

王府井 (600859.SH)

御政策东风，开新局之年

买入

核心观点

王府井：国内零售巨头，免税正式启航。公司系北京国资直属，全国布局 76 家大型有税零售门店；同时拥有全免税牌照，首店即将落子万宁。2018-2019 年扣非业绩 9-10 亿，2021 年合并首商后业绩增至 13.4 亿元。

他山之石：韩国零售巨头新世界，免税后来崛起。韩国零售龙头新世界 2012 年收购釜山店入局免税业，此后相继中标机场及首尔市内店。依托零售卡位、流量优势、运营经验及供应链积累，市内与机场免税联动，2019 年免税规模约 170 亿 RMB，跻身全球第九。2016-19 年股价阶段上涨近 2 倍。

公司看点：借鉴新世界，有税&免税有望共振。一看有税奠基：零售门店卡位核心商圈，自有物业建筑面积超 190 万^m，估算价值超 200 亿元；会员数量超 1800 万，且品牌招商有一定积累；后续主力店有税业务有望恢复。**二看免税资质想象空间：**海南免税即将启航，若国人离境市内免税落地，依托全牌照资质及大股东支持，有望构建“离岛-岛民-机场-市内”免税体系。

万宁项目启航在即，2024 年业绩有望上看 1.5 亿+。公司首个免税项目万宁项目今年 1 月开业在即，依托万宁客流和项目成熟商圈基础，我们预计经 2023 年爬坡后，2024 年有望贡献盈利 1.5-1.6 亿元，2025 年预计盈利有望 2.6-3.1 亿元。若岛民免税政策落地，公司海南免税有望全面发展。

国人离境市内免税空间广阔，公司有望“机场+市内”免税联动成长。出境游放开下，国人离境市内免税政策今年值得期待。借鉴韩国首尔和国内海口市市内免税发展，假设政策额度等较支持，预计国人离境市内免税政策实施第三年销售额有望上看 360-432 亿元，其中北京市内免税规模可达 100-149 亿元；据此估算王府井市内免税收入规模达 44-56 亿元，按 12-15%的净利率测算其业绩贡献有望达 5.2-8.4 亿元，配合机场及其他免税联动，弹性可期。

投资建议：老牌零售巨头，御免税政策东风，开新局之年。仅考虑有税及海南万宁项目，预计 2022-2024 年业绩 6.38/11.82/14.18 亿元，对应 PE 50/27/22x。若 2023 年国人离境免税政策落地，按 2025 年分部估值，预计未来 2-3 年合理市值 423-564 亿元（传统零售 150-160 亿元 海南免税 90-110 亿，市内免税 183-294 亿），中值较现价有 56%上涨空间。结合免税赛道股价对政策敏感性高及公司正处在免税业务起航的良好预期阶段，参照韩国新世界案例和公司“有税+免税”一体化优势，伴随出入境政策松绑带来的免税新政落地预期强化，上调至“买入”评级。

风险提示：宏观疫情等系统性风险，市内店政策放开节奏及政策力度不及预期，海南政策、新店开业不及预期，行业竞争加剧的风险，股东减持风险等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,223	12,753	11,137	13,984	16,376
(+/-%)	-69.3%	55.1%	-12.7%	25.6%	17.1%
净利润(百万元)	387	1340	638	1182	1418
(+/-%)	-59.8%	246.6%	-52.4%	85.3%	20.0%
每股收益(元)	0.50	1.18	0.56	1.04	1.25
EBIT Margin	8.3%	15.5%	8.1%	13.3%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	6.9%	3.2%	5.7%	6.5%
市盈率 (PE)	56.0	23.6	49.6	26.8	22.3
EV/EBITDA	29.5	20.6	30.9	19.7	17.8
市净率 (PB)	1.88	1.63	1.59	1.52	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

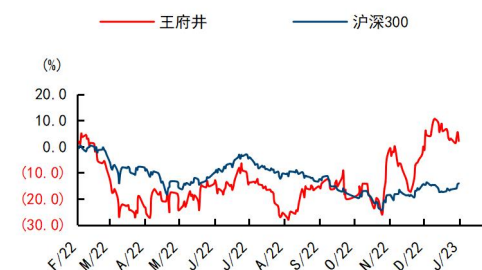
商贸零售 · 一般零售

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhang_jh@guosen.com.cn S0980517070001
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003	证券分析师：张鲁 010-88005377 zhang_lu5@guosen.com.cn S0980521120002
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn	

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	37.34 - 49.80 元
收盘价	27.90 元
总市值/流通市值	31668/30508 百万元
52 周最高价/最低价	31.44/19.56 元
近 3 个月日均成交额	674.90 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《王府井 (600859.SH) - 第三季度经营承压，免税项目获批开启新征程》——2022-10-31
- 《王府井 (600859.SH) - 万宁离岛免税项目获批，“有税+免税”双轮成长启航》——2022-10-12

内容目录

王府井：国内零售巨头，开启全新征程	5
公司概况：国内老牌零售巨头，全国扩张，积极转型	5
股权结构：背靠北京国资，大股东首旅集团实力雄厚	6
管理层：专设团队发力免税业务，股权激励绑定核心利益	6
经营分析：零售主业疫前整体表现稳健，近三年积极转型升级	8
他山之石：韩国新世界，免税何以后来崛起？	11
新世界百货：传统有税霸主，免税后起之秀，19 年跻身全球第九	11
新世界成功要素：卡位&流量&供应链，“机场+市内”免税联动	12
公司看点：对标新世界，有税&免税双轮成长	14
免税全牌照优势下，有望打造“离岛+机场+市内”综合体系	14
卡位优势：零售项目卡位优良，自有物业提供安全边际	14
供应链：既有品牌招商资源积累，自营收入占比逐步提升	16
会员流量：1800 万会员体系，构筑本地客源基础	17
海南免税：万宁项目起航，岛民免税蓄势待发	18
离岛免税：错位竞争&成熟商圈，预计万宁项目 24 年盈利 1.5 亿+	18
岛民免税：携手海垦布局岛民免税，关注未来封关后进展	21
离境免税：期待市内新政策，多元免税高成长	23
国人离境市内免税政策渐行渐近，2023 年预计值得期待	23
空间：若政策力度支持，国内市内免税有望三年上看 360-432 亿	24
王府井：“机场+市内”免税有望联动，助力全新增长弹性	28
公司展望：北京市内免税经营第三年销售额有望上看 44-56 亿元	29
财务分析：资金储备充足，盈利能力稳健	31
盈利预测	33
假设前提	33
未来 3 年业绩预测	34
盈利预测情景分析	34
估值与投资建议	35
风险提示	39
附表：财务预测与估值	41
免责声明	42

图表目录

图 1: 公司股权结构情况	6
图 2: 首旅集团组织架构	6
图 3: 首旅集团十四五规划框架	6
图 4: 2017-2021 年公司营收及业绩表现	8
图 5: 2021 年公司主营业务分区域情况	8
图 6: 北京长安商场 2017-2021 年净利润表现	9
图 7: 东安市场项目升级后的经营模式、商品分布及特色	9
图 8: 2021 年新世界集团各项业务占比	11
图 9: 新世界免税 2019 年在全球排名第 9	11
图 10: 2019 年新世界免税在韩国市占率提升至 13%	11
图 11: 新世界免税 2019 年营业利润约 1116 亿韩元（约 6 亿元 RMB）	11
图 12: 截止 2022Q3 末, 新世界集团线下店布局	12
图 13: 新世界百货总店位于首尔核心商圈	12
图 14: 疫前韩国前三大免税集团品牌个数	13
图 15: 新世界免税品牌数目占比	13
图 16: 王府井部分核心大店 2019 年和 2021 年业绩表现	15
图 17: 王府井和首商股份扣非业绩表现	15
图 18: 王府井旗下部分品牌资源	17
图 19: 2016-2020 年王府井自营收入及占比	17
图 20: 王府井国际免税港图示	18
图 21: 近几年万宁市旅游客流情况	18
图 22: 海南离岛免税店区位图示	19
图 23: 万宁高德指南人气榜及大众点评万宁购物热门榜	19
图 24: 南山文化旅游和康辉旅行社情况	19
图 25: 海旅免税扣非业绩及未来承诺（万元）	20
图 26: 海控全球精品免税经营情况	20
图 27: 海口美兰机场线下店销售额（亿元）	25
图 28: 与国内海口对标, 京沪国人离境市内店销售额估算	25
图 29: 2019 年韩国首尔本国人免税销售额构成	26
图 30: 2019 年韩国机场和市内店销售额构成	26
图 31: 北京国际度假有限公司股权结构	28
图 32: 北京环球度假区项目情况	28
图 33: 2017-2018 年首尔各市内免税店销售额及市占率	30
图 34: 公司 ROE 与可比公司比较	31
图 35: 公司资产负债率与可比公司比较	31
图 36: 公司毛利率与可比公司比较	31
图 37: 公司总资产周转率与可比公司比较	31

图 38: 公司经营现金流净额情况	32
图 39: 公司货币资金充足	32
图 40: 王府井 2020 年免税牌照获批以来市值变动	36
图 41: 海汽集团 2019 年以来市值及涨跌幅变动	37
表 1: 截止 2022Q3 末, 王府井主要业态模式分地区门店情况	5
表 2: 公司发展历史沿革	5
表 3: 北京王府井免税品经营公司管理团队	7
表 4: 公司 2020 年股权激励考核条件及调整 (不含首商)	7
表 5: 公司股权激励方案首批授予情况	7
表 6: 王府井主要业态模式	8
表 7: 王府井 2020 年以来部分项目改造升级及门店扩张情况	9
表 8: 王府井换股吸收合并首商股份及募集资金情况	9
表 9: 王府井与新世界对标	14
表 10: 公司部分核心门店及所在商圈	15
表 11: 公司自有物业情况	16
表 12: 万宁市“十四五”时期经济社会发展目标指标表 (部分)	18
表 13: 公司万宁国际免税港成长估算	21
表 14: 目前公告涉及岛内居民免税的相关公司	21
表 15: 国内市内店政策分类及展望	23
表 16: 国人离境市内店相关政策进展	23
表 17: 韩国免税购买额度限制变更	24
表 18: 国人离境市内免税店中线空间测算汇总 (假设国人离境市内免税店政策较为支持)	25
表 19: 上海市内免税店空间弹性测算	27
表 20: 北京市内免税店空间弹性测算	27
表 21: 国人离境市内店空间估算	28
表 22: 王府井未来北京机场或市内免税布局可能情况	29
表 23: 王府井盈利预测拆分 (暂未考虑潜在市内、机场等免税贡献)	33
表 24: 未来 3 年盈利预测表	34
表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	34
表 26: 公司盈利预测假设条件 (%)	35
表 27: 资本成本假设	35
表 28: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	35
表 29: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	36
附表: 相关公司盈利预测及估值	38

王府井：国内零售巨头，开启全新征程

公司概况：国内老牌零售巨头，全国扩张，积极转型

王府井前身是创立于 1955 年享誉中外的“新中国第一店”北京市百货大楼，1994 年在上海证券交易所上市，历经 67 年发展，**公司目前已成为全国规模最大、业态最全的商业零售集团之一**。截至 22Q3 末，公司在全国七大经济区域 30 余个城市共运营 76 家大型综合零售门店，涉及百货、奥特莱斯、购物中心等业态，**总经营建筑面积 455.3 万平方米**。此外，公司还涉及超市业态、专业店以及线上业务。

表 1：截止 2022Q3 末，王府井主要业态模式分地区门店情况

地区	经营业态	门店（家）	自有物业门店		租赁物业门店	
			门店数量	建筑面积（万平方米）	门店数量	建筑面积（万平方米）
华北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	24	11	48.7	13	66.1
华中地区	购物中心/百货	10	5	34.2	5	29.2
华南地区	购物中心/奥莱	2	2	29.0	0	0
西南地区	购物中心/百货	21	3	10.0	18	98.8
西北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	14	4	31.6	10	55.4
华东地区	购物中心/百货	2	1	1.8	1	13.0
东北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	3	3	37.5	0	0
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	76	29	192.8	47	262.5

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2022 年新增绵阳购物中心、王府井万宁悦舞小镇

发展历程：零售全国连锁，多业态并举，免税布局。

1) 1996-2013 年，百货业态全国连锁：公司 1996 年起在全国推进百货连锁战略，2000 年与东安集团实施重大资产重组，2013 年并购中国春天百货，推进全国布局。

2) 2014-2020 年，从单一百货业态向多业态零售体系转型：2014 年起公司战略由单一百货业态向百货、购物中心、奥特莱斯等综合零售业态发展，并积极推进全渠道建设；2018 年进入首旅体系，站上新发展平台；2021 年，公司吸收合并首商股份，进一步提升公司在北京地区的市占率。

3) 2020 年起开启免税布局：于 2020 年 6 月获免税品经营资质，并于 2022 年 10 月取得实质进展——万宁离岛免税项目获批。

表 2：公司发展历史沿革

年份	重要事件
1955 年	创立，前身是享誉中外的“新中国第一店”北京市百货大楼。
1990 年	经市政府批准成立企业集团，为当时组建的北京四大商业集团之一，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	在上海证券交易所挂牌上市，先后入围“上证 30 指数”、“沪深 300 指数”、“上证 380 指数”。
1996 年	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。
2000 年	与北京东安集团实施战略重组，成立王府井东安集团，整合北京国有商业资源。
2010 年	引入战略投资者，初步实现混合所有制改革
2013 年	在中国香港资本市场成功收购中国春天百货，完成了春天百货的私有化。
2014 年	率先实施战略转型，由单一百货业态向百货、购物中心、奥特莱斯等业态综合发展，并积极推进全渠道建设
2016 年	启动整体上市工作，推进春天资产注入王府井集团以及王府井集团吸收合并王府井国际的相关工作。
2018 年	北京首旅集团与王府井东安实施合并重组。
2019 年	王府井国有股权被划转至北京首旅集团直接持有。
2020 年	获得免税品经营资质，成为中国第八个拥有免税牌照的企业，全资子公司——北京王府井免税品经营公司成立。
2021 年	王府井集团吸收合并首商股份。
2022 年	王府井 10 月 9 日公告，公司获准在海南省万宁市经营离岛免税业务，王府井国际免税港拟于 2023 年 1 月开业。

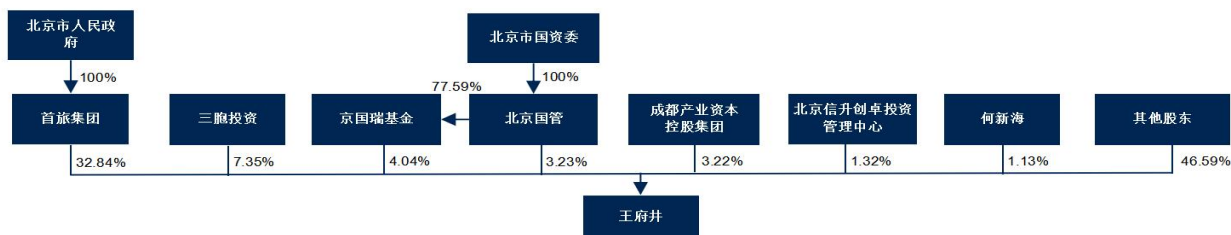
资料来源：公司官网、东方财富网，国信证券经济研究所整理

总体而言，公司传统零售主业积极转型，调结构、谋发展，构筑业务基本盘；同时立足卡位优势和零售运营经验，免税业务布局积极推进，未来有望迎新成长。

股权结构：背靠北京国资，大股东首旅集团实力雄厚

公司系北京国资背景，隶属于首旅集团旗下，大股东实力雄厚。公司大股东为首旅集团，实际控制人为北京市国资委。国资背景下，公司旗下项目地理位置优良，如王府井大街选址中国北京市东城区，在故宫东侧，享有“金街”美誉。

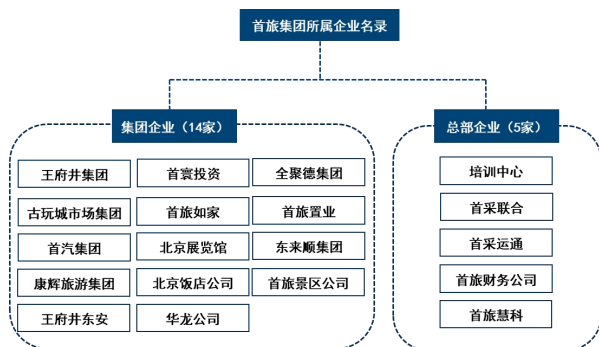
图1：公司股权结构情况



资料来源：公司官网、公司公告、企查查，国信证券经济研究所整理

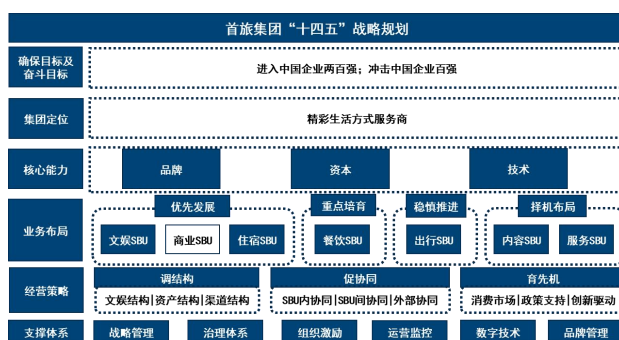
首旅集团十四五规划明确，王府井作为商业 SBU 优先发展。首旅集团成立于 1998 年，是以旅游商贸服务业及相关产业为核心的战略性投资集团，在《中国 500 最具价值品牌榜》和全国大型旅游集团排名中位居前列。根据首旅集团 2021 年底公布的十四五规划，拟十四五期间冲击中国企业百强，文娱、商业、住宿系其优先发展 SBU，其中王府井作为商业战略业务单元核心，将统筹王府井百货、赛特购物中心等多个商业品牌，集百货、购物中心、奥特莱斯、免税店、精品超市等多业态，推动线上与线下相融合、发展“免税+退税+有税”产业经济，多业态发展目标明确。

图2：首旅集团组织架构



资料来源：首旅集团官网，国信证券经济研究所整理

图3：首旅集团十四五规划框架



资料来源：北京晚报、首旅集团官网，国信证券经济研究所整理

管理层：专设团队发力免税业务，股权激励绑定核心利益

公司管理层深耕线下零售多年，专设团队发力免税业务。2022 年 12 月，首旅集团董事长白凡新任公司董事长；总裁尚喜平新任公司党委书记、副董事长，未来有望进一步加速公司主业转型和免税发展。尚总此前系公司总裁及王府井免税品公司总经理，全面负责公司免税业务。本次调整预计着眼集团长远发展，有助于

综合调配公司内部资源、统筹战略规划，推进主业转型和免税项目有序落地。此外结合 DFE 报道，免税品公司副总经理分别由集团副总裁曾群女士和李文欣先生担任，二者各自负责免税内部资源协调对接与实际运营，未来有望助力免税发展。

表 3: 北京王府井免税品经营公司管理团队

姓名	个人简介
尚喜平先生	现任集团总裁、北京免税品公司总经理。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 月起任集团总裁，董事。
曾群女士	现任集团副总裁、北京免税品公司副总经理。自 2000 年 5 月至 2013 年 2 月先后在北京市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。
李文欣先生	现任北京免税品公司副总经理、王府井海垦免税品公司总经理。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化妆品项目，创建了广州、深圳、厦门、南京等机场有税国际化化妆品店，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化妆品的合作。2016 年至 2020 年 7 月，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：DFE，国信证券经济研究所整理

2020 年，公司实施股权激励计划，绑定核心管理层利益。2020 年起，公司实施股权激励计划，首次向激励对象授予 771.5 万份股票期权，约占总股本的 1%；行权价格为 12.74 元/股（此后分红等后调整为 12.21 元/股），激励对象如下。其中，股权激励所对应的业绩考核条件主要包括公司扣非利润增长（不含合并首商部分，仅为原王府井部分）和购物中心、奥莱的收入占比情况。由于疫情扰动，公司第二个行权期的业绩考核条件已由 2022 年推迟至 2023 年实现。据此推算，公司原有王府井业务 2023、2024 年扣非业绩要求分别为 9.39、10.11 亿元。

表 4: 公司 2020 年股权激励考核条件及调整（不含首商）

基准		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 7.22 亿元				
	行权安排	调整前	调整后	扣非归母净利润较基准增长率	扣非归母加权平均净资产收益率	购物中心和奥莱业态门店营收占总营收的比例
公司层面	第一个行权期	2021	2021	≥20%且不低于对标企业 75 分位值	≥8%且不低于对标企业 75 分位值	≥30%
	第二个行权期	2022	2023	≥30%且不低于对标企业 75 分位值	≥8.5%且不低于对标企业 75 分位值	≥40%
	第三个行权期	2023	2024	≥40%且不低于对标企业 75 分位值	≥9%且不低于对标企业 75 分位值	≥50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：在本计划有效期内，若公司实施公开发行或非公开发行等影响净资产的行为，则新增加的净资产和对应的净利润在业绩考核时不计入本计划有效期内净资产和净利润增加额的计算。

表 5: 公司股权激励方案首批授予情况

姓名	职务	获授股票期权份额（份）	占授予总量的比例	约占本计划公告时公司总股本比例
杜宝祥	原董事长	300,000	3.87%	0.04%
尚喜平	董事、总裁	300,000	3.87%	0.04%
杜建国	董事、副总裁、财务总监	200,000	2.58%	0.03%
周晴/王宇/曾群	副总裁	各 200,000	各 2.58%	各 0.03%
胡勇	副总裁	135,000	1.74%	0.02%
张建国	原常务副总裁	200,000	2.58%	0.03%
岳继鹏	原董事会秘书	100,000	1.29%	0.01%
管理骨干（79 人）		4,730,000	60.99%	0.61%
其他核心人员（42 人）		1,150,000	14.83%	0.15%
预留部分		40,000	0.52%	0.01%
合计		7,755,000	100.00%	1.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营分析：零售主业疫前整体表现稳健，近三年积极转型升级

公司积极打造“5+2”业务模式：百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税五大业态和自营、电商两个核心经营能力，疫情前整体经营情况保持相对稳健。2018-2019年，公司年收入维持在 267 亿元左右，扣非归母业绩约 9-10 亿元，保持相对稳定。

表 6：王府井主要业态模式

分类	2021 年收入/占比/毛利率	主营收入构成	门店特点
百货	71.09 亿元/55.75%/37.14%	主营业务收入为商品零售收入，经营模式包括联营、个性化的消费需求，经营商品品类主要包括服装服饰、化妆品、运动鞋帽、珠宝首饰和租赁，以联营为主。宝饰品、家居家电等。	门店在城市或区域商业中心，单店面积 2-6 万平米。主要满足消费者时尚化、
购物中心	20.61 亿元/16.16%/50.49%	主营业务收入为租金收入，经营模式以租赁为主。	门店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 8-20 万平米。
奥特莱斯	16.07 亿元/12.60%/69.70%	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。	门店在城市边缘地区或城郊，单店面积 3-6 万平米，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。
专业店	17.91 亿元/14.04%/15.49%	主营为商品零售收入	以买手制潮奢品牌集合店为经营内容的奢品尚品以及以国际品牌代理为经营内容的奢品高奢，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。
超市	4.93 亿元/3.86%/14.46%	主营业务收入为商品零售收入，经营模式包括自营、联营、租赁，以自营为主。	门店在区域商业中心或居住区，单店面积 300-6000 平米。
线上	销售额超 10 亿元	王府井在线平台	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年公司合并首商股份，且二者合计归母业绩基本恢复至疫情前水平，达 13 亿+。截至 2021 年底，首商华北地区有 8 家门店，共 55.8 万平米，在西北和西南地区有 3 家门店，共 9.2 万平米。2021 年吸收合并首商股份后（首商疫前年收入约 100-110 亿元，扣非业绩 3-4 亿元），公司归母业绩增至 13.40 亿元，基本恢复至疫前水平（二者 2019 年按可比口径调整后的合计归母业绩为 13.36 亿元）。

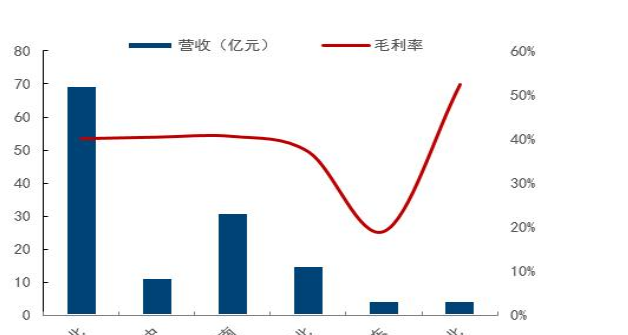
2022 年前三季度，在疫情反复及累计减租让利 2 亿元综合影响下，公司实现营收 84.66 亿元/-11.65%，扣非后业绩 2.41 亿元/-57.07%，整体承压。

图 4：2017-2021 年公司营收及业绩表现



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 5：2021 年公司主营业务分区域情况

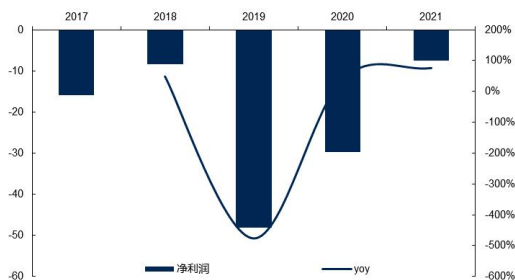


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2020-2022 年，公司传统业务积极改造升级，助力成长。公司以“一店一策”转型策略，对部分商业存量项目进行改造升级。其北京长安商场项目于 2019 年 4 月-12 月进行升级改造，改造升级过后定位为社区居民“生活中心”，以“社区商业+奥莱商品”模式运营，经营业态中涉及社区服务功能占比达到 46%。2021 年，改造后的长安商场项目较 2018、2019 年表现均明显减亏（2019 年长安商场亏损较多有停工改造费用扰动影响）。北京东安市场项目升级后于 2022 年 1 月重新开业，依托奢品尚品的买手队伍，从传统百货升级为沉浸式买手制百货。结合 2022Q1 季报来看，东安项目改造后业务规模进一步扩大，未来盈利表现也值得期

待。同时，公司西单商场、友谊商店、金街购物中心等项目调改方案均已敲定。

图6：北京长安商场 2017-2021 净利润表现



资料来源：公司财报，国信证券经济研究生整理

图7：东安市场项目升级后的经营模式、商品分布及特色

经营模式	商场特色	商品分布
买手制模式：由买手到全球采购，将国际流行的多个品牌的同类产品做一个最优组合，给客人潮流品牌“一站式”的选择	商场中不再是传统的品牌柜台，通过空间设计和布景摆放，实现“一步一景”，打造潮流活动“打卡地”	一层：鞋包集合区、眼镜饰品、香化区、国际潮奢品牌； 二层：年轻国际设计师品牌、成衣集合专区； 三层：潮鞋区、潮玩区、国潮区、滑雪户外区

资料来源：新京报，国信证券经济研究所整理

老店到期关闭助力减亏。公司疫情下先后关闭 4 家经营到期，表现欠佳的百货店（其中，福州王府井百货 2019 年亏损 1 亿+），有助于公司未来经营表现。

表7：王府井 2020 年以来部分项目改造升级及门店扩张情况

	2020 年	2021 年	2022 年
新增门店	4 家	6 家	2 家
关闭门店	3 家	1 家	
升级扩建	沈阳赛特奥莱二期项目；东安商场改造升级（于 2022 年 1 月开业）		
首商股份新增	14 家		

资料来源：公司财报，北京市人民政府，国信证券经济研究所整理

在新业态拓展方面，公司聚焦重点区域重点城市的重点项目。结合证券时报报道，公司正积极推进北京环球张家湾项目，已完成前期项目规划，启动业态业种筹划及预招商沟通工作；且已在杭州、苏州、青岛、海口、三亚等主要城市储备了项目资源，成都、太原两地的奥莱和购物中心项目正在积极推进。

此外，2021 年吸收合并首商时进行配套融资，现金流充足支撑后续业务拓展。在 2021 年换股吸收合并首商股份的过程中，公司不仅以此解决了同业竞争问题，巩固华北市场地位，还进行了配套融资，共计 37.43 亿元人民币，主要用于门店数字化建设及优化改造等。截止 2022Q3，公司货币资金达 113.13 亿元/+85.40%，账上现金充足，为传统主业提质增效与转型升级提供保障。

表8：王府井换股吸收合并首商股份及募集资金情况

一、换股吸收合并	王府井向首商股份的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票，每 1 股首商股份股票可以换得 0.3058 股王府井股票。首商股份的总股本为 658,407,554 股，对应王府井股本 200,419,260 股。
二、非公开发行募集配套资金	发行价格 24.11 元/股，发行股份数量总数为 155,250,070 股，募集资金总额为 3,743,079,205.55 元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总体来看，在大股东首旅集团“十四五”指引及核心骨干股权激励业绩考核要求下，配合公司免税业务在竞争下的实质运作与推进，预计公司主观能动性有望持续强化。1) 卡位优良，积极改造。尽管 2022 年公司传统业务疫情影响下仍有承压，且线下零售也面临电商分流等压力，但公司过往核心卡位的大店表现仍优良，

客群基础扎实,且后续传统百货主业与首商业整合协同效应未来有望逐步释放,购物中心与奥莱高毛利新业态转型目标日趋明确,在考虑新的奥莱增量及原有项目升级下,兼顾公司股权激励方案业绩考核要求,我们预计 2023-2024 年公司传统主业盈利有望逐步恢复至疫情前。2) 专业管理团队配备+充足的资金储备支持下,预计免税业务有望以海南万宁店为起点,并在后续出入境免税店中实现全新突破和发展。

他山之石：韩国新世界，免税何以后来崛起？

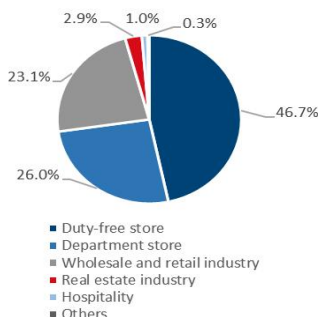
新世界百货：传统有税霸主，免税后起之秀，19 年跻身全球第九

观国际免税龙头的成长，我们重点聚焦新世界百货。作为“传统零售龙头”+“免税后来者”，新世界百货虽然在竞争环境、消费者客群方面有一定差异，但其在韩国免税的激烈竞争中最终成功突围对王府井的未来成长具有突出借鉴意义。

新世界百货最早成立于 1930 年，是韩国最大、历史最悠久的零售商，2019 年在韩国零售市场份额约 23%，2021 年成为韩国唯一进入《亚洲流通业百强企业》前十强的企业，多年有税零售深耕积累了良好的选址卡位优势及一定的品牌资源。

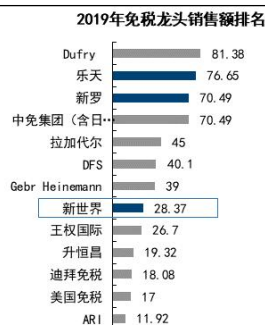
新世界百货系韩国免税行业的后来者，但在 2019 年成功跻身全球第九。2012 年新世界百货从收购天堂釜山免税店起步。2013 年起，韩国开始逐步放开免税牌照；2015 年韩国市内免税开启公开竞标模式，新世界、斗山、韩华、现代等韩国大型财阀开始相继获得免税牌照开立免税店，但韩华、斗山等免税店则在 2019 年黯然离场因亏损关闭。而新世界免税销售规模则从 2015 年 24 亿韩元增至 2019 年超 3 万亿韩元，增长迅猛，并在 2019 年韩国免税市占率达 13%，免税营业利润达 1116 亿韩元（约 6 亿 RMB，但预计有租赁会计变更等扰动）。其排名从 2015 年尚未进入全球前 25，到 2016 年位列全球 15 名，再到 2019 年成为韩国第三大、全球第九大免税运营商；在短短三年间（2016-2019 年）新世界股价更是涨了近 2 倍。

图 8：2021 年新世界集团各项业务占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 9：新世界免税 2019 年在全球排名第 9



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 10：2019 年新世界免税在韩国市占率提升至 13%



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：此处市占率近似为公司营收/韩免总销售额

图 11：新世界免税 2019 年营业利润约 1116 亿韩元（约 6 亿元 RMB）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：租赁会计变更、计提牌照减值损失影响 2019 年净利润

新世界成功要素：卡位&流量&供应链，“机场+市内”免税联动

新世界百货免税大发时期正值韩国免税新一轮变革期。韩国免税行业最早牌照相对垄断，经过多年发展形成乐天、新罗双寡头格局，二者市占率将近8成，此外主要系部分中小玩家。2015年起韩国免税牌照阶段有所放开，首尔市内新世界、斗山、韩华、现代等玩家纷纷免税布局，但与此同时，限韩令下，中国赴韩游锐减，大代购占比逐步提高，免税行业竞争较激烈，行业利润整体承压明显。

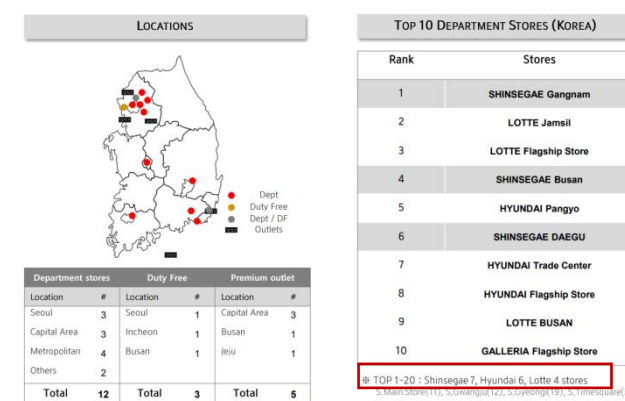
但为何在此背景下，为何韩国新世界百货在免税领域可后来居上？在韩华、斗山等资金雄厚的跨界玩家（韩国资产规模排名分别第7、第15）纷纷因亏损离场下，为何新世界百货依旧能跃居全球前列？结合此前《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》、《行业专题：韩国市内免税40年启示录：牌照之上，规模永恒》等报告，我们进一步分析如下。

总体来看，韩国新世界作为免税后进者，其成功有天时地利各方面因素。一是本系韩国历史最悠久，规模最大的零售巨头，其原有有税零售的良好选址卡位优势、品牌资源为免税业务发展奠定基础，二是关键时期的人事调整、机场&市内联动主观经营布局等更是进一步助力其免税产业地位提升。

1) 选址卡位优势：新世界作为零售巨头卡位优良，客流基础良好。新世界在2015-2016年的两次招标中获得了2张首尔市内免税店牌照（分别位于首尔明洞和首尔江南区，2016年5月和2018年7月开业）。其中，公司明洞免税首店位于其新世界百货总店（韩国最早成立的百货店）8-12层，地处首尔最核心的成熟商圈。一方面，自有物业大幅缓解核心位置租金压力；另一方面，成熟的客群流量为其市内免税规模快速扩张提供了有利基础，开业初期引流成本也相对可控。

与之相比，韩国现代在首尔首家市内免税店距离明洞约15公里，高峰期需1小时车程+，相对不便，引流成本更高。而其他玩家斗山、韩华、SM等作为后进者免税选址也相对受限，在激烈竞争下引流成本高企下进一步亏损承压，相继在2019年后因大幅亏损而闭店。此外，2018年开业的新世界江南店在疫情扰动下也终于2021年关闭，均说明地理卡位的重要性。

图12：截止2022Q3末，新世界集团线下店布局



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图13：新世界百货总店位于首尔核心商圈



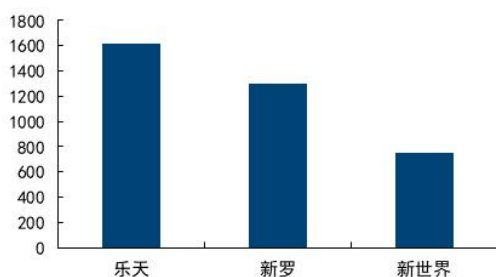
资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

2) 供应链方面：新世界提前布局，积累免税资源，为其快速发展期蓄势。结合此前分析，免税与有税同属零售但仍有一定差异。有税往往以联营提成模式为主，与品牌有税部门对接合作，侧重坪效管理；而免税则更多以自营买断模式为主，规模采购下成本优势方可凸显，且往往对品牌旅游零售部门。接其中，经过多年

发展，部分品牌有税和免税部门互通，运营商在有税方面的资源可以直接借用；但部分欧美国际品牌有税和免税部门仍相对独立，这方面，即使有税运营商，其免税采购能力也需要一定时间的积累。

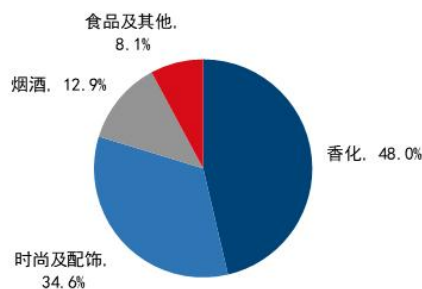
在 2015-2016 年韩国首尔免税店牌照有限放开之前，**新世界百货早在 2012 年即通过收购天堂釜山免税店进入韩国免税行业**，此后相继在 2013 年釜山金海国际机场和 2015 年仁川国际机场的免税竞标中获得经营权。这一时期，虽然公司免税体量不大，但依托其有税零售品牌及免税布点，借助机场+市内免税布局，逐步积累免税采购运营相关的品牌资源和人力资源。2016 年底新世界百货成功引入香奈儿、爱马仕、LVMH 三大顶奢品牌，自身优势结合三大奢侈品牌加持，新世界品牌吸引能力和议价能力大幅提高，众多香化类、精品类国际品牌陆续入驻。目前虽然整体品牌数量仍不如乐天、新罗，但品牌供应链也较为完备。总体来看，**相比其他主业与免税关联度较低的玩家（如斗山此前专注注重工业），新世界作为百货零售巨头在供应链布局上与运营上本身就占据先发优势，加之其通过“机场+市内”等积极联动和积累供应链资源，有效助力其免税成长。**

图 14：疫前韩国前三大免税集团品牌个数



资料来源：穆迪报告，KDFA，国信证券经济研究所整理

图 15：新世界免税品牌数目占比



资料来源：穆迪报告、国信证券经济研究所整理

3) 关键节点提拔并任用免税领域专业人才，推动后续业务良好运行。2017 年新世界集团成立免税子公司新世界免税，此后更是多次注资，进一步强化免税业务运营。同年，公司引入两位富有免税经验的高管，分别是原新罗酒店免税店销售部门负责人 Cha Jeong Ho 和原新世界免税执行副总裁 Son Yunk-Sik，二人分别担任新世界国际 CEO 和新世界 DF CEO，二人上任之后进一步有效推动新世界免税业务良好发展。

4) 机场与市内免税联动，免税产业地位快速提升。新世界在 2015 年、2018 年获得仁川国际机场 T1 及 T2 航站楼部分标段的免税经营权，成为仁川国际机场最大的免税运营商，逐步完成且丰富了涵盖市内及机场免税的业务布局。**这种“机场+市内”有力增强了其产业地位，并进一步提升上游话语权，推动免税业务扩张。**

5) 需要说明，新世界免税成长的期间，韩国免税龙头乐天因继承人之争（参考 2015 年人民网、经济参考报等的报道）和萨德问题经营承压，其部分首尔市内免税店阶段关闭，也侧面给新世界免税成长提供了一定的机遇。

总体而言，有税&免税共振，机场&市内联动，助力新世界跻身韩免前三。韩国零售巨头新世界百货依托其有税运营基础，借助核心卡位、流量优势、供应链布局、门店运营管理等，在老玩家已深耕多年、新玩家竞争加剧的韩国免税市场，相继完成市内核心点位与机场的布局，快速实现规模扩张，跻身行业前三。其成功经验为同为零售巨头的王府井未来发展提供参考与借鉴。

公司看点：对标新世界，有税&免税双轮成长

免税全牌照优势下，有望打造“离岛+机场+市内”综合体系

结合此前韩国免税的经验，牌照是免税行业的敲门砖，但是能否脱颖而出还是要看综合运营能力。对标新世界，如果王府井作为零售巨头能有效发挥其选址卡位优势、零售运营推广和客群会员优势，并通过“机场+市内”等多元免税布局积累品牌免税渠道供应链资源，其免税中线成长仍然具有较大想象空间。

表9：王府井与新世界对标

要点	王府井	新世界
股东背景	实控人为北京国资委；大股东为首旅集团，在全国大型旅游集团排名中位居前列。	新世界系韩国三星系背景，其第一大股东为韩国三星集团创始人李秉喆之外孙女郑有庆，持股比例 18.56%。
主业业态布局	百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税五大业态。	零售业态涉及百货、奥莱、免税等。
卡位资源	截止 2021 年底，公司拥有自有物业门店 28 家，在北京位于三环内核心购物商圈，同时在长沙、成都、西安等城市均位于核心商圈。	旗下韩国首家百货店位于首尔明洞核心商圈。
供应链	有税业务与超过 5,000 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。	新世界免税引入约 750-800 个品牌，曾包括爱马仕、香奈儿和 LV 等顶奢品牌。
会员流量	1800 万人，在线粉丝超 2200 万人。	免税店销售主要由外国人尤其中国人贡献。
人事任命	2020 年成立北京王府井免税品经营公司；副总经理李文欣先生曾在中免任职 8 年，总经理任尚喜平先生被聘任为集团党委书记。	2017 年集团成立免税子公司新世界免税，并引入原新罗酒店免税店销售部门负责人 Cha Jeong Ho 和原新世界免税执行副总裁 Son Yunk-Sik，分别担任新世界国际 CEO 和新世界 DF CEO。
免税布局	全牌照，中线或有望形成“离岛+市内+机场”免税联动布局	“市内+机场”联动免税布局（首尔、釜山等区域）

资料来源：穆迪戴维特，公司官网，国信证券经济研究所整理

聚焦王府井，作为国内百货绝对龙头，其零售选址卡位资源禀赋突出，品牌招商等颇具优势，会员基础良好。尤其值得说明的是，王府井免税全牌照资源优势突出。结合 1 月 3 日投资者互动平台消息，公司被授予的免税品经营资质无经营类型限制，根据具体项目审批情况，可从事离岛免税、口岸免税、市内免税等项目。若未来出境游放开，国人离境市内免税政策落地，公司依托其全免税牌照优势以及北京国资背景等支持，未来或有望构建基于“离岛免税-岛民免税-全岛免税-机场免税-市内免税”的多元免税体系，并与其现有零售有税布局在会员流量、品牌运营、供应资源等方面有效联动，进而苛刻形成有税+免税双轮驱动，中线业务持续向上成长有弹性。

不过，需要说明的是，上述免税布局，一方面需要跟踪相关政策未来落地进展，另一方面也要跟踪公司在政策落地后具体免税门店争取情况，需要持续跟踪。

卡位优势：零售项目卡位优良，自有物业提供安全边际

公司零售项目卡位优良。结合前文，公司在全国七大区域拥有 75 家门店，零售项目分布广泛。在地理位置上，王府井依托北京国资股东背景，在多年的零售全国连锁布局中，形成了优良的地理卡位优势，其经营项目多数位于北京三环内核心购物商圈，以及长沙、成都、西安等城市的核心商圈，位置优良。

未来，若国人离境市内免税政策放开，上述零售项目的既有卡位优势尤其北京区域的多处优质物业资源可以为公司在一定程度上的免税布局提供有利支撑。

表 10: 公司部分核心门店及所在商圈

业态	门店名称	地址	商圈
百货	北京百货大楼	北京市东城区王府井大街 253-255 号	王府井大街商圈
	北京长安商场	北京市西城区复外大街 15 号	首都博物馆, 西单大悦城商圈, 木樨地商圈
	北京双安商场	北京市海淀区北三环西路 38 号	中关村商圈, 北三环西路商圈
	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五区商业楼	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
	燕莎友谊商城金源店	北京市海淀区远大路 1 号东侧	万柳商圈
	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
	贵友大厦建国门店	北京市朝阳区建国门外大街甲 5 号	建国门商圈
	贵友大厦通州店	北京市通州区云景东路 1 号	九棵树商圈
	贵友大厦金源店	北京市海淀区远大路 1 号	万柳商圈
	武汉王府井百货	湖北省武汉市江汉区中山大道 858 号	江汉路商圈
	成都王府井百货	四川省成都市锦江区总府街 15 号	春熙路商圈
	长沙王府井百货	湖南省长沙市天心区黄兴中路 27 号	五一广场商圈、橘子洲景区
	成都西单商场百货	成都市青羊区苏坡东路 12 号	金沙光华商圈, 金沙遗址博物馆
	重庆王府井百货 2 店	重庆市沙坪坝区小新街 49 号	三峡广场商圈
	郑州王府井百货 2 店	郑州市郑东新区地坤 8 号	郑东新区 CBD 商圈
	厦门中山巴黎春天百货	福建省厦门市思明区中山路 76-132 号	鼓浪屿景区
	西安王府井百货永定门店	陕西省西安市碑林区南关正街 88 号长安国际中心	南门商圈
	北京新燕莎金源 MALL	北京市海淀区远大路 1 号	万柳商圈
	成都王府井购物中心	四川省成都市武侯区科华中路 2 号	火车南站、高校商圈
	成都王府井 Discovery 购物中心	四川省成都市成华区北二环四段 33 号	驷马桥商圈
	乐山王府井购物中心	四川省乐山市市中区天星路 118 号	新城柏杨商圈
购物中心	长沙王府井购物中心	湖南省长沙市岳麓区金星中路 383 号	金星中路都市商圈
	北京右安门王府井购物中心	北京市西城区万博苑 7 号楼	万达广场商圈
	熙地港(西安)购物中心	陕西省西安市未央区凤城七路 8 号	熙地港购物中心
	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	郑东新区 CBD 商圈
	佛山紫薇港购物中心	广东省佛山市佛山禅城区季华四路 70 号	季华商圈

资料来源: 公司公告, 高德地图, 赢商网新媒体, 网易新闻, 国信证券经济研究所整理

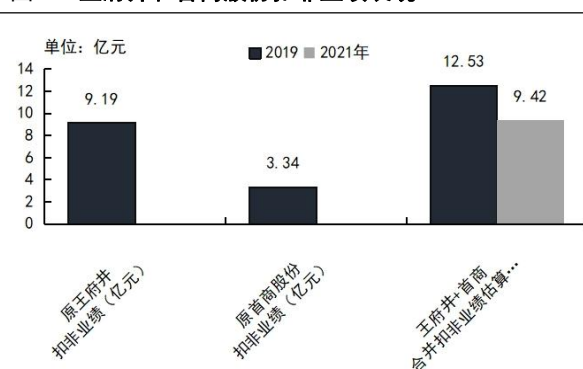
公司有税零售核心门店经营良好, 主要在于地理位置优势与多年零售运营经验和会员体系支撑。依托良好的地理资源位置禀赋和多年积累的零售运营基础, 公司核心大店 2019 年业绩表现良好。2021 年, 虽然阶段零售运营也受疫情影响, 但公司核心门店总体表现也较为突出。具体如下图所示, 北京、成都、长沙等代表门店仍经营良好。2022 年因疫情影响较大和减租影响, 公司零售主业经营承压较明显。但随着目前出行政策全面放开, 结合前文分析, 我们预计其传统零售业务未来仍有望恢复性增长, 带来一定的业绩支撑。

图 16: 王府井部分核心大店 2019 年和 2021 年业绩表现



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 17: 王府井和首商股份扣非业绩表现



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

公司丰富的自有门店物业资源提供一定的安全边际。公司在全国拥有 30 余个自有物业，主要位于北京、成都、武汉、郑州、西安、沈阳等国内一二线城市的核心商圈，自有物业经营面积超过 190 万平方米，物业价值优良。如果我们按照直接资本化法（商业地产价值=租金收益/资本化率）对公司自有物业情况进行估值，选取王府井原有收入贡献较高的核心门店所属公司的净利润总额（2019 年度）作为收益额，并参考华润置地（3.0%–7.8%）和龙湖集团（4.35%–4.75%）2021 年年报披露的资本回报率进行估算。综合王府井仍以传统百货业态为主，兼顾其自有物业卡位优势及转型升级成效，选取资本回报率水平 4%–5%，对应其自持物业按直接资本化法估算价值 160–200 亿元左右（以上尚未考虑原王府井亏损项目的估值）。同时，考虑首商股份总建筑面积约 80 万平米，自有物业建筑面积 22.70 万平米，拥有西单商场等知名物业，2021 年收购时资产估值 62.70 亿元，其退市时最后一个交易日市值 58.8 亿元，假设按自有物业 30 亿左右估算。此外，考虑海南万宁王府井悦舞小镇约 9.37 亿元对价，最终初步估计公司目前自持门店物业价值为 200~240 亿元，可以为公司估值提供一定的安全边际。

表 11：公司自有物业情况

自有物业	地址	经营建筑面积（万平方米）
北京百货大楼	北京市东城区王府井大街 253-255 号	10.6
北京长安商场	北京市西城区复外大街 15 号	2.9
北京双安商场	北京市海淀区北三环西路 38 号	3.9
北京西单商场西单店	北京市西城区西单北大街 120 号	5.7
北京西单商场天通苑店	北京市昌平区东小口镇天通苑五区商业楼	1.5
北京友谊商店	北京市朝阳区建国门外大街 17 号	2.5
北京贵友大厦建国门店	北京市朝阳区建国门外大街甲 5 号	1.8
武汉王府井百货	湖北省武汉市江汉区中山大道 858 号	3.4
成都王府井百货	四川省成都市锦江区总府街 15 号	5.8
长沙王府井百货（部分自有）	湖南省长沙市天心区黄兴中路 27 号	7.1
鄂尔多斯王府井百货	内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区伊金霍洛西街太古国际广场 B 区	4.6
郑州王府井百货 2 店	郑州市郑东新区地坤 8 号	2.4
西安王府井百货 2 店	西宁市城东区东关大街建国南路 65 号	2.8
厦门中山巴黎春天百货	福建省厦门市思明区中山路 76-132 号	1.8
贵阳国贸广场（部分自有）	贵州省贵阳市云岩区中华北路 1 号	2.2
北京右安门王府井购物中心	北京市西城区万博苑 7 号楼	2
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
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
贵阳南国花锦	贵州省贵阳市云岩区中华北路 108 号	2
哈尔滨王府井购物中心	黑龙江省哈尔滨市道里区景江东路 899 号	12.8
佛山紫薇港购物中心	广东省佛山市禅城区季华四路 70 号	18.7
天津新燕莎奥特莱斯	天津空港经济区环河北路 98 号	8.8
王府井赛特奥特莱斯	陕西省西安市临潼区凤凰大道 11 号	7.8
王府井赛特奥特莱斯机场店	陕西省西安市西咸新区港务一路与迎宾大道交界处东南 200 米	9
北京赛特奥特莱斯	北京市朝阳区香江北路 28 号	4.4
沈阳赛特奥特莱斯	辽宁省沈阳市东陵区双园路 36 号	14.9
长春赛特奥特莱斯 MALL	吉林省长春市净月经济开发区永顺路 388 号	9.8
王府井奥特莱斯平原小镇	河南省新乡市平原示范区长江大道 22 号	10
王府井万宁悦舞小镇	海南省万宁市莲兴大道 1 号	10.25
合计	-	193.30

资料来源：安居客，高德地图，搜房网，国信证券经济研究所整理

供应链：既有品牌招商资源积累，自营收入占比逐步提升

招商方面：有税运营为主，免税方面正在积极夯实中。在招商方面，王府井过往主要与品牌有税渠道合作，有税运营下部分采取联营模式，在与品牌免税渠道合作上仍待持续提升。但是，公司多年与品牌商的合作也积累了一定的品牌资源优

势，且近年来自营比例逐步提升（如组建潮牌专业店买手队伍），2020 年免税牌照获批后，其免税方面的供应链能力也在持续夯实中。

根据公司此前公告，公司已经与超过 5,000 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**，如下图所示。2022 年上半年，公司新进、撤柜、调整专柜合计 2500 个，其中新进首店品牌 170 个，占新引进品牌总量的 22%。与此同时，公司线上线下积极对接重点品牌，加大合作规模和深度，招商能力突出，品牌优势明显。同时，公司 2020 年 6 月获批免税牌照后，一直在进行相关的筹备工作，通过借鉴其他新晋玩家不同采购下的表现，也不断总结适合自身的免税供应链搭建思路，有一定的准备基础。当然，上述能力的建设仍然需要一个培育过程。但公司零售背景对其免税供应链能力积累有一定的加速作用。

图 18：王府井旗下部分品牌资源



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 19：2016-2020 年王府井自营收入及占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

会员流量：1800 万会员体系，构筑本地客源基础

经过多年的全国连锁零售运营，公司零售形象已深入人心，目前已经积累 1800 万的会员体系，为其免税布局提供了一定的客群流量转换基础。截止 2022 年 6 月底，王府井集团累计会员超 1800 万人，在线粉丝超 2200 万人。从近几年疫情反复下的表现来看，公司会员体系展现出较好的抗冲击力，会员消费下降幅度好于非会员消费下降幅度，体现其会员消费拥有良好的粘性。2022H1 公司会员消费占总销售比重达到 63%，较为可观。公司针对会员出台各类专属营销活动，深入挖掘整合会员资源，如贵阳国贸集团的超级会员日、太原王府井“夜殿”会员专场等，以及加快建设并运营线上会员小程序，为公司销售提供了重要保障。并且，公司上述全国零售会员客群基础，可以成为其免税业务流量的核心蓄水池，为其海南免税店及未来潜在国人离境市内免税店导流提供强大根基。

此外，与新世界免税主要依赖国外游客的贡献不同，王府井未来免税业务发展主要依赖本国居民，因此王府井依托多年零售运营所积累的本地客群可直接转换，国民认可度高，未来通过有税与免税的积分打通，全国连锁零售运营下，其流量潜力可以充分挖潜。

综合来看，借鉴韩国零售巨头新世界免税业务后起之秀的成功经验，参考其多年零售业务积累的渠道卡位、招商、会员等基础，我们认为王府井未来免税成长仍有期待。

海南免税：万宁项目起航，岛民免税蓄势待发

离岛免税：错位竞争&成熟商圈，预计万宁项目 24 年盈利 1.5 亿+

公司离岛免税项目落子海南万宁，有望开启新成长。免税业务方面，王府井于 2020 年 6 月获批免税牌照，但此后由于多种因素免税业务未实际落地。2022 年 5 月，王府井以股权转让价约 1.60 亿元、承担股东借款本息约 7.77 亿元的代价收购万宁首创奥莱项目，持有该物业 100% 所有权，2022 年 7 月 1 日完成收购并于同日对外营业。2022 年 10 月 9 日，公司公告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（现为王府井万宁悦舞小镇）拟于 2023 年 1 月开业（即预计 2023 年春节期间有望开业）。

图 20：王府井国际免税港图示



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

图 21：近几年万宁市旅游客流情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

万宁项目：差异化定位，竞争可控，借力成熟商圈积极谋发展。公司万宁项目总建筑面积 10.25 万平米，拟汇合购物与休闲旅游特色，融合线上线下，依托集团 1800 万会员基础及海南旅游客源，打造有税+免税购物模式，核心看点如下。

1) 区域特色：立足万宁冲浪基地特色，旅游客群有一定基础。虽然万宁区位优势相对不及三亚，但依托冲浪基地等特色，2010 年以来，日月湾已连续举办了十一届世界顶级的冲浪赛事，具有一定的旅游客群基础，并吸引部分中高端客群。2019 年，万宁区域接待客流 514 万人次，根据万宁“十四五”时期规划目标，预计到 2025 年旅游过夜人数达 800 万人次，年均增长实现 26%，较为可观。换言之，万宁作为海南目前快速成长的小众旅游目的地，客群虽然总规模不及海口、三亚，但仍有一定基础，且冲浪等特色下客群质量相对良好。

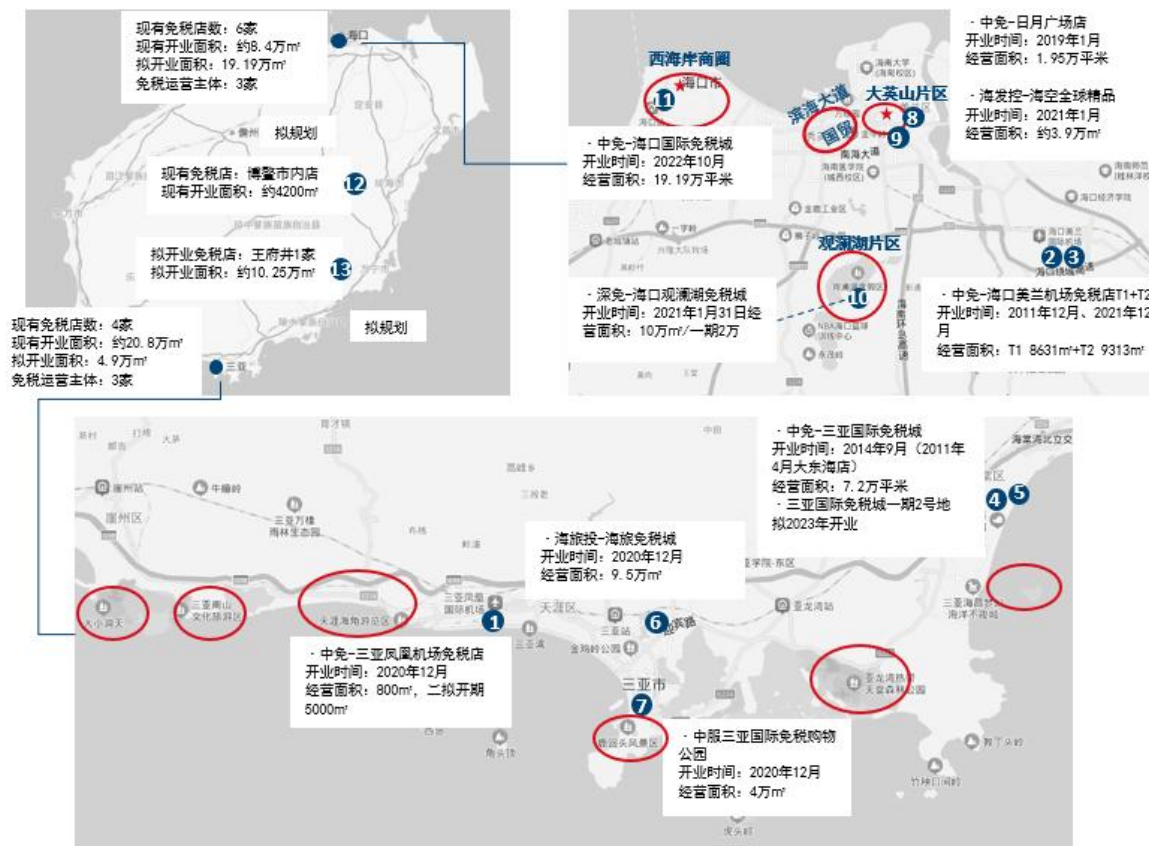
表 12：万宁市“十四五”时期经济社会发展目标指标表（部分）

指标	2020 年	2025 年	年均增长
社会消费品零售总额（亿元）	85.6	150	12%
旅游过夜人数（万人次）	250	800	26%
旅游总收入（亿元）	24	100	33%

资料来源：万宁市政府网站，国信证券经济研究所整理 注：受新冠疫情影响，2020 年旅游过夜人数和旅游总收入低于正常水平，2025 年目标的比较基数较低，因此“十四五”期间年均增速的数值较高。

2) 万宁区位尚无其他离岛免税运营者，预计竞争相对可控。从离岛免税存量门店及新增门店看，相比三亚、海口海南免税运营商直面竞争的情况，公司可通过深挖万宁区域客群，在购物便利、购物丰富性及购物体验上下足功夫，其未来成长同样有其看点。

图 22: 海南离岛免税店区位图示



资料来源: 高德地图, 海南省旅游局, 交通部, 海口海关, 国信证券经济研究所整理

3) 万宁奥莱项目本身成熟购物商圈, 居当地榜首。结合首创官网及奥莱领秀等, 万宁奥莱 2019 年销售额超 20 亿元, 本身已形成稳定的购物商圈和客流基础, 这为其后续免税布局提供了良好的条件。根据高德指南, 项目位居当地商圈人气榜榜首, 出行评分 (结合专程前往、回头客及用户收藏等行为计算) 高出同城商场 86%, 相较当地其他玩家万宁奥莱本身购买基础优势更为突出。

图 23: 万宁高德指南人气榜及大众点评万宁购物热门榜



资料来源: 高德地图、大众点评, 国信证券经济研究所整理

图 24: 南山文化旅游和康辉旅行社情况

公司	持股比例	简介
南山文化旅游	首旅集团旗下首旅酒店持股74.8%	南山文化旅游区位于海南省三亚市西南 40 公里处, 主要景点有南山寺、海上观音、不二法门、观音文化苑、天竺圣迹、佛名胜景观苑、十方塔林与归根园等, 是中国佛教名山胜地, 国家5A级景区。2019年景区收入4.5亿元, 2021年为3.2亿元/+27%, 疫情前2017年接待游客达551万人次/+29.56%, 2021年春节假期接待79万人次, 超过2019年同期的80%。
康辉旅行社	首旅集团持股51%	康辉旅游业务全面覆盖出境游、入境游、国内游、赴台游、邮轮旅游、签证、机票代理、定制旅游、差旅服务、会展商务等, 2019年在全国省级和重点城市子公司有39家、地市级分公司共计311家, 近4000家门店, 营收达4.8亿港元。

资料来源: 首旅公告、东胜旅游公告, 国信证券经济研究所整理

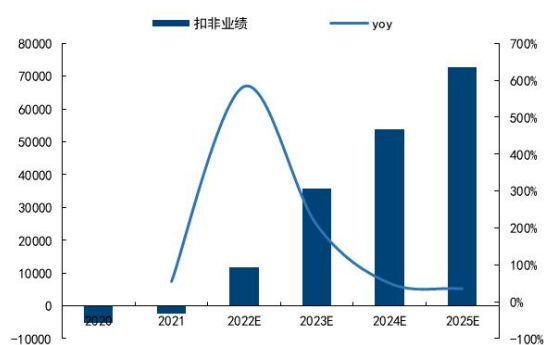
4) 借助大股东首旅集团资源优势, 有望与首旅酒店旗下南山景区和康辉旅行社

形成联动。结合前文，首旅集团旗下已形成“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务单元，后续海南免税项目不排除可吸收首旅酒店三亚南山景区客流以及融入康辉旅行社的旅游线路，后续有望发挥联动优势，万宁店不排除借助首旅集团康辉旅行社资源与团客流量优势降低初期获客成本。

展望测算：拟打造免税+有税+餐饮综合体模式，预计 2024 年有望开始贡献盈利。结合持续跟踪，我们预计公司万宁项目不排除自采为主，依托自身多年零售根基稳扎稳打，全面建立核心竞争力，主打免税+有税+餐饮综合体的形式。从经营展望测算来看，我们首先对比海旅免税、海发控免税等近两年的经营表现。

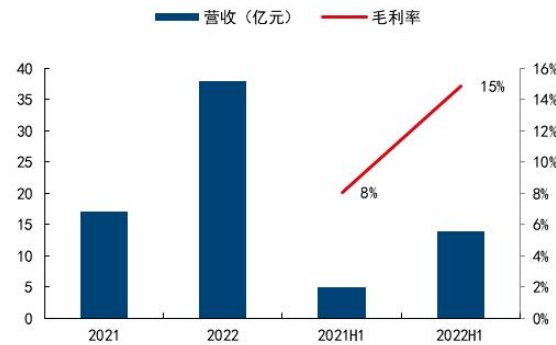
海旅免税：2020 年 12 月底开业，2021 年（首年）收入 24.43 亿元，归母业绩亏损 0.25 亿元（跨境电商等影响），2022Q1 收入 13.80 亿元，归母业绩 0.51 亿元，2022 年 1-7 月收入 23.98 亿元，归母业绩 0.64 亿元。我们估算其 2022 年收入有望达到 35-40 亿元。按海汽股份收购协议，公司 2022-2024 年业绩承诺分别为 1.16 亿元、3.58 亿元、5.38 亿元，对应净利率约 6-7% 之间。**海控免税：**2021 年 1 月底开业，2021 年首年收入约 17 亿元，2022 年全年销售额近 38 亿元（估算收入 35 亿+），同比增长 105%。此外中服免税、深圳免税销售额预计更低。

图 25：海旅免税扣非业绩及未来承诺（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 26：海控全球精品免税经营情况



资料来源：海控集团公告，官方公众号，国信证券经济研究所整理

结合万宁奥莱项目本身基础，若我们假设 2023 年万宁客流恢复到 2019 年 85% 的水平，2024 年客流恢复至 2019 年水平；假设其免税一期经营面积估算 1-2 万平米，此后逐步扩容。鉴于万宁奥莱项目在当地本身系成熟商圈，假设开业首年转化率与客单价预计有一定基础，且后续有望随门店不断面积扩容而持续提升。

对标海旅投与海发控，考虑到三亚、海口客流基础优于万宁，但当地竞争也更为激烈。综合万宁区域的客流和客单价情况，参考海旅、海发控等近两年经营表现，考虑万宁项目系自采为主，并系自持物业，我们初步估算公司万宁项目收入和业绩贡献估算如下表所示，整体预计 2023 年微亏，2024 年有望贡献正收益 1.5-1.6 亿元，2025 年则有望实现盈利贡献 2.6-3.1 亿元。上述测算仅供参考，需要根据公司实际经营情况不断修正。此外，还需要说明的是，2024-2025 年盈利能力初步考虑了公司免税规模逐步提升采购能力逐步提升的影响，但需要跟踪其后续北京免税进一步拓展情况，如果机场+市内有所进展，则综合盈利能力不排除可能进一步优化提升。

表 13: 公司万宁国际免税港成长估算

万宁项目 (2022 年 7 月并表)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
万宁客流 (万人次)	514	252	352	266	437	514	565
建筑面积	102400	102400	102400	102400	102400	102400	102400
转化率					5.5%	10.0%	13.0%
客单价 (元)					4500	5000	5300
免税收入 (万元)					108133	257000	389561
毛利率					21.0%	24.0%	26.8%
免税净利率					-2.2~-2.5%	5.5~6.0%	6.5~7.8%
有税收入 (万元)		5837	6700	3000	7000	8500	9500
有税净利润 (万元)		-4187	-3013	-3800	910	1105	1235
总收入 (万元)	20 亿 (销售额)	5837	6700	3000	115133	265500	399061
总净利润 (万元)		-4187	-3013	-3800	-2118~-2706	15240~16525	26556~31621

资料来源: 奥莱领秀, 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 销售额口径与收入口径差异较大, 除了疫情和部分门店调整因素外, 也与联营模式下收入计算口径相关, 2020-2021 年均为联营下的提成净收入。

岛民免税: 携手海垦布局岛民免税, 关注未来封关后进展

离岛免税之外, 公司此前也积极布局岛民免税。公司 2021 年曾公告与海南橡胶集团合作, 成立合资公司 (公司持股 60%), 拟布局海南岛民免税市场。结合最新跟踪, 2022 年 12 月 17 日, 王府井正式进驻海口市场, 牵手海垦集团对王府井·海垦广场项目进行多维度改造, 王府井·海垦广场商业体量为 7 万 m², 地处海口市龙华区国贸 CBD 核心区位, 紧邻海秀快速路, 地理位置优越, 是王府井正式进驻海口的首站。

未来若岛民免税相关政策落地, 公司可以直接依托自身零售资源优势, 加速其海南岛民免税业务布局。当然, 岛民免税政策若落地, 也不排除多元参与主体参加, 但公司依托零售资源渠道及供应链优势, 并与海南当地企业合作, 具备一定相对优势。如假设岛民免税额度在 2-3 万左右, 结合海南常住人口为 1008 万人, 假设 30% 的转换率和 5000 元的客单价, 则对应市场规模 150 亿元, 且未来还可能进一步提升, 有望为公司成长带来新的盈利看点。

表 14: 目前公告涉及岛内居民免税的相关公司

公司名称	合作方或 关联方	公告时间	涉及岛内居民免税的相关公告	岛内免税相关公司出资情况
海垦集团 (海南橡胶)	王府井	2021 年 1 月 15 日	王府井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是免税品经营有限责任公司及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司, 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。	其中免税品经营公司注册资本 1 亿元, 王府井出资 6,000 万元, 持股 60%, 海内被胶出资 4,000 万元; 日用免税品经营公司注册资本 1 亿元, 王府井出资 4,000 万元, 持股 40%, 海南橡胶出资 6,000 万元, 持股 60%。
海南控股	海南发展	2021 年 1 月 23 日	海南发展拟以非公开协议转让方式受让海南海控免税品集团有限公司 45% 股权。海南海控免税品集团有限公司是 2020 年 12 月 15 日新设立的公司, 拟向有权机构申请在海南省经营岛民免税业务, 并拟利用岛民免税、全岛跨境电商原产地规则等政策, 通过与行业领先零售运营商开设联营店、打造直营旗舰店等方式, 在城市社区、景区等区域开设精品连锁店, 布局全岛岛民免税市场, 目前尚未开展经营活动。此外, 海口居然为旅投黑虎提供场地租赁服务, 用于开展免税店经营业务。	海南海控免税品集团有限公司评估价值 3000 万元, 其中 45% 股权作价 1350 万元。
海旅投	居然之家	2021 年 1 月 25 日	双方的定合资成立海南旅授居然日用消费品免税有限公司, 共同在海口店开展日用消费免税品经营等业务。同时, 公司下属全资子公司三亚居然之家购物中心有限公司与海南旅投黑虎签订协议, 将约 4.7 万平方米的物业出租用于开设海旅免税城和开展配套经营服务, 海旅免税城现为三亚市区内面积最大的离岛免税店, 现已开业。	旅投黑虎出资 1530 万元, 占比 51%, 海口居然之家出资 1470 万元, 持股 49%。

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外，未来海南封关政策落地后，若离岛免税政策允许，公司未来还不排除在三亚、海口等海南区域布局，进一步扩大海南市场份额。在这种情况下，公司中线在海南不排除进一步全方位布局，“离岛免税”+“岛民免税”有望共振，不同区域交互引流，有望分享海南自贸港建设下旅游零售市场的快速成长，助力公司中线发展。

离境免税：期待市内新政策，多元免税高成长

国人离境市内免税政策渐行渐近，2023 年预计值得期待

目前国内现存市内免税店包括两类：一是中国中免对外国人的离境市内免税店（外国居民以及港澳台居民）；二是中出服、中侨（原为港中旅旗下，目前隶属于中免）针对出国人员的回国补购免税业务。上述市内免税形成皆有历史原因，其中前者因仅对外国人，销售空间相对有限；后者虽针对国人，但因多种因素（出国归国消费可能分流有税市场等担忧），过往经验一直较为稳健，发展受制较多。

表 15：国内市内店政策分类及展望

类型	模式	经营范围	限额	适用人群	持牌运营商	门店布局
国人归国市内免税店	归国后补购，即买即提	超过 800 个品牌、14 个大类的进口免税商品，包括香水、化妆品、配饰、箱包、服饰、食品、日化、工艺品、家用电器、工具、钟表、烟、酒等，覆盖了免税经营的所有品类。	限额 2000-5000 元，各区域不同	进境 180 天内的年满 16 周岁的中国籍回国人员（不含港澳台）	中服	12 家（哈尔滨、大连、北京、青岛、郑州、上海、杭州、南京、重庆、大连、南昌、昆明）
		主要经营手表、箱包、服装、鞋帽、饰品、食品、化妆品等国际一线知名品牌商品。	2000 元		中侨（原中国港中旅资产经营有限公司分公司，2021 年末被中国中免 100% 股权收购）	1 家（哈尔滨中侨已完成属地海关的验收，并于 2022 年 12 月 8 日正式营业，并完成首笔销售）
境外人员离境市内免税店	店内买单，口岸提货	1989 年政策：首饰、工艺品、香水、化妆品等 16 种；1990 年政策：增加高档品牌手表和糖果；2012 年政策：增加了食品、厨房用具、母婴用具、健康产品等 21 种。	无额度限制	离境的外国人和港澳台同胞	中免	境内 5 家（北京、上海、厦门、青岛、大连）
国人离境市内免税店	未公布，尚待政策明确			预计针对出境的中国居民	尚待政策明确	

资料来源：Wind，公司官网，国信证券经济研究所整理

国人离境市内免税店政策有望渐行渐进，2023 年值得期待。结合我们此前免税系列报告及年度策略报告等分析，参考韩国经验，国人离境市内免税政策可以在消费回流中发挥重要作用。根据韩国商会（KCCI）2012 年的抽样调查，韩国人在韩国人均免税消费（约为 46 万韩元）已经明显超过其在国外的平均消费（约 39 万韩元）。鉴于此，我国政府曾多次发文提及建设**中国特色市内免税店**政策。2020 年文件明确“**服务境外人士和我出境居民并重**”+“**完善市免税店政策**”等，国人离境市内免税政策已呼之欲出，但此后因疫情国门限制等因素相对搁置。2022 年 12 月，国内扩内需强调“**增加中高端消费品国内供应、促进免税业健康发展**”。同时，《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》明确指出 1 月 8 日取消入境后全员核酸检测和集中隔离，出入境限制有望全面放开，在这种情况下，我们预计**国人离境市内免税店政策有望渐行渐进，2023 年或值得期待。**

表 16：国人离境市内店相关政策进展

时间	政策/会议	内容
2020 年 3 月	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	科学确定免税业功能定位， 坚持服务境外人士和我出境居民并重 ，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。 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、融资支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。根据居民收入水平提高和消费升级情况， 适时研究调整免税限额和免税品种类。
2020 年 4 月	商务部《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	配合财政等相关部门，完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作
2022 年 4 月	国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	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 12 月	扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）	更好满足中高端消费品消费需求。促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。 深入推进海南国际旅游消费中心建设。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

从国际竞争来看，疫情期间韩国政府进一步加大免税支持力度，包括从允许市内免税店面向海外顾客线上销售国产商品到允许所有类型的免税店通过网上商城等线上平台进行销售、允许出入境免税店开展网上预订业务、允许市内免税店通过线上模式销售免税酒类等措施等，一定程度上也提升国人离境市内免税店政策出台的紧迫性。

需要说明的是，实际政策出台节奏仍需跟踪。并且，任何政策也并非一蹴而就，未来若国人离境市内免税店政策落地，初期从谨慎角度可能也不排除有一定的限制。但是，正如海南离岛免税政策过去 10 余年发展演进来看，其免税额度也是从最初的 5000 元到目前的 10 万额度；而参考韩国离境市内免税发展经验，其对本国人的离境免税额度也是从最早 1000 美金逐步提升到 5000 美金，再到 2022 年 3 月取消本国人离境免税额度。鉴于此，未来国人离境市内免税店政策落地，即使其初期免税额度、品类等有一定限制，未来也不排除逐步提高和优化。

表 17: 韩国免税购买额度限制变更

分类	1979	1985	1995	2006	2014	2015	2019	2022
离境免税额度 (单位: 美元)	500	1000	2000	3000	3000	3000	5000	取消额度上限
入境免税额度 (单位: 美元)			400	600 (额外可购买一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一条香烟)	600 (额外可购买一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一条香烟)	600 (额外可购买一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一条香烟)	800 (额外可购买一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一瓶或 400 一升酒、60 毫升香水、一条香烟)	

资料来源: 韩国海关、JDC 官网、TrBusiness, Moodiereport, 国信证券经济研究所整理

空间：若政策力度支持，国内市内免税有望三年上看 360-432 亿

市内免税 VS 机场免税：品类面积&购物时间差异下，市内免税客单价和销售规模更可观。虽然机场具有天然的流量优势，商业动线合理规划下一般转化率可以较高（国际枢纽机场一般较为重视商业购物动线设计，国内机场目前仍相对分化），品牌商也较为支持，但经营面积相对受限，顾客的停留时间有限。而市内免税经营面积一般较大，品牌和购物体验可以极大丰富，能够有效延长购物时间，也有助于消费者充分使用优惠折扣，综合来看，其客单价往往较高，部分大型市内免税项目销售规模通常较为可观。以韩国市场为例，2019 年韩国首尔市内店免税销售额占比约 86%，机场仅占比 14%，相对较低。如仅以韩国本国人为例，其在首尔市内免税店和机场店销售额占比为 56:44，市内免税仍然占据主导。在这种背景下，根据 Generation Research，全球市内店免税销售额占比逐年提升，2019 年已达 44%，与机场渠道差距逐步缩减，亚洲市内免税占比尤其可观。

从中长线来看，考虑机场与市内可以在品类品牌上互补，购物时间和购物场景更加多元，我们更倾向于市内免税更多与机场免税共同做大免税蛋糕，更好地挖潜国人消费潜力，带动消费回流。当然，不同培育期可能也表现差异。从空间测算来看，我们一是重点结合国内海口先机场免税、后市内免税的发展情况；二是借鉴韩国首尔机场、市内免税发展多年后二者的构成情况；三是结合 2019 年出境游规模估算渗透率和客单价角度，综合测算国人离境市内免税政策可能的成长空间。综合来看，我们假设未来国人离境市内免税政策额度有望达到每人每年 2-3 万元，品类包括目前离境市内免税的基本所有品类，并在国内核心口岸城市皆可开店（每个城市初期假设 1-2 个门店，京沪或有望 2-3 个门店）。鉴于此，我们预计北京、上海乃至全国市内店中线（市内免税门店正式开业后第三年）销售额有望分别达到 100-149 亿、151-198 亿元、360-432 亿元。

表 18: 国人离境市内免税店中线空间测算汇总（假设国人离境市内免税店政策较为支持）

京沪市内免税店空间		市占率	国人离境市内免税店空间
估算依据	核心假设		京沪市内店规模
推算一： 按海口机场 VS 市内比例和京沪差异估算，假设市内系机场的 1.5~2x	假设 2024-2025 年出境游客流恢复到 2019 年，参考 2019 年京沪机场免税销售额估算		330-475 亿元
推算二： 参考韩国本国首尔市内：机场免税销售比例，假设市内系机场的 1-1.27x	假设 2024-2025 年出境游客流恢复到 2019 年，参考 2019 年京沪机场免税销售额估算		237-301 亿元
推算三： 从渗透率与客单价逐步爬坡的角度估算	1) 客流量： 综合大兴市场的逐步贡献及出境游的逐步恢复，假设京沪 2025 年机场出境客流较 2019 年增长约 5-10%（假设上海增 5%，北京增 10%）。 2) 渗透率： 假设市内店渗透率范围约 5-20%，预计随门店爬坡有望逐年提升。 3) 客单价： 假设市内免税店初期客单价水平为 3000-4000 元不等，此后随市内店政策优化和门店丰富，客单价有望进一步提升至 6000-7000 元不等。	70-80%	233-347 亿元
			预计中值区间大致：360-432 亿元

资料来源：wind，公司官网，国信证券经济研究所估算整理

◆ 参考海口机场与市内免税，估算京沪市内店中线规模有望 330-475 亿元

海口市 VS 机场免税店发展：机场免税先发展，市内免税后来居上，2021 年市内：机场销售额比例约 2:1。海口免税发展先机场后市内，最早因一市一店限制，2012-2019 年初，海口仅美兰机场免税店。2018 年，海口美兰机场线下销售收入 21 亿元。2019 年 1 月 19 日，海口日月广场市内免税店开业。开业当年，在初期供货相对不足的情况下，海口市免税店开业首个完整年实现销售额约 10 亿元（海口海关数据，收入估算约 9 亿元），而海口美兰机场免税店在 2019 年 23 亿元基础上同比增长，当年新增总蛋糕近 4 成+。其中虽然 2018 年底海南离岛免税政策有所调整（总额度从 1.6 万增加至 3 万，轮渡客人可离岛购物），但因单件不超 8000 元制，且化妆品按单个件数计入件数，故精品等扩容有限，且轮渡 2019 年贡献预计仅 2 亿上下，故 2019 年上述核心是市内免税扩容后，进一步扩大蛋糕，机场免税不降反而增长，而海口免税蛋糕明显做大。2020 年政策显著扩容加速。2021 年，若仅看线下销售额贡献，在综合考虑中免和海发控日月广场免税店后，海口市免税市第三年线下销售额估算 75-80 亿元，估算系机场线下销售额的 2 倍；在综合线上预购等贡献下，海口市有望更高，市内：机场免税销售额比例仍然在 2:1 左右。

图 27: 海口美兰机场线下店销售额（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 28: 与国内海口对标，京沪国人离境市内店销售额估算

	海口	北京	上海
过夜客流（海口 2021）/出境人次（北上 2019）（万人次）	1,685	1,379	1,926
机场免税销售收入（亿元）	线下 38/含线上预购 45	86	151
市内店免税销售额（亿元）	纯线下估算 75-80 亿元 /含预购估算 90 亿元+	103-172	227-303
市场：机场免税比例	约 2:1	1.5~2	1.5~2

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：机场销售额部分：北京上海系 2019 年机场免税销售额，海口系 2021 年机场销售额

但是，需要说明的是：1、海口机场免税在 2021 年及以前仅 T1 航站楼经营，且其最早作为国内航线机场，在商业购物动线设计上相对有不足，相比国际枢纽机场商业购物情况，美兰机场免税销售额在整体规模中的占比可能更低；2、国际航线中部分中转航班直接机场转机，也不会市内免税店购买，因此也可能导致差异；3、海口日月广场市内店物业条件相对一般，且 2021 年海发控尚处于开业首年，仍在爬坡期，仅贡献 17 亿元左右，由此也部分拉低其市内免税占比。4、出境客群的消费能力预计不排除略高于海口离岛客群，从而也有助于整体京沪离境免税空间的扩容。

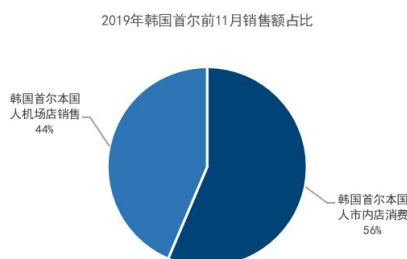
综合来看，若未来国人离境市内免税政策落地，品类、额度和门店数较有支持（品类包括现有免税品类，额度上若 2-3 万、京沪每个城市可能 2 家以上市内免税店），我们预计京沪市内免税店与机场免税的比例或有望 1.5~2:1 左右。参考首都机场、上海机场 2019 年销售额分别 86 亿元、151 亿元（上海包括浦东和虹桥），若假设 2024-2025 年，京沪机场出境客流能恢复其 2019 年的水平，假设国人离境市内免税政策 2023 年出台，此后市内免税店落地且逐步丰富优化，按上述比例预计，则国人离境市内免税店中线空间或有望达到销售额 330-475 亿元。

◆ 参考韩国本国机场 VS 市内免税，估算中线京沪市内店规模 237-301 亿元

韩国首尔市内免税与机场免税发展借鉴。参考 2019 年韩国免税市场，经过充分的市场培育后，在政策及购物环境等充分支持的情况下，市内免税店规模远高于机场免税店，2019 年首尔机场免税和市内免税店占比各为 14%、86%，但市内免税店其中有较多来自外国人尤其中国人的贡献（代购等）。若仅看韩国本国免税消费占比，市内店仍高于机场店，2019 年二者各占 56%、44%左右（在 2015-2016 年上述比例估算在 1:1 左右）。

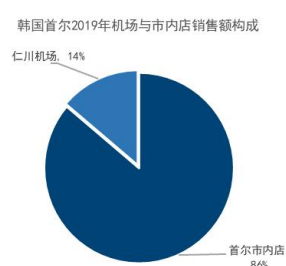
因此参考韩国本国机场和市内免税店的销售额构成，在上述国人离境市内免税店政策假设下，我们认为后续国内各潜在城市市内免税店规模仍有望达到和赶超现存机场店免税销售额，若按市内：机场为 1~1.27:1 的关系下，假设中线京沪出境客群及机场免税销售完全恢复，则中线京沪离境市内免税店销售额有望达到 237-301 亿元。

图 29：2019 年韩国首尔本国免税销售额构成



资料来源：KDFA，国信证券经济研究所整理

图 30：2019 年韩国机场和市内店销售额构成



资料来源：KDFA，国信证券经济研究所整理

◆ 按 2019 年出境客流，综合看客单价和渗透率，中线京沪市内店 233-347 亿元

同样假设国人离境市内免税政策 2023 年出台，且满足相关额度、品类、城市门店假设情况下（或政策初期额度一般，但第二年后上调至 2-3 万）。进一步地，若考虑国内市内免税店初期供给（经营面积、商品丰富度）往往相对不足，需要一定的品牌丰富期，且居民消费习惯培养需要一定的时间，并考虑政策不排除可能逐步落地渐进放开等。因此我们参考海口、三亚数据以及京沪枢纽机场免税数

据，从渗透率与客单价逐步爬坡的角度估算京沪市内免税店规模，进而估算国人离境市内免税店整体可能的空间表现。

基本假设：

1) **总客流**：综合大兴市场的逐步贡献及出境游的逐步恢复，假设京沪 2025 年机场出境客流较 2019 年增长约 5-10%（假设上海增长 5%，北京增长 10%）。

2) **渗透率**：2019 年海口美兰机场渗透率约 10.46%、三亚海棠湾渗透率约 7.65%（2016 年约 5.36%），假设北京机场渗透率、上海机场渗透率约 20%，市内店渗透率范围约 5-20%，预计随门店爬坡渗透率有望逐年提升。

3) **客单价**：结合穆迪戴维特数据，初步估算 2018 年国人出境游消费中免税客单价约 3200 元（境外免税购物约 268 亿美元，出境游人次 1.49 亿人次，假设免税购物渗透率 40%）。新政前 2019 年海口美兰机场客单价约 1824 元、三亚海棠湾客单价约 4822 元。2022 年前 11 月海南离岛免税客单价约 8256，2023 年元旦更是达到 9816 元。若假设北京、上海机场渗透率均为 20%，则根据其 2019 年客流和免税销售额估算，对应客单分别为约 3119 元、3583 元。假设市内免税店初期客单价水平为 3000-4000 元不等，此后随市内店政策优化和门店丰富，客单价有望进一步提升至 6000-7000 元不等。

根据分阶段敏感性测试，我们预计中线（门店全面开业后第三年）北京、上海市内免税店规模分别有望达 100-149 亿元、133-198 亿元，京沪市内免税合计约 233-347 亿元，中值在 290 亿左右。

表 19：上海市内免税店空间弹性测算

		阶段一（初期）							阶段二（中线）						阶段三（政策进一步突破）			
上海		渗透率																
客单价		4044	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	
		3000	30	36	42	49	55	61	67	73	79	85	91	97	103	109	115	
		3500	35	42	50	57	64	71	78	85	92	99	106	113	120	127	134	
		4000	40	49	57	65	73	81	89	97	105	113	121	129	137	146	154	
		4500	45	55	64	73	82	91	100	109	118	127	136	146	155	164	173	
		5000	51	61	71	81	91	101	111	121	131	142	152	162	172	182	192	
		5500	56	67	78	89	100	111	122	133	145	156	167	178	189	200	211	
		6000	61	73	85	97	109	121	133	146	158	170	182	194	206	218	230	
		6500	66	79	92	105	118	131	145	158	171	184	197	210	223	237	250	
		7000	71	85	99	113	127	142	156	170	184	198	212	226	241	255	269	
		7500	76	91	106	121	136	152	167	182	197	212	227	243	258	273	288	
		8000	81	97	113	129	146	162	178	194	210	226	243	259	275	291	307	
		8500	86	103	120	137	155	172	189	206	223	241	258	275	292	309	327	
		9000	91	109	127	146	164	182	200	218	237	255	273	291	309	328	346	

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理估算

表 20：北京市内免税店空间弹性测算

	阶段一（初期）						阶段二（中线）						阶段三（政策进一步突破）				
北京		渗透率															
	3033	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	
客单价	3000	23	27	32	36	41	45	50	55	59	64	68	73	77	82	86	
	3500	27	32	37	42	48	53	58	64	69	74	80	85	90	96	101	
	4000	30	36	42	49	55	61	67	73	79	85	91	97	103	109	115	
	4500	34	41	48	55	61	68	75	82	89	96	102	109	116	123	130	

5000	38	45	53	61	68	76	83	91	99	106	114	121	129	136	144
5500	42	50	58	67	75	83	92	100	108	117	125	133	142	150	158
6000	45	55	64	73	82	91	100	109	118	127	136	146	155	164	173
6500	49	59	69	79	89	99	108	118	128	138	148	158	168	177	187
7000	53	64	74	85	96	106	117	127	138	149	159	170	180	191	202
7500	57	68	80	91	102	114	125	136	148	159	171	182	193	205	216
8000	61	73	85	97	109	121	133	146	158	170	182	194	206	218	231
8500	64	77	90	103	116	129	142	155	168	180	193	206	219	232	245
9000	68	82	96	109	123	136	150	164	177	191	205	218	232	246	259

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理估算

◆ 综合来看，国内离境市内免税店中线销售规模有望达到 360-432 亿元

综合以上三种测算方法，结合 2019 年首都机场与上海机场国际客流在全国国际客流中占比约 40%，若后续国人离境市内免税店还不排除在广州、成都、杭州等城市落地，考虑京沪消费能力相对更高等，假设京沪市内免税占全国国人离境市内免税店的 70-80%，据此估算中线国人离境市内免税店总销售额有望达 314-496 亿元，对应中值区间有望达 360-432 亿元。但是，需要说明的是，如果未来国人市内免税店政策在门店、品类和额度上限制较多，则上述估算可能高估，其中线空间则可能有差异。

表 21：国人离境市内店空间估算

		京沪市内店空间								
市占率		251	266	281	296	311	326	341	347	
	70%	359	380	401	423	444	466	487	496	
	72%	349	369	390	411	432	453	474	482	
	74%	339	359	380	400	420	441	461	469	
	76%	330	350	370	389	409	429	449	457	
	78%	322	341	360	379	399	418	437	445	
	80%	314	333	351	370	389	408	426	434	

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理估算

王府井：“机场+市内”免税有望联动，助力全新增长弹性

公司北京市场有税核心卡位及大股东背景，为后续市内店布局提供先发优势。结合国务院此前批准北京市政府关于支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试，优化市内免税店布局等表述，我们认为如若后续国人离境市内店政策落地，公司凭借自身北京国资背景，以及王府井大街优质核心卡位，或有望成为当地离境市内店政策的率先受益者，其王府井步行街的门店不排除有望成为国人离境市内免税店的先行试点之一。

图 31：北京国际度假有限公司股权结构

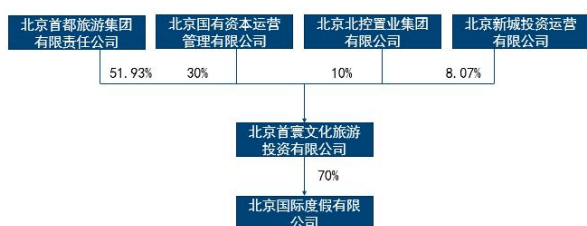


图 32：北京环球度假区项目情况

北京环球度假区项目	
项目介绍	北京环球度假区为北京国际度假有限公司旗下项目，该公司大股东北京首寰文化旅游投资有限公司的实控人为首旅集团。项目位于通州区文化旅游区，总投资约 500 亿元，面积超 4 平方公里。项目的一期工程于 2014 年开工建设，占地面积 1.69 平方公里。
项目进展	2021 年 9 月项目一期工程开业，包括北京环球影城主题公园、北京环球城市大道以及两个度假酒店等。城市大道是一站式餐饮娱乐中心，作为整个乐园的外围配套，本地居民和游客无需购票便可进入，提供特色餐饮、主题零售，多功能观影等服务。开业一周年，园区游客累计超过 1380 万人次。
后续规划	园区的二期工程为中国主题公园，目前正在规划建设，三期为水上乐园，全部建成后预计每年客流量可达 3500 万人次。

资料来源：企查查，国信证券经济研究所整理

资料来源：新京报、北京日报，国信证券经济研究所整理

与此同时，公司未来在**环球影城周边的免税店布局有一定期待**。结合《北京商报》及《北京青年》报道，王府井积极寻求在环球影城项目中布局大型免税店。鉴于大股东首旅集团间接控股环球度假区项目，预计随环球度假区二、三期开工建设，公司未来不排除在环球影城区域进一步布局市内免税店。结合通州区文旅报道，环球影城综合三期项目建设完毕后预计园区内年客流量可达 3500 万人次，天然优质客源聚集地有望将进一步打开成长想象空间。

表 22：王府井未来北京机场或市内免税布局可能情况

时间	政策或报道	说明
2020 年 9 月	澎湃新闻报道	杜宝祥表示，目前公司正在首都国际机场和北京大兴国际机场推动机场免税店落地，具体开店位置在磋商当中，其北京市内免税店也在布局中。
2020 年 9 月	国务院已原则同意《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	《方案》提出，支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2020 年 12 月	北京商报报道	在 12 月 3 日举办的 2020 中国主题公园和度假区峰会上，王府井集团副总裁曾群在圆桌对话环节中透露，王府井将积极争取将市内免税店开到北京环球度假区。
2021 年 5 月	北京晚报报道	2021 年王府井集团董事长杜宝祥曾表示首都机场免税口岸有望开出。
2021 年 9 月	北京青年报报道	杜宝祥表示，王府井集团在 环球影城项目布局中包括大型的免税店 ，奥特莱斯小镇，时尚轻奢百货店，品牌云集的中外餐饮等等，环球影城商业中心，未来将是活跃北京东部消费的一个大块头。
2022 年 9 月	新浪财经	杜宝祥表示，王府井在北京正加快推进口岸免税店建设，积极做好与机场集团的沟通，做好项目选址及落地工作；同时积极争取市内免税店政策及项目推进。

资料来源：国务院官网、北京商报、北京青年报、北京晚报，国信证券经济研究所整理

此外，结合 2021 年《北京晚报》报道，公司还不排除未来在北京布局机场免税业务。未来出境游若重启放开，公司仍不排除在首都机场和大兴机场进行免税业务布局。在这种情况下，即使公司机场免税面积情况可能与中免有明显差异，但公司核心可通过大型国际机场卡位，一方面可以与市内免税店形成联动，全面覆盖进出境客流；另一方面也能增强公司与品牌商的议价能力，进而反哺当地市内店及离岛免税店的招商能力，综合夯实提振公司免税零售的供应链基础。

公司展望：北京市内免税经营第三年销售额有望上看 44-56 亿元

参考成熟门店坪效，从单面积承载上限看，借鉴三亚海棠湾约 7 万 m^2 ，日均接待客流天花板约 3 万人，按购物率 30%计，对应 0.13 人/ m^2 /天，客单价借鉴新郑前三亚海棠湾客单价约 4822 元，对应坪效约 627 元/ m^2 。考虑不同经营面积对应不同规模上限，按日均坪效 700 元计，按 1-3 万 m^2 计，可得单店营收约 26-77 亿元。

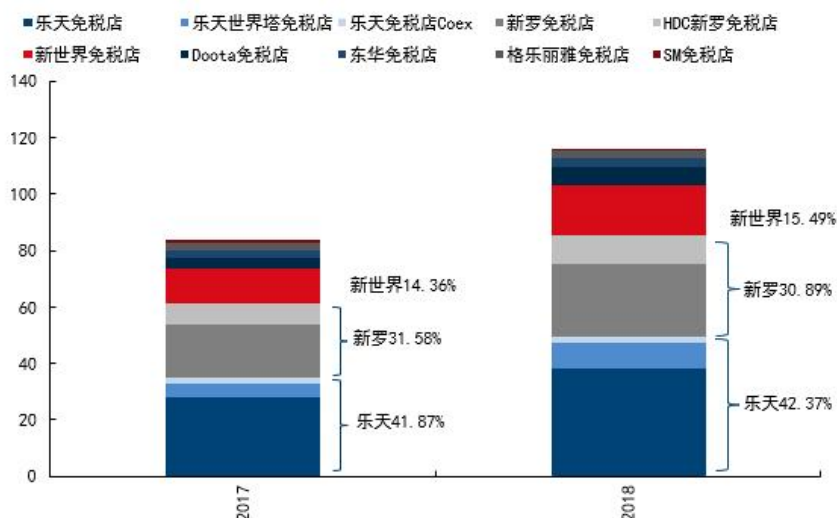
韩国市内免税市场份额借鉴：从韩国首尔市内免税店竞争格局出发，新世界于 2016 年 5 月入局首尔后，2017 年单店销售市占率就达 14.36%，2018 年提升至 15.49%；2018 年原有两大龙头乐天、新罗分别对应 42.37%、30.89%。需要说明的是，在韩国首尔，乐天和新罗免税已经成熟发展几十年，新世界仅系后进者，故份额也有一定差异。

王府井市内店中线收入空间展望：44-56 亿元。假设王府井国人离境市内免税首店落子北京，同时我们假设北京玩家仅 2-3 个。在结合上述关于国人离境市内免税政策相关（额度、门店）等假设前提下，考虑到未来国人离境市内免税政策落地后，北京国人离境市内免税发展基本处于新发展阶段，而王府井在北京市内免税店选址和经营面积上可能相对占优势，且中线其在北京可能不止一家市内免税门店布局。鉴于此，综合王府井在北京优良的零售卡位和完善会员系统导流优势，我们估计王府井在北京不排除有望达到 35-45%市场份额。基于前文北京市内免税店中长线约 100-149 亿元，中值约 125 亿元，对应公司完整第三年北京市内免税

店销售额约 44-56 亿元（可能不止一个门店）。需要说明的是，若玩家竞争有差异，初期若免税额度较低品类限制，则上述估算可能偏高，目前仅供初步参考。但需要说明的是，只要未来政策额度能逐步放开，品类和门店进一步扩容等支持，则更长的时间维度仍有期待。

盈利能力方面，估算公司北京市内店成熟期净利率有望达到 12-15%。结合我们之前分析，王府井北京离境市内免税店未来若落地，考虑其北京区域充足的自有零售物业供给，我们倾向于其核心门店主要系自持物业（部分物业获取时间较长，折摊成本预计可控）。其次，未来公司若形成“机场+市内+离岛”多元免税布局，北京区域若“机场与市内”免税，其在供应链采购方面预计也有一定优势。其三，考虑其北京区域充足的会员基础，导流成本相对较低。综合来看，参考中免在疫情相对企稳阶段（2021 年上半年及之前，2022Q1 等）海南自持物业成熟市内免税店净利率有望 20%+（加回总部批发等），我们初步假设王府井北京核心市内免税店净利率或有望 10-15%，若机场协同明显，净利率有望 12-15%，对应潜在净利润约 5.23-8.40 亿，中值约 6.82 亿元。且后续若在全国其他城市市内店布局有新突破，则空间上则有进一步期待。

图 33: 2017-2018 年首尔各市内免税店销售额及市占率



资料来源: Moodie Davitt, 国信证券经济研究所整理

财务分析：资金储备充足，盈利能力稳健

2021 年公司 ROE 水平相对良好。考虑 2021 年公司完成首商股份吸收合并并且疫情有相对平稳阶段，我们以此作为主要分析窗口。2021 年公司 ROE 为 8.69%，与 2019 年水平基本相当，整体在行业表现相对居前，体现其整体经营仍较良好。

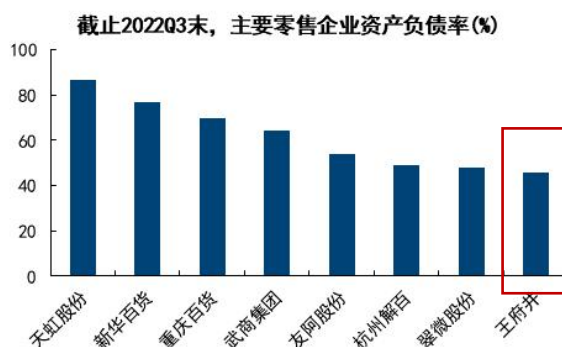
截止 2022 年第三季末，公司资产负债率维持稳定水平，约 45-50%，与行业可比公司相比处于较低水平，整体资产负债率较为良好。此外，公司资产周转率在行业处中等地位。

图 34：公司 ROE 与可比公司比较



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 35：公司资产负债率与可比公司比较



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

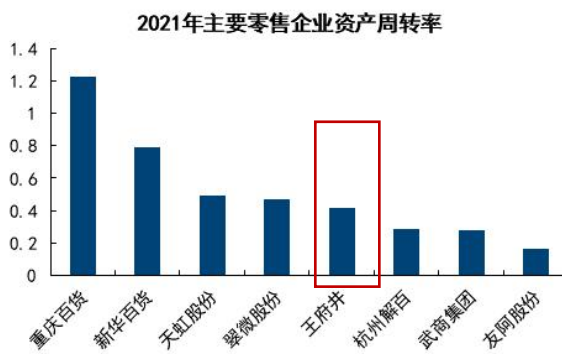
盈利能力表现良好，奥莱、购物中心毛利率居前。2017-2019 年公司整体毛利率维持在 20-21%，净利率 3-5%；2020 年起会计准则变动，公司零售联营收入由“总额法”变更为“净额法”，联营为主的百货及奥莱业态毛利率大幅提升，2021 年公司整体毛利率 42.14%，净利率 10.51%，与同类公司相比也处于较良好水平。分业务看，2021 年，公司奥莱、购物中心、百货、专业店、超市毛利率分别为 69.70%、50.49%、37.14%、15.49%、14.46%等，其中奥莱、购物中心等业态毛利率较高。未来随奥莱与购物中心业态占比增加，公司有税分部毛利率有望进一步提升。

图 36：公司毛利率与可比公司比较



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 37：公司总资产周转率与可比公司比较

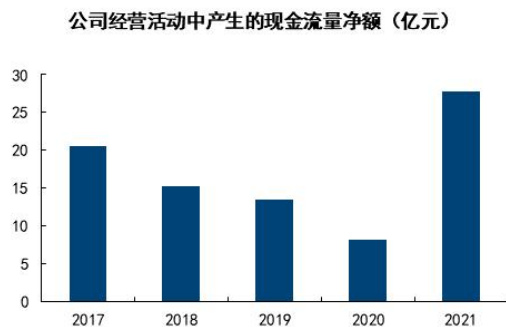


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资金储备充足，为公司老店升级与免税业务拓展提供保障。王府井 2017-2020 年经营活动产生的现金流净额因业务转型改造、疫情等多种因素相对承压，2021 年合并首商后并配套融资后明显改善，2021 年公司经营现金流净额为 27.72 亿元。2022Q1-3，由于疫情进一步影响公司核心门店，同时公司作为国企又履行减租等

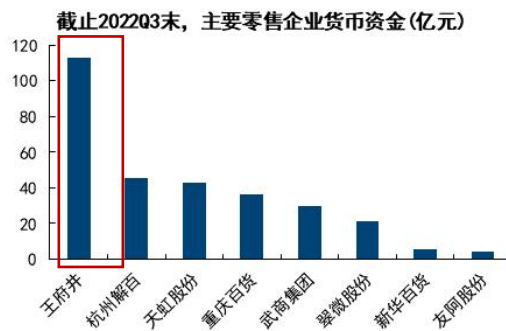
责任，故经营净现金流为 15.68 亿元/-21.17%。但综合来看，相比可比零售公司，公司目前货币资金充足。截止 2022Q3 货币资金达 113.13 亿元，为后续升级传统百货及发展免税业务所需资本开支提供雄厚的资金保障，有望助力公司发展。

图 38: 公司经营现金流净额情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 39: 公司货币资金充足



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

基于上述分析，我们按照公司传统有税零售、免税业务进行拆分并预测如下：

◆ 有税业务：

门店扩张：结合公司 2022 年 9 月年度公开媒体沟通会报道，未来五年内预计百货占比将保持在 50%左右，购物中心和奥莱占比将全部提升至 20%。假设 23-24 年公司拓展业态以购物中心与奥莱为主，每年新增 1 家购物中心与 1 家奥莱门店。

业态表现：由于 2022 年疫情反复扰动对公司北京、成都等核心门店影响较大，叠加国企减租等因素，预计公司 2022 年经营相对承压，但考虑到目前疫情防控政策已全面解封，我们预计 2023-2024 年公司线下零售业态有望逐步复苏。

◆ 免税业务：

结合前述表 15 万宁免税项目的客流、转化率、客单价，以及相应毛利率与净利率，我们预计公司海南万宁免税业务收入及业绩如下表所示。

表 23：王府井盈利预测拆分（暂未考虑潜在市内、机场等免税贡献）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
传统零售业务						
百货						
收入	-	562,775	710,946	577,288	668,500	703,930
成本	-	377,188	446,935	385,629	420,486	442,702
毛利率	-	33%	37%	33%	37%	37%
购物中心						
收入	-	120,153	206,117	204,056	232,623	248,907
成本	-	76,544	102,043	102,640	115,614	123,458
毛利率	-	36%	50%	50%	50%	50%
奥特莱斯						
收入	450,466	74,621	160,693	151,855	191,337	218,124
成本	403,368	22,955	48,682	53,757	58,358	66,310
毛利率	10%	69%	70%	65%	70%	70%
专业连锁						
收入	-	-	179,110	156,722	167,692	176,077
成本	-	-	151,359	133,213	142,035	148,961
毛利率	-	-	15%	15%	15%	15%
超市						
收入	法雅商贸	43,088	49,273	45,824	48,115	50,040
成本	-	35,942	42,149	39,317	40,657	42,234
毛利率	-	17%	14%	14%	16%	16%
有税收入合计（万元）	2,678,884	822,345	1,275,308	1,110,744	1,283,268	1,372,078
传统零售归母业绩（万元）	96,134	38,673	134,024	65,885	115,358	127,749
海南万宁免税业务						
海南万宁免税业务收入	-	-	-	-	108,133	257,000
海南万宁项目总收入（亿元）	-	5,837	6,700	3,000	115,133	265,500
归母业绩（万元）	-	-	-	-3,800	-2,703	14,135
公司收入合计						
	2,678,884	822,345	1,275,308	1,113,744	1,398,401	1,637,578
yoy	0%	-69%	55%	-12.7%	25.6%	17.1%
总归母业绩						
	96,134	38,673	134,024	63,759	118,153	141,771
yoy	-20%	-60%	247%	-52.4%	85.3%	20.0%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理估算

未来 3 年业绩预测

表 24: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753	11137	13984	16376
营业成本	7379	6755	8247	9811
销售费用	1644	1648	1856	2130
管理费用	1419	1540	1655	1823
财务费用	363	311	294	284
营业利润	1906	907	1618	1942
利润总额	1906	907	1618	1942
归属于母公司净利润	1340	638	1182	1418
EPS	1.18	0.56	1.04	1.25
ROE	17.08	17.51	18.31	19.28

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 暂未考虑其他潜在市内、机场、岛民免税店贡献, 我们预计公司 2022-2024 年收入为 111.37、139.84、163.76 亿元, 同比分别-12.67%、+25.56%、+17.10%; 实现归母业绩 6.38/11.82/14.18 亿元, 同比增长-52.43%、85.31%、19.99%, 对应 EPS 为 0.56/1.04/1.25 元, PE 50/27/22x。

盈利预测情景分析

表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	8,223	12,753	11,057	14,024	16,542
(+/-%)	-69.3%	55.1%	-13.3%	26.8%	18.0%
净利润(百万元)	387	1340	1008	1656	1990
(+/-%)	-59.8%	246.6%	-24.8%	64.3%	20.2%
摊薄 EPS	0.50	1.18	0.89	1.46	1.76
中性预测					
营业收入(百万元)	8,223	12,753	11,137	13,984	16,376
(+/-%)	-69.3%	55.1%	-12.7%	25.6%	17.1%
净利润(百万元)	387	1340	638	1182	1418
(+/-%)	-59.8%	246.6%	-52.4%	85.3%	20.0%
摊薄 EPS(元)	0.50	1.18	0.56	1.04	1.25
悲观的预测					
营业收入(百万元)	8,223	12,753	11,218	13,942	16,207
(+/-%)	-69.3%	55.1%	-12.0%	24.3%	16.2%
净利润(百万元)	387	1340	276	925	874
(+/-%)	-59.8%	246.6%	-79.4%	234.7%	-5.5%
摊薄 EPS	0.50	1.18	0.24	0.82	0.77
总股本(百万股)	1133	1133	1133	1133	1133

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：408-462 亿元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 26：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	0.29%	-69.30%	55.08%	55.08%	-12.67%	25.56%	17.10%	11.36%
营业成本/营业收入	79.35%	64.57%	57.86%	57.86%	60.65%	58.97%	59.91%	60.20%
管理费用/营业收入	3.19%	10.23%	10.60%	10.60%	13.39%	11.49%	10.84%	10.42%
销售费用/销售收入	10.90%	13.71%	12.89%	12.89%	14.80%	13.28%	13.01%	12.86%
营业税及附加/营业收入	0.91%	2.56%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%	2.60%
所得税税率	34.59%	45.16%	27.70%	27.70%	27.70%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	55.24%	128.17%	23.93%	23.93%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表 27：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.96	T	25.00%
无风险利率	2.18%	Ka	8.42%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价（元）	28.82	Ke	9.21%
发行在外股数（百万）	1133	E/(D+E)	85.05%
股票市值(E, 百万元)	32648	D/(D+E)	14.95%
债务总额(D, 百万元)	5739	WACC	8.46%
Kd	5.80%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF、FCFF 估值方法，得出公司市值区间为 408-462 亿元，中值在 435 亿元左右。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 28：FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.46%	9.0%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.0%	54.59	49.39	45.00	41.26	38.04
	1.5%	51.26	46.68	42.78	39.42	36.49
	1.0%	48.44	44.37	40.86	37.80	35.12
	0.5%	46.02	42.36	39.17	36.38	33.91
	0.0%	43.93	40.60	37.69	35.11	32.82

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

表 29: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.7%	9.24%	9.7%	10.2%
永续 增长 率变 化	2.0%	46.22	42.34	39.02	36.14	33.62
	1.5%	43.87	40.41	37.40	34.78	32.46
	1.0%	41.86	38.72	35.98	33.57	31.43
	0.5%	40.10	37.24	34.72	32.49	30.50
	0.0%	38.55	35.93	33.60	31.52	29.66

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 总市值 367-482 亿元

首先, 从王府井的历史市值表现看, 公司免税牌照获批前, 2019 年王府井传统零售业务对应市值 100-140 亿之间波动, 多数在 100-120 亿之间。2021 年公司吸收合并首商股份, 首商股份退市时市值 59 亿左右。换言之, 从公司有税业务历史市值的角度, 原王府井+首商业务合计市值对应应在 160-180 亿之间。从免税来看, 公司 2020 年 6 月获得免税牌照后, 市值一度突破 575 亿元, 此后因相关免税项目迟迟未落地市值持续下探调整, 直到 2021 年合并首商后, 2021 年底公司总市值回升至 300 亿以上。从其历史市值表现回溯可以看出, 在市场对公司免税业务具有较强期待时, 会基于其潜在免税业务预期给予一定的估值溢价。

图 40: 王府井 2020 年免税牌照获批以来市值变动



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

其次, 分析可比公司海汽集团收购海旅免税的对价及股价走势表现, 无论收购估价亦或市值表现均会综合公司免税项目培育 2-3 年后的业绩进行估值。具体来看, 2022 年 5 月海汽股份公告拟以约 50 亿元对价收购同一控股股东旗下的海旅投免税, 对应其 2022 年业绩承诺, 相应 PE 估值约 43x。与此同时, 结合海汽集团再融资方案, 按拟发行股份支付收购对价的 85% (摊薄股本 3.83 亿股) 及相关配套融资 (按募资 18 亿元、2023 年 1 月 4 日收盘价的 7.5 折计, 摊薄股本 0.93 亿股), 按 2023 年 1 月 4 日收盘价估算公司潜在市值约 204 亿元, 剔除海汽集团主业约 20-30 亿元市值, 免税分部对应市值约 174-184 亿元。按海旅投免税 2023 年 (开业第三年) 业绩承诺约 3.58 亿元, 对应 PE 49-51x。

图 41: 海汽集团 2019 年以来市值及涨跌幅变动



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 结合中国中免历次政策放开后的股价表现, 市场对免税标的估价也会参考潜在政策预期或基于政策落地后的经营表现进行估值。

鉴于此, 由于王府井万宁项目今年 1 月才开业, 同时若国人离境市内免税政策若落地, 公司相关业务若顺利获批, 仍需要 2-3 年培育后经营表现才更具参考意义, 兼顾股价本身系公司未来预期的提前反应, 我们主要采用 STOP 法对传统零售、海南免税、潜在市内免税进行分部估值, 并考虑 2023-2024 年公司海南免税及潜在市内免税业务均可能处爬坡阶段, 我们假设国人离境市内免税店政策 2023 年落地且公司北京市内免税门店 2023 年开始运营, 选取 2025 年即公司海南离岛免税及潜在市内店经营第三年经营表现估算其 2025 年合理市值空间。

- ◆ **传统零售:** 尽管传统零售面临诸多外围压力, 但公司积极逐步转型升级, 2021 年业绩已经基本恢复至疫前。后续随线下客流逐步复苏, 且公司有税项目持续升级改造, 我们预计传统有税仍有望恢复至 2019 年即疫情前水平。考虑 2019 年王府井与首商股份扣非业绩分别为 9.20 亿元、3.34 亿元, 合计约 12.54 亿元。结合我们 2024 年公司有税业务业绩预测, 预计 2025 年公司有税业务业绩同比增长 6.5%至 13.60 亿元。估值方面, 从可比零售公司角度, 参考武商集团、杭州解百、重庆百货 2024 年 Wind 一致预期 PE 估值分别为 16.38x、9.32x、6.84x, 均值在 11x 左右, 若给予公司 2025 年有税业务 10x 左右估值, 据此估算传统零售分部市值约 136 亿元。兼顾公司自持门店物业价值有望达到 200-240 亿元, 综合来看, 我们给予公司传统零售业务估值 150-160 亿元。
- ◆ **海南免税业务:** 参考海汽集团目前免税业务等估值情况, 综合万宁项目区域特点及竞争情况, 按公司 2025 年 (万宁项目开业第三年) 业绩 2.6-3.1 亿元, 给予 30-35x 估值, 并兼顾公司未来潜在岛民免税等布局预期, 我们给予公司海南免税业务 90-110 亿左右估值。
- ◆ **潜在市内免税:** 业绩方面, 结合前述假设和估算, 若公司 2025 年北京市内免税收入规模 44-56 亿元, 在自有物业支持及公司未来可能“机场-市内-海南”多元免税布局带来的供应链协同效应的前提下, 假设净利率 12-15%, 对应公司潜在 2025 年市内免税业绩约 5.23-8.40 亿元。估值方面, 鉴于国人离境市内免税业务持续成长空间 (政策可能持续扩容且可能不止一个门店), 若给予 35x 估值, 对应潜在市值约 183-294 亿, 中值约 239 亿元。

综合看，按上述分部估值测算，我们预计 2025 年王府井市值空间约 423-564 亿元，中值约 494 亿元。

◆ 投资建议：老牌零售巨头，御免税政策东风，开新局之年

公司系国内传统零售巨头，核心卡位大店疫情前后表现优良。继 2020 年 6 月公司免税牌照获批后，海南万宁店的落地标志着免税业务终取得实质性进展。虽然万宁区域优势不及三亚等，但依托万宁冲浪基地等带来的旅游客群和万宁奥莱成熟商圈基础，公司仍可错位竞争谋发展。

中线来看，对标韩国零售巨头新世界免税业务后发成长案例，我们认为公司依托渠道卡位、招商、会员等基础，免税成长有想象空间。并且，若未来出境游放开，国人离境市内免税政策有望推出，以及未来岛民免税政策若落地，公司依托其免税牌照优势以及北京国资背景等支持，未来可能有望构建基于“离岛免税-岛民免税-机场免税-市内免税”多元免税体系，进而形成有税+免税双轮驱动，向上弹性可期。

总体来看，仅考虑有税及海南万宁项目，预计 2022-2024 年业绩 6.38/11.81/14.17 亿元，对应 PE 50/27/22x。若 2023 年国人离境免税政策落地，按 2025 年分部估值，预计未来 2-3 年合理市值 423-564 亿元（传统零售 150-160 亿元 海南免税 90-110 亿，市内免税 183-294 亿），中值较现价有 56% 上涨空间。结合免税赛道股价对政策敏感性高及公司正处在免税业务起航的良好预期阶段，参照韩国新世界案例和公司“有税+免税”一体化优势，伴随出入境政策松绑带来的免税新政落地预期强化，上调至“买入”评级

附表：相关公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2022/1/5	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600859.SH	王府井	27.42	315.95	1.18	0.56	1.04	1.25	23.24	48.97	26.37	21.94	增持
601888.SH	中国中免	208.61	4,102.35	4.67	3.39	6.30	8.31	44.70	61.49	33.10	25.11	买入
603069.SH	海汽集团	14.68	46.39	-0.23	-0.04	0.14	0.28	-63.83	-331.35	105.43	52.71	无评级
002163.SZ	海南发展	12.17	97.79	0.13	0.02	0.13	0.24	93.62	769.12	90.26	51.43	无评级
002419.SZ	天虹股份	6.28	77.18	0.19	0.19	0.23	0.29	32.23	33.09	27.78	21.76	无评级
000501.SZ	武商集团	10.78	84.20	0.98	0.61	0.68	0.67	11.00	17.73	15.75	16.12	无评级
600729.SH	重庆百货	24.92	116.23	2.45	2.55	2.90	3.36	10.17	9.75	8.60	7.41	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测 注：海汽集团、海南发展、天虹股份、武商集团、重庆百货盈利预测来自 wind 一致预期

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 37.34 - 49.80 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.2%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们采用 STOP 法对传统零售、海南免税、潜在市内免税进行分部估值，并分别选取可比公司平均 PE 及公司历史估值情况参考，其中潜在市内免税店按 2025 年业绩预测进行推算，最终确认王府井市值空间约 423-564 亿元，但如果国人离境市内免税政策落地时间节奏和额度、门店等相对不及预期，或海南封关下免税牌照放开较快，可能影响公司免税业务盈利预测和市值空间测算。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长-12.67%、+25.56%、+17.10%，可能存在对公司有税业务预计较乐观或海南免税门店产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利分别为 39.35%、41.03%、40.09%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司未来 3 年每年新增 1 家购物中心与 1 家奥莱店，且传统百货逐步升级，若实际扩张节奏与升级效果不及预期，存在业绩预期高估的风险。

若海外免税价格竞争加剧等，海外分流影响增加，也可能导致国人离境市内免税政策空间低于预期。同时，如果公司北京机场布局但中标租金等条件较高，也可能导致公司北京机场业务布局盈利欠佳风险。

政策风险

国人离境市内店政策放开节奏及额度、品类、城市门店限制等内容不及预期。

海南封关政策推进下，离岛免税未来经营主体可能增加，竞争可能更激烈，从而导致公司海南经营不及预期。

经营风险

高温限电、大规模传染疫情风险：公司核心主业依赖线下消费场景，门店阶段性

停业对公司收入与利润形成较大制约。

减租让利风险：公司旗下购物中心以租赁模式为主，特殊时期相关减让规定不利于门店收入。

传统百货主业趋势性下行风险：传统零售日益受电商冲击，公司百货业态收入占据半壁江山，若升级效果不及预期，可能对收入与利润产生不利影响。

国企经营激励可能相对不足，可能影响其主观动能完全发挥。

新店开业不及预期：奥莱项目、购物中心开业进度或开业经营、选址效果可能低于预期；万宁店品牌招商不及预期，开业经营效果不及预期。

行业竞争加剧的风险：公司新布局免税业务玩家较多，可能面临价格战风险。

出境分流影响：出境游放开下，海南客流可能低于预期，影响公司海南业务表现。

财务风险

汇率大幅贬值风险：公司自营业务涉及海外采购，汇率贬值或对毛利率及汇兑损益产生不利影响。

其它风险

股东减持风险：公司 2022 年 12 月 6 日公告，公司股东三胞投资（持股 5.765%）计划通过集中竞价方式进行，减持数量不超过 11,350,000 股，减持比例不超过公司总股本的 1%，且任意连续 90 日内通过集中竞价交易方式减持公司股份不超过 11,350,000 股，减持比例不高于公司总股本 1%，减持价格依据市场价格确定。未来三胞集团层面不排除持续减持等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7236	14303	15213	16240	18210	营业收入	8223	12753	11137	13984	16376
应收款项	387	473	442	536	628	营业成本	5310	7379	6755	8247	9811
存货净额	1035	1756	1523	1862	2236	营业税金及附加	210	331	290	364	426
其他流动资产	515	486	445	559	655	销售费用	1128	1644	1648	1856	2130
流动资产合计	9173	17048	17655	19229	21760	管理费用	894	1419	1540	1655	1823
固定资产	5514	6939	7470	7672	7616	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	843	1194	1147	1100	1054	财务费用	19	363	311	294	284
投资性房地产	5082	12423	12423	12423	12423	投资收益	62	233	302	50	40
长期股权投资	1392	1547	2247	2747	3047	资产减值及公允价值变动	(82)	64	10	0	0
资产总计	22004	39151	40942	43172	45900	其他收入	(18)	(9)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	574	3226	5000	4800	4800	营业利润	624	1906	907	1618	1942
应付款项	2308	2850	2509	3104	3727	营业外净收支	23	0	0	0	0
其他流动负债	3937	4558	4161	4962	5846	利润总额	647	1906	907	1618	1942
流动负债合计	6819	10634	11670	12865	14373	所得税费用	292	528	251	405	485
长期借款及应付债券	2775	739	739	739	739	少数股东损益	(32)	38	18	32	39
其他长期负债	278	7675	7925	8025	8125	归属于母公司净利润	387	1340	638	1182	1418
长期负债合计	3052	8414	8664	8764	8864	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	9872	19048	20334	21629	23236	净利润	387	1340	638	1182	1418
少数股东权益	633	756	770	795	824	资产减值准备	(29)	(1)	1	0	(0)
股东权益	11499	19347	19838	20748	21839	折旧摊销	389	480	775	845	903
负债和股东权益总计	22004	39151	40942	43172	45900	公允价值变动损失	82	(64)	(10)	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	19	363	311	294	284
每股收益	0.50	1.18	0.56	1.04	1.25	营运资本变动	(1130)	441	(183)	949	1046
每股红利	0.64	0.28	0.13	0.24	0.29	其它	38	30	12	24	30
每股净资产	14.81	17.08	17.51	18.31	19.28	经营活动现金流	(263)	2227	1234	3000	3397
ROIC	2.78%	6.66%	2%	6%	8%	资本开支	0	(1901)	(1251)	(1001)	(801)
ROE	3.36%	6.93%	3%	6%	6%	其它投资现金流	0	(31)	0	0	0
毛利率	35%	42%	39%	41%	40%	投资活动现金流	(205)	(2087)	(1951)	(1501)	(1101)
EBIT Margin	8%	16%	8%	13%	13%	权益性融资	(12)	3909	0	0	0
EBITDA Margin	13%	19%	15%	19%	19%	负债净变化	99	(45)	0	0	0
收入增长	-69%	55%	-13%	26%	17%	支付股利、利息	(496)	(321)	(147)	(272)	(326)
净利润增长率	-60%	247%	-52%	85%	20%	其它融资现金流	(117)	3750	1774	(200)	0
资产负债率	48%	51%	52%	52%	52%	融资活动现金流	(921)	6927	1628	(472)	(326)
股息率	1.6%	1.0%	0.5%	0.9%	1.0%	现金净变动	(1389)	7067	910	1027	1970
P/E	56.0	23.6	49.6	26.8	22.3	货币资金的期初余额	8625	7236	14303	15213	16240
P/B	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	7236	14303	15213	16240	18210
EV/EBITDA	29.5	20.6	30.9	19.7	17.8	企业自由现金流	0	451	(4)	2189	2788
						权益自由现金流	0	4156	1545	1769	2575

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032