



零售龙头再出发，有税+免税双轮驱动

投资要点

- 推荐逻辑: 1) 多元零售业态协同发展。**公司作为商贸零售的龙头企业之一，具备百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店等多元零售业态协同发展，覆盖全国七大经济区域，已形成成熟的多元零售生态。**2) 免税业务打开向上空间。**公司2022年6月收购海南奥特莱斯旅业公司，正式开启离岛免税筹备工作，首家免税店计划于2023年1月在万宁市建成开业，预计万宁市2025年接待过夜游客数将达800万人次，免税市场空间较大。**3) 背靠大股东，助力有税+免税双轮驱动。**公司控股股东首旅集团旗下具有丰富的文娱、酒店、餐饮等旅游资源，有助于公司免税业务实现快速增长，形成有税+免税双轮驱动模式，进一步夯实商贸零售龙头地位。
- 国内规模最大、业态最全的商业零售集团之一。**公司传统零售包括百货、购物中心、超市等多种业态，在全国七大经济区域35个城市均设有门店。公司前身为创立于1955年的北京市百货大楼，2014年开始实施战略转型，由单一百货业态向多元业态发展；随后在互联网电商对传统零售造成冲击时，公司一方面通过国企改革以及数字化转型提升企业运营效率，另一方面积极拥抱线上零售，加强私域及公域流量运营，具备较强抗风险能力。
- 百货龙头进军免税，进一步打开向上空间。**公司2020年获得免税品经营资质，是国内第二家拿到全渠道免税经营牌照的公司。2022年6月公司收购海南奥特莱斯旅业公司，正式进军免税行业，首家免税店王府井悦舞小镇计划于2023年1月在万宁开业，公司将成为海南岛第6家免税经营主体。近年来国家大力支持离岛免税发展，2021年离岛免税在国内免税市场占比94%，市场规模达452亿元，同比增长73.8%。公司开拓免税业务有望乘上政策东风，同时凭借自身零售行业多年发展积累，实现快速增长。
- 大股东资源丰富，助力打造有税+免税双轮驱动发展模式。**公司控股股东首旅集团旗下具备文娱、餐饮、旅游等丰富资源，公司在吸收首商股份之后资源整合已基本完成，未来将借助股东的资源优势继续扩大零售业的领先地位。目前，公司已与超过5000家国内外知名零售品牌商形成了长期稳定、互利共赢的合作关系，并积攒了超过1700万会员。同时，公司免税业务稳步推进，第一家离岛免税店即将开业，市内免税也有望逐步打开市场，公司有望凭借大股东的优质资源以及自身零售业积累的品牌及渠道资源，形成免税+有税双轮驱动发展模式，进一步提升综合竞争实力。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年营业收入分别为120.7/146.8/171.4亿元，2022年受疫情影响盈利有所承压，2022-2024年归母净利润增速分别为-48.8%/60.8%/24.9%。考虑到公司免税业务稳步推进，可以与传统零售业态内部资源协同，打造免税+有税双轮驱动模式，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:**免税业态推进不及预期、消费复苏不及预期、国内市场竞争加剧。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12753.08	12069.35	14677.25	17140.01
增长率	55.08%	-5.36%	21.61%	16.78%
归属母公司净利润(百万元)	1340.24	685.69	1102.72	1376.84
增长率	246.55%	-48.84%	60.82%	24.86%
每股收益EPS(元)	1.18	0.60	0.97	1.21
净资产收益率ROE	6.86%	3.28%	5.06%	6.03%
PE	24	47	29	23
PB	1.67	1.64	1.56	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 谭陈渝
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.35
流通A股(亿股)	10.93
52周内股价区间(元)	19.66-29.17
总市值(亿元)	323.49
总资产(亿元)	269.70
每股净资产(元)	14.01

相关研究

目 录

1 国内零售业龙头，有税+免税双轮驱动	1
1.1 商业零售龙头，多元化布局持续推进	1
1.2 持股层级简化，治理优化效率提升	2
2 多元业态协同发力，免税发展可期	4
2.1 历经数十年发展，传统零售转型进行时	4
2.2 内外兼修，多元化业态协同发力	5
2.3 政策利好，免税行业空间广	8
3 百货龙头进军免税，进一步打开向上空间	10
3.1 百货龙头资源丰富，背靠大股东资源协同	10
3.2 免税全牌照资质，免税业务稳步推进	12
3.3 具备资源协同优势，市内免税大有可为	15
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速.....	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司分业务营收占比.....	2
图 5: 公司分地区营收占比.....	2
图 6: 公司股权结构.....	3
图 7: 合并前股权结构.....	3
图 8: 合并后股权结构.....	3
图 9: 2000-2021 年中国百货零售额及增速.....	5
图 10: 2000-2021 年王府井盈利情况.....	6
图 11: 百货企业数字化程度.....	7
图 12: 百货企业对于数字化转型重视程度.....	7
图 13: 2012-2021 年中国免税消费收入.....	8
图 14: 2011-2021 年中国人奢侈品境外消费.....	8
图 15: 国内免税市场规模 (亿元).....	10
图 16: 国内各渠道免税店市场规模占比.....	10
图 17: 王府井品牌资源丰富.....	11
图 18: 王府井万宁悦舞小镇地理位置.....	13
图 19: 王府井万宁悦舞小镇概念图.....	13
图 20: 万宁市接待过夜游客数及增速.....	14
图 21: 离岛免税人均消费&渗透率.....	14
图 22: 王府井与海垦集团合资成立免税公司.....	14

表 目 录

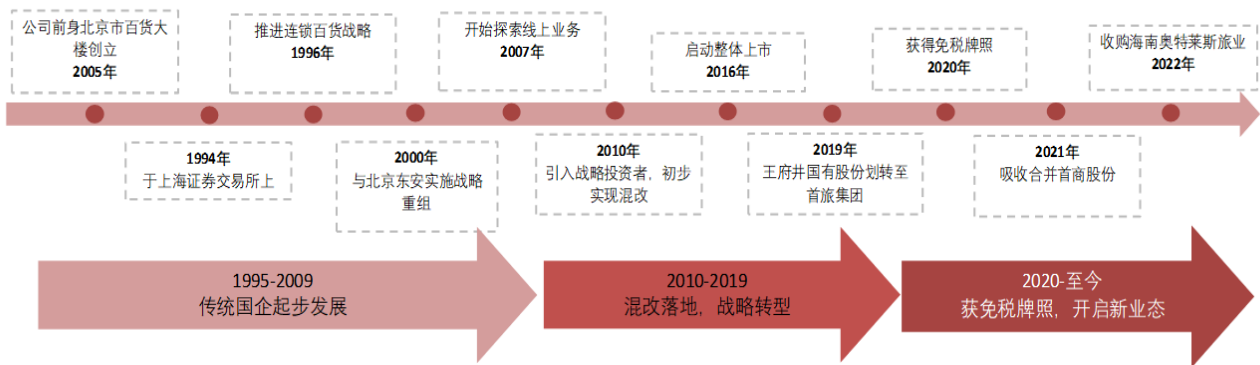
表 1: 公司股权激励解锁条件.....	4
表 2: 百货行业国资背景深厚.....	6
表 3: 2021 年各零售企业主营业务构成.....	7
表 4: 国内免税政策梳理.....	9
表 5: 各类免税渠道区别.....	9
表 6: 2021 年王府井各地区门店营收分布、营收占比及毛利率.....	10
表 7: 首旅集团下属企业情况.....	11
表 8: 国内免税经营主体.....	12
表 9: 2020 年以来市内免税政策梳理.....	15
表 10: 公司在主要省会城市及直辖市的部分门店.....	15
表 11: 分业务收入及毛利率.....	16
表 12: 有税业务可比公司估值 (截至 2022 年 12 月 6 日).....	17
表 13: 免税业务可比公司估值 (截至 2022 年 12 月 6 日).....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 国内零售业龙头，有税+免税双轮驱动

1.1 商业零售龙头，多元化布局持续推进

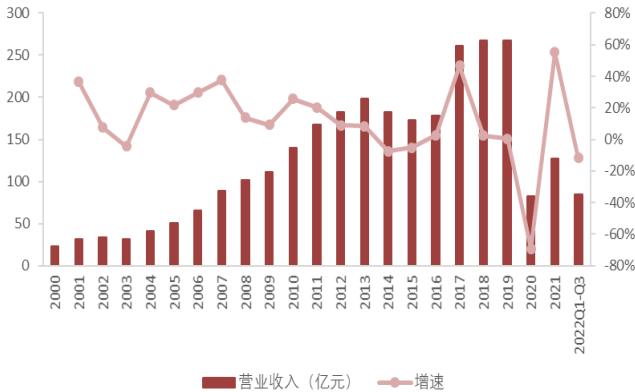
从单一百货业态发展为多元零售业态协同并行。公司前身为创立于 1955 年的北京市百货大楼，1994 年公司在上海证券交易所挂牌上市。为响应经济高速发展背景下对现代百货业的需要，公司在 1996 年开始在全国推进百货连锁战略，实现现代百货业转型。2010 年公司引入战略投资者，初步实现了混合所有制改革。2014 年公司开始实施战略转型，由单一百货业态向百货、购物中心、奥特莱斯等多业态综合发展。2020 年，王府井集团被授予免税品经营资质，成为中国第八个拥有免税牌照的企业。2021 年 1 月，公司与海南橡胶签署投资合作协议，出资成立子公司，用于发展运营海南省免税项目。同年公司通过换股吸收合并首商股份，合并后首旅集团持股比例达到 33.9%，持股的进一步集中有利于首旅集团助力公司免税业务的推进。2022 年公司收购海南奥特莱斯旅业，正式进军离岛免税业务。未来公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动，进一步提升王府井的综合竞争能力。

图 1：公司发展历程

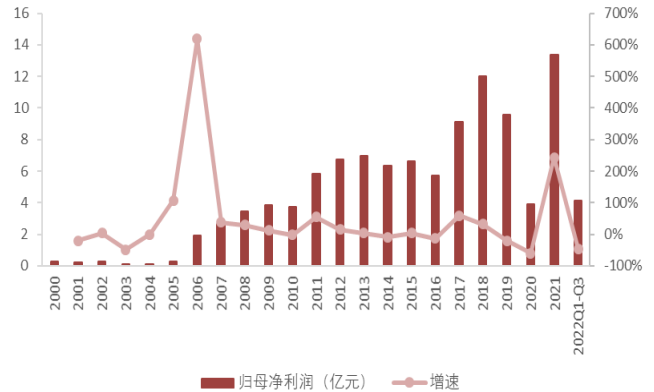


数据来源：公司官网，西南证券整理

营收与业绩在后疫情时代恢复态势明显。2000-2012 年间，随着居民消费水平的提高以及公司经营规模的扩大，公司营收与业绩快速增长，其中 2006 年利润大幅增长主要因为转让王府井大厦 15% 股权所致。在 2013 年之后，受到互联网电商的冲击，公司营收增速有所放缓，随后在 2017 年出现大幅增长，主要原因为公司当年完成收购 Belmont Hong Kong Ltd. 100% 股权并纳入合并报表范围。受到疫情影响，实体门店关闭、线下客流减少，2020 年公司营收与业绩均出现大幅下滑；2021 年随疫情管控趋稳，公司实体经营基本恢复，叠加 2020 年低基数效应，营收利润实现明显提升，营业收入同比增长 55% 至 128 亿元，归母净利润同比增长 243.6% 至 13.4 亿元。

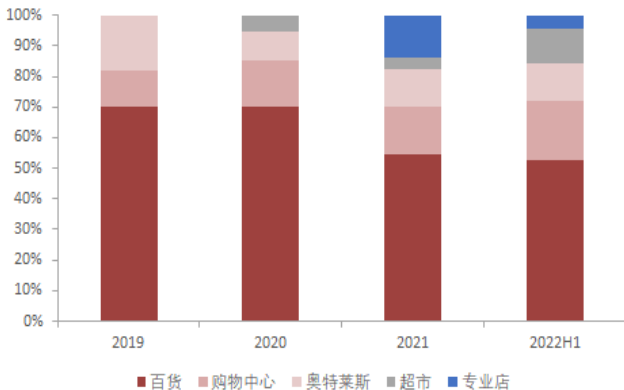
图 2：公司营业收入及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

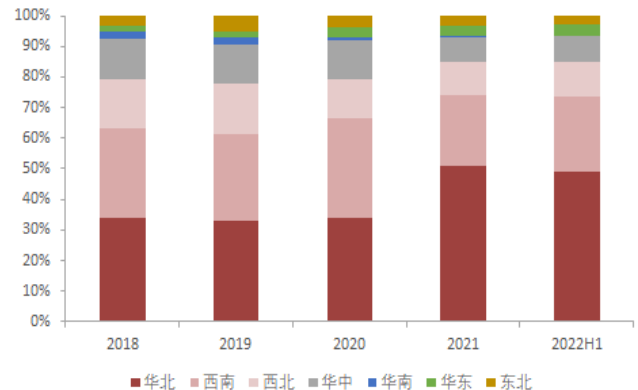
图 3：公司归母净利润及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

百货贡献主要营收。公司以百货业务起家，逐渐形成了集百货、奥特莱斯、购物中心、免税经营和超市等业态和线上业务协同运营的格局。目前百货依然是公司最大的收入来源，2022H1 占比为 52.5%，但相较于 2020 年 70.3% 有明显下滑，预计随着消费习惯改变和零售业态变迁，百货占比将继续缩减。分地区来看，公司目前已覆盖七大经济区域，其中华北和西南地区营收贡献较多，2022H1，华北和西南地区合计贡献超 70% 的营收。

图 4：公司分业务营收占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

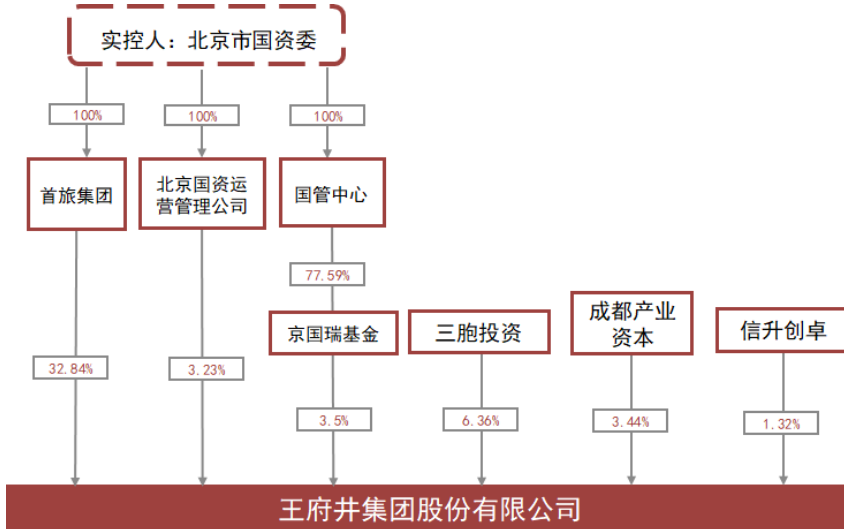
图 5：公司分地区营收占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 持股层级简化，治理优化效率提升

引入战略投资者，简化持股层级。2006 年，公司实施股权分置改革，公司非流通股股东将其持有的公司 49.52% 的股权转让给北控商投，方案实施后原非流通股可上市流通；2010 年，王府井在集团公司层面引入战略投资者，优化治理结构，初步形成混合所有制改革；2016 年 9 月，公司通过增发引进京国瑞基金、三胞集团与懿兆投资，在引入战略投资者的同时优化资本结构，降低资产负债率；2017 年公司完成对母公司王府井国际的吸收合并，实现国有企业的整体上市，简化了持股层级；2018 年起，首旅集团逐渐完成对公司的合并重组，持股 26.73%，成为公司的控股股东；2021 年公司通过换股吸收合并首商股份，吸收合并后首旅集团持股 32.84%，仍为公司控股股东。

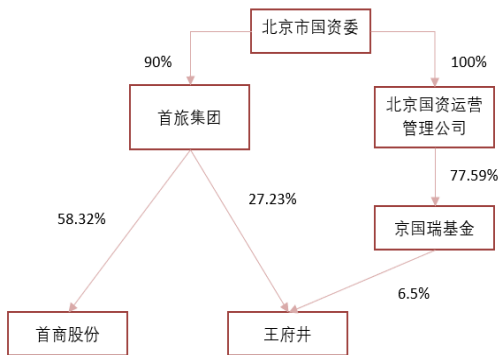
图 6：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

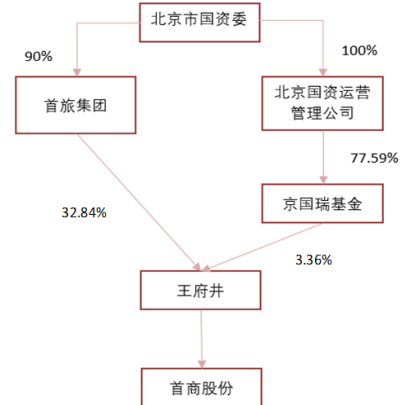
2021 年公司向包括首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募资不超过 40 亿，并通过换股吸收合并首商股份，换股比例为 1:0.3058。合并前首旅集团持有首商股份 58.32% 股权，持股王府井 27.23%，合并后首旅集团持有公司股份达 32.84%，合并完成后首商股份终止上市并注销法人资格。在国有企业深化改革的大背景下，王府井和首商股份贯彻落实党中央改革指导思想进行重组，有利于解决合并双方的同业竞争问题，同时持股的进一步集中有利于首旅集团帮助王府井快速推进免税业务。

图 7：合并前股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：合并后股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励落地，绑定核心高管。为了建立长效激励机制，公司于 2020 年推出股权激励计划，拟以 12.74 元/股的价格向包括董事、高级管理人员等在内的不超过 130 人授予 775.5 万份股票期权，占公司当时股本总额的 1%。业绩考核以 2016-2018 年的平均扣非净利润为基数，2021、2022、2023 年扣非净利润增长率分别不低于 20%/30%/40%，ROE 分别不低于 8%/8.5%/9%，且上述指标不低于当年对标企业 75 分位值，购物中心和奥莱业态营收占总营收的比例分别达到 30%/40%/50%。股权激励计划的实施完善了公司的长效激励机制，

绑定核心高管，调动了管理骨干和核心员工的积极性，助力公司持续保持增长。2021 年第一个行权期行权条件已达成，可行权人员合计 125 名，可行权数量合计 220.8 万份。

表 1：公司股权激励解锁条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2016-2018 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2021 年的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%，2021 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率不低于 8%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2021 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 30%。
第二个行权期	以 2016-2018 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2022 年的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 30%，2022 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率不低于 8.5%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2022 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 40%。
第三个行权期	以 2016-2018 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2023 年的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 40%，2023 年度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率不低于 9%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2021 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入的比例不低于 50%。

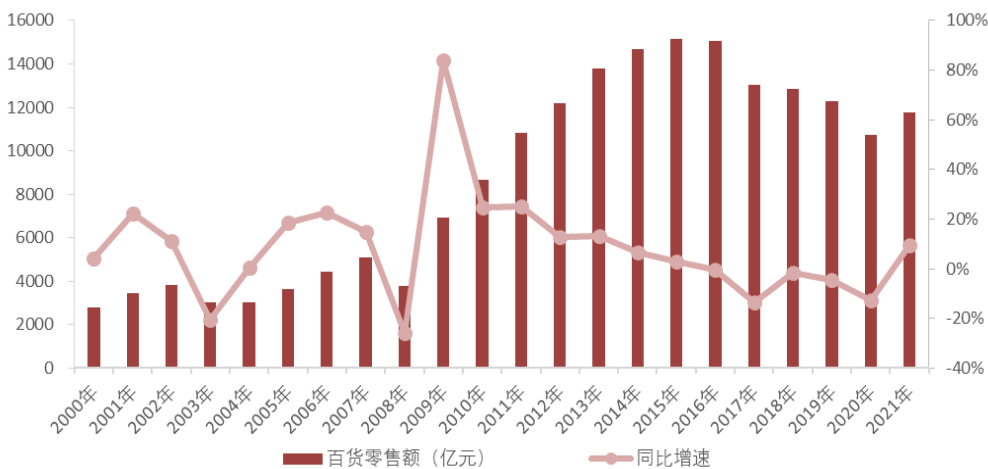
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 多元业态协同发力，免税发展可期

2.1 历经数十年发展，传统零售转型进行时

百货零售额经历快速发展后进入下行趋势，亟需转型升级。随着国内经济的发展、居民人均收入的提高，国内零售行业呈现快速增长的趋势。而百货作为重要的消费渠道之一，其经营发展也一度表现亮眼。根据国家统计局数据显示，除了 03 年的非典疫情以及 08 年的金融危机影响之外，2000-2011 年，国内百货零售额复合增速达到了 13% 以上。在此期间，王府井等百货龙头通过联营或者连锁经营等模式，在竞争中脱颖而出，营收增速表现更优。2000-2011 年，公司营收复合增速达到 20% 左右。

随着电子商务的快速发展，高效的互联网零售模式对百货行业形成了一定的冲击，百货销售规模呈现下滑的态势。2012-2020 年，百货销售规模复合增速为 -1%。随着居民消费个性化需求的增多，国内零售业态逐步转向更加个性化的精品店、体验更好的购物中心、效率更高的线上消费，行业演变呈现了多元化的趋势，传统百货业态也面临转型升级。

图 9：2000-2021 年中国百货零售额及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

回顾百货零售的发展，行业整体呈现出两个鲜明的特点：

(1) 短期来看，与宏观经济呈现较高的关联度。由于百货销售产品以可选消费为主，其景气度与宏观经济表现关联度较高，也容易受到外部因素影响（比如疫情直接影响百货销售表现）。根据王府井 2021 年年报显示，公司百货业态中，化妆、女装、珠宝、男装和运动为销售前 5 类商品，在总销售中占比约七成；公司奥特莱斯业态中，运动，女装，男装、鞋帽和箱包为销售前 5 类商品，在总销售中占比约九成。

(2) 长期来看，与消费者消费偏好变化有关。随着经济的进一步发展，国内消费逐步进入“第三消费时代”。消费主力年轻化，消费个性化需求增多，消费者在购买渠道的选择上也呈现了多样化的表现。一方面，高效便捷、高性价比的线上消费备受青睐；另一方面，消费体验更好的购物中心、个性化突出的精品超市也受到了消费者追捧。零售形式的变化随着消费者的偏好逐步变化，2020 年的疫情客观上加快了这个过程。一方面疫情促使传统百货公司加快转型升级，积极利用线上平台为线下销售引流；另一方面疫情也客观上促进了行业低效门店的清理。

2.2 内外兼修，多元化业态协同发力

为了摆脱行业的增长困境，各百货企业积极自救，努力寻求转型。一方面积极变革，通过国企改革以及数字化转型提升企业运营效率；另一方面扩大经营业态，多元化布局百货、购物中心、新零售以及免税业务，强化多业态的协同发展。

2.2.1 内部优化，变革提效正当时

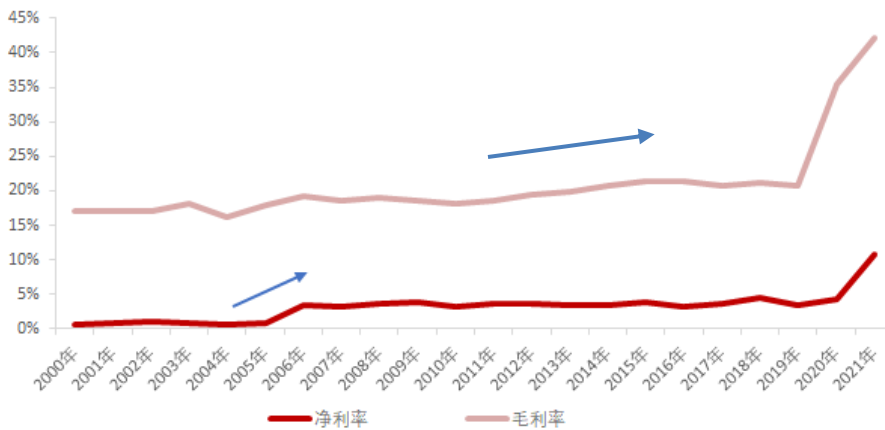
国企混改焕发活力。整体来看，零售企业一半以上具备国资背景，有望通过混改激发内部活力，提升自身经营效率。混改主要包括三大方向：（1）引入战略投资者，改善管理机制、借助资金优势完成并购与横向扩张；（2）通过员工持股或者股权激励激发企业内部活力，提升经营效率；（3）背靠国资集团，以上市公司为平台进行业务拓展。

表 2：百货行业国资背景深厚

公司简称	第一大股东	持股比例
天虹百货	中航国际实业控股有限公司	43.4%
王府井	北京首都旅游集团有限责任公司	32.9%
重庆百货	重庆商社(集团)有限公司	54.4%
鄂武商 A	武汉商联(集团)股份有限公司	21.6%
广百股份	广州商贸投资控股集团有限公司	32.3%
辽宁成大	韶关市高腾企业管理有限公司	15.3%

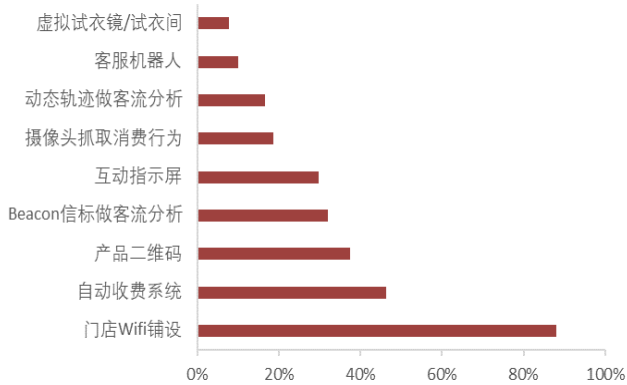
数据来源：公司公告，西南证券整理

目前三种模式下均有一些优秀的零售企业混改案例，并且取得了良好的变革效果。以王府井为例，2006 年公司实施了股权分置改革，内部治理效率提升。2006 年公司净利率明显优化，同比提升了 2.6pp。2010 年之后公司持续进行混改优化公司治理机制，通过引入战略投资者、换股吸收合并同类资产等等，公司毛利率整体呈现提升态势。2020 年起执行新收入准则，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分类，因此收入、成本、毛利率等较同期发生较大变化，不具备较强可比性。

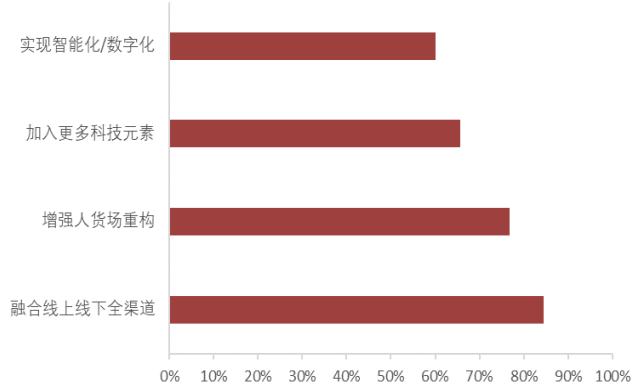
图 10：2000-2021 年王府井盈利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

数字化转型提升效率。相较于新兴的线上购物而言，传统百货零售企业“科技含量”不高。根据中国百货商业协会统计分析，2018 年仅有 46.2%的百货店样本企业应用自动收费系统，31.9%的百货店样本企业应用 Beacon 信标进行客流分析，百货零售商在数字化应用上还存在进步的空间。随着百货零售商的数字化转型逐步开展，全流程数据共享分析，百货企业的经营效率将得到进一步提升，据《2021-2022 中国百货零售业发展报告》，2021 年已有 85.4%的百货企业开展了线上业务。

图 11：百货企业数字化程度


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 12：百货企业对于数字化转型重视程度


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.2.2 外延升级，多元化布局协同发力

在完成内部治理机制的同时，百货零售企业也在积极推进业务多元化发展，夯实自身综合竞争能力。针对不同的城市发展，零售公司积极推动百货业态向不同方向转型。在消费能力较强的一二线城市，零售公司推动百货业务向中高端升级或者向购物中心转化，提升消费者购物体验，与线上消费形成差异化竞争；此外，针对盈利能力不佳甚至出现亏损的门店，公司选择性升级改造为奥莱业态。在三四线城市中，零售公司积极推动百货门店下沉，辅以超市等多元化业态，增强消费者的场景体验。

以天虹股份、王府井、重庆百货、鄂武商等零售企业为例，公司的营收来源均比较丰富，百货、购物中心、超市等多业态布局正持续完善。多业态战略布局不仅有利于公司满足消费者的多元化需求，还能增强企业的抗风险能力，提升市场综合竞争实力。

表 3：2021 年各零售企业主营业务构成

公司简称	业态	营业收入（亿元）	收入占比
王府井	百货	71.1	54.4%
	购物中心	20.6	15.8%
	奥特莱斯	16.1	12.3%
	超市	4.9	3.8%
	专业店	17.9	13.7%
重庆百货	百货	24.2	12.4%
	超市	68.1	35.1%
	电器	24.1	12.4%
	汽车贸易	70.3	36.2%
天虹股份	百货和购物中心	42.2	35.1%
	超市	75.1	62.5%
	便利店	2.9	2.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

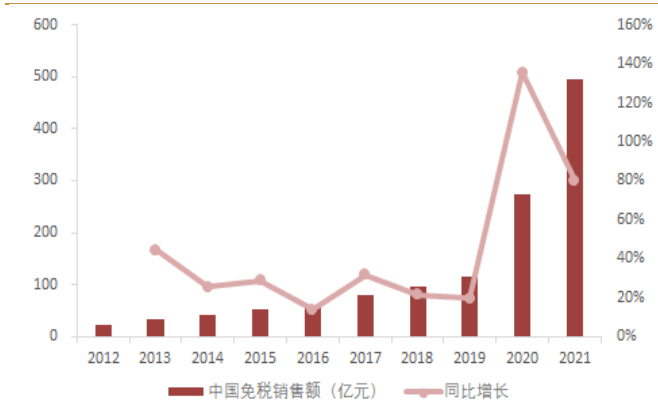
与此同时，考虑到百货行业占据核心商圈，具备客流优势，能够与免税业态形成协同效应。百货占据了人流量较高的核心商圈，叠加丰富的专柜品牌以及多样化的购物场景提高进店率，具备了较高的客流量。同时，百货公司多以化妆品、服装、皮包等品类销售为主，单客户消费均价较高。百货零售公司具备较高的客流量以及较高的单客户价值。

此外，百货公司通过多年的经营，已经与国际品牌建立了较强的联系，品牌资源丰富。未来在拓展免税业务方面，百货公司与品牌商的合作将有一定的优势。随着市内免税业态的发展，免税业务吸引而来的优质客流量也将对百货业态进行反哺。多元业态经营发展下，品牌资源有望实现协同共享。

2.3 政策利好，免税行业空间广

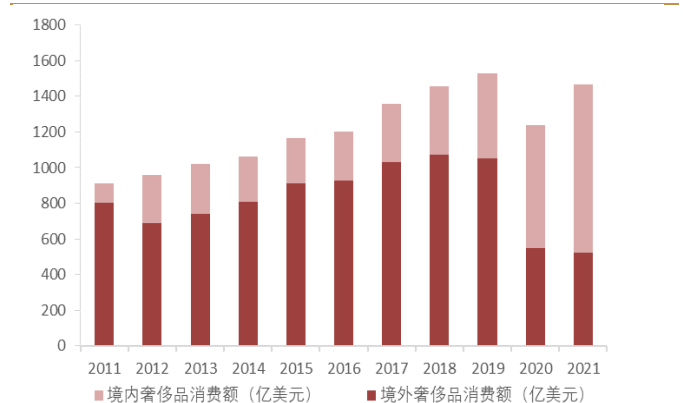
免税行业潜力十足。随着国内经济的快速发展，居民消费能力的提升，我国免税消费收入也呈现了快速发展的态势。根据商务部数据显示，2013-2021年中国免税销售收入复合增速达到了40.7%。

图 13：2012-2021 年中国免税消费收入



数据来源：商务部，西南证券整理（缺失数据由前后置平均值补齐）

图 14：2011-2021 年中国人奢侈品境外消费



数据来源：《2020-2021 中国奢侈品报告》，西南证券整理

奢侈品消费回流，境内消费空间广。以免税主要产品奢侈品为例，近年来国民奢侈品消费持续增长，中国消费者已经成为全球奢侈品消费的重要用户之一。2011-2021年，中国人奢侈品消费金额已经从912亿美元增长至1465亿美元，而其中近70%（疫情前）的消费均发生在境外市场，境内消费仅占30%左右，消费外流严重。疫情影响下境外旅游减少，叠加国内免税政策进一步放松，奢侈品消费有所回流，2021年奢侈品境内消费占比提升至64.4%。

政策利好，国内免税市场有望进一步发展。短期来看，疫情影响下出入境客流减少，有望培育消费者境内购买奢侈品的习惯；长期来看，在促进“经济内循环”的基调下，国内免税政策的逐步放宽，市内免税店数量稳步拓展，国内免税销售有望持续快速增长。

表 4：国内免税政策梳理

日期	文件	政策内容
2011.3.24	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	国务院决定在在海南省开展离岛免税政策试点，对乘机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物的税收优惠政策。
2016.2.18	《关于口岸进境免税店政策的公告》	国务院决定增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。
2019.5.17	《口岸出境免税店管理暂行办法》	除国务院另有规定外，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权。
2020.2.28	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020.6.29	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度从每年每人 3 万元提高为 10 万元人民币，购物品种从 38 种增至 45 种，不限次数。
2022.1.24	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

数据来源：商务部，发改委，海关总署，西南证券整理

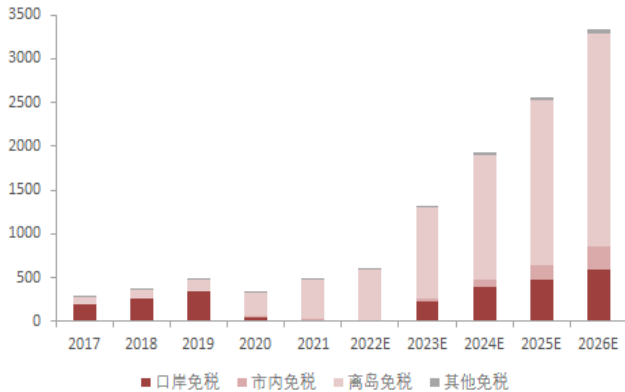
从免税行业的结构来看，目前的免税店主要可分为口岸免税（主要表现为机场和码头等免税店）、离岛免税、市内免税和运输工具免税四种业态。不同免税业态在经营区域、购买条件等方面存在不同。

表 5：各类免税渠道区别

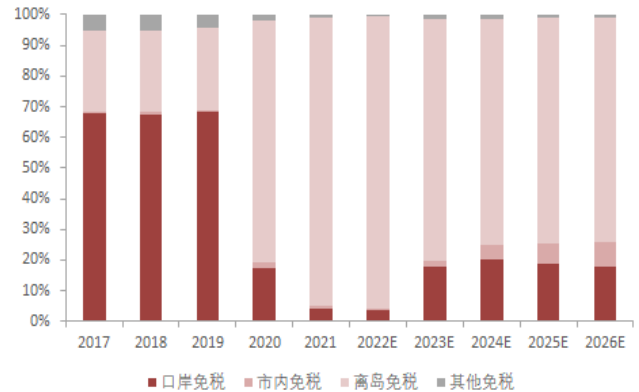
渠道类型	设置地区	购买条件	商品类型	购买额度	提货方式
口岸免税	机场、火车站、港口等跨境枢纽	持有效证件和交通工具凭证，还未办理出入境的旅客	烟、酒、香化、食品和保健品等 14 类商品	连同境外免税购物总额总计不超过 8000 元人民币	机场、火车站、港口直接提货
离岛免税	海南岛	年满 16 周岁，离开海南本岛但不离境的国内外旅客	包含电子产品等 45 类商品	10 万元/人/年	离岛口岸提货、邮寄到家、返岛自提
市内免税 (回国补购)	城市繁华商业区	年满 16 周岁，入境 180 天内中国旅客	香化、箱包等常见免税奢侈品外，还包括生活	5000 元	现场购买提货
市内免回(离境)		出境外国人、港澳台同胞	必需品、药品等	无限额	机场保税区提货
运输工具免税	往来国际或地区的运输工具	搭乘该运输工具的出入境旅客	便于携带、种类较少	-	直接购买提货

数据来源：海关总署，西南证券整理

国内免税市场增长主力由口岸转向离岛。据弗若斯特沙利文分析，受疫情影响，2020-2022 年国内免税市场规模有短暂下滑，但随着疫情趋于稳定、防控措施常态化，预计 2023 年开始免税市场将重回高增态势，2026 年有望达到 3329 亿元。分渠道来看，2019 年以前主要以口岸免税为主，占比接近 70%，而疫情导致出入境受限，国际旅游人次大幅下滑，口岸免税自此受到巨大冲击，导致消费大量回流，叠加离岛免税政策持续加码，离岛免税一跃成为国内最大免税渠道，2021 年口岸/离岛占比为 4%/94%。随着离岛免税旅游购物生态逐渐丰富、旅游购物一站式体系逐步完善，预计未来离岛免税占比将维持在 75% 左右。

图 15: 国内免税市场规模 (亿元)


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

图 16: 国内各渠道免税店市场规模占比


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

3 百货龙头进军免税, 进一步打开向上空间

3.1 百货龙头资源丰富, 背靠大股东资源协同

选址充分覆盖核心商圈。王府井成立于 1955 年, 前身是北京百货大楼, 经过 67 年的发展, 已经建立了包括王府井百货, 王府井购物中心, 王府井奥莱, 赛特奥莱等深受消费者喜爱的品牌体系。截至 2021 年底, 公司共运营 74 家连锁门店, 销售网络覆盖全国七大经济区域, 35 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。从地区拆分来看, 公司华北和西南地区门店数量较多, 也是公司营收主要来源地区。2021 年公司华北、西南门店分别有 26、20 家, 营收占比分别为 54.3%、24.4%。公司门店数量众多, 选址多位于人流量密集的核心商圈, 能够充分覆盖优质客户人群。

表 6: 2021 年王府井各地区门店营收分布、营收占比及毛利率

地区	自有物业门店数量(家)	租赁物业门店数量(家)	门店总数(家)	营业收入(亿元)	营业收入占比	毛利率
华北地区	11	13	26	69.3	54.4%	40.1%
华中地区	5	5	10	11.2	8.8%	40.4%
华南地区	1	0	1	0.8	0.6%	34.2%
西南地区	3	17	20	31.1	24.4%	40.6%
西北地区	4	10	14	14.9	11.7%	37.1%
华东地区	1	1	2	4.4	3.5%	19.1%
东北地区	3	0	3	4.3	3.4%	52.4%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

品牌资源丰富, 客户粘性较强。王府井已与超过 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。通过成熟的经营管理模式, 经验丰富的运营管理团队和良好的品牌合作关系, 公司积累了规模庞大的会员体系。超过 1700 万的王府井会员以及超过 2000 万的粉丝遍及全国各地, 构筑了王府井庞大的流量基础。借助丰富的品牌专柜以及多元化业

态充分引流，公司持续强化客户粘性，会员用户消费占比稳步提升。2021 年会员在总销中的占比为 60%，总体保持稳定，与同期基本持平。

图 17：王府井品牌资源丰富



数据来源：公司官网，西南证券整理

背靠大股东有望实现资源协同。大股东首旅集团是国内大型旅游企业集团之一，确立了酒店、餐饮、旅行社、旅游商业、汽车服务及景区景点为主的业务板块，旗下拥有“首旅酒店”、“王府井”和“全聚德”三家上市公司。大股东首旅集团实现了旅游全产业链的布局，有望从多方面协同助力公司发展。

表 7：首旅集团下属企业情况

名称	主要业务	持股比例	名称	主要业务	持股比例
北京首旅酒店（集团）股份有限公司	旅游服务及酒店	34.4%	北京古玩城市场集团有限责任公司	投资管理	100%
北京首旅置业集团有限公司	酒店、旅游及房地产	100.0%	北京东来顺集团有限责任公司	餐饮	100%
北京首汽（集团）股份有限公司	汽车运营、修理及租赁	87.7%	北京大运河俱乐部有限责任公司	娱乐	97%
北京展览馆集团有限公司	承办展览、酒店	100.0%	北京燕莎中心有限公司	物业出租	40.6%
华龙旅游实业发展有限公司	饭店及旅游	100.0%	北京颐和园宾馆有限公司	酒店	60%
中国康辉旅游集团有限公司	旅游服务	51.0%	丰盛世纪置业有限公司	房地产开发经营	100%
北京市长富宫中心有限责任公司	酒店及写字楼	100.0%	北京首采联合电子商务有限责任公司	商务服务	100%
北京亮马河大厦有限公司	酒店及写字楼	50.0%	新斯维克美国有限公司	投资管理	100%
北京新世纪饭店有限公司	酒店及写字楼	40.0%	新斯维克巴黎有限公司	投资管理	100%
北京凯威大厦有限公司	酒店及写字楼	100.0%	北京首商集团股份有限公司	商业零售	58.3%
北京西单友谊集团	投资管理	100.0%	北京首采运通电子商务有限责任公司	电子商务	100%
北京斯博人才交流有限责任公司	信息交流与咨询	100.0%	上海京诺投资有限公司	投资管理	100%
北京市上园饭店有限责任公司	酒店及写字楼	100.0%	北京京海航程投资有限公司	投资管理	100%
中国全聚德（集团）股份有限公司	餐饮	43.7%	安麓（北京）酒店管理有限公司	酒店	40%
首都旅游集团（香港）控股有限公司	投资	100.0%	北京首都旅游集团财务有限公司	财务公司	56.6%
京港国际旅游有限公司	投资	87.5%	北京首寰文化旅游投资有限公司	投资管理	51.9%
兆龙饭店有限公司	酒店	100.0%	北京首旅景区投资管理有限公司	投资管理	100%

名称	主要业务	持股比例	名称	主要业务	持股比例
北京首旅集团培训中心	培训	100.0%	北京王府井东安集团有限责任公司	商业	10.0%
北京聚全餐饮有限责任公司	餐饮	100.0%	北京首旅慧联科技有限责任公司	电子商务	63.0%
北京市建国饭店公司	酒店	100.0%	王府井集团股份有限公司	商业零售	27.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2021 年王府井通过非公开发行募资换股吸收合并首商股份，在减少同业竞争的同时，在门店分布、营销投放、顾客资源和供应商渠道等方面实现资源整合。首商股份拥有“燕莎商城”、“燕莎奥莱”、“西单商场”等知名的商业品牌，是具有较强区域优势和突出影响力的大型商业企业集团。截止 2021 年 5 月末，首商股份拥有 15 家主营门店（其中 11 家分布在北京），超过 339 万的会员。通过吸收合并双方在门店分布、商业品牌、供应商渠道和会员数量等方面已有资源的整合，预期公司商业品牌竞争力、经营效率和市场影响力将得到有效提升。

布局线上多维引流，全渠道融合发展。为促进全渠道发展，推动线上线下的融合，王府井一方面围绕实体业务和顾客需求，搭建了微信商城、小程序、微信社群、直播间、微信公众号、微博等流量入口，同时进行线上线下的联动营销和即时服务。通过线上流量入口的打造，不仅可以第一时间触达顾客，让顾客体验在线服务、购物、送货到家或到店自提等多种服务场景，而且还能实现线上到线下、线下到线上的跨渠道营销，为顾客提供更优服务体验、更便捷的购物体验。另一方面，王府井网上商城作为独立运营的线上平台，开通了微信端、天猫旗舰店等多个入口，为顾客提供线上线下一体化的服务体验，支持线上订购送货上门、线上支付到店核销、线上订购到店提货等跨渠道购物体验。2021 年，公司实现线上销售额超 10 亿元，在微信私域和抖音公域直播场次合计 2478 场，观看量 1164 万人次，门店微商城业务中台试点上线 12 家，新的供应链平台在 32 家百货门店全面上线。

3.2 免税全牌照资质，免税业务稳步推进

获得免税全牌照，加速推进免税业务。公司于 2020 年 6 月收到首旅集团转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务，同年公司设立全资子公司北京王府井免税品经营有限公司，开始向免税行业进军。公司是继中国中免之后国内第二家具备全渠道免税牌照的公司，具备较强竞争优势，有望快速提升市场份额。

表 8：国内免税经营主体

公司	实控人	控股股东	获得牌照时间	牌照类型	门店数	免税店布局
中国中免 (包含日上、海免、港中旅)	国务院国资委	中国旅游集团	1984	全牌照	193 家	三亚国际免税城 (100%)、三亚凤凰机场免税店 (51%)、海口美兰机场免税店 (51%)、海口日月广场免税店 (100%)、琼海博鳌免税店 (100%)，分布全国 100 余个城市的各类市内、口岸免税店，以及 9 家境外免税城
海发控	海南省国资委	海南国资委	2020	离岛	2 家	三亚凤凰机场免税店 (49%)、海口美兰机场免税店 (49%)，海控全球精品免税店
海旅投	海南省国资委	海南国资委	2020	离岛	1 家	三亚海旅免税城

公司	实控人	控股股东	获得牌照时间	牌照类型	门店数	免税店布局
深免	深圳市国资委	深圳市国资委	1980	口岸、离岛	43家	海口观澜湖免税城，全国多个城市口岸免税店
朱免	珠海市国资委	珠海市国资委	1980	口岸	20余家	粤港澳大湾区及其他城市的出入境免税店
中出服	国务院国资委	中国医药集团	1983	口岸、离岛、市内	17家	中服三亚国际免税购物公园，全国多个城市口岸及市内免税店
王府井	北京市国资委	北京首都旅游集团	2020	全牌照	王府井万宁悦舞小镇预计将于2023年1月开业	

数据来源：各公司官网，各公司公告，wind，西南证券整理

首先布局离岛免税，首家免税店开业在即。2022年5月，公司收购海南奥特莱斯旅业开发有限公司100%股权，正式进军离岛免税。海南旅业旗下的海南万宁首创奥特莱斯店，是海南首家开业且单体面积最大的奥莱项目，2019年销售额超20亿元。2022年10月28日，公司获准在海南省万宁市经营离岛免税业务，王府井国际免税港（王府井万宁悦舞小镇）拟于2023年1月开业。该项目总建筑面积10.25万平方米，依托海南省万宁市清新旅游度假圣地的特色，精选免税全品类优质商品，甄选有税高品质品牌，叠加丰富多元的餐饮娱乐组合配套，结合王府井内地广大的会员顾客与海南丰富的旅游顾客资源，汇合购物与休闲旅游特色，融合线上线下，打造独具特色的有税+免税购物模式。

图 18：王府井万宁悦舞小镇地理位置



数据来源：百度地图，西南证券整理

图 19：王府井万宁悦舞小镇概念图



数据来源：公司官网，西南证券整理

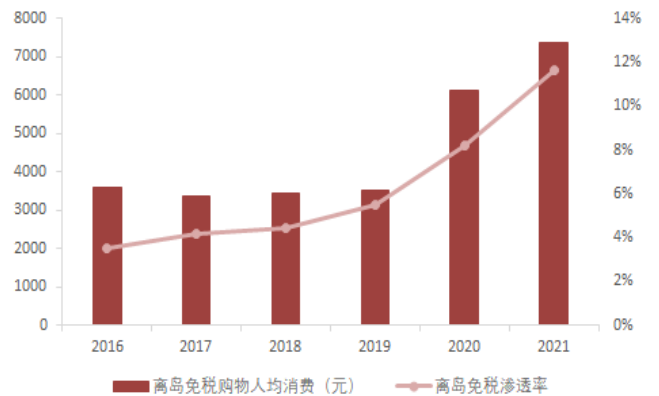
万宁市有望被打造为海南省下一个旅游胜地。万宁市日月湾是著名的冲浪胜地，体育旅游已成为万宁的标志性名片，2013-2019年接待过夜游客人次复合增速为5.7%，2020年受疫情影响出现下滑，2021年有较明显恢复，接待过夜游客数351.8万人次，同比增长39.7%。《万宁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提到，2025年万宁市旅游过夜人数目标为800万人次，旅游收入目标为100亿元。另外据海南海关统计，离岛免税人均消费及渗透率均呈现快速增长态势，2021年人均消费达到7367元，渗透率达到了11.6%。如果万宁市旅游规划目标达成，公司作为万宁市首家免税经营主体将充分受益客流增长，免税收入有望快速打开成长空间。

图 20: 万宁市接待过夜游客数及增速



数据来源: 万宁市统计局, 西南证券整理

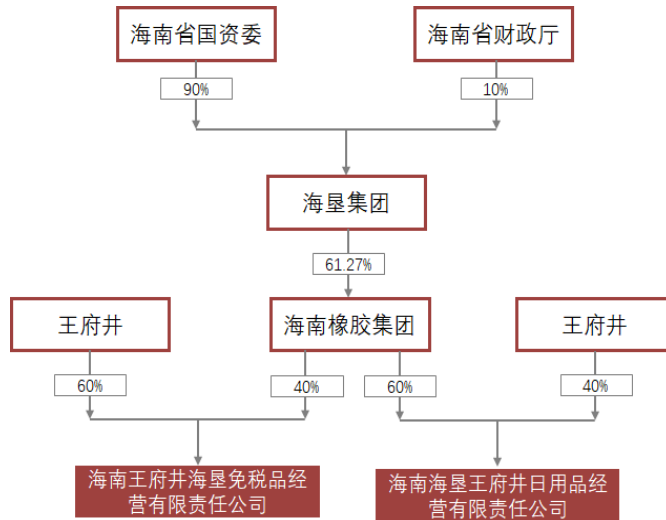
图 21: 离岛免税人均消费&渗透率



数据来源: 海南海关, 西南证券整理

除万宁市之外, 公司在离岛免税市场还有更多布局。2021 年 1 月, 公司与海南橡胶签署投资合作协议, 分别出资成立海南王府井海垦免税品经营公司及海南海垦王府井日用免税品经营公司, 用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。为统筹公司在海南地区的免税业务管理, 公司子公司北京王府井计划在海口出资设立王府井(海南)总部有限公司, 截止 2021 年 7 月, 该公司设立登记已完成。

图 22: 王府井与海垦集团合资成立免税公司



数据来源: wind, 西南证券整理

公司在海南开展免税业务的合作方海南橡胶, 主要经营天然橡胶生产、种植、加工、销售、仓储、运输, 电子商务服务等等, 以销售天然橡胶的初加工品为主要营收来源。海南省国资委为海南橡胶的实际控制人, 海南省农垦投资控股集团有限公司为海南橡胶的控股股东, 持有其 64.35% 股份。合作方实控人为海南国资委, 未来王府井在开展海南免税业务过程中, 将在商业项目以及土地资源上占据优势。此外, 海南橡胶的控股股东为海垦集团, 旗下拥有旅游地产业务, 2019 年海垦集团的旅游地产业务营收达到了 26.9 亿元, 营收占比 11.5%。海垦集团具备房地产开发二级资质, 可利用土地资源超过 20 万亩, 房地产业务主要业态包括住宅、商用、商业以及写字楼综合体等等。未来王府井在海南开展免税业务过程中, 也将同海垦集团旗下资源形成协同效应。

3.3 具备资源协同优势，市内免税大有可为

市内免税政策频出，发展空间巨大。市内免税与离岛以及口岸相比，具备独特优势，首先市内免税地理位置优越，大都开在一二线城市的核心商圈，消费者的购物时间和方式更加灵活，交通更为便利，购物体验更多元化；另外市内免税主要针对回国补购和离境外国人，相较机场免税店，市内免税门店具备更大的经营面积和更多的品牌入驻，且消费者有更充裕的购物时间，因此客单价也将高于机场免税店。近年来支持市内免税发展的利好政策频出，国内市内免税市场有望进入快速发展阶段，公司作为少数拥有市内免税牌照的经营主体将率先受益政策红利。

表 9：2020 年以来市内免税政策梳理

颁发时间	颁发部门	政策文件	政策内容
2020 年 2 月	发改委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2021 年 3 月	国务院	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021 年 10 月	中国中央、国务院	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	支持符合条件的地区建设市内免税店、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务，促进国际消费便利化。
2022 年 1 月	发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022 年 4 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

数据来源：政府网站，西南证券整理

王府井作为百货行业龙头企业，有望快速实现传统零售与市内免税业务的资源协同。一方面，王府井的前身是“新中国第一楼”的北京百货大楼，经过长时间的深耕与发展，在北京占据了核心商圈，门店选址地理位置优越。另一方面，王府井的主营业务百货零售中经营商品品类以及目标消费人群同免税业务高度重合。因此，公司大力发展免税业务，吸引来的消费群体也将对百货等业态形成反哺。

表 10：公司在主要省会城市及直辖市的部分门店

业态	门店名称	地址	经营建筑面积 (万平方米)	物业权属
百货	北京百货大楼	北京市东城区王府井大街 253-255 号	10.6	自有
	成都王府井百货	四川省成都市锦江区总府街 15 号	5.8	自有
	武汉王府井百货	湖北省武汉市江汉区中山大道 858 号	3.4	自有
	长沙王府井百货	湖南省长沙市天心区黄兴中路 27 号	7.1	部分自有
	重庆王府井百货 2 店	重庆市沙坪坝区小新街 49 号	3.8	租赁
购物中心	北京新燕莎金源 MALL	北京市海淀区远大路 1 号	18.2	租赁
	成都王府井购物中心	四川省成都市武侯区科华中路 2 号	9.1	租赁
	熙地港 (西安) 购物中心	陕西省西安市未央区凤城七路 8 号	14.8	自有
	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	13.7	自有
奥特莱斯	北京燕莎奥特莱斯	北京市朝阳区东四环南路 9 号	9.7	租赁

业态	门店名称	地址	经营建筑面积 (万平方米)	物业权属
	天津新燕莎奥特莱斯	天津空港经济区环河北路 98 号	8.8	自有
	沈阳赛特奥特莱斯	辽宁省沈阳市东陵区双园路 36 号	14.9	自有
	长春赛特奥特莱斯	吉林省长春市净月经济开发区永顺路 388 号	9.8	自有

数据来源：公司公告，西南证券整理

依托北京区位优势，有望由点及面推动市内免税业务。公司控股股东首旅集团通过首寰投资间接控股北京环球影城，环球影城自 2021 年 9 月开业一周年累计接待游客超过 1380 万人次，预计将拉动近千亿元的文旅消费市场。公司能够围绕环球影城这一地标性旅游景点，立足北京区域，推动北京市内免税业务起步，中长期向异地扩张，形成规模效应。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司主要零售业态维持稳定，预计 2022-2024 年百货门店分别为 38、38、37，购物中心数量分别为 22、23、24；奥特莱斯数量分别为 14、14、15；

假设 2：公司万宁免税城按预期开店营业，开业初期品牌入驻、客流量、周边设施尚处于完善中，2023-2024 年毛利率分别为 25%、30%；

假设 3：万宁市接待过夜游客数量预计 2025 年达到 800 万人次，2022-2025 年复合增速为 22.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
百货	收入	7109.5	6469.6	7051.9	7545.5
	增速	26.3%	-9.0%	9.0%	7.0%
	毛利率	37.1%	35.0%	37.1%	37.2%
购物中心	收入	2061.2	1999.3	2159.3	2332.0
	增速	71.5%	-3.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	50.5%	48.0%	50.0%	50.5%
奥特莱斯	收入	1606.9	1526.6	1709.8	1846.6
	增速	115.3%	-5.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	69.7%	66.0%	69.5%	70.0%
超市	收入	492.7	497.7	522.5	543.4
	增速	14.4%	1.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	14.5%	14.0%	15.0%	15.2%
专业店	收入	1791.1	1576.2	1733.8	1872.5
	增速		-12.0%	10.0%	8.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
免税	毛利率	15.5%	14.0%	15.0%	15.5%
	收入			1500.0	3000.0
	增速				100.0%
合计	毛利率			25.0%	32.0%
	收入	12753.1	12069.4	14677.3	17140.0
	增速	55.1%	-5.4%	21.6%	16.8%
	毛利率	42.1%	37.5%	38.1%	38.6%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

因为公司首家免税店预计将于 2023 年 1 月开业, 打造有税+免税双轮业务驱动发展战略, 而有税业务和免税业务估值差别较大, 因此我们采取 SOTP 法对公司进行估值。

针对公司有税业务我们选取重庆百货、天虹股份、武商集团为可比公司, 2022-2024 年三家公司平均 PE 分别为 20 倍、17 倍、15 倍。

表 12: 有税业务可比公司估值 (截至 2022 年 12 月 6 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600729.SH	重庆百货	22.95	2.41	2.55	2.89	3.37	10.79	9.01	7.94	6.81
002419.SZ	天虹股份	6.29	0.19	0.19	0.23	0.29	32.48	33.15	27.83	21.80
000501.SZ	武商集团	10.86	0.98	0.61	0.68	0.67	10.74	17.86	15.88	16.25
平均值							18.00	20.01	17.22	14.95

数据来源：Wind, 西南证券整理

针对公司免税业务我们选取中国中免作为可比公司, 因为公司免税业务尚处起步阶段, 首家离岛免税店计划于 2023 年 1 月开业, 预计 2024 年开始盈利, 故采用 PS 估值法, 2022-2024 年中国中免 PS 分别为 7 倍、4 倍、3 倍。

表 13: 免税业务可比公司估值 (截至 2022 年 12 月 6 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601888.SH	中国中免	210.00	676.76	619.49	1001.65	1307.33	6.33	7.01	4.33	3.32

数据来源：Wind, 西南证券整理

考虑到公司有税零售业务全国性布局、多业态协同发展, 积极拥抱新零售模式; 另外公司在万宁市第一家免税店开业在即, 未来将形成有税+免税双轮驱动发展模式, 首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

免税业态推进不及预期、消费复苏不及预期、国内市场竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753.08	12069.35	14677.25	17140.01	净利润	1378.28	672.86	1086.07	1363.99
营业成本	7378.72	7547.43	9079.63	10529.99	折旧与摊销	843.56	791.59	791.59	791.59
营业税金及附加	331.22	278.01	358.71	415.25	财务费用	362.56	324.05	320.51	331.33
销售费用	1643.59	1569.02	1805.30	2108.22	资产减值损失	-21.78	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	1419.09	1387.98	1511.76	1765.42	经营营运资本变动	310.53	-886.40	1029.01	665.01
财务费用	362.56	324.05	320.51	331.33	其他	-101.14	-39.90	-28.66	-1.14
资产减值损失	-21.78	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	2772.01	842.20	3178.53	3130.78
投资收益	232.93	55.00	30.00	30.00	资本支出	-1424.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	41.81	-2.15	-4.61	3.95	其他	2387.32	83.65	25.39	33.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	962.73	83.65	25.39	33.95
营业利润	1905.83	1035.73	1646.73	2043.76	短期借款	197.00	-197.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.47	-5.84	1.13	-1.31	长期借款	-45.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1906.31	1029.89	1647.86	2042.45	股权融资	5477.36	2.21	0.00	0.00
所得税	528.03	357.02	561.79	678.46	支付股利	-116.44	-268.05	-137.14	-220.54
净利润	1378.28	672.86	1086.07	1363.99	其他	-4649.15	-3352.87	-320.51	-331.33
少数股东损益	38.04	-12.83	-16.65	-12.85	筹资活动现金流净额	863.77	-3815.71	-457.65	-551.87
归属母公司股东净利润	1340.24	685.69	1102.72	1376.84	现金流量净额	4593.49	-2889.86	2746.26	2612.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14302.82	11412.96	14159.22	16772.08	成长能力				
应收和预付款项	618.23	743.20	858.09	1006.98	销售收入增长率	55.08%	-5.36%	21.61%	16.78%
存货	1755.51	1803.43	2197.94	2536.54	营业利润增长率	205.63%	-45.65%	58.99%	24.11%
其他流动资产	371.18	322.14	391.75	457.48	净利润增长率	288.47%	-51.18%	61.41%	25.59%
长期股权投资	1546.90	1546.90	1546.90	1546.90	EBITDA 增长率	133.40%	-30.87%	28.24%	14.78%
投资性房地产	1869.81	1869.81	1869.81	1869.81	获利能力				
固定资产和在建工程	6938.83	6436.73	5934.64	5432.54	毛利率	42.14%	37.47%	38.14%	38.56%
无形资产和开发支出	2051.64	1851.52	1651.40	1451.28	三费率	26.86%	27.18%	24.78%	24.53%
其他非流动资产	9695.66	9606.29	9516.92	9427.54	净利率	10.81%	5.57%	7.40%	7.96%
资产总计	39150.58	35592.98	38126.66	40501.16	ROE	6.86%	3.28%	5.06%	6.03%
短期借款	197.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.52%	1.89%	2.85%	3.37%
应付和预收款项	3345.90	3220.01	4104.51	4672.72	ROIC	106.64%	-77.40%	-71.63%	-51.16%
长期借款	739.00	739.00	739.00	739.00	EBITDA/销售收入	24.40%	17.83%	18.80%	18.48%
其他负债	14765.83	11124.12	11824.36	12487.21	营运能力				
负债合计	19047.73	15083.12	16667.88	17898.93	总资产周转率	0.42	0.32	0.40	0.44
股本	1132.84	1135.05	1135.05	1135.05	固定资产周转率	2.06	1.83	2.40	3.06
资本公积	10088.75	10088.75	10088.75	10088.75	应收账款周转率	53.45	47.33	53.03	51.27
留存收益	8125.40	8543.04	9508.63	10664.93	存货周转率	5.20	4.17	4.51	4.43
归属母公司股东权益	19347.01	19766.84	20732.42	21888.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	297.73%	—	—	—
少数股东权益	755.84	743.01	726.36	713.51	资本结构				
股东权益合计	20102.85	20509.85	21458.78	22602.23	资产负债率	48.65%	42.38%	43.72%	44.19%
负债和股东权益合计	39150.58	35592.98	38126.66	40501.16	带息债务/总负债	4.91%	4.90%	4.43%	4.13%
					流动比率	1.60	2.14	2.13	2.19
					速动比率	1.44	1.87	1.87	1.92
					股利支付率	8.69%	39.09%	12.44%	16.02%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3111.96	2151.37	2758.83	3166.67	每股收益	1.18	0.60	0.97	1.21
PE	24.14	47.18	29.34	23.50	每股净资产	17.05	17.41	18.27	19.28
PB	1.67	1.64	1.56	1.48	每股经营现金	2.44	0.74	2.80	2.76
PS	2.54	2.68	2.20	1.89	每股股利	0.10	0.24	0.12	0.19
EV/EBITDA	2.42	3.38	1.64	0.60					
股息率	0.36%	0.83%	0.42%	0.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn