

零售

王府井 (600859.SH)

维持评级

报告原因：事件点评

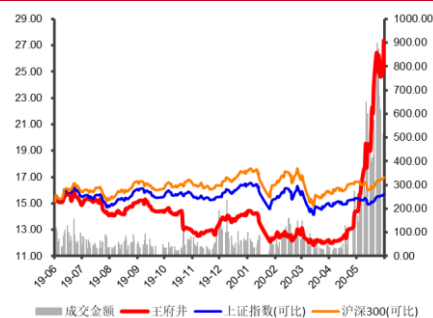
公司获免税品经营资质，综合竞争力进一步增强

增持

2020年6月10日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年6月9日

收盘价(元):	27.38
年内最高/最低(元):	28.44/11.58
流通A股/总股本(亿):	5.69/7.76
流通A股市值(亿):	156
总市值(亿):	213

基础数据：2020年3月31日

基本每股收益	-0.26
摊薄每股收益:	-0.26
每股净资产(元):	14.42
净资产收益率:	-1.79%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于2020年6月9日收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。

事件点评

亚太地区免税业发展较快，市内免税店牌照含金量高。2019年全球免税及旅游零售市场保持平稳增长态势(+7.8%)，其中亚太地区销售额占比超过50%，是免税行业发展的重心，区域销售额超过300亿、增速超过20%，均领先于其他区域。随着人均可支配收入的提升、消费升级拉动相关产品需求增长，以及供给侧的免税政策逐渐放宽、海南离岛免税店品类扩充及限额提升，免税行业集中度日渐上涨，中国消费者逐渐成为影响全球免税业的重要驱动力。境内免税店分为五类九渠道，其中机场和市内免税店是排名第一和第二的重要渠道，但机场免税多为招标或自营项目，收益多为机场所得；而市内免税则以亚洲国家为主，其中离境市内免税牌照含金量较高。目前我国仅有中免、日上免税行（中免收购）、海免（中国国旅收购）、珠免、深免、中出服、中侨七家企业拥有免税业牌照，牌照资源较为稀缺，市内免税牌照将有助于本土龙头企业的做大做强。

王府井集团获免税经营资质，政策层面高度认可免税渠道。根据中国免税品(集团)有限责任公司发布的数据显示，2018年中国免税业销售收入达395亿元，同比增长26.5%，按此增速测算，预计2020年中国免税业销售额有望突破500亿。自上世纪80年代初批准中免/中出服/深免/珠免/港中旅牌照以来，继海南离岛免税购物政策大幅放宽，王府井成为第一批正式获批的免税品经营资质拥有者，同时也意味着我国政策层面在短期吸收疫情影响下的免税消费，长期扩大消费内需、促进海外消费回流方面，对于免税渠道重要地位的高度认可。当前我国免税业市场维持垄断内有限竞争格局，根据我国免税企业的销售额进行划分，中免以及日上的市占率高达82%。王府井集团获批免税品经营资质，有助于促进国内免税零售商之间的有序竞争，同时推动我国免税业的进一步发展。

公司全渠道建设能力领先，综合竞争力进一步增强。公司拥有成熟的经营管理模式，日趋完善的市场化运行机制，经验丰富的运营管理团队和



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



良好的品牌合作关系，积累了规模庞大的会员体系，形成了稳固的业绩平台和多种主力业态，全国连锁布局的良好发展态势，市场影响力进一步增强。公司善于把握行业发展趋势，积极实施转型变革，全面提升商品和服务经营能力，不断推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态，坚持市场化体制机制改革，不断增强企业经营活力。2019 年首旅集团成为公司控股股东，借助首旅集团酒店、餐饮、旅游等多板块资源优势，叠加市场稀缺的免税品经营资质，积极打造生活方式服务业产业集团的新定位，加强各业态和业务间的互联互通，提高整体资源配置效率。同时在体制机制，薪酬激励等多个方面加快推进市场化进程，有效提升了公司的综合竞争能力。

投资建议

➤ 公司在全国连锁发展战略上具备先发优势，坚持“4+2”的业务格局，业态布局更趋合理，重要资源掌控能力进一步增强，新业态收入利润占比继续增长。我们看好公司在全渠道建设优势下，多年来深耕商品和顾客经营、强化各业态创新转型、以及重点区域业态协同的能力，未来免税资质将成公司新的盈利增长点，但考虑到疫情以来门店营业时长缩短及客流锐减带来的负面影响，公司 2020 年经营业绩仍将受到一定冲击，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86/1.28/1.58 元，对应公司 6 月 9 日收盘价 27.38 元，2020-2022 年 PE 分别为 31.96X/21.37X/17.31X，维持“增持”评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；运营管理风险；疫情带来的经营风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
营业总收入（亿元）	15.20	267.89	194.01	134.22	71.65	267.11
同比（%）	-78.79%	0.29%	1.06%	1.69%	0.21%	2.38%
营业成本	11.26	212.58	153.05	105.98	56.67	210.52
毛利率（%）	25.89%	20.65%	21.11%	21.04%	20.91%	21.19%
销售费用	2.41	29.19	21.31	14.04	7.07	28.97
管理费用	2.58	9.12	6.97	4.90	2.55	9.83
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	-0.25	-0.01	-0.04	-0.15	0.03	-1.22
期间费用率	31.16%	14.30%	14.56%	14.00%	13.47%	14.07%
净利润	-2.22	9.45	8.45	7.02	4.07	12.26
归母净利润	-2.02	9.61	8.47	6.99	4.03	12.01
同比（%）	-150.16%	-19.98%	-14.33%	-7.48%	-11.27%	66.95%
扣非后归母净利润	-1.36	9.20	7.48	5.44	3.94	10.65
同比（%）	-134.46	-13.65	-21.18	-25.55	-10.96	42.02
每股收益：						
基本每股收益	-0.2610	1.2380	1.0910	0.9010	0.5190	1.5480
稀释每股收益	-0.2610	1.2380	1.0910	0.9010	0.5190	1.5480

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	金额（亿元）	占营业收入比重	同比增减	毛利率	毛利率变动
营业总收入	251.93	94.04%	1.09%	16.09%	-0.42%
分业态					
百货	176.25	65.79%	-3.52%	17.36%	-0.10%
购物中心	30.64	11.44%	0.67%	17.06%	-0.49%
奥特莱斯	45.05	16.82%	24.75%	10.46%	-0.37%
分地区					
华北	84.15	31.41%	-2.87%	17.02%	-0.14%
西南	71.54	26.70%	-2.56%	17.39%	-0.54%
西北	42.28	15.78%	5.03%	14.15%	-0.41%
华中	32.96	12.30%	1.34%	16.39%	-0.27%
东北	13.32	4.97%	61.90%	11.01%	-0.71%
华南	5.61	2.10%	-8.57%	16.88%	-0.10%
华东	5.07	1.89%	15.93%	13.99%	2.01%

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 3 分经营模式同比情况

	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	同比增长	毛利率	同比增减
联营	210.58	179.19	-0.85%	14.91%	-1.38%
自营	38.72	31.51	6.75%	18.64%	1.24%
租赁	0.60	6.35	-91.26%	-	-

其他	8.99	12.57	-22.49%	-	-
合计	258.89	229.60	0.29%	11.31%	

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,080	1,570	10,654	18,053
现金	8,625	0	8,847	16,014
应收账款	966	439	594	755
其他应收款	801	280	398	550
预付账款	271	305	197	144
存货	1,006	619	811	932
其他流动资产	(589)	(72)	(193)	(342)
非流动资产	13,026	12,438	12,110	11,762
长期投资	1,187	974	1,009	1,057
固定资产	5,167	4,840	4,512	4,185
无形资产	894	835	779	727
其他非流动资产	5,778	5,789	5,810	5,793
资产总计	24,106	14,008	22,764	29,814
流动负债	8,474	(76)	7,307	12,610
短期借款	0	4,452	4,452	4,452
应付账款	2,373	1,694	2,068	2,369
其他流动负债	6,101	(6,222)	787	5,788
非流动负债	3,566	1,512	2,092	2,800
长期借款	685	685	685	685
其他非流动负债	2,881	827	1,407	2,115
负债合计	12,040	1,436	9,399	15,409
少数股东权益	669	678	687	690
股本	776	776	776	776
资本公积	4,959	4,959	4,959	4,959
留存收益	5,663	6,160	6,942	7,980
归属母公司股东权益	11,398	11,895	12,677	13,715
负债和股东权益	24,106	14,008	22,764	29,814

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,344	(12,324)	9,221	7,436
净利润	945	665	995	1,228
折旧摊销	697	387	383	379
财务费用	235	235	235	235
投资损失	(45)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	788	(13,580)	7,640	5,638
其他经营现金流	(1,277)	13	12	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,789	18,155	22,802	26,264
营业成本	21,258	14,281	17,898	20,551
营业税金及附加	244	179	228	253
销售费用	2,919	1,972	2,485	2,859
管理费用	912	651	811	923
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	(51)	4	3	(2)
公允价值变动收益	71	0	0	0
投资净收益	45	45	45	45
营业利润	1,528	1,113	1,422	1,724
营业外收入	19	19	19	19
营业外支出	102	102	102	102
利润总额	1,445	1,030	1,339	1,640
所得税	500	356	335	410
净利润	945	674	1,004	1,230
少数股东损益	(16)	9	10	2
归属母公司净利润	961	665	995	1,228
EBITDA	1,997	1,500	1,805	2,103
EPS (元)	1.24	0.86	1.28	1.58

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.68%	-32.23%	25.60%	15.18%
营业利润	22.06%	-27.13%	27.75%	21.17%
归属于母公司净利润	33.59%	-30.83%	49.58%	23.46%
获利能力				
毛利率(%)	20.65%	21.34%	21.51%	21.75%
净利率(%)	3.59%	3.66%	4.36%	4.68%
ROE(%)	7.83%	5.36%	7.52%	8.54%
ROIC(%)	55.14%	35.38%	6.76%	17.89%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.95%	10.25%	41.29%	51.68%
净负债比率(%)	-5.45%	69.93%	-108.34%	-95.68%
流动比率	1.31	(20.68)	1.46	1.43
速动比率	1.19	(12.53)	1.35	1.36
营运能力				



投资活动现金流	(1,438)	257	10	(4)	总资产周转率	1.17	0.95	1.24	1.00
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	119.89	111.99	128.64	130.92
长期投资	(323)	213	(34)	(48)	应付账款周转率	11.21	8.93	12.12	11.84
其他投资现金流	(1,115)	45	45	45	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1,370	3,654	(114)	(45)	每股收益(最新摊薄)	1.24	0.86	1.28	1.58
短期借款	0	4,452	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	(15.88)	11.88	9.58
长期借款	22	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.68	15.32	16.33	17.67
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	22.1	32.0	21.4	17.3
其他筹资现金流	1,348	(798)	(114)	(45)	P/B	1.9	1.8	1.7	1.5
现金净增加额	1,275	(8,414)	9,117	7,387	EV/EBITDA	0.68	16.14	8.56	4.02

数据来源：Wind

分析师承诺：

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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

