

王府井 (600859)

证券研究报告

2021年11月01日

21Q3 营收同比减少 2.84%，吸收合并首商股份获批，未来免税业务落地将与有税业务协同发展

事件：公司发布 2021 年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入 70.09 亿，同增 21.46%；实现归母净利润 5.89 亿元，同增 199.21%。单三季度，公司实现营收 22.00 亿元，同减 2.84%，归母净利润为 1.09 亿元，同减 46.87%。

点评：

- 收入端：**公司 2021 年前三季度实现营业收入 70.09 亿，同增 21.46%，同 2019 年同期相比下降 63.87%。其中，21Q1/Q2/Q3 的营业收入分别为 24.87、22.01、22.00 亿元，分别同比变动+63.60%、+15.56%、-2.84%，与 2019 年同期相比分别变动 -65.30%、-64.82%、-63.22%（其中 21Q1、Q2 营业收入未追溯调整或重述）。
- 毛利率：**公司 2021 年前三季度销售毛利率为 39.78%，同增 7.52pct。分季度来看，21Q1/Q2/Q3 的销售毛利率分别为 40.09%、42.35%、37.01%，分别同比变动 +14.19pct、+9.11pct、-0.58pct。
- 费用端：**公司 2021 年前三季度期间费用率为 25.32%，同增 1.66pct。其中，销售费用率为 11.88%，同减 1.20pct；管理费用率为 10.12%，同减 0.58pct；财务费用率为 3.32%，同增 3.44pct。
- 利润端：**2021 前三季度公司实现归母净利润 5.89 亿元，同增 199.21%，与 2019 年同期相比下降 30.46%；归母净利率为 8.40%，同增 4.99pct。其中，21Q1/Q2/Q3 的归母净利润分别为 2.63、2.17、1.09 亿元，分别同比变动 230.10%、5.06%、-46.87%，与 2019 年同期相比分别变动 -34.75%、-26.62%、-26.51%。
- 现金流：**公司 2021 前三季度 ①经营活动现金流净额 14.37 亿元，同增 493.77%；②投资活动现金流净额 -6.38 亿元，同减 152.48%；③筹资活动现金流净额 -19.90 亿元，同增 18.81%。
- 公司经营：**1) 2021 年 9 月 2 日，公司吸收合并首商股份获批；截至 2021 年 10 月 28 日，公司本次换股吸收合并新增发行股份登记已完成。公司股份总数变更为 977,591,381 股。该次重组合并旨在解决吸收合并双方的同业竞争问题，有利于进一步增强国有经济的活力和运营效率，更好地整合和利用国有商业资源的优势，首旅集团有望协助王府井推进免税业务落地。2) 公司积极推进免税业务相关工作，其中渠道建设方面，截至 2021 年 9 月 30 日，王府井免税已与 400 余家供应商，近千余品牌达成合作意向。为加快推进在北京和海南地区免税业务发展，并加快筹备免税线上业务，公司在北京设立全资子公司北京王府井免税品数字零售有限公司。3) 单三季度，公司于西北地区新增一家门店，来源于公司与北京王府井东安春天商业管理有限公司签订股权转让协议及其补充协议，收购其持有的陕西赛特国贸百货有限公司 100%股权，截至 2021 年 9 月 30 日，该交易已完成。

投资建议：2021 年前三季度社会消费品零售总额同比增长 16.4%，消费持续恢复利好零售业态，王府井有税业务持续改善，逐步恢复常态。公司有税业务稳步推进，免税渠道供应链搭建顺畅，三季度王府井（海南）总部有限公司、北京王府井免税品数字零售有限公司完成注册登记手续。预计 21/22 年净利润分别为 9.5/10.5 亿元，对应 32/29xPE。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、免税业务落地不及预期

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	948.51	1,048.93	1,152.61
增长率(%)	(19.98)	(59.77)	145.26	10.59	9.88
EPS(元/股)	0.98	0.40	0.97	1.07	1.18
市盈率(P/E)	31.39	78.03	31.82	28.77	26.18
市净率(P/B)	2.65	2.62	2.42	2.25	2.10
市销率(P/S)	1.13	3.67	3.18	3.02	2.71
EV/EBITDA	0.64	16.97	11.86	8.85	8.50

资料来源：wind，天风证券研究所

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	30.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	977.59
流通 A 股股本(百万股)	977.49
A 股总市值(百万元)	30,178.25
流通 A 股市值(百万元)	30,175.06
每股净资产(元)	14.01
资产负债率(%)	57.68
一年内最高/最低(元)	43.34/24.40

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：聚源数据

相关报告

- 《王府井-半年报点评: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》 2021-08-30
- 《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

1. 事件

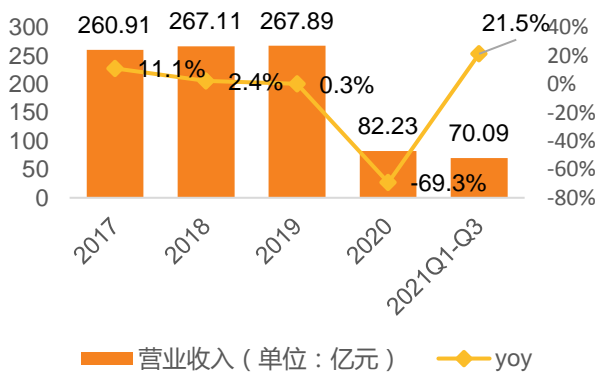
公司发布 2021 年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入 70.09 亿，同增 21.46%；实现归母净利润 5.89 亿元，同增 199.21%。单三季度，公司实现营收 22.00 亿元，同减 2.84%，归母净利润为 1.09 亿元，同减 46.87%。

2. 点评

2.1. 收入端

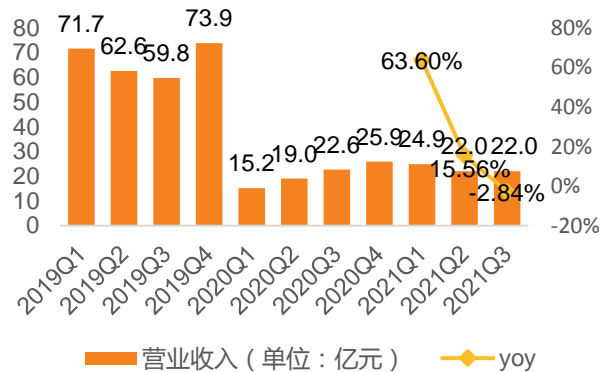
公司 2021 年前三季度实现营业收入 70.09 亿，同增 21.46%，同 2019 年同期相比下降 63.87%。其中，21Q1/Q2/Q3 的营业收入分别为 24.87、22.01、22.00 亿元，分别同比变动+63.60%、+15.56%、-2.84%，与 2019 年同期相比分别变动-65.30%、-64.82%、-63.22%（其中 21Q1、Q2 营业收入未追溯调整或重述）。三季度以来，消费市场延续持续恢复态势，公司 7 月份营业收入同增 7.89%，8 月疫情在全国多个城市反弹对公司业绩产生了一定的影响，9 月份疫情有所缓和后，营业收入开始快速恢复。分业态，2021 年前三季度百货实现营收 46.00 亿，同增 14.1%；购物中心实现营收 10.82 亿，同增 33.13%；奥特莱斯实现营收 7.26 亿元，同增 37.34%；超市实现营收 3.75 亿，同增 16.98%。2021Q1-Q3 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 62.63%/14.72%/9.88%/5.10%，百货业态依然占据主导。

图 1：2017-2021Q1-Q3 营收及同比增减



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 2：分季度营收及同比增减



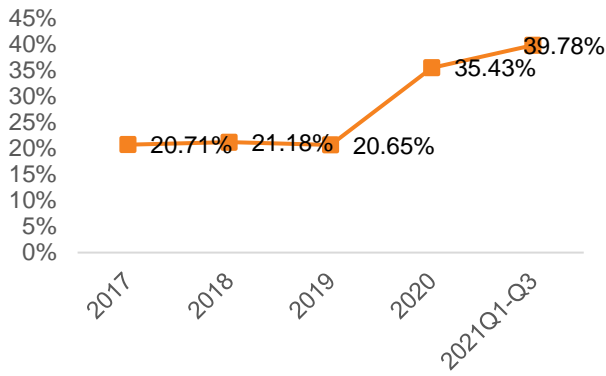
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2.2. 毛利率

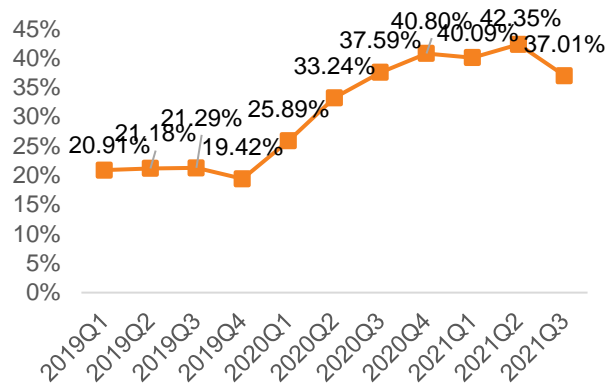
公司 2021 年前三季度销售毛利率为 39.78%，同增 7.52pct。分季度来看，21Q1/Q2/Q3 的销售毛利率分别为 40.09%、42.35%、37.01%，分别同比变动+14.19pct、+9.11pct、-0.58pct。按业态分，2021Q1-Q3 百货毛利率为 34.98%，同增 5.12pct；购物中心毛利率为 43.58%，同增 5.15pct；奥特莱斯毛利率为 63.15%，同减 0.89pct；超市业态毛利率为 14.8%，同减 2.17pct。

图 3：2017-2021Q1-Q3 毛利率情况

图 4：分季度毛利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

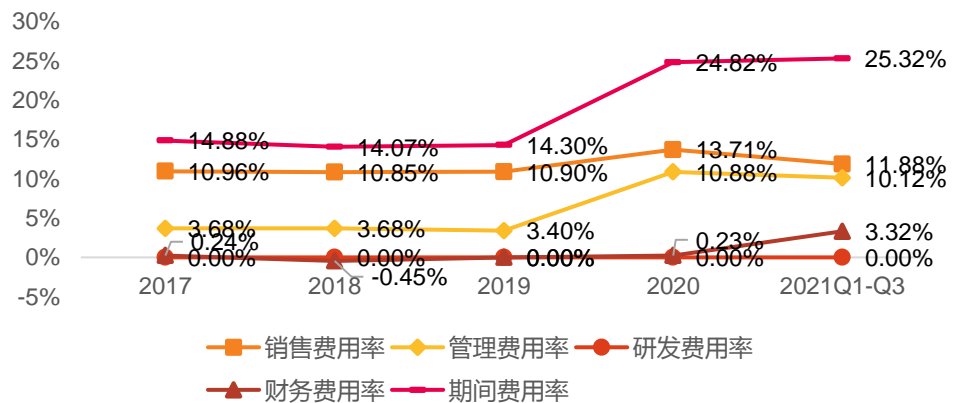


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 费用端

公司 2021 年前三季度期间费用率为 25.32%，同增 1.66pct。其中，销售费用率为 11.88%，同减 1.20pct；管理费用率为 10.12%，同减 0.58pct；财务费用率为 3.32%，同增 3.44pct。

图 5: 2017-2021Q1-Q3 公司费用率情况



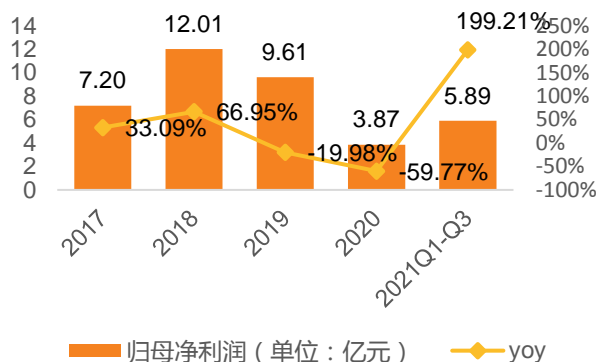
资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

2.4. 盈利端

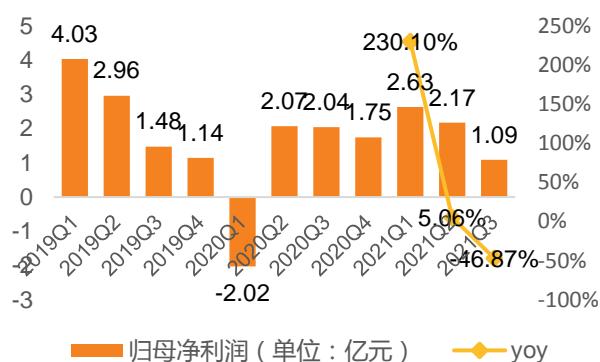
2021 前三季度公司实现归母净利润 5.89 亿元，同增 199.21%，与 2019 年同期相比下降 30.46%，同比增加主要系去年同期受疫情影响基数较低所致；归母净利率为 8.40%，同增 4.99pct。其中，21Q1/Q2/Q3 的归母净利润分别为 2.63、2.17、1.09 亿元，分别同比变动 230.10%、5.06%、-46.87%，与 2019 年同期相比分别变动 -34.75%、-26.62%、-26.51%。

图 6: 2017-2021Q1-Q3 归母净利润及同比增减

图 7: 分季度归母净利润及同比增减

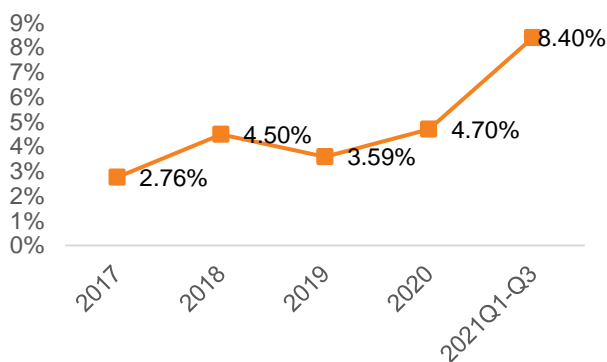


资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所



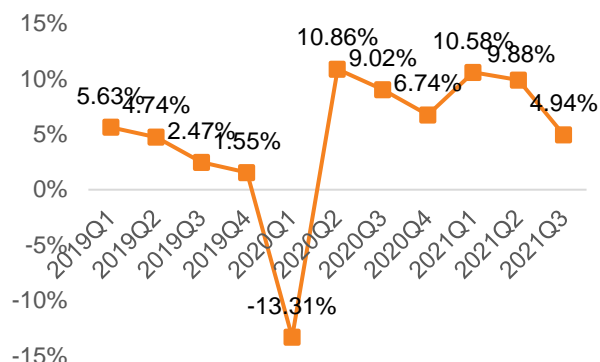
资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

图 8: 2017-2021Q1-Q3 归母净利率



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

图 9: 分季度归母净利率情况

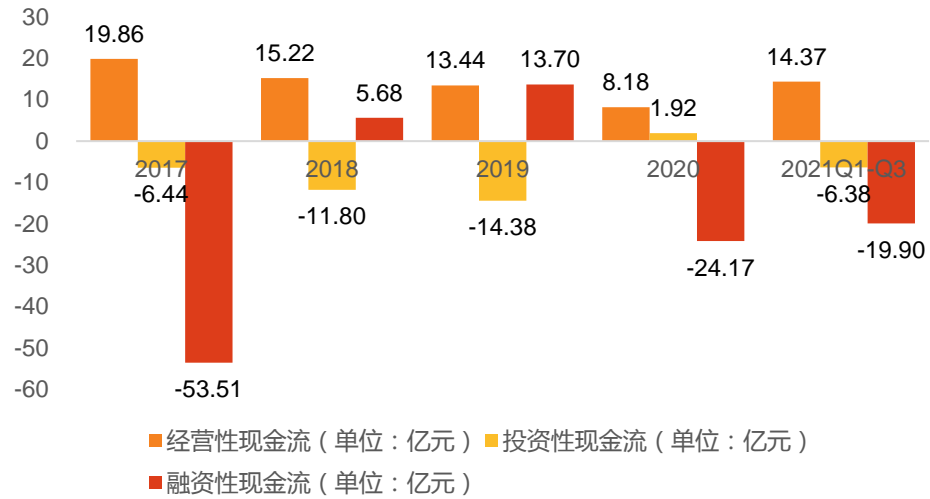


资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

2.5. 现金流

公司 2021 前三季度 ①经营活动现金流净额 14.37 亿元, 同增 493.77%, 主要系收到销售款增加以及执行新租赁准则将支付的使用权资产租赁费计入筹资活动影响; ②投资活动现金流净额-6.38 亿元, 同减 152.48%, 主要系同期收回合营公司借款及支付投资款共同影响; ③筹资活动现金流净额-19.90 亿元, 同增 18.81%, 主要是是同期兑付到期超短期融资券及银行借款以及本期执行新租赁准则将支付的使用权资产租赁费计入筹资活动共同影响。

图 10: 2017-2021Q1-Q3 现金流情况



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

2.6. 公司发展

1) 2021年9月2日, 公司吸收合并首商股份获批; 截至2021年10月28日, 公司本次换股吸收合并新增发行股份登记已完成。公司股份总数变更为977,591,381股。该次重组合并旨在解决吸收合并双方的同业竞争问题, 有利于进一步增强国有经济的活力和运营效率, 更好地整合和利用国有商业资源的优势, 首旅集团将有望协助王府井推进免税业务落地。2) 公司积极推进免税业务相关工作, 其中渠道建设方面, 截至2021年9月30日, 王府井免税已与400余家供应商, 近千余品牌达成合作意向。为加快推进在北京和海南地区免税业务发展, 并加快筹备免税线上业务, 公司在北京设立全资子公司北京王府井免税品数字零售有限公司。3) 单三季度, 公司于西北地区新增一家门店, 来源于公司与北京王府井东安春天商业管理有限公司签订股权转让协议及其补充协议, 收购其持有的陕西赛特国贸百货有限公司100%股权, 截至2021年9月30日, 该交易已完成。

3. 投资建议

2021年前三季度社会消费品零售总额同比增长16.4%, 消费持续恢复利好零售业态, 王府井免税业务持续改善, 逐步恢复常态。公司有税业务稳步推进, 免税渠道供应链搭建顺畅, 三季度王府井(海南)总部有限公司、北京王府井免税品数字零售有限公司完成注册登记手续。预计21/22年净利润分别为9.5/10.5亿元, 对应32/29xPE。维持“买入”评级。

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	8,252.27	12,695.09	12,472.06
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
流动资产合计	11,080.01	9,173.20	9,381.73	14,890.27	13,834.05
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
非流动资产合计	13,026.29	12,830.47	13,156.57	12,705.77	12,124.38
资产总计	24,106.30	22,003.68	22,538.29	27,596.04	25,958.43
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
流动负债合计	8,473.86	6,819.39	5,668.06	10,181.59	7,447.74
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
非流动负债合计	3,566.37	3,052.47	3,791.10	3,471.50	3,654.11
负债合计	12,040.23	9,871.86	9,459.16	13,653.09	11,101.85
少数股东权益	668.55	633.27	592.09	537.60	490.03
股本	776.25	776.25	977.59	977.59	977.59
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	11,509.46	12,427.75	13,388.96
其他	(4,958.70)	(4,967.98)	(4,967.98)	(4,967.98)	(4,967.98)
股东权益合计	12,066.07	12,131.82	13,079.14	13,942.94	14,856.58
负债和股东权益总计	24,106.30	22,003.68	22,538.29	27,596.04	25,958.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	945.12	354.80	948.51	1,048.93	1,152.61
折旧摊销	696.98	690.49	311.70	314.20	316.69
财务费用	234.90	186.51	(42.10)	(126.99)	(180.98)
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	89.29	75.98	82.89
经营活动现金流	1,343.54	818.29	524.65	4,794.38	(245.95)
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)
投资活动现金流	(1,438.17)	191.60	(110.47)	(160.47)	(120.47)
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)	249.92	133.46	187.45
其他	(1,856.24)	(5,762.82)	(3,516.88)	(4,006.24)	(3,879.54)
筹资活动现金流	1,369.99	(2,417.28)	602.16	(191.10)	143.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,275.36	(1,407.39)	1,016.35	4,442.81	(223.03)

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
营业收入	26,788.84	8,223.45	9,489.86	9,998.51	11,127.58
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	(42.10)	(126.99)	(180.98)
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)
营业利润	1,528.05	623.58	1,549.70	1,747.69	1,953.87
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
利润总额	1,444.88	646.92	1,591.81	1,808.07	1,973.27
所得税	499.77	292.12	684.48	813.63	868.24
净利润	945.12	354.80	907.33	994.44	1,105.03
少数股东损益	(16.22)	(31.93)	(41.18)	(54.49)	(47.58)
归属于母公司净利润	961.34	386.73	948.51	1,048.93	1,152.61
每股收益(元)	0.98	0.40	0.97	1.07	1.18

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.29%	-69.30%	15.40%	5.36%	11.29%
营业利润	-6.19%	-59.19%	148.52%	12.78%	11.80%
归属于母公司净利润	-19.98%	-59.77%	145.26%	10.59%	9.88%
获利能力					
毛利率	20.65%	35.43%	38.14%	38.54%	38.34%
净利率	3.59%	4.70%	10.00%	10.49%	10.36%
ROE	8.43%	3.36%	7.60%	7.82%	8.02%
ROIC	61.89%	19.37%	21.37%	22.89%	288.11%
偿债能力					
资产负债率	49.95%	44.86%	41.97%	49.47%	42.77%
净负债率	-44.56%	-32.04%	-33.51%	-64.64%	-58.13%
流动比率	1.31	1.35	1.66	1.46	1.86
速动比率	1.19	1.19	1.61	1.37	1.78
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益	0.98	0.40	0.97	1.07	1.18
每股经营现金流	1.37	0.84	0.54	4.90	-0.25
每股净资产	11.66	11.76	12.77	13.71	14.70
估值比率					
市盈率	31.39	78.03	31.82	28.77	26.18
市净率	2.65	2.62	2.42	2.25	2.10
EV/EBITDA	0.64	16.97	11.86	8.85	8.50
EV/EBIT	0.79	26.96	14.32	10.56	10.02

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com