

投资评级 —

上次评级 —

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

王府井(600859.SH) 22 年报点评: 疫情反复 下线下业态承压, 看好免税业务成长空间

2023 年 4 月 17 日

事件: 王府井公告 2022 年年报: 1) 22 年疫情反复对线下业态造成严重冲击, 门店停业、减租等对业绩形成制约: 2022 年公司实现营收 108.00 亿元/-15.32%, 实现归母净利润 1.95 亿元/-85.45%; 2) Q4 公司所属门店累计闭店数接近前三季度总和, 进店客流大幅下滑: 22Q4 公司实现营收 23.33 亿元/-26.42%, 实现归母净利润-2.20 亿元/-138.02%。

毛利率同比略有滑坡, 净利率大幅下滑: 1) 22 年公司实现销售毛利率 38.28%/-3.86pct, 22Q4 销售毛利率 37.63%/-7.40pct, 环比+0.15pct; 2) 22 年销售费用 17.01 亿元/+3.48%, 销售费率 15.75%/+2.86pct; 管理费用 15.60 亿元/+9.84%, 管理费率 14.45%/+3.31pct; 财务费率 2.43%/-0.41pct; 3) 22 年销售净利率 1.26%/-9.55pct, 22Q4 销售净利率-10.93%/-24.74pct, 环比-11.95pct。

分业务来看: 1) 百货业态仍为公司收入主要构成, 实现营收 55.39 亿元/-22.11%, 毛利率 31.77%/-5.37pct; 2) 购物中心作为承载更多新生活方式内容的大体量商业空间, 表现相对稳定, 实现营收 21.66 亿元/+5.07%, 主要受公司收购购物中心公司后合并报表影响, 毛利率 49.13%/-1.36pct; 3) 奥特莱斯实现营收 14.78 亿元/-8.03%, 主因 3-6 月闭店数量多、时间长所致, 毛利率 64.40%/-5.30pct; 4) 超市受特殊期间刚需消费带动, 降幅减缓, 实现营收 4.60 亿元/-6.64%, 毛利率 14.85%/+0.39pct; 5) 专业店市场需求萎缩, 实现营收 12.97 亿元/-15.91%, 毛利率 14.28%/-3.51pct。

免税业务持续增长, 具备较强业绩弹性:

1) 离岛免税: 王府井国际免税港已于 2023 年 1 月 18 日试营业、4 月 9 日正式开业, 免税店铺开业率已达 90%, 其线上渠道“王府井海南免税线上商城”亦已于 1 月底正式上线, 项目一期引入近 300 家品牌, 其中海南首进品牌超 20 家, 其中, 公司推动“体育用品”新增至“即购即提”商品类目的政策突破, 未来计划以此打造差异化竞争优势, 在免税区域引入冲浪、滑雪、高尔夫等专业级运动装备品牌, 期待后续品牌落位及销售爬坡情况;

2) 市内免税: 公司早于 2020 年即表示正重点推进北京地区的市内免税项目落地; 2021 年 9 月, 公司控股股东首旅集团间接控股的环球影城开业, 公司积极推进相关配套商业开发; 2021 年 12 月北京市东城区表示力争王府井首家市内免税店落户东城, 我们认为, 公司或有望在环球影城及市区内两大优质区位布局市内免税店。随着市内免税政策落地预期的逐步增强, 我们看好后续公司市内免税渠道的业绩增量;

3) 口岸免税: 王府井集团曾参与深圳机场 T3 航站楼进出境免税店招投标, 北京王府井免税品数字零售有限责任公司曾就“北京首都机场二号航站楼免税店海关监管监控设备租赁项目”、“大兴机场免税店海关监管监控设备采购项目”发布采购公告。我们预计, 王府井作为北京国资委旗下免税运营商, 或有望入驻北京两大机场免税店, 依仗庞大流量分一杯羹。

线下消费复苏+线上体量成长+新业务启动, 23 年公司经营有望迎来转折: 根据公司公告, 2023 年 1-2 月规模销售同比增长近 13%, 其中: 1) 传统业务来看, 奥莱和购物中心业态恢复明显, 规模销售同比分别增长超 26%、近 10%; 线上渠道销售同比大幅增长近 50%; 2) 新业务板块来看, 自营业务买手制潮奢品牌集合店奢锦尚品销售同比增长超 47%; 免税业务逐步启动, 万宁离岛免税项目开业两周到店客流、整体销售同比分别增长 128%、67%; 跨境电商业务布局进展明显, 首家跨境电商体验店已于 1 月正式亮相北京赛特奥莱, 跨境电商小程序“WFJ 王府井全球购”亦已于同期上线运营。

投资建议: 公司作为国内零售龙头企业, 已迈入有税+免税双轮主营业务驱动的新阶段, 我们看好公司免税业务的快速成长、有税业务的经营修复及转型升级。考虑到公司离岛免税业务体量持续成长, 及未来市内免税渠道有望贡献增量, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.47、9.18、11.73 亿元, 对应 4 月 17 日收盘价 PE 分别为 37、31、24X。

风险因素: 新产品放量不及预期, 政策风险, 市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12,754	10,800	12,841	16,008	20,285
增长率 YoY %	10.6%	-15.3%	18.9%	24.7%	26.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,340	195	747	918	1,173
增长率 YoY%	295.5%	-85.5%	283.3%	22.8%	27.8%
毛利率%	42.1%	38.3%	37.4%	37.3%	37.3%
净资产收益率ROE%	6.9%	1.0%	3.8%	4.4%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.66	0.81	1.03
市盈率 P/E(倍)	20.90	143.66	37.48	30.52	23.88
市净率 P/B(倍)	1.45	1.46	1.41	1.35	1.27

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17,092	12,633	15,693	17,298	22,258
货币资金	14,341	9,997	12,115	14,844	18,085
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	268	383	188	434	242
预付账款	145	182	226	266	345
存货	1,762	1,657	2,583	1,322	2,915
其他	576	415	582	432	671
非流动资产	22,105	23,559	23,082	22,566	22,013
长期股权投资	1,547	1,873	1,873	1,873	1,873
固定资产(合计)	6,861	8,208	7,817	7,353	6,832
无形资产	1,194	1,143	1,143	1,143	1,143
其他	12,503	12,335	12,248	12,196	12,165
资产总计	39,197	36,192	38,775	39,864	44,271
流动负债	10,680	7,778	9,722	10,025	13,429
短期借款	197	197	196	195	195
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,850	2,098	3,257	2,321	4,034
其他	7,633	5,483	6,268	7,509	9,200
非流动负债	8,414	8,471	8,471	8,471	8,471
长期借款	739	738	738	738	738
其他	7,675	7,733	7,733	7,733	7,733
负债合计	19,094	16,249	18,193	18,496	21,900
少数股东权益	756	801	693	560	391
归属母公司股东权益	19,347	19,142	19,889	20,807	21,980
负债和股东权益	39,197	36,192	38,775	39,864	44,271

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,754	10,800	12,841	16,008	20,285
同比(%)	10.6%	-15.3%	18.9%	24.7%	26.7%
归属母公司净利润	1,340	195	747	918	1,173
同比(%)	295.5%	-85.5%	283.3%	22.8%	27.8%
毛利率(%)	42.1%	38.3%	37.4%	37.3%	37.3%
ROE%	6.9%	1.0%	3.8%	4.4%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.66	0.81	1.03
P/E	20.90	143.66	37.48	30.52	23.88
P/B	1.45	1.46	1.41	1.35	1.27
EV/EBITDA	7.20	12.60	12.19	9.58	6.98

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,754	10,800	12,841	16,008	20,285
营业成本	7,379	6,665	8,033	10,041	12,710
营业税金及附加	331	276	321	400	507
销售费用	1,644	1,701	1,831	2,282	2,892
管理费用	1,420	1,560	1,635	2,038	2,582
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	362	262	-4	-6	-9
减值损失合计	-22	-69	0	0	0
投资净收益	233	300	231	288	365
其他	77	-28	39	49	62
营业利润	1,905	539	1,297	1,591	2,031
营业外收支	0	-6	-10	-10	-10
利润总额	1,906	533	1,287	1,581	2,020
所得税	528	397	648	796	1,017
净利润	1,378	137	639	785	1,003
少数股东损益	38	-58	-108	-133	-169
归属母公司净利润	1,340	195	747	918	1,173
EBITDA	3,822	2,463	2,039	2,311	2,706
EPS(当年)(元)	1.36	0.17	0.66	0.81	1.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,771	1,641	2,403	2,956	3,389
净利润	1,378	137	639	785	1,003
折旧摊销	1,834	1,910	979	1,017	1,053
财务费用	561	473	6	6	6
投资损失	-16	-233	-300	-231	-288
营运资金变动	-756	-782	1,002	1,429	1,686
其它	-13	204	8	8	7
投资活动现金流	966	-1,488	-278	-220	-142
资本支出	-1,102	-728	-508	-508	-507
长期投资	85	-550	-25	-27	-26
其他	1,983	-210	255	314	391
筹资活动现金流	874	-4,852	-7	-7	-7
吸收投资	3,919	71	0	0	0
借款	197	197	-1	-1	-1
支付利息或股息	-321	-595	-6	-6	-6
现金流净增加额	4,607	-4,683	2,118	2,729	3,241

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。