

2023年08月26日

传统业务升级转型，免税业务处于利润爬坡期

王府井(600859)

评级:	增持	股票代码:	600859
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	32.75/19.73
目标价格:		总市值(亿)	236.54
最新收盘价:	20.84	自由流通市值(亿)	227.88
		自由流通股数(百万)	1,093.47

事件概述

8月25日，公司公布2023年半年报。2023H1实现营业收入63.80亿元，同比增长11.07%，实现归母净利润5.18亿元，同比增长36.5%；实现扣非归母净利润4.59亿元，同比增长183.60%。其中2023年第二季度，公司单季度主营收入30.13亿元，同比上升24.01%；单季度归母净利润2.91亿元，同比上升6428.91%；单季度扣非净利润2.35亿元，同比上升234.13%。

分析判断:

► 奥莱业态强势复苏，带动收入利润大幅增长

随着线下客流恢复，线下消费逐步回暖，23H1公司收入增长11%，同店同比增长10%。分业态来看，奥莱业态以“大品牌，小价格”的特点，加强高性价比经营，聚客能力优异，收入恢复最为明显。2023H1公司奥莱、购物中心、百货、超市、专业店收入分别同比+42.1%、+2.2%、+2.1%、-16.8%、+18.4%。奥特莱斯收入占比提升至15.3%。23H1，百货、奥莱、专业店业态实现毛利率提升，分别提高3pct、5pct、3pct。

► 免税上半年实现收入1.4亿元，利润率存在较大提升空间

公司旗下海南万宁王府井国际免税港于2023年1月开始营业，开启“免税+有税”双轮驱动经营。2023H1公司共实现免税收入1.4亿元，毛利率13.5%，我们预计随着免税业务规模的逐步扩大，采购端成本有望下行，从而推动毛利率得到提升。王府井国际免税港实行“免税+有税”经营，23H1子公司海南奥莱旅业开发有限公司共实现营业收入1.87亿元，据此测算免税收入占比75%，该子公司报告期内净亏损5174万元，我们预计随着规模效应显现，海南项目利润率将逐步优化。

► 聚焦品牌调整及业态升级，传统业务具备成长性

报告期内公司持续从业态、品牌等多方面进行变革创新。上半年主业门店引进、移位、扩店、淘汰的经营调整品牌共计2,590个，综合调整率16%，新进品牌1,208个，新进品牌率7.5%，其中首店品牌占比达到17%，有效推进品牌升级，提升门店竞争力。推进数字化建设，打造“王府井在线平台”，上半年线上销售达到7.2亿元。同时，全力推进门店升级与储备。报告期内西单商场改建项目设计方案成功过审获得批复；顺利完成“王府井奥莱UPTOWN”项目签约及招商启动仪式，有序推进项目设计招商工作，对产品线进行创新和迭代，不断提升项目品质。张家湾项目根据项目建设进度持续跟进规划设计、招商筹划等事项；全力推进王府井喜悦、苏州王府井、拉萨王府井、临汾王府井、王府井海垦广场等购物中心项目的开业筹备工作，确保高质量开业。报告期内，成都王府井、燕莎百货等核心门店对公司利润带来积极贡献，未来随着存量门店升级、新门店开业，传统百货业务也将不断体现经营活力。

投资建议

公司传统业务积极转型，免税业务正处于爬坡期，未来成长潜力巨大。我们维持之前的盈利预测，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8月25日收盘价20.84元/股），维持“增持”评级。

风险提示

消费力恢复不及预期；新店经营不及预期；免税政策变动。

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	15.29	121.16	20.95	16.26	12.53

资料来源:wind, 华西证券研究所

分析师: 许光辉

邮箱: xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话:

分析师: 徐晴

邮箱: xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话:

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	121.16	20.95	16.26	12.53
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。

徐晴：执业证书编号：S1120523080002

社服&零售行业分析师，南洋理工大学硕士，2023年8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。