

➤ **栉风沐雨六十七载，百货龙头砥砺前行。**公司前身北京市百货大楼创立于 1955 年，历经 67 年，改革创新与积淀并铸就国内零售龙头。1) 缩短股权层级优化股权结构，吸收合并春天百货、首商股份进行资源整合赋能王府井。2) 管理层积淀丰厚，积极调整人事任命。董事长拥有 30 余年百货从业经验；9 月 30 日，尚喜平接任党委书记，进一步推动公司主业转型与免税落地；3) 积极调整战略焕发新活力。公司前期主营线下零售业态，2020 年获免税牌照后积极打造“有税+免税”双轮驱动的业务版图。

➤ **积极调整传统有税业态，多业态协同发展，疫情影响业绩短暂承压。**2014 年开始，公司转型升级百货业态，发力购物中心、奥莱、电商等新零售业态，从传统的百货龙头调整为具备“百货、购物中心、奥莱、超市、专卖店、线上自营”等多业态协同的零售巨头。1) 分业态看，百货为公司第一大收入来源，奥莱与购物中心发展迅速。2) 分地区看，华北/西南地区收入占比较高。22H1 受上海、北京、深圳等多地疫情影响，公司业绩短暂承压，营收同比下滑 12.64%，归母净利润同比下滑 32.66%。

➤ **积极布局免税业务，离岛免税事项获批，打开公司成长空间。**1) 获免税牌照，布局岛内免税：2020 年公司获免品经营资质，积极搭建北京与海南管理团队、免税品渠道，并携手海南橡胶，合资设立免税经营公司，布局岛内免税业务。2) 离岛免税获批，依托悦舞小镇打造国际免税港。公司瞄准海南自贸港建设发展机遇与万宁市的区位及政策优势，2022 年 5 月收购万宁首创奥莱更名为悦舞小镇，10 月公司离岛免税项目获批，宣布依托王府井国际免税港（悦舞小镇）开展离岛免税业务，公司预计该项目于 2023 年 1 月开业。根据我们测算，中性情况下 2025 年免税业务空间为 56 亿元。3) 多方位优势赋能离岛免税业务发展。①区位：王府井国际免税港距万宁市核心景区三湾一岛 15 分钟车程，海口、三亚 30 分钟高铁覆盖，且万宁市为冲浪基地，具备客流基础；②供应链：万宁奥莱已有品牌入驻与公司多年百货品牌合作经验可赋能公司免税供应链搭建，2021 年已与全球 800 余个品牌接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌；③会员导流：拥有 1800 万会员可为免税业务导流；④控股股东首旅集团和合作伙伴海南橡胶资源丰富实力雄厚；4) 市内/口岸免税静待政策催化，想象空间大。若出境游业务放开与离境市内免税政策落地有望进一步催化公司北京等地区市内免税与首都机场等口岸免税业务布局。

➤ **海南疫情得到控制，离岛免税景气度有望回升，护航免税港顺利开业。**长期来看，免税政策调整打开消费空间叠加疫情影响助力消费回流，离岛免税市场规模过去 4 年（2017-2021 年）CAGR 达 57.65%，未来行业仍为高景气态势。短期来看，国内疫情为主要干扰因素，2022 年 8 月海南受疫情影响严重，在海南省积极的防疫举措下，9 月海南所有市县已实现社会面清零，2023 年元月客流有望迎来复苏小高峰，为公司国际免税港的顺利开业保驾护航。

➤ **投资建议：有税板块的复苏与免税板块的业务增量成为公司未来增长的逻辑。**我们认为，伴随疫情好转复苏逐步实现，公司线下零售业务有望迎来修复。公司布局海南离岛免税，预计 2023 年开业，离岛免税业务有望打造公司第二成长曲线。我们预测公司 22-24 年营业收入达 125.08/150.04/170.30 亿元，yoy-1.9%/20.0%/13.5%；归母净利润达 9.11/11.92/14.04 亿元，yoy-32.0%/30.8%/17.8%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，免税业务开展不及预期，疫情反复；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,753	12,508	15,004	17,030
增长率 (%)	10.6	-1.9	20.0	13.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,340	911	1,192	1,404
增长率 (%)	295.6	-32.0	30.8	17.8
每股收益 (元)	1.18	0.80	1.05	1.24
PE	18	26	20	17
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

当前价格:

首次评级

20.85 元


分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书: S0100521100001

电话: 15000036033

邮箱: xinzexi@mszq.com

研究助理 饶临风

执业证书: S0100121100024

电话: 15951933859

邮箱: raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书: S0100122070030

电话: 15821501215

邮箱: zhoushiqi@mszq.com

目录

1 王府井：多业态协同发展的零售龙头	3
1.1 栉风沐雨六十七载，百货龙头砥砺前行	3
1.2 线下业态布局广泛，受疫情影响短期业绩承压	9
2 积极调整有税业务结构，离岛免税获批打开成长空间	11
2.1 传统有税业务：积极调整百货，发力购物中心与奥莱，多业态协同布局	11
2.2 免税业务：离岛免税业务获批，有望明年落地海南万宁，打造公司第二成长曲线	23
3 盈利预测与投资建议	34
3.1 盈利预测假设与业务拆分	34
3.2 分部估值分析与投资建议	36
4 风险提示	38
插图目录	40
表格目录	41

1 王府井：多业态协同发展的零售龙头

1.1 栉风沐雨六十七载，百货龙头砥砺前行

栉风沐雨六十七载，百货龙头砥砺前行。1955 年，王府井百货前身北京市百货大楼创立，重组改制后于 1994 年登陆资本市场，发展至今王府井已成为国内最大的零售集团之一。公司拥有“王府井百货”、“王府井购物中心”、“王府井奥莱”、“王府井免税”、等多个知名商标，销售网络覆盖中国七大经济区域；截至 22H1，公司拥有大型零售门店 75 家，超市及专业店 441 家。公司拥有一批市场地位突出、业绩优异、经营稳定、区位优势显著的实体门店，形成了处于不同发展阶段的门店梯次，构建了公司业绩的基石。公司的发展阶段可以分为以下四大部分：

- (1) **1955-1994 年：重组改制登陆资本市场。**1955 年公司前身“新中国第一店”北京市百货大楼创立，1990 年经市政府批准，成立企业集团，在北京市国民经济和社会发展中实行计划单列。1993 年在百货大楼基础上改组股份制，1994 年公司股票在上海证券交易所挂牌上市。
- (2) **1996-2013 年：积极推进全国百货连锁战略。**1996 年公司开始在全国推进百货连锁战略，实现现代百货业转型，发展为全国性的商业集团。公司于 2013 年收购春天百货，壮大公司百货业态。截至 2022H1，公司共拥有 38 家百货。
- (3) **2014 至今：实施战略转型，调整传统有税业态结构，布局电商渠道。**2014 年为应对移动互联带来的变化，王府井在业内率先实施战略转型，公司由单一百货业态向百货、购物中心、奥特莱斯等业态综合发展，并积极布局电商业务，推进全渠道建设。
- (4) **2020 年至今，获免税牌照切入新业务。**2020 年公司获得免税品经营资质，开始积极推进免税业务布局。

图1：王府井发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

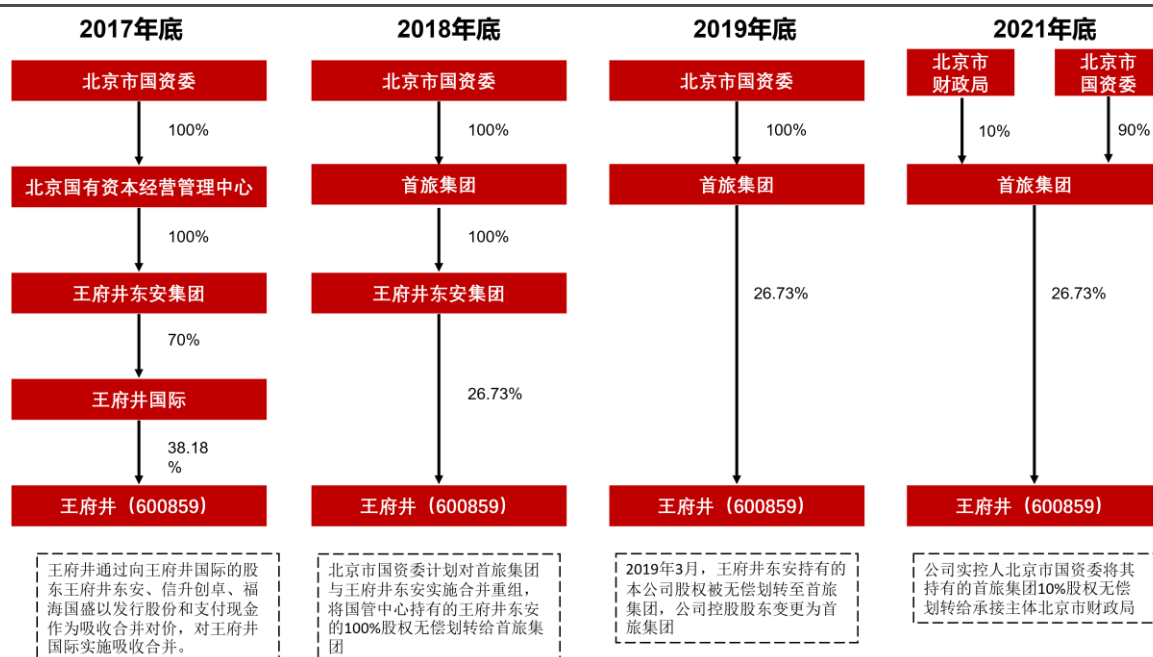
多次调整控股股东，缩短股权层级优化股权结构，并进行资源整合赋能王府井。截至 22H1，公司第一大股东为首旅集团，实控人为北京市国资委。

1) 从股权结构来看，截至 2022H1，首旅集团为公司第一大股东，持股占比达 32.84%，三胞南京投资和京国瑞基金为公司二股东和三股东，持股分别为 7.63%和 4.04%。公司实控人为北京市国资委，通过首旅集团间接持股 29.56%。

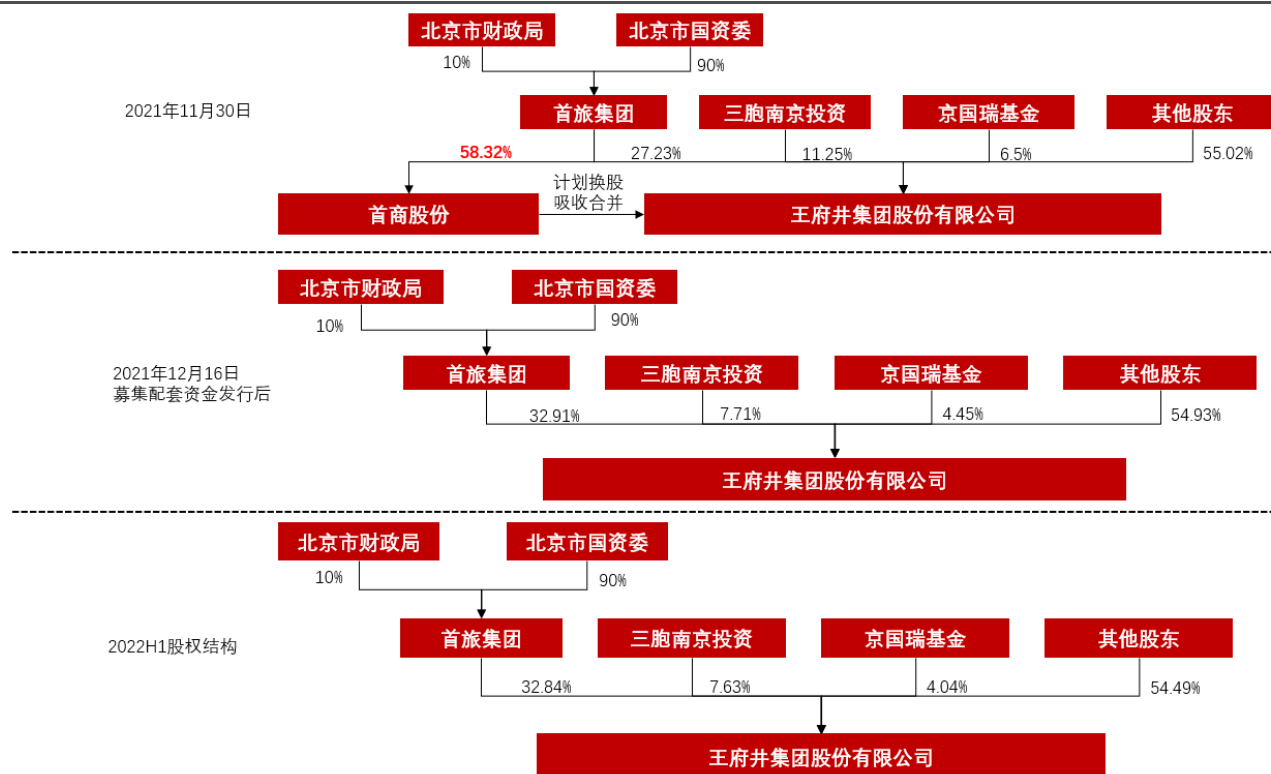
2) 2017 年至今，公司多次缩短股权层级调整股权结构，减少上市公司持股的中间层级，有助于进一步提高上市公司的决策效率、优化公司治理结构，调整控股股东进行资源赋能。①2017 年之前，公司控股股东为王府井国际，2017 年公司通过与王府井国际股东王府井东安、信升创卓、福海国盛以发行股份和支付现金作为吸收合并对价，对王府井国际实施吸收合并，简化公司股权层级；②2018 年公司控股股东王府井东安与首旅集团实行战略重组，北京市国资委计划将国管持有的王府井东安 100%股权划给首旅集团，首旅集团成为公司控股股东，推动公司市场化并将餐饮旅游等资源赋能王府井。

3) 吸收合并控股股东旗下首商股份形成业务协同。2021 年 10 月公司吸收合并控股公司首商集团旗下的首商股份来减少同业竞争完成资源整合和业务协同。

图2：2017 年至今公司逐步缩短股权层级优化股权结构



资料来源：Ifind，民生证券研究院

图3：2022H1 王府井吸收合并首商股份前后及 2022H1 股权结构


资料来源：Ifind，民生证券研究院

管理层团队长期深耕百货零售业，拥有丰富的行业经验。公司董事长为杜宝祥，在管理百货公司方面拥有 30 年经验，董事长于 1998 年进入王府井集团担任副总经理，先后担任总裁、代董事长，以及春天百货董事，2019 年 12 月开始担任公司董事长及战略委员会主任。除此之外，总裁尚喜平、副总裁王宇、周晴、曾群、任疆平、胡勇均有丰富的百货行业从业经历，从业年限在 10-30 余年不等。

王府井免税总经理尚喜平接任集团党委书记。根据王府井集团官方微信消息，9 月 30 日，王府井集团召开会议，宣布尚喜平任王府井集团股份有限公司党委书记，杜宝祥不再担任王府井集团股份有限公司党委书记、党委委员职务；并推荐周晴为王府井集团股份有限公司常务副总经理。尚喜平为王府井免税总经理，我们认为这一人事变动有助于推动集团内部资源调配，推动公司主业转型与免税项目落地。

表1：公司管理层团队概况

姓名	职务	最新持股数 (万股)	履历
杜宝祥	董事长	9	杜先生在中国管理百货公司方面拥有约 30 年经验。1982 年获得中国人民大学学士学位，于 1998 年进入王府井集团担任副总经理，先后担任总裁、代董事长，以及春天百货董事，2019 年 12 月开始担任公司董事长及战略委员会主任。
卢长才	副董事长	0	现任首旅集团投资总监兼战略发展与投资中心总经理及王府井副董事长。卢先生先后担任过首商股份董事、首旅酒店董事、全聚德代董事长，2019 年 12 月开始担任公司副董事长。
杜建国	董事，副总裁	6	现任本公司董事，副总裁，财务总监。先后任北京市服装采购供应站财会科主管会计，财务科副科长兼财会科科长，北京市百货大楼服装采购供应站财会科科长，本公司财务部副部长，常务副部长，部长，2007 年起任本公司董事，2008 年起任本公司董事，财务总监，2018 年 6 月至今任本公司董事，副总裁。
尚喜平	董事，总裁	9	现任本公司常务副总裁。自 1988 年起先后任北京东安市场科员，商品部副经理，北京长安商场办公室副主任，百货部经理，业务部部长，本公司零售本部常务副部长，长沙王府井总经理，太原王府井总经理，福州王府井总经理。2011 年 6 月起任本公司副总裁。2017 年 2 月至今任本公司常务副总裁；王府井免税总经理；
周晴	常务副总经理	6	1989 年起先后任北京市百货大楼小家电部经理，零售本部经理，海文分公司总经理，包头王府井总经理，北京市百货大楼总经理，本公司总经理助理。2011 年 6 月起担任本公司副总裁。
王宇	副总裁	6	1996 年至 2002 年期间，先后担任北京市百货大楼珠宝部经理，北京王府井商业物业公司经理，成都王府井副总经理，北京市百货大楼副总经理；2003 年至 2008 年期间先后任梅西百货区域采购经理，摩根士丹利投资银行理财顾问；2008 年 5 月至 2010 年 2 月任本公司总裁助理。2010 年 2 月起任本公司副总裁。现兼任王府井奥莱管理公司总经理。
曾群	副总裁	6	2000 年 5 月起先后担任北京市经济委员会企业改革处副主任科员，北京市人民政府国有资产监督管理委员会改革处(综合处)副主任科员，北京市人民政府国有资产监督管理委员会改革处(综合处)主任科员，北京市人民政府国有资产监督管理委员会企业改革处副处长，北京王府井东安集团有限责任公司董事，北京王府井百货(集团)股份有限公司副总经理，北京王府井百货(集团)股份有限公司纪委书记，王府井集团股份有限公司纪委书记，2017 年 5 月至今任王府井集团股份有限公司党委委员，纪委书记。
胡勇	副总裁	4.5	现任本公司百货事业部副总经理，西南大区负责人，成都王府井 1,2 店总经理，重庆王府井总经理。1989 年起先后任百货大楼电讯商品部团支部书记，北京百货大楼集团海口公司副经理，百货大楼采购部采购主管，高级主管，王府井集团百货事业部项目经理，成都王府井 1 店总经理助理，成都王府井 1 店副总经理，总经理，成都王府井 1,2 店总经理，王府井集团西南大区负责人。
任疆平	副总裁	0	历任北京西单商场营销策划部经理，营销部部长，西单商场副总经理，万方西单商场副总经理，新疆西单商场总经理，北京市西单商场副总经理，北京西单商场副总经理兼十里堡西单商场总经理，首商集团副总经理兼西单商场党委书记，总经理，首商集团副总经理，儋州市文旅局党委委员，副局长(挂职)。
祝捷	副总裁	0	历任海旅创投、海旅投、海通投董事长，海航凯撒旅游集团创投总裁，海航国际酒店董事长，总经理，东北电气发展董事，董事长，北京首商集团股份有限公司副总经理。
王健	董秘	0	历任北京市西单商场股份有限公司证券办公室主任，董事会秘书，董事，副总经理，北京万方西单商场有限责任公司董事长，北京首商集团股份有限公司董事，副总经理，董事会秘书，总法律顾问。
吴珺	财务总监	0	历任北京西单商场财务计划部部长助理，副部长，首商集团计划财务部副总经理，首商集团财务负责人，计划财务部总经理。

资料来源：Wind，民生证券研究院

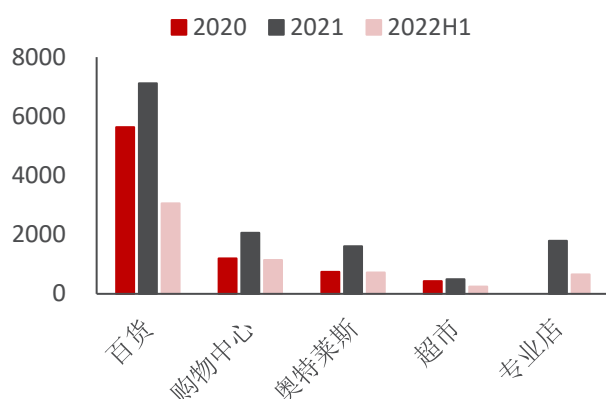
公司积极推进“5+2”零售业态生态链与总业务布局，调整与布局“百货+购物中心+奥特莱斯+免税+超市”五大业态，发力“自营”、“线上”两大重点业务。截至 22H1，公司共拥有 38 家百货门店、23 家购物中心、14 家奥莱门店、15 家合资超市以及 429 家专业店。

表2：公司“5+2”业态布局概况

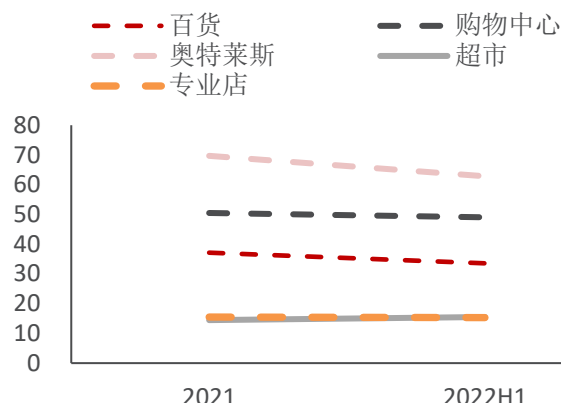
	2021 门店数量	2022H1 门店数量	布局	收入来源	用途
百货	38	38	销售网络遍布全国省会城市与中心城市，北京、成都、长沙、太原、西宁、贵阳、洛阳、包头等	商品零售收入	以时尚类商品销售为主，同时配套餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施的综合零售业态
购物中心	22	23	成都、长沙、西安、哈尔滨、南昌、南充、巴中、佛山等	为租金收入	由多种零售店铺、服务设施集中在一个建筑物内或区域内，向消费者提供综合服务的商业集合体
奥莱	14	14	北京、沈阳、西安、银川、长春、昆明、呼市、郑州等重点城市	商品零售收入	以时尚类品牌折扣商品销售为主，同时配套餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施的零售业态
超市					
自营	未披露	未披露	内蒙、廊坊、南昌、河北等	商品零售收入	以食品生鲜类、日用生活类商品销售为主的零售业态。
合资	15	15			
专业店	466	429			专业店是经营某一大类商品为主，并且具备有丰富专业知识的销售人员和提供适当售后服务的零售业态。
奢锦尚品	21	23		商品零售收入	以买手制潮奢品牌集合店为经营内容
奢高翊	21	13	成都、长沙、太原、山西等		以国际品牌代理为经营内容
法雅商贸	424	393			
自营	173	165			国际运动品牌代理专营专卖实体企业，目前是阿迪达斯、耐克两大运动品牌的区域战略客户
加盟	247	225			
卖场	4	3			
免税			公司已于 2020 年 6 月取得免税品经营资质，正在全力争取免税店项目		
线上			积极打造“王府井在线平台”，通过线上商城、新媒体、短视频、直播带货等运营模式，初步实现了顾客在线、服务在线、营销在线、商品在线的全渠道经营场景，实现线上线下的全面融合；着力打造智慧门店，实现顾客体验和经营管理的智慧化升级		

资料来源：Wind，民生证券研究院

分业态看，百货业态为公司第一大收入来源，奥莱业态收入增速及毛利率最高。2021 年百货业态收入为 71.09 亿元，收入占比为 55.75%；购物中心/奥特莱斯/专业店/超市收入各 20.61/16.07/17.91/4.93 亿元，收入占比各 16.16%/12.60%/14.04%/3.86%；从增速来看，奥特莱斯增速较高，2021 年收入同比增长 115.35%，购物中心/百货/超市同比增长 71.55%/26.33%/14.35%。从毛利率来看，奥莱业态毛利率最高，2021 年毛利率达 69.70%，购物中心/百货/专业店/超市毛利率各 50.49%/37.14%/15.49%/14.46%。

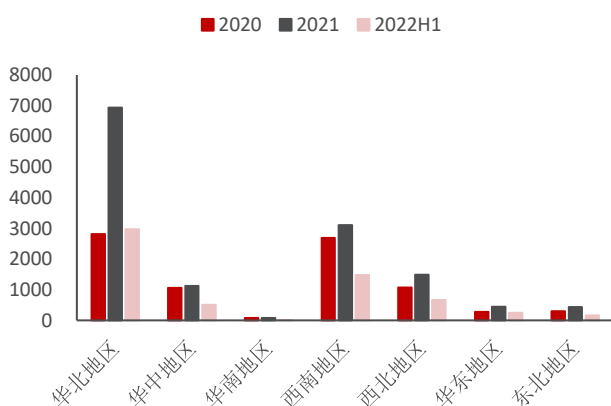
图4：2020-2022H1 公司分业态收入（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院；

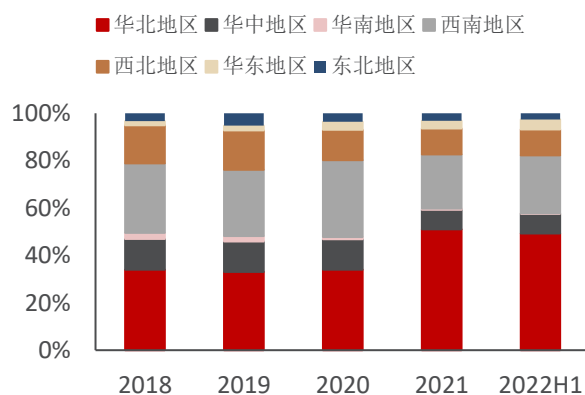
图5：2021-2022H1 公司分业态毛利率（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

分地区看，华北地区和西南地区为主要收入来源。2021 年华北地区和西南地区收入为 69.32/31.06 亿元，占比为 50.99%/22.84%，从毛利率来看，东北地区毛利率最高，2021 年毛利率为 52.4%，西南/华中/华北/西北/华南/华东地区毛利率各 40.61%/40.44%/40.1%/37.1%/34.23%/19.06%。

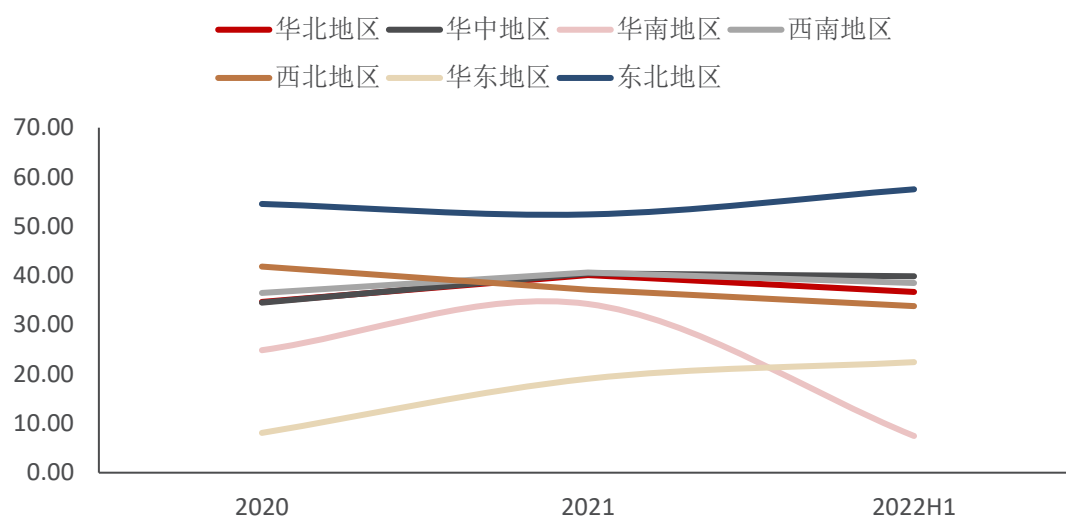
图6：2020-2022H1 公司分地区收入（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院；

图7：2018-2022H1 公司分地区收入占比（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2020-2022H1 分地区毛利率情况



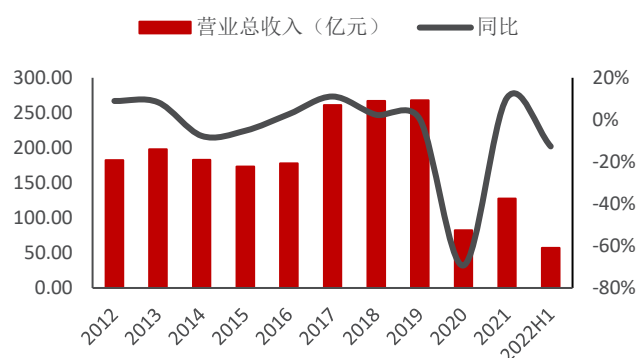
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 线下业态布局广泛，受疫情影响短期业绩承压

公司线下业态收入占比较高，2020 年疫情影响下公司整体业绩承压，2021 年，合并首商股份带动公司营收利润重回正增长，22H1 受多地疫情反弹业绩再度承压。受执行新收入准则及受新冠疫情影响，2020 年公司营业收入同比下滑 69.30%，新收入准则可比口径下，2020 年公司收入同比下滑 5.87%；2021 年首商股份并表下，公司收入同比 2020 年上升 10.55%，新收入准则可比口径下，相较于 2019 年上升 45.99%；2020 年公司归母净利润受疫情影响，同比下降 59.77%，2021 年同比 2020 年增长 295.61%，2021 年较 2019 年增长 39.44%；

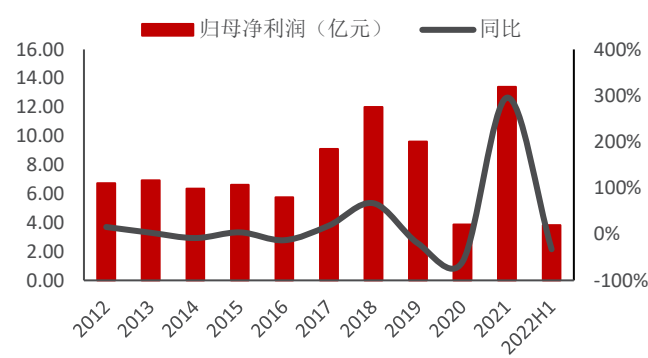
22H1 受上海、北京、深圳等多地疫情影响，公司业绩承压，营收同比下滑 12.64%为 57.44 亿元，归母净利润同比下滑 32.66%为 3.82 亿元。

图9：2012-2022H1 公司收入情况



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2020 年后收入准则改变

图10：2012-2022H1 公司归母净利润情况



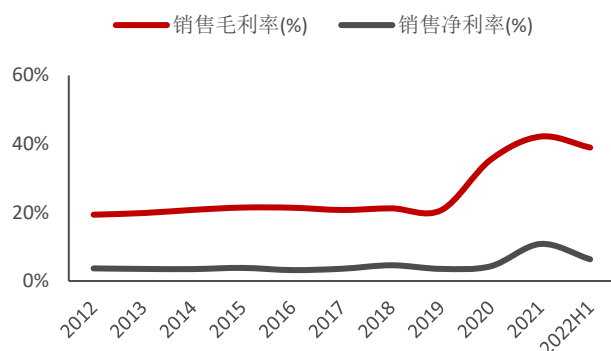
资料来源：wind，民生证券研究院

新收入准则下，公司营业成本下降毛利率提升，带动公司净利率提升。

2020年1月1日起执行新收入准则后，公司联营收入由“总额法”变更为“净额法”核算，同时将与联营代理收入对应的成本进行重新分类，带动公司营业成本下降，毛利率提升。2020/2021年公司毛利率各35.43%/42.14%，同比提升14.78/6.71pcts；22H1公司营业成本同比下降8.84%，营收同比下滑12.64%，带动毛利率下滑为38.93%。

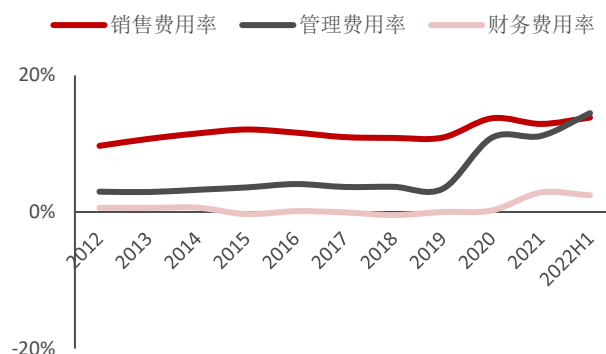
公司历史费用率管控良好，各项费用投放较为稳定，近年来受疫情叠加收入口径变化，费用率有所抬升。2020年之前公司销售费用率维持在9%-10%，管理费用率维持在3-4%左右，财务费用率整体较低。2020年至今，受公司收入下滑影响，公司各项费用率有所抬升，销售费用率抬升至13%-14%，管理费用率抬升至11%-14.5%，财务费用率抬升至2%左右；

图11：2012-2022H1 公司毛利率与净利率



资料来源：wind，民生证券研究院；

图12：2012-2022H1 公司费用率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

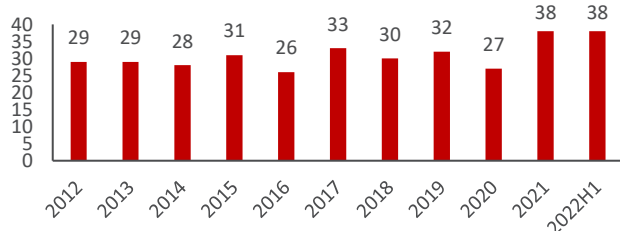
2 积极调整有税业务结构，离岛免税获批打开成长空间

2.1 传统有税业务：积极调整百货，发力购物中心与奥莱，多业态协同布局

2.1.1 百货：吸收首商有效整合资源，一店一策加快百货门店转型

深耕百货 60 余载，全国化布局完善。王府井集团股份有限公司前身是创立于 1955 年享誉中外的“新中国第一店”北京市百货大楼，以百货作为其主要经营业态，目前共计 38 家百货门店。1996 年在全国推进百货连锁战略，经过 60 多年的深耕，逐渐建立起遍布全国省会城市与中心城市的销售网络，包括北京、成都、长沙、太原、洛阳、包头等，在当地市场处于领导或领先地位。

图13：王府井百货门店数量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

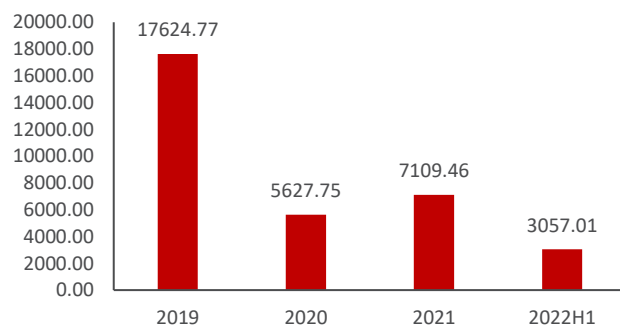
图14：2021 年末王府井百货门店分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

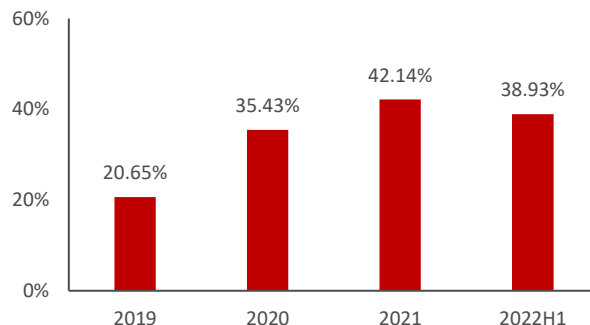
受执行新收入准则及受新冠疫情影响，2020 年公司营业收入同比下滑 69.30%，新收入准则可比口径下，2020 年公司收入同比下滑 5.87% 为 56.28 亿元，销售毛利率为 35.43%；2021 年公司收入同比 2020 年上升 10.55% 为 71.09 亿元，销售毛利率为 42.14%，主因为吸收合并首商股份。22H1 受上海、北京、深圳等多地疫情影响，公司业绩承压，收入为 3057.01 百万元，销售毛利率为 38.93%。

图15：王府井百货业态收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

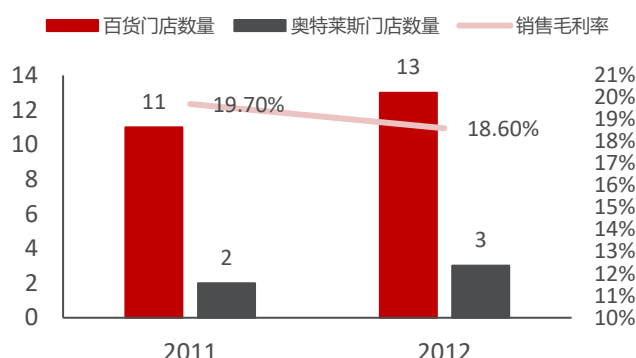
图16：王府井百货业态销售毛利率



资料来源：Ifind，民生证券研究院

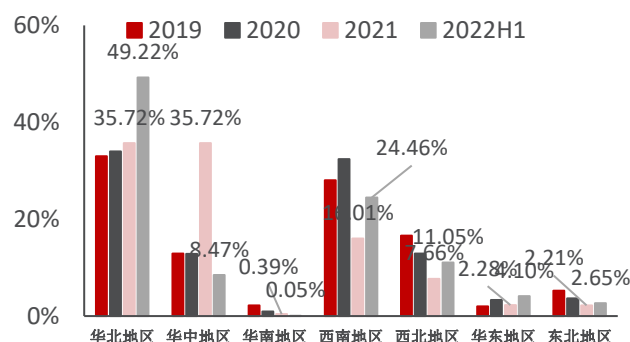
并购春天百货，优化南方市场布局。春天百货是一家以中国境内的高收入客户群为重点的百货集团公司，在北京、长春、贵阳、六盘水、青岛、南宁、太原、西安、厦门、遵义等城市均有布局百货连锁网络。2013 年王府井成功并购春天百货，2012 年公司旗下有 13 家百货门店，3 家奥特莱斯门店，根据公司并购前后数据，此次并购进一步增强王府井在西北、西南、华中地区的影响力。

图17：春天百货旗下百货及奥特莱斯门店数量和毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

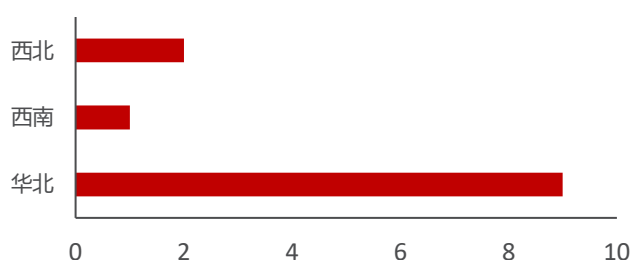
图18：王府井百货主营业务区域分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

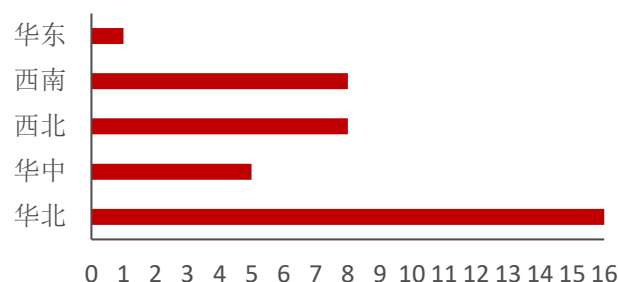
合并首商，整合资源，进一步强化北京市场。2021 年，王府井吸收合并首商股份公司，并在商品资源、顾客资源、信息系统等方面进行整合，释放协同效应，在华北、西南、西北地区分别增加 12/3/2 家门店，有效提升了公司在北京地区乃至全国的市场份额，实现了公司规模的跨越式上升。

图19：2020 年首商股份百货门店分布



资料来源：Ifind，公司公告，民生证券研究院

图20：2021 年末王府井百货门店分布



资料来源：Ifind，公司公告，民生证券研究院

一店一策，全力助推传统百货转型升级。百货业态是王府井集团的主力业态，在“重本源、求融合、谋转型、促发展”的原则指导下，王府井采用“一店一策”的经营方针，注入个性化、特色化、体验式发展的DNA，**目前已形成现代精品百货、社区生活中心百货、购物中心百货、买手制百货四条产品线。**

● 北京东安市场：转型“买手制百货”，打造潮流人士的购物天堂

东安市场于 1903 年开业，是北京建立最早的一座综合市场，因邻近皇城东安门而得名。自 2020 年底闭店以来，东安市场迎来 23 年来最大规模的改造提升，转型买手制百货，升级后的东安市场引入了超 600 个国际一线奢侈品牌、独立设计师品牌和高街潮牌，其中近半数品牌首次进驻中国大陆市场。

转型后的东安市场在空间上打造出“形塑东安”、“幻聚东安”和“云艺东安”三个主题楼层：

1F：形塑东安。形塑东安主题曾采用中式结构线条来表达“历史”，用鲜明的色彩和新型材质来代表“现代”，融合出独特的新中式当代美感。一层包含了四大时尚板块：包袋集合专区、鞋靴集合专区、潮奢眼镜饰品专区、香化专区。

2F：幻聚东安。幻聚东安重点打造简约工业的新中式格调，拥有七个北京首家独立区域，九个品牌独立区域，包含 Blooomlabo 和 Luxem RTW 两大时尚板块。

3F：云艺东安。第三层云艺东安更像是酷玩时尚的大儿童乐园，是喜欢收藏、Sneakerhead 和养牛发烧友的聚集地，包括五大板块：潮鞋专区、潮流玩具专区、中国新势力（国潮专区）、牛仔专区和户外专区，同时还有六个品牌独立区域，其中四个是北京首家。

表3：东安市场品牌矩阵

楼层	分区	品牌名称
1F：形塑东安	包袋集合专区	APEDE MOD、BY FAR、KARA、MARNI、MANU ATELIER 等
	鞋靴集合专区	MAISON MARGIELA、STELLA MCCARTNEY、RICK OWENS 等
	潮奢眼镜饰品专区	BALENCIAGA、FENDI、GIVENCHY、WHEN SMOKE CLEARS、VERY FANCY、JUSTINE CLENQUET 等
	香化专区	RALPH LAUREN、YOHJI YAMAMOTO、EVIDENS、AUGUSTINUS BADER 等
2F：幻聚东安	北京首家独立区域	ANDERSSON BELL、NANUSHKA、EDFOLD、SYSTEM&SJSJ、3.1Phillip Lim 等
	品牌独立区域	MIHARA YASUHIRO、STELLA MCCARTNEY、OAMC、IRO、MM6、MSGM 等
	成衣集合专区	AMBUSH、A-COLD-WALL*、1017 ALYX 9SM、CRAIG GREEN、DION LEE 等
3F：云艺东安	潮流玩具专区	BE@RBRICK、THREEZERO、QUEEN STUDIOS、MACOTT STATION 等
	潮鞋专区	Maison Maigiela x Reebok、DRKSHDW X CONVERSE DRKSTAR 等
	牛仔专区	DIESEL、DSQUARD2、JACOB COHEN、FRAME、MOTHER 等
	户外专区	CANADA GOOSE、MARCELO BURLON、AND WANDER、POLIQUANT 等
	国潮专区	FENG CHEN WANG、8ON8、CALVIN LUO、XIAOLI、XUZHI 等

资料来源：微信公众号“东安 Luxemporium”，民生证券研究院

图21：王府井东安市场



资料来源：微信公众号“王府井 Times”，民生证券研究院

● 北京王府井喜悦购物中心：打造以新国潮为核心的标杆项目

王府井喜悦购物中心：从百货到购物中心，全方位打造新国超先锋策源地。

王府井喜悦购物中心前身为新燕莎金街购物广场，作为首旅集团、王府井集团双集团加持的品牌，王府井购物中心倾力打造，王府井喜悦选择通过重新定义“新国潮”来打造一个无范本的购物中心，从科技、艺术、创意三个板块全方位打造新国潮先锋策源地，预计 2022 年年底开业。在布局上，商场地上 7 层，地下 2 层，L1-L7 以北京在地文化为设计灵感，同时关注当下年轻人的生活消费方式，将潮流风向与品牌调性融合到设计中，从动线规划、视野采光、场景互动等细节进行精细化、个性化设计，营造沉浸式消费氛围。

引入多个潮流品牌，推动业态属性多样化。喜悦商场涵盖超过 200+国内外潮流服饰、独立设计师厂牌、潮玩手办等新锐零售品牌。根据青年时尚风向标微信朋友圈和小红书，喜悦大量引进时髦品牌，全场有超过 50%的新国潮品牌首店进驻。零售业态上，喜悦则更青睐于独立设计潮牌和潮玩，以及社交属性较强的圈层周边，例如极限运动（滑雪、冲浪、滑板等）、露营等服饰装备等。

图22：王府井喜悦购物中心



资料来源：微信公众号“王府井 Times”，民生证券研究院

● 北京市百货大楼：升级为主题购物中心，打造“玩具+文化沉浸体验”特色

引入英国老牌玩具店，打造玩具主题购物中心。位于金街的北京市百货大楼有新中国第一百货之称，至今已有 62 年历史。2017 年，北京王府井百货大楼关闭多家水吧，经过升级改造之后于当年 12 月引入英国百年玩具品牌哈姆雷斯，全方位打造主题购物中心。哈姆雷斯占地 10000 平方米，集娱乐，教育，亲子生活，童真、社交及收藏于一身，拥有漫威、芭比、迪士尼等全系列产品。试营业期间，业绩环比、同比都有大比例的增幅，北京王府井店的客单价也比南京店稍高，成为购物中心的“吸客利器”。

图23：王府井百货大楼哈姆雷斯



资料来源：微信公众号“北京市百货大楼”，民生证券研究院

推出和平菓局，打造沉浸式文化体验空间，提升消费体验。2019 年北京市百货大楼引入和平菓局，成为国内首家旗舰店，占地 2400 多平方米，高度还原了半个世纪以前的老北京京城胡同的场景，重构和平邮局、正阳门北站、劝业场以及时间照相馆等 13 个特色区域。开业一个月以来，日最高客流量突破 16000 人，周末日均客流 11000 人，平日均客流 7000 人，北京市百货大楼在“和平菓局”开业首月月客流量同比上升 26%，环比上升 41%；销售额同比增长 8%，其中餐饮收入同比增长 45%，带动王府井百货大楼的销售。

图24：王府井百货大楼和平菓局



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

2.1.2 购物中心：引入专业团队大力发展相关业态，创新营销方式扩大受众范围

近年来，相较于百货门店，购物中心成为线下受欢迎的业态。购物中心旨在通过专业化、精细化、智能化、市场化管理，打造集购物、餐饮、娱乐、休闲、商务、服务为一体的一站式综合体。购物中心业态的主营业务收入为租金收入，主要经营模式为租赁；而百货门店的主要盈利模式为联营，这种模式通过商家的销售收入分成获得利润。我们认为，单纯发展零售业务的百货商场易被替代，尤其是在疫情冲击与电商蓬勃发展的行业背景下。而与百货商场相比，购物中心的优势主要在于以下两点：

1) 消费者方面：购物中心给消费者带来了百货商场无法达到的体验。随着收入的提高，居民的消费观念发生了很大的变化，由“物质型”转向“体验型”，注重享受购物的过程。购物中心注重打造消费者体验的多种娱乐业态，满足消费者的多方面需求。

2) 商户方面：一方面，购物中心的统一管理能够控制承租户经营的品牌，形成自己的特色经营商品；另一方面让承租户之间相互促进，产生良性竞争与聚集效应，获得共同利益。

表4：购物中心与百货商场的区别

	盈利模式	经营理念	业态	商圈	布局规划
购物中心	租赁：收取商户租金	提高消费者黏着性	多业态复合	覆盖面广	通透且辐射到周边环境
百货商场	联营：主要通过专柜的销售收入分成获得利润	提高货品销售量	零售	固定且辐射面较小	相对有限的室内空间

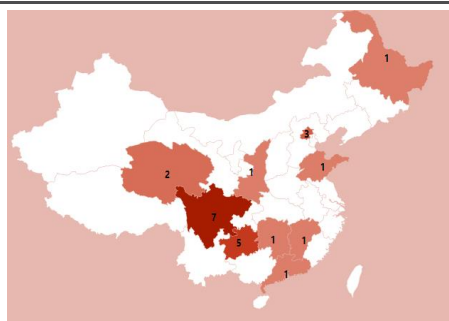
资料来源：《商场现代化》，民生证券研究院整理

基于此种行业趋势，公司与盛立商业合资成立王府井购物中心管理公司，发力购物中心业态。2015年8月，公司与北京盛立商业投资管理有限公司合资成立北京王府井购物中心管理有限责任公司，着力发展购物中心业态。盛立商业对中国商业和房地产市场有深度了解和多年的成功操作经验，拥有领先、务实、专业的购物中心商业管理团队，创建了一系列购物中心知名品牌，在业内拥有良好的业绩及口碑。**1) 2016年1月，公司注资持有北京王府井购物中心管理有限责任公司48%股权。**公司向北京王府井购物中心管理有限责任公司注资960万元，持股48%。**2) 2022年1月，公司增持北京王府井购物中心管理有限责任公司12%股权。**

近年来拓店力度加大，门店逐年增加，覆盖全国11个省份。截至2022H1，王府井共有购物中心门店23家。门店主要分布在城市或区域商业中心、城市边缘地区的交通要道附近，单店面积一般在80000-200000平米。**2019年至2022H1，购物中心门店数量逐年增加，各15/19/22/23家。**

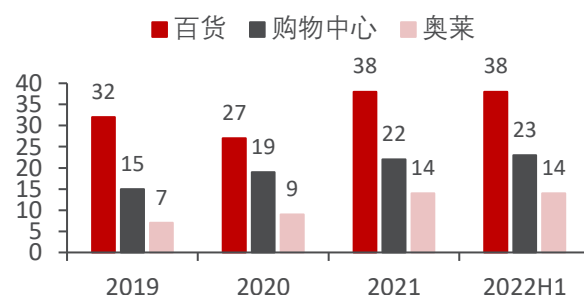
公司百货门店向购物中心转型，现有3家“百货+购物中心”双业态综合体。公司购物中心业态中存在3家双业态并存门店，分别为熙地港（郑州）购物中心、熙地港（西安）购物中心与贵州遵义国贸购物中心。

图25：购物中心门店地理位置分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

图26：2019-2022H1 三大业态门店数量变化情况



资料来源：公司年报、半年报，民生证券研究院

创新营销方式，设立“925 美好生活节”，全方位满足消费者的爱好需求。

925 美好生活节为王府井集团自 2022 年 8 月 18 日起打造的专属节日 IP，旨在建立“925=王府井集团=美好生活聚集地=重大节日活动”的认知和品牌好感度。南昌王府井购物中心 3 周年店庆利用热门 IP 奥特曼打造线下主题展，抖音相关视频浏览量累计 20 万+。节日期间，场内百余品牌推出专属折扣、团购代金券等嗨购福利，准备了品牌汽车、钻石戒指、iPhone13 等礼品，给消费者带来潮流生活体验。

图27：南充王府井购物中心 3 周年店庆



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司将潮流文化融入主题活动，构建多元化购物场景，扩大营销覆盖群体。

打造潮流文化特色的主题活动意在点燃家庭客群与年轻客群的到店热情，扩大营销覆盖群体。今年 9 月上旬佛山紫薇港购物中心自创 IP 活动“上色岭南·紫薇文化节”，结合夜经济、国潮文化等消费新趋势，传递商业逻辑和人文休闲有趣组合。节日秀场为品牌争取到了专业的头部宣传和曝光，现场更有不少顾客即场下单，助力品牌打响秋季销售头炮。

图28：上色岭南·紫薇文化节



资料来源：公司官网，民生证券研究院

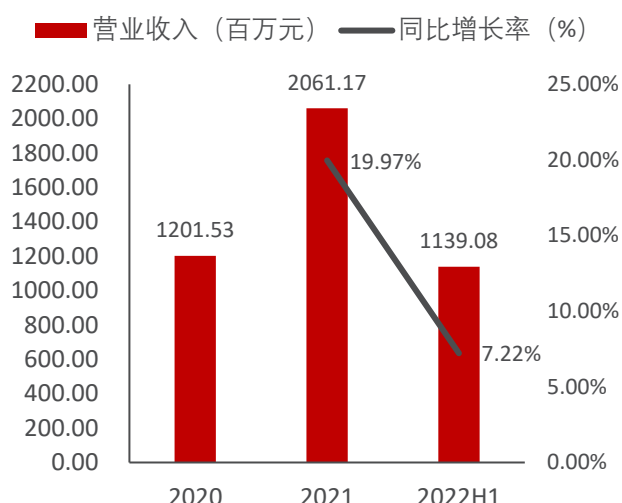
积极运用线上平台，缓解疫情带来的负面影响。7 月中旬成都再一次爆发疫

情，成都店女装组各品牌积极向公司争取秒杀款、特卖款商品进行线上社群秒杀活动。同时，为更好地触达顾客，商场结合楼层顾客特点，要求店铺每日务必进

行外寄工作，同时开展店铺线上直播，进行新品推荐、活动款预热等，增加与顾客的沟通。

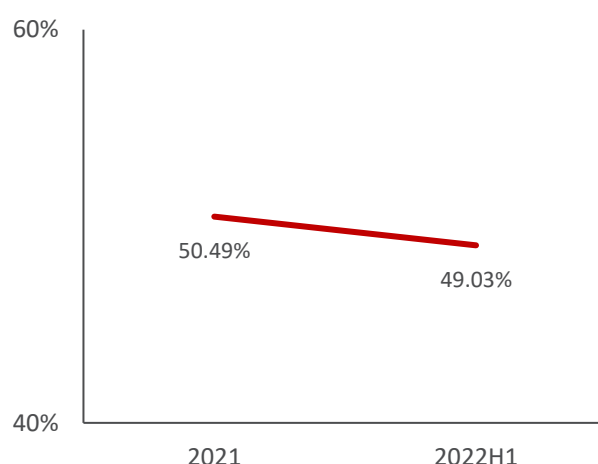
营业收入疫情下表现相对稳定，且疫情向好恢复好于其他业态，增持王府井购物中心带动业务收入增长。今年上半年购物中心业态实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 7.22%，主因公司收购北京王府井购物中心管理有限责任公司 12% 股权后合并报表，剔除收购公司股权影响，同比下降 10.60%；22H1 购物中心业态收入占公司营业收入比重达到 18.93%。**分商品类别看**，购物中心的娱乐类商户受益于新能源汽车的火爆消费，上半年销售同比增长 20.9%。公司旗下已有 21 家门店引入了 45 个汽车店铺。

图29：2020-2022H1 购物中心营业收入及其同比增长率（单位：百万元；%）



资料来源：公司年报、半年报，民生证券研究院；

图30：2021-2022H1 购物中心毛利率（单位：%）



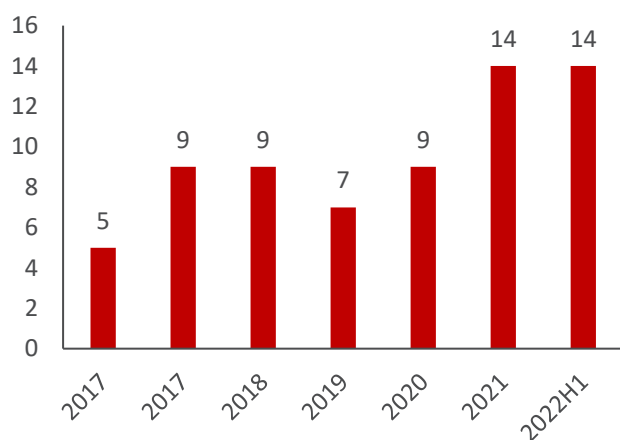
资料来源：公司年报、半年报，民生证券研究院

2.1.3 奥特莱斯：打造优质品牌，收购万宁首创奥莱布局海南市场

奥特莱斯是以时尚类品牌折扣商品销售为主，同时配餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施的零售业态。门店位置一般在城市边缘地区或城郊，单店面积一般在 30000-60000 平米，经营商品品类主要包括服装服饰、运动鞋帽、家居儿童用品等。奥莱业态主营业务收入为商品零售收入，经营模式包括联营、自营和租赁，以联营为主。

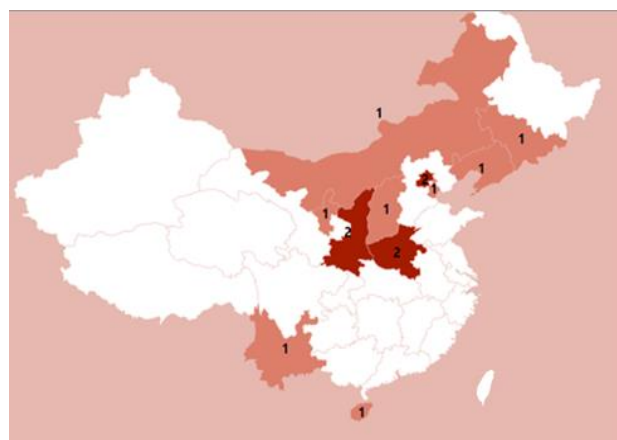
搭建奥莱管理团队，2015 年开始发力奥莱快速拓店，旗下拥有王府井奥莱和赛特奥莱两大优质品牌。2015 年公司提出发力奥莱业态，并通过与春天百货的业务协同引入了奥特莱斯的专业运营管理团队。2017 年奥特莱斯业务板块实施了事业合伙人改革，与奥莱管理团队合资成立奥特莱斯管理公司，利用轻资产模式、市场化机制，抢占奥特莱斯业态发展窗口期，扩大公司奥莱品牌影响力，树立市场地位，快速拓展公司奥特莱斯业态。截至 22H1，公司拥有王府井奥莱、赛特奥莱两个优质品牌，旗下奥莱门店数量达到 14 家，分别位于北京、沈阳、西安、银川、长春、昆明、呼市、郑州等重点城市。

图31：2018-2022H1 奥莱门店数量（单位：家）



资料来源：wind，民生证券研究院；

图32：截至 2022 年 10 月王府井奥莱门店全国分布图



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

王府井奥莱业态主打“大品牌、小价格”经营理念，旗下产品线迭代升级，丰富度渐次提升。王府井奥莱业态主打“大品牌，小价格”的经营理念，以独特的建筑风格、丰富的业态组合、优美的购物环境，创新的服务体验，引领全新的生活方式。奥莱产品线不断丰富，从精品荟萃的商品中心到业态融合的生态MALL、湖光山色生活方式小镇，旗下产品不断迭代升级。

图33：王府井不同系列奥莱外观布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

收购海南万宁首创奥莱布局海南市场，更名王府井悦舞小镇。2022 年 5 月公司参与竞购海南奥特莱斯旅业开发有限公司 100%股权事项，并被确认为竞购的受让方。2022 年 7 月公司完成海南奥特莱斯旅业开发公司资产交割，并将其旗下的海南万宁首创奥特莱斯正式更名为王府井悦舞小镇。

2.1.4 专业店：专注“潮奢+运动”品牌，结合自营打造特色业务

公司专业店主线明确，聚焦潮奢品、运动品两大主线。专业店是经营某一大类商品为主，并由具备丰富专业知识的销售人员和提供适当售后服务的零售业态。公司已形成以买手制潮奢品牌集合店为经营内容的睿锦尚品、睿高翊和以运动品牌为经营内容的法雅商贸两条专营店业务主线。截至 22H1，睿锦尚品共有门店 23 家，睿高翊共有门店 13 家，法雅商贸共有店铺 393 家。

1) 睿锦尚品和睿高翊分别从事国际品牌买手集合店业务和国际品牌代理业务。睿锦尚品通过沉浸式的购物空间打造、独有的特色品牌、灵活多变的商品组

合方式，赢得了最具消费活力的潮流时尚人士的青睐，逐渐形成自己独特经营特色，销售业绩稳步提高。2021 年睿锦尚品抓住高端商品快速增长的市场机遇，实现销售和利润双增长的良好成绩，营业收入较上年同期大幅增长 62.6%。

2) 法雅商贸从事国际运动品牌代理业务。2021 年公司收购首商股份后获得旗下法雅商贸。目前是阿迪达斯、耐克两大运动品牌的区域战略客户。

图34：睿高翊 MSGM 广州 K11 实体店



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

图35：睿锦尚品太原王府井百货门店



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

设立润泰品牌开展自营业务，探索 10 余载，自营业务逐步成型。公司自 2005 年开始探索自营业务，2018 年，王府井集团全资成立北京王府井润泰品牌管理公司，润泰品牌在同年收购睿高翊、睿锦尚品、睿颐国际三大公司开启自营业务发展新阶段，2019 年睿高翊吸收合并睿颐国际。经过十多年的磨砺与发展，公司形成了具有自身特色的自营业务，目前拥有睿锦尚品、哈姆雷斯、王府井梦工厂等自营项目。

未来公司将积极助力法雅商贸稳步发展，推动其与公司自营业务相结合，充分发挥法雅商贸自身优势，释放销售潜力。

2.1.5 超市业务：自营与合资模式共存，疫情期间业绩韧性凸显

超市主要经营品类为食品生鲜和日用生活品等，单店面积在 300-6000 平米之间。超市的主营业务收入为商品零售收入，目前公司的经营模式有自营和合资两类：

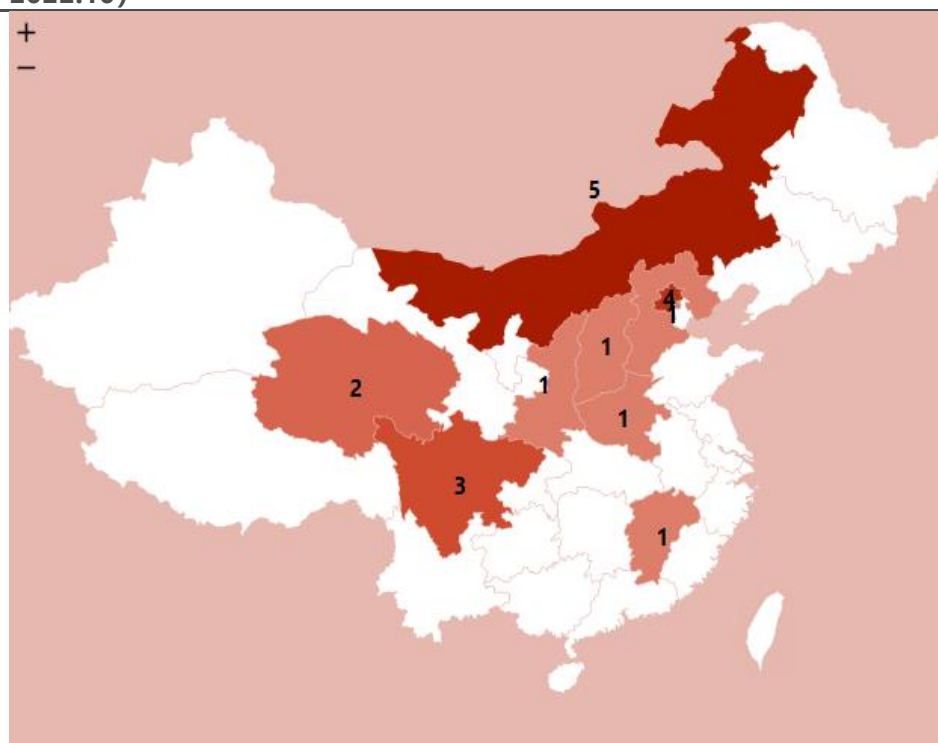
自营超市：在公司百货及购物中心门店配套布局，为超市主要经营模式。百货商场与购物中心对超市起到了引流的作用，让消费者在游玩结束后更加方便地前往超市购买生活用品。

合资超市：依托合资企业强大的物流配送能力，以王府井的品牌和管理优势为支撑，充分发挥市场化专业经营管理团队优势，为消费者供应新鲜、安全、高品质的生鲜产品。目前公司共拥有 15 家合资超市门店，合资公司为王府井首航超市有限公司、四川王府井吉选超市有限公司等。

(1) 吉选合资超市公司：截至 2022.10，共有吉选合资超市公司 2 家，与四川吉选合资经营的超市皆在四川地区。四川吉选主要产业为吉选智慧供应链--集冷链、仓储、中央厨房、生鲜加工、城市配送、研发、特色川菜品类孵化及后勤保障为一体的综合性多功能的冷链央厨产业基地。

(2) 首航合资超市公司：公司与北京首航、共青城融发共同投资设立首航超市公司，公司持股 48%。北京首航主要经营方向为生鲜食品超市和社区超市，拥有一个上万平米的现代化物流中心。此外，公司还通过首航超市设立内蒙古首航超市公司、南昌首航超市公司、河北首航超市公司。

图36：生活超市、吉选超市与首航超市总体门店地理位置分布（截至 2022.10）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

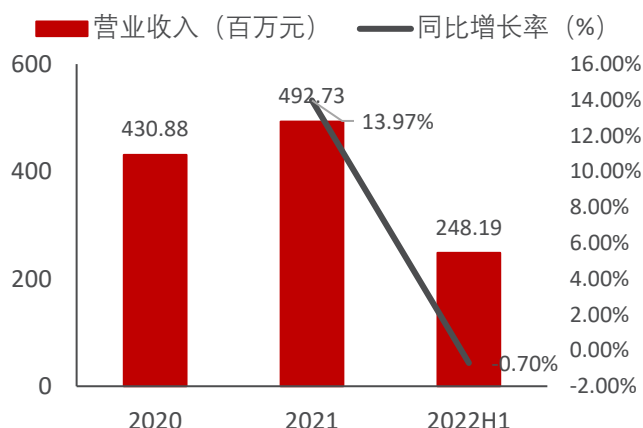
表5：生活超市、吉选超市与首航超市总体门店地理位置分布（截至 2022.10）

	北京	内蒙古	青海	四川	陕西	山西	河南	江西	河北	合计
生活超市	3	1	2	1	1	1	1	0	0	10
吉选超市	1	4	0	0	0	0	0	1	1	7
首航超市	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
合计	4	5	2	3	1	1	1	1	1	19

资料来源：公司官网，民生证券研究院

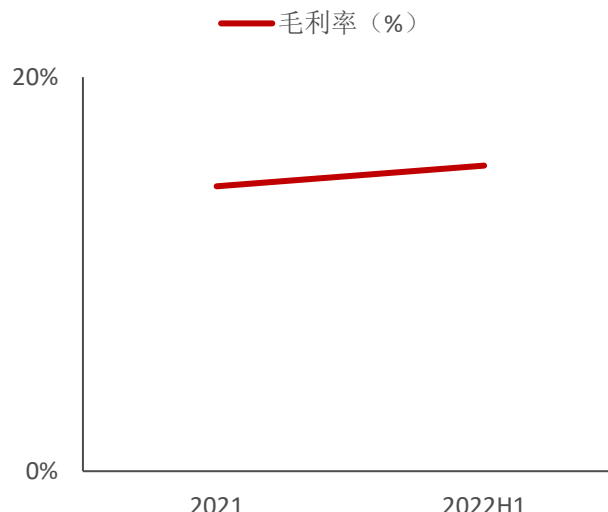
2022 年上半年，在疫情期间刚需消费带动下，超市业态收入与同期基本持平。2022H1，毛利率为 15.51%，同比增长率 0.74%，呈现出轻微上升趋势；营业收入同比下降 0.7%，整体来看，超市业态业绩较为稳健。

图37：2020-2022H1 超市营业收入及其同比增长率
(单位：百万元；%)



资料来源：公司年报、半年报，民生证券研究院；注：2020 年后收入准则改变，2020 年以前收入不可比

图38：2021-2022H1 超市毛利率情况 (单位：%)

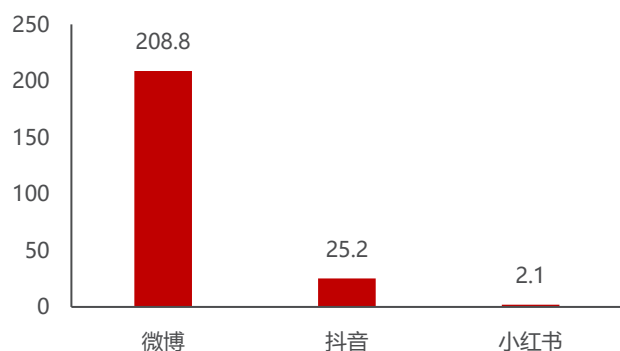


资料来源：公司年报、半年报，民生证券研究院

2.1.6 线上业务：线上线下深度融合，数字化助推发展

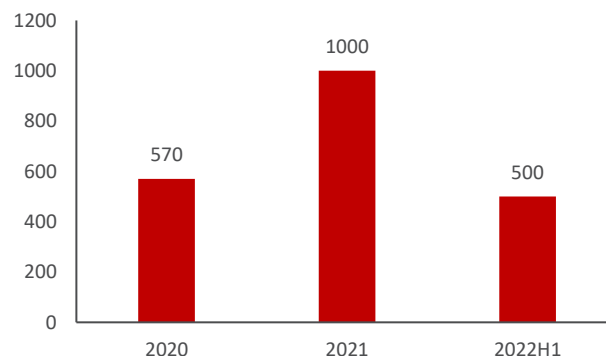
积极开拓线上多渠道助力消费，提升购物体验。2013 年王府井携手麦肯锡和 IBM 公司，开始规划互联网时代的转型战略，并于年初推出王府井网上商城，2013 年年末，王府井 APP 平台和微信服务号投入使用。目前，王府井开通了微信、微博、抖音等多个入口，采取线上商城、新媒体、短视频、直播带货等运营方式，实现顾客在线、服务在线、营销在线、商品在线的全渠道经营场景，并支持线上订购送货上门、线上支付到店核销、线上订购到店提货，提供跨渠道购物体验。截止 6 月底，集团累计会员超过 1800 万人，在线粉丝超 2200 万人，2022 年上半年实现线上销售 5 亿元。

图39：王府井截至 10 月 18 日部分线上平台粉丝数量
(单位：万人)



资料来源：微博、抖音、小红书，民生证券研究院

图40：王府井线上平台收入 (单位：百万元)



资料来源：Ifind，民生证券研究院

线上线下深度融合，打造智慧门店。目前，集团正在通过多种运营模式实现线上线下全面融合，同时加快数字化建设，加快自由数据资产平台建设，全面推

广数字化支付平台，打造智慧门店，实现购物与服务的智慧消费体验。

图41：王府井线上业务与智慧门店



资料来源：王府井官网，民生证券研究院

2.2 免税业务：离岛免税业务获批，有望明年落地海南万宁，打造公司第二成长曲线

2.2.1 获免税经营资质，搭建专业团队推进免税业务布局

获免税经营资质，规划“口岸+室内+离岛免税”蓝图。公司于2020年6月获得免税品经营资质，成为国内第八个拥有免税牌照的企业，也是国内第一个获此资质的商业零售集团。同年7月以自有资金设立北京王府井免税品经营公司，用于开展免税品经营业务。公司将重点借助海南自贸港战略契机积极布局离岛免税、岛内免税、岛内日用品免税，立足北京积极发展机场免税与市内业务，同时推进在国内重点城市的拓展。

搭建专业团队推进免税业务布局。同年8月，公司按照市场化、专业化、国际化方向快速组建团队，据免税零售专家：1)王府井集团总裁、董事尚喜平先生亲任王府井免税总经理，全面负责免税业务；2)集团副总裁曾群女士任免税副总经理，负责免税业务政策研究、政府对接、人力资源、集团内部资源协调等；3)空降高管李文欣先生任副总经理，负责免税商品中心、运营中心等免税业务等，李文欣先生曾任中免三亚海棠湾项目筹备组成员，并参与了前期规划，具有丰富的免税、有税市场经验。

表6：北京王府井免税品经营公司管理团队

核心管理层	职位	履历
尚喜平	总经理	自 1988 年起先后任北京东安市场科员、商品部副经理，北京长安商场办公室副主任、百货部经理、业务部部长，王府井零售本部常务副部长、长沙王府井总经理、太原王府井总经理、福州王府井总经理。2011 年 6 月起任王府井集团股份有限公司副总裁。2017 年 2 月至 2019 年 12 月任集团常务副总裁，2019 年 12 月起任总裁，董事。
曾群	副总经理	研究生学历，经济师、注册会计师、注册资产评估师。现任王府井集团股份有限公司副总裁。曾女士自 2000 年 5 月至 2013 年 2 月先后在北京经济委员会企业改革处、北京市人民政府国有资产监督管理委员会改革发展处、企业改革处任职，2013 年 3 月至 2013 年 9 月，任北京王府井国际商业发展有限公司副总经理，北京王府井东安集团有限责任公司董事、2013 年 9 月起先后任王府井集团副总经理、纪委书记、党委委员，2019 年 2 月起任王府井集团党委委员、副总裁。
李文欣	副总经理	研究生学历，在 2003 年至 2011 年的 8 年间，任职中免集团，开拓了中免集团在机场有税区域的国际化妆品项目，创建了广州、深圳、厦门、南京等机场有税国际化妆品店，并曾任中免三亚海棠湾项目筹备组成员，并参与了前期规划，具有丰富的免税、有税市场经验。2011 年，李文欣先生任职万达总部招商中心副总经理，协助万达集团创建了长沙开福万达和武汉汉街万达两个高端定位项目，促成了万达集团与轻奢和国际化妆品的合作。2016 年至 2020 年 7 月，李文欣先生任职百盛集团商品部总经理，创建了长沙 IFS 和青岛万象城 PARKSON BEAUTY 项目，开启了百盛集团 BEAUTY 项目在购物中心渠道的发展。

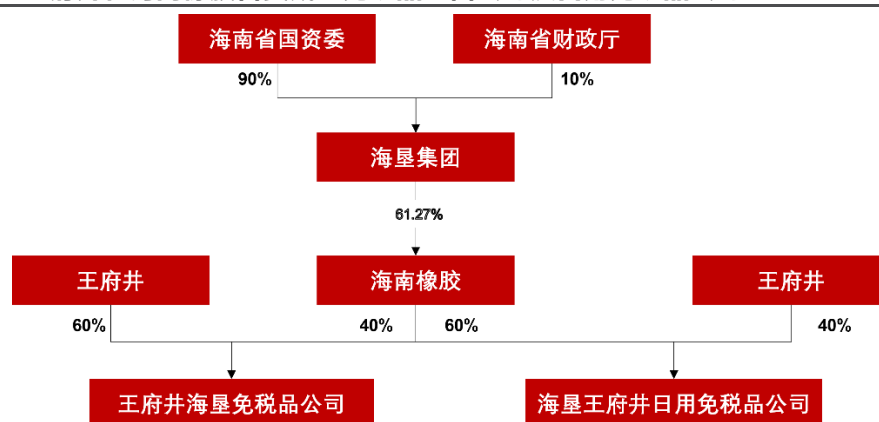
资料来源：免税零售专家，民生证券研究院

2.2.2 携手海南橡胶，布局岛内免税业务

携手海南橡胶，合资设立免税经营公司，布局岛内免税业务。2021 年 1 月公司与海南橡胶合资成立王府井海垦免税品经营公司和海垦王府井日用免税品经营公司，两大公司均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民。

1) 王府井海垦免税品经营公司：由王府井出资 6000 万元，股权占比 60%，由王府井负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，该项目的管理权、运营权均由王府井负责，海南橡胶负责本地资源以及物业方面的协调。2021 年免税品经营公司实现收入 133.18 万元，净利润为-1217.68 万元；22H1 受海南疫情影响，营收承压为 1.22 万元，净利润为-584.93 万元。

2) 日用免税品经营公司：由王府井出资 4000 万元，股权占比 40%，海南橡胶出资 4000 万元，股权占比 40%，其中海南橡胶负责招商、本地资源以及物业方面的协调，王府井协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。

图42：王府井和海南橡胶合资成立免税品经营公司及日用免税品公司


资料来源：wind，民生证券研究院

海南橡胶隶属海垦集团，海垦集团资源丰富，有望赋能公司免税业务。海垦集团为海南橡胶控股股东，22H1 持股比例达 61.27%。海垦集团是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶和热带高效农业业务，同时积极发展旅游地产、商贸物流、金融保险业务等产业。我们认为海垦集团旗下的旅游地产、商贸物流业务有望为公司的免税板块赋能。

- 1) **旅游康养业务：丰富的旅游业态以及康养产业助力引流免税业务。**公司子公司农垦旅游拥有南田温泉、蓝洋温泉公园等多处储量丰富的优质温泉资源、莲花山森林公园、蓝洋热带樱花乐园、新盈红树林湿地、八一石花水洞等丰富的自然生态资源和丰富的军垦文化遗产。现有旅游实体资源主要为三亚东方海景大酒店、保亭海垦中南温泉公寓酒店以及保亭七仙岭国际高尔夫球会等。未来公司计划将蓝洋区域将重点发展康养产业，打造康养旅游小镇、国家级康养基地。旅游康养结合的模式有望为免税引流。
- 2) **地产业务：土地储备充足，商业业态丰富有望提供物业支持。**海垦集团现有可利用土地 20 多万亩，开发利用条件较为成熟，分布在海口、定安、澄迈、儋州、三亚等海南省内 10 个市县；旗下拥有海口海垦广场、宏大商场、公园后路商业街等商业业态，可以为免税提供物业支撑。
- 3) **商贸物流：布局全省终端销售网络，打造居民日用消费品免税的销售网络。**截至 2021 年末，公司拥有 2 家与物流业务相关的公司及一个现代物流中心园区。公司各下属企业及农场共拥有仓库总建筑面积 16.67 余万平方米。未来公司计划开展以农产品为主的储运、加工、进出口贸易业务。同时，布局全省终端销售网络，建立热带特色农产品与居民日用消费品免税的销售网络，逐步构建覆盖全省的仓储、冷链物流、批发零售体系，以及覆盖岛内外的贸易服务平台和仓储物流、销售终端平台。

2.2.3 依托万宁首创奥莱，首个离岛免税项目明年有望落地

依托王府井国际免税港（现为王府井万宁悦舞小镇）开展离岛免税业务，首个离岛免税项目明年有望落地。2022 年 10 月 10 日，公司获准在海南万宁市经营离岛免税业务，王府井国际免税港（现为王府井万宁悦舞小镇，之后将更名为王府井国际免税港）拟于 2023 年 1 月开业。王府井国际免税港项目物业为公司自有，项目总建筑面积 10.25 万平米，目前正在经营有税业务。未来，王府井集团将以“旅游+购物”的特色布局免税业务，采取有税+免税、融合线上线下的购物模式。

我们认为，万宁离岛免税项目具备三大优势：

1) 万宁首创奥莱，是海南省首家开业且单体最大的奥莱项目，功能设施完善，可充分接纳吸引客流。万宁奥莱项目建筑面积 10 万平米，以奥特莱斯品牌折扣店为核心，集珠宝城、餐饮、娱乐、休闲度假等为一体的大型商业区，是海南省首家纯正的奥特莱斯购物广场，于 2014 年开业。项目整体娱乐休闲功能设施完善，面积充足，可较好吸引接纳客流。

图43：王府井悦舞小镇外观



资料来源：王府井悦舞小镇公众号，民生证券研究院；

图44：王府井悦舞小镇内部构造



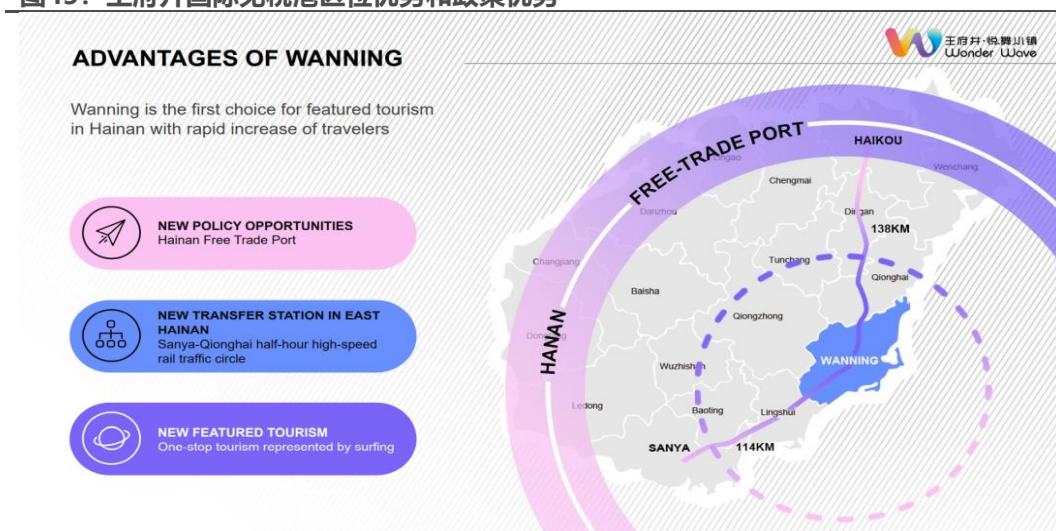
资料来源：王府井悦舞小镇公众号，民生证券研究院

2) 品类丰富，具备和众多知名品牌合作基础：合作近 200 家一线品牌，持续优化品牌结构。万宁奥莱已引进近 200 多家国际国内一线品牌折扣店，包括 GUCCI OUTLET、ARMANI OUTLET、COACH 等国际品牌，并持续优化品牌结构，巴拉巴拉、安德玛、伦敦男孩、真功夫等十余品牌将实现新装开业。

3) 区位优势：全方位立体交通，地处三亚、琼海半小时高铁直通区，毗邻诸多旅游景区。王府井国际免税港项目位于海南省万宁市，位于海南省万宁市兴隆旅游度假区(东线高速神州半岛出口 500 米)，位居万宁核心旅游区域，东临南海，西濒琼中，南接陵水，北与琼海毗邻，全方位立体交通，15 分钟车程可到万宁市核心景区兴隆、石梅湾、神州半岛旅游区，1.5 公里至东环高铁神州站、可乘坐高铁至三亚、海口，地处三亚、琼海半小时高铁直通区，市内市外区位优势突出。

4) 政策：借力海南自贸港东风和万宁景气向上旅业，乘风而上。万宁日月湾是世界三大冲浪胜地之一，万宁依托冲浪基地打造旅游特色，疫情前游客人次稳步增长，2019 年过夜游客人次达 513.68 万。在 2025 年海南实现自贸港封关运作的背景下，万宁市在 2021 年 10 月印发的《万宁市关于海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021-2023 年）的通知》中提到，**加快推进省级全域旅游示范区建设，加快旅客离岛免税店和岛内居民消费品免税店早日落户万宁，形成免税店与折扣店共同发展的高端购物消费业态。**我们认为，在大力发展旅业以及鼓励离岛免税和岛内免税下，王府井免税业务有望乘风而上。

图45：王府井国际免税港区位优势和政策优势



根据《万宁市第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，2025 年万宁市计划达到年接待旅游人次 800 万人次，旅游总收入达到 100 亿元，2021 年万宁市过夜人次为 352 万人次，旅游收入为 53.42 亿元，若 2025 年达到 800 万人次，则复合增速为 22.78%；若旅游收入达到 100 亿元，复合增速为 16.97%。

根据海南 2020 年和 2021 年全省的购物人次和过夜人次可以计算得到购物转化率分别为 8.22%/11.61%；根据 2021 年海南省免税销售额和购物人次可计算出 2021 年海南省免税客单价为 5217 元；基于以上数据，我们对王府井 2023-2025 年免税业务空间展开测算：

王府井国际免税港预计 2023 年 1 月开业：

1) 过夜人次：2022 年 1-8 月万宁过夜旅游人次为 226.53 万人次，同比下滑 4%，受疫情影响，我们预计 2022 年旅游人次与去年基本持平，小幅下滑 0.57%，假设达到万宁 2025 年 800 万过夜旅游人次规划，我们认为 2023-2025 年过夜人次增速分别为 30%/30%/33.33%；

2) 转化率：鉴于 2023 年王府井国际免税港为开业第一年，场地布置与品牌建设有待完善，我们认为客转化率略低，随后逐步增长，预计 2023-2024 年转

化率为 8%/10%，2025 年我们采取弹性测算，转化率假设保守情况下为 12%，中性情况下为 14%，乐观情况下为 16%；

3) 客单价：鉴于王府井为开业第一年，供应链尚处于搭建中，品牌供给有待完善，我们预计 2023 年公司客单价低于 2021 年海南省整体情况（2021 年海南全省的人均离岛免税购物金额为 5217 元），伴随品牌逐步引进，客单价逐步提升至 2021 年全省平均水平，2023-2025 年各为 4000/4500/5000 元。

通过测算，我们可以得到 2023-2024 年公司免税收入为 14.56/26.62 亿元，2025 年保守情况下收入为 48 亿元，中性情况下收入为 56 亿元，乐观情况下收入为 64 亿元。

表7：2023-2025 年王府井国际免税港空间测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	保守	中性	乐观
过夜人次 (万人次)	513.68	251.9	351.84	350	455	591.5	800	800	800
YOY	-	-50.96%	39.67%	-0.52%	30.00%	30.00%	35.25%	35.25%	35.25%
转化率	-	-	-	-	8%	10%	12%	14%	16%
购买人次 (万人次)	-	-	-	-	36.4	59.15	96	112	128
客单价 (元)	-	-	-	-	4000	4500	5000	5000	5000
免税空间 (万元)	-	-	-	-	145600	266175	480000	560000	640000

资料来源：海南省文旅厅，Wind，民生证券研究院测算

2.2.4 百货龙头有望多方位赋能免税业务

多方位赋能免税业务。免税业务方面，王府井集团目前已完成海南 3 家公司、北京 1 家公司的设立；搭建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，其中 130 余个为首进免税渠道品牌。**作为全球百货龙头，公司拥有丰富的百货经验，深厚的品牌合作积累，以及庞大的会员体系，资源丰富实力雄厚的股东和合作伙伴，可以多方位赋能免税业务后续发展。**

- 1) **优质商圈赋能后续市内免税：**公司线下业态全国连锁布局，且处于优质商圈地带，客流充裕，可以为后续市内免税店布局赋能。

表8：公司部分核心门店及其所在商圈

业态	门店名称	地址	商圈
百货	北京百货大楼	北京市王府井大街 255 号	王府井大街商圈
	北京长安商场	北京市西城区复兴门外大街 15 号	公主坟商圈
	北京双安商场	北京市北 3 环西路 38 号	中关村商圈
	北京东安市场	北京市东城区王府井大街 138 号	王府井大街商圈
	北京西单商场西单店	北京市西城区西单北大街 120 号	西单商圈
	北京西单商场天通苑店	北京市昌平区东小口镇天通苑 5 区商业楼	西单商圈
	燕莎友谊商城亮马桥店	北京市朝阳区亮马桥路 52 号	燕莎商圈
	燕莎友谊商城亮金源店	北京市海淀区远大路 1 号世纪金源购物中心	燕莎商圈
	贵友大厦金源店	北京市海淀区远大路 1 号	万柳商圈
	贵友大厦通州店	北京市通州区梨园镇云景东路 1 号	九棵树商圈
	北京友谊商店	北京市朝阳区建国门外大街 17 号	建国门商圈
	长沙王府井百货	长沙市岳麓区金星中路 383 号	广场商圈
	太原王府井百货	太原市小店区亲贤北街 99 号	长治路商圈
	洛阳王府井百货	洛阳市西工区中州中路 429 号	西工区商圈
	成都王府井百货（总府店）	成都市锦江区总府路 15 号	春熙路商圈
	西安王府井百货（永宁门店）	西安市碑林区南关正街 88 号	外南门商圈
	武汉王府井百货	武汉市江汉区佳丽广场	江汉路步行街商圈
	焦作王府井百货	焦作市解放区人民路中段 669 号	人民路商圈
	西单商场成都店	成都市青羊区苏坡东路 12 号	金沙商圈
	重庆王府井百货（沙坪坝店）	重庆市沙坪坝区小龙坎新街 49 号	沙坪坝商圈
	昆明王府井百货	昆明市五华区沿河路 7 号	三市街商圈
	包头王府井百货（昆区店）	包头市昆都仑区钢铁大街 69 号	昆山区商圈
	包头王府井百货（青山店）	包头市青山区幸福路甲 3 号	青山区商圈
	鄂尔多斯市王府井百货	鄂尔多斯市东胜区伊金霍洛西街太古 B 区	太古休闲街商圈
	兰州王府井百货	兰州市城关区东岗东路 1999 号	瑞德摩尔商圈
	厦门巴黎春天百货中山店	厦门市思明区中山路 76-132 号	中山路商圈
	西单商场兰州店	兰州市城关区临夏路 5 号	西关商圈
	西单商场新疆店	乌鲁木齐市新市区北京南路 895 号	汇嘉时代广场商圈
	西宁王府井百货（西门店）	西宁市城中区西大街 40 号	大十字商圈
	西宁王府井百货（城西店）	西宁市城中区五四大街 1 号	大十字商圈
	银川王府井百货	银川市兴庆区新华东街 56 号	新华商圈
购物中心	北京右安门王府井购物中心	北京市西城区右安门内大街 72 号	右安门商圈
	贵友大厦建国门店	北京市朝阳区建国门外大街甲 5 号	建外大街商圈
	新燕莎 MALL	北京市海淀区远大路 1 号世纪金源购物中心中区 1~4 层	远大路商圈
	长沙王府井购物中心	湖南省长沙市岳麓区金星中路 383 号	黄兴路商圈
	洛阳王府井购物中心	洛阳市涧西区南昌路 139 号	王府井购物中心商圈
	熙地港（郑州）购物中心	河南省郑州市郑东新区农业东路 15 号	姚寨商圈
	熙地港（西安）购物中心	西安市未央区未央路 170 号	张家堡商圈
	东营王府井购物中心	山东省东营市东营区天目山路 1199 号	东营王府井商圈
	佛山王府井紫薇港	广东省佛山市禅城区季华四路 70 号	创意产业园商圈
	南昌王府井购物中心	南昌市青云谱区洪城路 188 号	十字街商圈
	哈尔滨王府井购物中心	哈尔滨市道里区景江东路 899 号	工农商圈

西宁大象城购物中心	青海省西宁市城西区五四西路 68 号	海湖新区商圈
西宁王府井生活广场	青海省西宁市城东区建国南路 66 号	大众街商圈
成都王府井购物中心 (科华店)	四川省成都市武侯区科华中路 9 号王府井购物中心 (科华店)F1	科华北路商圈
成都王府井 Discovery	四川省成都市成华区二环路北四段 33 号	府青路商圈
乐山王府井购物中心	乐山市市中区天星路 118 号	柏杨中路商圈
眉山王府井购物中心	四川省眉山市东坡区三苏路 37 号	雕像国际广场商圈
南充王府井购物中心	四川省南充市高坪区江东大道中路五段(白塔公园旁)	白塔路商圈
巴中王府井购物中心	四川省巴中市巴州区秦巴大道西段 2 号	小东门商圈
绵阳王府井购物中心	四川省绵阳市涪城区南河路 16 号	南河商圈
贵阳南国花锦购物中心	贵阳市云岩区中华中路 130 号	富水北路商圈
贵阳逸天城购物中心	贵州省贵阳市南明区市南路 42 号	市南路商圈
贵阳国贸金阳 tpmall	贵州省贵阳市观山湖区金阳南路 6 号	世纪金源/金阳世纪城商圈
贵阳王府井国贸玖福城生活购物中心	贵州省贵阳市观山湖区云潭街道观山西路 3 号	诚信南路商圈
贵州凯里国贸购物中心	北京西路 21 号	北京西路商圈
贵州安顺王府井国贸购物中心	贵州省安顺市西秀区西街街道市西路 87 号塔山广场	东关
贵州遵义国贸购物中心	大连路街道珠海路 1 号	国贸购物中心遵义商圈

资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

2) 有税品牌合作经验丰富数量众多，良好合作关系有望赋能免税品牌供应

链搭建：公司深耕百货、购物中心等线下业态 60 余载，与各大品牌方合作关系密切，品牌积淀丰富，可为后续免税供应链搭建赋能。目前，在有税品牌方面，王府井与超过 5000 家国内外知名零售品牌商、功能服务合作商形成了长期稳定、互利共赢的合作关系，覆盖 25 个重点大类，其中国际知名品牌、国内连锁品牌超过 500 个。

图46：百货门店部分品牌矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 9：王府井北京百货大楼与中国中免经典合作大牌分类对比

	王府井	中国中免
顶奢品牌	 Cartier 卡地亚	 Cartier 卡地亚  BOTTEGA VENETA 葆蝶家  HERMÈS 爱马仕
中奢品牌	 GUCCI 古驰  CHANEL 香奈尔  GIVENCHY 纪梵希  DIOR 迪奥  PRADA 普拉达	 GUCCI 古驰  CHANEL 香奈尔  GIVENCHY 纪梵希  DIOR 迪奥  PRADA 普拉达  FENDI 芬迪  YVES SAINT LAURENT 圣罗兰
轻奢品牌	 MICHAEL KORS MK  COACH NEW YORK 蔻驰  Burberrys OF LONDON 巴宝莉	 MICHAEL KORS MK  COACH NEW YORK 蔻驰  Burberrys OF LONDON 巴宝莉  TIFFANY & Co. TIFFANY  Chloé 蔻依  CELINE Celine  VALENTINO 华伦天奴  TORY BURCH 汤丽柏琦  MCM

资料来源：公司官网，民生证券研究院

3) 会员体系导流免税业务：王府井集团拥有超过 1800 万人的庞大会员体系，可为免税业务导流。

4) 实力雄厚的控股股东和合作方：首旅集团为公司控股股东，是以旅游商贸服务业及相关产业为核心的战略性投资集团，业务囊括“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大板块，文旅资源丰富。此外公司在海南合作的海南橡胶控股股东为海垦集团，背靠海南国资委，实力雄厚，有望进一步赋能公司海南地区的离岛免税和岛内免税业务。

2.2.5 市内、口岸免税店静待政策催化，想象空间大

机场免税静待出境游业务放开政策催化。根据《北京商报》，2021 年公司董事长杜宝祥表示，首都机场的口岸免税店和海南的岛内免税店原本预计会在 2021 年开出，后因受到疫情等因素暂缓进度。我们认为，若后续出境游业务放开等政策催化下，公司机场免税店有望加速落地，进一步开拓公司免税渠道。

市内免税静待国人离境市内免税店政策催化。公司拥有较多优质的自有物业，且占据核心的商圈，未来国人离境市内免税店政策的落地有望进一步催化公司市内免税店业务的开展。

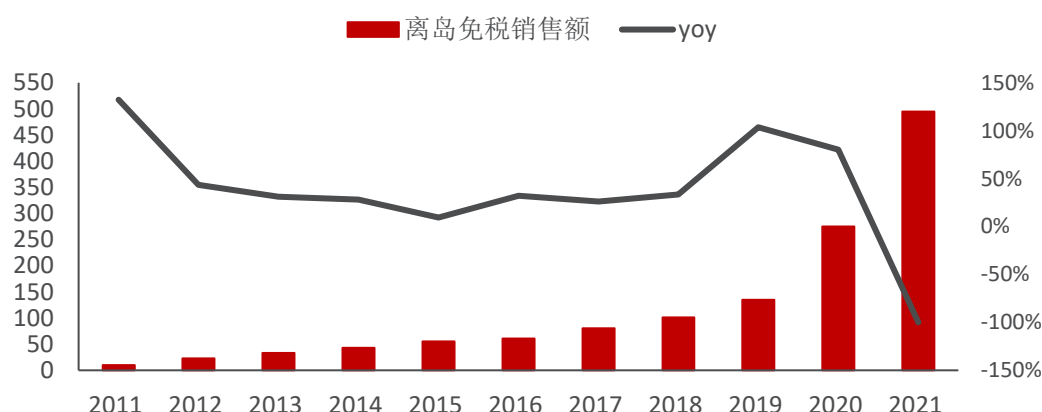
此外，市内免税亦有望依托环球影城展开业务。首旅集团通过首寰投资控股环球影城，北京环球影城自 2021 年 9 月开园至今，客流量达到 1380 万人，同年 9 月 16 日，王府井一站式京式伴手礼集合平台“北京有礼”环球度假区站店也随之开业。我们认为未来公司市内免税店业务布局或将受益于环球影城这一优质文旅综

合体。

2.2.6 海南疫情得到控制，离岛免税客流有望回升，护航免税港顺利开业

免税政策放开+疫情助力消费回流，离岛免税快速成长。过去 10 年每次离岛免税规模的增加都与政策调整保持高度相关，可以发现离岛免税增速突破 30% 的年份，政策都进行了比较大的调整：2013 年，2017 年，2019 年和 2020 年及 2021 年。政策主要通过调整购物限额、离岛方式、以及经营品类对离岛免税市场进行促进。受 2020 年免税政策进一步调整，购物额度由 3 万元提高至 10 万元，叠加同年发生新冠疫情助力消费回流，2021 年离岛免税购物金额达 494.7 亿元，行业同比增速达到 80%，2017-2021 年整体离岛免税购物金额复合增速为 57.65%。长期来看，我们认为受益于政策宽松、消费回流以及消费升级，离岛免税业态仍将保持高景气增长。

图47：2011-2021 年海南省离岛免税销售情况（单位：亿元）



资料来源：海南省商务厅，民生证券研究院

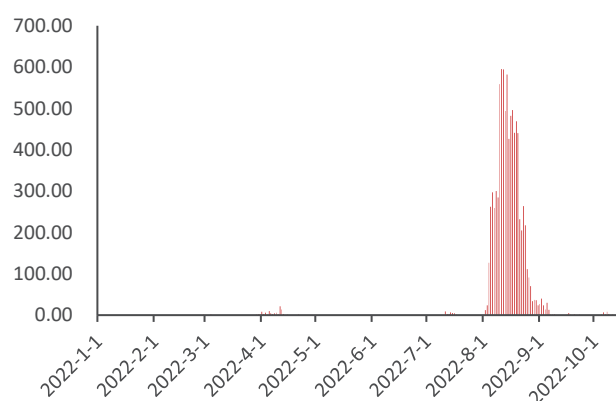
表10：2011 年至今免税政策调整情况

政策时间文号	政策发布部门	政策概况内容
2011.4.20	海关总署	购物额度 5000 元，海南省人员购物限 1 次，岛外游客限 2 次；商品 18 类；年满 18 周岁，只能乘坐飞机离岛但不离境游客
2012.11.1	海关总署	购物额度提高至 8000 元；商品品类扩大至 21 类；放宽单次购物数量限制；人员调整为年满 16 周岁
2015.3.20	财政部	品类扩大至 38 类，并且放宽 10 种商品的单次购物数量限制
2016.2.1	财政部	岛外游客人均购物限额调整至 1.6 万元，取消购物次数限制，并且开设网上销售端口
2017.1.5	财政部	离岛免税购物扩大到火车离岛游客
2018.12.1	财政部、海关总署、税务总局	购物额度提高到 3 万元，取消本岛居民购物次数限制
2018.12.28	海关总署	离岛免税购物扩大到：轮船离岛游客
2020.7.1	财政部、海关总署、税务总局	购物额度提高到 10 万元，不限购买次数，品类扩大到 45 类，增加了酒水（2 瓶，1.5L）、手机（4 部）

资料来源：海关总署，财政部，税务总局，民生证券研究院

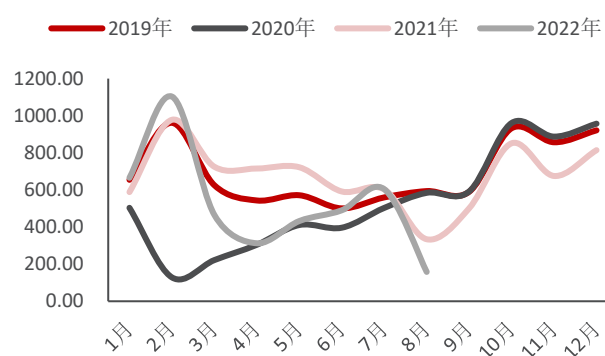
海南疫情得到控制，客流有望逐步回暖。短期来看，疫情为国内离岛免税客流主要干扰因素。2022 年 8 月海南产生疫情，为防控疫情，海南省多家免税店临时闭店，其中三亚国际免税城一期、二期 8 月 5 日起临时闭店，中免集团海口日月广场免税店、GDF 海控全球精品免税城等宣布 8 月 8 日暂停营业一天。在海南省政府的有力防控下，9 月海南所有市县已实现社会面清零，逐步转入常态化疫情防控，8 月初因疫情关闭的 10 家海南离岛免税店已全部复业。本轮疫情得到有效控制，预计后续客流将逐步回暖，为免税港明年开业保驾护航。

图48：海南 2022 年新增新冠确诊病例情况（单位：人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图49：2019-2022 年海南确诊病例情况（单位：人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司为国内百货龙头，深耕零售业态 60 余载，积极探索线下零售业态，获免税牌照打造第二增长曲线。公司从早期的百货业态为王发展为兼具百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专卖店等多业态协同的领先零售集团。同时面对线上购物浪潮以及疫情影响，公司积极探索电商及自营业务的发展。截至目前，公司已经拥有 1800 万会员，已开设零售店铺 598 家，其中大型零售门店 88 家，全国化布局完善。

2020 年公司获得免税经营资质，2021 年万宁市出台《万宁市关于海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021-2023 年）的通知》，**强调加快旅客离岛免税店和岛内居民消费品免税店早日落户万宁，形成免税店与折扣店共同发展的高端购物消费业态**。基于此，公司收购万宁首创奥莱，前瞻性布局海南万宁免税市场，今年 10 月，公司提出将依托首创奥莱（王府井国际免税港）开展离岛免税，拟于 2023 年 1 月开业。海南离岛免税快速发展，我们认为公司有望凭借离岛免税业务打开成长空间。

收入端：针对传统零售业务，我们认为：今年上半年北京、上海、深圳等多个核心城市疫情将影响公司在北京、成都等核心门店业绩，全年业绩整体有所承压。伴随疫情得到控制，公司后续业绩将回暖。

1) 百货：考虑到公司近年来加大百货业态转型升级，近两年除 2021 年公司收购首商股份百货门店数量有所增加，我们认为后续公司对百货拓店更加谨慎，因此我们预测 22-24 年百货门店数量维持为 38/38/38 家，疫情以来百货门店单店收入呈现承压态势，2021 年单店收入同比仍下滑 10%，22H1 上海、北京多地疫情下百货业态延续承压态势，预计 22-24 年单店收入同比增速为 -8%/8%/6%，百货业态整体收入同比增速为 -8%/8%/6%。

2) 购物中心：百货门店加速转型下，购物中心近年门店数量保持增加，2020/2021 各增加 4/3 家，受疫情影响我们认为公司门店开拓将略谨慎，预计 22-24 年将各净增 1/1/0 家，购物中心相较百货娱乐业态更丰富，吸引客流多，恢复弹性较大，疫情以来购物中心收入恢复态势良好，2021 年单店收入同比增长 48.15%，22H1 依旧实现同比正增长，我们预计 22-24 年单店收入同比增长 5.5%/5%/5%，整体收入同比增速为 10.30%/9.57%/5%。

3) 奥特莱斯：今年 7 月公司收购海南旅业增持旗下万宁奥莱，近年来奥莱成为公司百货转型发展的零售业态之一，我们预计 22-24 年奥莱各净增 1 家；2021 年奥莱单店收入同比增 38.44%，22H1 疫情之下奥莱业态依旧实现正增长，我们预测 22-24 年奥莱单店收入同比增速为 3%/3%/3%，整体收入同比增速为 10.36%/9.87%/9.44%。

4) 超市: 受上半年疫情影响, 超市收入同比小幅下滑 0.61%, 预计全年收入略有下滑, 后续业绩回暖, 我们预计 22-24 年超市收入同比增速为 -1%/2%/2%;

5) 专业店: 受上半年疫情影响, 专业店收入承压, 我们预计 22-24 年整体收入同比增速为 -20%/8%/5%。

6) 免税业务: 根据我们表 7 的预测, 23-24 年免税收入分别为 14.56/26.62 亿元。

毛利率端: 1) 传统业务: 22 年受疫情影响, 整体毛利率有所下调, 后续复苏带动毛利率提升, 我们认为 22-24 年, 百货业态毛利率为 34.00%/36.00%/36.50%, 购物中心毛利率为 48.50%/49.20%/49.50%, 奥特莱斯毛利率为 62.50%/65.00%/67.00%, 超市毛利率为 14.00%/14.55%/14.55%, 专业店毛利率为 15.10%/15.30%/15.35%; **2) 免税业务:** 参考三亚海旅免税城第一年开业的毛利率为 27.6%, 相比三亚, 万宁客流量略低, 且由于 2023 年为开业第一年, 品牌建设与场地建设均有待完善, 因此我们认为王府井国际免税港开业第一年客单价略低, 预计开业当年毛利率为 25%, 24 年毛利率提升为 30%。

表11: 公司各项业务拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
百货				
收入 (亿元)	71.09	65.41	70.64	74.88
YOY	26.33%	-8.00%	8.00%	6.00%
门店数量 (家)	38	38	38	38
单店收入 (亿元)	1.87	1.72	1.86	1.97
YOY	-10.24%	-8.00%	8.00%	6.00%
毛利率	37.14%	34.00%	36.00%	36.50%
购物中心				
收入 (亿元)	20.61	22.73	24.91	26.15
YOY	71.55%	10.30%	9.57%	5.00%
门店数量 (家)	22	23	24	24
单店收入 (亿元)	0.94	0.99	1.04	1.09
YOY	48.15%	5.50%	5.00%	5.00%
毛利率	50.51%	48.50%	49.20%	49.50%
奥特莱斯				
收入 (亿元)	16.07	17.73	19.48	21.32
YOY	115.35%	10.36%	9.87%	9.44%
门店数量 (家)	14	15	16	17
单店收入 (亿元)	1.15	1.18	1.22	1.25
YOY	38.44%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	69.69%	62.50%	65.00%	67.00%
超市				
收入 (亿元)	4.93	4.88	4.98	5.08

	YOY	14.35%	-1.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	14.56%	14.00%	14.55%	14.55%
专业店					
	收入 (亿元)	17.91	14.33	15.48	16.25
	YOY		-20.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	15.47%	15.10%	15.30%	15.35%
免税					
	收入 (亿元)			14.56	26.62
	YOY				82.81%
	毛利率			25%	30%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

费用率端, 我们认为: 伴随公司海南国际免税港的开业, 公司的费用投放将略有提升, 22-24 年, 公司销售费用率为 12.66%/12.70%/12.72%, 管理费用率为 11.07%/11.10%/11.13%, 财务费用率为 2.49%/1.53%/1.48%。

表12: 公司各项费用拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用 (亿元)	16.44	15.84	19.06	21.66
管理费用 (亿元)	14.19	13.85	16.65	18.95
财务费用 (亿元)	3.63	3.11	2.30	2.52
销售费用率	12.89%	12.66%	12.70%	12.72%
管理费用率	11.13%	11.07%	11.10%	11.13%
财务费用率	2.84%	2.49%	1.53%	1.48%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

综上, 我们认为, 2022-2024 年公司收入分别为 125.08/150.04/170.30 亿元, 同比增速分别为 -1.9%/20.0%/13.5%, 归母净利润分别为 9.11/11.92/14.04 亿元, 同比增速分别为-32.0%/30.8%/17.8%。

3.2 分部估值分析与投资建议

考虑到王府井现阶段仍为传统零售公司, 而未来免税业务将成为公司成长看点, 传统零售行业和免税行业估值体系差距较大, 因此我们选取分部估值法来对公司进行估值分析。我们选取天虹股份、杭州解百作为传统零售业务的可比公司, 同时也选取中国中免作为免税板块的可比公司。

传统零售业务: 公司传统零售业务 22-24 年收入预计为 125.08/135.48/143.68 亿元, 根据公司 2021 年 10.81% 的净利率, 我们预计 22-24 年传统零售业务净利率分别为 10.80%/10.90%/11.0%, 参考可比上市公司天虹股份、杭州解百 2022-2024 年平均 PE 为 17x/14x/11x, 我们认为王府井作为零售龙头, 其购物中心、奥莱业态在疫情以来恢复态势良好, 因此相较于传统百货公司享有一定的估值溢价, 我们给予公司 22-24 年 PE 各 18x/16x/14x, 可得公司传统业务部分 2023 年对应市值为 236 亿元。

表13：传统零售业务可比上市公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002419.SZ	天虹股份	5.28	0.19	0.23	0.26	0.33	28	23	20	16
600814.SH	杭州解百	5.49	0.48	0.53	0.69	0.79	11	10	8	7
平均值							20	17	14	11

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：EPS 数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 10 月 24 日

免税业务：考虑到公司 2023 年略微亏损，我们选取 PS 估值法对免税业务进行估值。参考可比上市公司中国中免 2023 年 PS 为 3 倍，可得公司免税业务部分 2023 年对应市值为 44 亿元。

表14：免税业务可比上市公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收入 (亿元)				PS			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601888.SH	中国中免	3455.0	676.76	680.26	1035.77	1334.23	5	5	3	3

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：中免收入数据采用 Wind 一致预期，市值时间为 2022 年 10 月 24 日

综上，王府井 2023 年整体市值为 280 亿元。我们认为，伴随疫情好转，复苏逐步实现，公司线下零售业务有望迎来反弹。此外，公司布局海南离岛免税，预计 2023 年开业，2024 年实现盈利，免税业务有望持续受益于蓬勃发展的离岛免税，成为公司的第二增长曲线。未来公司有望受益于“有税业务修复”+“免税业务提供新增量”两大逻辑，公司市值将进一步提升。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

4 风险提示

1) 行业竞争加剧。报告期内，实体零售受到消费结构升级，网络零售的冲击叠加疫情防控等因素影响，零售行业各业态持续分化，市场竞争愈加激烈，公司面临一定的行业竞争风险。

2) 免税业务开展不及预期。受制于疫情反复以及由疫情反复带来的国际交往恢复停滞，集团在免税产品的供应链、物流仓储、营运管理、营销推广、信息系统、线上运营以及跨境电商等经营准备工作的开展可能不及预期，同时由于国内疫情多点散发的趋势未减，离岛免税的游客所带来的销售额可能不及预期。

3) 疫情反复。免税主体业务为线下经营，若疫情反复将影响客流量进而影响消费额。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,753	12,508	15,004	17,030
营业成本	7,379	7,789	9,296	10,452
营业税金及附加	331	325	390	443
销售费用	1,644	1,584	1,906	2,166
管理费用	1,419	1,385	1,665	1,895
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,988	1,437	1,759	2,086
财务费用	363	311	230	252
资产减值损失	-22	-22	-24	-25
投资收益	233	200	200	200
营业利润	1,906	1,302	1,703	2,005
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,906	1,302	1,703	2,005
所得税	528	390	511	602
净利润	1,378	911	1,192	1,404
归属于母公司净利润	1,340	911	1,192	1,404
EBITDA	3,822	3,434	4,031	4,195

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,303	13,824	14,494	15,436
应收账款及票据	269	259	294	325
预付款项	145	156	186	209
存货	1,756	1,771	1,963	2,094
其他流动资产	576	495	433	399
流动资产合计	17,048	16,505	17,371	18,462
长期股权投资	1,547	1,557	1,577	1,667
固定资产	6,861	6,909	6,940	6,970
无形资产	1,194	1,194	1,192	1,191
非流动资产合计	22,103	23,137	22,911	23,202
资产合计	39,151	39,642	40,282	41,664
短期借款	197	0	0	0
应付账款及票据	2,850	2,881	2,929	3,007
其他流动负债	7,587	7,729	8,209	8,547
流动负债合计	10,634	10,609	11,138	11,554
长期借款	739	739	0	0
其他长期负债	7,675	7,731	7,698	7,665
非流动负债合计	8,414	8,470	7,698	7,665
负债合计	19,048	19,080	18,836	19,219
股本	1,133	1,135	1,135	1,135
少数股东权益	756	756	756	756
股东权益合计	20,103	20,562	21,445	22,446
负债和股东权益合计	39,151	39,642	40,282	41,664

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.55	-1.92	19.96	13.50
EBIT 增长率	228.66	-27.71	22.41	18.59
净利润增长率	295.61	-32.02	30.83	17.77
盈利能力 (%)				
毛利率	42.14	37.73	38.04	38.63
净利率	10.51	7.28	7.94	8.24
总资产收益率 ROA	3.42	2.30	2.96	3.37
净资产收益率 ROE	6.93	4.60	5.76	6.47
偿债能力				
流动比率	1.60	1.56	1.56	1.60
速动比率	1.39	1.35	1.35	1.38
现金比率	1.35	1.30	1.30	1.34
资产负债率 (%)	48.65	48.13	46.76	46.13
经营效率				
应收账款周转天数	7.68	7.60	7.20	7.00
存货周转天数	86.84	84.00	78.00	74.00
总资产周转率	0.38	0.32	0.38	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	0.80	1.05	1.24
每股净资产	17.05	17.45	18.23	19.11
每股经营现金流	2.44	3.01	3.49	3.45
每股股利	0.40	0.27	0.36	0.42
估值分析				
PE	18	26	20	17
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.40	6.07	4.80	4.38
股息收益率 (%)	1.92	1.30	1.71	2.01

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,378	911	1,192	1,404
折旧和摊销	1,834	1,997	2,272	2,109
营运资金变动	-756	281	339	263
经营活动现金流	2,772	3,414	3,957	3,916
资本开支	-1,102	-2,230	-2,017	-2,292
投资	82	-9	-9	-19
投资活动现金流	963	-2,814	-1,815	-2,201
股权募资	3,909	2	0	0
债务募资	-915	-255	-833	-57
筹资活动现金流	864	-1,079	-1,472	-774
现金净流量	4,593	-479	671	941

插图目录

图 1: 王府井发展历程	3
图 2: 2017 年至今公司逐步缩短股权层级优化股权结构	4
图 3: 2022H1 王府井吸收合并首商股份前后及 2022H1 股权结构	5
图 4: 2020-2022H1 公司分业态收入 (单位: 百万元)	8
图 5: 2021-2022H1 公司分业态毛利率 (单位: %)	8
图 6: 2020-2022H1 公司分地区收入 (单位: 百万元)	8
图 7: 2018-2022H1 公司分地区收入占比 (单位: %)	8
图 8: 2020-2022H1 分地区毛利率情况	9
图 9: 2012-2022H1 公司收入情况	9
图 10: 2012-2022H1 公司归母净利润情况	9
图 11: 2012-2022H1 公司毛利率与净利率	10
图 12: 2012-2022H1 公司费用率情况	10
图 13: 王府井百货门店数量	11
图 14: 2021 年末王府井百货门店分布	11
图 15: 王府井百货业态收入情况 (单位: 百万元)	11
图 16: 王府井百货业态销售毛利率	11
图 17: 春天百货旗下百货及奥莱门店数量和毛利率情况	12
图 18: 王府井百货主营业务区域分布	12
图 19: 2020 年首商股份百货门店分布	12
图 20: 2021 年末王府井百货门店分布	12
图 21: 王府井东安市场	13
图 22: 王府井喜悦购物中心	14
图 23: 王府井百货大楼哈姆雷斯	15
图 24: 王府井百货大楼和平菓局	15
图 25: 购物中心门店地理位置分布	16
图 26: 2019-2022H1 三大业态门店数量变化情况	16
图 27: 南充王府井购物中心 3 周年店庆	17
图 28: 上色岭南·紫薇文化节	17
图 29: 2020-2022H1 购物中心营业收入及其同比增长率 (单位: 百万元; %)	18
图 30: 2021-2022H1 购物中心毛利率 (单位: %)	18
图 31: 2018-2022H1 奥莱门店数量 (单位: 家)	19
图 32: 截至 2022 年 10 月王府井奥莱门店全国分布图	19
图 33: 王府井不同系列奥莱外观布局	19
图 34: 睿高翊 MSGM 广州 K11 实体店	20
图 35: 睿锦尚品太原王府井百货门店	20
图 36: 生活超市、吉选超市与首航超市总体门店地理位置分布 (截至 2022.10)	21
图 37: 2020-2022H1 超市营业收入及其同比增长率 (单位: 百万元; %)	22
图 38: 2021-2022H1 超市毛利率情况 (单位: %)	22
图 39: 王府井截至 10 月 18 日部分线上平台粉丝数量 (单位: 万人)	22
图 40: 王府井线上平台收入 (单位: 百万元)	22
图 41: 王府井线上业务与智慧门店	23
图 42: 王府井和海南橡胶合资成立免税品经营公司及日用免税品公司	25
图 43: 王府井悦舞小镇外观	26
图 44: 王府井悦舞小镇内部构造	26
图 45: 王府井国际免税港区位优势和政策优势	27
图 46: 百货门店部分品牌矩阵	30
图 47: 2011-2021 年海南省离岛免税销售情况 (单位: 亿元)	32
图 48: 海南 2022 年新增新冠确诊病例情况 (单位: 人)	33
图 49: 2019-2022 年海南确诊病例情况 (单位: 人)	33

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层团队概况	6
表 2: 公司“5+2”业态布局概况	7
表 3: 东安市场品牌矩阵	13
表 4: 购物中心与百货商场的区别	16
表 5: 生活超市、吉选超市与首航超市总体门店地理位置分布 (截至 2022.10)	21
表 6: 北京王府井免税品经营公司管理团队	24
表 7: 2023-2025 年王府井国际免税港空间测算	28
表 8: 公司部分核心门店及其所在商圈	29
表 9: 王府井北京百货大楼与中国中免经典合作大牌分类对比	31
表 10: 2011 年至今免税政策调整情况	32
表 11: 公司各项业务拆分及预测	35
表 12: 公司各项费用拆分及预测	36
表 13: 传统零售业务可比上市公司估值对比	37
表 14: 免税业务可比上市公司估值对比	37
公司财务报表数据预测汇总	39

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026