

王府井 (600859.SH)

买入(维持评级)

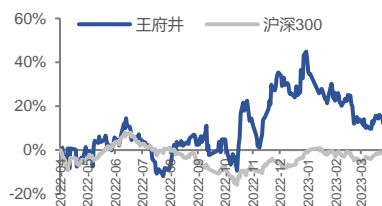
有税开年复苏，免税积极推进

当前价格: 24.57 元
 目标价格: 38.42 元

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 1135/1093 |
| 总市值/流通市值 (百万元) | 27888/26867 |
| 每股净资产 (元) | 16.86 |
| 资产负债率 (%) | 44.90 |
| 一年内最高/最低 (元) | 32.34/19.66 |

一年内股价相对走势



► **事项:** 公司发布 2022 年报, 实现营业收入 108.0 亿元, yoy-15.3%; 归母净利润 1.95 亿元, yoy-85.5%; 扣非归母净利润-953 万元, 主要系闭店导致收入下降、为租户和供应商减免租金和保底及相关费用、非经常性损益及计提减值准备; 单 Q4 实现营收 23.3 亿元, yoy-26.4%, 归母净利润亏损 2.2 亿元, 21 年单 Q4 盈利 7.5 亿元, 基本符合预期。

► **三大核心业态疫情期间承压。** 22 年百货/购物中心/奥莱分别实现营业收入 55.4/21.7/14.8 亿元, 同比分别 -22.1%/+5.1%/-8.0%; 毛利率分别 31.8%/49.1%/64.4%, 同比分别 -5.4/-1.4/-5.3pct; 期末门店数量分别 36/23/16 家, 同比分别 -2/+1/+2 家。其中购物中心与奥莱占比稳步提升, 购物中心增长主要由收购购物中心公司股权贡献, 若剔除收购则同比下降 13.3%; 奥莱 3-6 月闭店数量多且时间长, 受疫情影响较大, 若剔除新店影响则同比下降 14.1%。

► **毛净利率及费用率受疫情拖累。** 22 年公司毛利率 38.3%, 同比-3.9pct; 归母净利率 1.8%, 同比-8.7pct; 销售/管理费用率分别 16%/14%, 同比分别 +2.9/+3.3pct。单 Q4 毛利率 37.6%, 同比-7.4pct; 归母净利率同比转亏, 除疫情影响外还受 21 年 Q4 合并首商导致高基数的影响。

► **23 年实现开门红, 期待业绩释放。** 23 年 1-2 月有税业务中, 奥莱/购物中心销售分别同比增长 26%/10%, 开年复苏良好; 线上销售同比增长近 50%, 全渠道加速布局。离岛免税方面, 万宁王府井国际免税港自 23 年 1 月 18 日试营业到 1 月 31 日期间, 客流量同比增长 128%, 销售额同比增长 67%, 线上免税小程序亦于 1 月底上线, 万宁项目 4 月 9 日正式开业, 成功引入近 500 家品牌, 其中包含 20 家在海南布局首店的品牌。

► **盈利预测与投资建议:** 公司有税积极转型, 离岛免税进展顺利, 同时有望受益于后续市内免税政策落地。基于 23 年 1-2 月的强势复苏, 我们小幅上调 23-24 年营收、净利润预测, 预计 23-25 年营收分别为 132.8/150.2/169.4 亿元 (前次 23-24 分别为 132.7/150.2 亿元), 归母净利润分别为 8.9/11.6/14.4 亿元 (前次 23-24 分别为 8.4/11.2 亿元)。分部估值, 预计 24 年有税业务净利润 9.9 亿元, 给予 23 倍 PE, 市值 227 亿元; 离岛免税业务净利润 1.7 亿元, 给予 20 倍 PE, 市值 34 亿元; 市内免税业务净利润 7.3 亿元, 给予 24 倍 PE, 市值 175 亿元。合计目标市值 436 亿元, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 消费复苏及市内免税政策落地不及预期, 竞争加剧。

团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号: S0210522050006
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠
 执业证书编号: S0210523040002
 邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

相关报告

《王府井 (600859.SH) 深度: 零售巨头, 免税启航》2023.2.3

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,753 | 10,800 | 13,279 | 15,022 | 16,944 |
| 增长率 | 55% | -15% | 23% | 13% | 13% |
| 净利润 (百万元) | 1,340 | 195 | 894 | 1,158 | 1,444 |
| 增长率 | 247% | -85% | 359% | 30% | 25% |
| EPS (元/股) | 1.18 | 0.17 | 0.79 | 1.02 | 1.27 |
| 市盈率 (P/E) | 20.8 | 143.1 | 31.2 | 24.1 | 19.3 |
| 市净率 (P/B) | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 9,997 | 10,736 | 11,247 | 12,540 | 营业收入 | 10,800 | 13,279 | 15,022 | 16,944 |
| 应收票据及账款 | 383 | 289 | 327 | 369 | 营业成本 | 6,665 | 8,159 | 9,055 | 9,997 |
| 预付账款 | 182 | 122 | 136 | 150 | 税金及附加 | 276 | 341 | 315 | 408 |
| 存货 | 1,657 | 1,599 | 1,775 | 1,959 | 销售费用 | 1,701 | 1,992 | 2,183 | 2,434 |
| 合同资产 | 1 | 0 | 1 | 1 | 管理费用 | 1,560 | 1,859 | 2,027 | 2,291 |
| 其他流动资产 | 415 | 350 | 401 | 460 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 12,633 | 13,097 | 13,886 | 15,479 | 财务费用 | 262 | -147 | -168 | -132 |
| 长期股权投资 | 1,873 | 1,873 | 1,873 | 1,873 | 信用减值损失 | -4 | -5 | -5 | -5 |
| 固定资产 | 8,208 | 8,231 | 8,283 | 8,301 | 资产减值损失 | -69 | -60 | -60 | -60 |
| 在建工程 | 220 | 320 | 320 | 220 | 公允价值变动收益 | -55 | -39 | -50 | -48 |
| 无形资产 | 1,143 | 1,174 | 1,249 | 1,241 | 投资收益 | 300 | 220 | 50 | 100 |
| 商誉 | 1,225 | 1,225 | 1,225 | 1,225 | 其他收益 | 28 | 28 | 15 | 15 |
| 其他非流动资产 | 10,889 | 11,094 | 11,269 | 11,420 | 营业利润 | 539 | 1,222 | 1,563 | 1,951 |
| 非流动资产合计 | 23,559 | 23,918 | 24,220 | 24,281 | 营业外收入 | 31 | 31 | 40 | 40 |
| 资产合计 | 36,192 | 37,014 | 38,106 | 39,760 | 营业外支出 | 37 | 37 | 27 | 27 |
| 短期借款 | 197 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 533 | 1,216 | 1,576 | 1,964 |
| 应付票据及账款 | 2,098 | 2,448 | 2,744 | 3,059 | 所得税 | 396 | 304 | 394 | 491 |
| 预收款项 | 75 | 261 | 134 | 174 | 净利润 | 137 | 912 | 1,182 | 1,473 |
| 合同负债 | 720 | 239 | 270 | 305 | 少数股东损益 | -58 | 18 | 24 | 29 |
| 其他应付款 | 3,018 | 3,018 | 3,018 | 3,018 | 归属母公司净利润 | 195 | 894 | 1,158 | 1,444 |
| 其他流动负债 | 1,670 | 1,786 | 1,842 | 1,911 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.17 | 0.79 | 1.02 | 1.27 |
| 流动负债合计 | 7,778 | 7,752 | 8,007 | 8,467 | | | | | |
| 长期借款 | 738 | 788 | 718 | 798 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他非流动负债 | 7,733 | 7,733 | 7,733 | 7,733 | 成长能力 | | | | |
| 非流动负债合计 | 8,471 | 8,521 | 8,451 | 8,531 | 营业收入增长率 | -15.3% | 23.0% | 13.1% | 12.8% |
| 负债合计 | 16,249 | 16,272 | 16,458 | 16,998 | EBIT 增长率 | -64.9% | 34.4% | 31.7% | 30.2% |
| 归属母公司所有者权益 | 19,142 | 19,923 | 20,805 | 21,890 | 归母公司净利润增长率 | -85.5% | 358.6% | 29.5% | 24.7% |
| 少数股东权益 | 801 | 819 | 843 | 872 | 获利能力 | | | | |
| 所有者权益合计 | 19,943 | 20,742 | 21,648 | 22,762 | 毛利率 | 38.3% | 38.6% | 39.7% | 41.0% |
| 负债和股东权益 | 36,192 | 37,014 | 38,106 | 39,760 | 净利率 | 1.3% | 6.9% | 7.9% | 8.7% |
| | | | | | ROE | 1.0% | 4.3% | 5.3% | 6.3% |
| | | | | | ROIC | 4.8% | 6.2% | 7.7% | 9.5% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 44.9% | 44.0% | 43.2% | 42.8% |
| 经营活动现金流 | 1,641 | 1,816 | 1,796 | 2,300 | 流动比率 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 现金收益 | 1,296 | 1,530 | 1,821 | 2,192 | 速动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| 存货影响 | 99 | 58 | -176 | -185 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -82 | 213 | 9 | 4 | 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营性应付影响 | -861 | 536 | 169 | 356 | 应收账款周转天数 | 11 | 9 | 7 | 7 |
| 其他影响 | 1,190 | -521 | -27 | -68 | 存货周转天数 | 92 | 72 | 67 | 67 |
| 投资活动现金流 | -1,488 | -913 | -1,107 | -859 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资本支出 | -2,336 | -919 | -934 | -762 | 每股收益 | 0.17 | 0.79 | 1.02 | 1.27 |
| 股权投资 | -326 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 1.45 | 1.60 | 1.58 | 2.03 |
| 其他长期资产变化 | 1,174 | 6 | -173 | -97 | 每股净资产 | 16.86 | 17.55 | 18.33 | 19.29 |
| 融资活动现金流 | -4,852 | -164 | -178 | -148 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | -1,992 | -147 | -70 | 80 | P/E | 143 | 31 | 24 | 19 |
| 股利及利息支付 | -595 | -331 | -412 | -495 | P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东融资 | 71 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 87 | 81 | 67 | 55 |
| 其他影响 | -2,336 | 314 | 304 | 267 | | | | | |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn