

## 公司研究

## 业绩略超预期，积极推进海南免税项目落地

——王府井 (600859.SH) 2021 年一季报点评

## 要点

## 公司 1Q2021 营收同比增长 63.60%，实现归母净利润 2.63 亿元

公司公布 2021 年一季报：1Q2021 实现营业收入 24.87 亿元，同比增长 63.60%；实现归母净利润 2.63 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.34 元；实现扣非归母净利润 2.36 亿元。

## 公司 1Q2021 综合毛利率上升 14.19 个百分点，期间费用率下降 7.86 个百分点

1Q2021 公司综合毛利率为 40.09%，同比上升 14.19 个百分点。

1Q2021 公司期间费用率为 23.30%，同比下降 7.86 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 10.85%/11.72%/0.74%，同比分别变化-5.01/-5.23/+2.38 个百分点。

## 受益于 2020 年一季度低基数效应，积极推进免税项目落地

受同期低基数影响，报告期内公司营业收入同比上升 63.60%，利润总额同比增加 5.55 亿元。此外，公司于 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，报告期影响利润总额减少 3,322 万元，影响相对较小。公司于 2021 年 1 月 15 日与海南天然橡胶产业集团股份有限公司签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司，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。目前，公司仍在积极推进岛内免税及岛内日用品免税项目落地，有助于进一步扩展业务范围，提高公司收入。

## 上调盈利预测，维持“买入”评级

公司一季度业绩略超预期，海南岛免税项目落地将增厚公司营收和利润，我们上调对公司 2021/2022/2023 年 EPS 的预测 6%/5%/6%至 1.13/1.33/1.55 元。公司作为全国规模最大、业态最全的商业零售集团之一，业内竞争优势明显，换股合并首商后将进一步提升公司资源配置效率，维持“买入”评级。

## 风险提示

免税业务推进不达预期，门店整合速度未达预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	26,789	8,223	9,723	10,411	11,110
营业收入增长率	0.29%	-69.30%	18.24%	7.07%	6.71%
净利润 (百万元)	961	387	879	1,032	1,203
净利润增长率	-19.98%	-59.77%	127.19%	17.41%	16.64%
EPS (元)	1.24	0.50	1.13	1.33	1.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.43%	3.36%	7.10%	7.85%	8.57%
P/E	26	65	29	24	21
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

## 买入 (维持)

当前价：32.50 元

## 作者

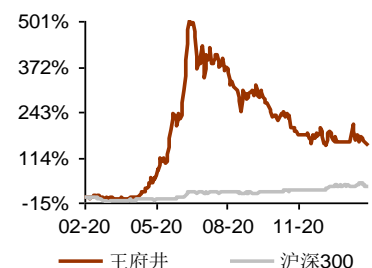
分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	7.76
总市值(亿元)	252.28
一年最低/最高(元)	12.26/79.19
近 3 月换手率	103.02%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.66	-9.25	150.59
绝对	7.37	-7.53	152.30

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩符合预告，免税业务进展顺利——王府井 (600859.SH) 2020 年年报点评 (2021-04-24)

换股合并首商股份，推动首旅集团旗下商贸产业整合——王府井 (600859.SH) 换股吸收合并首商股份预案及 2020 年业绩预告点评 (2021-01-31)

合资设立免税经营公司，试点海南岛内免税项目——王府井 (600859.SH) 关于对外投资的公告点评 (2021-01-16)

图表 1: 1Q2021 公司营收分业态情况

分业态	营业收入(万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
百货	161,873.71	98,327.12	39.26%	61.67%	增加 13.36 个百分点
购物中心	40,100.64	22,371.17	44.21%	83.11%	增加 16.83 个百分点
奥特莱斯	21,511.41	7,357.70	65.80%	83.16%	增加 7.12 个百分点
超市	13,243.89	11,238.25	15.14%	8.06%	减少 3.87 个百分点
其他	10,235.82	7,692.03	24.85%	119.34%	增加 13.02 个百分点

资料来源: 公司公告

图表 2: 1Q2021 公司营收分区域情况

分地区	营业收入(万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
华北地区	81,762.95	51,911.59	36.51%	64.32%	增加 5.49 个百分点
华中地区	31,422.30	18,198.67	42.08%	77.80%	增加 25.13 个百分点
华南地区	1,853.05	1,414.88	23.65%	19.03%	增加 19.56 个百分点
西南地区	82,293.44	48,917.40	40.56%	57.47%	增加 13.28 个百分点
西北地区	35,449.25	18,832.91	46.87%	63.06%	增加 16.75 个百分点
华东地区	9,790.57	7,347.03	24.96%	53.55%	增加 29.45 个百分点
东北地区	9,294.69	5,092.33	45.21%	117.64%	增加 16.05 个百分点

资料来源: 公司公告, 注: 以上数据不含跨区域内部抵消

图表 3: 公司 1Q2021 归母净利润为 26310.52 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2018	21258.92	8.75	0.27	11700.66	26.03	0.15	9558.26
1Q2019	40320.58	-11.27	0.52	39419.67	-10.96	0.51	900.91
2Q2019	29626.99	-1.76	0.38	15018.21	-47.94	0.19	14608.77
3Q2019	14770.71	-36.57	0.19	20313.09	-6.47	0.26	-5542.38
4Q2019	11415.40	-46.30	0.15	17245.36	47.39	0.22	-5829.95
1Q2020	-20224.03	NA	-0.26	-13583.51	NA	-0.17	-6640.51
2Q2020	20694.11	-30.15	0.27	16107.69	7.25	0.21	4586.42
3Q2020	20743.62	40.44	0.27	19550.32	-3.76	0.25	1193.30
4Q2020	17459.61	52.95	0.22	18680.44	8.32	0.24	-1220.83
1Q2021	26310.52	NA	0.34	23566.88	NA	0.30	2743.63
TTM	85207.86	139.42	1.10	77905.33	99.79	1.00	7302.53

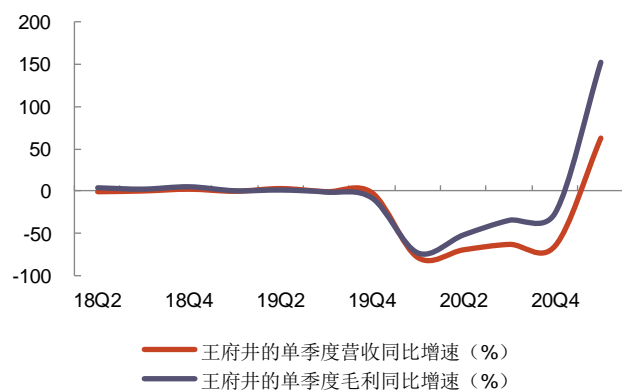
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司 1Q2021 净利率较上年同期上升 23.89 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2018	751300.53	2.68	20.84	0.47	15.45	2.83	0.16
1Q2019	716516.80	0.21	20.91	0.02	13.47	5.63	-0.73
2Q2019	625636.24	3.44	21.18	-0.47	14.61	4.74	-0.25
3Q2019	597985.73	-0.33	21.29	-0.21	15.82	2.47	-1.41
4Q2019	738745.29	-1.67	19.42	-1.43	13.60	1.55	-1.28
1Q2020	151993.74	-78.79	25.89	4.99	31.16	-13.31	-18.93
2Q2020	190474.83	-69.56	33.24	12.06	19.80	10.86	6.13
3Q2020	220689.57	-63.09	37.59	16.30	22.44	9.40	6.93
4Q2020	259186.43	-64.92	40.80	21.39	26.84	6.74	5.19
1Q2021	248658.60	63.60	40.09	14.19	23.30	10.58	23.89
TTM	919009.43	-56.53	38.27	17.34	23.37	9.27	7.59

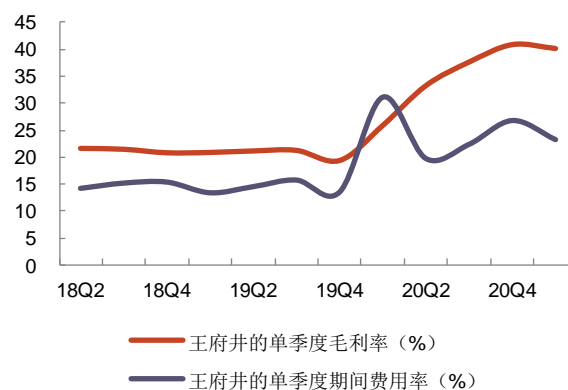
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

图表 6: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	26,789	8,223	9,723	10,411	11,110
营业成本	21,258	5,310	6,146	6,588	7,038
折旧和摊销	374	389	376	404	433
税金及附加	244	210	249	266	284
销售费用	2,919	1,128	1,254	1,249	1,278
管理费用	912	894	875	895	889
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1	19	-32	-35	-45
投资收益	45	62	45	45	45
营业利润	1,528	624	1,279	1,495	1,715
利润总额	1,445	647	1,269	1,488	1,733
所得税	500	292	381	446	520
净利润	945	355	889	1,042	1,213
少数股东损益	-16	-32	10	10	10
归属母公司净利润	961	387	879	1,032	1,203
EPS(元)	1.24	0.50	1.13	1.33	1.55

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,344	818	1,284	1,597	1,879
净利润	961	387	879	1,032	1,203
折旧摊销	374	389	376	404	433
净营运资金增加	-124	-3,953	360	-25	-113
其他	133	3,995	-331	186	356
投资活动产生现金流	-1,438	192	-885	-805	-805
净资本支出	-1,038	-617	-850	-850	-850
长期投资变化	1,187	1,392	0	0	0
其他资产变化	-1,587	-584	-35	45	45
融资活动现金流	1,370	-2,417	-410	-203	-239
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	990	101	-449	25	25
无息负债变化	825	-2,269	245	398	475
净现金流	1,276	-1,419	-11	589	835

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.6%	35.4%	36.8%	36.7%	36.7%
EBITDA 率	8.3%	17.3%	16.2%	17.5%	18.5%
EBIT 率	5.7%	8.9%	12.4%	13.6%	14.6%
税前净利润率	5.4%	7.9%	13.1%	14.3%	15.6%
归母净利润率	3.6%	4.7%	9.0%	9.9%	10.8%
ROA	3.9%	1.6%	3.9%	4.4%	4.8%
ROE (摊薄)	8.4%	3.4%	7.1%	7.8%	8.6%
经营性 ROIC	8.8%	5.6%	10.5%	11.7%	13.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	45%	43%	42%	42%
流动比率	1.31	1.35	1.41	1.44	1.48
速动比率	1.19	1.19	1.24	1.27	1.31
归母权益/有息债务	3.51	3.43	4.27	4.49	4.76
有形资产/有息债务	6.61	5.80	6.92	7.27	7.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	24,106	22,004	22,688	23,886	25,287
货币资金	8,625	7,236	7,225	7,814	8,649
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	165	209	247	264	282
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	801	179	194	226	241
存货	1,006	1,035	1,106	1,186	1,267
其他流动资产	212	167	137	144	151
流动资产合计	11,080	9,173	9,296	10,048	11,032
其他权益工具	8	8	8	8	8
长期股权投资	1,187	1,392	1,392	1,392	1,392
固定资产	5,167	5,499	5,850	6,202	6,548
在建工程	45	15	131	218	284
无形资产	894	843	850	856	862
商誉	863	858	858	858	858
其他非流动资产	1,713	1,233	1,218	1,218	1,218
非流动资产合计	13,026	12,830	13,392	13,838	14,255
总负债	12,040	9,872	9,667	10,091	10,591
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,373	2,308	2,458	2,635	2,815
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,681	27	1,167	1,249	1,333
其他流动负债	1,962	213	258	278	313
流动负债合计	8,474	6,819	6,582	6,977	7,449
长期借款	685	784	809	834	859
应付债券	2,483	1,991	1,991	1,991	1,991
其他非流动负债	132	47	55	58	62
非流动负债合计	3,566	3,052	3,085	3,113	3,142
股东权益	12,066	12,132	13,020	13,795	14,696
股本	776	776	776	776	776
公积金	6,553	6,624	6,624	6,624	6,624
未分配利润	4,068	4,099	4,977	5,742	6,633
归属母公司权益	11,398	11,499	12,377	13,142	14,033
少数股东权益	669	633	643	653	663

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.90%	13.71%	12.90%	12.00%	11.50%
管理费用率	3.40%	10.88%	9.00%	8.60%	8.00%
财务费用率	0.00%	0.23%	-0.33%	-0.34%	-0.41%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	35%	45%	30%	30%	30%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.38	0.00	0.34	0.40	0.47
每股经营现金流	1.73	1.05	1.65	2.06	2.42
每股净资产	14.68	14.81	15.94	16.93	18.08
每股销售收入	34.51	10.59	12.53	13.41	14.31

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	65	29	24	21
PB	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.9	19.5	13.8	11.8	10.2
股息率	1.2%	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE