

# 王府井 (600859)

证券研究报告

2021年08月30日

**2021H1 归母净利润 4.8 亿元恢复良好，多业态多渠道融合发展，吸收合并事项落地后免税工作有望加速推进**

**事件：**公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 46.88 亿元，同比增长 36.88%；归母净利润为 4.81 亿元，同增 10121.86%，扣非后归母净利润 4.59 亿元，同增 1717.01%。

**收入端：**公司 2021H1 实现营业收入 46.88 亿元，同比增长 36.88%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 24.87/22.01 亿元，同比增长 63.60%/15.56%。

**毛利率：**2021 年上半年公司毛利率为 41.15%，较 2020 年 H1 上升 11.17pct。分季度来看，2021Q1/Q2 毛利率分别为 40.09%/42.35%，同比上升 14.19/9.11pct。

**费用端：**2021 年上半年公司期间费用率为 24.80%，较 2020 年 H1 减少 0.05pct。2021H1 销售/管理费用率分别为 11.59%/10.59%，同期减少 1.42/1.79pct；财务费用率为 2.62%，较去年同期增加 3.16pct，主要是执行新租赁准则影响；研发费用在该公司不适用。

**净利润：**2021 年上半年公司归母净利润 4.81 亿元，同比增长 10121.86%，归母净利率为 10.25%，同比上升 10.11pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 2.63/2.17 亿元，同比上升 230.1%/5.06%；归母净利率分别为 10.58%/9.88%，同比 +23.89pct/-0.99pct。

**公司经营：**截至 2021H1，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，构建了以大店为基础，强店为支撑，新店为补充的良好发展形势。目前公司形成了百货、购物中心、奥特莱斯、超市多业态协同发展的格局。随着未来免税项目的落地，公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动，提高综合竞争力。

**免税：**2021H1 公司全力推进各类免税项目的落地工作。当前，公司吸收合并首商并募集配套资金暨关联交易事项已经获得通过，首旅集团有望集中力量协助王府井推进免税业务落地，免税业务加速推进，有望实现有税免税协同发展。

**投资建议：**王府井在海南与海南天然橡胶合作有望加速公司海南免税业务落地；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及海南岛民及离岛免税业务加速落地。有税业务持续改善，逐步恢复常态。预计公司 21-22 年实现归母净利润 9.5/10.5 亿元，对应 PE 为 22x/20x。维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济风险，行业竞争风险，管理运营风险

## 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	28.63 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)	22,224.05
流通 A 股市值(百万元)	22,224.05
每股净资产(元)	13.91
资产负债率(%)	58.32
一年内最高/最低(元)	53.50/24.40

## 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-公司点评:重组事项将于近日会上，免税业务有望加速落地》 2021-08-05
- 《王府井-公司点评:收购首商审议通过，解决同业竞争，免税业务布局完整加速落地》 2021-06-02
- 《王府井-季报点评:21Q1 归母净利润同增 230%，有税加速恢复+免税落地在即有望加速新一年增长》 2021-05-02

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)	22.13	55.02	22.47	20.35	18.51
市净率(P/B)	1.87	1.85	1.73	1.61	1.50
市销率(P/S)	0.79	2.59	2.24	2.13	1.91
EV/EBITDA	0.64	16.97	7.08	4.35	4.34

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 46.88 亿元，同比增长 36.88%；归母净利润为 4.81 亿元，同增 10121.86%，扣非后归母净利润 4.59 亿元，同增 1717.01%。

图 1：公司 2017-2021H1 营业收入（万元）及 yoy

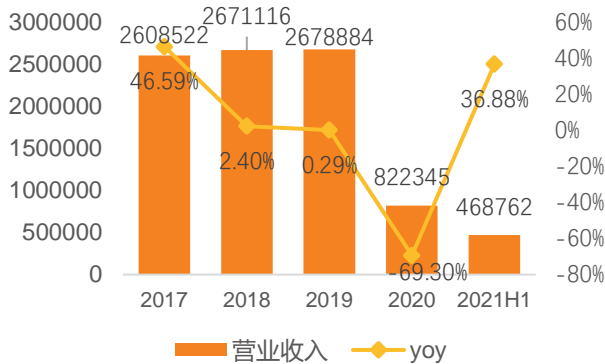
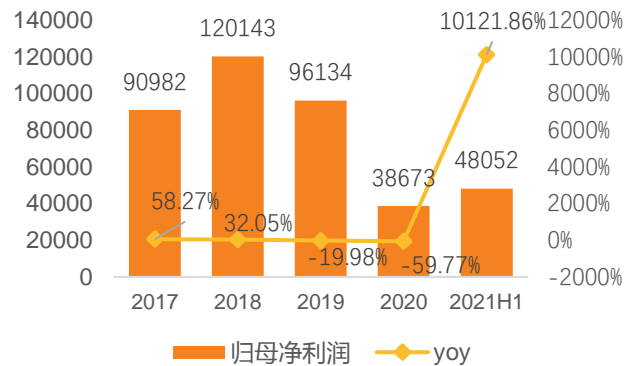


图 2：公司 2017-2021H1 归母净利润（万元）及 yoy



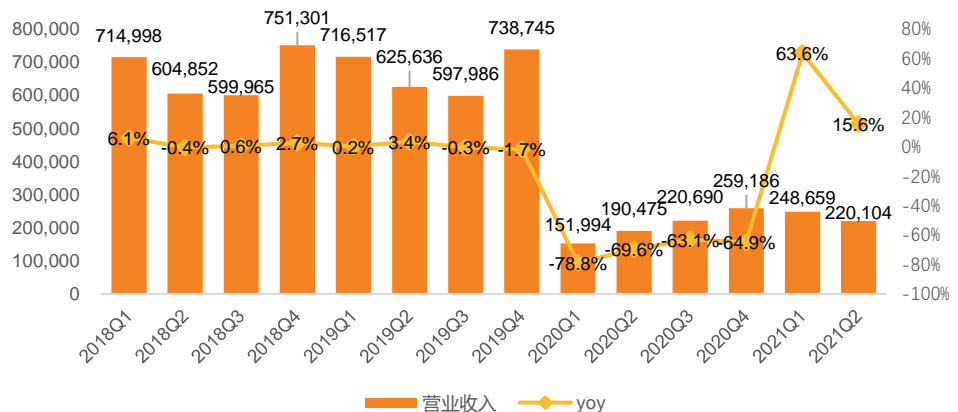
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 2. 收入端

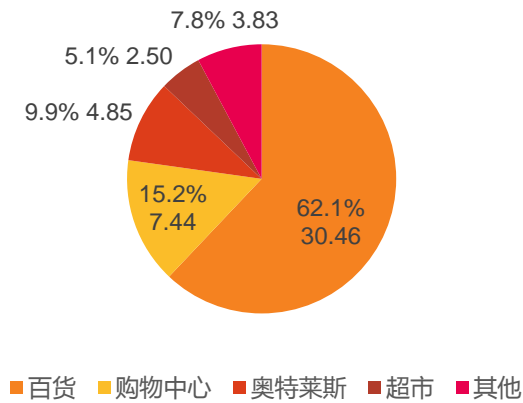
公司 2021H1 实现营业收入 46.88 亿元，同比增长 36.88%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 24.87/22.01 亿元，同比增长 63.60%/15.56%。1) 按业态分，公司百货营收为 30.46 亿元，在消费升级以及消费回流共同带动下呈一定上升态势，同比增长 31.34%；购物中心营收为 7.44 亿元，同比增长 48.67%；奥特莱斯营收为 4.85 亿元，受益于开放式购物空间、高性价比、名品资源等，经营恢复早于并优于其他业态，同比增长 56.04%，超市营收 2.50 亿元，同比增长 15.66%。2021H1 王府井百货/购物中心/奥特莱斯/超市所带来的营收，分别占总营收的 62.1%/15.2%/9.9%/5.1%，百货业态依然占据主导。2) 从商品类别分析，疫情后高端消费品、新生活方式品类消费同比显著提升；百货业态中，销售前 5 类产品（包括化妆、女装、珠宝、男装、运动）占总销售额的 70%；奥莱业态中销售前 5 类产品（包括运动、女装、男装、箱包、鞋帽）占总销售额的 90%。

图 3：公司 2018Q1-2021Q2 分季度营业收入（万元）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 4：公司 2021H1 各业态营收（亿元）及占比

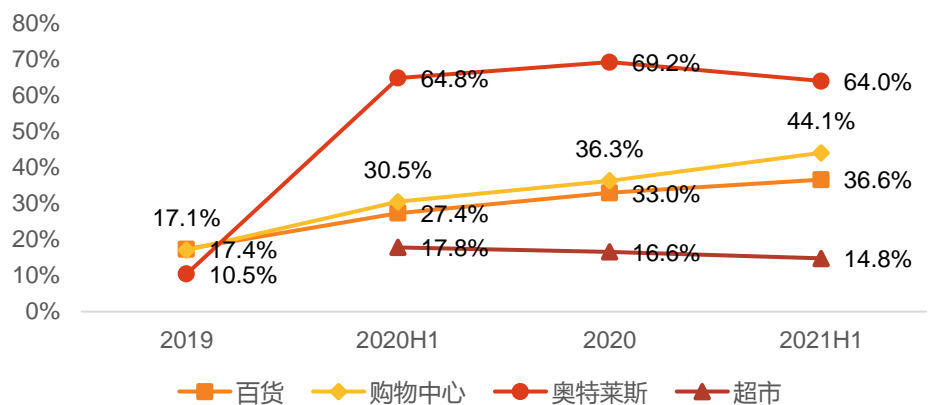


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

### 3. 毛利率

2021 年上半年公司毛利率为 41.15%，较 2020 年 H1 上升 11.17pct。分季度来看，2021Q1/Q2 毛利率分别为 40.09%/42.35%，同比上升 14.19/9.11pct。按业态分，2021H1 百货毛利率为 36.62%，同比增长 9.42pct；购物中心毛利率为 44.07%，同比增长 14.25pct；奥特莱斯毛利率为 64.00%，同比增长 3.29pct；超市业态毛利率为 14.78%，同比下降 3.03pct。

图 5：公司 2019-2021H1 各业态毛利率

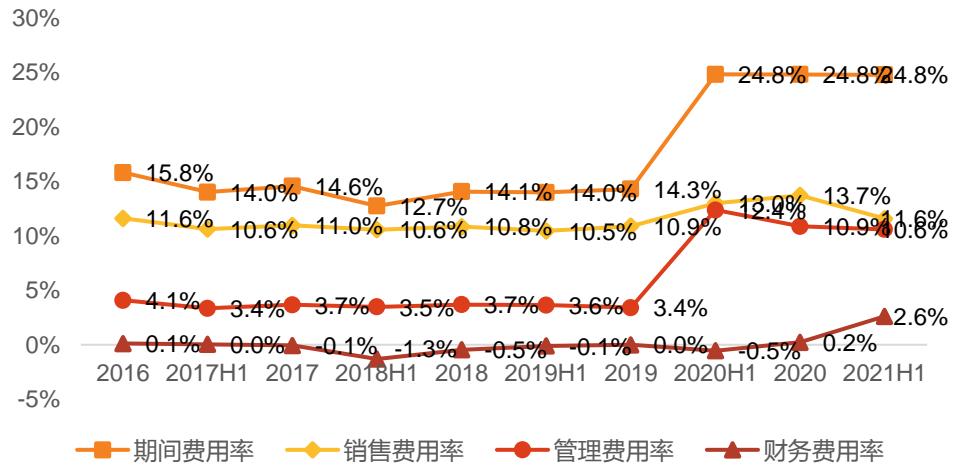


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

### 4. 费用端

2021 年上半年公司期间费用率为 24.80%，较 2020 年 H1 减少 0.05pct。期间费用率中，2021H1 销售费用率为 11.59%，较 2020 年 H1 减少 1.42pct，主要是上年同期受疫情影响阶段性闭店以及相关减免政策影响所致；管理费用率为 10.59%，较去年同期减少 1.79pct，主要原因与销售费用相同；财务费用率为 2.62%，较去年同期增加 3.16pct，主要是执行新租赁准则影响；研发费用在该公司不适用。

图 6：公司 2016-2021H1 费用率情况

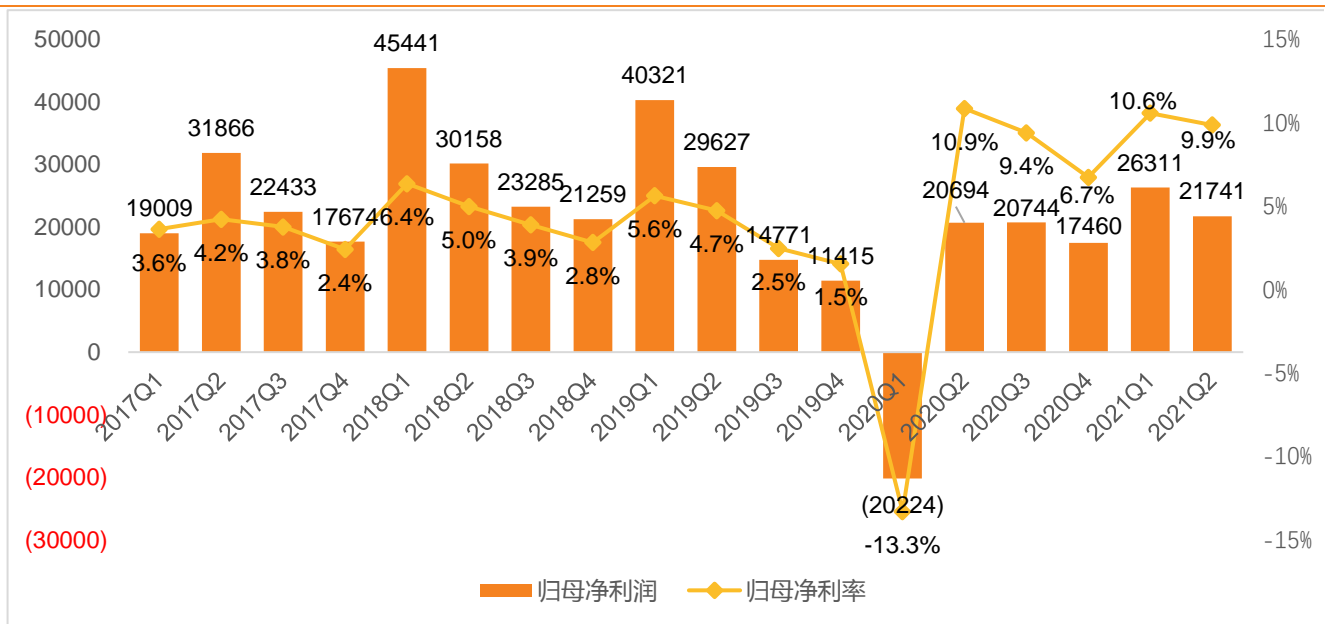


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 5. 净利润

2021年上半年公司归母净利润4.81亿元，同比增长10121.86%，归母净利率为10.25%，较2020年上升10.11pct，主要原因是上年同期受疫情影响归母净利率较低。分季度来看，公司2021Q1/Q2归母净利润分别为2.63/2.17亿元，同比上升230.1%/5.06%；归母净利率分别为10.58%/9.88%，同比+23.89pct/-0.99pct。

图7：公司2017Q1-2021Q2分季度归母净利润（万元）及归母净利率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 6. 公司经营

截至2021H1，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，构建了以大店为基础，强店为支撑，新店为补充的良好发展形势。目前公司形成了百货、购物中心、奥特莱斯、超市多业态协同发展的格局。随着未来免税项目的落地，公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动，提高综合竞争力。后疫情时期，公司多管齐下，通过创新经营、优化消费体验、加大资源引进、深耕品牌运营等方式打造经营优势。

## 7. 免税

2021H1 公司全力推进各类免税项目的落地工作。积极协调沟通，全力争取在北京落地口岸免税项目；市内免税项目方面积极沟通，待相关政策出台后尽快实现项目落地。海南方面，与海南天然橡胶产业集团股份有限公司共同成立合资公司，发展运营岛内免税和岛内日用品免税项目，同时在海口出资设立王府井（海南）总部有限公司。当前，公司吸收合并首商并募集配套资金暨关联交易事项已经获得通过，首旅集团有望集中力量协助王府井推进免税业务落地，免税业务加速推进，有望实现有税免税协同发展。

## 8. 投资建议

王府井在海南与海南天然橡胶合作有望加速公司海南免税业务落地；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及海南岛民及离岛免税业务加速落地。有税业务持续改善，逐步恢复常态。预计公司 21-22 年实现归母净利润 9.5/10.5 亿元，对应 PE 为 22x/20x。维持“买入”评级。

## 9. 风险提示

**宏观经济风险：**新冠肺炎疫情及复杂多变的国际政治经济形势对宏观经济和实体企业造成了巨大的影响，中国经济面临的内外部需求持续回落，经济增长面临较大的不确定性，公司面临的宏观风险和疫情影响的经营风险进一步增大。7 月下旬南京的疫情反弹波及全国，市场以及门店销售均受到较大影响。

**行业竞争风险：**零售行业各业态持续分化，拼购、社交电商等新物种快速发展，购物中心、奥特莱斯、免税等新兴业态持续扩张，市场竞争愈加激烈，公司面临一定的行业竞争风险。

**管理运营风险：**随着公司快速发展，公司市场规模，业态范围和门店数量持续扩张，运营管理中逐步显现出股权层级复杂，管理效率降低，人才结构不合理等问题，对公司组织架构，管控体系和决策效率提出了更高的要求，公司面临一定的管理风险。除此之外，新业务免税品经营尚属于起步阶段，项目落地速度受到培育期存在经营和管理风险。

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>11,080.01</b>	<b>9,173.20</b>	<b>9,179.05</b>	<b>14,684.85</b>	<b>13,625.94</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,026.29</b>	<b>12,830.47</b>	<b>13,156.57</b>	<b>12,705.77</b>	<b>12,124.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>24,106.30</b>	<b>22,003.68</b>	<b>22,335.62</b>	<b>27,390.62</b>	<b>25,750.32</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>8,473.86</b>	<b>6,819.39</b>	<b>5,668.06</b>	<b>10,181.59</b>	<b>7,447.74</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,566.37</b>	<b>3,052.47</b>	<b>3,791.10</b>	<b>3,471.50</b>	<b>3,654.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,040.23</b>	<b>9,871.86</b>	<b>9,459.16</b>	<b>13,653.09</b>	<b>11,101.85</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,066.07</b>	<b>12,131.82</b>	<b>12,876.46</b>	<b>13,737.52</b>	<b>14,648.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24,106.30</b>	<b>22,003.68</b>	<b>22,335.62</b>	<b>27,390.62</b>	<b>25,750.32</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,343.54</b>	<b>818.29</b>	<b>525.88</b>	<b>4,796.96</b>	<b>(243.39)</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,438.17)</b>	<b>191.60</b>	<b>(110.47)</b>	<b>(160.47)</b>	<b>(120.47)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,369.99</b>	<b>(2,417.28)</b>	<b>398.26</b>	<b>(196.42)</b>	<b>138.14</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,275.36</b>	<b>(1,407.39)</b>	<b>813.67</b>	<b>4,440.07</b>	<b>(225.72)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>26,788.84</b>	<b>8,223.45</b>	<b>9,489.86</b>	<b>9,998.51</b>	<b>11,127.58</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>1,528.05</b>	<b>623.58</b>	<b>1,546.85</b>	<b>1,741.95</b>	<b>1,948.05</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>1,444.88</b>	<b>646.92</b>	<b>1,588.96</b>	<b>1,802.33</b>	<b>1,967.45</b>
所得税	499.77	292.12	683.25	811.05	865.68
<b>净利润</b>	<b>945.12</b>	<b>354.80</b>	<b>905.71</b>	<b>991.28</b>	<b>1,101.77</b>
少数股东损益	(16.22)	(31.93)	(41.11)	(54.31)	(47.44)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>961.34</b>	<b>386.73</b>	<b>946.81</b>	<b>1,045.60</b>	<b>1,149.21</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.13	55.02	22.47	20.35	18.51
市净率	1.87	1.85	1.73	1.61	1.50
EV/EBITDA	0.64	16.97	7.08	4.35	4.34
EV/EBIT	0.79	26.96	8.55	5.20	5.12

### 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