

公司研究

业绩符合预期，全力推进各类免税项目落地工作

——王府井 (600859.SH) 2021 年半年报点评

要点

公司 1H2021 营收同比增长 36.88%，归母净利润同比增长 10121.86%

8月27日，公司公布2021年半年报：1H2021实现营业收入46.88亿元，同比增长36.88%；实现归母净利润4.81亿元，折合成全面摊薄EPS为0.62元，同比增长10121.86%；实现扣非归母净利润4.59亿元，同比增长1717.01%。

单季度拆分来看，2Q2021实现营业收入22.01亿元，同比增长15.56%；实现归母净利润2.17亿元，折合成全面摊薄EPS为0.28元，同比增长5.06%；实现扣非归母净利润2.23亿元，同比增长38.43%。

公司 1H2021 综合毛利率上升 11.17 个百分点，期间费用率下降 0.05 个百分点
1H2021 公司综合毛利率为 41.15%，同比上升 11.17 个百分点。单季度拆分来看，2Q2021 公司综合毛利率为 42.35%，同比上升 9.11 个百分点。

1H2021 公司期间费用率为 24.80%，同比下降 0.05 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 11.59%/10.59%/2.62%，同比分别变化-1.42/-1.79/+3.16 个百分点。2Q2021 公司期间费用率为 26.48%，同比上升 6.68 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 12.42%/9.32%/4.74%，同比分别变化+1.70/+0.58/+4.40 个百分点。

加快品牌引进，全力推进各类免税项目落地工作

报告期内公司新开 3 家购物中心，截至报告期末，公司共运营 58 家连锁门店，销售网络覆盖全国七大经济区域，34 个城市。在品牌引进方面，报告期内，公司各门店引进品牌 850 个，其中区域首店品牌 216 个，占引进总量的 25%。在免税项目落地工作方面，公司已初步实现核心供应链渠道搭建。此外，搭建项目运营管理体系，建立海关仓储物流管理体系，构建信息管理系统和线上运营系统，项目概念设计选拔，人员招聘等多项工作也在同步推进，为免税业务开展项目落地运营做好了各项准备工作。同时，公司在全力争取在北京落地口岸免税项目和市内免税项目，待相关政策出台后尽快实现项目落地。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司业绩符合预期，我们维持对公司 2021 / 2022 / 2023 年 EPS 的预测 1.13/1.33 / 1.55 元。公司取得免税品经营资质，有利于公司形成免税+有税双主业发展布局，进一步提升公司综合竞争能力，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	22	55	24	21	18
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27

买入 (维持)

当前价：27.41 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

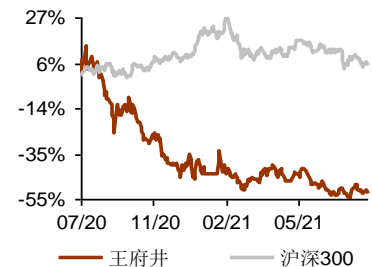
联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.76
总市值(亿元):	212.77
一年最低/最高(元):	24.53/53.50
近 3 月换手率:	91.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.63	7.54	-4.06
绝对	-2.04	-2.04	-2.04

资料来源：Wind

相关研报

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 (2021-04-29)

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)

表 1: 公司营业收入和毛利率分业态情况

分业态	营业收入 (元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
百货	3,045,568,147.67	36.62	31.34	9.42
购物中心	743,883,999.18	44.07	48.67	14.25
奥特莱斯	485,250,443.53	64.00	56.04	3.29
超市	249,715,462.65	14.78	15.66	-3.03
其他	382,614,089.05	33.51	82.77	15.65

资料来源: 公司公告

表 2: 公司营业收入和毛利率分地区情况

地区	营业收入 (元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)	备注
华北地区	1,645,588,188.28	37.41	42.33	7.74	包含北京、河北、山西、内蒙古地区
华中地区	596,866,643.26	41.26	37.67	14.25	包含河南、湖北、湖南地区
华南地区	31,570,983.30	24.76	-3.21	16.70	包含广东地区
西南地区	1,588,667,772.92	39.57	31.64	8.65	包含重庆、四川、云南、贵州地区
西北地区	650,329,819.84	43.28	38.50	6.83	包含青海、甘肃、宁夏、陕西地区
华东地区	190,593,384.01	21.04	43.25	25.57	包含上海、福建、山东、江西地区
东北地区	203,415,350.47	48.65	64.54	13.55	包含黑龙江、吉林、辽宁地区

资料来源: 公司公告; 注: 以上数据不含内部抵消

表 3: 公司 2Q2021 归母净利润同比增长 5.06%

	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)
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
2Q2021	21741.04	5.06	0.28	22297.76	38.43	0.29	-556.72
TTM	86254.78	223.58	1.11	84095.40	109.81	1.08	2159.38

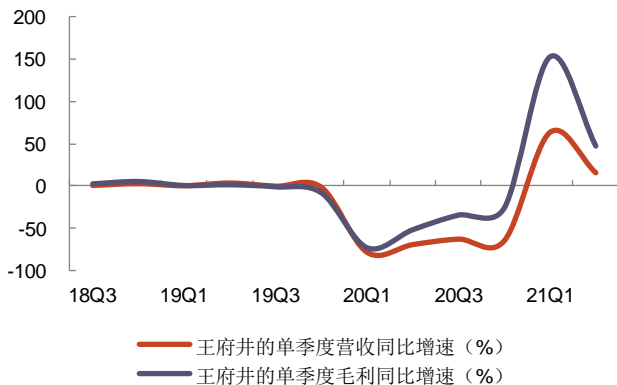
资料来源: 公司公告

表 4: 公司 2Q2021 净利率较上年同期下降 0.99 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)
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
2Q2021	220103.86	15.56	42.35	9.11	26.48	9.88	-0.99
TTM	948638.46	-43.51	40.23	17.99	24.80	9.09	7.51

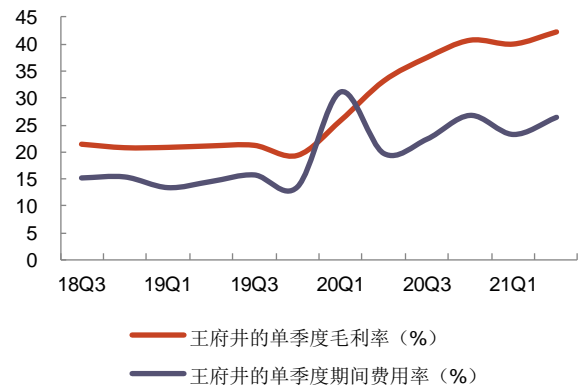
资料来源: 公司公告

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q3-2021Q2)



资料来源: 公司公告

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q3-2021Q2)



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

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	22	55	24	21	18
PB	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.8	16.0	11.3	9.6	8.2
股息率	1.4%	0.0%	1.3%	1.5%	1.7%

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