

证券研究报告

公司研究

点评报告

王府井 (600859. SH)

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 23H1 半年报点评：主业稳步复苏，期待免税业务弹性释放

2023年8月27日

事件：王府井发布 2023 年半年报，位于业绩预告中枢水平：23H1 实现营收 63.80 亿元/+11%，归母净利润 5.18 亿元/+36%；23Q2 营收 30.13 亿元/+24%，归母净利润 2.91 亿元/+6089%，扣非后归母净利润 2.35 亿元/+234%；23Q2 实现毛利率 41.01%/+5pct，净利率 10.37%/+11pct。

奥莱业态增速强劲，版图持续拓展：23Q2 奥莱实现营收 4.86 亿元/+57%，毛利率 65.8%/+8.9pct；公司聚焦大社交概念，持续提升体验性功能项目占比，并推出城市微度假概念，产品线不断丰富延展、项目储备持续增加，截至 23H1 公司已开出 16 家奥莱，王府井 UP TOWN 有望于 23 年 12 月开业，奥莱一期规划约 20 万平、三年内可达约 34 万平；此外，环球影城旁跨界商业综合体预计 25 年落地，奥莱面积可达 20 万平。

购物中心业态不断迭代升级，对部分存量项目进行“一店一策”更新改造，梳理项目定位并进行针对性设计及招商，23Q2 购物中心业态实现营收 5.69 亿元/+7%，毛利率 49.4%/+3.7pct，金街、苏州、拉萨项目均有望于年内焕新亮相，临汾、海垦项目亦正处于筹备过程中、有望年内开业。

传统百货转型积极推进，专卖店体量不断扩大，超市业务承压：百货作为公司体量最大的板块，拟打造精品百货特色深化转型，23Q2 实现营收 14.29 亿元/+16%，毛利率 35.4%/+5.5pct；买手制潮奢品牌集合店睿锦尚品&运动品牌专营店法雅商贸两条专业店主线，23Q2 实现营收 3.85 亿元/+29%，毛利率 18.4%/+4.3pct。此外，受行业环境、基数效应等因素共同影响下，23Q2 超市业态实现营收 0.88 亿元/-20%，毛利率 13.6%/-1.8pct。

免税业务持续成长，并有望随政策拓展释放业绩弹性：23Q2 海南免税业务实现营收 0.80 亿元，环比+43%，毛利率 12.5%，环比-2.2pct，海南免税项目持续爬坡，自一期于 23 年 1 月 18 日试营业以来，线上预订及会员购平台于 2 月、5 月分别上线，日均客流达 1.14 万人次，并正全力推进二期筹备及提升招商力度。此外，我们认为，市内免税政策有望加速落地，公司作为稀缺的全渠道免税牌照持有方，在北京享有大量卡位优质流量入口的自有物业，正积极争取政策及项目推进，有望显著受益于政策拓展、释放业绩弹性；同时，公司亦正积极与机场集团沟通，同步布局口岸免税。

线上线下高度融合，会员体系持续扩容：1) 通过线上商城/短视频/直播带货等实现全渠道经营场景，23H1 通过抖音、小红书等线上平台开展直播近 1500 场、粉丝总量超 2500 万/+10%，推动 23H1 线上销售实现 7.2 亿元/+44%；2) 公司拥有近 2150 万会员，仍有明显提升，会员运营成效持续显现，23H1 会员总体消费同比+20%、会员消费占比达 66%。

盈利能力同比大幅改善：23Q2 公司实现毛利率 41.01%/+4.8pct，销售费率 13.37%/-1.3pct，管理费 10.43%/-2.1pct，利息支出同比减少，财务费率 1.40%/-0.6pct；23Q2 实现整体净利率 10.37%/+11pct，环比提升 3.5pct。

投资建议: 公司作为持有全渠道免税牌照的国内零售龙头,有望显著受益于市内免税政策拓展,我们看好公司免税业务的快速成长、有税业务的转型升级。我们预计23-25年归母净利润分别10.59、12.87、15.98亿元,对应8月25日收盘价PE分别为22、18、15X。

风险因素: 新项目爬坡不及预期,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	12,740	14,805	17,081
增长率 YoY %	10.6%	-15.3%	18.0%	16.2%	15.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,340	195	1,059	1,287	1,598
增长率 YoY%	295.5%	-85.5%	443.4%	21.5%	24.1%
毛利率%	42.1%	38.3%	42.4%	42.7%	43.0%
净资产收益率ROE%	6.9%	1.0%	5.2%	6.0%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.93	1.13	1.41
市盈率 P/E(倍)	17.66	121.36	22.33	18.38	14.80
市净率 P/B(倍)	1.22	1.24	1.17	1.10	1.02

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年8月25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	15,486	18,626	21,451
货币资金	14,341	9,997	12,877	15,768	18,523
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	268	383	382	424	430
预付账款	145	182	207	225	265
存货	1,762	1,657	1,582	1,759	1,807
其他	576	415	439	450	426
非流动资产	22,105	23,559	23,082	22,546	21,973
长期股权投资	1,547	1,873	1,893	1,893	1,893
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	12,228	12,156	12,105
资产总计	39,197	36,192	38,568	41,172	43,424
流动负债	10,680	7,778	8,247	9,451	10,336
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	2,185	2,673	2,741
其他	7,633	5,483	5,866	6,583	7,400
非流动负债	8,414	8,471	9,471	9,771	9,771
长期借款	739	738	738	738	738
其他	7,675	7,733	8,733	9,033	9,033
负债合计	19,094	16,249	17,718	19,222	20,107
少数股东权益	756	801	648	462	231
归属母公司股东权益	19,347	19,142	20,201	21,488	23,086
负债和股东权益	39,197	36,192	38,568	41,172	43,424

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	12,740	14,805	17,081
同比(%)	10.6%	-15.3%	18.0%	16.2%	15.4%
归属母公司净利润	1,340	195	1,059	1,287	1,598
同比(%)	295.5%	-85.5%	443.4%	21.5%	24.1%
毛利率(%)	42.1%	38.3%	42.4%	42.7%	43.0%
ROE%	6.9%	1.0%	5.2%	6.0%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.93	1.13	1.41
P/E	17.66	121.36	22.33	18.38	14.80
P/B	1.22	1.24	1.17	1.10	1.02
EV/EBITDA	7.20	12.60	9.02	7.16	5.48

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	12,740	14,805	17,081
营业成本	7,379	6,665	7,343	8,490	9,744
营业税金及附加	331	276	318	370	427
销售费用	1,644	1,701	1,720	2,043	2,357
管理费用	1,420	1,560	1,593	1,821	2,050
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	362	262	176	136	71
减值损失合计	-22	-69	-25	-30	-30
投资净收益	233	300	230	267	308
其他	77	-28	39	45	52
营业利润	1,905	539	1,835	2,228	2,763
营业外收支	0	-6	-10	-10	-10
利润总额	1,906	533	1,825	2,217	2,753
所得税	528	397	919	1,116	1,386
净利润	1,378	137	906	1,101	1,367
少数股东损益	38	-58	-153	-186	-231
归属母公司净利润	1,340	195	1,059	1,287	1,598
EBITDA	3,822	2,463	2,783	3,141	3,607
EPS(当年)(元)	1.36	0.17	0.93	1.13	1.41

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	2,586	3,272	3,401
净利润	1,378	137	906	1,101	1,367
折旧摊销	1,834	1,910	979	1,017	1,053
财务费用	561	473	425	458	465
投资损失	-16	-233	-300	-230	-267
营运资金变动	-756	-782	472	925	786
其它	-13	204	33	38	37
投资活动现金流	966	-1,488	-280	-222	-180
资本支出	-1,102	-728	-508	-508	-507
长期投资	85	-550	-25	-7	-6
其他	1,983	-210	254	293	333
筹资活动现金流	874	-4,852	574	-159	-466
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	-425	-458	-465
现金流净增加额	4,607	-4,683	2,880	2,891	2,755

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。

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。