100	1,100	1,100
长期投资变化	872	864	0	0	0
其他资产变化	-4,574	-3,086	-2,414	-2,195	-2,195
融资活动现金流	-2,270	568	732	-1,058	-1,079
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-108	21	1,335	-485	-525
无息负债变化	2,391	805	386	489	450
净现金流	-2,691	919	1,738	329	377

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	46.59%	2.40%	1.64%	3.78%	4.18%
净利润增长率	58.27%	32.05%	-8.47%	7.27%	8.73%
EBITDA 增长率	52.24%	7.20%	16.72%	6.08%	6.52%
EBIT 增长率	62.70%	11.77%	23.49%	4.76%	5.47%
估值指标					
PE	11	8	9	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	6	5	4	4
EV/EBIT	10	8	7	6	6
EV/NOPLAT	14	11	9	9	8
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.72%	21.18%	21.22%	21.23%	21.22%
EBITDA 率	7.52%	7.87%	9.04%	9.24%	9.45%
EBIT 率	5.07%	5.53%	6.72%	6.78%	6.87%
税前净利润率	5.15%	6.38%	5.94%	6.13%	6.41%
税后净利润率 (归属母公司)	3.49%	4.50%	4.05%	4.19%	4.37%
ROA	4.62%	5.65%	4.67%	4.83%	5.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	11.12%	9.53%	9.53%	9.65%
经营性 ROIC	7.64%	8.72%	10.05%	10.22%	10.44%
偿债能力					
流动比率	1.11	1.01	1.02	1.07	1.13
速动比率	1.01	0.90	0.93	0.98	1.03
归属母公司权益/有息债务	4.54	4.78	3.21	3.98	5.15
有形资产/有息债务	7.77	8.40	5.99	7.22	9.05
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.17	1.55	1.42	1.52	1.65
每股红利	0.36	0.47	0.44	0.47	0.51
每股经营现金流	2.65	1.96	2.99	3.20	3.29
每股自由现金流(FCFF)	-0.14	2.02	1.34	1.21	1.36
每股净资产	13.10	13.91	14.86	15.94	17.13
每股销售收入	33.60	34.41	34.98	36.30	37.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼