

王府井(600859)

点评报告

行业公司研究—零售行业

证券研究报告

# 进军本岛居民免税业务，打响免税业务第一枪

——王府井深度点评

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003  
☎️：021-80108129  
✉️：lidan02@stocke.com.cn

## 报告导读

2021年1月15日，王府井发布对外投资公告，拟出资1亿元，携手海南橡胶在海口市注册成立2家合资公司，用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目，并开展免税品经营管理。王府井首个免税项目或将落地海南。

## 投资要点

### □ 王府井与海南橡胶成立2家合资公司，进军海南本岛居民免税业务

王府井或在海南本岛居民免税业务上打响免税业务第一枪。2021年1月15日，王府井与海南橡胶成立2家合资公司，经营项目均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民，王府井共出资1亿元，在2家公司中分别占股60%、40%。其中，王府井主要负责项目招商引资、免税品经营管理工作；海南橡胶主要负责本地资源及物业方面的协调。2020年底，海南橡胶控股股东海垦集团旗下3家进口日用消费品店开业，为布局进口日用免税消费品项目奠定基础，有望与王府井形成合力。

### □ 岛内居民进口日用消费品免税政策即将落地，王府井率先出击

以岛内居民进境免税为切入点试水免税业务，王府井有望更快适应免税经营模式。岛内居民进口日用消费品“零关税”正面清单有望于2021年发布，届时本岛居民可以不出岛购买免税品。由于岛内进境日用消费品免税模式与传统百货零售更贴近，王府井能够套用更多以往积累的运营资源和经验，充分发挥公司在品牌渠道、销售网络等方面的专业优势，更快探索得可适用的免税经营方式。2021年，海南将有5家免税运营商经营10家离岛免税店。截至1月，岛内免税业务尚为空白，暂无其他免税运营商宣布扩展计划；同时我们认为王府井的传统百货零售经验和资源相较中免以外的老牌免税运营商更具竞争优势，有望更快融入本土消费环境、抢得先机。

### □ 基于消费者群体和市场规模差异，岛民进境免税对离岛免税冲击较小

我们认为岛内免税对离岛免税冲击较小，主要因为：1) 主要消费者群体不同，岛内免税、离岛免税分别针对本岛居民和离岛旅客，购物消费时需出示相关有效身份证件和离岛票证，满足条件的海南本岛居民也能购买离岛免税品。2) 两类群体购买力有一定差别，2019年末海南常住人口为945万人，岛内居民消费人群基数仅为离岛免税的1/10左右；19年海南省社零消费总额1951亿元，本岛居民人均消费20645元；其中限额以上零售业商品销售额约595亿元，本岛居民人均消费约6296元；2020年12月，离岛免税客均消费额6610元。3) 细分行业规模差异较大，2020年7月，离岛免税购物新政大幅提升离岛免税购物吸引力、激发消费者购物热情，下半年实现免税销售额200亿元/+192%。海南省委书记沈晓明表示，希望22年离岛免税规模达1000亿元；基于关键假设，我们预估同年本岛居民进境免税规模约为200亿元。

对于王府井来说，离岛免税项目需要较多前期建设时间和成本，而岛内进境日用消费品免税模式与传统百货零售更相似，同时借力当地国企的岛内资源，可更快分享到海南自贸港政策红利，同时积累渠道资源、提升品牌声量，为切入

## 评级

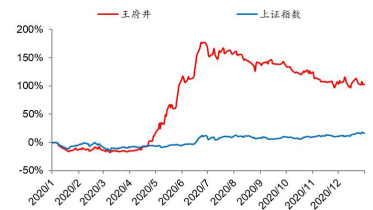
## 买入

上次评级 增持  
当前价格 ¥31.95

## 单季度业绩

## 元/股

|         |       |
|---------|-------|
| 3Q/2020 | 0.28  |
| 2Q/2020 | 0.27  |
| 1Q/2020 | -0.26 |
| 4Q/2019 | 0.15  |



## 公司简介

公司是国内百货零售龙头企业，2020年获免税经营资质。

## 相关报告

1 《王府井深度覆盖：获得免税牌照，开启公司成长新篇章》2020.07.10

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

其他免税业态做铺垫。

#### □ 盈利预测及估值

2021年，王府井或以海南岛内免税项目打响免税第一枪。鉴于政策鼓励离岛免税适度竞争，我们认为21年内王府井有可能获得离岛免税牌照；另外，董事长杜宝祥此前透露，首都机场和大兴机场免税店已基本成型、北京市内免税店正在选址，我们认为北京机场、市内免税店亦有望于本年内开业，并且新开设的免税店有望于22年集中放量。在中性预期下，我们预计，公司2020-2022年归母净利润分别为4.2、11.2、17.6亿元，其中传统业务净利润分别为4.2、9.7、13.2亿元，免税业务净利润分别为0、1.5、4.4亿元。

基于绝对估值法，在不同WACC和2025年永续现金流假设下，我们对王府井DCF估值做敏感性测算，在中性假设WACC 8.5%，永续增长2%下，得出王府井合理价值451亿元，对应股价为58.14元，上调至“买入”评级。

#### □ 催化剂

- 1) 王府井海南岛民进境免税店开业，并且复制速度较快；
- 2) 获得离岛免税牌照；
- 3) 北京2家机场免税店、2家市内免税店开业。

#### □ 风险提示

免税政策风险，免税项目审批风险，需求不及预期，行业竞争加剧等。

#### 财务摘要

| (百万元)   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E  |
|---------|---------|---------|---------|--------|
| 主营收入    | 26789   | 7207    | 16267   | 28720  |
| (+/-)   | 0.29%   | -73.10% | 125.70% | 76.56% |
| 净利润     | 961     | 423     | 1124    | 1761   |
| (+/-)   | -19.98% | -55.96% | 165.39% | 56.73% |
| 每股收益(元) | 1.24    | 0.55    | 1.45    | 2.27   |
| P/E     | 25.80   | 58.58   | 22.07   | 14.08  |

## 王府井与海南橡胶成立 2 家合资公司，进军海南岛内免税业务

王府井与海南橡胶成立 2 家合资公司发展海南岛内免税业务。2021 年 1 月 15 日，王府井发布对外投资公告，为了推进公司在海南地区免税业务的发展，与海南橡胶签署投资合作协议，在海口成立 2 家合资公司，即免税品经营公司和日用免税品经营公司，用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理，项目销售对象均为海南岛内居民。其中，王府井主要负责项目招商引资、免税品经营管理工作；海南橡胶主要负责本地资源及物业方面的协调。

免税品经营公司注册资本 1 亿元，王府井认缴出资 6000 万元（股份占比 60%），海南橡胶认缴出资 4000 万元（股份占比 40%）；日用免税品经营公司注册资本 1 亿元，王府井认缴出资 4000 万元（股份占比 40%），海南橡胶认缴出资 6000 万元（股份占比 60%）。

表 1：王府井与海南橡胶成立的合资公司具体信息

| 合资公司         | 免税品经营公司   | 日用免税品经营公司  |
|--------------|---|--|
| 全称（暂定）       | 海南王府井海垦免税品经营有限责任公司  | 海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司                                   |
| 拟注册资本        | 1 亿元  | 1 亿元   |
| 王府井出资额及股权占比  | 6000 万元（占 60%）  | 4000 万元（占 40%）   |
| 海南橡胶出资额及股权占比 | 4000 万元（占 40%）  | 6000 万元（占 60%）   |
| 合作方式         | 王府井方负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，该项目的管理权、运营权均由王府井负责，海南橡胶负责本地资源以及物业方面的协调。 | 海南橡胶负责招商、本地资源以及物业方面的协调，王府井协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。 |
| 经营项目         | 岛内免税项目  |  |
| 销售对象         | 海南岛内居民  |  |

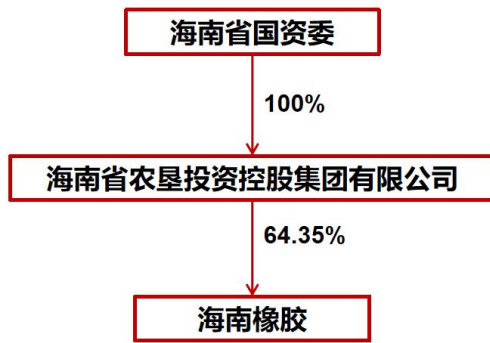
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

王府井正在全力推进机场、市内、离岛免税项目。王府井是国内最大的零售集团之一，业务覆盖百货、购物中心、奥特莱斯以及超市四大主力业态以及线上零售渠道，实际控制人为北京市国资委。2020 年 6 月 9 日，王府井正式获得免税品经营资质，成为第 8 家拥有免税牌照的企业，这是新世纪以来国家第一次正式批准的免税零售经营牌照；7 月 8 日，设立全资子公司北京王府井免税品经营有限责任公司，注册资本金 5 亿元，用于开展免税品等业务；9 月，北京王府井免税品经营有限责任公司正式挂牌运营；据上海证券报报道，王府井集团将在全国推进免税业态落地，发展口岸免税、离岛免税和市内免税三种业态，首都机场和大兴机场的免税店已基本成型，市内免税店正在选址，还计划在北京环球度假区打造免税、奥莱、购物中心一体化的商业综合体。我们认为北京 2 家机场免税店、2 家市内店有望于 2021 年内落地开业，同时王府井亦有望获得离岛免税牌照。

合作方海南橡胶是海垦集团核心子公司，实际控制人是海南省国资委。海南橡胶以销售天然橡胶的初加工产品为主要收入来源，20Q1-3，实现营业收入 100 亿元/+10.7%，归母净利润亏损 0.9 亿元，扣非归母净利润亏损 2.9 亿元。海南省农垦投资控股集团有限公司为海南橡胶的控股股东，持有其 64.35% 股份，海南省国资委为实际控制人。

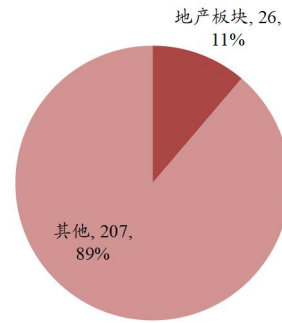
海垦集团系海南省政府直属国有独资企业，海南省国资委持有其 100% 股权。海垦集团主营业务包括热带特色农业产业、产业投资、土地开发、园区投资运营，以及旅游健康地产、商贸物流等现代服务业。2019 年，公司营收 233 亿元，归母净利润 3.4 亿元，扣非归母净利润-6.3 亿元。

图 1：海南橡胶由海南省国资委实际控制



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2019 年海垦集团地产板块收入占比 11%（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

合资公司首个免税项目或落地海垦广场。在房地产开发方面，公司位于市区的土地主要为存量建设用地，现有可利用土地 20 多万亩，开发利用条件较为成熟，主要分布在海口、定安、澄迈、儋州、琼海、万宁、陵水、保亭、五指山、三亚和乐东 10 个市县，开发建成了 10 多个高品质旅游综合项目，还有 50 多个储备项目待建。2018 年 2 月，海垦集团首个商业地产项目海垦广场正式试营业，定位为“快时尚、慢生活、深体验”的主题购物中心，我们认为合资公司首个岛内免税项目或落地于此。

表 2：海垦集团旗下商业地产项目（截至 2021 年 1 月）

| 城市 | 项目                 | 面积                | 形态                        | 状态              |
|----|--------------------|-------------------|---------------------------|-----------------|
| 海口 | 海垦广场               | 商业中心 6.6 万平方米     | 商业中心、双写字楼                 | 2018 年 2 月开业    |
|    | 公园后路商业街            | 规划建筑面积 4 万平方米     | 集美食、购物、娱乐、休闲为一体的商业步行街     | 2020 年竣工        |
|    | 宏达商城               | 总建筑面积约 46 万平方米    | 商业街、花园式写字楼、高端住宅等多行业形态     | 预计整体完工要到 2023 年 |
|    | 南平健康养生产业园——风情商业街项目 | 总建筑面积 4 万平方米      | 布局小型康养商业项目、特色餐饮、购物中心及酒吧娱乐 | 2020 年 4 月招商    |
| 三亚 | 海垦·翰林广场            | 项目规划占地面积 346.52 亩 | 拟建成“商、住、娱”为一体的多功能城市综合体    | 已立项             |

资料来源：海垦集团公告、公众号，浙商证券研究所

海垦集团全力进军进口日用消费品产业，为布局进口日用免税消费品项目奠定基础，有望与王府井形成合力。2020 年 12 月，海垦 3 家进口日用消费品店在海口开业，涵盖近 2000 种进口消费品，包括家居用品、洗护用品、美妆用品、进口休闲食品、酒水饮料、进口乳制品等品类。为了推进进口日用消费品项目，海垦集团将积极搭建进口产品集采渠道，全岛布局销售终端网络，配套完善配送体系。根据南海网报道，这是海垦集团全力进军岛内居民日用消费品市场的第一步，为下一步布局进口日用免税消费品项目奠定基础；该店预计将在 2021 年分步骤分阶段在海口开 50 家店、在全岛开 100 家店。

### 岛内居民进口日用消费品免税政策即将落地，王府井率先出击

岛内居民进口日用消费品“零关税”正面清单即将发布，届时本岛居民可以不出岛购买免税品。在全岛封关运作前，海南自贸港对实行“零关税”清单管理（一负三正）的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。2020 年底，进口原辅料“零关税”正面清单、进口交通工具及游艇“零关税”正面清单先后出台。2020 年 11 月 26 日，据海南日报报道，海口海关关长施宗伟表示，国家相关部委正在紧张推进中海南居



民日用消费品免税政策，相关日用消费品的具体清单预计很快会出台，届时岛内居民就可以不出岛购买免税品。2021年1月11日，海南省委副秘书长王磊在新闻发布会上表示，“正在积极推进岛内居民进口日用消费品“零关税”正面清单制定，可以预见，在春节之前，海南自贸港还会陆续收到来自国家和各有关部门的‘政策大礼包’。”

**以岛内居民进境免税为切入点试水免税业务，王府井的适应程度将更高，并为进军离岛免税业务蓄力。**相对于已进入离岛免税赛场的中免、中出服、深免等老牌免税运营商，王府井在免税市场根基尚浅，在品牌、渠道资源等方面还需要时间去积累。而岛内进境日用消费品免税与传统百货零售更贴近，王府井能够套用更多以往积累的经营资源，充分发挥公司在品牌渠道、销售网络等方面的专业优势，尽快找到适用的免税经营模式；此外，与当地国企合作，项目前期建设时间和成本将更短，从而能更快地分享海南自贸港发展红利，积累渠道资源、提升品牌声誉，并为切入离岛免税做铺垫。

**离岛免税竞争加剧，但岛内免税暂为空白，王府井有望抢得先机。**根据海南自贸港“十四五”规划，未来将形成日用消费品免税、离境退税、离岛免税三类免税购物并存格局。离岛免税方面，2020年底中出服、深免新获离岛免税牌照，2021年将有5家免税运营商经营10家离岛免税店，其中中免三亚凤凰机场店、中出服三亚国际免税购物公园、海旅投海旅免税城已于2020年12月30日开业，深免观澜湖免税店、海发控全球精品海口免税城预计于2021年1月开业，中免美兰机场二期免税店亦将在年内开业。岛民日用品消费进境免税方面，审批权限在海南省，我们预计较离岛免税而言开店审批难度更低、数量将更多。根据政府鼓励离岛免税适度竞争的态度，我们预计未来中免等免税运营商亦有可能获批进入岛内免税领域，但是我们认为王府井的传统零售经验和资源相较中免以外的老牌免税运营商更具竞争优势，有望抢得先机，更快融入本土零售环境。

**表 3：2021 年海南离岛免税竞争加剧**

| 城市 | 运营商 | 离岛免税店      | 开业时间       | 免税面积（平米）         | 物业地址     | 合作伙伴   |
|----|-----|------------|------------|------------------|----------|--------|
| 三亚 | 中免  | 三亚国际免税城    | 2019 前     | 7.08 万           | 海棠湾      | 自有采购团队 |
|    | 中免  | 三亚凤凰机场免税店  | 2020.12.30 | 一期 800，共约 5000   | 凤凰机场     | 自有采购团队 |
|    | 中出服 | 三亚国际免税购物公园 | 2020.12.30 | 一期 1.5 万，共 3.3 万 | 鸿洲广场     | DUFREY |
|    | 海旅投 | 海旅免税城      | 2020.12.30 | 一期 5 万，共 9.5 万   | 居然之家广场   | 拉格代尔   |
| 海口 | 海免  | 美兰机场免税店    | 2019 前     | 1.4 万            | 美兰机场     | 中免     |
|    | 海免  | 日月广场免税店    | 2019       | 2.2 万            | 日月广场     | 中免     |
|    | 中免  | 美兰机场二期免税店  | 预计 2021    | 0.9 万            | 美兰机场二期   | 自有采购团队 |
|    | 海发控 | 全球精品海口免税城  | 预计 2021.1  | 3.9 万            | 日月广场     | DUFREY |
|    | 深免  | 观澜湖免税店     | 预计 2021.1  | 一期 3 万，合计约 10 万  | 观澜湖新城    | DFS    |
| 博鳌 | 海免  | 博鳌免税店      | 2019       | 4200             | 博鳌亚洲论坛景区 | 中免     |

资料来源：DFE、21 世纪经济报道，浙商证券研究所

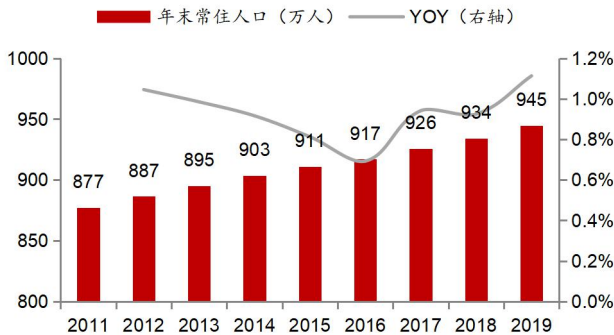
### 基于消费者群体和市场规模差异，岛民进境免税对离岛免税冲击较小

**岛民日用消费品进境免税与离岛免税面向不同群体**，前者面向本岛居民，购物消费时需要出示有效身份证件以验证岛民身份；后者面向年满 16 岁，已购买离岛机票、火车票、船票，并持有有效身份证件的国内外旅客，满足条件的海南省居民亦可购买。

**岛内居民消费人群基数仅约离岛免税的 1/10 左右。**2019 年末，海南省常住人口 945 万人，11-19 年 CAGR 仅为 0.9%。考虑到进口日用消费品较本土同类产品一般具有更高

的价格,我们认为岛民进境免税业务的主要客户群体为收入相对较高的城镇人口。2019年末海南城镇常住人口为560万人次,11-19年CAGR为3%。同年,海南省接待游客8311万人次/+9%,其中过夜旅客6825万人次/+8%;离岛免税购物人次约386万人次/+40%。

图3: 2019年末海南省常住人口945万人



资料来源: 海南省统计局, 浙商证券研究所

图4: 2019年海南省接待过夜旅客人数是常住人口的7.2倍



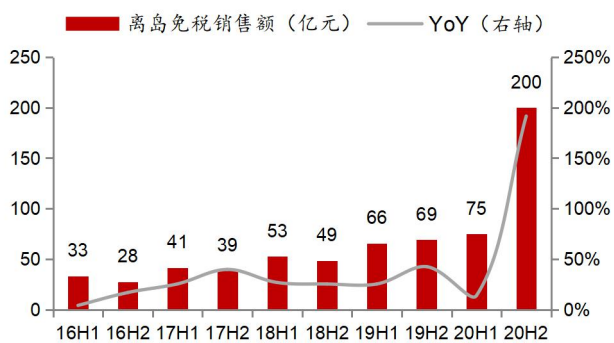
资料来源: 海南省统计局, 浙商证券研究所

**本岛居民平均购买力相对不高。**2019年,海南省社会消费品零售总额1951亿元/+5%,限额以上零售业商品销售额合计约595亿元;其中离岛免税销售额134亿元/+33%,占社零总额的7%,拉动海南省社零总额增长近2个百分点。同年海南旅游收入1058亿元/+11%。人均消费方面,2019年社零消费品人均消费额约20645元,限额以上零售业消费额人均消费额约6296元;2020年12月,离岛免税客均消费额为6610元。

**岛内居民进境免税商品侧重于日用百货,我们预计正面清单将不完全覆盖离岛免税品类。**截至2021年1月,海南离岛免税品类为45种,畅销品类为香化、手表、首饰,多为进口高端商品。岛内日用消费品免税定位是满足基本消费需求,涉及商品是日用百货,我们认为岛内居民进境免税正面清单商品种类将远多于、但暂不完全覆盖现有离岛免税品类。

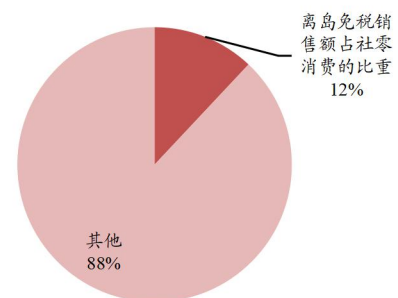
**政策放开叠加海内外疫情形势差异进一步引爆离岛免税市场。**2020年7月起,离岛免税购物新政开始实施,进一步激发消费者购物热情,20H2离岛免税销售额200亿元,同比增长192%;2020年全年销售额327亿元(含离岛补购),同比增长127%。其中7-10月,免税销售额占海南社零消费总额的比重由去年同期的7.1%提高至12.0%。

图5: 20H2 离岛免税销售额同比增加192%



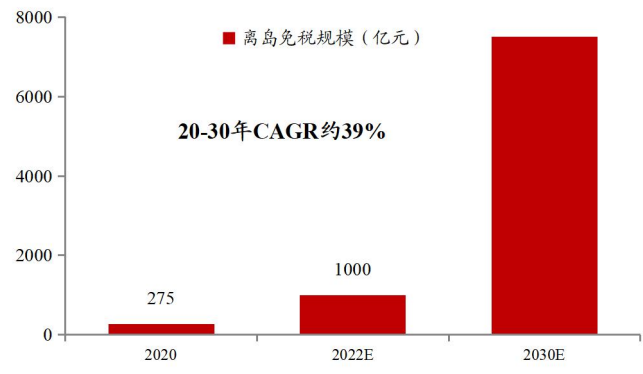
资料来源: 海口海关、中新网, 浙商证券研究所

图6: 20年7-10月离岛免税销售额占社零消费的12%

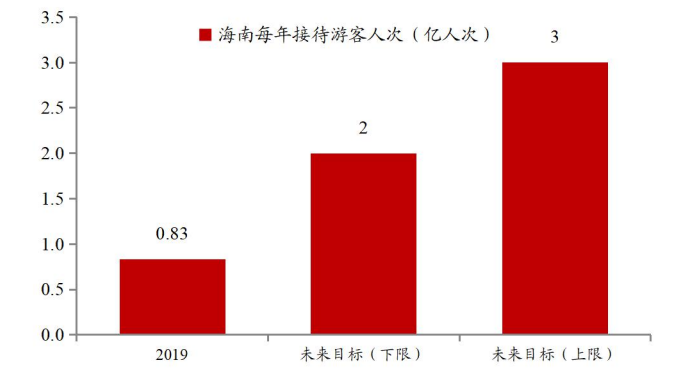


资料来源: 海口海关、中新网, 浙商证券研究所

海南展望 2022 年离岛免税规模达 1000 亿元，2030 年达到 7000-8000 亿元。2020 年 12 月 30 日，在杨澜专访中，海南省委书记沈晓明表示，目前海南可接待 8000 万的游客（2019 年接待游客 8311 万人次），未来每年能够接待游客 2 亿-3 亿人次；目前中国人免税消费约 1 万亿元规模，海南的目标是，到 2022 年时，占有中国免税消费 10% 的份额，即离岛免税规模 1000 亿元；而到 2030 年时，预计中国人免税消费达到 1.5 万亿元，海南希望占有其中 50% 的份额，即离岛免税规模 7000-8000 亿元（20-30 年 CAGR 约为 39%）。

**图 7：海南希望 2030 年离岛免税规模约为 7000-8000 亿元**


资料来源：杨澜对海南省委书记的专访，浙商证券研究所

**图 8：海南希望未来每年能接待游客 2 亿-3 亿人次**


资料来源：杨澜对海南省委书记的专访，浙商证券研究所

到 2022 年，我们预计本岛居民进境免税规模约 200 亿元左右。2019 年，海南省社会消费品零售总额 1951 亿元，限额以上零售业商品销售额合计约 595 亿元，常住人口约 945 万人，我们可计算出当年社零消费额人均均为 20645 元，限额以上零售业消费额人均消费额约 6296 元。假设 2021 年发布岛民进境免税商品正面清单，考虑到海南自贸港政策对人才的吸引力增强、购买力将有所提升，我们假设 2021 年、2022 年常住人口增速有所提升；基于 2019 年批发和零售业购进商品中进口额为 317 亿元/+541%，进口额比重为 11.5%，我们假设 22 年本岛居民进境免税人均消费额约为 19 年社零消费人均消费额 20645 元的 10%，测算得 2022 年本岛居民进境免税销售额约为 200 亿元左右。

**表 4：海南本岛居民日用消费品进境免税消费额测算**

|                    | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|--------------------|------|------|-------|-------|
| 海南省常住人口 (万人)       | 945  | 955  | 968   | 982   |
| YOY                | 1.1% | 1.1% | 1.3%  | 1.5%  |
| 岛民进境免税消费品人均消费额 (元) | 1500 | 1575 | 1890  | 2079  |
| YOY                | -    | 5%   | 20%   | 10%   |
| 岛民进境免税消费规模 (亿元)    | -    | -    | 183   | 204   |

资料来源：海南省统计局，浙商证券研究所测算

## 盈利预测与投资建议

2021年，王府井或以海南岛内免税项目打响免税第一枪。考虑到岛内居民日用消费品进境免税经营模式与传统零售百货较为贴近，我们认为王府井从岛内免税业务起步将能更快积累品牌资源、构建供应渠道、适应并探索可行的免税经营模式，同时能更快分享海南自贸港政策红利，并为未来切入离岛免税积累资源和经验。鉴于政策鼓励离岛免税适度竞争，我们认为21年内王府井亦有可能获得离岛免税牌照；另外，董事长杜宝祥此前透露，首都机场和大兴机场免税店已基本成型、北京市内免税店正在选址，我们认为北京机场、市内免税店亦有望于本年内开业，并且**新开设免税店有望于22年集中放量**。

基于王府井海南岛民进境免税店（后续能快速复制）、北京2家机场免税店、2家市内店在21年内均能开业，以及离岛免税店在22年能开业的假设下，我们对王府井21-22年的免税业务收入做了不同情景的测算，如下表所示。中性预期下，我们预估王府井22年能取得免税收入86.4亿元，净利润4.4亿元。

**表 5：乐观预期下，王府井免税业务收入规模测算**

|                     | 2019 | 2020 | 2021E       | 2022E        |
|---------------------|------|------|-------------|--------------|
| <b>首都机场、大兴机场免税店</b> |      |      |             |              |
| 国际旅客吞吐量（万人次）        | 2757 | 358  | 663         | 1392         |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 85%         | 110%         |
| 人均消费额（元）            |      |      | 120         | 150          |
| 免税销售额（亿元）           |      |      | 8.0         | 20.9         |
| <b>北京2家市内店</b>      |      |      |             |              |
| 国际旅客吞吐量（万人次）        | 2757 | 358  | 663         | 1392         |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 85%         | 110%         |
| 人均消费额（元）            |      |      | 80          | 120          |
| 免税销售额（亿元）           |      |      | 5.3         | 16.7         |
| <b>海南免税业务</b>       |      |      |             |              |
| 海南居民进境免税销售额（亿元）     |      |      | 183         | 204          |
| 王府井所占份额             |      |      | 16%         | 18%          |
| 王府井岛内免税销售额（亿元）      |      |      | 29.3        | 36.7         |
| 离岛免税销售额（亿元）         |      |      | 600         | 1000         |
| 王府井所占份额             |      |      | 4%          | 7%           |
| 王府井离岛免税销售额（亿元）      |      |      | 24          | 70           |
| <b>免税收入合计（亿元）</b>   |      |      | <b>66.5</b> | <b>144.3</b> |

资料来源：海口海关、首都机场官网、中免公告，浙商证券研究所测算



**表 6：中性预期下，王府井免税业务收入规模测算**

|                     | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| <b>首都机场、大兴机场免税店</b> |      |      |       |       |
| 国际旅客吞吐量(万人次)        | 2757 | 358  | 484   | 871   |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 35%   | 80%   |
| 人均消费额(元)            |      |      | 100   | 125   |
| 免税销售额(亿元)           |      |      | 4.8   | 10.9  |
| <b>北京 2 家市内店</b>    |      |      |       |       |
| 国际旅客吞吐量(万人次)        | 2757 | 358  | 484   | 871   |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 35%   | 80%   |
| 人均消费额(元)            |      |      | 60    | 80    |
| 免税销售额(亿元)           |      |      | 2.9   | 7.0   |
| <b>海南免税业务</b>       |      |      |       |       |
| 海南居民进境免税销售额(亿元)     |      |      | 183   | 204   |
| 王府井所占份额             |      |      | 13.0% | 14.0% |
| 王府井岛内免税销售额(亿元)      |      |      | 23.8  | 28.6  |
| 离岛免税销售额(亿元)         |      |      |       | 1000  |
| 王府井所占份额             |      |      |       | 4.0%  |
| 王府井离岛免税销售额(亿元)      |      |      |       | 40    |
| <b>免税收入合计(亿元)</b>   |      |      | 31.5  | 86.4  |

资料来源：海口海关、首都机场官网、中免公告，浙商证券研究所测算

**表 7：悲观预期下，王府井免税业务收入规模测算**

|                     | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| <b>首都机场、大兴机场免税店</b> |      |      |       |       |
| 国际旅客吞吐量(万人次)        | 2757 | 358  | 394   | 513   |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 10%   | 30%   |
| 人均消费额(元)            |      |      | 20    | 80    |
| 免税销售额(亿元)           |      |      | 0.4   | 4.1   |
| <b>北京 2 家市内店</b>    |      |      |       |       |
| 国际旅客吞吐量(万人次)        | 2757 | 358  | 394   | 513   |
| YOY                 | 0.7% | -87% | 10%   | 30%   |
| 人均消费额(元)            |      |      | 30    | 60    |
| 免税销售额(亿元)           |      |      | 1.2   | 3.1   |
| <b>海南免税业务</b>       |      |      |       |       |
| 海南居民进境免税销售额(亿元)     |      |      | 183   | 204   |
| 王府井所占份额             |      |      | 8%    | 9%    |
| 王府井岛内免税销售额(亿元)      |      |      | 14.6  | 18.4  |
| 离岛免税销售额(亿元)         |      |      |       | 1000  |
| 王府井所占份额             |      |      |       | 3%    |
| 王府井离岛免税销售额(亿元)      |      |      |       | 30    |
| <b>免税收入合计(亿元)</b>   |      |      | 16.2  | 55.5  |

资料来源：海口海关、首都机场官网、中免公告，浙商证券研究所测算

由于王府井免税业务有望于 2022 年开始放量，利润构成和增速将出现较大变化，因此，我们分部预测传统业务、免税业务的业绩情况，并根据其未来 5 年现金流情况对其价值做绝对估值。

**表 8：王府井 DCF 估值现金流假设（单位：百万元）**

|        | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润    | 415   | 1152  | 1816  | 2043  | 2814  | 3436  |
| 折旧     | 718   | 800   | 850   | 850   | 850   | 850   |
| 资本开支   | 337   | 200   | 200   | 200   | 200   | 200   |
| 营运资本开支 | 200   | 200   | 200   | 200   | 200   | 200   |
| 净现金流   | 596   | 1552  | 2266  | 2493  | 3264  | 3886  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

如下表，在不同 WACC 和 2025 年永续现金流假设下，我们对王府井 DCF 估值做敏感性测算，在中性假设 WACC 8.5%，永续增长 2% 下，得出王府井合理价值 451 亿元，对应股价为 58.14 元，上调至“买入”评级。

**表 9：WACC 重要假设**

| 假设     | 数据     | 依据               |
|--------|--------|------------------|
| D/V    | 49.95% | 2019 年报资产负债表     |
| E/V    | 50.05% | 2019 年报资产负债表     |
| 市场收益率  | 9.20%  | 10 年沪深 300 平均收益率 |
| 无风险利率  | 2.85%  | 参考十年期国债利率        |
| Beta   | 1.13   | 参考 Choice 数据     |
| 权益资本成本 | 10.03% |                  |
| 权益负债成本 | 6.97%  | 参考 Choice 数据     |
| 税率     | 25%    |                  |
| WACC   | 8.5%   |                  |

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

**表 10：中性假设下首都机场 DCF 估值合理市值敏感性测算（单位：亿元）**

| 合理市值    | 2025 年后永续增长假设 |     |     |
|---------|---------------|-----|-----|
|         | 1%            | 2%  | 3%  |
| WACC 假设 |               |     |     |
| 6.5%    | 572           | 686 | 866 |
| 7.5%    | 471           | 547 | 656 |
| 8.5%    | 399           | 451 | 523 |
| 9.5%    | 343           | 382 | 432 |
| 10.5%   | 300           | 329 | 366 |

资料来源：公司公告，Choice，浙商证券研究所

## 风险提示

免税政策风险，免税项目审批风险，需求不及预期，行业竞争加剧等。

## 表附录：三大报表预测值

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E | 单位: 百万元         | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>    | 11080 | 7996  | 11338 | 14253 | <b>营业收入</b>     | 26789       | 7207         | 16267        | 28720        |
| 现金             | 8625  | 7202  | 9963  | 11973 | 营业成本            | 21258       | 5505         | 12100        | 21618        |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业税金及附加         | 244         | 72           | 160          | 281          |
| 应收账款           | 165   | 127   | 189   | 268   | 营业费用            | 2919        | 786          | 1770         | 3129         |
| 其它应收款          | 801   | 111   | 283   | 505   | 管理费用            | 912         | 258          | 578          | 1009         |
| 预付账款           | 271   | 116   | 205   | 366   | 研发费用            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 存货             | 1006  | 235   | 540   | 971   | 财务费用            | (1)         | (14)         | (14)         | (13)         |
| 其他             | 212   | 204   | 158   | 169   | 资产减值损失          | 52          | 7            | 20           | 39           |
| <b>非流动资产</b>   | 13026 | 12154 | 12624 | 13518 | 公允价值变动损益        | 71          | 71           | 71           | 71           |
| 金额资产类          | 8     | 8     | 8     | 8     | 投资净收益           | 45          | 11           | 25           | 28           |
| 长期投资           | 1187  | 1187  | 1187  | 1187  | 其他经营收益          | 7           | 9            | 10           | 9            |
| 固定资产           | 5167  | 5006  | 4835  | 4947  | <b>营业利润</b>     | 1528        | 685          | 1759         | 2765         |
| 无形资产           | 894   | 819   | 783   | 757   | 营业外收支           | (83)        | (83)         | (83)         | (83)         |
| 在建工程           | 45    | 95    | 395   | 795   | <b>利润总额</b>     | 1445        | 602          | 1676         | 2681         |
| 其他             | 5724  | 5039  | 5415  | 5823  | 所得税             | 500         | 187          | 523          | 866          |
| <b>资产总计</b>    | 24106 | 20150 | 23962 | 27770 | <b>净利润</b>      | 945         | 415          | 1152         | 1816         |
| <b>流动负债</b>    | 8474  | 3798  | 6216  | 8631  | 少数股东损益          | -16         | -8           | 29           | 54           |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 961         | 423          | 1124         | 1761         |
| 应付款项           | 2373  | 649   | 1387  | 2481  | EBITDA          | 2073        | 1240         | 2324         | 3354         |
| 预收账款           | 1681  | 449   | 1013  | 1794  | EPS (最新摊薄)      | 1.24        | 0.55         | 1.45         | 2.27         |
| 其他             | 4421  | 2699  | 3816  | 4357  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>   | 3566  | 2439  | 2593  | 3024  |                 | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 长期借款           | 685   | 694   | 782   | 879   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他             | 2881  | 1744  | 1811  | 2145  | 营业收入            | 0.29%       | -73.10%      | 125.70%      | 76.56%       |
| <b>负债合计</b>    | 12040 | 6237  | 8809  | 11655 | 营业利润            | -6.19%      | -55.15%      | 156.62%      | 57.20%       |
| 少数股东权益         | 669   | 660   | 689   | 744   | 归属母公司净利润        | -19.98%     | -55.96%      | 165.39%      | 56.73%       |
| 归属母公司股东权益      | 11398 | 11484 | 12079 | 12167 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 24106 | 18381 | 21577 | 24566 | 毛利率             | 20.65%      | 23.62%       | 25.62%       | 24.73%       |
|                |       |       |       |       | 净利率             | 3.53%       | 5.76%        | 7.08%        | 6.32%        |
|                |       |       |       |       | ROE             | 8.17%       | 3.50%        | 9.02%        | 13.72%       |
|                |       |       |       |       | ROIC            | 11.26%      | 2.81%        | 8.13%        | 13.04%       |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率           | 49.95%      | 30.95%       | 36.76%       | 41.97%       |
|                |       |       |       |       | 净负债比率           | 6.35%       | 20.32%       | 15.51%       | 11.08%       |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 1.31        | 2.11         | 1.82         | 1.65         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 1.19        | 2.04         | 1.74         | 1.54         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 1.17        | 0.33         | 0.74         | 1.11         |
|                |       |       |       |       | 应收帐款周转率         | 119.88      | 63.29        | 162.52       | 153.93       |
|                |       |       |       |       | 应付帐款周转率         | 8.89        | 3.64         | 11.88        | 11.18        |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 1.24        | 0.55         | 1.45         | 2.27         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金          | 37.13       | -1.10        | 7.74         | 8.26         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 14.68       | 14.79        | 15.56        | 15.67        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 25.80       | 58.58        | 22.07        | 14.08        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 2.18        | 2.16         | 2.05         | 2.04         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 6.75        | 15.79        | 7.29         | 4.45         |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>