

王府井

600859

审慎增持 (维持)

疫情下加快复苏，重组+免税积蓄力量

2022年4月24日

市场数据

市场数据日期	2022/4/22
收盘价(元)	21.96
总股本(百万股)	1132.84
流通股本(百万股)	977.49
总市值(百万元)	24877.20
流通市值(百万元)	21,465.64
净资产(百万元)	20,102.85
总资产(百万元)	39,150.58
每股净资产(元)	17.75

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《王府井 21Q3 点评: 疫情影响业绩承压, 期待复苏及免税业务落地》2021-11-02

《吸收首商有望释放协同效应, 募集资金布局免税前景可期--王府井吸收合并首商股份深度点评》2021-01-31

《百货龙头乘风起, 免税市场展宏图--王府井深度报告》2020-08-22

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理:

涂佳妮

tujiani@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12753.08	13616.47	14912.75	15770.24
同比增长	10.55%	6.77%	9.52%	5.75%
归母净利润(百万元)	1340.24	1516.37	1724.76	1928.20
同比增长	295.61%	13.14%	13.74%	11.80%
毛利率	42.14%	42.25%	42.48%	42.73%
净利率	10.51%	11.14%	11.57%	12.23%
净资产收益率	6.93%	7.27%	7.79%	8.19%
每股收益(元)	1.18	1.34	1.52	1.70
每股经营现金流(元)	2.45	3.17	2.67	3.06

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件: 1) 2021 年公司实现营收 127.53 亿元/同比+10.55%**, 较 2019 年 -65.67%; 归母净利润 13.40 亿元/同比+295.61%, 较 2019 年 +0.31%; 扣非归母净利润 9.43 亿元/同比+131.28%, 较 2019 年 +2.46%。**2) 2021Q4**, 公司实现营收 57.44 亿元/同比-0.37%、归母净利润 7.51 亿元/同比+429.37%、扣非归母净利润 3.81 亿元/同比+104.06%。
- **从业态来看, 公司的主要业态为百货、购物中心、奥特莱斯、超市和专业店**。2021 年, 百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店分别实现营业收入 71.09 亿元、20.61 亿元、16.07 亿元、4.93 亿元、17.91 亿元, 同比分别+9.91%、+19.79%、+30.53%、+13.97%、-3.45%, 分别实现毛利率 37.14%、50.49%、69.70%、14.46%、15.49%, 毛利率分别同比+4.13pct、+16.91pct、+5.42pct、-2.08pct、3.99pct。奥特莱斯和购物中心经营优势明显, 销售恢复明显好于传统百货超市, 在营业收入中占比分别达 11.82%和 15.16%, 毛利率均超 50%。在超市经营方面, 线下超市受线上冲击较为明显, 大量市场份额被占。公司在吸收合并首商股份后, 新增专业店业态, 业态结构得到进一步改善。

- **财务分析：**1) **盈利能力：**2021 年实现毛利率 42.14%/同比 +8.05pct，主要由于新租赁准则影响，净利率 10.81%/同比 +8.15pct，销售费率 12.89%/同比 -1.24pct；管理费 11.13%/同比 -1.48pct；财务费率 2.84%/同比 +2.84pct。2) **经营活动现金流量净额** 27.72 亿元，同比增加 20.64 亿元；**投资活动现金流量净额** 9.63 亿元，同比增加 6.01 亿元；**筹资活动现金流量净额** 为 8.64 亿元，同比增加 34.01 亿元。
- **2021 年公司免税工作全力推进，保免跨一体化平台基本搭建：**1) 完成海南 3 家公司、北京 1 家公司设立；2) 按市场化、年轻化、国际化标准组建北京、海南核心经营团队，两地共有员工 180 余人；3) 搭建丰富商品渠道，覆盖时尚精品、香化、烟酒等 8 大免税品类，与全球 800 余个品牌建立联系并深入接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌；4) 建立符合监管要求的信息系统以及物流供应链体系；5) 提高政策研究能力，强化项目投标、经营权申请等专业工作，积极推动北京、海南的项目选址、投标；6) 王府井海垦项目根据政策变化不断调整项目规划设计以及经营筹备方案；7) 积极筹建免税线上业务，保免跨一体化平台基本搭建，为线上线下同期开业做好准备；8) 制定王府井免税发展规划。
- **王府井在多业态良好协同发展的基础上，积极布局新业态发展，全力推进免税业态落地，打造“有税+免税”、“线上+线下”、“新旧业态交互”多轮发展模式。**就现有业务来看，我们调整 22-24 年归母净利润分别至 15.16、17.25、19.28 亿元，EPS 分别为 1.34、1.52、1.70 元/股，对应 2022 年 4 月 22 日收盘价的 PE 分别为 16.4、14.4、12.9 倍，予以“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济风险；新业务拓展不及预期；吸收合并相关风险等。

报告正文

1、事件

1) 2021年,公司实现营收127.53亿元/同比+10.55%,较2019年-65.67%;归母净利润13.40亿元/同比+295.61%,较2019年+0.31%;扣非归母净利润9.43亿元/同比+131.28%,较2019年+2.46%;毛利率42.14%/同比+8.05pct,净利率10.81%/同比+8.15pct。

2) 2021Q4,公司实现营收57.44亿元/同比-0.37%、归母净利润7.51亿元/同比+429.37%、扣非归母净利润3.81亿元/同比+104.06%,毛利率45.03%/同比+9.11pct,净利率13.81%/同比+11.46pct。

2、点评

➤ 整体情况分析

2021年,公司实现营收127.53亿元/同比+10.55%,较2019年-65.67%,同店同比增长8.91%;归母净利润13.40亿元/同比+295.61%,较2019年+0.31%,剔除重组等非经常因素后,扣非归母净利润9.43亿元/同比+131.28%,较2019年+2.46%。

整体来看,公司成功抓住恢复窗口期,大力扩销增效,实现了营收的较快增长,同时成本费用控制良好,去年基数较低,实现了利润的大幅增长:分阶段看,1-7月销售大幅增长,主要由于去年同期基数较低、疫情较为稳定,且品质需求拉动消费增长;8月以来疫情反弹加剧,销售恢复较前期有所放缓,Q4在疫情下环比恢复。

图 1、公司历年营业收入情况

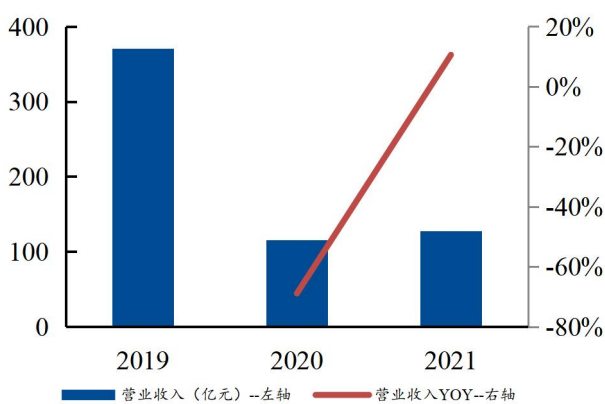
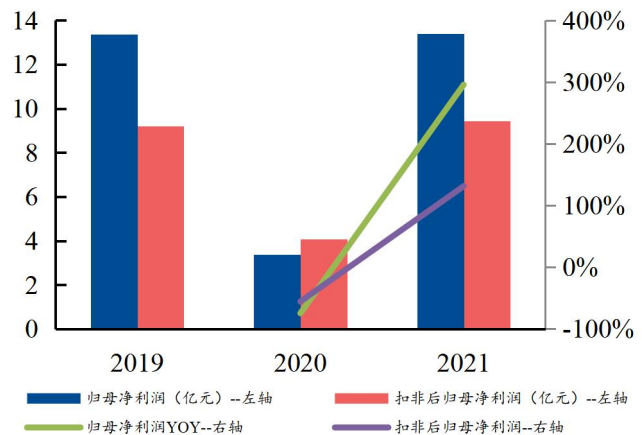


图 2、公司历年净利润情况



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理
注:2019、2020采用调整后的数据,下同

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 分板块

从业态来看，2021年，百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店分别实现营业收入71.09亿元、20.61亿元、16.07亿元、4.93亿元、17.91亿元，同比分别+9.91%、+19.79%、+30.53%、+13.97%、-3.45%，分别实现毛利率37.14%、50.49%、69.70%、14.46%、15.49%，毛利率分别同比+4.13pct、+16.91pct、+5.42pct、-2.08pct、+3.99pct。

受同期基数较低影响，2021年综合百货、奥特莱斯和购物中心均实现大幅增长。其中，奥特莱斯和购物中心经营优势明显，销售恢复明显好于传统百货超市，在公司营业收入中占比分别达11.82%和15.16%，毛利率均超50%。在超市经营方面，线下超市受线上冲击较为明显，大量市场份额被占。公司在吸收合并首商股份后，新增专业店业态，业态结构得到进一步改善。

表 1、公司 2021 年分业态营收情况

	营业收入(亿元)	YOY	毛利率	毛利率同比变化
百货	71.09	9.91%	37.14%	4.13pct
购物中心	20.61	19.79%	50.49%	16.91pct
奥特莱斯	16.07	30.53%	69.70%	5.42pct
超市	4.93	13.97%	14.46%	-2.08pct
专业店	17.91	-3.45%	15.49%	3.99pct

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司 2021 年门店情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平方米)	门店数量	建筑面积(万平方米)
华北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	11	48.7	13	66
华中地区	购物中心/百货	5	34.2	5	29
华南地区	购物中心/百货	1	18.7	0	
西南地区	购物中心/百货	3	10	17	87
西北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	4	31.6	10	55
华东地区	购物中心/百货	1	1.8	1	
东北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	3	37.5	0	
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	28	182.5	46	251

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 财务分析

2021年，公司实现毛利率42.14%/同比+8.05pct，主要由于新租赁准则影响，净利率10.81%/同比+8.15pct，销售费率12.89%/同比-1.24pct；管理费率11.13%/同比-1.48pct；财务费率2.84%/同比+2.84pct。

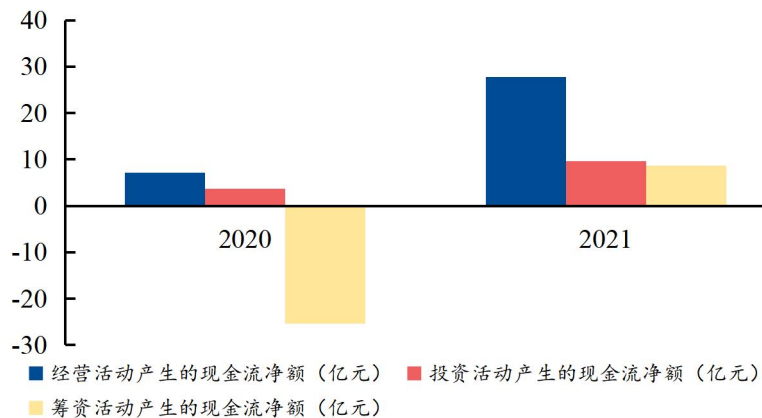
表 3、公司盈利能力指标

指标	2020	2021	2020Q4	2021Q4
销售费率	14.13%	12.89%	15.19%	14.12%
管理费率	12.61%	11.13%	14.52%	12.36%
财务费率	0.00%	2.84%	0.12%	2.26%
毛利率	34.09%	42.14%	2.35%	13.81%
净利率	2.65%	10.81%	35.92%	45.03%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年，公司的经营活动现金流量净额为 27.72 亿元，同比增加 20.64 亿元，增加的主要原因为上年同期受疫情影响；投资活动现金流量净额为 9.63 亿元，同比增加 6.01 亿元，主要由于首商股份处置子公司及相关资产收回资金及购入结构性存款及理财产品以及购建固定资产增加；筹资活动现金流量净额为 8.64 亿元，同比增加 34.01 亿元，减少的主要原因为吸收合并首商股份募集配套资金。

图 3、现金流情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 加速推进免税业务落地

2021 年公司免税工作全力推进，保免跨一体化平台基本搭建：1) 完成海南 3 家公司、北京 1 家公司的设立；2) 按照市场化、年轻化、国际化标准组建北京、海南核心经营团队，目前两地团队共有员工 180 余人；3) 搭建丰富的商品渠道，覆盖时尚精品、香化、酒水、烟草、儿童玩具，食品保健品、家具家用，数码 3C 等 8 大免税品类，与全球 800 余个品牌建立联系并深入接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌；4) 建立符合监管要求的信息系统以及物流供应链体系；5) 针对免税业务特点，提高政策研究能力，强化项目投标、经营权申请等专业工作，积极推动北京、海南的项目选址、投标；6) 王府井海垦项目根据政策变化不断调整项目规划设计以及经营筹备方案；7) 积极筹建免税线上业务，保免跨一体化平

台基本搭建，为线上线下同期开业做好准备；8) 同时结合北京“两区”、海南离岛免税政策机遇，制定完成王府井免税发展规划，明晰近期、中期、远期发展目标，全力推动王府井集团免税业态的整体发展。

3、经营计划

2022年，公司将充分发挥重组和免税双重优势，实现重点业务、重点课题的攻坚克难，积极化解后疫情时代的经营风险，蓄积可持续发展力量。

- 1) **创新经营模式，高效整合现有资源，实现精细化经营。**提高市场机会资源的敏感度，加深对重点品牌的“深耕细作”，提升与重点品牌资源的合作深度，有效利用好新技术的流量支持作用，提升现有市场推广工作效率；
- 2) **有序推进新老业态协调发展。**自营业务建设方面，公司将进一步加强自身独有特色的锻造，找准自身发展与公司发展大局的契合点；新业态建设方面，公司将提升存量门店市场开源水平和质量，加快新店培育，拓展业态版图加快免税业务落地，持续推进项目开发；
- 3) **完成新店筹备，高质量实现存量项目转型。**继续加大新店拓展力度，苏州购物中心、太原奥莱计划于2022年内对外营业。同时，公司积极在西单项目、金街购物中心的改造上将充分发挥原有优势，倾力完成转型升级。

4、盈利预测与评级

王府井在多业态良好协同发展的基础上，积极布局新业态发展，全力推进免税业态落地，打造“有税+免税”、“线上+线下”、“新旧业态交互”多轮发展模式。就现有业务来看，我们调整22-24年归母净利润分别至15.16、17.25、19.28亿元，EPS分别为1.34、1.52、1.70元/股，对应2022年4月22日收盘价的PE分别为16.4、14.4、12.9倍，予以“审慎增持”评级。

5、风险提示

- (1) 宏观经济风险；
- (2) 市场竞争加剧；
- (3) 新业务拓展不及预期；
- (4) 吸收合并相关风险等。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	17048	17242	18312	19429
货币资金	14303	14693	15490	16487
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	269	257	300	313
预付款项	145	219	244	242
存货	1756	1793	1986	2080
其他	576	281	292	307
非流动资产	22103	22242	22650	23087
长期股权投资	1547	1539	1569	1555
固定资产	6861	7693	8549	9372
在建工程	78	289	394	447
无形资产	1194	1219	1251	1268
商誉	858	858	858	858
长期待摊费用	894	556	218	-130
其他	10672	10087	9810	9717
资产总计	39151	39484	40962	42516
流动负债	10634	9709	10182	10481
短期借款	197	165	181	179
应付票据及应付账款	2850	3,076	3,342	3,524
其他	7587	6467	6658	6779
非流动负债	8414	8114	7800	7590
长期借款	739	742	729	721
其他	7675	7372	7071	6868
负债合计	19048	17822	17981	18071
股本	1133	1133	1133	1133
资本公积	10089	10089	10089	10089
未分配利润	6071	7542	8760	10113
少数股东权益	756	799	847	901
股东权益合计	20103	21662	22980	24445
负债及权益合计	39151	39484	40962	42516

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1340	1516	1725	1928
折旧和摊销	844	890	971	1058
资产减值准备	22	-8	4	3
资产处置损失	-6	-3	-3	-2
公允价值变动损失	-42	-50	-28	-38
财务费用	561	164	157	148
投资损失	-233	-72	-90	-106
少数股东损益	38	43	49	54
营运资金的变动	-742	942	277	430
经营活动产生现金流量	2772	3586	3030	3464
投资活动产生现金流量	963	-1694	-1870	-1887
融资活动产生现金流量	864	-1502	-363	-580
现金净变动	4593	390	798	997
现金的期初余额	9195	14303	14693	15490
现金的期末余额	13789	14693	15490	16487

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753	13616	14913	15770
营业成本	7379	7864	8578	9032
税金及附加	331	342	379	399
销售费用	1644	1758	1907	1998
管理费用	1419	1466	1578	1621
研发费用	0	0	0	0
财务费用	363	164	157	148
其他收益	27	25	27	28
投资收益	233	72	90	106
公允价值变动收益	42	50	28	38
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-22	-15	-17	-17
资产处置收益	6	3	3	2
营业利润	1906	2158	2444	2731
营业外收入	61	54	58	57
营业外支出	60	77	73	72
利润总额	1906	2136	2429	2716
所得税	528	577	656	733
净利润	1378	1559	1773	1983
少数股东损益	38	43	49	54
归属母公司净利润	1340	1516	1725	1928
EPS(元)	1.18	1.34	1.52	1.70

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	10.6%	6.8%	9.5%	5.8%
营业利润增长率	204.9%	13.2%	13.3%	11.7%
归母净利润增长率	295.6%	13.1%	13.7%	11.8%
盈利能力				
毛利率	42.1%	42.3%	42.5%	42.7%
净利率	10.5%	11.1%	11.6%	12.2%
ROE	6.9%	7.3%	7.8%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	45.1%	43.9%	42.5%
流动比率	1.60	1.78	1.80	1.85
速动比率	1.44	1.59	1.60	1.66
营运能力				
资产周转率	37.6%	34.6%	37.1%	37.8%
应收帐款周转率	4805.0%	5046.0%	5250.1%	5034.6%
存货周转率	435.5%	435.7%	446.8%	437.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.18	1.34	1.52	1.70
每股经营现金	2.45	3.17	2.67	3.06
每股净资产	17.08	18.42	19.54	20.78
估值比率(倍)				
PE	18.6	16.4	14.4	12.9
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn