

# 王府井 (600859.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 23年开局亮眼，各业态稳步复苏

### 业绩简评

公司4.14发布22年报，实现营收108.0亿元(-15.3%)，实现归母净利润1.95亿元(-85.5%)，扣非净利亏损953.31万元(21年9.4亿)。单Q4实现营收23.3亿元(-26.4%)，归母净利润亏损2.2亿元(21年同期7.5亿)，表现符合预期。

### 经营分析

疫情扰动门店经营，线上部分冲淡线下不利影响。公司旗下三大业态营收降幅较大，百货/购物中心/奥莱分别实现营收55.38/21.66/14.78亿元，同比-22.1%/+5.1%/-8.0%；其中购物中心疫情下表现较为稳健(剔除收购购物中心公司股权影响同比降13.3%)，奥莱业态受3~6月闭店数量多、时间长影响而有所拖累。超市/专业店分别实现营收4.6/12.97亿元，同比-6.6%/-15.9%，其中超市受疫情刚需消费带动降幅呈减缓走势。公司在疫情客流严重不足背景下通过短视频、直播等方式打造全渠道经营场景，全年共直播3000+场次、有超2000万人观看，共实现线上销售9亿元+；且受益于完善的会员机制，去年会员消费占比近65%、且会员消费降幅好于非会员。

毛利率、净利率有所承压：22年公司毛利率为38.28%(-3.9Pct)，单Q4毛利率同比/环比分别下滑7.4Pct/0.2Pct；百货/购物中心/奥莱/超市/专业店毛利率分别-5.4%/-1.4%/-5.3%/+0.4%/-3.5Pct至31.8%/49.1%/64.4%/14.9%/14.3%。公司销售/管理费用率分别+2.9Pct/3.3Pct至15.8%/14.4%。公司22年净利率下滑8.7Pct至1.8%，主要系收入下滑、叠加公司主动为租户及供应商减免租金和保底等费用。

23开局表现亮眼，开启有税+免税发展新纪元。有税方面，受益于疫情放开线下客流加速回暖，23年1~2月收入同增近13%，其中奥莱/购物中心同增26%/10%；全域融合持续推进，1~2月线上销售同比高增近50%。免税方面，万宁免税港自23年1月18日试营业开始至1.31期间到店客流同增128%，销售同增67%；1月底推出小程序“王府井海南免税线上商城”提升购物便捷性与体验感。

### 盈利预测、估值与评级

22年疫情不利影响已充分释放，23年公司轻装上阵、增量可期。此外，若我国市内免税政策落地，公司免税业务有望进一步扩容。我们预计公司23~25年实现归母净利润9.40/13.15/15.85亿元，分别同比+382.27%/+39.93%/+20.46%，维持“买入”评级。

### 风险提示

免税业务开展不及预期；大股东减持。

纺织服装组

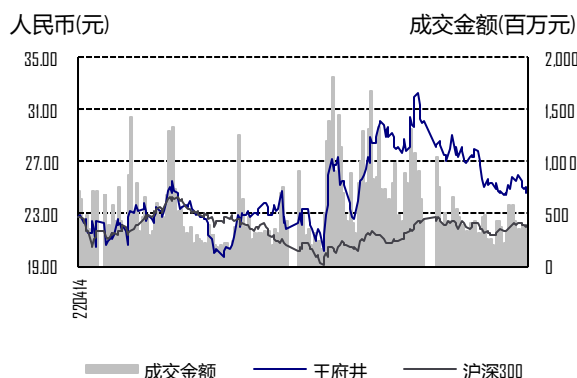
分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价(人民币)：24.57元

相关报告：

- 《王府井公司点评：停业、租金影响落地，疫后客流回升复苏在望》，2023.1.31
- 《王府井公司点评：万宁免税港开业，有税+免税双轮驱动新起点》，2023.1.19
- 《免税项目落地在即，百货龙头重启成长-王府井深度》，2022.12.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,753	10,800	13,607	16,578	19,673
营业收入增长率	55.08%	-15.32%	25.99%	21.84%	18.67%
归母净利润(百万元)	1,340	195	940	1,315	1,585
归母净利润增长率	246.55%	-85.46%	382.27%	39.93%	20.46%
摊薄每股收益(元)	1.183	0.172	0.828	1.159	1.396
每股经营性现金流净额	2.45	1.45	2.61	2.88	3.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.93%	1.02%	4.77%	6.42%	7.39%
P/E	22.82	163.87	35.74	25.54	21.20
P/B	1.58	1.67	1.70	1.64	1.57

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>8,223</b>	<b>12,753</b>	<b>10,800</b>	<b>13,607</b>	<b>16,578</b>	<b>19,673</b>	货币资金	7,236	14,303	9,997	7,178	5,877	5,524	
增长率		55.1%	-15.3%	26.0%	21.8%	18.7%	应收款项	387	478	538	596	727	862	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,310</b>	<b>-7,379</b>	<b>-6,665</b>	<b>-8,318</b>	<b>-9,986</b>	<b>-11,763</b>	存货	1,035	1,756	1,657	1,920	2,122	2,323	
%销售收入	64.6%	57.9%	61.7%	61.1%	60.2%	59.8%	其他流动资产	515	511	441	550	620	683	
<b>毛利</b>	<b>2,914</b>	<b>5,374</b>	<b>4,135</b>	<b>5,289</b>	<b>6,592</b>	<b>7,911</b>	流动资产	9,173	17,048	12,633	10,244	9,346	9,392	
%销售收入	35.4%	42.1%	38.3%	38.9%	39.8%	40.2%	%总资产	41.7%	43.5%	34.9%	27.4%	24.0%	22.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-210</b>	<b>-331</b>	<b>-276</b>	<b>-340</b>	<b>-414</b>	<b>-512</b>	长期投资	3,490	3,779	3,664	3,864	4,008	4,188	
%销售收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	固定资产	5,514	6,939	8,428	9,573	9,759	9,825	
<b>销售费用</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,644</b>	<b>-1,701</b>	<b>-1,797</b>	<b>-2,132</b>	<b>-2,471</b>	%总资产	25.1%	17.7%	23.3%	25.6%	25.0%	23.7%	
%销售收入	13.7%	12.9%	15.7%	13.2%	12.9%	12.6%	无形资产	2,535	2,945	3,238	3,805	3,973	4,117	
<b>管理费用</b>	<b>-894</b>	<b>-1,419</b>	<b>-1,560</b>	<b>-1,886</b>	<b>-2,155</b>	<b>-2,664</b>	非流动资产	12,830	22,103	23,559	27,099	29,628	31,994	
%销售收入	10.9%	11.1%	14.4%	13.9%	13.0%	13.5%	%总资产	58.3%	56.5%	65.1%	72.6%	76.0%	77.3%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>22,004</b>	<b>39,151</b>	<b>36,192</b>	<b>37,343</b>	<b>38,974</b>	<b>41,386</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	574	3,226	1,235	950	800	600	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>681</b>	<b>1,980</b>	<b>598</b>	<b>1,265</b>	<b>1,890</b>	<b>2,264</b>	应付款项	4,939	5,981	5,166	6,563	6,988	8,091	
%销售收入	8.3%	15.5%	5.5%	9.3%	11.4%	11.5%	其他流动负债	1,306	1,427	1,377	1,449	1,774	2,107	
<b>财务费用</b>	<b>-19</b>	<b>-363</b>	<b>-262</b>	<b>-209</b>	<b>-306</b>	<b>-351</b>	流动负债	6,819	10,634	7,778	8,962	9,563	10,798	
%销售收入	0.2%	2.8%	2.4%	1.5%	1.8%	1.8%	长期贷款	784	739	738	738	738	738	
<b>资产减值损失</b>	<b>-24</b>	<b>-20</b>	<b>-73</b>	<b>-85</b>	<b>-36</b>	<b>-38</b>	其他长期负债	2,268	7,675	7,733	7,115	7,330	7,527	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-105</b>	<b>42</b>	<b>-55</b>	<b>-55</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	负债	9,872	19,048	16,249	16,814	17,630	19,063	
<b>投资收益</b>	<b>62</b>	<b>233</b>	<b>300</b>	<b>342</b>	<b>221</b>	<b>260</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>11,499</b>	<b>19,347</b>	<b>19,142</b>	<b>19,706</b>	<b>20,496</b>	<b>21,446</b>	
%税前利润	9.6%	12.2%	56.2%	26.7%	12.4%	12.1%	其中：股本	776	1,133	1,135	1,135	1,135	1,135	
<b>营业利润</b>	<b>624</b>	<b>1,906</b>	<b>539</b>	<b>1,258</b>	<b>1,757</b>	<b>2,123</b>	未分配利润	4,099	6,071	5,688	6,252	7,041	7,992	
营业利润率	7.6%	14.9%	5.0%	9.2%	10.6%	10.8%	少数股东权益	633	756	801	822	848	877	
<b>营业外收支</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,004</b>	<b>39,151</b>	<b>36,192</b>	<b>37,343</b>	<b>38,974</b>	<b>41,386</b>	
<b>税前利润</b>	<b>647</b>	<b>1,906</b>	<b>533</b>	<b>1,282</b>	<b>1,788</b>	<b>2,151</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	7.9%	14.9%	4.9%	9.4%	10.8%	10.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-292</b>	<b>-528</b>	<b>-397</b>	<b>-320</b>	<b>-447</b>	<b>-538</b>	每股收益	0.498	1.183	0.172	0.828	1.159	1.396	
所得税率	45.2%	27.7%	74.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	14.813	17.078	16.865	17.362	18.057	18.895	
<b>净利润</b>	<b>355</b>	<b>1,378</b>	<b>137</b>	<b>961</b>	<b>1,341</b>	<b>1,613</b>	每股经营现金净流	1.054	2.447	1.446	2.607	2.883	3.869	
少数股东损益	-32	38	-58	21	26	29	每股股利	0.380	0.150	0.400	0.331	0.464	0.558	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>387</b>	<b>1,340</b>	<b>195</b>	<b>940</b>	<b>1,315</b>	<b>1,585</b>	<b>回报率</b>							
净利率	4.7%	10.5%	1.8%	6.9%	7.9%	8.1%	净资产收益率	3.36%	6.93%	1.02%	4.77%	6.42%	7.39%	
							总资产收益率	1.76%	3.42%	0.54%	2.52%	3.38%	3.83%	
							投入资本收益率	2.38%	5.89%	0.68%	4.21%	6.12%	7.09%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-69.30%	55.08%	-15.32%	25.99%	21.84%	18.67%	
							EBIT增长率	-53.21%	190.73%	-69.82%	111.68%	49.38%	19.80%	
							净利润增长率	-59.77%	246.55%	-85.46%	382.27%	39.93%	20.46%	
							总资产增长率	-8.72%	77.93%	-7.56%	3.18%	4.37%	6.19%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	8.3	6.8	11.0	6.0	6.0	6.0	
							存货周转天数	70.2	69.0	93.4	88.0	82.0	77.0	
							应付账款周转天数	160.9	127.6	135.5	130.0	125.0	120.0	
							固定资产周转天数	244.1	196.4	277.4	247.4	206.1	174.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-32.04%	-51.43%	-40.23%	-26.74%	-20.33%	-18.75%	
							EBIT利息保障倍数	35.3	5.5	2.3	6.0	6.2	6.4	
							资产负债率	44.86%	48.65%	44.90%	45.03%	45.24%	46.06%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-15	买入	29.60	34.35~34.35
2	2023-01-19	买入	30.31	N/A
3	2023-01-31	买入	28.09	N/A

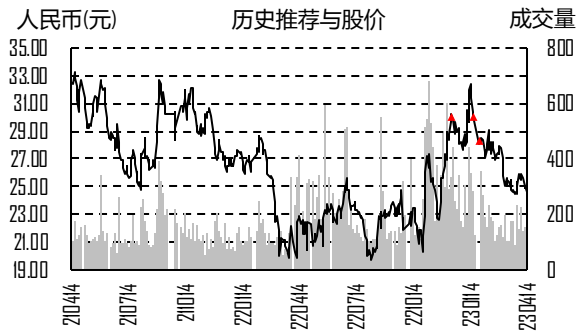
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402