

王府井 (600859)

证券研究报告

2021年04月27日

20年三四季度业绩加速恢复，免税业务持续推进，有税+免税业务有望全面发展

公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 82.23 亿元，同减 69.30%，实现归母净利润 3.87 亿元，同减 59.77%。2020 年 Q1-Q4 季度公司的营业收入分别为 15.20/19.05/22.07/25.92 亿，同比变动为 -78.79%/-69.56%/-63.09%/-64.92%。2020 Q1-Q4 公司的归母净利润 -2.02/2.07/2.07/1.75 亿元，同比变动-150.16%/-30.15%/40.44%/52.95%。

收入端：①按产品分：百货收入 56.28 亿元，占比 68.44%；购物中心收入 12.02 亿元，占比 14.62%；奥特莱斯收入 7.46 亿元，占比 9.07%；超市收入 4.31 亿元，占比 5.24%；其他业务收入 2.17 亿元，占比 2.64%。疫情得到有效控制后，奥莱业态得益于开放式的购物空间，销售恢复更为突出；购物中心业态由于餐饮、娱乐体验业态居多，受疫情防控影响，恢复的进程缓慢，但进入四季度，随着疫情更加稳定的控制，购物中心明显提速。

成本端：2020 年公司营业总成本为 53.10 亿元，同比减少 75.02%。①2020 年公司商品零售业成本 52.67 亿元，占比 70%。其中，百货成本 37.72 亿元，占比 71.04%；购物中心成本 7.65 亿元，占比 14.42%；奥特莱斯成本 2.30 亿元，占比 4.32%；超市成本 3.59 亿元，占比 6.77%。②2020 年公司销售费用 11.28 亿元，同比减少 61.37%，主要原因是执行新收入准则影响所致；管理费用 8.94 亿元，同比减少 1.88%；财务费用 0.19 亿元，同比增长 0.20 亿元，主要是利息收入减少影响所致。

有税业务方面，公司有税业务逐渐回暖企稳，2021 年有望恢复常态。可比口径下，公司全年主营业务收入较同期下降 5.75%，Q1-Q4 分别变动 -26.53%、-22%、5.55%、21.72%，20Q4 已经企稳。门店方面，公司推进重点门店转型，买手制百货+主题街区的筹划模式。公司 20 年疫情逆势开出贵州安顺购物中心等四家大型门店，沈阳赛特奥莱二期项目也于年内开业。截至 20 年底公司共有物业门店 55 家，建筑面积 328.6 万平方米。其中，自有物业门店 21 家，建筑面积 143.1 万平方米，较 19 年增加门店 3 家，增加建筑面积 29.3 万平方米；租赁物业门店 34 家，建筑面积 185.5 万平方米，较 19 年减少门店 2 家，减少建筑面积 3.5 万平方米。

免税业务方面，公司 20 年成功获得免税品经营资质，全力推进项目落地。21 年来王府井与海南农垦集团合作布局海南岛民免税市场，正式进军海南免税，海南农垦集团在海南当地具备丰富土地储备、农产品上游资源和广阔销售网络，王府井具备强劲零售运营能力，两者合作前景广阔。北京 2021 年环球影城开业和未来冬奥会举办，都将为北京免税市场带来增量。

投资建议：

当前疫情趋于缓解，国际客流逐步恢复，看好王府井机场及市内免税业务加速落地。有税业务持续改善，逐步恢复常态，有望吸收合并首商，增强有税业务整体竞争力。预计公司 21-22 年实现归母净利润 9.5/10.5 亿元，对应 PE 为 27×/24×。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争风险、管理运营风险、合并首商不及预期、免税落地不及预期

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	31.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	776.25
流通 A 股股本(百万股)	776.25
A 股总市值(百万元)	24,762.39
流通 A 股市值(百万元)	24,762.39
每股净资产(元)	14.81
资产负债率(%)	44.86
一年内最高/最低(元)	79.19/12.24

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《王府井-公司专题研究:吸收合并首商，解决同业竞争一统京津商业，有望推动后续免税业务加速落地》 2021-02-01
- 《王府井-公司点评:王府井与海南橡胶就海南岛内免税达成合作，正式拉开免税经营序幕》 2021-01-19
- 《王府井-季报点评:Q3 业绩+40%环比大幅改善，免税零售双轮驱动辐射全国》 2020-10-31

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26,788.84	8,223.45	9,489.86	9,998.51	11,127.58
增长率(%)	0.29	(69.30)	15.40	5.36	11.29
EBITDA(百万元)	1,996.87	1,049.94	1,819.30	1,934.90	2,089.59
净利润(百万元)	961.34	386.73	946.81	1,045.60	1,149.21
增长率(%)	(19.98)	(59.77)	144.82	10.43	9.91
EPS(元/股)	1.24	0.50	1.22	1.35	1.48
市盈率(P/E)	26.60	66.12	27.01	24.45	22.25
市净率(P/B)	2.24	2.22	2.08	1.94	1.81
市销率(P/S)	0.95	3.11	2.69	2.56	2.30
EV/EBITDA	0.64	16.97	9.44	6.57	6.39

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,624.78	7,235.92	8,049.60	12,489.67	12,263.95
应收票据及应收账款	165.22	208.71	74.14	267.61	70.85
预付账款	270.62	333.89	72.68	434.48	60.11
存货	1,006.43	1,035.31	256.74	924.03	547.82
其他	1,012.95	359.36	725.89	569.05	683.21
流动资产合计	11,080.01	9,173.20	9,179.05	14,684.85	13,625.94
长期股权投资	1,187.20	1,392.30	1,392.30	1,392.30	1,392.30
固定资产	5,166.88	5,498.88	5,268.92	5,056.51	4,841.63
在建工程	45.39	14.69	44.81	74.89	74.93
无形资产	894.28	843.10	791.24	739.38	687.51
其他	5,732.53	5,081.51	5,659.30	5,442.70	5,128.01
非流动资产合计	13,026.29	12,830.47	13,156.57	12,705.77	12,124.38
资产总计	24,106.30	22,003.68	22,335.62	27,390.62	25,750.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,372.72	2,307.97	735.29	3,052.03	569.71
其他	6,101.14	4,511.42	4,932.77	7,129.56	6,878.03
流动负债合计	8,473.86	6,819.39	5,668.06	10,181.59	7,447.74
长期借款	684.88	784.00	691.10	715.80	736.00
应付债券	2,482.87	1,990.74	2,765.00	2,441.91	2,592.30
其他	398.62	277.73	335.00	313.79	325.81
非流动负债合计	3,566.37	3,052.47	3,791.10	3,471.50	3,654.11
负债合计	12,040.23	9,871.86	9,459.16	13,653.09	11,101.85
少数股东权益	668.55	633.27	592.16	537.85	490.41
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	776.25
资本公积	4,958.70	4,967.98	4,967.98	4,967.98	4,967.98
留存收益	10,621.26	10,722.30	11,508.05	12,423.43	13,381.81
其他	(4,958.70)	(4,967.98)	(4,967.98)	(4,967.98)	(4,967.98)
股东权益合计	12,066.07	12,131.82	12,876.46	13,737.52	14,648.47
负债和股东权益总计	24,106.30	22,003.68	22,335.62	27,390.62	25,750.32

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	945.12	354.80	946.81	1,045.60	1,149.21
折旧摊销	696.98	690.49	311.70	314.20	316.69
财务费用	234.90	186.51	(39.25)	(121.25)	(175.16)
投资损失	(44.50)	(61.82)	(80.00)	(50.00)	(60.00)
营运资金变动	641.16	(1,244.33)	(702.74)	3,532.27	(1,557.17)
其它	(1,130.11)	892.65	89.36	76.15	83.03
经营活动现金流	1,343.54	818.29	525.88	4,796.96	(243.39)
资本支出	727.57	959.65	2.74	101.21	37.98
长期投资	322.97	205.10	0.00	0.00	0.00
其他	(2,488.70)	(973.15)	(113.20)	(261.67)	(158.45)
投资活动现金流	(1,438.17)	191.60	(110.47)	(160.47)	(120.47)
债权融资	3,247.99	3,349.06	3,869.13	3,681.67	3,835.48
股权融资	(21.76)	(3.52)	45.73	127.72	181.64
其他	(1,856.24)	(5,762.82)	(3,516.60)	(4,005.82)	(3,878.98)
筹资活动现金流	1,369.99	(2,417.28)	398.26	(196.42)	138.14
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,275.36	(1,407.39)	813.67	4,440.07	(225.72)

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	26,788.84	8,223.45	9,489.86	9,998.51	11,127.58
营业成本	21,258.25	5,309.62	5,870.05	6,145.49	6,861.26
营业税金及附加	243.90	210.46	246.74	249.96	283.75
营业费用	2,919.38	1,127.80	1,128.34	1,177.82	1,290.80
管理费用	911.50	894.35	937.60	979.85	1,094.95
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(0.90)	19.27	(39.25)	(121.25)	(175.16)
资产减值损失	(51.43)	(22.55)	10.00	5.15	14.38
公允价值变动收益	71.42	(104.87)	130.47	130.47	130.47
投资净收益	44.50	61.82	80.00	50.00	60.00
其他	(135.85)	103.96	(420.93)	(360.93)	(380.93)
营业利润	1,528.05	623.58	1,546.85	1,741.95	1,948.05
营业外收入	18.56	44.66	70.00	78.00	51.28
营业外支出	101.73	21.31	27.89	17.62	31.88
利润总额	1,444.88	646.92	1,588.96	1,802.33	1,967.45
所得税	499.77	292.12	683.25	811.05	865.68
净利润	945.12	354.80	905.71	991.28	1,101.77
少数股东损益	(16.22)	(31.93)	(41.11)	(54.31)	(47.44)
归属于母公司净利润	961.34	386.73	946.81	1,045.60	1,149.21
每股收益(元)	1.24	0.50	1.22	1.35	1.48

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.29%	-69.30%	15.40%	5.36%	11.29%
营业利润	-6.19%	-59.19%	148.06%	12.61%	11.83%
归属于母公司净利润	-19.98%	-59.77%	144.82%	10.43%	9.91%
获利能力					
毛利率	20.65%	35.43%	38.14%	38.54%	38.34%
净利率	3.59%	4.70%	9.98%	10.46%	10.33%
ROE	8.43%	3.36%	7.71%	7.92%	8.12%
ROIC	61.89%	19.37%	21.37%	22.89%	288.11%
偿债能力					
资产负债率	49.95%	44.86%	42.35%	49.85%	43.11%
净负债率	-44.56%	-32.04%	-32.47%	-64.12%	-57.54%
流动比率	1.31	1.35	1.62	1.44	1.83
速动比率	1.19	1.19	1.57	1.35	1.76
营运能力					
应收账款周转率	119.89	43.98	67.10	58.51	65.75
存货周转率	27.80	8.06	14.69	16.94	15.12
总资产周转率	1.17	0.36	0.43	0.40	0.42
每股指标(元)					
每股收益	1.24	0.50	1.22	1.35	1.48
每股经营现金流	1.73	1.05	0.68	6.18	-0.31
每股净资产	14.68	14.81	15.83	17.00	18.24
估值比率					
市盈率	26.60	66.12	27.01	24.45	22.25
市净率	2.24	2.22	2.08	1.94	1.81
EV/EBITDA	0.64	16.97	9.44	6.57	6.39
EV/EBIT	0.79	26.96	11.40	7.85	7.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com