

免税业务潜力逐步释放，开辟二次成长曲线

王府井(600859)首次覆盖

老牌零售龙头，形成“有税+免税”业务新格局

公司系北京老牌零售龙头，大股东北京市国资委资源禀赋较强，全力支持下2020年获得稀缺免税牌照，转型“有税+免税”双轮驱动。公司传统业态持续升级、整合首商股份持续做大做强，购物中心、奥特莱斯新消费业态发展稳健，全国稳步扩张。免税业务方面，海南万宁离岛免税首店已顺利开业，未来市内、机场免税业态落地值得期待，大股东支持、主场优势、有税运营能力赋能等将成为公司未来加速发展免税业务的强大支撑。

万宁免税店开业，差异化定位助力离岛免税新锐突围

公司万宁免税首店4月9日正式开业，总面积超10万平米，计划分三期开业，一期面积约为1.5万平米。万宁独特的时尚运动、音乐网红打卡地定位，正成为更多年轻人海南游选择。万宁疫情前过夜游客近500万，“十四五”规划2025年超800万。公司免税定位迎合年轻消费群体，加大时尚、运动品牌引入，形成差异化竞争优势。根据万宁旅文报道，目前已入驻品牌近500个品牌，其中海南首进品牌20余家。据文昌海关数据，截至目前王府井国际免税港免税销售额1.3亿元，未来随着经营面积扩大，有税+免税联动，销售额和利润率有望逐年提升。

市内店渐行渐近，“主场优势”下北京市内店潜力大

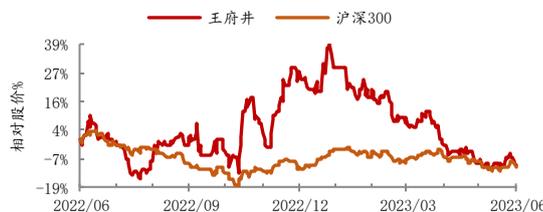
中央多次发文支持离境市内免税店落地，出境游恢复背景下市内店渐行渐近。参照韩国免税商龙头新世界百货的成长之路，项目选址+百货运营经验赋能+大股东支持共同支撑了免税新秀的崛起。北京市政府全力支持王府井发展市内免税店，公司有望在门店选址、集团业务协同、免税有税业务联动方面占据“主场优势”，未来或获得北京市内免税较大份额，成为公司免税业务发展的核心支撑。假设市内店政策落地，我们测算未来公司市内免税业务收入每年或达51-61亿元，净利润贡献7.65-9.15亿元，弹性较大。

投资建议

我们预计公司23-25年营业收入分别为136/213/260亿元，同比+26%/+57%/+22%，23-25年实现归母净利润分别为11/15/19亿元，EPS分别为0.99/1.28/1.66元。对应最新PE分别为21X/16X/13X（参照23年6月21日收盘价21.0元/股）。考虑到公司未来有税业务稳健发展、离岛免税及出入境免税具备较大发展潜力，标的具备稀缺性，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	21
股票代码:	600859
52周最高价/最低价:	32.75/19.56
总市值(亿)	238.36
自由流通市值(亿)	229.63
自由流通股数(百万)	1,093.47



分析师: 许光辉
邮箱: xugh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523020002
联系电话:

相关研究

风险提示

- (1) 居民消费力不足，免税品消费需求疲软；
- (2) 万宁客流量恢复及增长不及预期；
- (3) 市内免税店政策落地时间及力度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,754	10,800	13,601	21,286	26,026
YoY (%)	10.6%	-15.3%	25.9%	56.5%	22.3%
归母净利润(百万元)	1,340	195	1,129	1,454	1,888
YoY (%)	295.5%	-85.5%	479.2%	28.8%	29.8%
毛利率 (%)	42.1%	38.3%	39.4%	36.2%	35.8%
每股收益 (元)	1.36	0.17	0.99	1.28	1.66
ROE	6.9%	1.0%	5.6%	6.7%	8.0%
市盈率	15.41	122.09	21.11	16.39	12.63

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：老牌零售龙头，“5+2”发展格局清晰.....	5
1.1. 零售龙头重振启航，转型在即.....	5
1.2. 管理层专业高效，公司治理逐步优化.....	7
1.3. 22年收入利润下滑，23年奥莱业态反弹强劲.....	9
2. 进军免税，未来有望多点开花，开辟二次成长曲线.....	13
2.1. 获批免税稀缺牌照，开启免税新征程.....	13
2.2. 离岛免税业务正式落地，长期空间值得期待.....	14
2.3. 未来北京市内免税主场优势显著，市内店发展潜力大.....	17
2.4. 他山之石：从韩国新世界看百货商发展“有税+免税”的崛起之路.....	23
3. 国企改革注入新发展动能.....	27
3.1. 内部资源整合，做大规模、提升质量.....	27
3.2. 定增引入战投，优化公司治理.....	27
3.3. 推出股权激励计划，深度绑定核心管理层及骨干利益.....	28
4. 盈利预测及投资建议.....	30
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1 公司发展历程概览.....	6
图 2 公司股权概览（截至 2023 年 6 月 21 日）.....	8
图 3 2018-2022 年公司收入变化.....	9
图 4 2018-2022 年公司归母净利润变化（百万元）.....	9
图 5 2023Q1 各业态收入增速.....	10
图 6 2023Q1 公司收入结构.....	10
图 7 公司主营业务趋势.....	10
图 8 公司奥莱及购物中心数量占比逐年提升.....	11
图 9 公司会员消费体现出较强韧性.....	11
图 10 北京王府井百货大楼入驻的品牌（部分）.....	12
图 11 公司收入水平对比（单位：亿元）.....	13
图 12 公司净利润水平对比（单位：百万元）.....	13
图 13 公司利润率水平对比（单位：%）.....	13
图 14 公司 ROE 水平对比（单位：%）.....	13
图 15 王府井国际免税港（全景图）.....	15
图 16 王府井万宁免税港室内图.....	15
图 17 万宁位于三亚与海口之间，旅游业发展潜力大.....	16
图 18 万宁 21 年过夜游客人次为三亚/海口的 17%/21%.....	16
图 19 万宁接待过夜游客人次增长情况.....	16
图 20 万宁免税店销售额及利润测算.....	17
图 21 中央多次发文支持完善市内免税店政策.....	18
图 22 韩国各类型免税店数量.....	18
图 23 韩国人在各免税渠道消费比例（2023 年 4 月）.....	18
图 24 海南免税购物额度、品类持续提升.....	20
图 25 海南离岛免税客单价持续提升（单位：元）.....	20
图 26 公司北京商业物业丰富.....	22
图 27 北京机场免税销售额持续保持增长.....	22
图 28 首旅集团旗下产业布局.....	22
图 29 王府井市内店规模及利润测算.....	23

图 31 新世界排名 2019 年全球旅游零售商第 8 位.....	24
图 32 新世界百货 2018 年起免税销售占比超过有税.....	24
图 33 新世界免税营业利润率水平.....	24
图 34 2023 年 4 月首尔贡献近 8 成韩国免税销售额.....	25
图 35 2019 年首尔市内免税销售额明洞店占比 71%.....	25
图 36 新世界免税市场份额持续提升.....	25
图 37 新世界市内免税店区位优势显著.....	25
图 38 2018 年乐天免税撤出后仁川 T1 航站楼免税布局.....	26
图 39 新世界百货股权结构（截至 2022 年底）.....	27
图 40 公司股票期权业绩考核条件.....	29
图 41 激励计划第一个行权期行权的基本情况.....	29
图 42 公司各业务收入及毛利率预测拆分.....	30
表 1 王府井主营业务区域情况（截至 2022 年底）.....	7
表 2 公司主要管理层及董事.....	8
表 3 国内免税运营商概况（截至 2021 年底）.....	14
表 4 上海离境市内免税店市场空间测算（单位：亿元）.....	20
表 5 北京离境市内免税店市场空间测算（单位：亿元）.....	21
表 6 公司募集资金用途.....	28
表 7 可比公司估值.....	31

1. 公司概况：老牌零售龙头，“5+2”发展格局清晰

1.1. 零售龙头重振启航，转型在即

王府井集团股份有限公司是国内最大的零售集团之一，发展历史有 67 年之久。截至 2022 年上半年，公司的销售网络覆盖中国七大经济区域，运营 75 家大型零售门店、441 家超市及专业店，构建综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店等多种业态。同时于 2020 年被授予免税品经营资质，22 年 10 月公司公告获批海南万宁离岛免税运营权。根据官方公众号消息，23 年 1 月王府井国际免税港试营业，23 年 4 月 9 日正式营业。公司持续深耕零售主业，努力实现有税+免税的双轮主营业务驱动的发展模式，进一步提升公司综合竞争力。公司发展历程有如下几个阶段：

（一）实施单店经营战略，成功上市：公司创立于 1955 年，前身是被誉为“新中国第一店”的北京市百货大楼；1993 年公司改组股份制并于 1994 年在上交所上市。

（二）国改举措频出，加快连锁步伐：1996 年公司在全国推进百货商场连锁战略；2000 年与北京东安集团进行战略重组之后成立了王府井东安集团，实现了商业资源整合，并且进一步提升了北京零售市场占有率；2010 年公司进行混合所有制改革并且引入战略投资者；2013 年公司通过收购中国春天百货集团，完成春天百货私有化，巩固原有的传统北京市场并进一步拓展青岛、厦门等新销售区域，加速全国销售市场布局。

（三）丰富业态，整合全渠道资源：2014-2019 年公司进行多业态发展扩张，一方面通过 App 购物平台布局线上销售渠道，另一方面发展线下购物中心、奥莱等业态，由单一百货业态向综合业态发展，整合线上线下全渠道资源，推动公司规模收益双维度发展；2019 年公司的国有股权被划转至北京首旅集团持有。

（四）进军免税，拓展第二增长曲线：2020 年 6 月公司获得免税品经营资质；22 年 10 月公司公告获批海南万宁离岛免税运营权，23 年 1 月王府井国际免税港试营业，23 年 4 月 8 日正式营业。公司未来有望形成有税+免税的双轮主营业务驱动的发展模式。

图 1 公司发展历程概览



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

公司经营区域覆盖全国各地，以华北为主。2019年以来公司门店数量基本保持稳定，以华北门店为主，2021年吸收合并首商股份后，华北地区占比进一步提升。2022年公司华北地区新增一家门店，收入占比达到50.99%，占比显著高于其他区域。

表 1 王府井主营业务区域情况（截至 2022 年底）

地区	经营业绩	门店数	经营建筑面积 (万平方米)	收入(亿 元)	2021 年毛利 率(%)	2022 毛利率 (%)
华北地区	购物中心/百货/ 奥特莱斯	25	118.2	58.0	40.1%	36.84%
华中地区	购物中心/百货/ 奥特莱斯	10	63.4	9.3	40.4%	38.0%
华南地区	购物中心/百货	2	29.0	0.17	34.2%	-58.2%
西南地区	购物中心/百货	20	97.8	26.1	40.6%	37.2%
西北地区	购物中心/百货/ 奥特莱斯	13	87	11.9	37.1%	31.1%
华东地区	购物中心/百货	2	14.8	4.9	19.1%	19.65%
东北地区	购物中心/百货/ 奥特莱斯	3	37.5	3.4	52.4%	60.0%

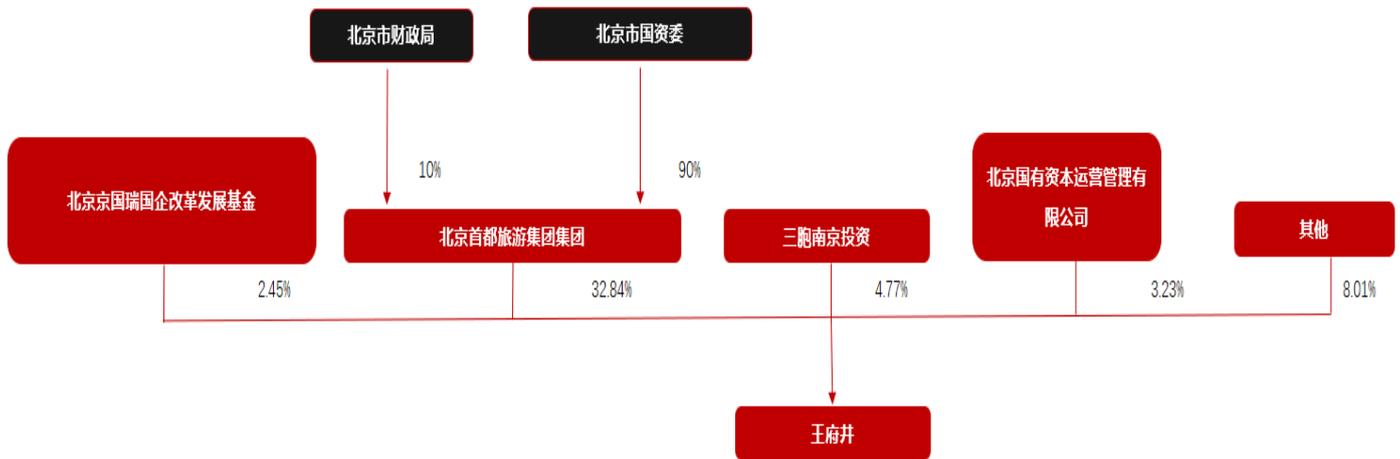
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 管理层专业高效，公司治理逐步优化

国企改革频出，优化股权结构。2010 年公司进行混合所有制改革并且引入战略投资者，优化公司治理结构，简化持股层次；2016 年 9 月引入三胞投资战略投资者；2017 年公司吸收合并母公司王府井国际；2019 年公司国有股权被划转至北京首旅集团持有，进一步优化治理结构。

首旅集团为公司发展赋能。2021 年 1 月 30 日公司公告拟以发行 A 股方式换股吸收合并首商股份，同时向包括首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募资不超过 40 亿元。2021 年 8 月 12 日，该重组事项已经证监会审核并无条件通过。公司吸收合并首旅集团旗下的首商股份，通过协同效应提升公司在北京地区的市占率，并且未来公司有望利用首商在酒店餐饮、旅游出行等资源优势，助推公司有税和免税业务布局。

图 2 公司股权概览（截至 2023 年 6 月 21 日）



资料来源：wind，华西证券研究所

公司管理层经验丰富，背景深厚。多位高管皆有多年消费零售行业经验，背景深厚专业性强。在公司国有股权划转至北京首旅集团后，两者管理层进一步加强合作，为公司发展赋能。免税业务方面，公司积极筹建核心管理团队，聘任总裁尚喜平担任王府井免税总经理，全面促进资源调动，推进免税项目落地。

表 2 公司主要管理层及董事

人物	职能
杜宝祥	现任公司党委书记、董事长、王府井东安集团董事长，1998 年起先后任公司副总裁、常务副总裁、总裁，2019 年 12 月起任公司董事长。
卢长才	2014 年 7 月起先后任首旅集团战略发展部总经理、投资总监、副总裁，现任首旅集团副总裁、本公司副董事长、全聚德董事等。
尚喜平	2011 年 6 月起先后任本公司副总裁、常务副总裁，2019 年 12 月起任本公司总裁。现任本公司董事、总裁、北京市东城区第十七届人大代表。
杜建国	2007 年起先后任本公司董事、副总裁、财务总监，现任本公司董事、副总裁，首旅集团财务公司董事。
梁望南	曾任职北京粮食集团、北京市委商贸工委、北京市国资委，2019 年 12 月起任本公司董事。
吴刚	目前担任三胞集团执行总裁兼三胞零售及科技经营平台董事长、三胞医疗产业管理集团董事长。2018 年 6 月起任本公司董事。
张学刚	2010 年至 2019 年任福海国盛（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）委派代表。2019 年起任嘉实龙昇金融资产资产管理公司执行总裁。2011 年起至今任本公司董事。

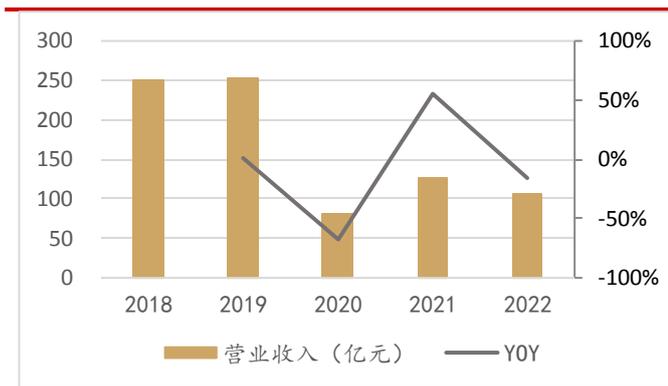
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3.22 年收入利润下滑，23 年奥莱业态反弹强劲

截至 2021 年底来看，公司经营逐步企稳，合并首商贡献利润增量。2020 年受新冠疫情影响，公司营业收入 82.23 亿元，在新收入准则可比口径下同比下降 5.87%；归母净利润 3.97 亿元，同比下降 59.77%，公司收入下降受疫情影响较大，并且公司于疫情期间对中小商户减租让利，公司因减租冲减营业收入 1.25 亿元，占公司总营业收入的 1.52%。公司 2021 年吸收合并了首商股份，在华北增加 12 家门店，在西北地区增加 2 家门店，在西南地区增加 1 家门店（以上均不含专业店），实现总收入为 127.53 亿元，同比增长 10.55%，同店同比增长 8.91%；归母净利润为 13.40 亿元（公司吸收合并首商股份带来约 5.79 亿元当期净损益），同比增长 295.61%，剔除重组等非经常性因素后，公司归母扣非净利实现 9.43 亿元，同比增长 131.28%。公司收入利润大幅上涨除了与 2020 年受疫情影响较大基数较低有关以外，还得益于疫情逐渐得到管控同时抓住恢复窗口期，大力降本增效。

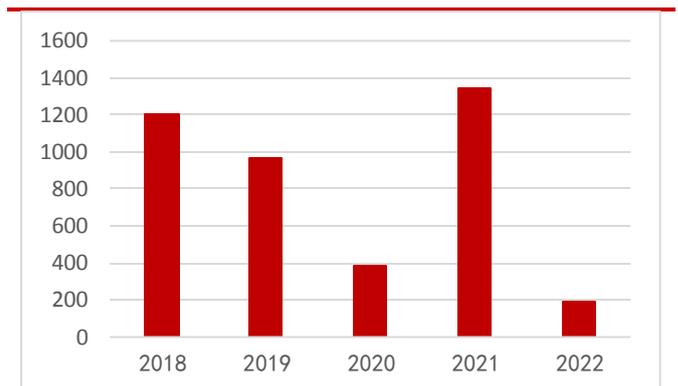
2022 年疫情扰动下公司收入和利润均下滑。根据公司年报，2022 年公司所属大型门店中，全年仅有 4 家基本正常经营，9 家不同程度缩短营业时间，63 家门店出现过停业状况，店均停业 31 天，其中 8 家门店闭店时间超过两个月。同时，公司作为国企，积极承担社会责任，对部分物业进行了减租免租。2022 年，公司实现营业收入 108.00 亿元/-15.32%，实现归属净利润 1.95 亿元/-85.46%。

图 3 2018-2022 公司收入变化



资料来源：wind，华西证券研究所

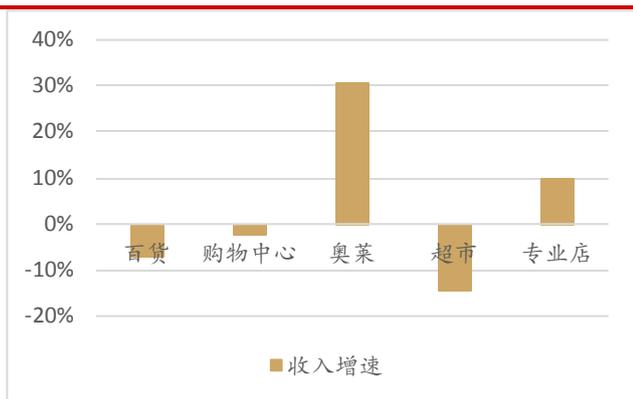
图 4 2018-2022 公司归母净利润变化（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

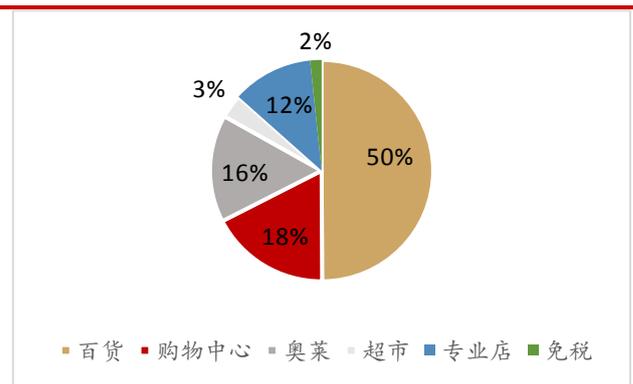
2023 年奥莱业态反弹明显，免税业务开始贡献收入。2023 年，线下客流复苏，公司盈利能力大幅改善，23Q1 扣非利润同比+145%。分业态来看，居民存款余额 2022 年起保持上升趋势，储蓄意愿强、消费意愿尚未恢复之时，奥莱业态以其性价比优势收入反弹最为强势。2023Q1 公司奥莱收入同比+30%，显著高于其他业态。此外免税作为公司的新拓展业态，23Q1 处于试营业状态，贡献收入 5599 万元，收入占比 2%。

图 5 2023Q1 各业态收入增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

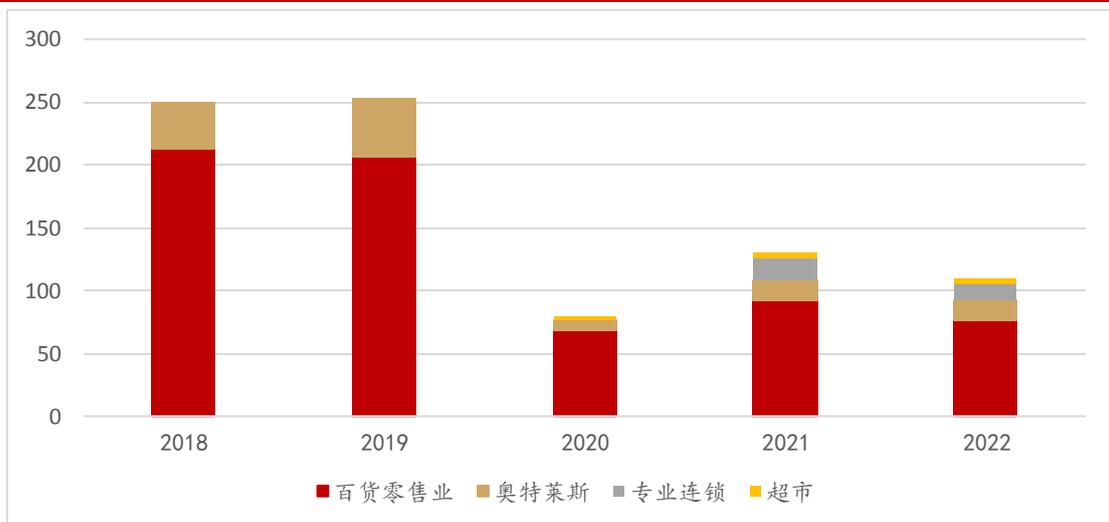
图 6 2023Q1 公司收入结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

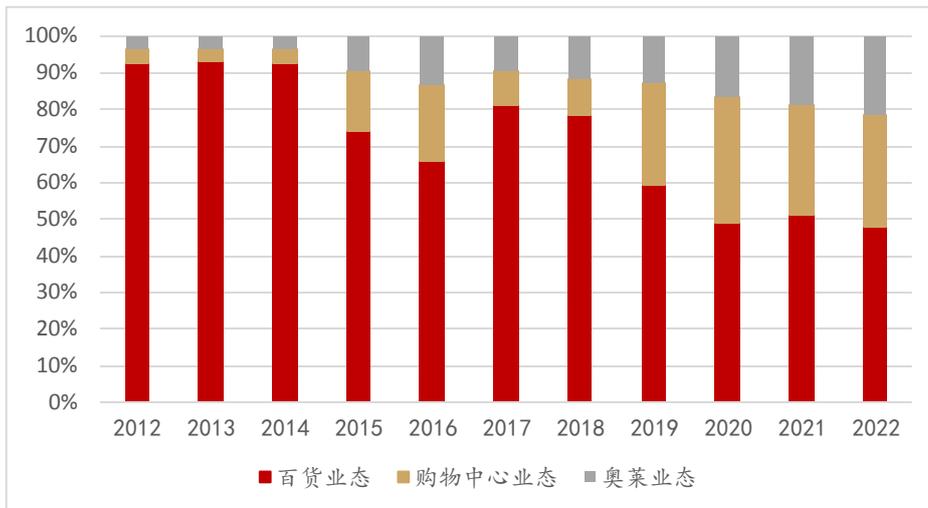
公司积极开展业态升级与转型。近年来，随着新型购物中心、商业综合体、网络购物快速发展，对客流的分流效应加速显现，传统百货业对消费者的吸引力有所下降。公司自 2015 年起开始“去百货业态”，将开店重心放在奥莱和购物中心上，同时将存量百货业态商城升级为购物中心，2021 年吸收合并首商股份使公司业态结构进一步得到优化，新业态占比提升。2022 年，除购物中心外（含并购），其他业态收入均有所下滑。2022 年，百货、购物中心、奥莱占比分别为 49%、19%、13%，分别同比 -5pct、+4pct、+1pct。

图 7 公司主营业务趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所（注：百货零售业为百货+购物中心）

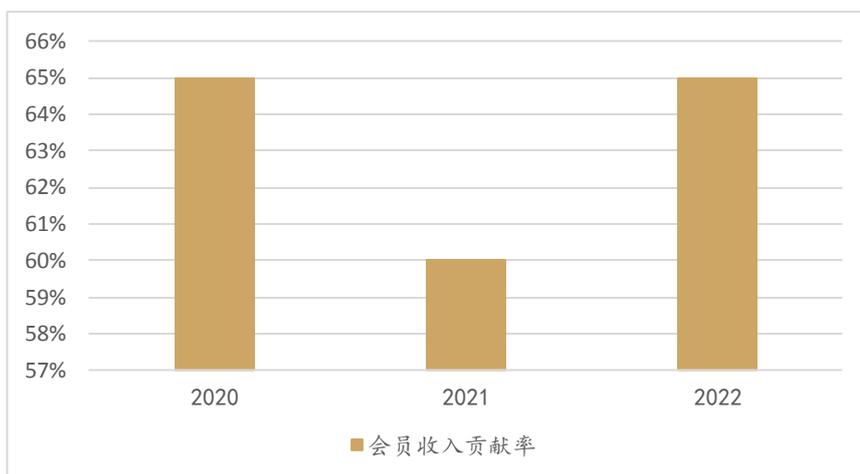
图 8 公司奥莱及购物中心数量占比逐年提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

分商品看：根据公司年报，在百货业态中，化妆，女装，珠宝，男装和运动为销售前 5 类商品，在总销售中占比接近 70%。珠宝降幅小于其他品类，数码受其他品类促销带动影响，销售小幅同比上升。在奥莱业态中，运动，女装，男装，鞋帽和箱包类别为销售前 5 类商品，在总销售中占比达到 88%。购物中心业态中，新能源汽车消费增长迅速，也使购物中心作为新生活方式商业空间的优势逐步增强。上半年受疫情影响，各品类销售均呈现下滑态势，但其中代表消费升级和新消费的品类彰显一定优势。从顾客结构来看，22 年会员消费在总销比重达到 65%（较 2021 年年底增长 5pct），会员消费降幅要好于非会员降幅，体现较强韧性。

图 9 公司会员消费体现出较强韧性



资料来源：公司公告，华西证券研究所

新收入准则变化引起收入端、成本和费用端以及毛利端在 2020 年产生较大幅度波动。

公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则后，联营收入由“总额法”变更为“净额法”核算，同时将与联营代理收入对应的成本进行重分类，导致营业收入、营业成本、毛利率、销售费用较同期均发生重大变化。公司 2018-2023Q1 毛利率分别为 21.19%/20.65%/35.43%/42.14%/38.28%/42.8%。在新收入准则可比口径下 2020 年毛利率同比下滑 7.4pct。2022 年由于疫情反复、收购购物中心的并表以及新开门店等影响，综合毛利率较上年同期减少 3.9pct，2023Q1 反弹明显（同比+1.9pct，环比+5.2pct）。公司 2018-2023Q1 净利率分别为 4.59%/3.54%/4.31%/10.81%/1.26%/6.91%。

公司正逐步形成“5+2”战略业态布局，强化“人货场”逻辑。即以“百货、购物中心、奥特莱斯、免税品经营、生活超市”5 大核心业态为主，“自营+线上”为辅的新业务发展格局。全业态、全渠道布局增强了公司与消费者的全场景链接，同时在供应链方面、品牌合作方面进一步扩大广度和深度，“人货场”零售逻辑不断强化。

与品牌商建立广泛合作，为“有税+免税”双轮发展奠定坚实基础。公司传统百货、购物中心与品牌商采取联营、自营以及租赁等模式，合作方式灵活，合作区域广泛。公司与众多外资、内资消费品品牌建立长期合作关系，包括众多海外奢侈品品牌。公司在有税业务方面与品牌建立了长期、稳定、成熟的沟通与合作机制，公司在部分产品采取自营模式，在供应链和库存管理方面体系也相对成熟，这为未来发展免税业务、加大自营业务比重等方面奠定了良好基础。

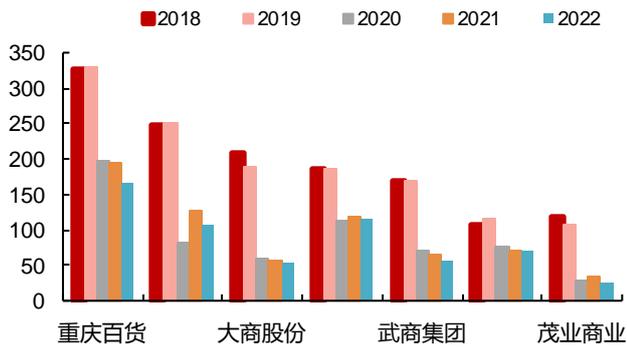
图 10 北京王府井百货大楼入驻的品牌（部分）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

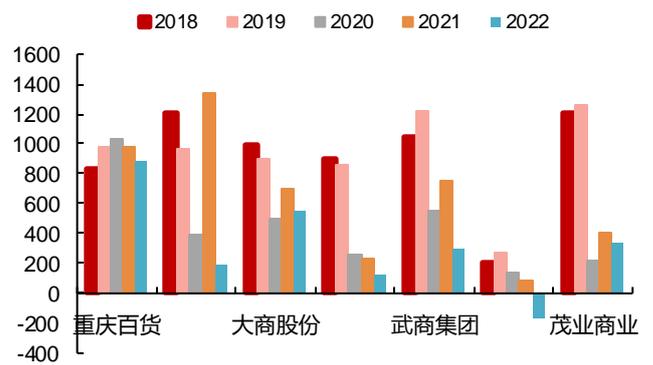
与其他百货零售公司对比，公司规模相对突出，但 ROE 水平一般，后续存提升空间。公司收入规模相对靠前，仅次于重庆百货，规模优势相对突出。但利润率及 ROE 水平处于中游水平，公司经营效率有待进一步提升。

图 11 公司收入水平对比（单位：亿元）



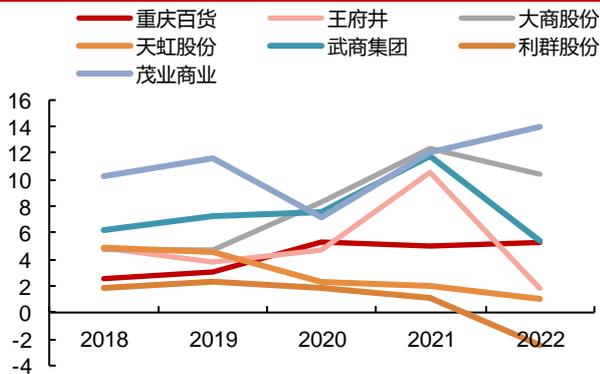
资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 公司净利润水平对比（单位：百万元）



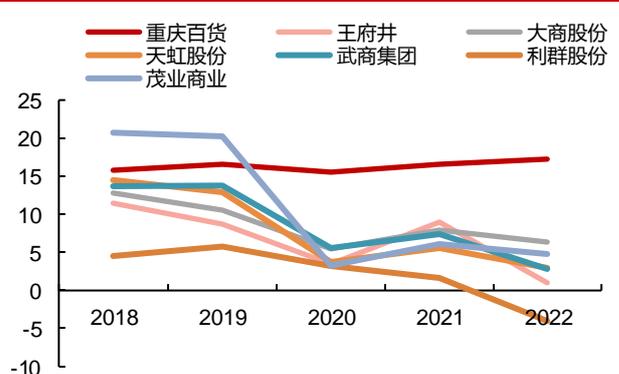
资料来源：wind，华西证券研究所

图 13 公司利润率水平对比（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 14 公司 ROE 水平对比（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 进军免税，未来有望多点开花，开辟二次成长曲线

2.1. 获批免税稀缺牌照，开启免税新征程

2020 年 6 月份，公司获批免税品经营资质，允许经营免税品零售业务。至此，公司零售业务从传统有税零售拓展至免税零售，实现有税+免税双轮驱动。

免税经营牌照稀缺性凸显。由于免税品经营的商品享受三税（关税、消费税、增值税）全免，属于国家财政对于消费者的税收让渡，商品价格较一般有税商品具备较大优势。目前免税品经营权以及经营场地（新场地或原有场地扩容）实行严格的审批制度，需要通过财政部等多部委的审批。当前我国拥有免税经营牌照的主体一共有 7 家，均为国有企业，免税牌照极为稀缺。除国务院另有规定外，拥有免税经营牌照、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，可准许平等竞标口岸出境免税店经营权。

表 3 国内免税运营商概况（截至 2021 年底）

免税主体	牌照获批时间	免税店类型及分布	免税规模（21 年）
中国中免（含日上、海免）	1984 年	经营全渠道免税店（包含离岛免税、口岸免税、邮轮免税、境外免税店），经营免税店总数超 200 个。	413 亿元
中出服	1983 年	离岛免税、市内免税、口岸免税、境外免税等 29 个免税店。	10 亿元
深免	1980 年	经营口岸免税、离岛免税、机场免税，免税店总数超 10 个。	7 亿元
珠免	1980 年	经营口岸免税、机场免税等 20 多个免税店。	13 亿元
海旅投	2020 年	目前主要经营三亚海旅免税城 1 家离岛免税店，面积达 9.5 万平米。	17 亿元
海发控	2020 年	目前主要经营海口全球精品免税城 1 家离岛免税店。	20 亿元
王府井	2020 年	获批海南万宁免税店，面积超 10 万平米，于 23 年 1 月开业。	-

资料来源：中国中免招股书（港股），公司公告，华西证券研究所，注：免税零售规模不包含有税业务

公司获取牌照后，积极搭建免税经营团队，争取离岛、市内免税店经营业务。20 年 7 月，公司成立全资子公司北京王府井免税品经营公司，由公司副总裁尚喜平先生挂帅，尚喜平在公司一线及高管岗位上拥有丰富的业务及管理经验。21 年 1 月，公司与海南橡胶成立合资公司海南王府井海垦免税品经营公司（王府井持股 60%），布局海南岛民免税业务（后因政策推延而做相应调整）。22 年 5 月，公司收购海南旅业 100% 股权，旗下核心资产为万宁首创奥特莱斯，该项目总建筑面积超 10 万平米。22 年 7 月，万宁首创奥特莱斯完成交割并正式更名为王府井悦舞小镇。22 年 10 月，公司获批经营海南万宁免税业务，万宁悦舞小镇将改为王府井国际免税港，23 年 1 月试营业。试营业期间，万宁免税港表现优异，根据万宁旅文公众号，23 年春节期间万宁王府井共接待游客 25.77 万人次，销售总额 7132 万元，“有税+免税”购物带动万宁旅游业快速升温。

疫情以来，公司积极搭建免税经营平台，修炼内功。推进供应链、物流仓储、运营管理、营销推广、信息系统、线上运营以及跨境电商等经营准备工作。团队组建方面，根据公司年报，目前已经完成北京、海南核心经营团队组建，员工数超 180 人。与品牌合作方面，截止到 21 年底，公司免税团队已经与全球 800 余个品牌建立联系并深入接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌。

2.2. 离岛免税业务正式落地，长期空间值得期待

根据和讯网报道，公司董事兼总裁尚喜平在 2022 年半年度业绩发布会表示，在离岛免税方面，公司加强沟通协调的同时积极推进离岛免税业务的相关筹备工作，力争离岛免税业务早日落地。岛内免税方面，目前岛内免税政策尚不明朗，将在有关政策出台后加快推进。20 年 7 月 10 日，海南财政厅等多部门联合发布公告，海南离岛免税将采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。此后，海南离岛免税进入市场化竞争时代，相继引入深免、中出服、海旅投、海发控新玩家，此前一共有 5 家免税运营商（包含中免），仅王府井和珠免还未进入海南离岛免税市场。深免、中出服、海旅投、海发控自 21 年正式经营以来效果显著，发挥了积极作用，通过适度竞争的方式在品牌、品种、价格三方面推动海南离岛免税供给端优化，实现供给创造需求，做大海南离岛免税蛋糕。

万宁离岛免税项目落地。根据公司22年10月9日的公告，公司获准在海南万宁经营离岛免税业务，王府井国际免税港（现为王府井万宁悦舞小镇）已于2023年1月开业。当前王府井国际免税港的首批招商工作已经完成，免税港精选免税全品类优质商品，甄选有税高品质品牌，叠加丰富多元的餐饮娱乐组合配套，融合线上线下，打造独具特色的有税+免税购物模式。

图 15 王府井国际免税港（全景图）



资料来源：新华网，华西证券研究所

图 16 王府井万宁免税港室内图



资料来源：新华网，华西证券研究所

23Q1 实现免税收入 5599 万元，毛利率有较大改善空间。根据万宁旅文公众号，万宁免税城项目于23年1月18日对外试营业，总经营面积为10.25万平方米，计划分三期开业。项目已引进香化、黄金配饰、数码家店、家居、酒水、儿童、保健品、食品咖啡以及体育用品等9大品类，近400个品牌，其中海南首进品牌20余家。试营业期间，万宁免税港表现优异，根据万宁文旅公众号，23年春节期间万宁王府井共接待游客25.77万人次，销售总额7132万元，“有税+免税”购物带动万宁旅游业快速升温。23Q1取得免税收入5599万元，毛利率15%，未来随着采购规模扩大毛利率有望逐步提升。

4月9日正式对外营业，经营面积扩大销售额环比提升。王府井万宁店于23年4月9日正式营业，并举办海南首届香化节，目前免税经营面积约为1.5万平方米。根据北京商报报道，正式营业后，经营面积相比试营业阶段进一步扩大，引入品牌提升至近500个，开业率已由试营业时的60%提高至90%，大量品牌由临时柜台转化为正式专柜，带动销售额环比提升。根据文昌海关2023年6月13日新闻，截至目前万宁免税共监管到免税品销售额1.3亿元。

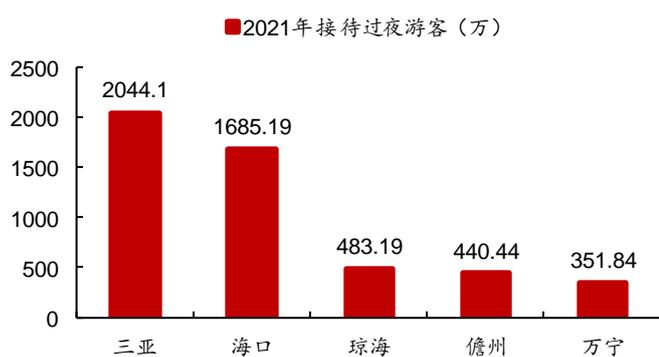
图 17 万宁位于三亚与海口之间，旅游业发展潜力大



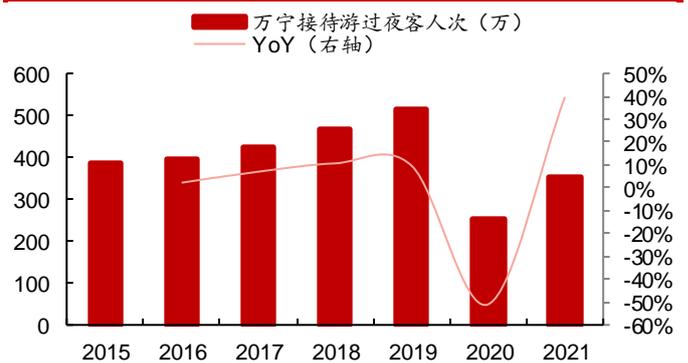
资料来源：家在海南岛公众号，华西证券研究所

当前海南三亚、海口、琼海免税业态布局相对完善，但万宁、儋州等地免税布局相对空白，离岛免税作为拉动海南消费的一张王牌，未来势必要向旅游资源相对匮乏的周边地区外溢，通过免税布局弥补周边地区旅游资源短板，让全岛都能享受离岛免税政策红利。万宁虽然与海口、三亚在客流规模具备一定差距，但近年来特色旅游发展定位取得积极成功，成为很多年轻人冲浪、露营等年轻运动的打卡地。根据万得数据，21 年万宁接待过夜旅游人次达 352 万人，为三亚/海口的 17%/21%。近年来万宁接待游客人次保持持续高增长态势，特色旅游 IP 标签持续凸显，2023 年 4 月万宁过夜游客人次同比+71%，恢复至 2019 年的 91%。随着水上运动+康养+购物旅游业态的不断完善，未来万宁对游客的吸引力有望持续增强。

图 18 万宁 21 年过夜游客人次为三亚/海口的 17%/21% 图 19 万宁接待过夜游客人次增长情况



资料来源：wind，华西证券研究所



资料来源：wind，华西证券研究所

我们测算 25 年万宁免税消费规模或接近 50 亿元，净利润 3.8 亿元，考虑到游客消费能力差异，我们认为可以取三亚、海口的人均免税品消费额（免税销售额/过夜游客人次）作为参考，我们测算 21 年三亚、海口的人均免税 UV 分别为 1670、795 元，

两者差异较大主要系三亚为典型旅游城市，游客购买力和意愿较强，而海口偏商务旅游城市，游客购买力及意愿较低，我们认为未来万宁游客消费潜力介于三亚和海口之间。未来随着万宁免税业态二、三期逐步开业，万宁过夜游客的进一步恢复（万宁“十四五”规划到 2025 年过夜游客达 800 万人次），则免税市场潜力有望进一步提升。我们认为受制于当前的消费大环境以及当前开业面积尚小，2023 年万宁免税的 UV 将处于较低水平，后续随着经营场所扩大以及周边配套趋于完善，24、25 年万宁免税有望迎来亮眼的表现。经过我们的测算，我们预计 24-25 年万宁免税市场规模或有望分别达到 26、48 亿元。净利率方面，我们综合参考海旅投、海发控免税业务爬坡周期，万宁店自持物业优势等因素，预计 24-25 年万宁店利润率水平分别为 6%/8%，则测算对应 24-25 年归属上市公司分别为 1.6、3.8 亿元。

图 20 万宁免税店销售额及利润测算

	2023	2024	2025
过夜游客人次（万）	400	650	800
UV	200	400	600
免税销售额（亿元）	8	26	48
利润率水平	-2%	6%	8%
净利润（亿元）	-0.16	1.56	3.84

资料来源：华西证券研究所

2.3. 未来北京市内免税主场优势显著，市内店发展潜力大

2.3.1. 政策鼓励发展离境市内免税店，未来范围及力度值得期待

2022 年 4 月，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，《意见》提出“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。”这是自 2020 年以来中央第三次明确表示要发展一批中国特色市内店，充分表明中央对发展市内免税店的支持态度。

我们认为，未来离境市内免税店建设持续得到政策支持，尤其是在当前提振消费回暖、引导海外消费回流等诸多诉求下，市内店政策的范围和力度（比如给予单独的免税购物额度等）值得期待，我们预计一旦出境旅游市场恢复常态，市内店政策或将有望及时落地。

图 21 中央多次发文支持完善市内免税店政策

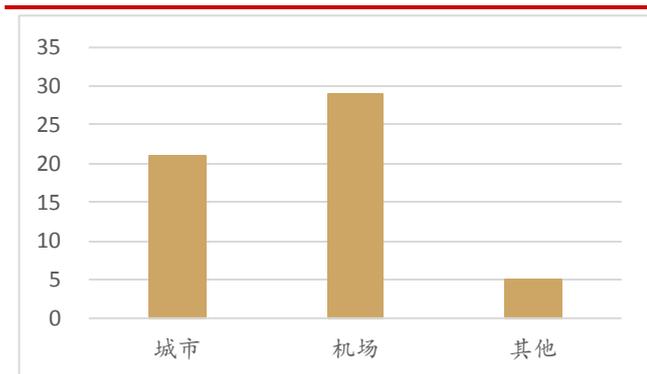
时间	文件	内容	部门
2020年2月28日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。	发改委等23个部门
2022年1月24日	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。	发改委
2022年4月25日	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。	国务院

资料来源：新华社，政府官网，华西证券研究所

2.3.2. 市内免税店空间测算

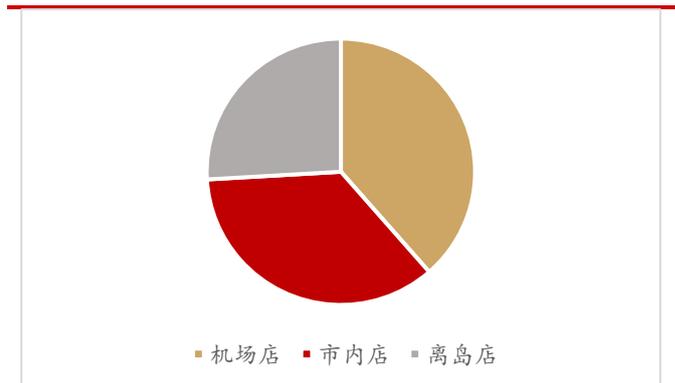
韩国市内免税店与机场免税店数量与销售额大致相当。从韩国人的疫后购物习惯看，市内店在数量和销售额上均与机场渠道持平，根据 K DFA 披露的最新数据，2023 年韩国本国贡献的免税销售额中，机场、市内、离岛的比例分别为 39%、36%、25%。我国出入境免税销售主要由机场口岸贡献，若市我国市内免税店新政在额度、品类、购物时间、提货流程等方面均比较友好，且给予现有市内店转换期，我国市内免税销售规模有望迅速提升。

图 22 韩国各类型免税店数量



资料来源：K DFA，华西证券研究所

图 23 韩国人在各免税渠道消费比例（2023 年 4 月）



资料来源：K DFA，华西证券研究所

我们认为未来市内免税店市场规模=出境游客人次*购买转化率*客单价，购买转化率以及客单价受诸多因素影响，比如产品价格、品类丰富度、渠道便利性、购买额度等，下面我们以韩国以及海南既有市内免税发展情况做分析，以此测算未来我国市内免税店（不含离岛免税）未来潜在规模。

（一）购买转化率：

- （1）根据韩国发展经验来看：韩国国人在市内店和机场店的购物习惯都相对成熟，从销售比例来看，市内店高于机场店规模，说明市内免税在地理位置、环境体验、经营品类等方面对消费者形成较大吸引力。根据韩国海关数据，2019 年韩国本国人在市内免税店渠道购买人次为 990 万左右

(年化数据)，2019 年韩国国人出境旅游人次为 2871 万（韩国统计局），**韩国国人市内免税店购买转化率为 34.5%**。

- (2) **根据海南离岛免税市场经营来看：**根据海南统计局及海口海关数据，2021 年海南离岛免税销售额为 495 亿元，其中我们估算离岛市内店销售占比约为 95%左右。2021 年海南离岛客流人次为 2257 万，免税购买人次为 671 万，**海南离岛购买转化率为 30%**。此外，以海口市场为例，18 年海口仅有美兰机场免税店，销售额为 21 亿元，占比海南整体免税市场 21%。19 年以来，海口先后开设市内免税店日月广场店（19 年中免日月广场店开业，21 年海发控日月广场店）、海口观澜湖免税城店（21 年 1 月开业）、海口国际免税城店（22 年 10 月底开业）四家市内免税店。根据海口日报，21 年海口离岛免税市场规模约为 139 亿元，占比海南整体免税市场 28%，**2021 年海口市内店、海口美兰机场店销售额分别为 101 亿、38 亿元，比例为 2.6:1**。背后反映出市内店对做大海口免税蛋糕的巨大推动作用，市内店因为其更丰富的购物品类、更大的购物面积、更舒适的购物环境获得消费者更多青睐。

(二) 客单价：

客单价受诸多因素影响，比如消费能力、购买额度、购买品类限制等。以海南离岛免税为例，2011 年，海南离岛免税购买额度仅为 5000 元，品类仅为 18 种，此后经历多次调整优化，目前海南免税购买额度高达 10 万元，购买品类达 45 种。随着离岛免税购买额度以及品类的持续优化，客单价从 11 年的 2000 元左右大幅提升至 21 年的 8000 元以上。而分不同类型门店来看，**2019 年美兰机场免税客单价为 1800 元左右，而离岛市内店免税客单价则为 4353 元，海南市内店客单价为机场店的近 2.4 倍。**

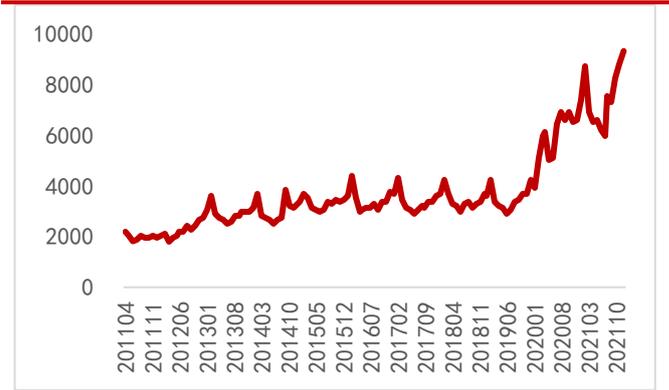
目前我国口岸出境+入境免税额度仅为 8000 元，北京、上海等核心机场店客单价我们估算在 1000-2000 元左右，客单价水平仍然较低，主要受额度限制较大，部分品类尤其是精品销售比重较低。结合上文分析，我们认为若未来国家对于市内店给予充分的支持，不排除单独给予市内免税额外购买额度（比如 1-2 万/人/年），考虑到市内店更为充裕的购物时间、更丰富的购物品类，则未来市内店客单价或较既有机场店存在较大提升空间。

图 24 海南免税购物额度、品类持续提升

时间	政策调整
2011年4月	正式实施离岛免税政策，单次购物限额5000元，购买品类为18种。
2012年11月	单次购物额度提升至8000元。
2015年3月	增加17种商品，放宽对手表等10种商品的单次购买数量限制。
2016年2月	取消非岛内居民全年购买次数限制，每年购买额度提升至1.6万元，同时开设网上销售窗口。
2017年1月	乘坐铁路离岛纳入免税政策适用对象范围。
2018年11月	岛内、非岛内居民全年额度提升至3万，增加医疗器械产品。
2020年7月	岛内、非岛内居民全年额度提升至10万，取消单价商品8000免税限制，新增酒类、手机、平板电脑等7类，总品类数达45种。

资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 25 海南离岛免税客单价持续提升（单位：元）



资料来源：wind，华西证券研究所

（三）市内店空间测算：

我们预计未来国内市内店市场（不含离岛）或达 480 亿元。2019 年我国出境旅游人次为 1.55 亿，其中北京、上海出境游人次分别为 1134 万和 2285 万（按出入境客流的一半折算）。疫情以来出境游市场受到较大冲击，23 年疫情放开后行业呈现复苏态势，但仍需时日，我们保守估计到 2025 年出境游将逐步恢复至 19 年水平。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年我国离境免税市场规模约为 366 亿元，结合中免财报数据，我们估算北京、上海免税市场规模分别达 75 亿元和 155 亿元，北京+上海两地免税消费占全国的比重接近 64%，充分说明两地免税强大的消费能力和习惯。我们假设未来上海、北京两地的离境市内店购买人次转化率为 30%，客单价 3000 元左右，则估算未来北京、上海市内店规模分别为 102 亿元和 206 亿元左右，若假设未来上海+北京市内店占全国市内店市场规模也为 64%左右，则预计未来全国离境市内免税市场规模或达 480 亿元左右。

表 4 上海离境市内免税店市场空间测算（单位：亿元）

转化率/客单价	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
20%	46	69	91	114	137	160	183	206	229
25%	57	86	114	143	171	200	229	257	286
30%	69	103	137	171	206	240	274	308	343
35%	80	120	160	200	240	280	320	360	400
40%	91	137	183	229	274	320	366	411	457

资料来源：华西证券研究所，注：这里假设未来上海出境客流恢复至 19 年水平 2285 万人次

表 5 北京离境市内免税店市场空间测算（单位：亿元）

转化率/客 单价	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
20%	23	34	45	57	68	79	91	102	113
25%	28	43	57	71	85	99	113	128	142
30%	34	51	68	85	102	119	136	153	170
35%	40	60	79	99	119	139	159	179	198
40%	45	68	91	113	136	159	181	204	227

资料来源：华西证券研究所，注：这里假设未来上海出境客流恢复至 19 年水平 1134 人次

2.3.3. 公司未来市内店业务潜力较大

北京市全力支持王府井发展市内店免税业务，市内店将成为其发展免税业务的重要支撑。2021 年 4 月，北京市国资委印发《北京市国企改革三年行动实施方案（2020-2022 年）》，其中重点提出“要推动王府井免税店在京落地，打造市内免税标杆企业”。我们认为王府井在北京拥有众多优质物业，大股东首旅集团旗下北京环球度假区、酒店、交通、餐饮、旅行社等业务客流资源丰富，与免税业务协同性较强，将助力其在发展市内店方面获得较大竞争实力。未来王府井在北京市内免税、机场免税（2025 年首都机场免税特许经营到期，现为中免经营）方面或将有望实现更多突破，实现以北京市内免税市场为根基，离岛免税+其他区域免税为两翼的长期发展战略。

公司多处商业物业位于游客的聚集地，区位优势显著。根据 2022 年公司年报，公司在北京营业的百货、购物中心、奥特莱斯共 16 家，且根据北青网报道，王府井正在积极推进环球影城相关配套商业项目的开发，打造以环球影城主题公园为核心的文旅消费区，项目命名为“未来奥莱 MALL”。公司在京商业物业在数量上具备优势，且公司多个商场（或储备商场）处于北京游客聚集区，如王府井步行街（北京百货大楼、北京东安商场等）、使馆区（燕莎友谊商城）、北京环球度假区。当前在北京有免税店布局的仅有国药中服和中国中免，分别各有一家市内免税店在营业中，未来市内店新政推出后，公司有望凭借在营商场的数量及区位优势快速起步。

图 26 公司北京商业物业丰富

公司	商场	建筑面积 (万平方米)
王府井	北京百货大楼	10.6
	北京长安商场	2.9
	北京双安商场	3.9
	北京东安市场	1.1
	北京西单商场西单店	5.7
	北京西单商场天通苑店	1.5
	燕莎友谊商城亮桥马店	4.1
	燕莎友谊商城金源店	4.2
	北京友谊商店	2.5
	北京新燕莎金源MALL	18.2
	北京右安门王府井购物中	2
	北京燕莎奥特莱斯	9.7
	北京赛特奥特莱斯	4.4
	北京贵友大厦金源店	1.1
	北京贵友大厦通州店	3.5
中免	北京贵友大厦建国门店	1.8
	CDF北京市内免税店	-
	国药中服	-
	北京中服免税店	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

北京市内免税业务空间较大，未来公司有望充分受益。根据中国青年报 2021 年 12 月的报道，“北京市东城区商务局副局长胡嘉嘉表示，东城区将促成保税仓库在东城落地、力争王府井首家市内免税店落户东城。”此外，根据北京商报 2020 年 12 月的报道，在 2020（第七届）中国主题公园和度假区峰会上，王府井副总裁曾群表示，将积极争取将市内免税店开到北京环球度假区。考虑到公司在北京较强的资源禀赋以及积极进取的姿态，我们认为公司未来在北京市内店市场将占据优势位置，凭借集团资源的联动、优越的市内店地理位置、有税业务积累的强大的会员规模，假设未来王府井在北京市内店市占率达到 50%-60%，则规模将达到 51-61 亿元水平。此外，考虑到王府井自有物业的优势、以及引流成本相对较低，我们预计未来公司市内免税店利润率将达到 15%水平（参考海南三亚、日月广场店表现），即未来北京市内店或有望增厚公司业绩 7.65-9.15 亿元。

图 27 北京机场免税销售额持续保持增长



资料来源：中免公司公告，华西证券研究所 注：这里以日上（中国）销售额近似代替北京机场免税销售额

图 28 首旅集团旗下产业布局



资料来源：首旅集团官网，华西证券研究所

图 29 王府井市内店规模及利润测算

北京市内店规模（亿元）	102
王府井占比	50%-60%
王府井北京市内店收入（亿元）	51-61
毛利率	35%
租金率	4%
特许经营费率	1%
人工费用率	8%
其他	2%
所得税率	25%
净利率	15%
净利润（亿元）	7.65-9.15

资料来源：华西证券研究所

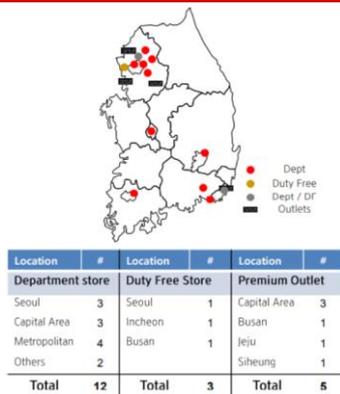
依托有税业务，免税业务未来异地扩张存看点。依托于其悠久品牌知名度、以及多业态综合性零售商形象，王府井目前已经在全国 35 个城市开展零售业务，产品覆盖服装服饰、化妆品、运动鞋帽、珠宝首饰、家居家电、儿童用品等。公司与各地政府和企业建立了良好的合作关系，所开门店均处于各地核心商圈。未来公司核心商圈位置、知名品牌形象、长期地方合作关系或将是其拓展异地免税业态的良好基础。结合上文分析，未来我国计划打造一批中国特色市内免税店，公司或有望参与更多地区发展市内免税红利机遇。

2.4. 他山之石：从韩国新世界看百货商发展“有税+免税”的崛起之路

新世界早期为韩国传统百货龙头。第一家百货店于 1960s 在首尔明洞开业，后来逐步发展成为韩国百货龙头企业，韩国前 20 大百货商店中，新世界百货拥有 8 个。

免税后起之秀，成为韩国第三、全球前十免税运营商。公司于 2012 年通过收购天堂釜山免税有限公司进入免税市场，2013 年韩国逐步开放免税牌照竞标，公司于 2015-2016 年获得首尔市内店牌照，2016 年首尔明洞市内店开业，公司免税业务起步较龙头企业乐天、新罗晚了近 30 年。但新世界免税销售额从 15 年的 24 亿韩元快速增长至 19 年的 3 万亿韩元，成为韩国第三大、全球前十免税运营商。需要说明的是，15 年之后，除了公司获得免税牌照之外，包括斗山、韩华、现代等韩国大型财阀集团都相继获得免税牌照并开设免税店，但韩华、斗山等免税店因为亏损于 2019 年相关闭离场，而新世界却发展相对顺利，背后反映出其独特的资源禀赋和经营战略。

图 30 新世界业态类型及分布



资料来源: Moodie Davitt Report, 华西证券研究所

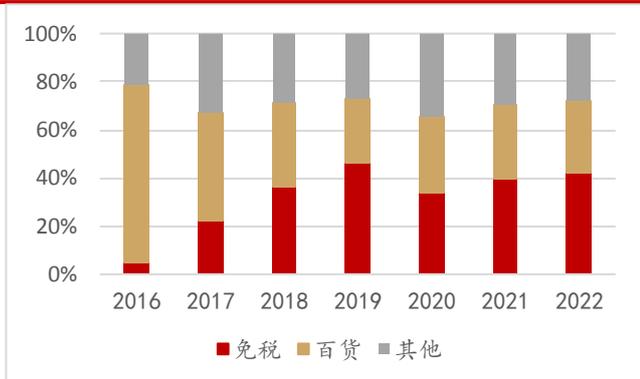
图 31 新世界排名 2019 年全球旅游零售商第 8 位



资料来源: Moodie Davitt Report, 华西证券研究所

有税+免税协同，免税业务占比反超百货。截至 2022 年底，公司有 20 家门店，其中百货/免税/奥特莱斯分别为 12/3/5 家，自 2018 年起，公司免税业务收入超过有税百货收入成为公司第一大收入来源。利润率方面，韩国免税由于严重依赖海外代购，佣金率高企，整体盈利能力较弱，公司利润率与另外两家龙头新罗和乐天相比并无明显差异。

图 32 新世界百货 2018 年起免税销售占比超过有税



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 33 新世界免税营业利润率水平



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

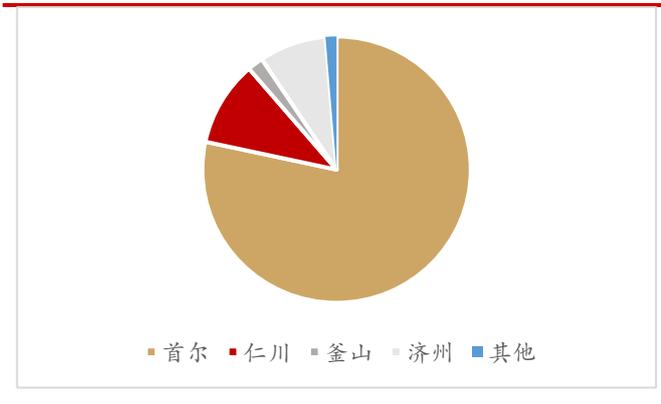
根据我们复盘研究，我们认为公司能够在免税业务快速崛起，主要得益于：(1) 占据核心地段及物业；(2) 有税会员体系+供应链优势赋能免税业务；(3) 大股东支持，核心免税业务人才掌舵。

核心优势一：占据核心地段，市内+机场免税联动

参照韩国免税，免税店物业选址对销售额起到决定性作用。韩国免税市场聚集效应显著，首都首尔作为韩国的旅游和商业中心，虽然免税店数量仅有 13 家（占全韩 20%左右），但却贡献了近 80%的免税销售额。而明洞商区在首尔免税中又占据核心地位，三大龙头的旗舰店均设于首尔明洞商圈，2019 年销售额占首尔市内店的 71%。同

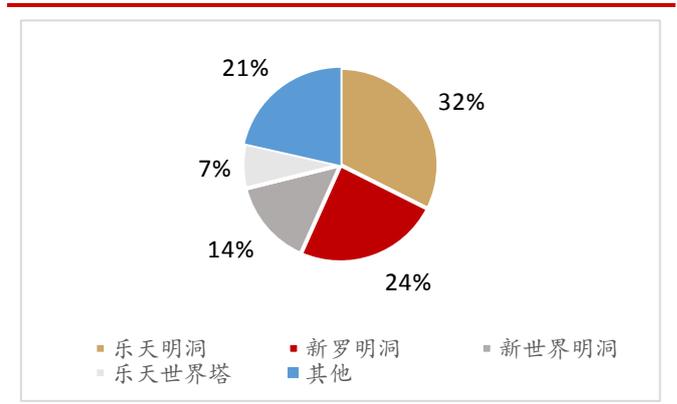
样位于首尔且由第一龙头乐天运营的乐天世界塔免税店销售额仅占7%，为新世界明洞店的一半。由此可见，免税店选址至关重要。

图 34 2023 年 4 月首尔贡献近 8 成韩国免税销售额



资料来源：KDFA，华西证券研究所

图 35 2019 年首尔市内免税销售额明洞店占比 71%

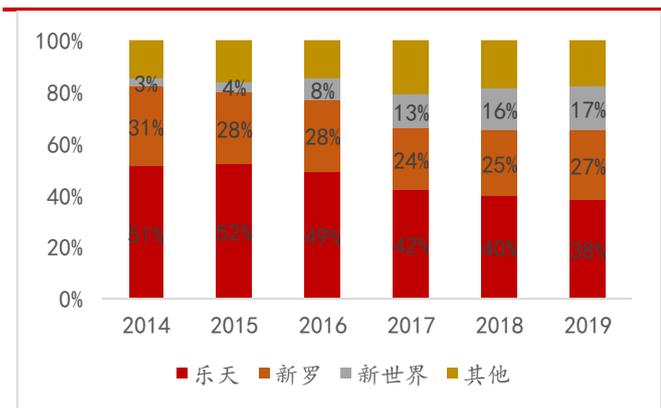


资料来源：KDFA，华西证券研究所

新世界免税仅 3 家免税店，分别位于首尔、仁川和釜山，但 2019 年市占率却达到 17%，优越的地理位置赋予了新世界免税单店极高的含金量：

选址已有的明洞有税商业物业，市内免税快速爬坡。新世界作为韩国百货龙头，新世界百货明洞店（有税）于 1930 年开始营业，率先占据核心位置。新世界百货 2015 年获得免税牌照后，便选择了新世界百货明洞店的 8-12 层（共计 1.5 万平米左右）作为其免税首店。一方面新世界百货明洞店地位位置优越，相比较于新罗明洞免税店，距离首尔塔、景福宫等首尔地标距离更近；另一方面通过有税向免税引流，实现免税业务的快速爬坡。公司将旗下成熟、优质的有税商业物业快速转化为免税店，为公司免税业务发展实现快速发展产生了积极贡献（16-17 年公司免税收入市场占有率分别为 8%/13%）。

图 36 新世界免税市场份额持续提升



资料来源：穆迪戴维特，华西证券研究所

图 37 新世界市内免税店区位优势显著



资料来源：百度地图，华西证券研究所

中标仁川免税经营权，品类覆盖香化、精品、烟酒，与市内店联动。仁川机场为韩国门户机场，2019 年旅客吞吐量超 7000 万人次。2015 年，仁川机场新一轮合同开启，公司中标但经营面积仅 2000 多平，2018 年乐天因为自身原因以及仁川机场较

高的租金压力，被迫选择放弃仁川机场 T1 免税店特许经营权，新世界击败新罗接替了乐天运营的香化和精品两个区域，进一步提升了经营面积。核心机场免税店+核心市内免税店的双店组合模式，帮助新世界持续提升其免税市占率水平，同时也借此增强了对上游品牌商的谈判能力。**卡位核心点位、有税+免税联动、机场+市内店联动成为新世界快速发展免税业务的成功战略选择路径。**

图 38 2018 年乐天免税撤出后仁川 T1 航站楼免税布局

区域	品类	面积 (平方米)	运营商
DF1	香化	1324	新世界
DF2	香化	1106	新罗
DF3	烟酒	506	乐天
DF4	烟酒	486	新罗
DF5	其他	2066	新世界
DF6	其他	1909	新罗
DF7	其他	2856	新世界
DF8	全品类	4953	新世界

资料来源：DFNI，华西证券研究所

核心优势二：有税业务充分为免税业务提供流量和供应链支持

百货业务长期与全球奢侈品牌合作，免税品牌吸引力持续提升。公司传统百货业务定位较为高端，长期与全球奢侈品牌保持合作关系，虽然百货有税业务与免税运营模式存有一定差异（百货通常与品牌商联营模式，而免税为买断模式），但由于与品牌商建立起来的长期合作关系，在发展免税业务时更容易与品牌免税部分开展业务合作（当前，大部分品牌商免税、有税部分独立运营，但也有部分品牌商免税、有税合并运营），品牌开发周期大大缩短，2016 年新世界首尔明洞免税店以及仁川机场 T1 免税店顺利引入了爱马仕、香奈儿、LV 等顶奢品牌，顶奢免税品类吸引力持续增强。

进入免税业务之前，公司具有多业态多品类线下零售经验，且努力打造线上平台。公司零售业态完整，涵盖从高端到低端、线下到线上、可选都必选各业态和品类，供应链体系完整。新世界百货与韩国最大的连锁超市易买得均属于新世界集团，集团层面涵盖食品、日用品、服饰、高奢、香化等多品类供应链体系，拥有完整的选品、采购、库存管理、营销等体系。此外，公司在疫情冲击下，也在不断完善其线上零售渠道，2022 年新世界集团收购 ebay 韩国 80% 股权，线上电商平台持续完善。

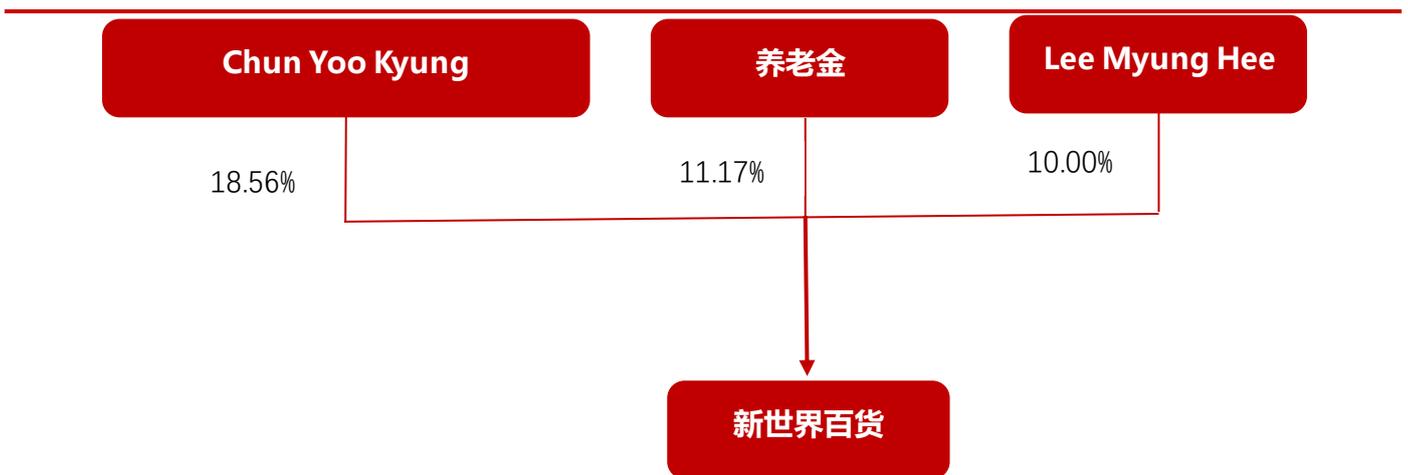
重视精细化运营，高端会员忠诚度高。新世界百货对超高端会员的筛选更加精细化。根据韩国中央日报报道，韩国百货龙头乐天、新世界、现代等都会将年消费 400 万韩元以上的顾客纳入会员体系，但新世界会员分级最多，达到了 6 个等级，且最高等级要求年消费额大于 2.3 亿韩元并限制人数，消费门槛高于其他百货，消费门槛高于其他百货。公司针对不同等级的会员提供差异化的服务（贵宾休息区、私人导购、当季新品、特别折扣等），提升顾客忠诚度。新世界会员收入贡献率超过 30%，位于行业前列。

核心优势三：大股东支持，核心免税业务人才掌舵

新世界大股东之一为李明熙 (Lee Myung-hee, 截至 2022 年底持股比例 10%)，李明熙为三星集团创始人李秉喆之女，2017 年新世界集团成立免税子公司新世界免税，并多次注资，支持免税业务做大做强。公司董事长郑佑京为李明熙之女，持股比例 19%。

2017 年新世界引入两位免税行业重要高管，分别为 Cha Jeong Ho (担任新世界 CEO) 和 Son Yunk-Sik (担任新世界免税 CEO)，Cha Jeong Ho 原为新罗免税销售部分负责人，而 Son Yunk-Sik 原为新世界免税执行副总裁，两位高管在免税行业均有丰富的管理和运营经验，进一步推动了公司免税业务持续快速发展。

图 39 新世界百货股权结构 (截至 2022 年底)



资料来源：公司官网，华西证券研究所，

3. 国企改革注入新发展动能

3.1. 内部资源整合，做大规模、提升质量

2021 年 4 月，北京市国资委印发《北京市国企改革三年行动实施方案 (2020-2022 年)》，方案提出，将通过混改深度转换企业经营机制，引入长期战略投资者，优化公司治理结构；激励机制方面，要求国企灵活开展多种方式的中长期激励，用足用好股权和分红激励、股票期权、超额利润分享等。

为落实北京国有企业改革实施方案，首旅集团进行内部整合，王府井 21 年 10 月完成换股吸收合并首商股份。我们认为，此次交易一方面解决同业竞争问题；另一方面两家老牌百货公司整合核心资源，双方在既有会员、供应链、营销等方面发挥“1+1>2”的效果，进一步做大规模，提升盈利能力。

3.2. 定增引入战投，优化公司治理

公司于 21 年 12 月完成非公开发行募集资金超 37 亿元，公司大股东首旅集团参与定增 (10 亿元，占此次发行总额的 26.7%)，充分体现了集团股东对公司长期发展

的看好和支持。此外，本次非公开发行还引入北京国管、券商基金、地方基金等投资者，通过引入外部战投优化公司治理，建立灵活高效的市场化经营机制。

本次配套募资计划用于：(1) 补充公司流动资金及偿还债务；(2) 门店数字化转型与信息系统改造升级项目；(3) 门店优化改造项目；(4) 通州文旅区配套商业综合体项目；(5) 北京法雅商贸新开店建设项目建设项目。

表 6 公司募集资金用途

序号	项目	拟投资金额 (亿元)
1	补充合并后存续公司的流动资金及偿还债务	18.72
2	门店数字化转型与信息系统改造升级项目	5.77
3	门店优化改造项目	7.50
4	通州文旅区配套商业综合体项目	3.44
5	北京法雅商贸新开店建设项目建设项目	1.51
6	本次交易相关的税费及中介机构费用	0.50
合计		37.43

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 推出股权激励计划，深度绑定核心管理层及骨干利益

公司所处传统商业零售服务业，市场化竞争相对激烈，实行市场化的股权激励方案符合国企改革方向，是增强企业活力的重要手段之一。2020 年 4 月公司发布首期股权激励计划并获得北京市国资委的同意批复，本次计划向公司管理骨干及其他核心人员共计 128 人授予 762.5 万（后调整为 737.75 万份）股股票期权，授予日为 2020 年 5 月 18 日，行权价格为每股 12.74 元（后调整后 12.21 元）。核心管理层包括杜宝祥董事长（30 万股）、尚喜平总裁（30 万股）等。本次激励方案分三期行权，行权条件相对合理，预期将有效调动管理层积极性，达到激励效果。

2022 年 5 月，公司董事会审议通过关于达成第一期行权条件的议案，首期可行权人员合计 125 人，可行权数量为 220.80 万份，截止到当年 6 月 22 日，首期行权率达 100%。

图 40 公司股票期权业绩考核条件

解除限售安排	净利润增长率(以 2016-2018 扣非后归母净利润平均值为基数)	公司业绩考核条件 (扣非后归母加权 ROE)	购物中心和奥莱业态门店营业收入占比	解禁比例
第一个行权期 (已行权)	不低于 20%、不低于对标企业 75 分位值	不低于 8%	不低于 30%	30%
第二个行权期	不低于 30%、不低于对标企业 75 分位值	不低于 8.5%	不低于 40%	30%
第三个行权期	不低于 40%、不低于对标企业 75 分位值	不低于 9%	不低于 50%	40%

资料来源：公司公告，华西证券研究所，注：对标企业为按照申银万国行业划分标准，选取“一般零售”行业分类下业务较为相似的 28 家 A 股上市公司作为同行业对标企业，第 1-3 个行权期分别对应 2021 年、2023 年、2024 年指标考核

图 41 激励计划第一个行权期行权的基本情况

姓名	职务	本次可行权股票期权数量 (份)	本次已行权股票期权数量 (份)	本次已行权股票期权数量占可行权股票期权数量的比例 (%)
杜宝祥	董事长	90,000	90,000	100
尚喜平	董事、总裁	90,000	90,000	100
杜建国	董事、副总裁	60,000	60,000	100
张建国	常务副总裁	60,000	60,000	100
周晴	副总裁	60,000	60,000	100
(王宇)	副总裁	60,000	60,000	100
曾群	副总裁	60,000	60,000	100
胡勇	副总裁	40,500	40,500	100
岳继鹏	原董事会秘书	30,000	30,000	100
管理骨干 (74 人)		1,312,500	1,312,500	100
其他核心人员 (42 人)		345,000	345,000	100
合计		2,208,000	2,208,000	100

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们盈利预测的核心假设如下：

(1) 开店方面：预计公司传统百货业务维持现有规模，23-25 年购物中心分别开店 2/1/1 家，奥莱开店分别为 1/1/1 家；免税方面，假设离岛免税维持万宁一家店，北京市内店 1 家店且于 2024 年开始营业。

(2) 有税业务收入：假设公司传统有税门店 23 年同店恢复至 21 年 90%左右水平，24 年同比增长 3%-5%左右，25 年同比增长 1-3%左右；

(3) 免税业务收入：参照上文分析，我们预计 2023-2025 年万宁离岛免税分别实现收入 8、26、48 亿元；北京市内店 24-25 年分别实现收入 51 亿元、69.5 亿元。

(4) 毛利率方面：假设 23-24 年公司传统有税各业态毛利率保持稳定，免税业务随着规模效应显现每年 1-2pct 增长。详情如下表：

图 42 公司各业务收入及毛利率预测拆分

		2022A	2023E	2024E	2025E
奥特莱斯	收入(百万元)	1478	1916	2130	2361
	YOY	-8%	30%	11%	11%
	毛利率	64%	70%	71%	71%
百货	收入(百万元)	5538	6535	6861	7067
	YOY	-22%	18%	5%	3%
	毛利率	32%	37%	38%	38%
购物中心	收入(百万元)	2166	2425	2572	2724
	YOY	5%	12%	6%	6%
	毛利率	49%	48%	48%	50%
其他(超市+专业连锁)	收入(百万元)	1,618	1,926	2,022	2,123
	YOY	-18%	19%	5%	5%
	毛利率	14%	15%	15%	15%
万宁免税	收入(百万元)		800	2600	4800
	毛利率		18%	20%	22%
北京市内店	收入(百万元)			5100	6950
	毛利率			15%	16%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 136/213/260 亿元，同比+26%/+57%/+22%，23-25 年实现归母净利润分别为 11/15/19 亿元，EPS 分别为 0.99/1.28/1.66 元。对应最新 PE 分别为 21X/16X/13X（参照 23 年 6 月 21 日收盘价 21.0 元）。考虑到公司未来有税业务稳健发展、免税业务较大发展潜力，我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

表 7 可比公司估值

代码	证券简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
有税部分可比公司									
600729.SH	重庆百货	118.18	29.07	2.23	2.87	3.28	13.04	10.12	8.86
002697.SZ	红旗连锁	74.12	5.45	0.36	0.40	0.43	15.14	13.68	12.60
000501.SZ	武商集团	75.90	9.87	0.40	0.58	0.71	24.68	17.09	13.95
	平均						17.62	13.63	11.80
免税部分可比公司									
601888.SH	中国中免	2,384.95	122.15	2.53	4.95	6.82	48.32	24.70	17.91
600515.SH	海南机场	474.15	4.15	0.16	0.09	0.13	25.54	46.58	32.15
603069.SH	海汽集团	64.18	20.31	0.12	0.62	1.06	169.25	32.96	19.16
	平均						81.04	34.74	23.07

资料来源: wind 一致预期, 华西证券研究所 注: 收盘价截止时间为 2023 年 6 月 21 日

5. 风险提示

- (1) 居民消费力不足, 免税品消费需求疲软;
- (2) 万宁客流量恢复及增长不及预期;
- (3) 市内免税店政策落地时间及力度不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,800	13,601	21,286	26,026	净利润	137	1,129	1,454	1,888
YoY (%)	-15.3%	25.9%	56.5%	22.3%	折旧和摊销	1,910	788	738	743
营业成本	6,665	8,245	13,578	16,703	营运资金变动	-782	1,980	2,994	2,710
营业税金及附加	276	354	532	651	经营活动现金流	1,641	3,750	4,963	5,070
销售费用	1,701	1,768	2,767	3,644	资本开支	-728	-989	-189	-189
管理费用	1,560	1,768	2,554	2,603	投资	-550	-300	-300	-300
财务费用	262	0	0	0	投资活动现金流	-1,488	-1,153	-276	-229
研发费用	0	0	0	0	股权募资	71	0	0	0
资产减值损失	-69	0	0	0	债务募资	-2,840	0	0	0
投资收益	300	136	213	260	筹资活动现金流	-4,852	0	0	0
营业利润	539	1,602	2,067	2,686	现金净流量	-4,683	2,597	4,686	4,841
营业外收支	-6	11	11	11					
利润总额	533	1,613	2,078	2,697	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	397	484	623	809	成长能力				
净利润	137	1,129	1,454	1,888	营业收入增长率	-15.3%	25.9%	56.5%	22.3%
归属于母公司净利润	195	1,129	1,454	1,888	净利润增长率	-85.5%	479.2%	28.8%	29.8%
YoY (%)	-85.5%	479.2%	28.8%	29.8%	盈利能力				
每股收益	0.17	0.99	1.28	1.66	毛利率	38.3%	39.4%	36.2%	35.8%
					净利率	1.8%	8.3%	6.8%	7.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.5%	2.9%	3.2%	3.9%
货币资金	9,997	12,593	17,280	22,121	净资产收益率 ROE	1.0%	5.6%	6.7%	8.0%
预付款项	182	225	371	456	偿债能力				
存货	1,657	1,092	3,434	2,133	流动比率	1.62	1.58	1.49	1.58
其他流动资产	797	993	669	714	速动比率	1.35	1.41	1.21	1.40
流动资产合计	12,633	14,903	21,754	25,424	现金比率	1.29	1.34	1.18	1.37
长期股权投资	1,873	1,873	1,873	1,873	资产负债率	44.9%	45.9%	50.6%	50.2%
固定资产	8,208	8,770	8,582	8,389	经营效率				
无形资产	1,143	1,143	1,143	1,143	总资产周转率	0.29	0.36	0.50	0.55
非流动资产合计	23,559	24,072	23,834	23,591	每股指标 (元)				
资产合计	36,192	38,975	45,588	49,015	每股收益	0.17	0.99	1.28	1.66
短期借款	197	197	197	197	每股净资产	16.86	17.86	19.14	20.80
应付账款及票据	2,098	3,399	5,653	5,483	每股经营现金流	1.45	3.30	4.37	4.47
其他流动负债	5,483	5,836	8,741	10,450	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,778	9,432	14,591	16,130	估值分析				
长期借款	738	738	738	738	PE	122.09	21.11	16.39	12.63
其他长期负债	7,733	7,733	7,733	7,733	PB	1.67	1.22	1.13	1.04
非流动负债合计	8,471	8,471	8,471	8,471					
负债合计	16,249	17,903	23,061	24,600					
股本	1,135	1,135	1,135	1,135					
少数股东权益	801	801	801	801					
股东权益合计	19,943	21,072	22,527	24,414					
负债和股东权益合计	36,192	38,975	45,588	49,015					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

许光辉：执业证书编号：S1120523020002

社服&零售行业首席分析师，上海交通大学硕士，2023年2月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。