

王府井 (600859.SH)

买入(维持评级)

奥莱业态复苏领先，免税增量空间可期

 当前价格：20.84 元
 目标价格：36.11 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)	23654/22788
每股净资产(元)	16.97
资产负债率(%)	47.12
一年内最高/最低(元)	32.19/19.7

一年内股价相对走势



投资要点:

- 事件：王府井披露2023年中报：**23H1公司实现营业收入63.8亿元，同比+11.1%；归母净利润5.2亿元，同比+36.0%；归母净利率8.1%，同比+1.5pp。其中，23Q2公司实现营业收入30.1亿元，同比+24.0%；归母净利润2.9亿元，同比+6428.9%；归母净利率9.7%，同比+9.5pp。
- 奥莱业务增速领先，线上销售表现亮眼。**分业态看，23H1百货/购物中心/奥莱/超市/专业店分别实现营收31.2/11.6/10.2/2.1/7.8亿元，同比分别+2.1%/+2.2%/+42.1%/-16.8%/+18.4%；毛利率分别为36.7%/49.0%/68.2%/14.7%/18.3%，同比分别+3.2/+0.0/+5.4/-0.8/+3.0pp。其中，奥莱业态营收及毛利率增幅最大，占总营收比重进一步提升，主要系公司加强高性价比经营内容的组织和运营，适应当下销售环境。2023年6月19日，公司与北京金色凯盛公司签约王府井奥莱“UP TOWN”项目，租赁房屋用于经营奥特莱斯项目，项目预计2023年12月开业，届时公司将完成在北京的东、南、西、北的区位布局，奥莱业务有望进一步壮大。
- 23H1免税营收1.4亿元，业绩释放可期。**23H1新增免税业态，实现营业收入1.4亿元，毛利率为13.5%。2023年4月9日，王府井国际免税港仔万宁正式开业，引入品牌近500家，其中20余家为海南首进品牌。目前免税业务尚处于起步阶段，预计23年免税业务将逐步爬坡，有望带来新的增量。
- 盈利预测与投资建议。**公司不断完善业态布局，有税+免税双轮驱动，且有望受益于后续市内免税政策落地。我们维持此前盈利预测，预计23-25年营收分别为132.8/150.2/169.4亿元，归母净利润分别为8.9/11.6/14.4亿元。分部估值，预计23年有税业务净利润9.9亿元，给予20倍PE，市值198亿元；离岛免税业务净利润1.7亿元，给予22倍PE，市值37亿元；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410亿元，对应目标价36.11元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**消费复苏不及预期；市内免税政策落地不及预期；免税运营商竞争加剧。

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.cne

相关报告

- 《王府井(600859.SH)23Q1点评：Q1扣非归母净利润+145%，免税稳步成长》2023.5.5
- 《王府井(600859.SH)22年报点评：有税开年复苏，免税积极推进》2023.4.16
- 《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)	17.6	121.4	26.5	20.4	16.4
市净率(P/B)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

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 (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					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	7,733	7,733	7,733	7,733					
非流动负债合计	8,471	8,521	8,451	8,531					
负债合计	16,249	16,272	16,458	16,998					
归属母公司所有者权益	19,142	19,923	20,805	21,890					
少数股东权益	801	819	843	872					
所有者权益合计	19,943	20,742	21,648	22,762					
负债和股东权益	36,192	37,014	38,106	39,760					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,641	1,816	1,796	2,300
现金收益	1,296	1,530	1,821	2,192
存货影响	99	58	-176	-185
经营性应收影响	-82	213	9	4
经营性应付影响	-861	536	169	356
其他影响	1,190	-521	-27	-68
投资活动现金流	-1,488	-913	-1,107	-859
资本支出	-2,336	-919	-934	-762
股权投资	-326	0	0	0
其他长期资产变化	1,174	6	-173	-97
融资活动现金流	-4,852	-164	-178	-148
借款增加	-1,992	-147	-70	80
股利及利息支付	-595	-331	-412	-495
股东融资	71	0	0	0
其他影响	-2,336	314	304	267

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-15.3%	23.0%	13.1%	12.8%
EBIT 增长率	-64.9%	34.4%	31.7%	30.2%
归母净利润增长率	-85.5%	358.6%	29.5%	24.7%
获利能力				
毛利率	38.3%	38.6%	39.7%	41.0%
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%
偿债能力				
资产负债率	44.9%	44.0%	43.2%	42.8%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	11	9	7	7
存货周转天数	92	72	67	67
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.79	1.02	1.27
每股经营现金流	1.45	1.60	1.58	2.03
每股净资产	16.86	17.55	18.33	19.29
估值比率				
P/E	121	26	20	16
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	90	83	69	57

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