

纺织免税组

王府井 (600859.SH) 买入 (首次评级)

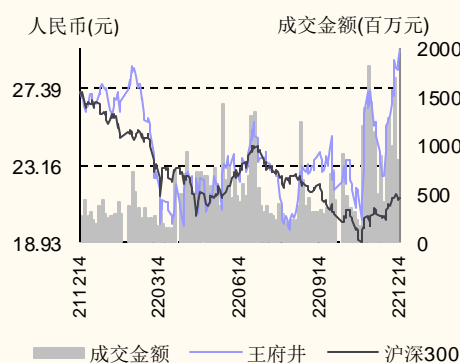
公司深度研究

市场价格 (人民币): 29.60 元

目标价格 (人民币): 34.35 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.35
已上市流通 A 股(亿股)	10.93
总市值(亿元)	335.97
年内股价最高最低(元)	29.60/19.66
沪深 300 指数	3955
上证指数	3177



免税项目落地在即，百货龙头重启成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,223	12,753	11,701	14,267	17,287
营业收入增长率	-69.30%	55.08%	-8.25%	21.93%	21.17%
归母净利润(百万元)	387	1,340	620	991	1,375
归母净利润增长率	-59.77%	246.55%	-53.73%	59.77%	38.79%
摊薄每股收益(元)	0.498	1.183	0.546	0.873	1.211
每股经营性现金流净额	1.05	2.45	1.42	2.79	3.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.36%	6.93%	3.14%	4.88%	6.50%
P/E	65.39	22.82	54.18	33.91	24.43
P/B	2.20	1.58	1.70	1.65	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 多业态百货零售龙头，逆势经营韧性凸显。** 公司为全国规模最大的零售集团之一，电商冲击下积极转型，内生拓店+外延收购逐步形成线上线下并举，百货、购物中心、奥莱等多业态协同布局，在 38 个城市运营 77 家门店。2021 年公司紧抓恢复窗口期大力扩销增效+合并首商股份，22Q1-3 疫情反复背景下业绩承压，营收/归母净利下滑 12%/45%。
- 存量业务积极转型，消费升级+回流利好规模提升。** 公司采取多元化稳步拓店策略，调整传统百货并增加购物中心、奥莱占比，1H22 末百货/购物中心/奥莱门店分别 38/23/14 家，门店卡位中高线城市核心地段，优质客流集聚效应显现。我国境内奢侈品消费规模稳健增长，近 5 年复合增速达到 13%，且近年因疫情出入境受限消费回流趋势显著（疫情以来 CAGR 14%），公司旗下业态入驻品牌定位高端消费人群，有望受益于消费升级+回流大趋势。
- 离岛免税业务即将启动，协同赋能打造第二成长极。** 22 年 10 月万宁国际港离岛免税项目获批通过，拟于 23 年 1 月开业：1) 位置上，万宁近年来通过“小众”、“冲浪”等标签关注度提升，该项目差异化对标万宁本地客群及游客，竞争压力较小，购物便捷性和品牌丰富度提高销售转化。2) 管理上，万宁首创奥莱是海南首家开业且单体面积最大的名品折扣店，知名度高、客流圈层优质且运营体系完善，为后续免税转型奠定基础。另外，公司控股股东首旅集团布局餐饮、住宿、商业及旅游等，各板块有望协同、形成有效流量闭环。参考中免海棠湾运营初期坪效、盈利爬坡情况，综合王府井奥莱免税业态扩展节奏，预计 2023~24 年公司免税业务实现营收 10.1/29.9 亿元，毛利率 27%/35%，至 24 年实现盈亏平衡。

投资建议

- 预计公司 22~24 年实现归母净利 6.20/9.91/13.75 亿元，同比 -54%/+60%/+39%。公司存量业务积极转型+扩张，多元定位各需求群体；首个免税项目即将落地，有望充分受益于海南客流及政策红利，叠加自身位置、管理优势，长期成长可期。给予公司 23 年有税/免税业务 31 倍 PE/4 倍 PS，对应目标价 34.35 元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复、免税业务开展不及预期、股权质押、大股东减持、限售股解禁。

杨欣

分析师 SAC 执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

内容目录

1、多业态百货零售龙头，逆势经营韧性凸显	4
2、存量业务积极转型，消费升级+回流利好规模提升	7
2.1、百货零售步入成熟期，体验式线下消费成为新主流	7
2.2、多业态有序扩张，体验化转型推进	9
3、离岛免税业务即将启动，协同赋能打造第二成长极	12
3.1、牌照稀缺性提升准入门槛，政策助推免税行业发展	12
3.2、万宁免税港启动在即，享离岛政策红利	13
3.2、集团协同赋能，助推多业态免税发展	14
4、盈利预测与投资建议	15
4.1、盈利预测	15
4.2、投资建议及估值	16
5、风险提示	17

图表目录

图表 1: 受疫情影响公司营收出现下滑 (亿元, %)	5
图表 2: 疫情以来公司利润端有所承压 (亿元, %)	5
图表 3: 2022 年以来王府井营收降幅处于同业中枢水平 (%)	5
图表 4: 2022 年以来零售百货公司受疫情影响业绩均有所承压 (%)	5
图表 5: 公司毛利率位于行业中枢水平 (%)	5
图表 6: 购物中心、奥莱业态毛利率较高 (%)	5
图表 7: 公司净利率处于行业中间水平 (%)	6
图表 8: 百货业务营收占比有所下降 (亿元)	6
图表 9: 近年来公司购物中心营收占比不断提升 (%)	6
图表 10: 华北、西南营收占比领先 (百万元)	7
图表 11: 22 年以来华北、华东销售相对稳健 (%)	7
图表 12: 王府井在我国百货行业市占率稳定于 TOP3 (%)	7
图表 13: 各线城市购物中心进入效益提升阶段 (家, %)	8
图表 14: 2021 年全国购物中心体量增长有所提速 (万平方米, %)	8
图表 15: 我国购物中心平均面积呈现逐年下滑趋势 (万平方米)	8
图表 16: 实物商品线上累计销售额、同比及占社消品零售总额比重 (亿元, %)	9
图表 17: 网络购物用户规模增速明显下降 (万人, %)	9
图表 18: 主要电商平台月度活跃用户增长放缓 (%)	9
图表 19: 公司主营业务分模式营收 (亿元)	10
图表 20: 新会计准则下主营业务分模式营收 (亿元)	10
图表 21: 购物中心、奥莱业态数量不断提升 (家)	10
图表 22: 2020~21 年购物中心、奥莱保持净开店 (家)	10

图表 23: 公司各业态梳理 (截至 1H22)	10
图表 24: 公司位于北京的门店地理位置优越.....	11
图表 25: 随疫情好转我国境内奢侈品消费规模有望持续扩容 (亿元, %) ...	11
图表 26: 我国高端消费回流趋势延续 (%)	11
图表 27: 公司旗下百货、购物中心及奥莱入驻品牌丰富且定位偏高端.....	12
图表 28: “和平菓局” 全息影院	12
图表 29: “和平菓局” 京味儿主题街区.....	12
图表 30: 各公司开设门店.....	13
图表 31: 我国免税市场格局集中, 中免一家独大 (%)	13
图表 32: 海南离岛免税购物金额及增速 (亿元, %)	14
图表 33: 海南离岛免税购物人数及增速 (亿元, %)	14
图表 34: 万宁王府井免税城规划图.....	14
图表 35: 首旅集团各版块业务相互协同.....	15
图表 36: 2023~24 年免税业务收入测算 (万元, 平方米, %)	16
图表 37: 王府井收入拆分 (百万元, %)	16
图表 38: 有税业务可比估值.....	17
图表 39: 免税业务可比估值.....	17

1、多业态百货零售龙头，逆势经营韧性凸显

■ 历程：首旅旗下核心资产，规模体量稳健增长

王府井集团为目前全国规模最大、业态最全的商业零售集团之一，经过 67 年发展，逐步形成了综合百货、购物中心、奥莱、超市多业态协同发展，线上线下融合的模式；截至 1H22 末，公司在全国 7 大经济区域 38 个城市共运营 77 家大型综合零售门店，总经营建筑面积达到 445 万平方米。

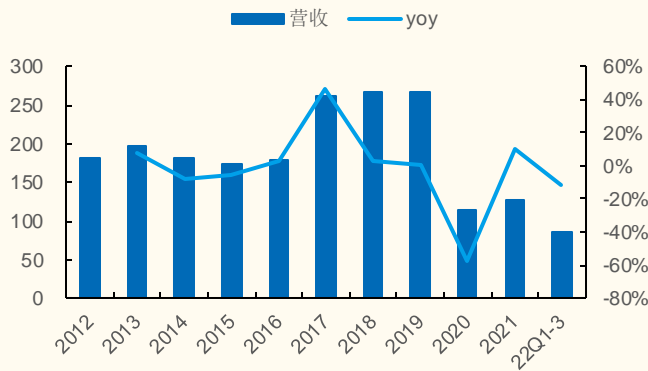
公司的发展历程可以分为四个阶段：

- 1) 门店创立，成功上市 (1955~1995)：公司创立于 1955 年，为新中国公私合营后成立的第一家百货商店，被誉为“新中国第一店”；1984 年公司开始实施“政企分开、简政放权”等一系列改革；1993 年公司进一步进行股份制改造，成立北京王府井百货（集团）股份有限公司；1994 年在上交所挂牌上市，是我国最早的商业上市企业之一。
- 2) 连锁化推进，快速扩张 (1996~2013)：上个世纪 90 年代开始，随着百盛、新世界等为代表的新锐百货商场纷纷入驻北京抢占份额，公司在竞争中加快连锁化推进。1996 年王府井广州店顺利开业，标志着公司迈开从传统单店发展向跨区域连锁经营的第一步，随后又陆续进入武汉、成都、长沙、西宁等城市，公司进入快速扩张阶段。2000 年，公司于北京东安集团实施战略性重组；2013 年公司又进一步收购中国春天百货，稳健扩张中完成在中国 7 大经济区域门店布局。
- 3) 宏观挑战加剧，多业态模式发展 (2014~2019)：伴随着淘宝、京东等电商平台的快速发展，网络零售对传统百货造成冲击，而综合购物中心、奥特莱斯等业态快速发展，传统百货聚客效应减弱。竞争加剧背景下，公司积极转型，逐渐形成线上线下并举、多业态共同发展模式。
 - 1) 线上：一方面王府井网上商城作为独立运营的线上平台，开通微信端、天猫旗舰店等多个入口，另一方面及时搭建微信小程序、直播间及微博等流量入口，以提供线上线下联动营销和及时服务。
 - 2) 线下：逐步形成集百货、奥莱、购物中心和超市四大业态协同发展格局，实现从线性到树状发散。
- 4) 获免税牌照，开启第二增长极 (2020 年至今)：2020 年 6 月公司获得免税品经营资质，并全面推进口岸免税、市内免税、离岛免税和岛内免税项目落地。

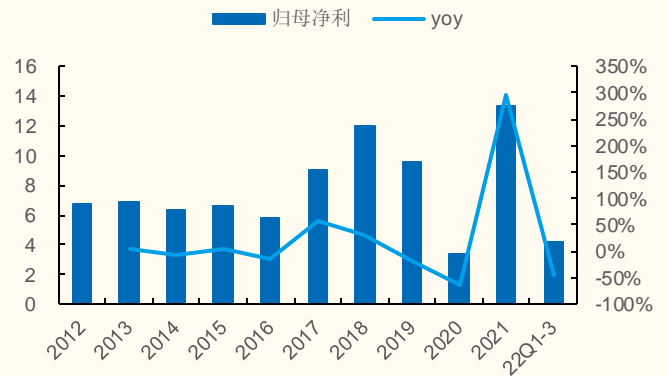
■ 财务：疫情下短暂承压，经营韧性行业领先

2020 年公司实现营收 82.2 亿元，同比下滑 69.3% 主要系疫情叠加收入准则调整影响（可比口径下同比下滑 5.9%）；实现归母净利 3.87 亿元，同比下滑 59.8%。2021 年伴随着疫情好转公司紧抓恢复窗口期，大力扩销增效，叠加公司吸收合并首商股份，公司实现营收 127.5 亿元，可比口径下同增 10.6%，实现归母净利 13.4 亿元，可比口径下同比增长 295.6%。22 年 Q1-3 公司实现营收 84.66 亿元、同比下滑 11.7%，实现归母净利 4.15 亿元、同比下滑 45.5%，业绩承压主要受到年初至今多地疫情散发、各地门店经历不同程度停业或缩短营业时间影响。

图表 1: 受疫情影响公司营收出现下滑 (亿元, %)



图表 2: 疫情以来公司利润端有所承压 (亿元, %)

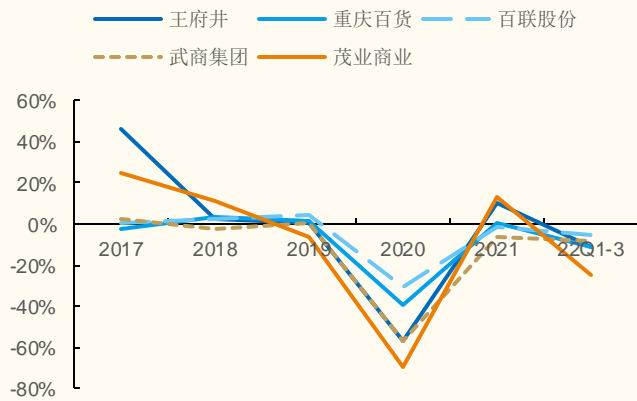


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

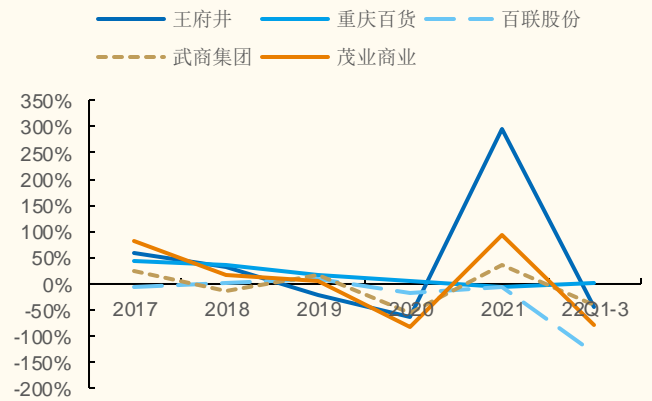
疫情背景下龙头韧性突出, 业绩增长在行业中领先。相较于行业中其他连锁百货公司, 王府井 2021/22Q1-3 营收分别同比+11%/-12%, 归母净利润分别同比+295%/-45.5%, 疫情反复背景下业绩韧性凸显。

图表 3: 2022 年以来王府井营收降幅处于同业中枢水平 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

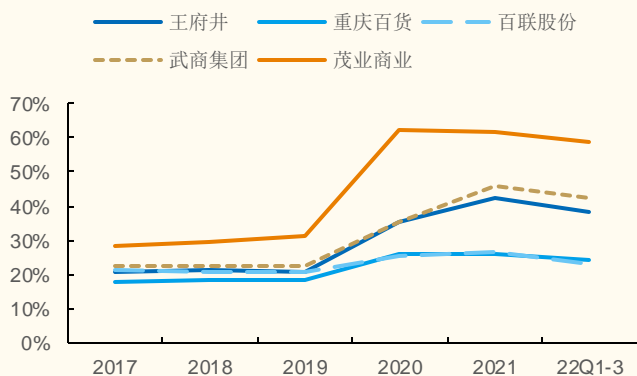
图表 4: 2022 年以来零售百货公司受疫情影响业绩均有所承压 (%)



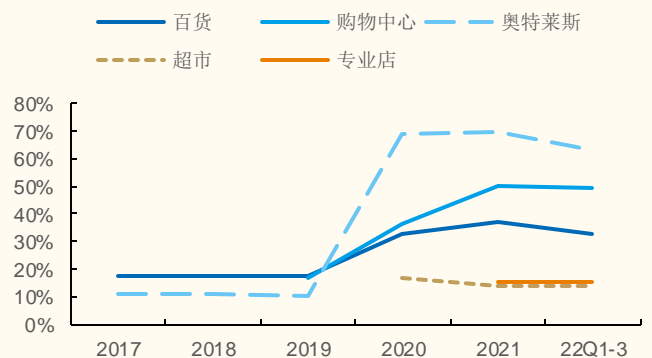
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2020 年以来受到新收入准则影响, 联营收入由总额法变为净额法, 导致零售百货企业毛利率均有所提升。其中王府井 2020 年毛利率提升至 35% (+14 Pct), 2021/22Q1-3 毛利率进一步提升至 42%/39%, 在行业中处于中间水平。分业务来看, 购物中心、奥莱盈利能力领先, 22Q1-3 对应毛利率分别为 49.1%/63.4%, 其次百货渠道 22Q1-3 毛利率为 32.5%; 超市、专业店业态相对毛利率较低。

图表 5: 公司毛利率位于行业中枢水平 (%)



图表 6: 购物中心、奥莱业态毛利率较高 (%)

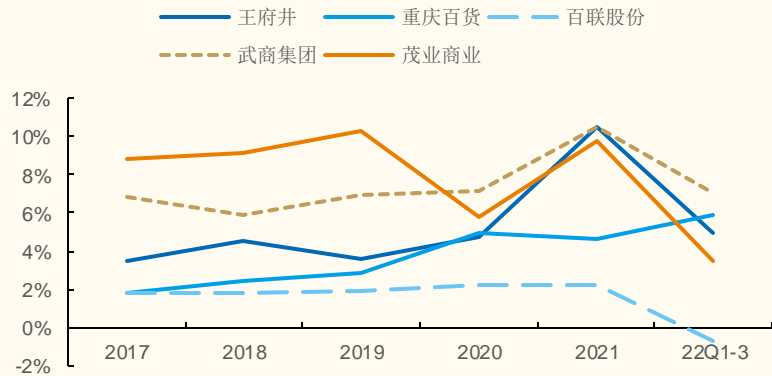


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

净利率方面，由于渠道结构调整、叠加公司换股合并首商股份，2021/22Q1-3 公司净利率分别为 11%/4.9%，较往年有所提升。横向来看，疫情发生以来公司净利率处于行业中间水平。

图表 7：公司净利率处于行业中间水平（%）

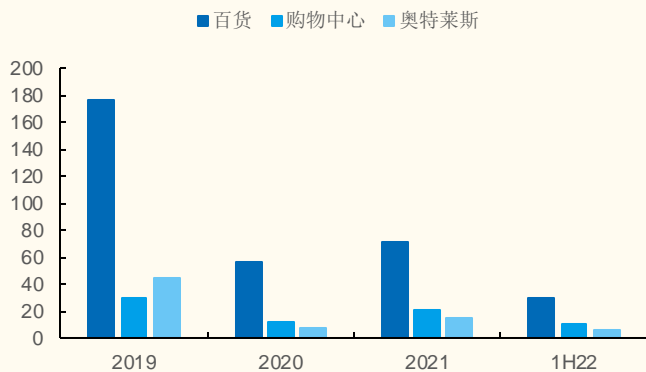


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 新业态贡献提升，多地区稳步开拓

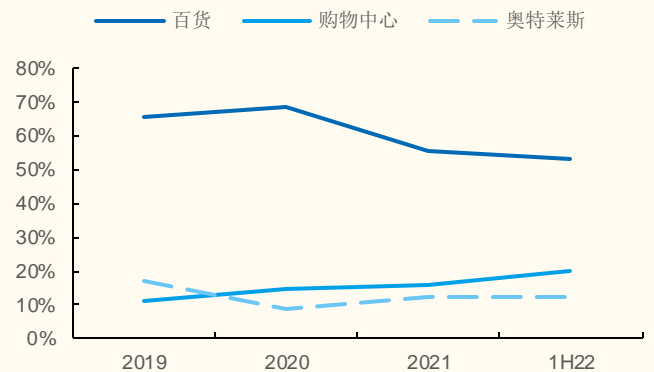
截至 1H22，公司于全国七大经济区域 36 个城市共运营 75 家大型综合零售门店，涉及百货、奥莱、购物中心业态，且随着公司合并首商、并逐步调整业务结构，当前多业态模式协同发展，形成以“大店为基础，强店为支撑，新店为补充”的良好发展形式。2021 年百货/购物中心/奥莱分别实现营收 71.1/20.6/16.1 亿元，分别同增 26%/72%/115%，分别占总营收比重的 55.8%/16.2%/12.6%，其中传统百货占比同比下滑 12.7 Pct。

图表 8：百货业务营收占比有所下降（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：近年来公司购物中心营收占比不断提升（%）

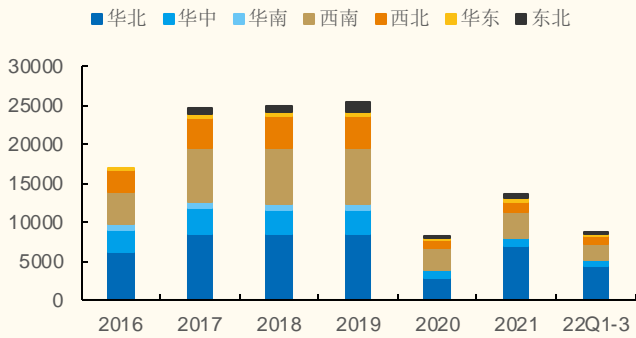


来源：公司公告，国金证券研究所

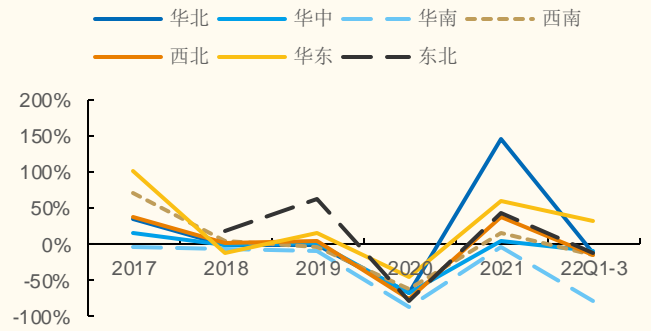
分地区来看，2021 年华北/西南/西北区域分别实现营收 69.32/31.06/14.87 亿元，分别同增 146.1%/15.5%/39.3%，占总营收的 51%/23%/11%，其中华北地区占比提升 17 Pct 主要系公司吸收首商股份提升华北地区市占率（2020 年首商北京地区占比 83%）。

22Q1-3 华北/西南/西北/华中分别实现营收 45.39/20.0/9.78/7.47 亿元，分别同比下滑 11.52%/14.75%/13.2%/8.45%，占比分别达到 51%/22%/11%/8%，其中北京地区 1Q22 受疫情影响较小叠加冬奥商品热销带动销售较好，Q2 受疫情影响较大，西南地区上半年营收同比降幅较小，其中贵州、昆明地区经营韧性较强，Q3 成都疫情封控拖累整体表现，华东地区营收同比上升主要受收购购物中心股权后合并报表影响，华南地区营收受广州店闭店影响同比有所下降。

图表 10: 华北、西南营收占比领先 (百万元)



图表 11: 22 年以来华北、华东销售相对稳健 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

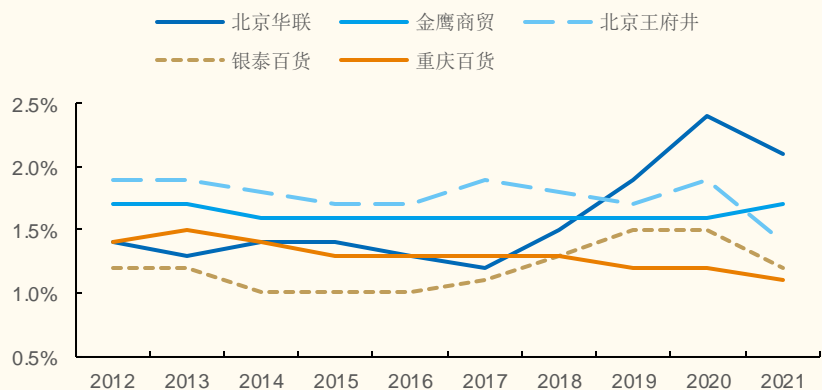
2、存量业务积极转型，消费升级+回流利好规模提升

2.1、百货零售步入成熟期，体验式线下消费成为新主流

我国百货行业大致可以分为 3 个发展阶段: 1) 最早国内百货店为政府经营, 1992 年开始大型百货陆续完成股份制改革, 受到资本红利与市场扩张驱动, 马太效应开始显现; 2) 随着国务院批准发布《外商投资商业企业试点办法》, 并逐步向外资开放零售及分销, 进入 2000 年后我国百货行业在外资涌入下步入飞速发展阶段, 据国家经贸委统计, 2008 年百货店纳税占零售行业纳税总额的 75%; 3) 2010 年后电商平台崛起为传统零售带来冲击, 百货也逐步从跑马圈地步入成熟期, 转化为多渠道竞争与规范化管理, 追求运营效益与利润提升。

据欧睿数据, 步入成熟阶段后百货零售业增长较缓, 2015-2019 年行业规模复合增长 1.04%至 1.05 万亿元; 2020 年疫情冲击导致百货商场客流锐减, 规模有所收缩, 为对冲疫情影响, 众多百货企业通过小程序、入驻天猫等方式发力线上平台, 实现实体零售与电商的双线融合; 2021-22 年百货行业规模恢复至 1.22 万亿元左右, 同比于 19 年增长约 16%。从行业格局来看, 2019 年以前王府井百货市场份额领先、市占率接近 2%, 进入 2020 年以后宏观变动加剧行业内部洗牌, 北京华联、金鹰商贸市场份额有所提升, 王府井因为线下业务占比较高拖累营收表现, 2021 年市占率达 1.4%, 位居行业第三。

图表 12: 王府井在我国百货行业市占率稳定于 TOP3 (%)

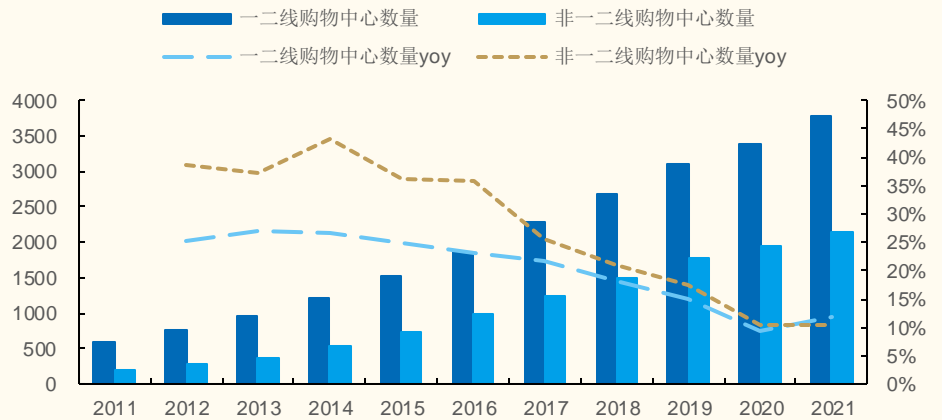


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

2021-17 年我国购物中心数量年复合增速接近 30%, 2018 年以后出现逐年放缓趋势, 至 2021 年购物中心达到 5936 家; 其中一二线城市开店放缓幅度快于低线城市, 至 2021 年一二线/非一二线城市购物中心数量分别达到 3778/2158 家。我国购物中心体量增速同步出现放缓, 至 2021 年总体量为 48832 万平方米, 同比增长 11%, 增速较 2012 年下降近 17 Pct。与此同时, 我国购物中心平均面积在 2014 年达到 8.59 万平方米峰值后逐年下降, 至

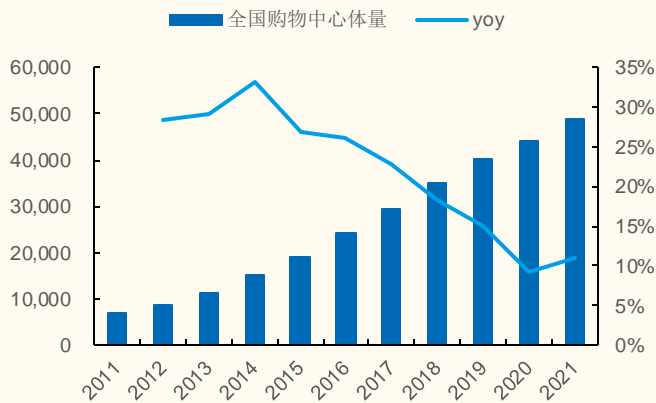
2021 年平均面积仅为 8.23 万平方米，体现零售业逐步从快速扩张过渡到注重效益提升阶段。

图表 13: 各线城市购物中心进入效益提升阶段 (家, %)



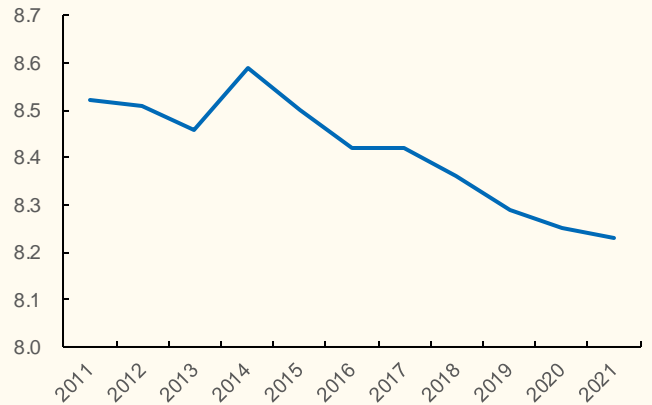
来源: 赢商大数据, 国金证券研究所

图表 14: 2021 年全国购物中心体量增长有所提速 (万平方米, %)



来源: 赢商大数据, 国金证券研究所

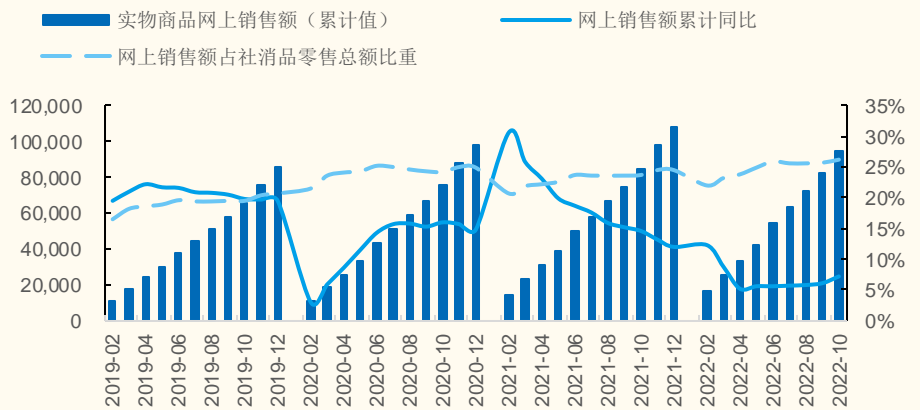
图表 15: 我国购物中心平均面积呈现逐年下滑趋势 (万平方米)



来源: 赢商大数据, 国金证券研究所

实物线上消费规模增长疲软, 占社消零售总额稳步提升。从实物商品销售规模来看, 2022 年 1-10 月我国实物线上消费规模累计达到 9.45 万亿元, 占社零总额的 26.2%; 增速方面, 2015 年以来商品线上销售额累计同比逐渐下滑, 其中 2020/21 全年线上累计销售额分别同比增长 14%/11%, 2022 年 1-10 月累计销售额同比增长 7.2%。

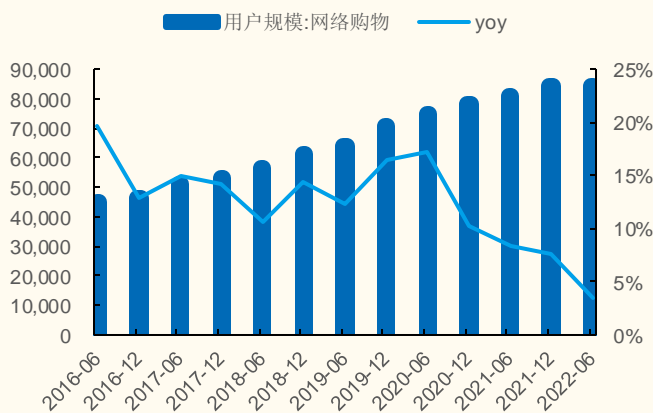
图表 16: 实物商品线上累计销售额、同比及占社消零售总额比重 (亿元, %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

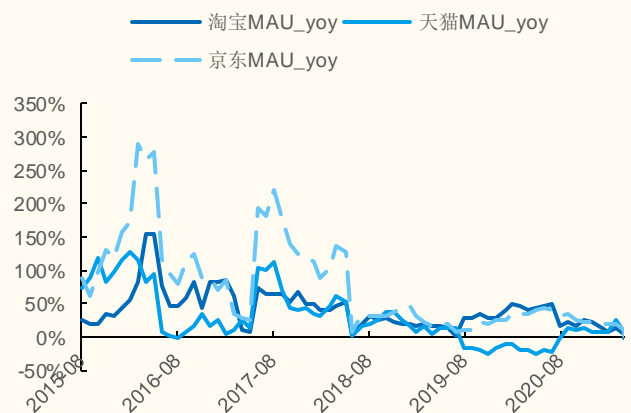
网络购物用户规模增长放缓, 主要电商平台月活用户提升进入瓶颈期。截至 1H22 末我国网购消费者人数达到 8.4 亿人, 同比增长仅 4%, 增速较 1H12 下滑 21 Pct。从主流电商平台月活用户数来看, 截至 2015 年末淘宝/天猫/京东 MAU 分别达到 1.64/0.37/0.32 亿人, 分别同增 32.62%/96.82%/119.18%; 2018 年以后月活用户增速出现明显放缓, 线上获客成本增加抬高流量边际成本, 至 2022 年 4 月三个平台 MAU 分别仅同增 4.09%/8.05%/9.55%。线上红利期收尾, 线下消费相较于线上提供不可取代的体验感, 叠加疫情好转促进客流回流线下, 百货及购物中心客流及销售有望逐步提升。

图表 17: 网络购物用户规模增速明显下降 (万人, %)



来源: 中国互联网络信息中心, 国金证券研究所

图表 18: 主要电商平台月度活跃用户增长放缓 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

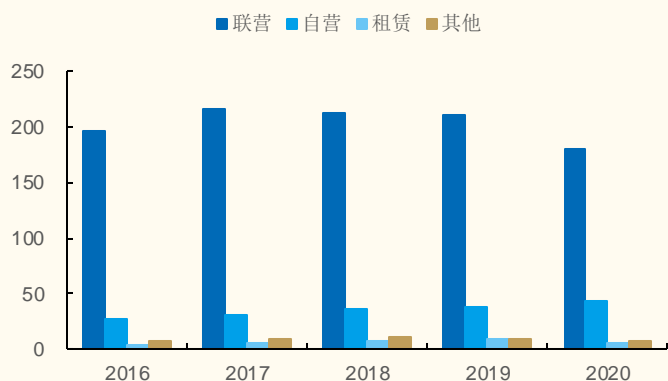
2.2. 多业态有序扩张, 体验化转型推进

2.2.1. 业态多元化, 渠道优势显著

公司主营业务收入主要来自于各门店的商品销售收入和功能商户的租金收入, 主要经营业态中, 百货公司以联营方式为主, 即由品牌供应商通过专柜向顾客销售商品, 百货再根据分成比例与供应商结算; 购物中心分为主力店、次主力店、零售类、餐饮类、生活娱乐类等, 品类不集中且场馆按照比例控制分布, 购物中心侧重于引流进场, 再由商户自主实现流量转化。

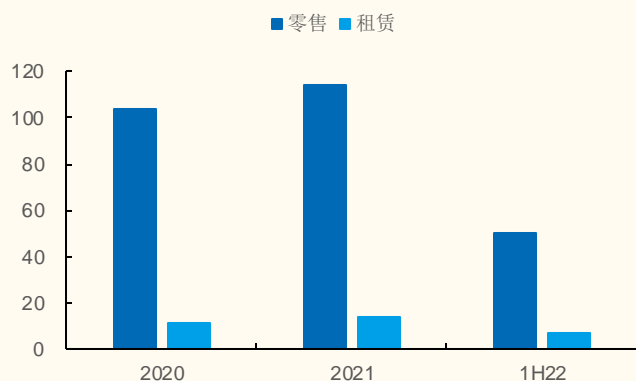
从业务模式结构来看, 2020 年以前, 联营、自营为主要经营方式, 其中 2019 年联营/自营分别实现营收 210.58/38.72 亿元, 近 3 年复合增长 2.4%/13.0%, 占比 79%/14% (较 2016 年分别-5Pct/+3Pct), 自营占比提升主要系超市、专业店等业态逐步发展。2020 年以后在新会计准则影响下公司调整模式披露方式, 1H22 零售/租赁模式分别实现营收 50.0/7.4 亿元, 分别同比-15.2%/+9.9%, 占比分别为 90%/10%。

图表 19: 公司主营业务分模式营收 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

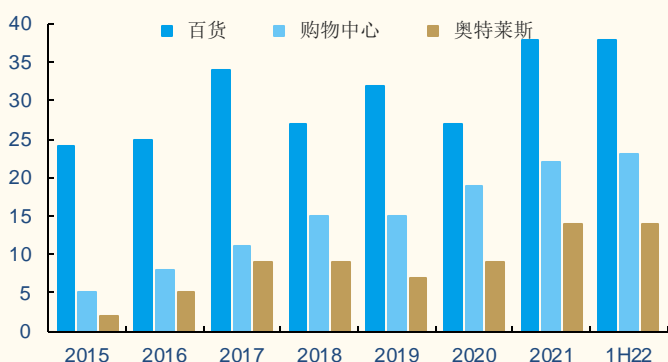
图表 20: 新会计准则下主营业务分模式营收 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

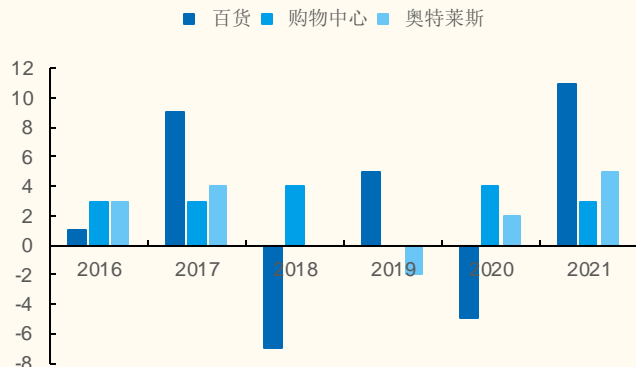
多元化渠道稳步拓进, 创新扩销持续演绎。近年来我国大型综合零售门店稳步扩张至 77 家, 其中传统百货数量在疫情大范围反弹影响下积极调整, 门店数量达到 38 家 (其中北京 11 家); 购物中心成为近年来发展的零售业态, 6 年内购物中心新增 14 家至 38 家, 主要位于北京 (3 家)、贵阳 (7 家)、成都 (2 家) 等城市。常规经营方面, 公司通过热点活动积极聚客引流, 开展“王府井年货节”、“人民甄选·王府井聚国潮”、“全民运动季”等活动, 另一方面持续做好商品资源优化、促进经营质量提升。

图表 21: 购物中心、奥莱业态数量不断提升 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 2020~21 年购物中心、奥莱保持净开店 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (2021 年百货净开店主要系合并首商股份)

图表 23: 公司各业态梳理 (截至 1H22)

分业态	经营模式	主要业务	门店数	布局城市	单店面积	1H22收入占比
百货公司	联营为主	服装服饰、化妆品、运动鞋帽、珠宝首饰品、家居家电、儿童用品等	38	北京、四川、内蒙、陕西、新疆、河南、湖南等	2w-6w 平米	50.81%
购物中心	租赁为主	时尚类商品、各种专业店、专卖店、食品店、杂品店以及各种文化教育和娱乐设施等	23	洛阳、乐山、长沙、西宁、成都、哈尔滨、临汾、佛山、北京等	8w-20w 平米	18.93%
奥特莱斯	联营为主	服装服饰、运动鞋帽、家居儿童用品等	14	天津、太原、青岛、陕西、北京、呼和浩特	3w-6w 平米	11.92%
超市	自营为主	食品生鲜和日用生活品等	15	四川和京津冀、内蒙、江西等地区	300-6000 平米	4.13%
专业店	自营为主	经营某一大类商品为主, 以睿锦尚品法雅商贸两条专营店业务主线	429	北京	-	10.98%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

卡位城市核心地段, 客流基础优质。公司背靠国资渠道资源丰富, 有望充分受益于优质客流集聚效应。以王府井北京门店为例, 当前 11 家位于北京的王府井门店大多数位于东城区、西城区优势地段, 游客及当地消费者保证客流及销售额; 叠加门店中集聚众多海内外知名品牌, 满足一站式购物选择。

图表 24: 公司位于北京的门店地理位置优越

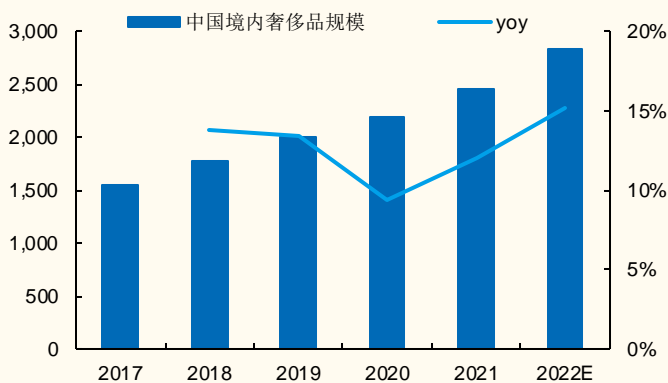


来源: 百度地图, 国金证券研究所

2.2.2、消费升级+回流趋势延续, 优质体验带动增长

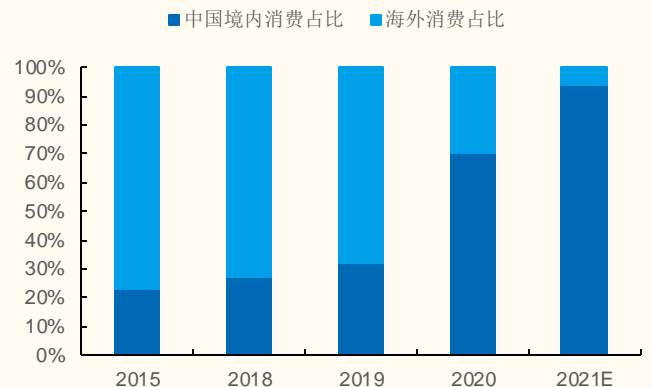
疫情后奢侈品境内销售额增长略提速, 疫情消费回流叠加中长期消费升级为中高端百货及购物中心创下较好外部条件。根据 Euromonitor, 2021 年我国奢侈品境内消费规模达 2467 亿元, 近 4 年复合增长 12.15%, 增长快于服装行业整体, 国内仍处于消费升级阶段, 其中 2020-21 年疫情导致出入境受限, 奢侈品消费回流部分冲淡封控对线下门店冲击; 预计随着 2023 年疫情防控放松, 客流回暖, 奢侈品较依赖于线下场景, 将快速迎来复苏。另外, 据贝恩数据, 2020 年奢侈品境内消费占比大幅提升至 70% (较 19 年+38 Pct), 高端消费回流趋势较为显著。

图表 25: 随疫情好转我国境内奢侈品消费规模有望持续扩容 (亿元, %)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

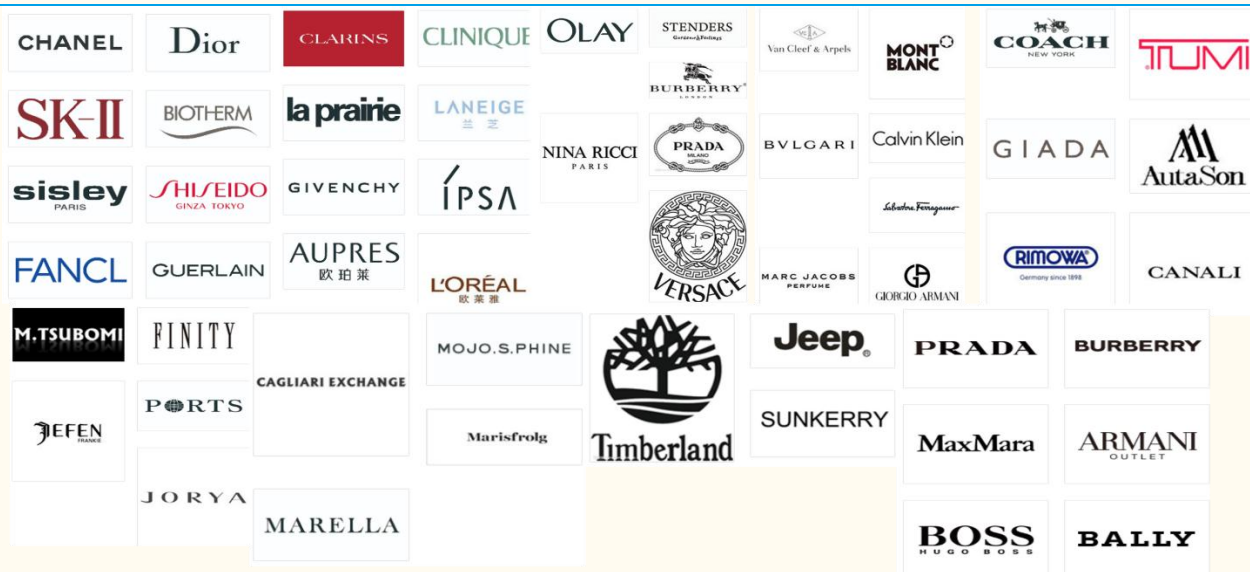
图表 26: 我国高端消费回流趋势延续 (%)



来源: 贝恩, 国金证券研究所

公司旗下百货及购物中心高端品牌聚集, 受益于升级趋势。据公司官网, 公司旗下零售业态丰富、且入驻品牌具有差异性: 百货主要包括海内外香化品牌及轻奢高端服饰及户外品牌, 奥莱渠道主要为国际奢侈品牌销售过季产品, 入驻品牌包括 Prada、Burberry、MaxMara 等, 定位高端购物人群。

图表 27: 公司旗下百货、购物中心及奥莱入驻品牌丰富且定位偏高端



来源: 公司官网, 国金证券研究所

传统百货困境中升级, 全方位增强体验感与娱乐性。2019 年北京百货大楼进行整改, 创新性在 B2 层与局气共同打造复古网红打卡点“和平菓局”, 重塑老北京街区风貌、市井胡同、风味小吃等各种体验场景, 并布局了“风雪山神庙”、文化消费体验区以及影像体验区, 以集中体现老北京特色。整改后辐射效应显著, 开业首月日最高流量即突破 16000 人, 周末日均流量 11000 人, 月客流量同比、环比分别提升 26%、41%; 客流带动当月销售额同比增长 8%, 其中餐饮收入同比增长 45%。

图表 28: “和平菓局”全息影院



来源: 和平菓局官方微博, 国金证券研究所

图表 29: “和平菓局”京味儿主题街区



来源: 和平菓局官方微博, 国金证券研究所

3、离岛免税业务即将启动, 协同赋能打造第二成长极

3.1、牌照稀缺性提升准入门槛, 政策助推免税行业发展

我国免税业务诞生于 80 年代, 早期主要经营以机场为主的出入境口岸免税门店, 随着 2010 年海南离岛免税兴起, 免税行业政策逐渐走向宽松。一方面政策多次上调离岛购物限额至每人每年 10 万元, 并取消单件 8000 元免税限额规定; 此外, 王府井于 20 年 6 月被授予免税品经营资质, 允许公司经营免税品零售业务, 行业竞争格局逐步形成。

当前我国共有中免(包括海免、日上中国、日上上海)、深免、珠免、中出服、中侨、王府井、海发控及海旅投 8 家企业获得免税经营资质, 其中中免是当前唯一获得全牌照且旗下各类免税项目完备的运营商, 而海发控和海旅投主要布局离岛免税市场, 王府井自 20 年获得免税牌照后, 其首个免税项目逐步

推进，22年10月王府井发布公告，获准在海南万宁经营离岛免税业务，王府井国际免税港项目预计于2023年初开业。

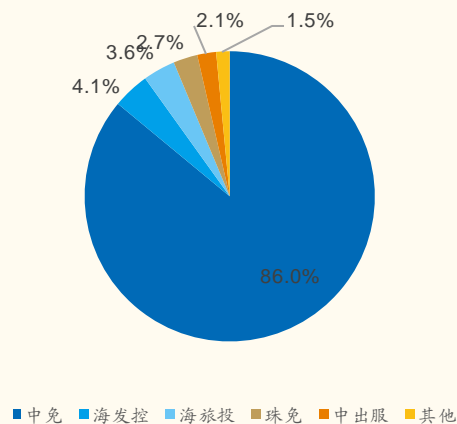
图表 30：各公司开设门店

公司	口岸免税店	离岛免税店	市内免税店
中国中免	上海浦东机场、北京首都机场、广州白云机场等	三亚国际免税城、海口美兰及三亚凤凰机场、等	青岛、厦门、大连、北京、上海
海发控	-	海控全球精品免税城	-
海旅投	-	三亚海旅免税城	-
珠免	天津滨海国际机场免税店、南宁吴圩机场免税店等	-	-
中出服	大连周水子国际机场免税店、重庆江北国际机场免税店等	中服国际免税购物公园	北京、上海、青岛、郑州、大连、南京、杭州、哈尔滨等城市
深免	深圳宝安机场、西安咸阳机场等	海口观澜湖免税城	-
王府井	-	王府井国际免税港	-

来源：各公司公告，国金证券研究所

牌照资源叠加先发优势，中免市占率遥遥领先。由于我国免税经营准入壁垒较高，当前行业高度集中，CR5 高达 98.5%。而中免较早开始免税经营业务，是我国目前唯一在全渠道经营免税商业体的公司，且近年来通过精准把握政策完成布局，自身规模优势不断巩固，当前市场份额达到 86%，远超其他竞争对手。

图表 31：我国免税市场格局集中，中免一家独大 (%)

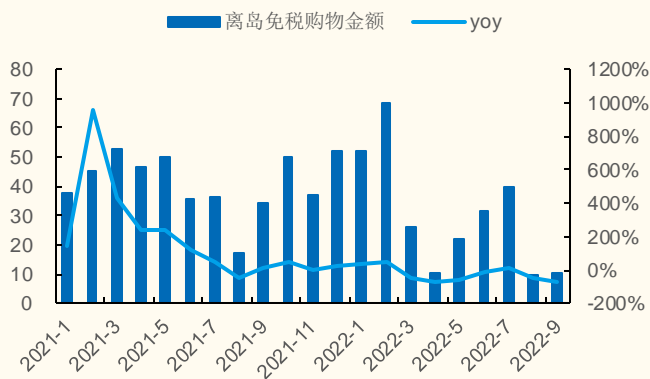


来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

3.2、万宁免税港启动在即，享离岛政策红利

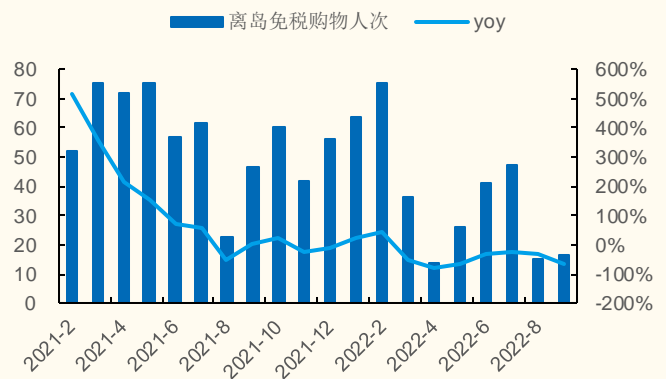
离岛免税政策主要为离开海南本岛但不离境的国内外旅客提供税收优惠，免去商品关税、进口环节增值税以及消费税。2020年离岛免税政策进一步放开，主要包括：1) 离岛旅客每年购物额度上升至 10 万元，且取消次数限制；2) 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，手机等电子消费类产品纳入其中；且 3) 购物对象覆盖所有离岛方式旅客，增加了“邮寄送达、返岛提取”等便利化提货方式。政策不断“松绑”利好离岛免税快速发展，在疫情反复、近两年客流复合增长 34% 的背景下，2021 年海南离岛免税购物金额达到 495 亿元、近 2 年复合增长 91.5%，客单价、人均购物件数均有提升。

图表 32: 海南离岛免税购物金额及增速 (亿元, %)



来源: 海口海关, 国金证券研究所

图表 33: 海南离岛免税购物人数及增速 (亿元, %)



来源: 海口海关, 国金证券研究所

首个免税项目即将落地万宁, 错位竞争下成长可期。2022 年 10 月 10 日王府井发布公告, 万宁离岛免税项目审批通过, 王府井国际免税港拟于 2023 年 1 月开业, 此项目为公司 2020 年获得免税牌照后首个即将落地的项目。万宁国际港位置现为王府井万宁悦舞小镇, 总建筑面积 10.25 万平方米, 目前正在经营有税业务; 该项目物业为公司自有, 相关业务于今年 7 月 1 日被公司收购。我们认为该项目在位置、管理方面优势较为突出:

- 1) 位置上: 当前海南免税商聚焦海口、三亚两大城市, 而王府井国际免税港位于万宁市, 主要对标本地客群及万宁游客, 有望通过提升购物便捷性及品牌丰富度形成购物生态, 提高销售转化。其次, 虽然万宁旅游热度不及三亚, 但近年来依托于“小众”、“冲浪”、“露营”等标签以及音乐节等活动, 关注度快速提升, 22 年一季度累计接待游客总数 207.67 万人、同增 6.44%, 累计增速排名全省第一, 且旅游总收入达 18.13 亿元, 同比增长 12%。

图表 34: 万宁王府井免税城规划图



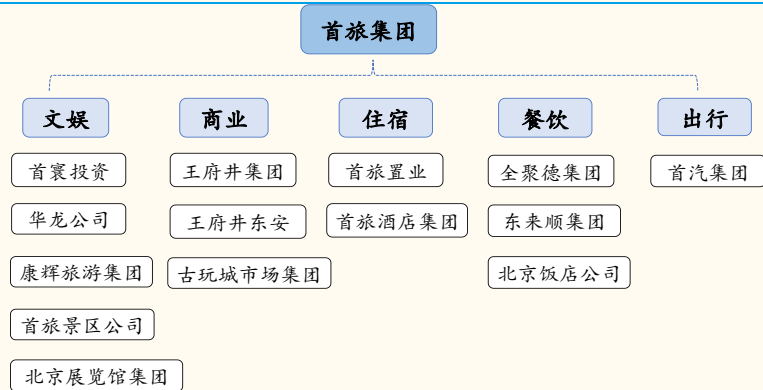
来源: 王府井免税官方公众号, 国金证券研究所

- 2) 管理上: 万宁首创奥莱位于万宁兴隆旅游度假区, 是海南首家开业且单体面积最大的名品折扣店, 自 2014 年开业以来营业额逐年上涨, 目前已进入成熟运营期, 2019 年销售额超 20 亿元。当前该项目已引入 Gucci、Armani、Coach 等中高端品牌及 Nike、Adidas 等国际运动品牌, 本身知名度较高、客流圈层优质, 且运营体系完善, 为后续免税升级打下基础。

3.2、集团协同赋能, 助推多业态免税发展

首旅集团多产业链布局, 发展免税有望补充旅游出行版块, 促进流量闭环形成。当前王府井控股股东首旅集团在餐饮、住宿、商业、旅游出行、文娱领域均有布局, 在免税业务的突破为公司商业版块带来有效补充, 并有望与旅游出行版块业务形成协同效应, 提升消费者购物体验与多样化选择, 而旅游版块为免税引流, 形成有效流量闭环。

图表 35：首旅集团各版块业务相互协同



来源：公司官网，国金证券研究所

成熟项目为市内免税提供发展契机。截至 1H22，公司在全国范围运营 77 家大型零售门店，其中百货业态主要位于高线城市中心地段，客流量较大且客户购买力较强；入驻香化品牌包括兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、Sisley 等，与品牌合作关系深厚，免税供应链方面未来有望产生协同。另外，首旅集团旗下首寰文化出资北京环球度假村项目总投入的 70%，因此间接持有北京环球度假区项目 35% 的股份。当前北京环球度假区凭借强大的吸引力及影响力，对区域酒店、餐饮、休闲服务等辐射带动作用逐渐显现，王府井作为集团内唯一具有免税运营资格的百货零售，未来有望以市内免税的方式进入环球度假区，而环球生态的辐射效应有望充分调动进店消费客流，促进销售提升。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

预计 2022~24 年公司共实现营收 117.01/142.67/172.87 亿元，同比分别 -8.2%/+21.9%/+21.2%；毛利率分别为 38.2%/39.1%/40%。

存量业务方面，作为国内连锁百货零售龙头，公司从最初百货起家逐步发展为百货、购物中心、奥莱、超市、专卖店等多业态并存模式，在线上渠道叠加疫情影响下，公司一方面从渠道及品牌管理方面积极调整传统百货，并逐步加大购物中心、超市等业态占比，另一方面积极推动电商及自营业务发展。预计 2022~24 年共实现有税营收 117.01/132.54/142.96 亿元，同比 -8.2%/+21.9%/+21.2%；毛利率分别为 38.2%/40.1%/41%。其中：

- 1) 百货：预计疫情背景下保持渠道数量动态平衡，2022 年受疫情影响开店收入同比 -17%，2023/24 年营收分别同比 +12%/4% 至 66.1/68.7 亿元。盈利方面，预计毛利率分别实现 35%/37%/38% 逐年修复。
- 2) 购物中心：百货向购物中心转型趋势下预计稳健成长，22~24E 收入分别实现 21.81/24.99/27.55 亿元、同比 +6%/+15%/10%，其中门店数分别达 24/25/26 家，单店店效分别同比 -3%/+10%/+6%，拓店及单店共同贡献增长。盈利方面，预计 22~24 年毛利率从 50% 逐渐提升至 53%。
- 3) 奥特莱斯：随着疫情好转营收贡献有望加速，预计 22~24E 收入分别同比 -4%/+12.5%/+8.8% 至 15.43/17.35/18.88 亿元，其中门店数 14/15/16 家，单店店效随着客流恢复略有所提升，同比 -4%/+5%/+2%。毛利率逐渐提升至 68%。

另外，今年 10 月公司公告将依托于已收购的万宁奥莱布局免税业务，拟 23 年开业；此项目即将成为 2020 年公司获免税牌照后的首个落地项目，公司前瞻性布局万宁开展离岛免税，有望充分受益于当地游客增长与差异化竞争优势。

王府井经营面积约 10.8 万平方米，其奥莱项目规划分 3 年实施，2023.1/2024/2025 年免税部分约占 25%/60%/100%，假设有税部分 2023/24 年营收同比 +15%，参考海棠湾爬坡前两年坪效约 5.9 万元/平方米、6.5 万元/

平方米，按照客流水平、位置环境等因素折价调整后，我们预估 2023~24 年免税业务分别贡献 10.1 亿元、29.9 亿元营收；参考中免 2015 年免税业务毛利率大概在 27.6%，预计 2023/24 年公司免税部分毛利率分别达 27%/35%。

图表 36: 2023-24 年免税业务收入测算 (万元, 平方米, %)

	2023	2024		2023	2024
有税部分增速	15%	15%	有税营收	5,778	2,658
建筑面积 (平方米)	180000	180000	免税营收	95,535	296,415
经营面积 (平方米)	108000	108000	合计营收	101,313	299,073
免税面积占比	0.25	0.6			
较海棠湾折价系数	0.6	0.7			

来源: 国金证券研究所测算

图表 37: 王府井收入拆分 (百万元, %)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	26789	8223	12753	11701	14267	17287
yoy		-69.3%	55.1%	-8.2%	21.9%	21.2%
合计毛利率	20.6%	35.4%	42.1%	38.2%	39.1%	40.0%
有税业务						
营收	26789	8223	12753	11701	13254	14296
yoy		-69.3%	55.1%	-8.2%	13.3%	7.9%
占比	100%	100%	100%	100%	93%	83%
有税业务毛利率	20.6%	35.4%	42.1%	38.2%	40.1%	41.0%
百货						
营收	17625	5628	7109	5901	6609	6873
yoy		-68.1%	26.3%	-17.0%	12.0%	4.0%
占比	66%	68%	56%	50%	46%	40%
门店数	32	27	38	38	38	38
单店店效	551	208	187	155	174	181
yoy		-62.2%	-10.2%	-17.0%	12.0%	4.0%
毛利率	17.4%	33.0%	37.1%	35.0%	37.0%	38.0%
购物中心						
营收	3064	1202	2061	2181	2499	2755
yoy		-60.8%	71.5%	5.8%	14.6%	10.2%
占比	11%	15%	16%	19%	18%	16%
门店数	15	19	22	24	25	26
单店店效	204	63	94	91	100	106
yoy		-69.0%	48.2%	-3.0%	10.0%	6.0%
毛利率	17%	36%	50%	50%	51%	53%
奥特莱斯						
营收	4505	746	1607	1543	1735	1888
yoy		-83.4%	115.3%	-4.0%	12.5%	8.8%
占比	17%	9%	13%	13%	12%	11%
门店数	7	9	14	14	15	16
单店店效	644	83	115	110	116	118
yoy		-87.1%	38.4%	-4.0%	5.0%	2.0%
毛利率	10.5%	69.2%	69.7%	66.0%	68.0%	68.0%
超市						
营收		430.88	492.73	468.09	538.31	619.05
yoy			14.4%	-5.0%	15.0%	15.0%
占比		5%	4%	4%	4%	4%
毛利率		16.6%	14.0%	14.0%	16.0%	16.0%
专业店						
营收			1791	1558	1792	2061
yoy				-13.0%	15.0%	15.0%
占比			14%	13%	13%	12%
毛利率			15.5%	15.0%	18.0%	20.0%
免税业务						
万宁免税店	0	0	0	0	1013.1	2990.7
yoy						195.2%
占比					7%	17%
免税业务毛利率					27%	35%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2、投资建议及估值

我们预测 2022~24 年公司分别实现归母净利润 6.20 /9.91/13.75 亿元，分别同比-54%/+59.8 %/+38.8%。参考中免海棠湾营业初期费用投放情况，我们预计公司 2023 免税业务亏损 1.36 亿元，至 2024 年基本达到盈亏平衡；有税业

务归母净利分别实现 6.2/11.27/13.87 亿元。由于存量连锁零售业务与免税业务相差较大，我们采取分部估值法对公司进行估值。其中，

1) 有税部分：我们选取 4 家 A 股百货零售连锁企业对公司进行 PE 估值，可比公司 22~24E 平均 PE 为 28/16/14 倍，中位数为 16/14/12。考虑到公司作为传统百货龙头、多年来把握中高线城市核心地带、渠道优势领先；且近年来发力购物中心及奥莱、盈利能力及业绩稳定性凸显。综合来看，我们给予公司有税业务部分 23 年 31 倍 PE，对应市值 349.24 亿元。

图表 38：有税业务可比估值

股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
重庆百货	22.91	2.54	2.41	2.56	2.90	3.39	9	10	9	8	7
百联股份	12.47	0.45	0.42	0.18	0.45	0.53	28	30	69	28	24
武商集团	11.23	0.71	0.98	0.80	0.82	0.98	16	11	14	14	11
茂业商业	3.83	0.12	0.24	0.20	0.26	0.31	32	16	19	15	13
平均	-	-	-	-	-	-	21	17	28	16	14
中位数	-	-	-	-	-	-	22	14	16	14	12
王府井	29.60	0.50	1.18	0.55	0.99	1.22	59	25	54	30	24

来源：Wind，国金证券研究所（注：可比公司均采用 wind 一致预测，PE 对应股价为 2022/12/14 收盘价；其中王府井 EPS 仅对应有税部分业务）

2) 免税部分：考虑到 23 年王府井免税城开业后早期仍处于爬坡阶段，利润端可能出现亏损，我们将免税龙头中国中免作为可比公司对王府井免税业务进行 PS 估值。根据我们预计，23~24E 预计王府井免税城分别实现 10/30 亿元，参考中免海棠湾项目爬坡期费用，预计 2023 年亏损 1.36 亿元，至 2024 年基本达到盈亏平衡。给予免税部分业务 23 年 4 倍 PS，对应市值 40.5 亿元。

图表 39：免税业务可比估值

股票名称	股价(元)	营收(百万元)					PS				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国中免	218.84	52,597	67,676	70,023	97,119	119,786	8.12	6.31	6.42	4.63	3.76

来源：Wind，国金证券研究所（股价为 2022/12/14 收盘价）

综上，我们预计公司 23 年合计市值达到 389.8 亿元，对应当前市值涨幅 16%左右，首次覆盖予以公司“买入”评级。

5、风险提示

疫情反复影响销售：由于公司主营以百货、购物中心等为主的连锁零售业务，非常依赖线下场景；若国内疫情反复导致客流承压，可能会对公司销售带来较大影响。

免税业务开展不及预期：万宁免税城为公司首个免税业务，在产品供应链管理、营运管理等工作开展可能不及预期，叠加国内疫情反复可能影响赴岛客流，从而对免税业务带来较大影响。

股权质押：公司第二大股东三胞集团于 2022 年 7 月 5 日将 6543.62 万流通股质押，占其持有股份的 86.62%，占公司总股本的 5.77%。

大股东减持：公司第二大股东三胞集团 2022 年以来多轮累计减持共 2188.97 万股，占总股本的 1.93%；截至 12.1 在最新一轮减持中三胞集团共减持公司 674.15 万股，占其持股比重的 9.34%，占公司总股本的 0.594%。

限售股解禁：2022 年 6 月 17 日公司有 1.14 亿股解禁流通上市，本次解禁股数占解禁前流通股的 11.64%，占总股本的 10.04%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	26,789	8,223	12,753	11,701	14,267	17,287	货币资金	8,625	7,236	14,303	10,920	10,161	10,092	
增长率		-69.3%	55.1%	-8.3%	21.9%	21.2%	应收款项	966	387	478	513	625	758	
主营业务成本	-21,258	-5,310	-7,379	-7,228	-8,685	-10,373	存货	1,006	1,035	1,756	1,725	1,912	2,123	
%销售收入	79.4%	64.6%	57.9%	61.8%	60.9%	60.0%	其他流动资产	483	515	511	517	581	641	
毛利	5,531	2,914	5,374	4,473	5,582	6,914	流动资产	11,080	9,173	17,048	13,675	13,279	13,613	
%销售收入	20.6%	35.4%	42.1%	38.2%	39.1%	40.0%	%总资产	46.0%	41.7%	43.5%	34.7%	31.9%	30.6%	
营业税金及附加	-244	-210	-331	-293	-357	-449	长期投资	3,475	3,490	3,779	3,979	4,123	4,303	
%销售收入	0.9%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	固定资产	5,212	5,514	6,939	8,171	8,485	8,679	
销售费用	-2,919	-1,128	-1,644	-1,463	-1,684	-1,988	%总资产	21.6%	25.1%	17.7%	20.7%	20.4%	19.5%	
%销售收入	10.9%	13.7%	12.9%	12.5%	11.8%	11.5%	无形资产	2,541	2,535	2,945	3,507	3,671	3,810	
管理费用	-912	-894	-1,419	-1,439	-1,712	-2,040	非流动资产	13,026	12,830	22,103	25,721	28,362	30,842	
%销售收入	3.4%	10.9%	11.1%	12.3%	12.0%	11.8%	%总资产	54.0%	58.3%	56.5%	65.3%	68.1%	69.4%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	24,106	22,004	39,151	39,395	41,641	44,456	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	80	574	3,226	3,680	4,201	4,462	
息税前利润 (EBIT)	1,456	681	1,980	1,279	1,830	2,437	应付款项	4,116	4,939	5,981	5,613	5,994	7,011	
%销售收入	5.4%	8.3%	15.5%	10.9%	12.8%	14.1%	其他流动负债	4,277	1,306	1,427	1,223	1,509	1,840	
财务费用	1	-19	-363	-615	-752	-814	流动负债	8,474	6,819	10,634	10,517	11,704	13,313	
%销售收入	0.0%	0.2%	2.8%	5.3%	5.3%	4.7%	长期贷款	685	784	739	879	959	999	
资产减值损失	-52	-24	-20	-17	-22	-27	其他长期负债	2,881	2,268	7,675	7,504	7,862	8,173	
公允价值变动收益	71	-105	42	-15	-12	-12	负债	12,040	9,872	19,048	18,899	20,525	22,486	
投资收益	45	62	233	200	280	260	普通股股东权益	11,398	11,499	19,347	19,719	20,314	21,139	
%税前利润	3.1%	9.6%	12.2%	23.4%	20.7%	13.9%	其中：股本	776	776	1,133	1,135	1,135	1,135	
营业利润	1,528	624	1,906	831	1,324	1,844	未分配利润	4,068	4,099	6,071	6,443	7,038	7,863	
营业利润率	5.7%	7.6%	14.9%	7.1%	9.3%	10.7%	少数股东权益	669	633	756	777	803	831	
营业外收支	-83	23	0	24	31	28	负债股东权益合计	24,106	22,004	39,151	39,395	41,641	44,456	
税前利润	1,445	647	1,906	855	1,355	1,872	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	5.4%	7.9%	14.9%	7.3%	9.5%	10.8%	每股指标							
所得税	-500	-292	-528	-214	-339	-468	每股收益	1.238	0.498	1.183	0.546	0.873	1.211	
所得税率	34.6%	45.2%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	14.683	14.813	17.078	17.373	17.897	18.623	
净利润	945	355	1,378	641	1,016	1,404	每股经营现金净流	1.731	1.054	2.447	1.422	2.791	3.924	
少数股东损益	-16	-32	38	21	26	29	每股股利	0.380	0.150	0.400	0.219	0.349	0.485	
归属于母公司的净利润	961	387	1,340	620	991	1,375	回报率							
净利率	3.6%	4.7%	10.5%	5.3%	6.9%	8.0%	净资产收益率	8.43%	3.36%	6.93%	3.14%	4.88%	6.50%	
							总资产收益率	3.99%	1.76%	3.42%	1.57%	2.38%	3.09%	
							投入资本收益率	6.11%	2.38%	5.89%	3.78%	5.16%	6.59%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	0.29%	-69.30%	55.08%	-8.25%	21.93%	21.17%	
							EBIT增长率	-2.78%	-53.21%	190.73%	-35.42%	43.09%	33.15%	
							净利润增长率	-19.98%	-59.77%	246.55%	-53.73%	59.77%	38.79%	
							总资产增长率	11.06%	-8.72%	77.93%	0.63%	5.70%	6.76%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	3.0	8.3	6.8	6.0	6.0	6.0	
							存货周转天数	16.5	70.2	69.0	88.0	82.0	77.0	
							应付账款周转天数	41.0	160.9	127.6	130.0	125.0	120.0	
							固定资产周转天数	70.4	244.1	196.4	248.4	209.5	175.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-44.56%	-32.04%	-51.43%	-31.03%	-23.68%	-21.08%	
							EBIT利息保障倍数	-1,623.3	35.3	5.5	2.1	2.4	3.0	
							资产负债率	49.95%	44.86%	48.65%	47.97%	49.29%	50.58%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	19	26	45
增持	2	2	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.40	1.24	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402