

# 疫情扰动业绩下滑，调改升级修复可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-26

主要观点：

收盘价 (元)	22.93
近 12 个月最高/最低 (元)	32.74/19.66
总股本 (百万股)	1,135
流通股本 (百万股)	1,093
流通股比例 (%)	96.34
总市值 (亿元)	260
流通市值 (亿元)	251

● 事件

公司发布 2022 年中报，实现营收 57.44 亿元，同比下降 12.64%；归母净利润 3.82 亿元，同比下降 32.66%，扣非后归母净利润 1.62 亿元，同比下降 64.75%。

● 疫情多发散发，各业态经营承压

**收入方面：**分业态看，(1) **百货业态：**2022H1 实现营收 30.57 亿元，同比下降 15.21%，受疫情影响严重，但仍为营收主体，营收占比为 50.81%；(2) **购物中心业态：**作为承载更多新生活方式内容的大体量商业空间，疫情下表现相对稳定，且疫情向好恢复好于其他业态，6 月营业收入同比实现正增长，2022H1 购物中心业态实现营收 11.39 亿元，同比增长 7.22%，剔除收购购物中心公司影响，同比下降 10.60%，营收占比为 18.93%；(3) **奥莱业态：**2022H1 实现营收 7.17 亿元，同比下降 8.78%，主要因为上半年门店闭店数量多、时间长，剔除新店影响，营收同比下降 17.11%，营收占比为 11.92%；(4) **超市业态：**2022H1 实现营收 2.48 亿元，同比下降 0.71%，主要因为疫情期间刚需消费带动，收入与同期基本持平，营收占比 4.13%；(5) **专业店业态：**受疫情和新国潮兴起的共同影响，2022H1 实现营收 6.61 亿元，同比下降 15.96%，营收占比 10.98%。

**毛、净利率方面：**2022H1 公司毛利率 38.93%(-2.22pct)，净利率为 6.33%(-3.86pct)，主要受采购、物业、运营等成本、费用相对刚性以及奥莱新开门店影响，销售成本率、销售费用率、管理费用率同比提升，其中销售费用率为 13.82% (+2.23pct)，管理费用率为 14.46% (+3.87pct)。

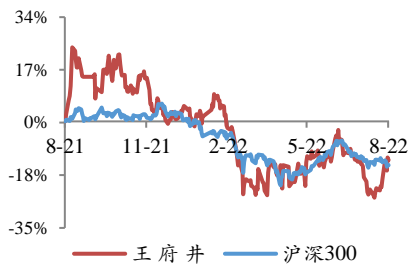
● 跨、免业务持续推进，收购首创奥莱打造海南特色零售

**跨、免业务：**公司持续完善供应链渠道、仓储物流基础设施以及信息系统等方面建设，推进北京和海南免税项目；完成跨境电商业务核心系统设计与研发，有望在赛特奥莱开设跨境电商体验店。**收购首创奥莱：**2022.7 公司完成了对海南旅业的收购，旗下万宁首创奥特莱斯正式更名为王府井悦舞小镇。王府井悦舞小镇有望以创新、融合的经营理念，打造海南特色零售新物种。

● 疫情好转叠加转型升级，经营有望迎来底部修复

**公司积极探索新的增长点，叠加疫情好转，业绩有望改善：**(1) **调改：**公司加大调改力度，2022H1 新进、撤柜、调整专柜合计 2500 个，其中新进首店品牌 170 个，占新引进品牌总量的 22%。(2) **转型升级：**百货业态加速转型，一店一策促进经营改善；奥莱业态推进运营提升，深化门店运营的标准化建设；购物中心业态提升项目品质，不断优化服务水平。(3) **多渠道运营：**公司搭建数字化多渠道运营平台，通过公众号、企微社群等方式，推动实体店开展在线营销，同时强化私域流量运营。截至 2022H1，公司累计会员超 1800 万人，在线粉丝超 2200 万人，

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

2022H1 线上销售近 5 亿元。

● **投资建议**

短期来看，百货转型效果显著，购物中心、奥特莱斯、专业店、超市等业态持续拓展，叠加线上渠道多触点引流，疫情好转后，有税业务有望实现稳定增长；长期来看，免税门店逐步落地，凭借有税业务竞争优势、控股股东赋能、合资方资源优势，免税业务有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.98、1.18、1.29 元/股，对应当前股价 PE 分别为 24、19、18 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

局部地区疫情反复；免税业务进展不及预期；行业竞争加剧。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753	11204	12573	13436
收入同比 (%)	10.6%	-12.1%	12.2%	6.9%
归属母公司净利润	1340	1107	1339	1459
净利润同比 (%)	295.6%	-17.4%	21.0%	8.9%
毛利率 (%)	42.1%	37.5%	38.8%	39.7%
ROE (%)	6.9%	5.5%	6.3%	6.4%
每股收益 (元)	1.36	0.98	1.18	1.29
P/E	19.79	23.52	19.44	17.84

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023	2024	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	17048	18020	22009	23278	<b>营业收入</b>	12753	11204	12573	13436
现金	14303	15776	18734	20810	营业成本	7379	7000	7699	8099
应收账款	268	163	336	190	营业税金及附加	331	263	314	322
其他应收款	210	458	119	590	销售费用	1644	1064	1257	1371
预付账款	145	236	205	244	管理费用	1419	1031	1232	1344
存货	1756	1022	2248	1078	财务费用	363	303	317	318
其他流动资产	366	366	366	366	资产减值损失	-22	1	0	0
<b>非流动资产</b>	22103	21780	20770	20054	公允价值变动收益	42	0	0	0
长期投资	1547	1727	1739	1834	投资净收益	233	147	197	194
固定资产	6861	6395	5381	4591	<b>营业利润</b>	1906	1726	1987	2217
无形资产	1194	1344	1594	1794	营业外收入	61	0	0	0
其他非流动资产	12501	12315	12057	11834	营业外支出	60	0	0	0
<b>资产总计</b>	39151	39800	42779	43332	<b>利润总额</b>	1906	1726	1987	2217
<b>流动负债</b>	10634	9673	11321	10447	所得税	528	661	656	791
短期借款	197	296	344	417	<b>净利润</b>	1378	1065	1331	1426
应付账款	2850	1817	3102	1847	少数股东损益	38	-42	-8	-33
其他流动负债	7587	7561	7875	8183	<b>归属母公司净利润</b>	1340	1107	1339	1459
<b>非流动负债</b>	8414	9414	9414	9414	EBITDA	3822	3392	4010	4097
长期借款	739	739	739	739	EPS (元)	1.36	0.98	1.18	1.29
其他非流动负债	7675	8675	8675	8675					
<b>负债合计</b>	19048	19086	20734	19861					
少数股东权益	756	714	706	673					
股本	1133	1133	1133	1133					
资本公积	10089	10089	10089	10089					
留存收益	8125	8778	10117	11576					
归属母公司股东权	19347	20000	21339	22798					
<b>负债和股东权益</b>	39151	39800	42779	43332					

现金流量表				
会计年度	2021	2022	2023	2024
<b>经营活动现金流</b>	2772	2171	3923	3167
净利润	1378	1065	1331	1426
折旧摊销	1834	1512	1907	1759
财务费用	561	303	317	318
投资损失	-233	-147	-197	-194
营运资金变动	-756	-559	569	-139
其他经营现金流	2121	1622	758	1562
<b>投资活动现金流</b>	963	-1040	-696	-846
资本支出	-1102	-438	-322	-380
长期投资	82	-749	-572	-660
其他投资现金流	1983	147	197	194
<b>筹资活动现金流</b>	864	342	-269	-245
短期借款	-3	99	48	73
长期借款	-45	0	0	0
普通股增加	155	0	0	0
资本公积增加	3576	0	0	0
其他筹资现金流	-2820	243	-317	-318
<b>现金净增加额</b>	4593	1473	2959	2076

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.6%	-12.1%	12.2%	6.9%
营业利润	204.9%	-9.4%	15.1%	11.6%
归属母公司净利润	295.6%	-17.4%	21.0%	8.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	42.1%	37.5%	38.8%	39.7%
净利率 (%)	10.5%	9.9%	10.7%	10.9%
ROE (%)	6.9%	5.5%	6.3%	6.4%
ROIC (%)	4.6%	3.5%	4.1%	4.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	48.7%	48.0%	48.5%	45.8%
净负债比率 (%)	94.8%	92.1%	94.1%	84.6%
流动比率	1.60	1.86	1.94	2.23
速动比率	1.39	1.70	1.70	2.07
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.38	0.28	0.30	0.31
应收账款周转率	48.98	51.93	50.41	51.16
应付账款周转率	2.50	3.00	3.13	3.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.36	0.98	1.18	1.29
每股经营现金流	2.44	1.91	3.46	2.79
每股净资产	17.08	17.62	18.80	20.09
<b>估值比率</b>				
P/E	19.79	23.52	19.44	17.84
P/B	1.58	1.30	1.22	1.14
EV/EBITDA	7.21	6.67	4.92	4.32

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。