

王府井 (600859) 2021年中报点评

盈利能力改善, 期待有税免税协同发展

2021年08月31日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2021年中报, 整体情况符合预期。2021年上半年, 公司实现营业收入46.8亿元/+36.9%; 归母净利润4.8亿元, 扣非归母净利润4.6亿元, 均较上年同期大幅增长。2021Q2, 公司实现营业收入22.0亿元/+15.6%, 归母净利润2.17亿元/+5.1%, 扣非归母净利润2.23亿元/+38.4%。
- ◆ 有税方面: 公司持续推进商场由单一的百货业态向休闲购物综合体转变, 奥特莱斯和购物中心营收增速高于百货。2021年上半年, 分业态来看, 百货实现营收30.4亿元/+31.3%, 营收占比62.1%, 同比下降5.9pts; 购物中心实现营收7.4亿元/+48.7%, 营收占比15.2%, 同比提升0.4pts; 奥特莱斯实现营收4.8亿元/+56.0%, 营收占比9.9%, 同比提升1.7pts。截至2021年上半年, 公司在全国七大经济区域34个城市共运营58家大型综合零售门店, 总经营建筑面积340万平米。门店数量和总经营面积分别较2020年底增加3家和11.4万平米。
- ◆ 随着新冠疫情逐步控制, 公司盈利能力同比显著回升。2021年上半年, 公司毛利率41.1%, 同比增加11.2pts。分业态来看, 百货/购物中心/奥特莱斯毛利率分别为36.6%/44.1%/64.0%, 同比分别增加9.4pts/14.2pts/3.3pts。公司销售费用率和管理费用率分别为11.6%和10.6%, 同比分别下降1.4pts和1.8pts, 主要来自新冠疫情控制后业务量的恢复对固定费用的摊薄。公司实现净利润4.8亿元, 与上年同期亏损1675万元相比, 实现了扭亏为盈, 销售净利率10.2%。
- ◆ 免税方面: 2020年6月, 公司获得免税品经营资质。2020年7月, 公司成立全资子公司北京王府井免税品经营有限责任公司, 用于开展免税品经营等业务。2021年1月, 公司与海南橡胶分别出资成立2家合资公司, 用于开展海南岛内免税业务。公司将立足北京地区, 发展机场和市内免税业务。同时, 公司将把握海南建设自由贸易港战略机遇, 积极推进岛内和离岛免税业务。
- ◆ 2021年8月, 公司换股吸收合并首商股份并募集配套资金事项获得中国证监会审核通过。以募集配套资金总额上限测算, 本次换股吸收合并后, 控股股东首旅集团持股比例将达到32.49%, 较目前提升5.26pts。本次交易完成后, 公司控股股东首旅集团和实际控制人北京市国资委未发生变更, 王府井和首商股份之间的同业竞争问题将得到解决。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

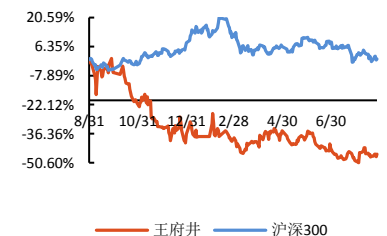
证券分析师: 姜楠

证书编号: S1160520090001

联系人: 姜楠

电话: 021-23586483

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	21277.02
流通市值 (百万元)	21277.02
52周最高/最低 (元)	53.50/24.40
52周最高/最低 (PE)	150.35/22.98
52周最高/最低 (PB)	3.52/1.70
52周涨幅 (%)	-46.33
52周换手率 (%)	387.52

相关研究

- 《奥莱业态推动营收增长, 利润同比有所承压》
2019.09.02
- 《营收略低于预期, 三费有所下降》
2019.03.26
- 《老字号活力不减, 百货奥莱齐发力》
2018.11.07
- 《营收稳定增长, 奥莱继续快速发展》
2018.08.27
- 《营收利润稳步提升, 奥莱业态增长强劲》
2018.03.26

【投资建议】

- ◆ 考虑到今年上半年以来，新冠疫情在国内局部地区的反复对公司业务的影响，我们下调之前对公司 2021 年营业收入和归母净利润的预测。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 105.8 亿元/117.4 亿元/129.4 亿元，同比增速分别为 28.6%/11.0%/10.2%；归母净利润分别为 9.2 亿元/10.9 亿元/13.2 亿元，同比增速分别为 136.7%/18.6%/21.3%；EPS 分别为 1.18 元/1.40 元/1.70 元，对应 PE 分别为 23.2 倍/19.6 倍/16.2 倍。期待公司有税和免税业务形成协同，双轮驱动业绩增长，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8223.45	10575.65	11741.20	12940.74
增长率（%）	-69.30%	28.60%	11.02%	10.22%
EBITDA（百万元）	1385.74	2645.47	2924.10	3284.39
归属母公司净利润（百万元）	386.73	915.39	1086.10	1317.32
增长率（%）	-59.77%	136.70%	18.65%	21.29%
EPS（元/股）	0.50	1.18	1.40	1.70
市盈率（P/E）	65.42	23.24	19.59	16.15
市净率（P/B）	2.20	1.71	1.58	1.44
EV/EBITDA	15.45	6.46	5.65	4.83

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 免税项目进度低于预期；
- ◆ 新冠疫情恢复进度低于预期；
- ◆ 行业竞争激烈程度超预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9173.20	9102.20	9631.80	10178.20
货币资金	7235.92	7483.51	8004.36	8588.81
应收及预付	542.60	426.55	417.62	397.20
存货	1035.31	801.65	804.00	765.29
其他流动资产	359.36	390.49	405.83	426.90
非流动资产	12830.47	12545.57	12253.60	11952.72
长期股权投资	1392.30	1512.30	1612.30	1692.30
固定资产	5498.88	5703.98	5944.01	6217.13
在建工程	14.69	23.69	32.69	41.69
无形资产	843.10	798.10	755.10	714.10
其他长期资产	5081.51	4507.51	3909.51	3287.51
资产总计	22003.68	21647.77	21885.40	22130.93
流动负债	6819.39	5645.81	4909.06	3944.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2335.29	2170.92	2112.87	1997.78
其他流动负债	4484.09	3474.90	2796.19	1946.21
非流动负债	3052.47	3002.47	2942.47	2892.47
长期借款	784.00	834.00	854.00	864.00
应付债券	1990.74	1890.74	1810.74	1750.74
其他非流动负债	277.73	277.73	277.73	277.73
负债合计	9871.86	8648.29	7851.54	6836.47
实收资本	776.25	776.25	776.25	776.25
资本公积	4967.98	4967.98	4967.98	4967.98
留存收益	5754.32	6669.71	7755.81	9073.13
归属母公司股东权益	11498.55	12413.94	13500.04	14817.36
少数股东权益	633.27	585.55	533.83	477.10
负债和股东权益	22003.68	21647.77	21885.40	22130.93

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8223.45	10575.65	11741.20	12940.74
营业成本	5309.62	6650.02	7336.50	7980.88
税金及附加	210.46	227.38	252.44	278.23
销售费用	1127.80	1237.35	1350.24	1462.30
管理费用	894.35	1057.56	1174.12	1294.07
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	19.27	54.59	45.53	33.94
资产减值损失	-22.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-104.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.82	47.59	41.09	32.35
资产处置收益	-2.45	-2.12	-1.17	1.29
其他收益	30.92	21.15	11.74	6.47
营业利润	623.58	1415.38	1634.04	1931.44
营业外收入	44.66	57.43	63.76	70.27
营业外支出	21.31	26.69	29.45	32.04
利润总额	646.92	1446.12	1668.35	1969.68
所得税	292.12	578.45	633.97	709.08
净利润	354.80	867.67	1034.38	1260.59
少数股东损益	-31.93	-47.72	-51.72	-56.73
归属母公司净利润	386.73	915.39	1086.10	1317.32
EBITDA	1385.74	2645.47	2924.10	3284.39

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	818.29	1198.51	1534.83	1644.12
净利润	354.80	867.67	1034.38	1260.59
折旧摊销	690.49	1097.05	1158.51	1224.05
营运资金变动	-472.87	-854.98	-745.51	-927.02
其它	245.87	88.77	87.45	86.50
投资活动现金流	191.60	-735.94	-792.30	-851.29
资本支出	-616.87	-683.53	-758.39	-833.64
投资变动	-175.00	-60.00	-45.00	-30.00
其他	983.47	7.59	11.09	12.35
筹资活动现金流	-2417.28	-214.98	-221.68	-208.38
银行借款	804.00	50.00	20.00	10.00
债券融资	0.00	-100.00	-80.00	-60.00
股权融资	14.70	0.00	0.00	0.00
其他	-3235.98	-164.98	-161.68	-158.38
现金净增加额	-1418.94	247.59	520.85	584.45
期初现金余额	8226.16	7235.92	7483.51	8004.36
期末现金余额	6807.22	7483.51	8004.36	8588.81

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-69.30%	28.60%	11.02%	10.22%
营业利润增长	-59.19%	126.98%	15.45%	18.20%
归属母公司净利润增长	-59.77%	136.70%	18.65%	21.29%
获利能力 (%)				
毛利率	35.43%	37.12%	37.51%	38.33%
净利率	4.31%	8.20%	8.81%	9.74%
ROE	3.36%	7.37%	8.05%	8.89%
ROIC	2.46%	5.70%	6.34%	7.13%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.86%	39.95%	35.88%	30.89%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.35	1.61	1.96	2.58
速动比率	1.14	1.42	1.74	2.32
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.49	0.54	0.58
应收账款周转率	39.40	60.83	73.00	91.25
存货周转率	7.94	13.19	14.60	16.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	1.18	1.40	1.70
每股经营现金流	1.05	1.54	1.98	2.12
每股净资产	14.81	15.99	17.39	19.09
估值比率				
P/E	65.42	23.24	19.59	16.15
P/B	2.20	1.71	1.58	1.44
EV/EBITDA	15.45	6.46	5.65	4.83

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。