

2020年11月02日

王府井 (600859.SH)

公司快报

同口径下 Q3 营收增速回暖，龙头品牌竞争优势凸显

商贸零售 | 百货 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2020-11-02)

39.47 元

交易数据

总市值(百万元)	30,638.60
流通市值(百万元)	22,449.63
总股本(百万股)	776.25
流通股本(百万股)	568.78
12个月价格区间	11.58/79.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.08	-32.97	193.19
绝对收益	-17.86	-35.54	202.22

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

王府井：消费信心恢复推升 Q2 客流，营收净利环比改善 2020-09-01

事件

公司披露三季报，前三季度实现营收 56.32 亿元/-70.97%，归母净利 2.12 亿元/-74.96%，基本每股收益 0.27 元。其中 Q3 营收 22.07 亿元/-63.09%，归母净利 2.07 亿元/+40.44%。

投资要点

◆ **剔除会计准则变动后 Q3 营收正增长，营收回暖凸显龙头品牌竞争优势：营收端，**公司以百货、购物中心、奥特莱斯为主业态，营收增速受 2020 年会计准则变动影响较大，若剔除会计准则变动影响，Q1、Q2、Q3 公司营收增速分别约-27%、-22%、+4.8%。受益于 Q3 可选消费客流复苏，王府井营收增速已现回暖，且增速高于偏向百货的全国百家 Q3 的中个位数降幅，龙头品牌竞争优势凸显。

净利端，疫情后可选消费持续复苏，公司 Q2 利润回暖，Q3 继续实现约 2 亿元利润，在去年同期较低基数的背景下实现 40% 的利润增长。若剔除非经常损益，公司 Q3 利润同比降幅约 4%，利润基本同比持平。

◆ **主要业态季度环比进一步复苏，免税版块围绕北京积极推进：渠道方面，**Q3 公司贵州安顺购物中心对外营业，合计门店数量较 Q2 末环比增加 1 家至 53 家，同比增加 1 家，推动经营建筑面积于 Q3 末达 296.4 万平方米，同比增加约 3.1%。

分业态看，2020 年公司会计准则变化使营收、成本、费用口径变化较大，营收及毛利润口径同比变化参考价值较低。但若仅以目前的财报口径来看，公司百货/购物中心营收降幅已由 Q2 的 66% 收窄至 Q3 的 60%，毛利润降幅已由 Q2 的 44% 收窄至 Q3 的 20%，奥特莱斯营收降幅已由 Q2 的 86% 收窄至 Q3 的 82%，毛利润已由 Q2 的下降 6% 改善至 Q3 的增长 29%。即使上述数据同比变化参考价值较低，但可由环比变化趋势看出，公司受益于可选消费客流复苏的趋势明显，Q3 继续环比复苏。

免税方面，7 月 8 日公司审议通过了成立免税品经营公司事项，截止 Q3 末北京王府井免税品经营公司已完成工商登记。目前公司正于全国范围内推进离岛免税、口岸免税及市内免税项目，重点推进北京地区口岸免税及市内免税项目。

◆ **会计准则变动提升利润率费用率，Q3 经营活动现金流继续好转：盈利能力方面，**受会计准则变动影响，公司利润率费用率变动较大。若剔除会计准则变动影响，Q3 营收/营业成本分别增加 4.8%、5.6%，三季度毛利率略有降低。另外收入准则变动使销售费用降低，利息支出减少幅度达于利息收入减少幅度使财务费用降低，但由于营收规模受会计准则变动影响大幅降低，公司利润率费用率同比均有所提升。

现金流方面，前三季度公司经营活动现金流净额同比下降 71% 至 2.5 亿元，主要受疫情影响，其中 Q2、Q3 公司经营活动现金流净额分别实现同比增长 174%、64%，Q3 经营活动现金流继续好转。

- ◆ **近期可选消费客流明显复苏，十一全国百家零售额实现首次回暖：**客流方面，据汇纳科技及ShooperTrak，五一、端午国内购物中心客流约为同期6~7成，低于整体客流的同比近80%，而进入9月中旬后，购物中心客流已恢复至约同比84%，较整体客流的同比约85%类似，Q3末起线下可选消费客流明显复苏。客流恢复叠加十一黄金周，推动偏向百货的全国百家大型零售企业零售额于十一黄金周回暖，同比增长8.4%，增速较9月的-1.8%明年提升。展望未来，Q4是传统的消费旺季，国内疫情目前基本受控，消费信心逐步回升，百货/购物中心/奥莱的龙头之一王府井，或将持续受益于可选消费复苏趋势。
- ◆ **投资建议：**王府井是国内百货龙头之一，近年来持续向购物中心及奥莱业态倾斜。短期看可选消费客流明显复苏，十一全国百家零售额首次回暖，长期看激励计划彰显公司信心，免税牌照构筑新的增长极。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.55、1.24和1.46元，利润较前次微幅上调。净资产收益率分别为3.6%、7.8%和8.6%。目前公司PE(2020E)约72倍，PE(2021E)约32倍，基于2021年估值，维持“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**国内疫情或有反复；线上化的新模式或提升费用率；免税业务推进及政策落地或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,711	26,789	7,991	12,703	14,868
YoY(%)	2.4	0.3	-70.2	59.0	17.1
净利润(百万元)	1,201	961	424	962	1,133
YoY(%)	32.1	-20.0	-55.9	127.1	17.7
毛利率(%)	21.2	20.6	34.6	39.4	40.4
EPS(摊薄/元)	1.55	1.24	0.55	1.24	1.46
ROE(%)	11.1	8.4	3.6	7.8	8.6
P/E(倍)	25.5	31.9	72.3	31.8	27.0
P/B(倍)	2.8	2.7	2.6	2.5	2.3
净利率(%)	4.5	3.6	5.3	7.6	7.6

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8817	11080	7979	13565	11389	营业收入	26711	26789	7991	12703	14868
现金	6,950	8,625	6,218	9,006	7,787	营业成本	21052	21258	5228	7700	8862
应收票据及应收账款	468	966	466	1,298	1,015	营业税金及附加	281	244	24	127	149
预付账款	356	271	131	297	343	营业费用	2897	2919	1079	1905	2379
存货	921	1,006	1,027	2,823	2,100	管理费用	983	912	991	1677	1963
其他流动资产	123	212	138	141	144	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	12,888	13,026	13,507	13,078	12,834	财务费用	-122	-1	-54	-76	-84
长期投资	864	1187	1187	1187	1187	资产减值损失	20	-51	40	40	40
固定资产	4915	5167	5655	5556	5458	公允价值变动收益	0	71	-78	0	0
无形资产	957	894	845	795	745	投资净收益	6	45	50	52	53
其他非流动资产	2103	2216	2283	2351	2422	营业利润	1629	1528	655	1381	1613
资产总计	21705	24106	21486	26644	24222	营业外收入	101	19	19	20	20
流动负债	8757	8474	6152	10540	7225	营业外支出	27	102	105	108	111
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1703	1445	569	1293	1522
应付票据及应付账款	2409	2373	1984	3363	2545	所得税	477	500	142	323	381
其他流动负债	1762	2597	2675	2755	2838	税后利润	1226	945	427	970	1142
非流动负债	1469	3566	2968	3057	3149	少数股东损益	25	-16	3	7	8
长期借款	1159	3168	2557	2634	2713	归属母公司净利润	1201	961	424	962	1133
其他非流动负债	310	399	411	423	436	EBITDA	1828	1997	1019	1740	1984
负债合计	10226	12040	9120	13597	10374						
少数股东权益	678	669	672	679	687	主要财务比率					
股本	776	776	776	776	776	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	4959	4959	4959	4959	4959	成长能力					
留存收益	5037	5663	5959	6633	7426	营业收入(%)	2.4	0.3	-70.2	59.0	17.1
归属母公司股东权益	10801	11398	11694	12368	13161	营业利润(%)	22.0	-6.2	-57.1	110.8	16.8
负债和股东权益	21705	24106	21486	26644	24222	归属于母公司净利润(%)	32.1	-20.0	-55.9	127.1	17.7
						获利能力					
						毛利率(%)	21.2	20.6	34.6	39.4	40.4
						净利率(%)	4.5	3.6	5.3	7.6	7.6
						ROE(%)	11.1	8.4	3.6	7.8	8.6
						ROIC(%)	48.2	61.9	24.8	25.2	53.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.1	49.9	42.4	51.0	42.8
						流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.6
						速动比率	0.9	1.2	1.1	1.0	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	56.2	37.4	11.2	14.4	12.9
						应付账款周转率	10.6	11.2	3.7	4.8	5.0
						估值比率					
						P/E	25.5	31.9	72.3	31.8	27.0
						P/B	2.8	2.7	2.6	2.5	2.3
						EV/EBITDA	0.7	0.6	22.4	11.7	11.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1522	1344	-997	3157	-791
净利润	1226	945	424	962	1133
折旧摊销	626	697	418	436	455
财务费用	-122	-1	-54	-76	-84
投资损失	-6	-45	-50	-52	-53
营运资金变动	-272	621	-1660	1880	-2250
其他经营现金流	69	-874	-74	7	8
投资活动现金流	-1180	-1438	-729	-235	-254
筹资活动现金流	568	1370	-681	-133	-174

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.24	0.55	1.24	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	1.73	-1.28	4.07	-1.02
每股净资产(最新摊薄)	13.91	14.68	15.06	15.93	16.95

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn