

2020年06月10日

王府井 (600859.SH)

## 王府井 40P 深度 | 共享免税增量蛋糕，全国百货龙头迎新篇章

■王府井：免税牌照加持，发展拟迎新篇章。①根据公告，公司于6月9日日收到控股股东首旅集团转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。王府井本次获得免税品经营资质，为自上世纪80年代初以来，继海南离岛免税政策之后，第一次正式批准新的免税零售经营牌照，具备划时代意义，同时或将预示着国人市内免税店政策有望加速落地。虽然本次财政部文件中并未明确界定公司免税牌照的经营范围、地域、类型等条件，但在中央政府高度重视促进内需和海外消费回流的背景下，结合 DFE（免税零售专家）预判，王府井集团获得免税零售全牌照是大概率事件。

②2019年韩国免税购物总额213亿美元计算，对应当年中国居民在韩国免税购物金额达1168亿元，仅该部分回流50%（对应584亿元），已超2019年中国整体免税销售额540亿元体量，且韩国仅占国人全球免税消费占比36%，若再叠加欧洲等消费回流，未来潜力巨大。乘政策东风，公司本次获免税品经营资质后，我们认为或有望进一步优化现有国内特定地点免税消费局限，共同推动免税市场消费回流。

■区位+品类+电商+全国布局，王府井发力市内免税优势凸显。①区位优势：王府井门店位于北京市核心地段王府井商圈，日均客流量25万人次，年客流量高达8000万人次，区位优势赋予更好客流基础，且王府井百货大楼经营面积达10.6万平方米，相比机场免税店而言，能够打破时间及空间上的限制，且免税类目有望更加丰富，消费者体验感更佳。②营销优势：根据公司公开交流，王府井2019年主营产品类中的高端香化产品占营收20-25%，且近年销售增速一枝独秀，始终保持两位数高速增长速度；与免税业经营品类高度重合，未来开展市内免税可直接引用现有营销及客户资源。③线上优势：根据The Bell数据，韩国2018年线上免税占整体免税销售额21.2%，为免税销售的重要渠道之一。公司近年来积极推进线上线下一体化，加速完善全渠道建设，有望为免税业务线上销售奠定平台基础。④采购合作：从韩国免税的发展经验来看，规模化的采购对免税商品的进货成本和产品定价至关重要，王府井虽为全国规模的百货零售龙头之一，但自营体量相对较小（2019年为38.7亿元，占比约15.3%）；未来王府井在发力免税过程中，不排除供应链上与第三方公司的采购渠道合作可能，并实现双方共赢，做大国内免税消费市场。⑤全国布局：截至2019年，公司已在全国33个城市布局54家门店，其全国经营网络有望同免税牌照相互呼应，中长期维度下或有望最大程度释放免税牌照效益。

■首旅集团资源支持，公司同环球影城发力“旅游+免税”潜力可期。①根据北京青年报此前的新闻报告，首旅集团董事长段强在2016年3月的采访中表示，环球影城内将设三座主题公园，以及在景区内不排除将引入免税店；此外，根据北京市政协调研组同样在2019年建议在环球影城主题公园等重点区域规划建设进出口商品展销中心促进消费回流。叠加首旅集团通过间接持股北京环球影城总股本的35%，为第一大持股股东，以及本次王府井获得免税品经营资质加持，我们认为未来或不排除让王府井在环球影城的购物区域开展市内免税店的可能性。②根据证券日报新闻，北京环球影城一期预计2021年5月有望开业，且开业后直接和间接产生的年经济效益增量或接近1000亿元，相当2019年北京市GDP的3%，具备重大经济效益；再从环球影城的客流性质（出入境的游客占比高）+旅游人次（预计仅一期年接待客流1200万人次）+商业模式（调研反馈游客最期待环球影城的配套为市内免税店，具体来源见下文）来看，其余与市内免税店的客群高度重合，借助后续环球影城的一期、二

## 公司深度分析

证券研究报告

百货

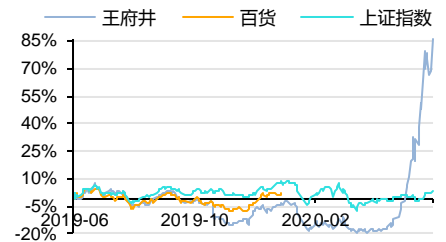
投资评级 买入-A  
维持评级

股价 (2020-06-09) 27.38 元

### 交易数据

总市值(百万元)	21,253.73
流通市值(百万元)	15,573.12
总股本(百万股)	776.25
流通股本(百万股)	568.78
12个月价格区间	11.84/27.38 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	88.44	116.52	83.69
绝对收益	90.54	116.96	88.23

刘文正 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

### 相关报告

王府井：19年营收保持稳健，奥莱加速发展，大店持续扩张/刘文正 2020-04-27  
王府井：18年主业稳步增长，19年收入增速指引显著提速/刘文正 2019-04-16

期及水世界等项目陆续落地，王府井与环球发力“旅游+免税”的模式潜力可期。

■**顶层设计支持免税回流，对标韩国下市内免税发展潜力可期。**①我国在今年3月已从顶层设计出台，提出完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店提供建设土地、融资等支持。根据勾股大数据，2018年国内市内免税店销售占比不到1%，主要的业务仍集中在机场及口岸，相比韩国差距大。未来在开发市内牌照&发展市内免税消费渠道吸引中国游客消费回流下，公司未来市内免税业务潜力可期。②对标韩国，免税店规模+店面选址+网上免税店，三大核心优势推动韩国市内免税店相比机场店需求更大。根据勾股大数据，韩国市内免税店在2018年占整体免税销售总额达49%；复盘乐天来看，规模效应持续扩大优势+市区黄金地段提升购物体验，为推动其市内免税发展至韩国龙头的关键。

■**北京市内免税店预计2025年净利润10.5亿元，中长期发展潜力可期。**①韩国明洞：根据前瞻产业研究院数据，其2018年单店销售额35亿美元，相较机场店50%左右的扣点率与高租金，市内店租金相对低廉，市内店利润空间也更高；三亚海棠湾：根据我们已外发的中国国旅最新盈利预测，三亚海棠湾的单店2019年实现营收105亿元，预计2022年有望实现营收181亿元/净利润23亿元（净利率约13%，不含渠道批发利润）；日上北京：根据中国国旅公告，2019年已实现营收86亿元。②根据阳光海南网数据，海南省离岛免税的购物客流在整体游客中2018-19年占比约为13%和17%；我们保守假设在未来3-5年下，预计北京出入境客流的市内免税购物渗透率在2023和2025年为2.25%/3.00%，客单价5000元/5500元，则对应王府井市内免税业务的营收分别至33亿元和52亿元，对应净利润预计分别6.2亿元和10.5亿元（净利率为18.7%/20.3%）。

■**投资建议：买入-A投资评级。**我们基于公司北京市内免税业务在2021年有望开业运营假设下，预计公司2020-2022年存量百货收入为189亿元/264亿元/281亿元，对应增速-29%/+39%/+7%，存量业务净利润为4.64亿元/9.63亿元/11.82亿元；2020-22年市内免税收入为0亿元/15.6亿元/23.8亿元，对应免税净利润为0亿元/2.46亿元/4.25亿元；对应整净利润为4.64亿元/12.10亿元/16.07亿元，对应增速-51%/+161%/+33%。基于分布式估值，存量业务PE 10x，免税业务中期PE 30-40x，预计公司中期整体市值空间350-500亿元，给予公司买入-A投资评级。

■**风险提示：假设与实际不相符风险、市内免税业务发展进度低于预期、疫情影响超预期、宏观经济下行、新开店数不及预期。**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	26,711.2	26,788.8	18,932.4	27,956.8	30,513.3
净利润	1,201.4	961.3	463.9	1,209.6	1,606.8
每股收益(元)	1.55	1.24	0.60	1.56	2.07
每股净资产(元)	13.91	14.68	15.16	16.45	18.27
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	17.7	22.1	45.8	17.6	13.2
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
净利润率	4.5%	3.6%	2.5%	4.3%	5.3%
净资产收益率	11.1%	8.4%	3.9%	9.5%	11.3%
股息收益率	1.7%	0.0%	0.4%	1.0%	0.9%
ROIC	48.2%	61.9%	20.8%	24.9%	-173.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 王府井：首旅旗下商业核心，免税牌照加持迎发展机遇</b> .....	<b>6</b>
1.1. 公司系首旅集团旗下核心商业资产，免税牌照加持下迎发展新机遇.....	6
1.2. 国改优化架构+股权激励助力，公司购物中心及奥莱有望加速发展.....	7
1.3. 百货零售主业营收保持稳健，奥莱业态实现快速发展.....	9
<b>2. 本次牌照或有望成中免之后第二张免税零售全牌照，意义重大</b> .....	<b>11</b>
2.1. 或为继中免后第二张免税零售全牌照，意义重大且护城河深厚.....	11
2.2. 市内免税有望多元消费空间布局，加速国内免税回流发展.....	11
<b>3. 区位+品类+电商+全国布局，王府井发力市内免税优势凸显</b> .....	<b>14</b>
3.1. 区位优势：黄金地段打造客流优势，综合百货面积大体验佳.....	14
3.2. 营销优势：高端香化近年发展突出，发力免税具备营销优势.....	15
3.3. 线上优势：韩国线上免税为重要渠道，公司 O2O 布局助力免税发展.....	17
3.4. 上游合作：公司联营模式为主，发力免税或不排除与第三方供货渠道合作.....	17
3.5. 全国布局：有望发挥免税牌照最大潜力，中长期空间可期.....	18
<b>4. 首旅集团资源支持，发力环球影城+免税购物潜力可期</b> .....	<b>19</b>
4.1. 首旅集团系环球影城最大股东，王府井或有望实现市内免税入驻.....	19
4.2. 环球影城一期预计客流 1200 万人次且购物需求强，“旅游+免税”潜力大.....	19
<b>5. 顶层设计支持免税回流，对标韩国下市内免税发展潜力可期</b> .....	<b>21</b>
5.1. 顶层设计 3 月规划出台，国人市内免税再获政策支持.....	21
5.2. 韩国市内免税占据重心，综合体验相比机场更优.....	21
5.3. 规模效应扩大优势+市区地段提升体验，推动乐天免税发展至韩国龙头.....	23
5.4. 对标韩国，国内市内免税发展仅刚起步，未来潜力可期.....	25
<b>6. 北京市内免税店 2025 年预计净利 10.5 亿元，中长期发展空间可期</b> .....	<b>27</b>
6.1. 韩国明洞：无扣点且租金低，市内免税店净利润优于机场店.....	27
6.2. 海棠湾免税店：预计 2022 年营收 181 亿元，净利润 23 亿元.....	27
6.3. 首都机场：2018-19 年销售规模分别至 74 亿元/86 亿元.....	28
6.4. 王府井：预计 2025 年北京市内免税收入 52 亿元，净利润 10.5 亿元.....	29
<b>7. 存量业务：百货体验化升级，购物中心&amp;奥莱持续有序扩张</b> .....	<b>30</b>
7.1. 百货业态：购物中心化积极转型，“消费体验化”持续升级.....	30
7.2. 购物中心&奥莱：门店加速扩张，积极把握消费升级下沉市场.....	32
<b>8. 投资建议：预计 2021 年净利润 12 亿元，目标市值 350-500 亿元</b> .....	<b>35</b>
8.1. 盈利预测：免税业务加持，预计 2021-22 年净利润 12 亿元/16 亿元.....	35
8.2. 投资建议：分布式估值法下，中期目标市值 350-500 亿元.....	36
<b>9. 风险提示</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：首旅集团打造“6+2”产业，核心布局酒店、商业、汽车等板块.....	6
图 2：王府井在营收规模+全国布局具备优势，全国免税牌照加持下有望迎新契机.....	7
图 3：2018 年北京首都机场出入境达 2737 万人次.....	7
图 4：市内免税助力，北京旅游人次有望进一步提升.....	7
图 5：王府井历史沿革复盘.....	8
图 6：股权结构调整前的公司股权结构.....	8

图 7: 股权调整后公司架构更清晰, 可减少决策审批层级.....	8
图 8: 公司 2017-19 年营收近年保持平稳.....	9
图 9: 新开旗下, 2019 年归母净利润有所下降.....	9
图 10: 经营性现金流净额充足, 2019 年 13.44 亿元.....	9
图 11: 2017-2019 年净利率&ROE 整体保持稳定.....	9
图 12: 王府井主营业务收入分业态占比.....	10
图 13: 王府井主营业务收入分地区占比.....	10
图 14: 2018 年中国消费者在全球各地区免税品消费占比.....	12
图 15: 2012-2019 年我国免税业销售额情况.....	13
图 16: 2012-2018 年我国免税购物人数情况.....	13
图 17: 免税店为境外热门购物场所 TOP2.....	13
图 18: 我国二三线城市境外人均购物需求强劲.....	13
图 19: 北京王府井商圈客流量可观.....	14
图 20: 王府井门店位于核心商圈.....	14
图 21: 全球免税商品品类分布.....	15
图 22: 韩国 2019Q1 免税销售额各品类占比情况.....	15
图 23: 乐天免税店畅销前十名.....	15
图 24: 中国免税市场客单价测算 (元/人) .....	15
图 25: 王府井门店多为国际一二线品牌, 定位中高端客群.....	16
图 26: 王府井积极发力线上渠道, 今年疫情期间同样取得良好业绩.....	17
图 27: 韩国线上免税销售 2018 年占比 21.2%.....	17
图 28: 王府井积极打造线上商城, 招募网上商城销售员.....	17
图 29: 王府井 2019 年营收实现 268 亿元.....	18
图 30: 王府井仍以联营为主, 不排除供应链与中免合作.....	18
图 31: 王府井目前已在全国 7 个大区 33 个城市运营布局.....	18
图 32: 首旅集团为北京环球影城第一大股东, 发力“旅游+免税”模式有望实现共赢.....	19
图 33: 北京环球影城一期预计 2021 年 5 月开业.....	20
图 34: 环球影城项目距市中心均约 1 小时车程左右.....	20
图 35: 2017 年全球免税业结构情况.....	21
图 36: 2019 年 5 月韩国免税业销售规模.....	21
图 37: 韩国市内免税店销售额 (万亿韩元) .....	22
图 38: 市内免税店中国与外国游客消费额占比.....	22
图 39: 影响市内免税店盈利的因素.....	22
图 40: 乐天免税业务营业收入 (百万美元) .....	23
图 41: 各免税商品品牌数量.....	24
图 42: 2017 年各国人均境外消费情况.....	25
图 43: 2017 年各国境外消费占比情况.....	25
图 44: 韩国免税市场份额增长情况.....	26
图 45: 2018-2019 年首都机场免税销售额分别为 74 亿元和 86 亿元.....	28
图 46: 百货不断新增餐饮、游乐、生活服务等体验元素.....	30
图 47: 应用新技术可提升客户线下消费体验, 吸引客流.....	30
图 48: 王府井梦工厂北京百货大楼店.....	31
图 49: 王府井设立的创客中心——梦工厂.....	31
图 50: 和平菓局中的老北京城.....	31
图 51: 和平菓局中的小吃街.....	31

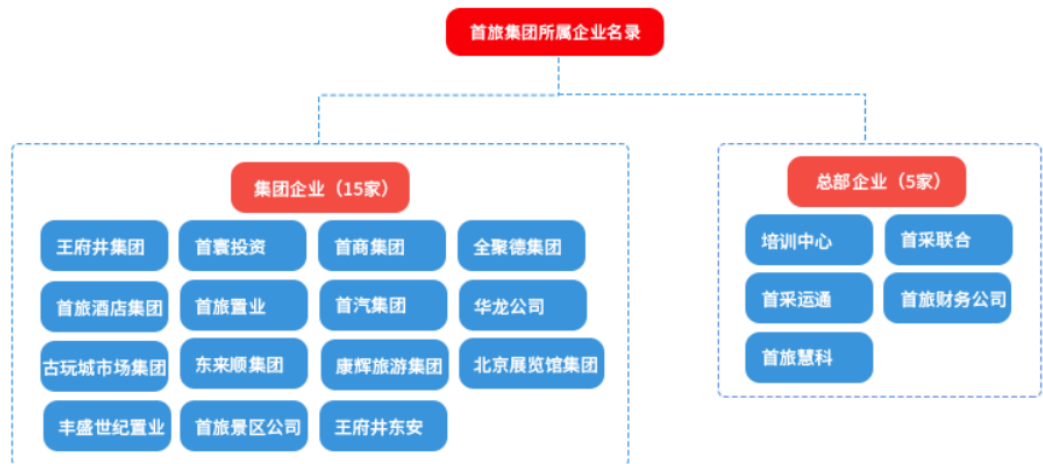
图 52: 转型后长安商场成功引流.....	31
图 53: 转型后的长安商场布局娱乐板块.....	31
图 54: 国内每百万人均购物中心门店数仍较低.....	32
图 55: 国内中产阶级有望持续增多至 5.2 亿人.....	32
图 56: 二三四线城市人口回流, 购物中心数量快速扩张.....	32
图 57: 三线商场客流指数同比增长明显高于一二线城市.....	32
图 58: 奥莱业态营收保持高位增长.....	33
图 59: 奥莱业态盈利能力稳定.....	33
图 60: 奥莱业态占营收比重稳步提升.....	33
图 61: 各大业态门店网络布局全国.....	34
图 62: 王府井每年开关店情况.....	34
表 1: 中国免税格局: 中免 (含日上、海免)、珠免、深免、中出服、中桥、王府井等 6 家参与者.....	11
表 2: 2016-2020 年我国免税店重要政策汇总.....	12
表 3: 王府井门店主要位于核心城市, 选址具有区位优势.....	14
表 4: 王府井香化部分营销活动一览表.....	16
表 5: 2020 年 3 月国人免税政策主要内容.....	21
表 6: 乐天免税发展历程.....	23
表 7: 乐天内免税店情况.....	24
表 8: 乐天免税店畅销榜前十各免税店价格 (单位: 元) .....	25
表 9: 明洞店盈利测算.....	27
表 10: 三亚海棠湾免税店测算 (亿元) .....	28
表 11: 王府井: 北京市内免税店盈利能力测算 (2021 年~2025 年; 单位: 百万元) .....	29
表 12: 购物中心+奥莱业态持续新开店, 公司门店有望实现全国有序扩张.....	34
表 13: 王府井股权激励计划考核条件.....	34
表 14: 王府井 2020-2025 年盈利预测 (单位: 百万元) .....	35
表 15: 基于 OPFCF DCF 模型下, 王府井 2020-2031 年自由现金流预测 (单位: 百万元) .	36
表 16: 王府井 DCF 预测核心假设指标.....	36
表 17: 王府井 DCF 敏感性分析.....	36

## 1. 王府井：首旅旗下商业核心，免税牌照加持迎发展机遇

### 1.1. 公司系首旅集团旗下核心商业资产，免税牌照加持下迎发展新机遇

王府井控股股东首旅集团资产规模超千亿，打造“6+2”产业布局。首旅集团成立于1998年2月，在过去二十年的改革和发展中，构建起集“食、宿、行、游、购、娱”六大旅游要素于一体的旅游商贸服务产业体系，全力推进实现“6+2”产业布局。①**餐饮板块**：以“全聚德”“东来顺”等中华百年老字号企业为代表，充分体现传承与创新。②**住宿板块**：以“首旅如家”为载体，打造中国最具影响力的国际化酒店管理集团。③**商业板块**：以王府井集团为核心载体，发挥首商股份多品牌集合优势，集聚首旅股份旗下相关商业零售企业，积极构建现代商业新模式。④**汽车出行板块**：以“首汽集团”为依托，力争成为中国顶级汽车后市场供应商。⑤**旅游旅行板块**：以“康辉”“神舟”为载体，积极构建旅行社综合服务新模式和更加完善的旅游产业链。⑥**景区板块**：以“首旅景区公司”为载体，创建代表中国景区运营管理水平标杆企业。⑦**航旅板块**：以“首都航空”为依托，构建集旅游、商贸、会展、酒店、餐饮等为一体的航旅产业链。⑧**文旅板块**：以“首寰投资”为依托，打造竞争优势突出、中国特色鲜明、世界级的主题公园和文旅创意新区。目前，旗下拥有“首旅酒店”“王府井”“首商股份”“全聚德”四家上市公司。集团资产规模已超千亿元，在《中国500最具价值品牌榜》和全国大型旅游集团排名中位居前列。

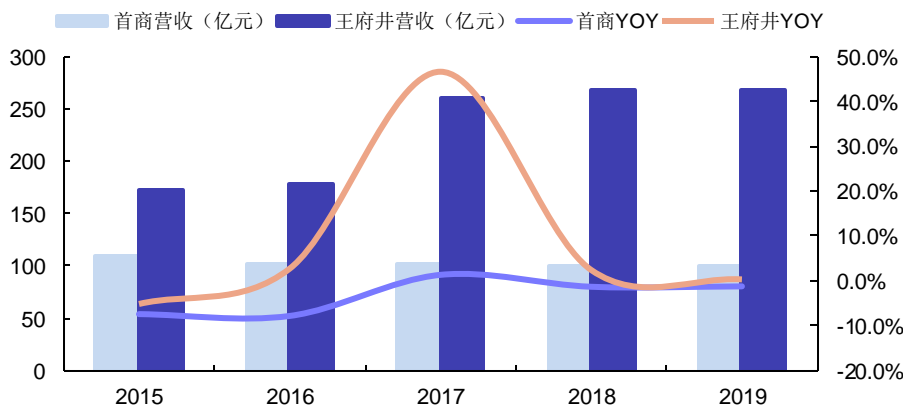
图1：首旅集团打造“6+2”产业，核心布局酒店、商业、汽车等板块



资料来源：首旅集团官网，安信证券研究中心整理

**免税牌照加持下，公司有望迎来发展新契机。**根据公告，公司于6月9日日收到控股股东首旅集团转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。王府井本次获得免税品经营资质，为自上世纪80年代初以来，继海南离岛免税政策之后，第一次正式批准新的免税零售经营牌照，具备划时代意义，同时或将预示着国人市内免税店政策有望加速落地。虽然本次财政部文件中并未明确界定公司免税牌照的经营范围、地域、类型等条件，但在中央政府高度重视促进内需和海外消费回流的背景下，结合DFE（免税零售专家）预判，王府井集团获得免税零售全牌照是大概率事件。②全国布局+营收体量加持，本次免税牌照花落王府井有望迎来发展新阶段：王府井与首商股份皆属于首旅集团的商业板块，且主业均为商业零售，覆盖百货商城、购物中心、奥特莱斯等业态，但二者在体量规模方面存在较大差距，王府井2019年营收为268亿元，首商股份2019年营收为99亿元，规模更大可具备更好的品牌力和获客优势；且王府井在全国的33个城市布局54家大店（百货&购物中心&奥莱），相比首商股份14家大店中长期或更有望充分运用免税牌照的优势，对公司的未来发展将带入一个全新阶段。

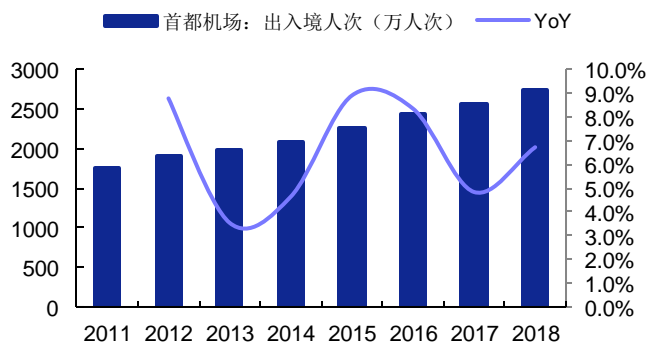
图 2：王府井在营收规模+全国布局具备优势，全国免税牌照加持下有望迎新契机



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

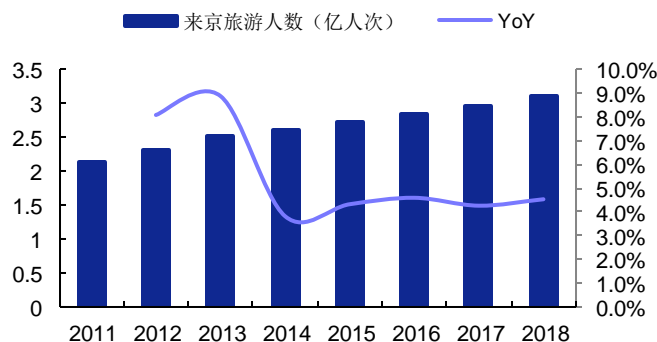
首旅集团旗下酒店、旅游板块有望与王府井市内免税形成协同效应，共推北京市内免税业务快速发展。王府井在北京共 6 家门店，经营面积合计 24.9 万平米，且均分布于北京市核心商圈。凭借黄金区位优势+大型百货购物的舒适度，免税业务加持下有望吸引更多客流来京旅游；同时依托首旅集团旗下酒店（首旅如家）、旅游板块（康辉旅游等）业务协同，为北京出入境的旅客提供旅游+购物+住宿一站式服务，共推北京市内免税业务快速发展。

图 3：2018 年北京首都机场出入境达 2737 万人次



资料来源：北京边检总站，安信证券研究中心

图 4：市内免税助力，北京旅游人次有望进一步提升

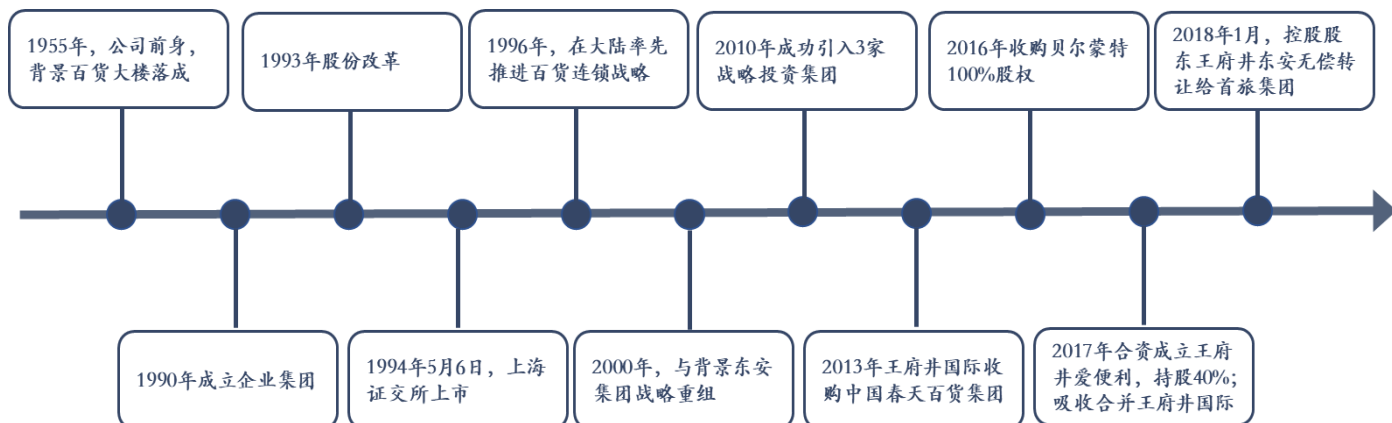


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

## 1.2. 国改优化架构+股权激励助力，公司购物中心及奥莱有望加速发展

王府井为全国百货连锁龙头企业，已布局百货、购物中心和奥特莱斯多个业态。王府井集团前身是享誉中外的“新中国第一店”——北京市百货大楼，创立于 1955 年，是新中国历史上第一座由国家投资、建设的大型百货商店；1990 年成立企业集团，在北京市国民经济和社会发展中实行计划单列；1993 年改组股份制，在上海证券交易所挂牌上市，2013 年，王府井集团控股股东——王府井国际，在香港联交所收购中国春天百货集团，使全国布局的百货连锁版图迅速扩张；2014 年，王府井集团面对风起云涌的互联网时代，提出以创新为旗帜，开启“第三次创业”浪潮；目前以整合线上线下资源的全渠道建设项目，以及加强商品资源控制力的深度联营项目正在全面推进，同时迅速发展满足消费者一站式消费的购物中心业态和高端消费的奥特莱斯业态。截止 2019 年末，公司共运营 54 家门店，以百货门店为主，销售网络覆盖全国七大经济区域的 33 个城市。

图 5：王府井历史沿革复盘

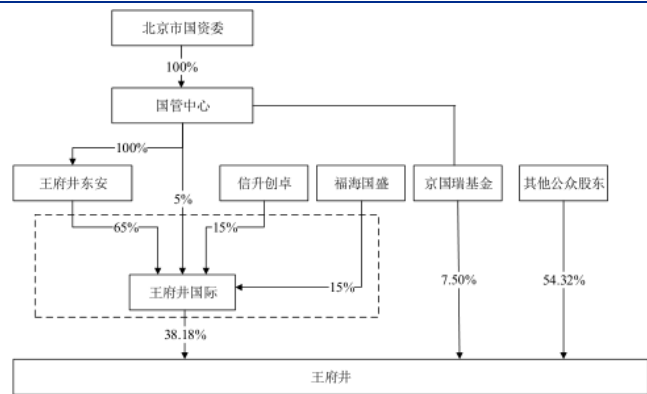


资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

**国企改革助力公司股权结构优化，业务整合实现协同效应。**1) 2017年12月，王府井通过向王府井国际的股东王府井东安、信升创卓、福海国盛发行股份和支付现金作为吸收合并对价，对王府井国际商业发展有限公司实施吸收合并后，王府井东安集团有限责任公司持股26.73%，为公司第一大股东，股权结构得到简化。2018年1月，北京市国资委决定将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团，无偿划转后首旅集团持有王府井东安100%的股权。王府井成首旅集团旗下最大百货公司，有望借助首旅资源，整合首商集团百货业务产生协同效应，将利好王府井体制创新和新业务发展。此外，本次国企改革的重组简化了王府井的股东层级结构与数量，使之股权结构清晰，减少管理层的决策审批的层级。

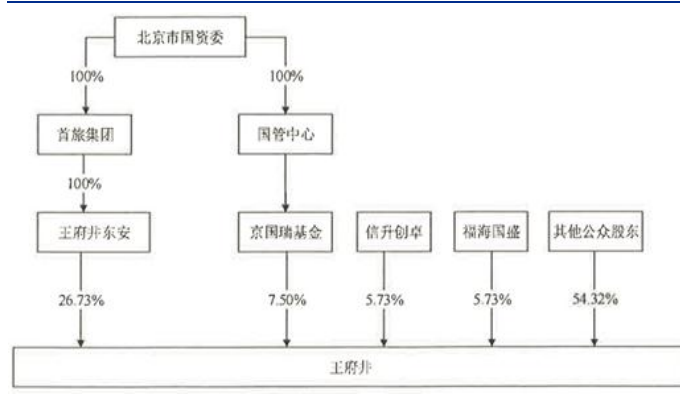
**股权激励发挥核心骨干积极性，绑定公司业绩及购物中心+奥莱业态稳健发展。**公司于2020年3月发布2020年股票期权激励计划公告，宣布拟实施股票期权激励计划。本次激励计划授予激励对象为公司董事、高级管理人员、管理骨干及其他关键人员，首次授予的激励对象128人，首次授予股票期权数量为762.5万份（约占总股本1.0%），行权条件以7.2亿元为基数，对应2021-23年的公司扣非归母净利润增速不低于20%/30%/40%，并指出购物中心及奥莱收入2021-23年占比不低于30%/40%/50%，利好业绩稳健增长及多业态发展。

图 6：股权结构调整前的公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：股权调整后公司架构更清晰，可减少决策审批层级



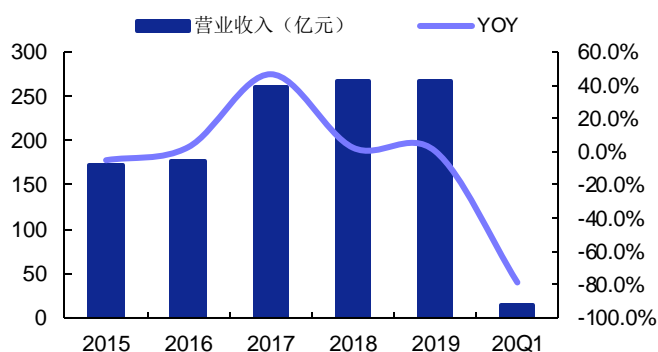
资料来源：公司公告，安信证券研究中心



### 1.3. 百货零售主业营收保持稳健，奥莱业态实现快速发展

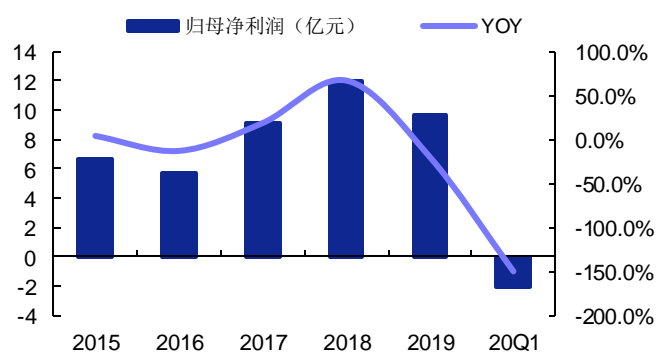
整体营收近三年保持平稳，2019年新开店影响业绩短期承压。截止2019年末，王府井在全国范围共运营54家门店，涉及华北、华中、华南、华东、西南、西北、东北七大经济区域，33个城市；业务涵盖了百货、购物中心、奥特莱斯等多种零售业态组合，同时拥有线上零售渠道，总经营建筑面积302.8万平方米。公司近年营收保持稳定增长，2019年公司实现营业收入267.89亿元/+0.29%；利润总额完成14.45亿元，同比下降15.15%；归母净利润9.61亿元/-19.98%，扣非后归母净利9.20亿元/-13.65%，利润有所下降主要是近年奥莱业态销售规模不断提升、新开门店影响所致；2019年实现经营性现金流净额13.44亿元。

图 8：公司 2017-19 年营收近年保持平稳



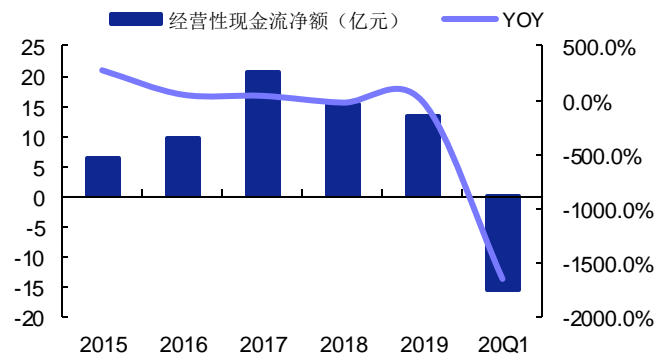
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：新开店下，2019 年归母净利润有所下降



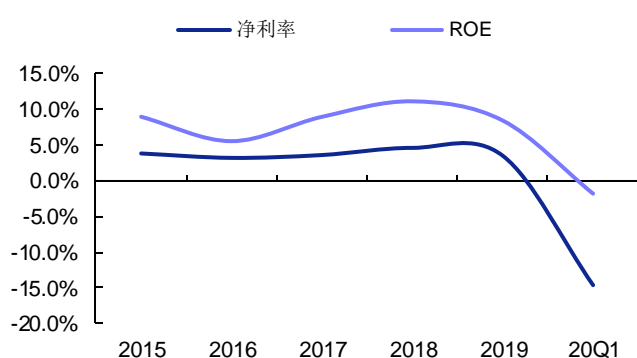
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：经营性现金流净额充足，2019 年 13.44 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

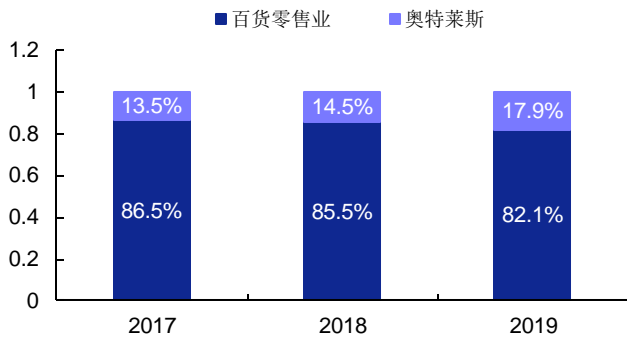
图 11：2017-2019 年净利率&ROE 整体保持稳定



资料来源：Wind，安信证券研究中心

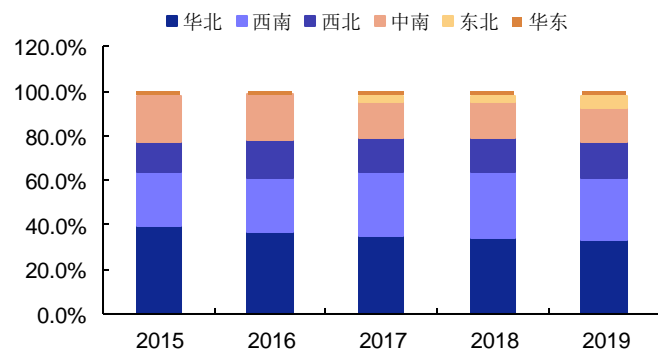
百货业态为收入主体，奥莱营收现高速增长态势；华北地区营收占比最高，京外收入持续提升。公司营收中，①分业态来看，百货业态为公司收入主体，2019年实现营收176.25亿元/-3.52%，毛利率17.36%/-0.10pct；受益于公司持续深化业态转型变革，奥特莱斯业态营收及利润继续近年保持较快增长，2019年实现营收45.05亿元/+24.75%，毛利率10.46%/-0.37pct，营业收入占集团主营业务收入比重提升至17.9%，逐步成为公司业绩平台增长的重要驱动力；购物中心业态近年来保持平稳发展，2019年实现营收30.64亿元/+0.67%，毛利率17.06%/-0.49pct。②分地区来看：从区域销售情况看，华北地区营收占比始终保持最高，但京外地区收入占比近年持续提升。2019年公司华北、华中、华南、西南、西北、华东、东北地区收入贡献分别为33%、12%、2%、28%、17%、2%、5%。

图 12: 王府井主营业务收入分业态占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: 王府井主营业务收入分地区占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2. 本次牌照或有望成中免之后第二张免税零售全牌照，意义重大

### 2.1. 或为继中免后第二张免税零售全牌照，意义重大且护城河深厚

本次王府井免税牌照或有望成为继中免集团之后第二张免税零售全牌照，稀缺性免税牌照有望奠定公司深度护城河。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。免税牌照在国内属于稀缺资源，目前我国仅有中免、日上免税行（已被中免收购）、海免（拟注入中国国旅）、珠免、深免、中出服、中桥七家企业拥有免税业牌照，牌照数量极少成稀缺资源，而被授权在全国范围内开展免税业务的目前仅有中免集团一家。有经营免税业务的公司中，中免是销售规模、经营地域、门店类型涵盖最广的免税经营商，在除上海、深圳两家机场以及深免、珠免可以经营的口岸以外的所有出境免税店具有唯一的经营资质，并且拥有5张市内免税店经营牌照、与海免一起具有离岛免税店经营资质。若本次公司获得为免税零售全牌照，将有望成为自上世纪80年代初以来，继海南离岛免税政策之后，第一次正式批准新的免税零售经营牌照，有望优化现有国内特定地点免税消费局限，对免税消费回流和王府井发展而言具备重大意义。

表1：中国免税格局：中免（含日上、海免）、珠免、深免、中出服、中桥、王府井等6家参与者

公司名称	成立时间	门店数量	2019年 销售额 (亿元)	覆盖城市	免税店类型				
					市内 免税店	口岸 免税店	离岛 免税店	机场 免税店	其他
中国免税品（集团）有限公司	1984	246	473.6	分布于欧洲、中东、北美、亚洲31个国家，220个机场，700个火车站	✓	✓	✓	✓	交通工具免税店（邮轮）
日上免税行（中国）有限公司	1999	1	74.78	北京				✓	
日上免税行（上海）有限公司	1999	2	151.49	上海				✓	
深圳市国有免税商品公司	1980	7	18	深圳、西安		✓			
珠海免税企业集团有限公司	1987	6	26.68	珠海、天津		✓			
海南省免税品有限公司	2011	1	32.27	海口	✓		✓		
中国出国人员服务总公司	1983	12	22.3	北京等20余个城市	✓				
中桥	1992	-	-	哈尔滨	✓				
王府井集团股份有限公司	1955	-	-	-	-	-	-	-	免税牌照

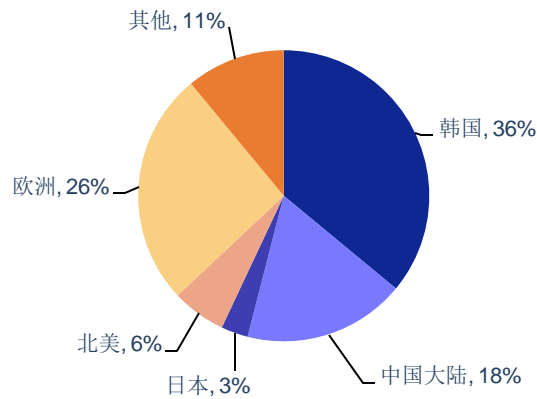
资料来源：公司公告，开锐咨询，安信证券研究中心整理

注：中出服的销售额均为2015年数据，深免的销售额均为2016年数据；本次财政部公告未限定王府井免税经营的类型和地域，但细节仍待披露；

### 2.2. 市内免税有望多元消费空间布局，加速国内免税回流发展

国人免税消费约82%（约合1800亿元）均发生在境外，未来仅从免税渠道回流看空间同样巨大。从消费金额占比来看，2018年我国国人在境内免税渠道消费免税商品占比仅18%，高达82%的免税品消费发生在海外市场，对应国内境外免税消费市场约1800亿元。此外，据智研咨询，2019Q1中国人在韩国免税购物消费金额高达254亿元人民币，占韩国免税业整体销售比重的76.7%。若以该比例估算，以2019年韩国免税购物消费总额213亿美元计算，对应当年中国居民在韩国免税购物金额约达1168亿元人民币（按照美元：人民币汇率7.15:1计算），仅该部分免税消费回流50%（对应584亿元），已至超过2019年中国整体免税销售额540亿元的体量，且韩国仅占国人全球免税消费占比36%，若再叠加欧洲等消费回流，未来潜在空间巨大。

图 14：2018 年中国消费者在全球各地区免税品消费占比



资料来源：TRBusiness，中国商务部，安信证券研究中心

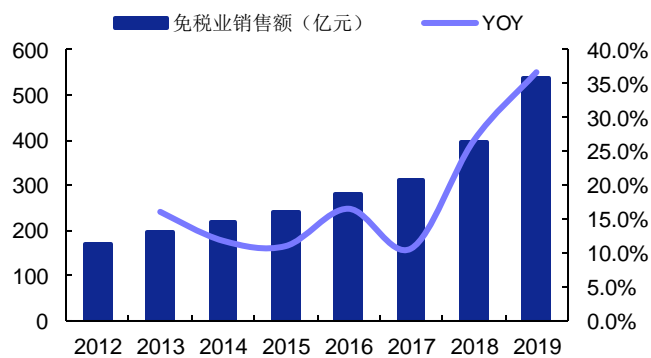
市内免税牌照有望优化现有国内特定地点免税消费局限，共同推动和做大国内免税消费回流市场。近年我国免税政策逐步放开，2016 年政府工作报告提出“降低部分消费品进口关税，增设免税店”，2018 年上海市商务局明确提出支持市内免税店、口岸免税店发展，2020 年 3 月首次在顶层设计层面出发提出完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。再加上本次对首旅集团发放即中免之后第二家全国经营范围的市内免税牌照，有望更好得扩大现有国内免税特定地点的消费空间限制，促进和撬动更多海外免税消费回流国内，共同做大国内免税市场实现共赢。

表 2：2016-2020 年我国免税店重要政策汇总

时间	政策名称	具体内容
2016 年 1 月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额从 8000 人民币调整为 16000 元人民币。同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2016 年 2 月	《口岸进境免税店管理暂行办法》	决定增设和恢复口岸进境免税店，在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2017 年 1 月	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。政策适用对象将由“乘飞机离岛旅客”扩大到“乘火车离岛旅客”。
2017 年 12 月	《海南省旅游发展总体规划（2017-2030）》	优化免税购物政策。提升限额，扩大免税商品品种，优化离岛免税店布局，选择在客流量达的高铁站、港口码头增设免税店；争取引入国际优秀免税运营商。支持互联网免税平台建设。
2018 年 4 月	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实行离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018 年 12 月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	购物限额及次数：30000 元，不限次；免税商品品种：增加至 42 种。
2018 年 12 月	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将轮船离岛旅客纳入离岛免税适用对象。
2019 年 5 月	《口岸出境免税店管理暂行办法》	对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权
2020 年 3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点；
2020 年 6 月	《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》	授予王府井免税品经营资质，允许王府井经营免税品零售业务

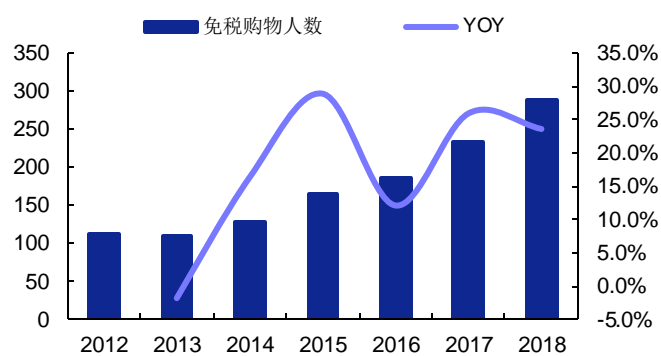
资料来源：政府文件，华经产业研究院，相关公司官网，安信证券研究中心整理

图 15: 2012-2019 年我国免税业销售额情况



资料来源: 华经产业研究院, 安信证券研究中心

图 16: 2012-2018 年我国免税购物人数情况



资料来源: 华经产业研究院, 安信证券研究中心

图 17: 免税店为境外热门购物场所 TOP2



资料来源: 《全球旅游消费报告 2017》安信证券研究中心

图 18: 我国二三线城市境外人均购物需求强劲



资料来源: 《全球旅游消费报告 2017》安信证券研究中心

### 3. 区位+品类+电商+全国布局，王府井发力市内免税优势凸显

#### 3.1. 区位优势：黄金地段打造客流优势，综合百货面积大体验佳

王府井门店位于北京市区核心地段，区位优势赋予流量基础，有望助力免税消费回流。王府井门店主要选址于北京、广州一线城市以及省会地级市等城市核心商圈的黄金地段，地理位置优越，交通便利客流量大。以北京百货大楼为例，北京百货大楼位于王府井商圈，南起东长安街，北至灯市口，东接金鱼胡同，西连东安门大街，商圈面积超 45 万平米，以突出的卡位优势和商圈规模效应奠定了引流基础，成为零售商竞逐的商业高地。从量化数据来看，王府井商圈日均客流量 25 万人次，年客流量高达 8000 万人次，凭借高人气为王府井百货大楼带来了巨大线下引流。此外，王府井门店普遍经营建筑面积规模大，王府井百货大楼更是达到 10.6 万平米经营面积，相比机场免税店而言，能够打破时间尤其是空间上的限制，且免税类目有望更加丰富，消费者体验感更佳。凭借核心区位优势+大型百货店面，未来王府井开展免税业务，可将自身的流量基础与免税购物舒适度相结合，发展空间可期。

表 3：王府井门店主要位于核心城市，选址具有区位优势

门店名称	区域	地址	经营建筑面积 (万平米)
北京百货大楼	北京	北京市东城区王府井大街 253-255 号	10.6
北京东安市场	北京	北京市东城区王府井大街 138 号	1.1
北京长安商场	北京	北京市西城区复外大街 15 号	2.9
北京双安商场	北京	北京市海淀区北三环西路 38 号	3.9
北京右安门王府井购物中心	北京	北京市西城区万博苑 7 号楼	2.0
广州王府井百货	广州	广东省广州市越秀区农林下路 40 号	3.2
武汉王府井百货	武汉	湖北省武汉市江汉区佳丽广场	3.4
成都王府井百货	成都	四川省成都市锦江区总府街 15 号	5.8
长沙王府井百货	长沙	湖南省长沙市天心区黄兴中路 27 号	7.1
重庆王府井百货 2 店	重庆	重庆市沙坪坝区小新街 49 号	3.8
厦门中山巴黎春天百货	厦门	福建省厦门市思明区中山路 76-132 号	1.8

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：北京王府井商圈客流量可观



资料来源：大众点评，安信证券研究中心

图 20：王府井门店位于核心商圈

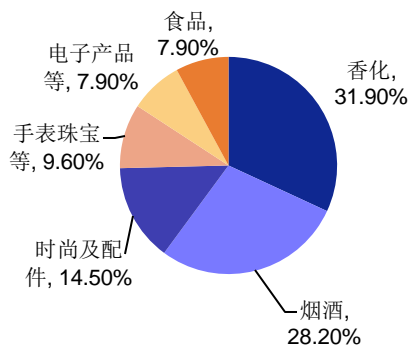


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 3.2. 营销优势：高端香化近年发展突出，发力免税具备营销优势

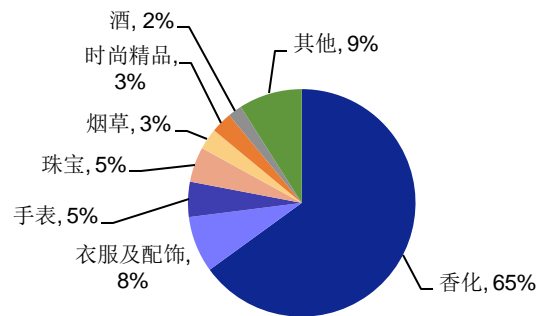
高端香化为王府井优势主营产品，发力市内免税具备品类营销优势。1) 从经营品类看：王府井经营品类与免税业高度重合，香化产品皆占据较大份额。在 2019 年，王府井百货业态销售前五类商品分别为女装、香化、珠宝、男装、运动，占总销售额 67%，其中香化产品占销售额比例约 20-25%，且近年增速呈现一枝独秀，始终保持两位数高速增长速度。而香化产品在免税商品品类中亦占据最大比例，据中国产业信息网数据，全球免税商品品类中，香化为第一大产品，占据 31.90% 的份额。而韩国 2019Q1 免税销售额中香化占免税总销售额比例更是高达 64%。目前王府井门店内已入驻圣罗兰、SK-II、WHOO 等一线香化品牌，乐天免税店畅销榜前十名品牌亦均已入驻王府井，因此在品牌营销上具备优势协同。2) 从营销方式看：王府井将目标客户定位于注重时尚和生活品位的中高端消费群体，致力于打造中高端消费业态。公司门店入驻品牌多为国际顶级一线品牌，主打中高端业态。旅游免税同样针对中高端具有一定消费能力的客群，据 KBeauty Science 数据，2018 年 1-8 月我国游客在韩国免税购物客单价高达 6481 元人民币，且有逐渐上升趋势。据中国产业信息网测算，我国免税市场客单价 2020 年有望突破 4000 元人民币。公司借助自身平台，近年来联合各大品牌定期举办线下推广活动，持续加大一线化妆品及彩妆营销力度，取得亮眼销售业绩，为免税业务的推广同样具备营销资源优势。

图 21：2018 年全球免税商品品类分布



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 22：韩国 2019Q1 免税销售额各品类占比情况



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 23：乐天免税店畅销前十名

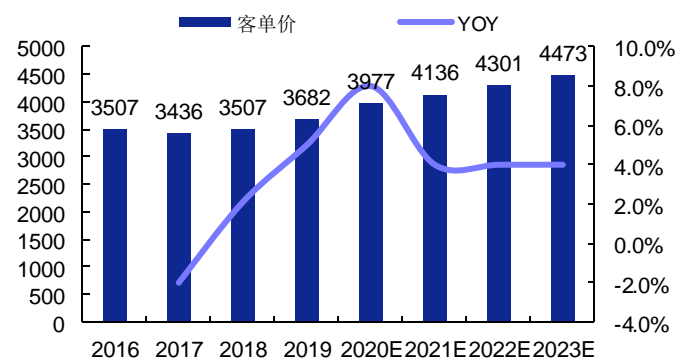
乐天免税店畅销榜前十名

- 纪梵希轻盈无痕明星四色散粉
- Tom Ford 口红
- Nars 粉饼
- 海蓝之谜精华面霜
- 雅诗兰黛 double wear 持妆粉底液
- 科颜氏高保湿霜 125ml
- 雅诗兰黛精华露
- 海蓝之谜浓缩修护眼霜
- Mac 时尚专业唇膏
- 海蓝之谜浓缩修护精华



资料来源：乐天网上免税店，安信证券研究中心

图 24：中国免税市场客单价测算（元/人）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 25: 王府井门店多为国际一二线品牌，定位中高端客群



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 4: 王府井香化部分营销活动一览表

品牌	营销内容	活动剪影
资生堂	“何仙姑”下凡成都王府井总府店	
Sisley	举办新会员沙龙，体验品牌全新产品“焕白淡斑精华露”。	
娇兰	邀请 70 位 VIP 顾客来店参加美颜会尊享体验活动，两天专柜销售 6 万余元	
香奈儿	太原王府井携手 CHANEL 品牌，举行会员 SPA 体验，17 人消费 16 万元	
SK-II	SK-II 携手中国区品牌形象代言人霍建华来到成都王府井总府店，助力门店周年庆	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心



### 3.3. 线上优势：韩国线上免税为重要渠道，公司 O2O 布局助力免税发展

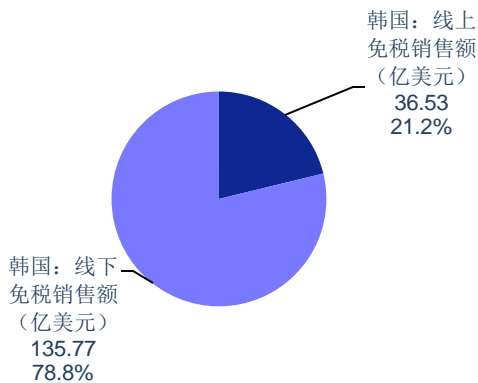
全力推进线上线下一体化建设，奠定免税业务多渠道销售基础。2007 年初王府井开始涉足网上商城，将线上业务作为实体店服务延伸以及零售渠道的补充。2013 年 1 月网上商城上线，2014 年推出 PAD 移动销售助手，打通线上线下库存一体化，进行商品和会员的统一管理。2020 年 5 月，王府井各业态门店同步发力，打造线上线下“消费节”，一方面建立门店线上商城和直播间，将优秀导购员打造为网红主播，以会员数据为核心，以到店用户、商圈人群为补充深耕私域流量；另一方面借助公域平台快速吸纳新客带动消费。公司积极推进线上线下一体化程度，深入挖掘消费者体验和需求，加速完善全渠道建设，有望为免税业务线上销售奠定平台与客流基础。

图 26：王府井积极发力线上渠道，今年疫情期间同样取得良好业绩



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 27：韩国线上免税销售 2018 年占比 21.2%



资料来源：The Bell，安信证券研究中心

图 28：王府井积极打造线上商城，招募网上商城销售员

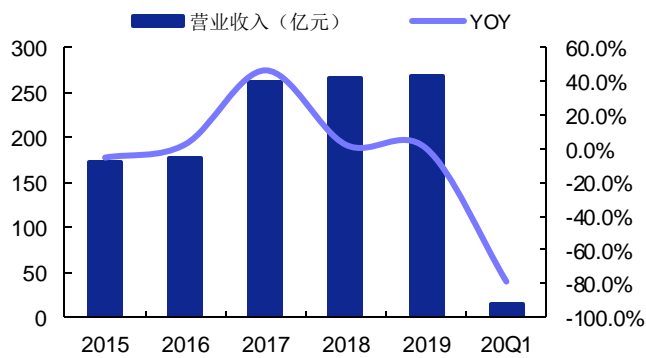


资料来源：公司官网 App，安信证券研究中心

### 3.4. 上游合作：公司联营模式为主，发力免税或不排除与第三方供货渠道合作

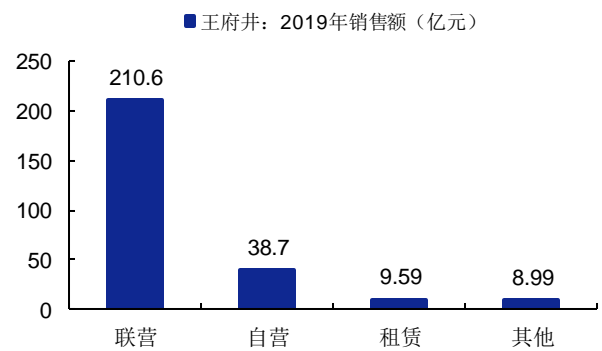
王府井自营销售体量相对较小，未来发力市内免税或不排除与第三方供货渠道合作。从韩国免税的发展经验来看，规模化的采购对免税商品的进货成本和产品定价至关重要，王府井集团为全国连锁百货零售龙头之一，2019 年商品零售主营业务收入 251.93 亿元，但其中仍以联营模式为主（2019 年共 210.6 亿元，占比约 84%），自营模式体量相对较小，2019 年为 38.7 亿元，占比约 15.3%，体量与国旅的免税销售金额相比较小。未来王府井在发力免税过程中，不排除供应链上与第三方供货渠道合作可能，实现共赢，共同做大国内免税消费市场。

图 29：王府井 2019 年营收实现 268 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：王府井仍以联营为主，不排除供应链与第三方合作



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.5. 全国布局：有望发挥免税牌照最大潜力，中长期空间可期

若本次拿到为全国免税牌照，有望与公司的全国范围门店布局遥相呼应，释放牌照最大效力。王府井集团始终坚持全国布局，打破地域局限，实现跨区域连锁经营，地域优势互补有效推进区域深耕。截至 2019 年，公司已在全国 33 个城市布局经营网络体系，总门店数量达到 54 个。若公司本次拿到全国性市内免税牌照，有望与其全国经营网络相互呼应，最大程度释放牌照效益。

图 31：王府井目前已在全国 7 个大区 33 个城市运营布局



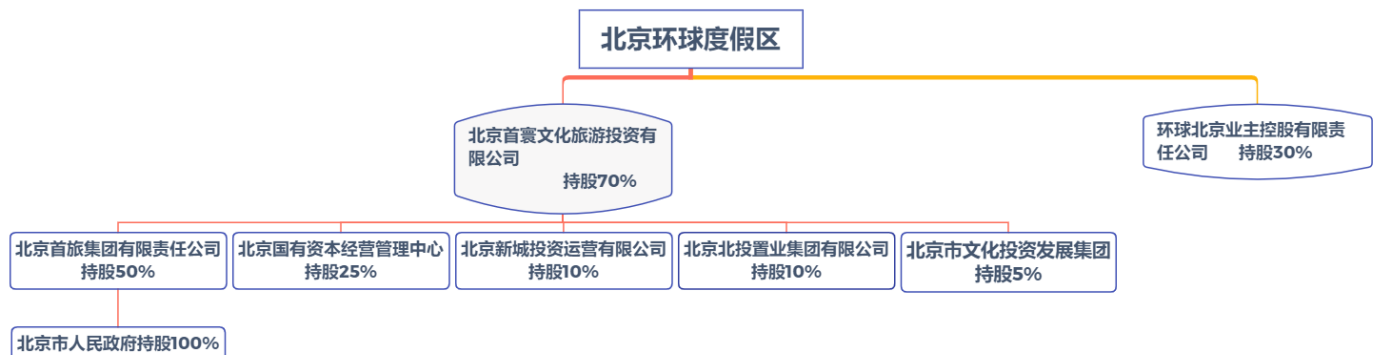
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 4. 首旅集团资源支持，发力环球影城+免税购物潜力可期

### 4.1. 首旅集团系环球影城最大股东，王府井或有望实现市内免税入驻

北京环球影城或有望打造“旅游+免税”模式，借助首旅集团资源+免税牌照加持，王府井或有望实现市内店入驻实现共赢。1) 根据北京青年报此前的新闻报告，首旅集团董事长段强在2016年3月的采访中表示，环球影城内将设三座主题公园，分别为好莱坞主题、中国主题及一座水上乐园，还将同期建设6座至7座酒店，以及在环球影城的购物区域内不排除将引入免税店，打造一个集观光、休闲、度假、购物为一体的旅游综合体。此外，根据新京报的新闻，北京市政协调研组在2019年6月也同样提出建议，争取国家层面支持，制定京津冀区域出境旅游居民享受在京购买一定额度的免税商品政策，引导境外消费回流；并加强市内免税站等业态布局，前期可利用现有国有零售百货店先行先试，逐步扩大市内免税店布点；并建议充分利用保税区的相关政策，在环球影城主题公园等重点区域规划建设2-3个一体化的进口商品展销中心，引导境外消费回流。2) 从北京环球影城的股权结构来看，首旅集团通过持股北京首寰文旅公司50%的股权，间接持股北京环球影城总股本的35%，为第一大持股股东。叠加本次王府井获得免税品经营资质，且为首旅集团体系内最大的百货零售类公司，我们认为未来或不排除让王府井在环球影城的购物区域开展市内免税店的可能性；再从环球影城的客流性质+旅游人次+商业模式来看，未来王府井若有望实现市内免税店进驻环球影城，未来发展潜力可期。

图 32：首旅集团为北京环球影城第一大股东，发力“旅游+免税”模式有望实现共赢



资料来源：天眼查，安信证券研究中心整理

### 4.2. 环球影城一期预计客流 1200 万人次且购物需求强，“旅游+免税”潜力大

北京环球影城一期预计 2021 年开业，全年客流有望达 1200 万人次。北京环球影城项目为全球第 5 座环球影城，总面积达 4 平方公里（面积近 600 个足球场），共计投资超过 514 亿元，其中包括主题乐园的一期、二期工程及一家水上乐园，具体包括了 20 多个娱乐景点。根据证券日报新闻，预计北京环球影城开业时间是 2021 年 5 月，在一期项目开业后，预计全年将吸引客流约 1200 万人次，度假区成熟后每年营业额约 250~300 亿元，有望带动北京市旅游收入年均增长率或达 7%~7.5%，预计拉动全市餐饮、酒店、商业中心客流提升约 15%，项目成熟后，直接和间接产生的年经济效益增量或接近 1000 亿元，此数据约相当 2019 年北京地区生产总值的接近 3%。

环球影城游客购物需求强，且与市内免税店客群高度重合，发力“旅游+免税”模式潜力大。北京环球主题公园及度假区建成后，将面向从世界各地前来的游客，各年龄段的游客都可以在游玩中获得沉浸式的感受和体验。考虑到免税店的客群主要为国内出境和海外入境客流，该两部分客群与北京环球影城的客群重合度较高。此外，根据《2019 中国主题公园调研报

告》数据，游客最期待在北京环球度假区周边看到的商业设施为大型综合购物中心、市内免税店以及奥特莱斯。未来王府井若在环球影城周边设立市内免税店，或有望实现旅游客流的免税购物直接转化，助推消费回流的同时加快自身发展。

图 33：北京环球影城一期预计 2021 年 5 月开业



资料来源：环球影城官网，安信证券研究中心

图 34：环球影城项目距市中心均约 1 小时车程左右



资料来源：百度地图，安信证券研究中心

## 5. 顶层设计支持免税回流，对标韩国下市内免税发展潜力可期

### 5.1. 顶层设计 3 月规划出台，国人市内免税再获政策支持

发改委完善免税业政策，国内免税政策有望持续支持。2020 年 3 月 13 日，发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》。其中提到拟进一步完善免税业政策，包括继续完善市内店政策，建设中国特色免税店；增设免税店，扩大口岸免税业务；调整免税限额及品类，国人免税政策有望大幅利好免税业务。①目前王府井已在全国 33 城市布局 54 家经营网点，若市内店政策进一步开放，王府井免税业务将首先受益；②若进一步增设口岸免税店，王府井基于经营、供应链、规模等优势，有望获得更多门店经营权，收入规模有望加速提升；③免税限额和免税品种类若进一步提升，将大幅促进免税销售。

表 5：2020 年 3 月国人免税政策主要内容

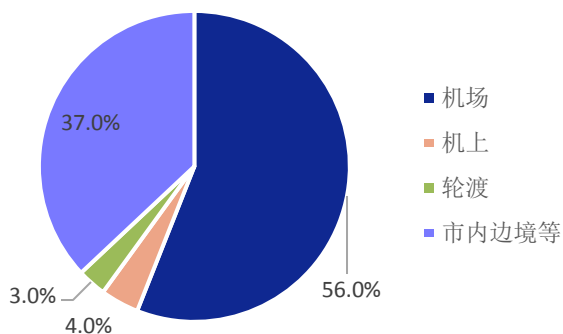
时间	政策文件	政策内容
2020 年 3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	<p>①完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点；</p> <p>②扩大口岸免税业务，增设口岸免税店；</p> <p>③根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类；</p> <p>④在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台。</p>

资料来源：政府文件，安信证券研究中心

### 5.2. 韩国市内免税占据重心，综合体验相比机场更优

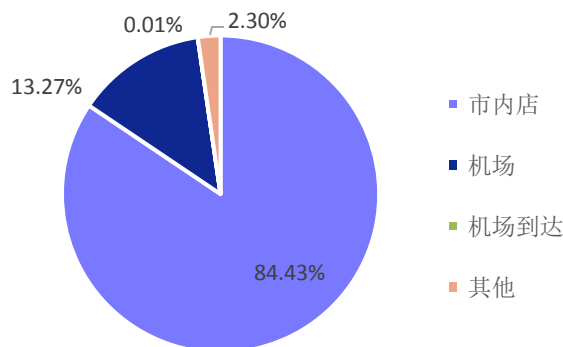
韩国免税业发力发展市内店，营收占整体免税业比重 84.43%。从全球来看，免税业的主体仍然是机场免税业务，机场免税店是免税业务最初的形式，业务形式相对成熟，2017 年，全球机场免税业务收入占总收入的 56%。但韩国不同于其他国家，市内免税店是其主要增长点，截至 2019 年 7 月，韩国共有 60 家免税店，其中 29 家机场免税店，25 家市内免税店，市内免税店由于其优越的地理位置和更加齐全的品牌，逐渐成为韩国免税业的支柱。以 2019 年 5 月数据来看，市内免税店销售规模占到 84.43%，其中来自海外游客的消费占市内免税店消费总额的 90.18%。

图 35：2017 年全球免税业结构情况



资料来源：前瞻经济研究院，安信证券研究中心

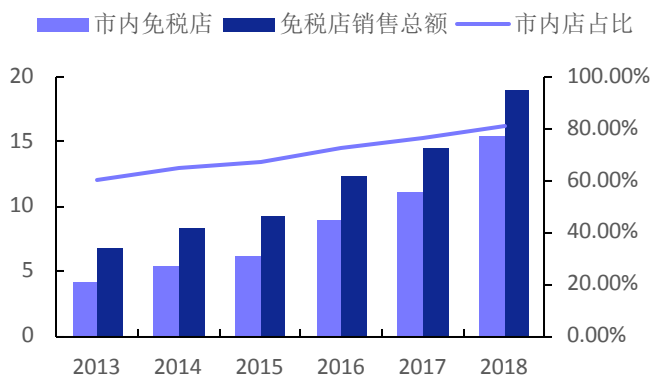
图 36：2019 年 5 月韩国免税业销售规模



资料来源：KDFA，安信证券研究中心

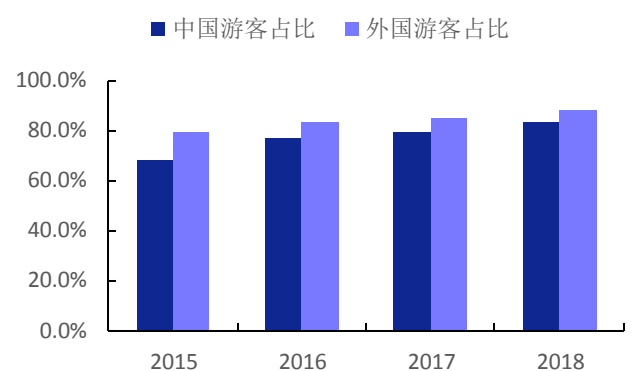
2018年韩国市内免税店销售额87.9%为外国游客支撑,其中中国游客为消费核心客群。2018年韩国市内免税店销售规模达到15.4万亿韩元(约合129.67亿美元),同比增长38.1%,占总销售规模81.22%。2013年市内免税店规模仅4.1万亿韩元(约合34.32亿美元),CAGR达到30.3%。市内店销售额占比也在不断上升,由2013年60.29%上升至2018年81.22%。与机场及其他免税店相比,2018年机场及其他免税店销售额仅3.6万亿韩元(约合30.32亿美元),市内免税店销售额为机场的近5倍。市内店主要的消费者是外国游客,尤其是中国游客。自中国游客取代日本游客成为韩国免税业主要消费者后,中国游客在市内店的消费额占比不断提升,2018年已经达到83.7%,外国游客在2018年的总体市内免税店消费占比为87.9%。

图 37: 韩国市内免税店销售额 (万亿韩元)



资料来源: 前瞻经济研究院, 安信证券研究中心

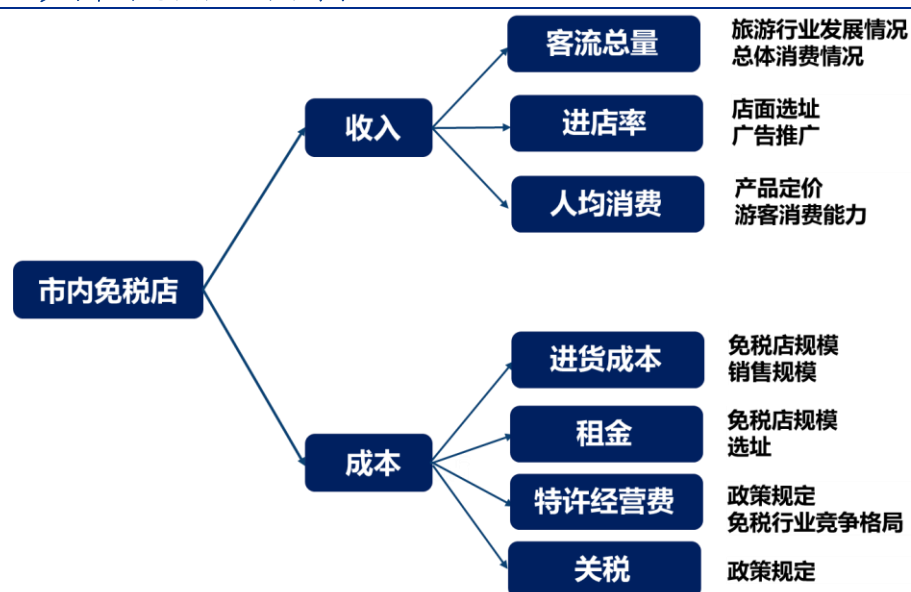
图 38: 韩国市内免税店中国与外国游客消费额占比



资料来源: KDFA, 安信证券研究中心

免税店规模+店面选址+网上免税店,三大核心优势推动韩国市内免税店发展相比机场店需求更大。根据韩国市内免税店成功经验,相较机场免税店优势在于更加优越的地理位置,低廉的租金以及宽阔的门店。对免税店盈利进行拆分,影响收入的因素主要是免税店区域的客流量、进店率与人均消费,成本主要包括进货成本、特许经营费,租金和关税。

图 39: 影响市内免税店盈利的因素



资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心

### 5.3. 规模效应扩大优势+市区地段提升体验，推动乐天免税发展至韩国龙头

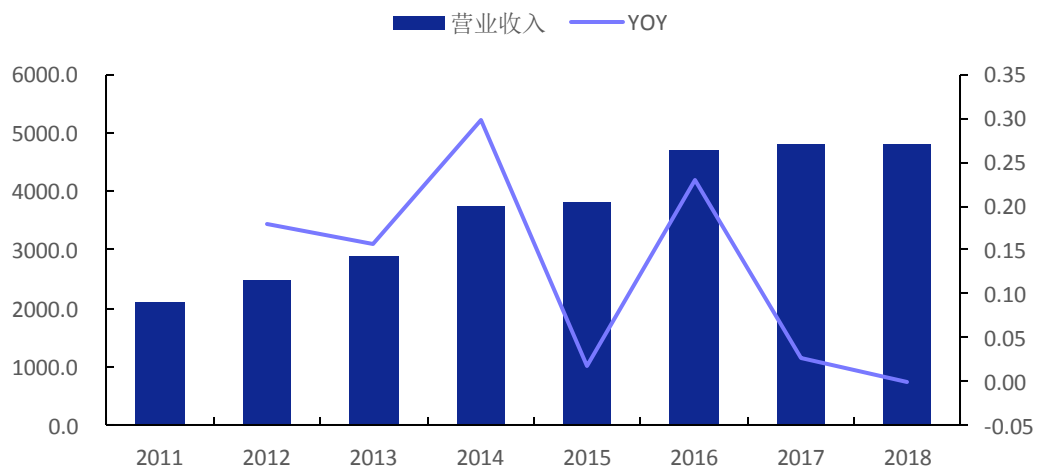
乐天免税店成立于1980年，是韩国第一大免税商，2018年占据韩国免税业39.9%的市场份额，2017年以48.42亿欧元（约合53.48亿）营业收入位居全球免税店排行第二。乐天免税店隶属于乐天集团“乐天酒店”旗下，2019年乐天酒店83.5%的营业收入来自其免税业务。目前有9家国内店，其中5家是市内店，12家海外分店。

表 6: 乐天免税发展历程

时间	重要事件
1980	第一家免税店明洞总店开业，蚕室店开业
1995	釜山店开业
1999	乐天首家机场免税店金浦机场店开业
2000	免税业内首家网络免税店乐天网上免税店开业，济州店开业
2001	仁川机场店开业
2006	成立乐天家族并举办家族演唱会，年销售额突破1兆韩元
2007	启动物流中心
2010	COEX店开业
2012	韩国免税业首家海外免税店印度尼西亚雅加达机场店开业
2013	印度尼西亚雅加达市内店开张、美国关岛机场店开张
2014	日本关西机场店开业、蚕室店搬迁更换为世界塔店
2016	日本银座店开业、金海机场店开业
2017	世界塔店开业、岷港机场店开业
2018	仁川机场第二航站楼店开业
2019	乐天澳大利亚布里斯班机场店、墨尔本市内店、达尔文机场店、堪培拉机场店、新西兰威灵顿机场店开业

资料来源：乐天免税店官网，安信证券研究中心

图 40: 乐天免税业务营业收入（百万美元）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

位于市中心地带地理优势突出，背靠乐天集团发挥产业协同效应。乐天主要经营市内免税店，拥有五家市内免税店牌照，大多位于重要城市中心地区（有三家位于首尔地区），地理位置优越，交通便利客流量大。以明洞店为例，明洞店位于首尔市中心位置，乘坐地铁、公交较为便利，除此之外机场客车也有从仁川机场至乐天酒店与明洞店的直达班车。同时乐天明洞点位于乐天百货内，与乐天酒店毗邻，临近乐天剧院，依托于乐天酒店及百货吸引客源，乐天酒店提供免税购物一站式服务，周围乐天剧院、乐天 Marts 等一系列娱乐服务地点，免税店与乐天集团旗下其他产业形成互惠的消费链条，发挥明显产业协同效应。

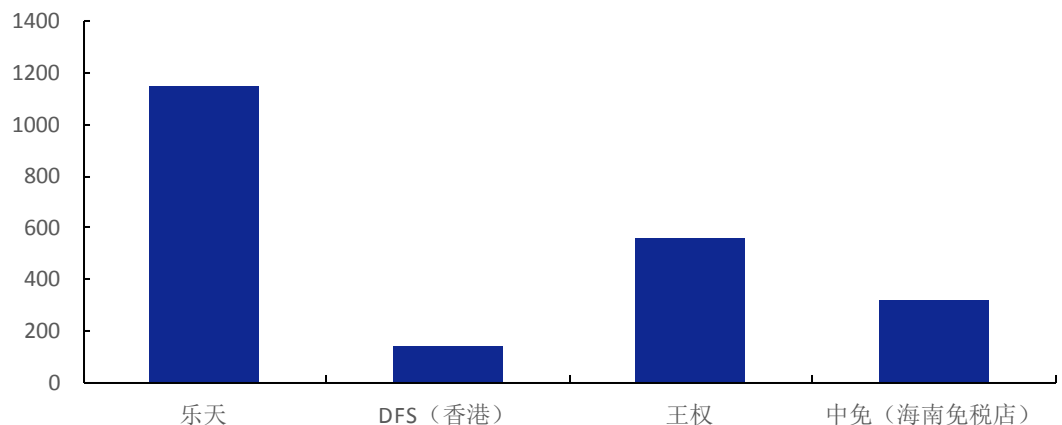
表 7：乐天市内免税店情况

市内免税店	城市	地址	销售占比
明洞总店	首尔	首尔市中区小公洞 1 号乐天免税店明洞总店 1 楼, 9-12 楼	51%
世界塔店	首尔	首尔市松坡区新川洞 29 号乐天世界大厦 Mall 8,9 楼	6%
COEX 店	首尔	首尔市江南区三成洞 159 号洲际 COEX 酒店 B1-B2	6%
釜山店	釜山	釜山广域市釜山镇区釜田洞 503-15 乐天百货店釜山店 7-8 楼	6%
济州店	济州	济州特别自治道济州市连洞 2324-6 乐天免税店济州店 1-3 层	8%

资料来源：乐天免税店官方网站，安信证券研究中心

全球第二免税品消费体量，规模效应构建品牌+价格优势。乐天免税具有全球第二的免税品消费体量，规模效应显著。①合作品牌方面：乐天是韩国最早引入国际三大奢侈品牌的免税店，1984 年引入 LV，1985 年引入爱马仕，1986 年与香奈儿达成合作，最早引入三大品牌的先发优势+免税消费体量庞大，更多国际品牌选择与乐天合作。目前乐天线上免税店有超过 1000 个品牌，优势显著。②价格方面：乐天凭借其集团产业规模优势，发展与上游供应商长期合作关系，具有一定议价能力，免税商品具有明显价格优势。乐天免税店价格显著低于王权免税店、DFS 等免税店，但日上和海免在网上免税店上标价最低。

图 41：各免税商品牌数量



资料来源：乐天网上免税店，DFS 免税店，王权免税店，中免网上商城，安信证券研究中心



表 8: 乐天免税店畅销榜前十各免税店价格 (单位: 元)

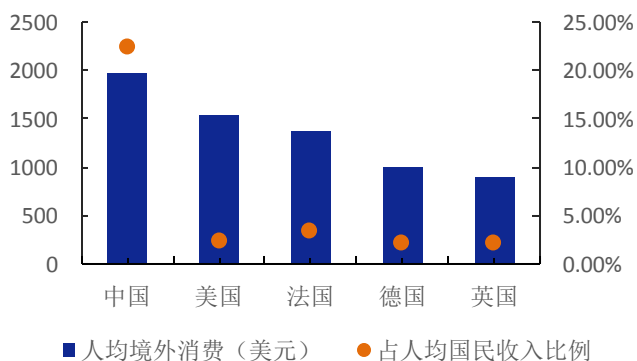
	乐天免税店	王权免税店	DFS	日上	海免
纪梵希轻盈无痕明星四色散粉	435	529	453	344	360
Ford 口红	338	383	/	/	320
Nars 粉饼	276	296	316	/	/
海蓝之谜精华面霜	1206	1414	1319	1037	1200
雅诗兰黛 double wear 持妆粉底液	338	374	317	281	285
科颜氏高保湿霜 125ml	428	440	467	349	400
雅诗兰黛精华露	1213	1437	1170	864	980
海蓝之谜浓缩修护眼霜	1461	1701	/	1190	1415
Mac 时尚专业唇膏	121	163	/	/	/
海蓝之谜浓缩修护精华	3225	3688	3473	3099	3100

资料来源: 乐天网上免税店, DFS 免税店, 王权免税店, 中免网上商城, 安信证券研究中心

#### 5.4. 对标韩国, 国内市内免税发展仅刚起步, 未来潜力可期

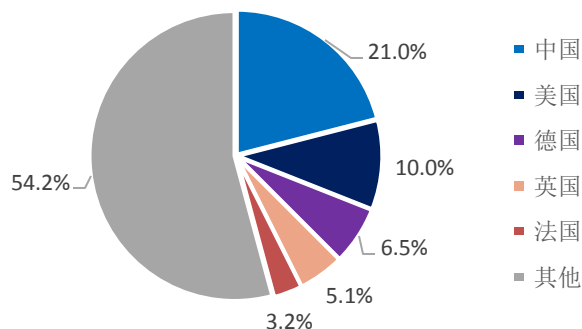
中国消费者是亚太地区免税业主力军, 旅游业与境外消费规模大。根据 UNWTO 统计口径, 2017 年中国境外消费达到 2580 亿美元, 排名全球第一, 平均消费达到 1985 美元。从全球视野出发, 中国海外市场消费体量巨大, 民众普遍对旅游消费投入较高, 占人均收入比重高, 而在旅游消费中, 购物占据超 25% 的份额, 海外购物消费达到 762 美元, 远超非中国游客 486 美元的境外购物, 是非中国游客的 1.56 倍, 对海外及亚太地区免税业务推动效应明显。

图 42: 2017 年各国人均境外消费情况



资料来源: World Bank, 出境旅游购物白皮书, 安信证券研究中心

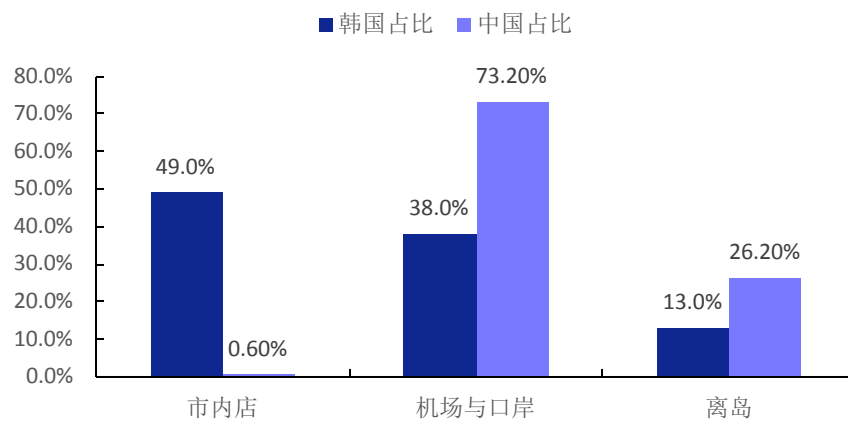
图 43: 2017 年各国境外消费占比情况



资料来源: UNWTO, 安信证券研究中心

中国市内免税业务打开, 对标韩国下发展潜力可期。韩国主要的免税业务渠道是市内店, 2018 年韩国市内店销售额占比 49%, 而中国市内店销售仅占比不到 1%, 主要的业务集中在机场及口岸。韩国免税业主要的消费者是中国游客, 2018 年中国游客消费占韩国免税业总营收的 83.7%。未来有望在发展市内免税消费渠道吸引中国游客消费回流下, 公司未来的免税业务潜力可期。

图 44：韩国免税市场份额增长情况



资料来源：勾股大数据，安信证券研究中心

## 6. 北京市内免税店 2025 年预计净利 10.5 亿元，中长期发展空间可期

### 6.1. 韩国明洞：无扣点且租金低，市内免税店净利润优于机场店

以明洞店为例，明洞店位于首尔，地产属于乐天集团，明洞店面积 16000 平方米，月租金约每平米 900 美元，而仁川机场免税店是韩国最大的机场免税店，2015 年经过扩建乐天在仁川机场的可使用面积达到 8849 平方米，仅有明洞店一半，并且签订合同在 2020 年前需交付 4 万亿韩元租金，据测算，明洞店年租金大约占总收入 6%-8%，相较机场店 50%左右的扣点率与高租金，市内店租金相对低廉，市内店利润空间也更高。

表 9：明洞店盈利测算

	2018	测算方式
客单价 (美元)	358	韩国免税总体客单价 KDFA
客流量 (万人次)	977.65	销售额与客单价计算所得
销售额 (万美元)	350000	新浪财经-韩国阿里郎电视台
毛利率	36.52%	乐天免税店 2018 年毛利率
毛利润 (万美元)	127820	计算所得
营业面积 (平方米)	16115	人民网韩国频道
租金 (美元/平米/月)	917	假设
租金总额 (万美元)	17732.946	计算所得
折旧摊销率	1.80%	乐天免税整体
折旧摊销 (万美元)	6300	计算所得
特许经营率	0.05%	韩国海关总署 (2013 年)
特许经营费 (万美元)	175	计算所得
期间费用率	20%	乐天免税店总体水平
期间费用 (万美元)	70000	计算所得
营业利润 (万美元)	33612.054	计算所得
所得税 (万美元)	6722.4108	按 20% 计算
净利润 (万美元)	26889.6432	计算所得
净利率	7.68%	计算所得

资料来源：政府文件，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

### 6.2. 海棠湾免税店：预计 2022 年营收 181 亿元，净利润 23 亿元

以国内离岛免税的单店模式来看，根据阳光海南网数据，2018-19 年海南省离岛旅客购物渗透率分别为 13% 和 17%，我们保守预计海南省 2020-22 年离岛旅客购物渗透率分别为 15.0%/15.5%/16.0%，海南离岛免税客单价分别为 4174 元/4383 元/4534 元下，预计三亚海棠湾免税店营收有望从 2019 年的 105 亿元增长至 2022 年的 181 亿元，预计净利润有望从 14.20 亿元增长至 23.05 亿元，对应净利率为 13.57% 和 12.74%。

表 10: 三亚海棠湾免税店测算 (亿元)

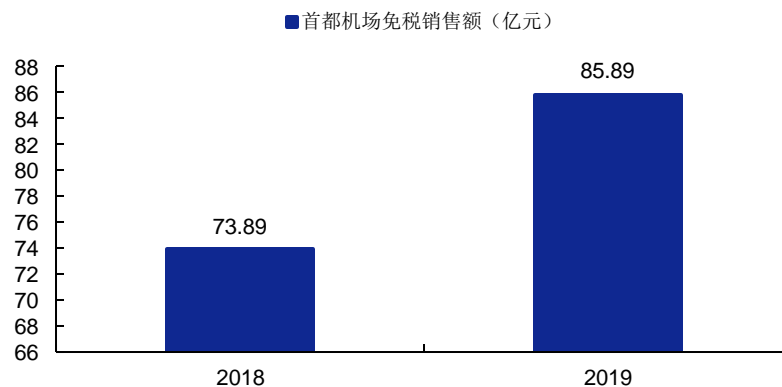
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
三亚免税店总收入	60.84	80.10	104.65	95.23	139.04	180.75
YoY	29.31%	31.66%	30.65%	-9.00%	46.00%	30.00%
免税销货成本	35.90	41.65	53.55	48.73	72.30	94.89
毛利	24.94	38.45	51.10	46.50	66.74	85.86
毛利率	41%	48%	49%	49%	48%	48%
随收入变动费用	4.38	5.77	7.53	6.86	10.01	13.01
营业税金及附加	0.73	0.96	1.26	1.14	1.67	2.17
占收入比例	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
特许经营费	2.43	3.20	4.19	3.81	5.56	7.23
占收入比例	4%	4%	4%	4%	4%	4%
行邮税	1.22	1.60	2.09	1.90	2.78	3.61
占收入比例	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
固定费用	9.08786	17.93	24.63	26.63	33.63	42.13
折旧摊销	2	2	2	3	3	3
人工、水电能耗等管理费用	3.68082	1.602	2.093	1.90463	2.7807598	3.614988
管理费用率	6.05%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售费用	3.41	3.60	4.19	3.81	5.56	7.23
销售费用率	5.60%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
营业利润	11.48	14.7529400	18.94	13.02	23.10	30.71
营业利润率	18.86%	18.42%	18.10%	13.67%	16.61%	16.99%
三亚免税店净利	9.11	11.06	14.20	9.76	17.32	23.04
净利率	14.97%	13.81%	13.57%	10.25%	12.46%	12.74%
中免作为经销商供货给海棠湾获利润						
占终端销售额比例	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	9.0%	8.0%
获得利润	6.08	8.01	10.47	7.62	12.51	14.46

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

### 6.3. 首都机场: 2018-19 年销售规模分别至 74 亿元/86 亿元

在从现有的首都机场免税店(含 T2、T3 航站楼免税店)来看,其 2018 及 2019 分别实现营收 73.89 亿元/85.89 亿元,根据我们此前外发的中国国旅研究报告,预计其 2020-2022 年的营收分别为 63.56 亿元/88.98 亿元/106.77 亿元,由于机场的扣点及租金相对较高,对应净利润分别为 0.97 亿元/1.63 亿元/1.96 亿元,净利率分别为 1.53%/1.84%/1.84%。

图 45: 2018-2019 年首都机场免税销售额分别为 74 亿元和 86 亿元



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 6.4. 王府井：预计 2025 年北京市内免税收入 52 亿元，净利润 10.5 亿元

考虑到市内免税 2019 年占国内免税销售比例仅 1%，相比全球及韩国均处于较低水平，且北京机场免税店 2019 年已实现营收 85.89 亿元，未来公司的市内免税店潜力可期。根据阳光海南网数据，海南省离岛免税的购物客流在整体游客中 2018-19 年占比约为 13%和 17%；我们保守假设在未来 3-5 年下，预计北京出入境客流的市内免税购物渗透率在 2021~2025 年市内免税购物转化率为 1.25%/1.75%/2.25%/2.75%/3.00%；客单价分别 4500 元/4750 元/5000 元/5250 元/5500 元假设下，对应王府井市内免税业务 2021-2025 年营收分别为 15.64 亿元/23.80 亿元/33.17 亿元/43.85 亿元/51.62 亿元，对应净利润为 2.46 亿元/4.25 亿元/6.21 亿元/8.57 亿元/10.50 亿元，对应销售净利率 15.75%/17.87% /18.72%/19.54%/20.34%。

表 11：王府井：北京市内免税店盈利能力测算（2021 年~2025 年；单位：百万元）

王府井：市内免税预测	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	北京（第 1 年）	北京（第 2 年）	北京（第 3 年）	北京（第 4 年）	北京（第 5 年）
预计国际及港澳旅客吞吐量（万人次）	2779.61	2863.00	2948.89	3037.35	3128.48
YoY		3%	3%	3%	3%
购物渗透率	1.25%	1.75%	2.25%	2.75%	3.00%
客单价（元）	4500	4750	5000	5250	5500
市内店销售额（亿元）	15.64	23.80	33.17	43.85	51.62
毛利率	55%	55%	55%	55%	55%
营业面积（平方米）	4000	4500	5500	6000	6000
租金（元/平方米/天）	75	75	75	75	75
年租金总额（万元）	10950	12319	15056	16425	16425
折旧摊销率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
折旧摊销（万元）	4691	7140	9952	13156	15486
特许经营费率	1%	1%	1%	1%	1%
特许经营费（万元）	1564	2380	3317	4385	5162
期间费用率	18.0%	17.0%	16.5%	16.2%	15.7%
期间费用（万元）	28144	40458	54739	71040	81043
营业利润（亿元）	3.28	5.67	8.28	11.43	14.00
所得税（亿元）	0.82	1.42	2.07	2.86	3.50
净利润（亿元）	2.46	4.25	6.21	8.57	10.50
净利润率	15.75%	17.87%	18.72%	19.54%	20.34%

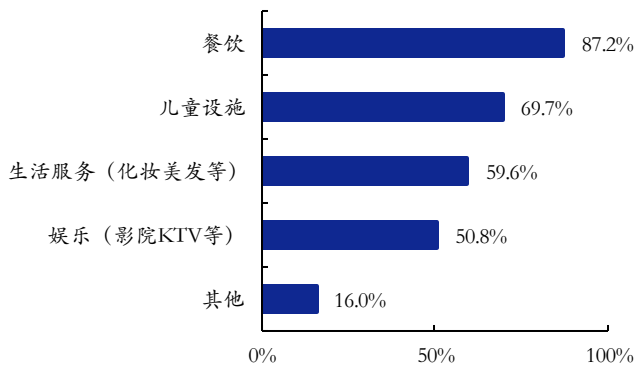
资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

## 7. 存量业务：百货体验化升级，购物中心&奥莱持续有序扩张

### 7.1. 百货业态：购物中心化积极转型，“消费体验化”持续升级

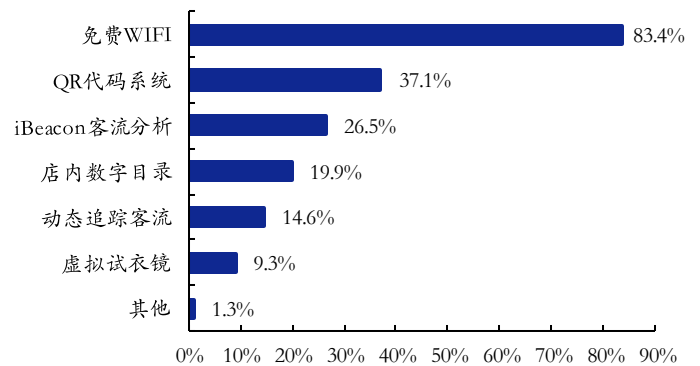
消费者购物趋势转变下，传统零售商积极向“消费体验”综合性业态转型。随着电商等线上零售的持续发展，消费者的购物趋势同样也发生了变化，百货门店的模式今年来逐步从销售和备货空间向“以消费者体验”为导向的业态转变。根据中国百货商业协会，83.9%的百货公司实体店在2019年增加了体验元素，其中87.2%增加了餐饮项目，69.7%增加了更多与儿童相关的设施，59.6%增加了生活服务项目（如化妆和理发），50.8%增加了娱乐元素（如电影和KTV），以及针对新生代消费群体追求与众不同、科技感、健康生活的诉求，适当增加VR体验换装店铺、定制化产品、个性健身房等店铺，引入并培植新“物种”，打造吃喝玩乐一体化中心。

图 46：百货不断新增餐饮、游乐、生活服务等体验元素



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

图 47：应用新技术可提升客户线下消费体验，吸引客流



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

王府井率先发力百货购物中心化，重视消费体验创新+打造IP线下引流，有望把握线下零售趋势实现多业态协同发展。1) 百货业态创新转型：为顺应消费者求新意识，公司强化百货业态创新转型，积极打造超级IP实现百货线下引流。①文创IP“王府井梦工厂”开进北京百货大楼：王府井集团创立自营品牌王府井梦工厂，主要经营文创产品。与淘宝故宫不同的是，王府井梦工厂的产品路线走的是民俗路线。“沙琪玛”充电宝、“糖葫芦”手电筒、“提笼架鸟”钥匙包等充满浓厚老北京味道的文创产品吸引不同消费群体，成功引流消费者前往线下门店打卡。②怀旧“和平菓局”+长安商场重开张，成功吸引百货客流：2019年王府井旗舰店北京市百货大楼引入和平菓局聚焦人气，将集老北京街区风貌、市井场景、风味小吃等各项集体验性、趣味性于一身的“和平菓局”引入百货店内，在业内引起良好反响，凭借创新转型流量显著提升。同时，长安商场闭店8月重开张，打破原有传统百货经营形态，以“社区商业+奥莱商品”模式运营，成功转型优生活优社区商业服务中心。百货转型类购物中心成为公司未来发展大趋势，打破传统百货业态品牌老化，调整百货业态结构，以全新业态体验重入消费者眼球，线下百货引流能力有望在转型发展中持续提升。2) 购物中心&奥莱业态协同发展：公司对购物中心重构项目发展产品线，努力促进经营质量和管理水平的提升，取得良好成效。以熙地港西安和熙地港郑州两家大型购物中心为例，公司对其加大品牌功能调整力度，保持了业绩稳步增长。奥莱业态对存量门店通过加强精细化管理，创新经营模式，带来业绩的持续提升，同时加大新店培育运营，为小店站稳市场打下了坚实基础。

图 48: 王府井梦工厂北京百货大楼店



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 49: 王府井设立的创客中心——梦工厂



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 50: 和平菓局中的老北京城



资料来源: 和平菓局微信公众号, 安信证券研究中心

图 51: 和平菓局中的小吃街



资料来源: 和平菓局微信公众号, 安信证券研究中心

图 52: 转型后长安商场成功引流



资料来源: 联商网, 安信证券研究中心

图 53: 转型后的长安商场布局娱乐板块

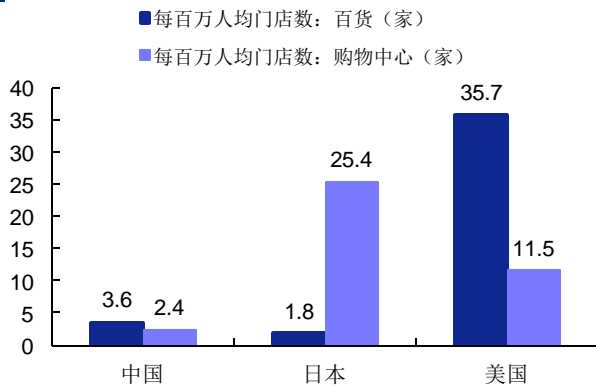


资料来源: 联商网, 安信证券研究中心

## 7.2. 购物中心&奥莱：门店加速扩张，积极把握消费升级下沉市场

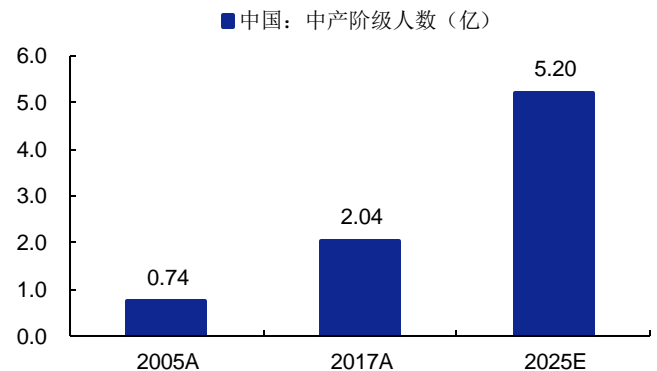
对比日本和美国，国内购物中心门店密度仍较低，消费升级推动三四线城市下沉可期。1) 对比日本：购物中心截止2018年末达3220家，对应人均门店密度达到24.7家/百万人，为中国现有水平的10倍。2) 对比美国：现有购物中心数同样达到3810家，对应人均门店密度11.5家/百万人，为国内密度的4.8倍。3) 回看国内：根据麦肯锡2016年中国消费者调查，47.8%的用户表示更注重商品的品质，这些用户更愿意在同类商品中选择品质好的，并且愿意为此多付出10%的消费溢价。国内2017年中产阶级人数约为2.04亿人，占比总人口约15%，该部分人群相对更加重视商品和服务品质，未来在中产阶级人数持续增多推+城市人口向二三四线回流趋势下，国内购物中心下沉三四线城市空间依旧较大。

图 54：国内每百万人均购物中心门店数仍较低



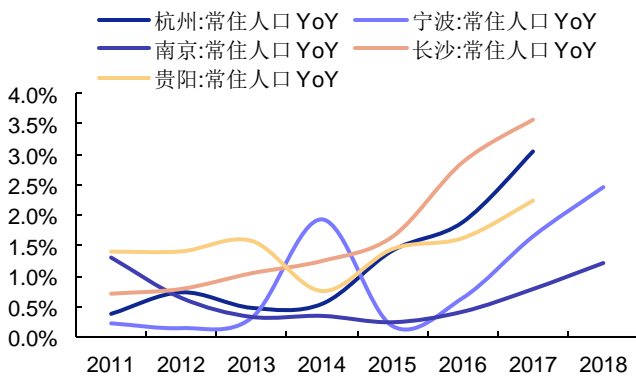
资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 55：国内中产阶级有望持续增多至 5.2 亿人



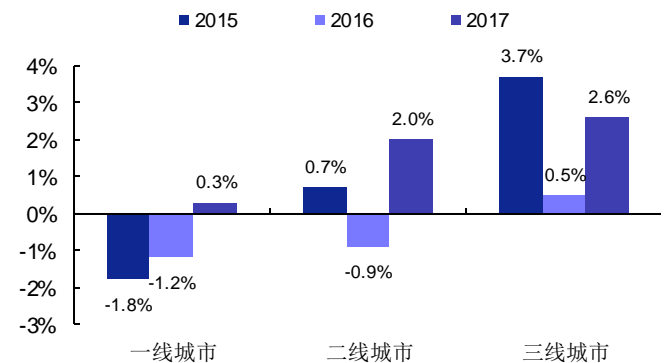
资料来源：Credit Suisse、麦肯锡测算，安信证券研究中心

图 56：二三四线城市人口回流，购物中心数量快速扩张



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 57：三线商场客流指数同比增长明显高于一二线城市

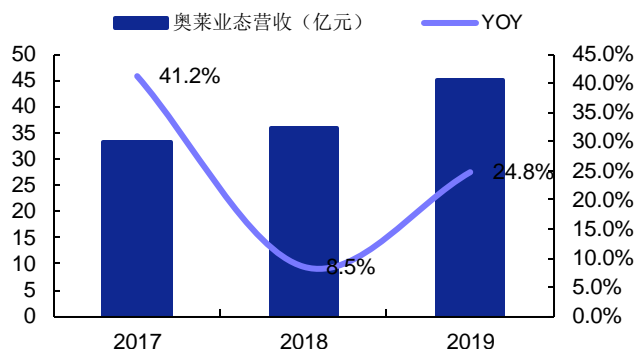


资料来源：中华商业信息网，安信证券研究中心

公司两次收购布局奥莱业态，发展快速成为公司收入利润增长核心驱动之一。王府井 2013 年以 19.97 亿港元完成收购春天百货，收购前春天百货将奥特莱斯业态作为发展重点，通过此次收购王府井开始涉足奥特莱斯业态。2017 年公司收购贝尔蒙特，通过合并贝尔蒙特旗下北京赛特奥莱与沈阳赛特奥莱，公司奥莱业态运营能力稳步提升。近几年公司通过加强对奥莱业态存量门店的精细化管理，创新经营模式，同时加大新店的培育运营，挖潜增效带来亮眼业绩。奥特莱斯业态营收保持高位增长，盈利能力稳定。受益于收购贝尔蒙特，公司 2017 年奥莱业态营收增长率高达 41.2%；2019 年继续保持高增长态势，奥莱业态实现营收 45.05 亿元/+24.75%，毛利率稳定在 10%~11%之间，且至 2019 年营收占比提升至 17.9%，成为公司收入及利润增长重要驱动力之一。

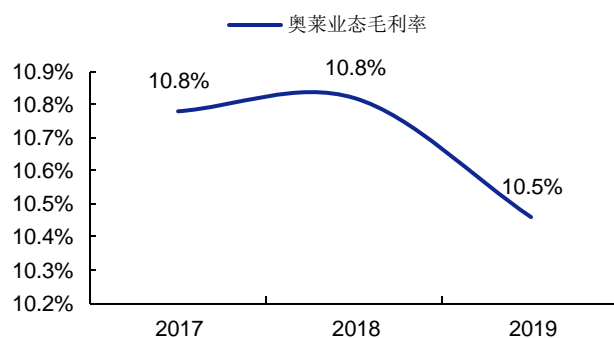


图 58: 奥莱业态营收保持高位增长



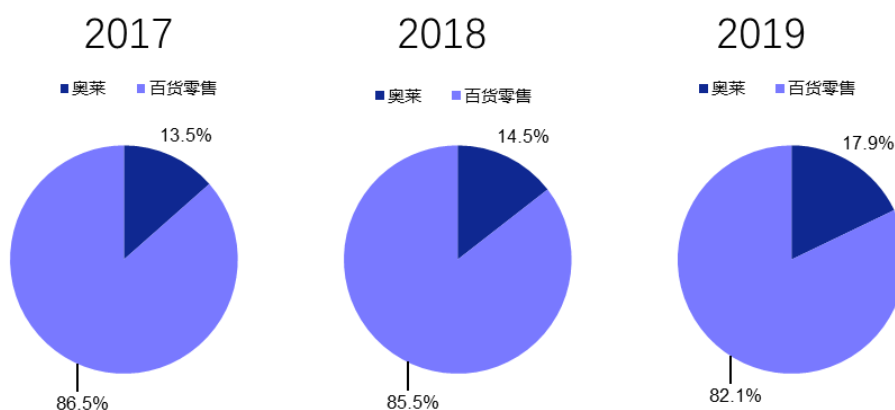
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 59: 奥莱业态盈利能力稳定



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 60: 奥莱业态占营收比重稳步提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

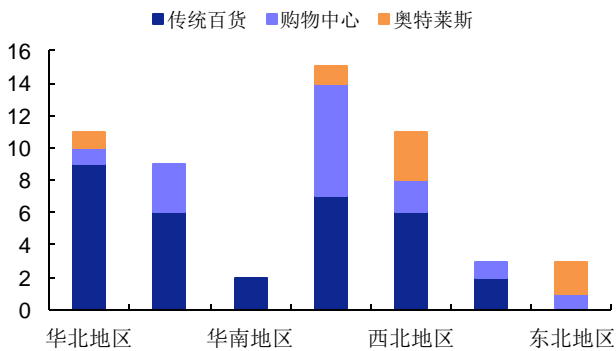
持续发力购物中心&奥特莱斯门店扩张, 有望推动公司实现全国有序扩张。公司近年加速奥莱&购物中心布局, 每年新开 1~5 家门店, 新增门店聚焦于奥莱&购物中心两大业态, 助力公司连锁版图在全国内不断扩张。2017 年公司新开门店 3 家 (不包括收购贝尔蒙特门店), 其中包括 2 家购物中心; 2018 年公司新开业门店 1 家 (长春奥莱 Mall); 2019 年公司新开业门店 4 家, 其中包括 3 家购物中心 (南昌王府井购物中心、西宁王府井生活广场和巴中王府井购物中心) 与 1 家奥莱 (昆明王府井滇池小镇)。截至 2019 年, 王府井旗下共有 54 家门店, 涉及全国 7 大区域、33 个城市, 其中包括 32 家百货、15 家购物中心以及 7 家奥特莱斯, 合计经营建筑面积达 302.8 万平方米。

表 12: 购物中心+奥莱业态持续新开店, 公司门店有望实现全国有序扩张

	门店数量				门店面积 (万平方米)			
	百货	购物中心	奥特莱斯	合计	百货	购物中心	奥特莱斯	合计
2010	22	-	-	22	97	-	-	97
2011	23	1	1	25	101	9	3	113
2012	26	1	1	28	123	9	3	135
2013	27	1	1	29	120	9	3	132
2014	26	1	1	28	128	9	3	140
2015	23	5	3	31	105	30	11	146
2016	23	8	7	38	105	62	36	200
2017	34	11	9	54	130	91	45	266
2018	27	15	9	51	106	109	50	265
2019	32	15	7	54	130	125	48	303

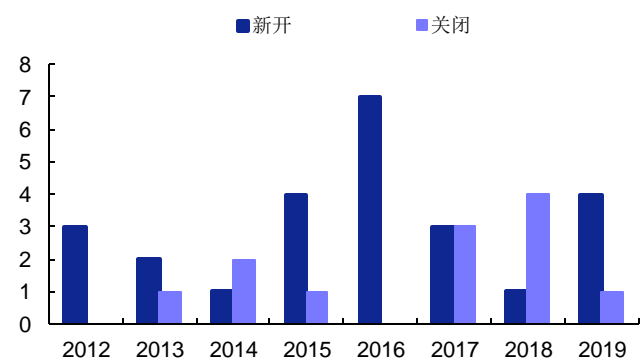
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 61: 各大业态门店网络布局全国



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 62: 王府井每年开关店情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

股权激励落地助力公司购物中心&奥特莱斯加速发展, 绑定收入占比及业绩明确成长目标。根据公告, 王府井发布 2020 年度股票期权激励计划, 拟向 128 名激励对象授予不超过 762.5 万份股票期权。公司制定明确业绩考核要求, 分年度进行业绩考核并行权, 以达到业绩考核目标作为激励对象的行权条件。行权条件以 7.2 亿元为基数, 对应 2021-23 年的公司扣非归母净利润增速不低于 20%/30%/40%, 并指出购物中心及奥莱收入 2021-23 年占比不低于 30%/40%/50%。公司在股权激励计划中为未来几年购物中心&奥莱业态发展做出积极的营收及占比目标, 有望助力公司中长期两大业态发展, 利好业绩稳健增长及多业态发展。

表 13: 王府井股权激励计划考核条件

行权期	业绩考核条件
第一个行权期	以 2016-2018 年度扣非归母净利润平均值 (7.2 亿元) 为基数: 1) 2021 年扣非归母净利润增长率不低于 20%; 2) 2021 年度扣非归母加权平均净资产收益率不低于 8%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 3) 2021 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 30%。
第二个行权期	以 2016-2018 年度扣非归母净利润平均值 (7.2 亿元) 为基数: 1) 2021 年扣非归母净利润增长率不低于 30%; 2) 2021 年度扣非归母加权平均净资产收益率不低于 8.5%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 3) 2021 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 40%。
第三个行权期	以 2016-2018 年度扣非归母净利润平均值 (7.2 亿元) 为基数: 1) 2021 年扣非归母净利润增长率不低于 40%; 2) 2021 年度扣非归母加权平均净资产收益率不低于 9%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 3) 2021 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 50%。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 8. 投资建议：预计 2021 年净利润 12 亿元，目标市值 350-500 亿元

### 8.1. 盈利预测：免税业务加持，预计 2021-22 年净利润 12 亿元/16 亿元

**核心逻辑：免税业务打开中长期成长空间，百货龙头发展有望迎来新机遇。**

① **市内免税打开空间**：公司本次为继中免有第二家全国性免税经营牌照，短期看北京市内店未来 3~5 年营收利润有望快速放量，中长期看全国性免税经营扩张，未来潜力可期。

② **疫情系短期影响**：今年 1-3 月份门店受疫情较直接影响，但公司已严控成本费用并积极争取相关政策支持，降低对业绩影响。考虑到疫情期间消费者的购物需求被抑制，后续或有望迎来消费反弹，预计今年 Q2-3 月同店销售数据有望持续改善；

③ **多业态协同发展**：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效；购物中心方面，主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥特莱斯方面，大力推进自营项目的落地，优化品类结构，增长保持强劲。

表 14：王府井 2020-2025 年盈利预测（单位：百万元）

营收（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
存量业务：营收	26,085	26,711	26,789	18,932	26,393	28,133	29,857	31,565	33,272
YOY	46.59%	2.40%	0.29%	-29.33%	39.41%	6.59%	6.13%	5.72%	5.41%
百货零售	21,325	21,312	20,689	14,482	20,565	21,798	22,888	23,804	24,518
YOY	6.82%	-0.09%	-2.92%	-30%	42%	6%	5%	4%	3%
奥特莱斯	3,327	3,611	4,505	3,333	4,600	4,922	5,316	5,794	6,374
YOY	41.23%	8.52%	24.75%	-26%	38%	7%	8.0%	9%	10.0%
其他业务	1,433	1,788	1,596	1,117	1,229	1,413	1,653	1,967	2,380
YOY	71.12%	24.80%	-10.78%	-30%	10%	15%	17%	19%	21%
毛利率：百货零售 (%)	17.46	17.47	17.32	15.50	17.50	17.50	17.50	17.50	17.50
毛利率：奥特莱斯 (%)	10.78	10.82	10.46	10.20	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50
毛利率：其他业务 (%)	92.24	86.39	92.55	90.00	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50
净利率 (%)	3.57	4.59	3.53	2.45	3.65	4.20	4.30	4.40	4.50
存量业务：净利润	931	1226	946	464	963	1182	1284	1389	1497
市内免税业务：营收					1564	2380	3317	4385	5162
YOY						52.21%	39.40%	32.18%	17.71%
市内免税业务：毛利					782	1190	1659	2193	2581
YOY						52.21%	39.40%	32.18%	17.71%
净利率 (%)					15.75%	17.87%	18.72%	19.54%	20.34%
免税业务：净利润					246	425	621	857	1050
整体：营收	26,085	26,711	26,789	18,932	27,957	30,513	33,175	35,951	38,434
YOY	46.59%	2.40%	0.29%	-29.33%	47.67%	9.14%	8.72%	8.37%	6.91%
整体：毛利率	20.72%	21.19%	20.65%	18.96%	21.46%	22.38%	23.37%	24.44%	25.35%
整体：净利润	931	1226	946	464	1210	1607	1905	2246	2547
YOY	64.56%	31.66%	-22.87%	-50.95%	160.77%	32.84%	18.55%	17.89%	13.42%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

## 8.2. 投资建议：分布式估值法下，中期目标市值 350-500 亿元

**投资建议：买入-A 投资评级。**我们基于公司北京市内免税业务在 2021 年有望开业运营假设下，预计公司 2020-2022 年存量百货收入为 189 亿元/264 亿元/281 亿元，对应增速 -29%/+39%/+7%，存量业务净利润为 4.64 亿元/9.63 亿元/11.82 亿元；2020-22 年市内免税收入为 0 亿元/15.6 亿元/23.8 亿元，对应免税净利润为 0 亿元/2.46 亿元/4.25 亿元；对应整净利润为 4.64 亿元/12.10 亿元/16.07 亿元，对应增速 -51%/+161%/+33%。我们基于分布式估值，存量业务 PE 10x；免税业务中期 PE 30-40x，预计公司中期整体市值空间 350-500 亿元，给予公司买入-A 投资评级。

表 15：基于 OPFCF DCF 模型下，王府井 2020-2031 年自由现金流预测（单位：百万元）

	预测年份			半显性预测								终值	
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2031E
<b>OPFCF</b>	-1,867	5,807	-2,300	2,255	2,596	2,897	3,042	3,194	3,354	3,454	3,558	4,168	39,182
<b>贴现</b>	-1,744	4,808	-1,687	1,466	1,495	1,479	1,376	1,280	1,191	1,087	992	1,030	9,684
<b>经营价值</b>													22,458

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 16：王府井 DCF 预测核心假设指标

公司 OPFCF 估值	主要假设			
显性预测	2,842.4	12.7%	无风险利率	3.50%
半显性预测	9,931.9	44.2%	风险溢价	7.00%
永续价值	9,683.9	43.1%	β系数	1.29
经营价值	22,458.1	100.0%	Rm	10.50%
加:非营业资产	10,303.4		Ke	12.52%
企业价值	32,761.6		Kd	25.00%
减:付息债务	1,932.1		D/DE	8.33%
减:少数股东权益	670.4		E/DE	91.67%
权益价值	30,159.1		WACC	12.85%
总股本	776.3		半显性期增长率	5.00%
每股权益价值	38.85		永续增长率	2.00%
<b>股价（截止 2020/6/9）</b>	<b>27.38</b>			

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 17：王府井 DCF 敏感性分析

WACC	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
<b>14.00%</b>	32.59	33.87	35.35	37.11	39.22	41.80
<b>13.50%</b>	33.71	35.12	36.78	38.76	41.16	44.11
<b>13.00%</b>	34.92	36.49	38.35	40.59	43.32	46.73
<b>12.50%</b>	36.23	37.99	40.08	42.62	45.75	49.72
<b>12.00%</b>	37.66	39.63	42.00	44.89	48.50	53.15
<b>11.50%</b>	39.22	41.44	44.12	47.44	51.64	57.13
<b>11.00%</b>	40.94	43.44	46.50	50.32	55.24	61.79

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

## 9. 风险提示

- 1) **假设与实际不相符风险**: 我们盈利预测核心假设公司免税业务有望在 2021 年开业运营, 若实际开业时间与我们假设不符, 将对公司的盈利预测产生影响。
- 2) **免税业务发展进度低于预期**: 公司免税政策目前具体细则尚未完全落地, 若细则上对经营的地域或模式有限制, 将对公司未来经营和业绩产生影响。
- 3) **疫情影响超预期**: 公司百货以线下门店收入为主, 若疫情影响时间超预期, 将对线下百货客流和消费产生影响, 进而对业绩产生影响。
- 4) **宏观经济下行**: 百货、购物中心等均属于可选消费, 若宏观经济下行, 将对消费者的购买力产生影响。
- 5) **新开店数不及预期**: 公司百货、购物中心、奥特莱斯等未来几年均有望持续展店, 若开店数量不及预期, 将对业绩产生影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,711.2	26,788.8	18,932.4	27,956.8	30,513.3	成长性					
减:营业成本	21,052.4	21,258.3	15,342.5	21,956.8	23,684.9	营业收入增长率	2.4%	0.3%	-29.3%	47.7%	9.1%
营业税费	280.7	243.9	170.4	251.6	274.6	营业利润增长率	22.0%	-6.2%	-57.2%	162.7%	33.9%
销售费用	2,897.3	2,919.4	2,177.2	3,354.8	3,692.1	净利润增长率	32.1%	-20.0%	-51.7%	160.8%	32.8%
管理费用	983.3	911.5	742.1	978.5	945.9	EBITDA 增长率	11.1%	9.2%	-54.7%	100.1%	27.9%
财务费用	-121.5	-0.9	-112.3	-270.2	-347.5	EBIT 增长率	13.8%	9.4%	-66.6%	167.3%	34.9%
资产减值损失	20.3	-51.4	-7.4	-9.2	-11.9	NOPLAT 增长率	18.5%	-8.0%	-62.1%	167.3%	34.9%
加:公允价值变动收益	-	71.4	-	-	-	投资资本增长率	-28.4%	12.8%	123.4%	-119.3%	-452.7%
投资和汇兑收益	6.1	44.5	34.0	23.2	24.5	净资产增长率	6.4%	5.1%	3.1%	8.1%	10.5%
营业利润	1,628.9	1,528.1	653.8	1,717.7	2,299.6	利润率					
加:营业外净收支	74.0	-83.2	11.5	17.2	5.0	毛利率	21.2%	20.6%	19.0%	21.5%	22.4%
利润总额	1,702.9	1,444.9	665.3	1,734.9	2,304.6	营业利润率	6.1%	5.7%	3.5%	6.1%	7.5%
减:所得税	476.7	499.8	199.6	520.5	691.4	净利润率	4.5%	3.6%	2.5%	4.3%	5.3%
净利润	1,201.4	961.3	463.9	1,209.6	1,606.8	EBITDA/营业收入	6.8%	7.5%	4.8%	6.5%	7.6%
						EBIT/营业收入	5.6%	6.1%	2.9%	5.2%	6.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	64	68	95	61	52
						流动营业资本周转天数	-71	-79	-88	-74	-73
						流动资产周转天数	114	134	170	145	161
						应收帐款周转天数	6	10	10	9	9
						存货周转天数	11	13	11	12	12
						总资产周转天数	282	308	408	299	297
						投资资本周转天数	26	23	56	21	12
						投资回报率					
						ROE	11.1%	8.4%	3.9%	9.5%	11.3%
						ROA	5.6%	3.9%	2.5%	4.4%	7.1%
						ROIC	48.2%	61.9%	20.8%	24.9%	-173.8%
						费用率					
						销售费用率	10.8%	10.9%	11.5%	12.0%	12.1%
						管理费用率	3.7%	3.4%	3.9%	3.5%	3.1%
						财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.6%	-1.0%	-1.1%
						三费/营业收入	14.1%	14.3%	14.8%	14.5%	14.1%
						偿债能力					
						资产负债率	47.1%	49.9%	33.8%	51.3%	34.7%
						负债权益比	89.1%	99.8%	51.2%	105.3%	53.1%
						流动比率	1.01	1.31	1.46	1.28	1.99
						速动比率	0.90	1.19	1.43	1.14	1.94
						利息保障倍数	-12.21	-1,809.9	-4.82	-5.36	-5.62
						分红指标					
						DPS(元)	0.47	-	0.12	0.26	0.26
						分红比率	30.4%	0.0%	20.4%	16.9%	12.4%
						股息收益率	1.7%	0.0%	0.4%	1.0%	0.9%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,950.0	8,624.8	6,055.5	12,173.8	10,323.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	467.7	966.0	72.1	1,269.2	320.8
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	355.8	270.6	339.4	533.8	326.8
存货	920.6	1,006.4	155.3	1,649.6	312.8
其他流动资产	122.9	212.1	138.0	157.7	169.3
可供出售金融资产	346.7	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	864.2	1,187.2	1,187.2	1,187.2	1,187.2
投资性房地产	1,927.1	1,868.9	1,868.9	1,868.9	1,868.9
固定资产	4,915.4	5,166.9	4,858.5	4,550.1	4,241.6
在建工程	84.7	45.4	45.4	345.4	345.4
无形资产	957.2	894.3	838.8	783.4	727.9
其他非流动资产	3,792.5	3,863.6	3,242.5	3,084.4	2,933.7
资产总额	21,704.9	24,106.3	18,801.5	27,603.5	22,758.1
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	4,248.1	4,116.0	1,686.4	6,949.7	2,247.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	4,508.6	4,357.9	2,933.6	5,395.9	3,504.1
长期借款	663.0	684.9	-	-	-
其他非流动负债	805.9	2,881.5	1,744.2	1,810.5	2,145.4
负债总额	10,225.7	12,040.2	6,364.2	14,156.2	7,897.2
少数股东权益	678.2	668.6	670.4	675.3	681.7
股本	776.3	776.3	776.3	776.3	776.3
留存收益	9,995.6	10,621.3	10,990.7	11,995.7	13,402.9
股东权益	11,479.2	12,066.1	12,437.4	13,447.3	14,860.9

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,226.2	945.1	463.9	1,209.6	1,606.8
加:折旧和摊销	626.3	697.0	363.9	363.9	363.9
资产减值准备	20.3	51.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-71.4	-	-	-
财务费用	119.7	234.9	-112.3	-270.2	-347.5
投资损失	-6.1	-44.5	-34.0	-23.2	-24.5
少数股东损益	24.8	-16.2	1.9	4.9	6.5
营运资金的变动	-271.8	620.6	-1,990.6	4,947.8	-3,772.9
经营活动产生现金流量	1,522.0	1,343.5	-1,307.3	6,232.8	-2,167.7
投资活动产生现金流量	-1,179.9	-1,438.2	34.0	-276.8	24.5
融资活动产生现金流量	568.0	1,370.0	-1,296.0	162.4	293.0

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.55	1.24	0.60	1.56	2.07
BVPS(元)	13.91	14.68	15.16	16.45	18.27
PE(X)	17.7	22.1	45.8	17.6	13.2
PB(X)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
P/FCF	11.4	12.2	-6.9	3.5	-11.8
P/S	0.8	0.8	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.7	0.6	15.0	4.2	4.3
CAGR(%)	-0.3%	19.5%	-20.6%	-0.3%	19.5%
PEG	-55.2	1.1	-2.2	-54.8	0.7
ROIC/WACC	3.7	4.8	1.6	1.9	-13.5
REP	0.2	0.1	2.1	-5.0	-0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034