

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

王府井 (600859.SH)

调整评级

报告原因：中报点评

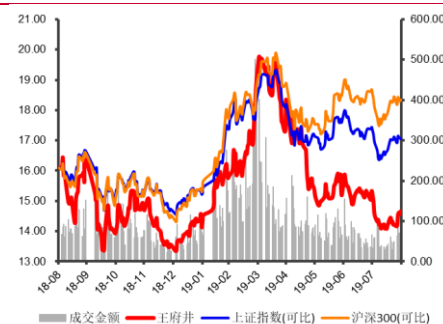
业绩恢复性高增长，新兴业态明显提速

买入

2021年8月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司于近日发布 2021 年半年度报告，上半年营业收入实现 46.88 亿元，同比上升 36.88%；归属母公司股东的净利润 4.81 亿元，同比增长 10,121.86%。

事件点评

- 营收净利恢复性双增，费用上涨但期间费率下降。上半年公司营收同比增长 36.88%，同店同比上升 28.97%，主要受到市场持续复苏，带动公司新兴业态明显提速，同时公司加快品牌调整，深耕品牌运营，加强创新转型。分季度看，公司 Q1/Q2 营业收入同比分别增长 63.60%/15.56%，归母净利润同比分别增长 230.1%/5.06%，业绩大幅增长主要受到上年同期低基数影响，Q2 业绩增长放缓主要受到费用提升的影响。上半年期间费用率为 24.80%，同比下降 0.05pct，期间费率下降主要受到营收同比增长的影响，实际费用数值上均呈现增长。销售/管理费用同比增长 21.95%/17.10%，主要受到上年同期因疫情影响阶段性闭店以及相关减免政策影响；财务费用同比大幅增加，由-0.19 亿元变为 1.23 亿元，主要受到新租赁准则影响。

市场数据：2021 年 8 月 27 日

收盘价(元):	27.41
年内最高/最低(元):	53.21/24.40
流通 A 股/总股本(亿):	7.76/7.76
流通 A 股市值(亿):	213
总市值(亿):	312

基础数据：2021 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.62
摊薄每股收益:	0.62
每股净资产(元):	13.91
净资产收益率:	4.31%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

- 百货业态支撑业绩，奥莱增长好于其他业态。分业态看，公司主要业态较去年同期均大幅增长。百货业态是公司业绩的主要支撑，业态收入占比 62%，上半年在消费升级和回流共同带动下营收同比增长 31.34%，毛利率同比提升 9.42pct 至 36.62%；奥莱业态受益于开放式购物空间、高性价比商品和国际名品资源优势，经营恢复态势显著好于其他业态，上半年实现同比大幅上升 56.04%，营收占比达 10%，毛利率同比提升 3.29pct 至 64.0%；购物中心由于餐饮、娱乐体验业态居多，受疫情管控影响恢复有所滞后，但随着疫情得到控制，销售恢复加快，上半年收入同比上升 48.67%，营收占比 15%，毛利率同比提升 14.25pct 至 44.07%；超市业态受去年同期基数较高、线上新业态分流的影响，收入同比增长 15.66%，营收占比 5%，毛利率同比下降 3.03pct 至 14.78%。客流方面，在低基数效应下上半年客流总体增幅超 4 成，其中奥莱业态客流增长更为突出，购物中心业态单店日均客流最高。
- 发挥经营优势持续创新转型，环影、免税相关业务持续推进。公司深化一店一策，加大市场拓展。百货业态结合消费高端回流特点，加大高端

消费品货源的组织，持续推进转型调整 and 经营创新；购物中心业态强化体验项目的引进和运营，增强对家庭客层的吸引，同时抓住环球影城即将落成的契机，积极推进北京有礼老字号集合店项目，开辟了北京老字号品牌聚集发展的创新商业模式。免税业务方面，公司全力推进各类免税项目的落地工作。通过积极沟通协调，全力争取在北京落地口岸免税项目；市内免税项目公司也在积极沟通，待相关政策出台后尽快实现项目落地。

投资建议

- 公司拥有成熟的经营管理模式，经验丰富的运营管理团队和良好的品牌合作关系，积累了规模庞大的会员体系，连锁优势和品牌影响力不断增长，形成了多种主力业态协同发展，线上线下充分融合的良好发展态势。我们看好公司把握行业发展趋势，加快转型变革，创新经营模式，提升经营质量，大力推进线上线下融合的能力，未来公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动，环球影城开园在即叠加免税业务持续推进，预计2021-2023年EPS分别为1.22/1.40/1.65元，对应公司8月27日收盘价27.41元，2021-2023年PE分别为22.49X/19.63X/16.65X，调整至“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；运营管理风险；疫情带来的经营风险。。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020-6-30	2020-9-30	2020-12-31	2021-3-31	2021-6-30
营业总收入（亿元）	34.25	56.32	82.23	24.87	46.88
同比（%）	-74.48%	-70.97%	-69.30%	63.60%	36.88%
营业成本	23.98	37.75	53.10	14.90	27.59
毛利率（%）	29.98%	32.96%	35.43%	40.09%	41.15%
销售费用	4.45	7.41	11.28	2.70	5.43
管理费用	4.24	6.12	8.94	2.91	4.97
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	-0.19	-0.07	0.19	0.18	1.23
期间费用率	24.84%	23.90%	24.82%	23.30%	24.80%
净利润	-0.17	1.86	3.55	2.57	4.78
归母净利润	0.05	2.12	3.87	2.63	4.81
同比（%）	-99.33%	-74.96%	-59.77%	230.10%	10121.86%
扣非后归母净利润	0.25	2.21	4.08	2.36	4.59
同比（%）	-95.36	-70.47	-55.70	273.50	1,717.01
每股收益：					
基本每股收益	0.0060	0.2730	0.4980	0.3390	0.6190
稀释每股收益	0.0060	0.2730	0.4950	0.3370	0.6150

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成情况

	营业收入（亿元）	收入占比	同比增减	毛利率	毛利率变动
主营业务收入	46.88	100.00%	36.88%	41.15%	11.17%
分业态					
百货	30.46	64.97%	31.34%	36.62%	9.42%
购物中心	7.44	15.87%	48.67%	44.07%	14.25%
奥特莱斯	4.85	10.35%	56.04%	64.00%	3.29%
超市	2.50	5.33%	15.66%	14.78%	-3.03%
其他	3.83	8.16%	82.77%	33.51%	15.65%
分地区					
华北地区	16.46	35.11%	42.33%	37.41%	7.74%
西南地区	15.89	33.90%	31.64%	39.57%	8.65%
西北地区	6.50	13.87%	38.50%	43.28%	6.83%
华中地区	5.97	12.74%	37.67%	41.26%	14.26%
东北地区	2.03	4.33%	64.54%	48.65%	13.55%
华东地区	1.91	4.07%	43.25%	21.04%	25.57%
华南地区	0.32	0.68%	-3.21%	24.76%	16.71%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 3 公司门店变化情况

地区	经营业态	新开门店	关闭门店	期末门店
华北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	1	0	12

华中地区	购物中心/百货	0	0	9
华南地区	购物中心/百货	0	0	2
西南地区	购物中心/百货	2	0	19
西北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	0	0	11
华东地区	购物中心/百货	0	0	2
东北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	0	0	3
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	3	0	58

数据来源：公司经营数据公告, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,173	9,837	10,861	12,475	营业收入	8,223	10,656	11,876	13,472
现金	7,236	8,337	9,104	10,313	营业成本	5,310	6,498	7,172	8,077
应收账款	387	382	439	539	营业税金及附加	210	277	306	350
其他应收款	179	232	258	293	销售费用	1,128	1,370	1,621	1,854
预付账款	334	316	327	356	管理费用	894	1,127	1,291	1,477
存货	1,052	633	825	1,105	财务费用	19	117	21	21
其他流动资产	(15)	(63)	(93)	(132)	资产减值损失	(23)	(5)	4	4
非流动资产	12,830	12,237	11,907	11,525	公允价值变动收益	(105)	0	0	0
长期投资	1,392	1,148	1,242	1,261	投资净收益	62	37	38	38
固定资产	5,499	5,151	4,802	4,454	营业利润	624	1,308	1,499	1,727
无形资产	843	787	734	685	营业外收入	45	53	37	45
其他非流动资产	5,096	5,151	5,128	5,125	营业外支出	21	50	58	43
资产总计	22,004	22,073	22,768	24,000	利润总额	647	1,311	1,478	1,729
流动负债	6,819	6,747	6,656	7,612	所得税	292	393	444	519
短期借款	0	0	0	0	净利润	355	918	1,035	1,210
应付账款	2,308	1,438	1,842	2,457	少数股东损益	(32)	(28)	(49)	(68)
其他流动负债	4,511	5,309	4,814	5,154	归属母公司净利润	387	946	1,084	1,278
非流动负债	3,052	2,750	3,141	2,997	EBITDA	1,050	1,830	1,921	2,146
长期借款	784	784	784	784	EPS (元)	0.50	1.22	1.40	1.65
其他非流动负债	2,268	1,966	2,357	2,213	主要财务比率				
负债合计	9,872	9,497	9,797	10,608	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	633	605	556	488	成长能力				
股本	776	776	776	776	营业收入	-68.48%	29.58%	11.45%	13.44%
资本公积	4,968	4,968	4,968	4,968	营业利润	-50.19%	109.78%	14.58%	15.24%
留存收益	5,754	6,227	6,671	7,159	归属于母公司净利润	-46.26%	144.59%	14.60%	17.92%
归属母公司股东权益	11,499	11,971	12,415	12,903	获利能力				
负债和股东权益	22,004	22,073	22,768	24,000	毛利率(%)	35.43%	39.02%	39.61%	40.05%
现金流量表					净利率(%)	4.70%	8.88%	9.13%	9.49%
单位:百万元					ROE(%)	2.92%	7.30%	7.98%	9.04%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	19.64%	24.51%	34.24%	41.86%
经营活动现金流	818	1,866	1,414	2,194	偿债能力				
净利润	355	946	1,084	1,278					

折旧摊销	690	404	401	397	资产负债率(%)	44.86%	43.03%	43.03%	44.20%
财务费用	187	187	187	187	净负债比率(%)	12.83%	-14.43%	-20.29%	-28.05%
投资损失	(62)	(37)	(38)	(38)	流动比率	1.35	1.46	1.63	1.64
营运资金变动	(1,137)	400	(174)	434	速动比率	1.19	1.36	1.51	1.49
其他经营现金流	785	(33)	(46)	(64)	营运能力				
投资活动现金流	192	282	(57)	19	总资产周转率	0.36	0.48	0.53	0.58
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	43.98	59.40	71.67	63.09
长期投资	(205)	244	(95)	(18)	应付账款周转率	3.51	5.69	7.24	6.27
其他投资现金流	397	37	38	38	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(2,417)	(915)	(446)	(847)	每股收益(最新摊薄)	0.50	1.22	1.40	1.65
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	2.40	1.82	2.83
长期借款	99	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.81	15.42	15.99	16.62
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	9	0	0	0	P/E	55.0	22.5	19.6	16.6
其他筹资现金流	(2,526)	(915)	(446)	(847)	P/B	1.9	1.8	1.7	1.6
现金净增加额	(1,407)	1,233	911	1,367	EV/EBITDA	17.02	6.76	6.14	4.88

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

