

王府井 (600859.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

万宁免税港开业，有税+免税双轮驱动

新起点

事件

公司1月18日发布公告，位于海南万宁的王府井国际免税港即日起正式对外营业，该免税港为公司旗下首家落地运营的免税项目。

简评

免税港落地万宁，打造差异化优势。1) 万宁免税港项目计划分三期开业，一期约1/4面积用于免税运营，覆盖香化、黄金配饰等9大品类，引进LAMER、资生堂(香化类)，ADP、APM(珠宝类)等近400个品牌。2) 万宁区位优势、特色明显。位置方面，万宁卡位三亚和海口中间，交通便利且易吸引旅客分流。旅游特色性方面，万宁凭借冲浪、潜水、摩托艇等专业项目吸引大批水上运动爱好者，形成差异化优势，23年元旦荣登热门小众目的地榜首。**海南离岛客流修复，万宁免税成长可期。**1) 1月赴岛客流持续回升，海口/三亚机场航班量同比取得正增长；2023元旦期间万宁接待游客10.79万人次，同比22年(16.11万人)仍有缺口，预计春节将加速回暖；“十四五”规划至2025年万宁旅游过夜人数预计达800万人，年均增长实现26%，客流量增长可期。2) 2023年海南力争离岛免税购物销售额突破800亿元，建立以免税店为引爆点、多种商业业态复合的繁荣商圈。公司有税+免税双轮驱动，适应海南免税发展趋势，有望抓住机遇实现快速成长。

集团业务协同赋能，或受益于市内免税新蓝海。参考韩国市内免税占比90.3%，其在购物便捷性、租金成本方面优势显著，且在政策上无限制。我国市内免税仍处于发展初期，未来有望扩容。王府井作为获得免税全牌照资质的百货零售龙头，渠道、运营资源深厚，且其控股股东首旅集团布局餐饮、住宿、旅游等，各板块有望协同赋能，带动免税业务份额提升。

投资建议

公司首个免税项目落地，有望充分受益于海南客流恢复及万宁引流优势，叠加自身运营、渠道优势，免税+有税驱动公司未来业绩增长。我们预计公司22~24年实现归母净利润6.20/9.91/13.75亿元，分别同比-54%/+59.8%/+38.8%，维持“买入”评级。

风险提示

免税业务开展不及预期；大股东减持；限售股解禁。

纺织服装组

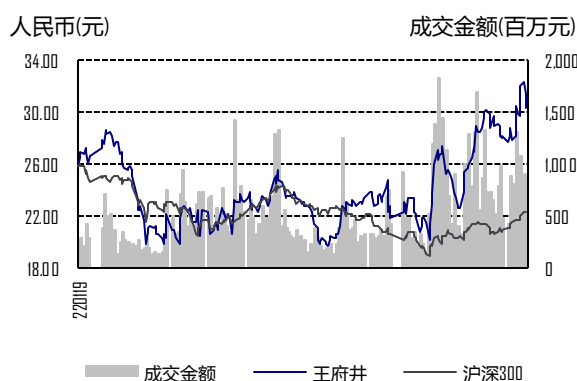
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.31 元

相关报告：

1.《免税项目落地在即，百货龙头重启成长-王府井深度》，2022.12.15



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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	26,789	8,223	12,753	11,701	14,267	17,287
增长率		-69.3%	55.1%	-8.3%	21.9%	21.2%
主营业务成本	-21,258	-5,310	-7,379	-7,228	-8,685	-10,373
%销售收入	79.4%	64.6%	57.9%	61.8%	60.9%	60.0%
毛利	5,531	2,914	5,374	4,473	5,582	6,914
%销售收入	20.6%	35.4%	42.1%	38.2%	39.1%	40.0%
营业税金及附加	-244	-210	-331	-293	-357	-449
%销售收入	0.9%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%
销售费用	-2,919	-1,128	-1,644	-1,463	-1,684	-1,988
%销售收入	10.9%	13.7%	12.9%	12.5%	11.8%	11.5%
管理费用	-912	-894	-1,419	-1,439	-1,712	-2,040
%销售收入	3.4%	10.9%	11.1%	12.3%	12.0%	11.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,456	681	1,980	1,279	1,830	2,437
%销售收入	5.4%	8.3%	15.5%	10.9%	12.8%	14.1%
财务费用	1	-19	-363	-615	-752	-814
%销售收入	0.0%	0.2%	2.8%	5.3%	5.3%	4.7%
资产减值损失	-52	-24	-20	-17	-22	-27
公允价值变动收益	71	-105	42	-15	-12	-12
投资收益	45	62	233	200	280	260
%税前利润	3.1%	9.6%	12.2%	23.4%	20.7%	13.9%
营业利润	1,528	624	1,906	831	1,324	1,844
营业利润率	5.7%	7.6%	14.9%	7.1%	9.3%	10.7%
营业外收支	-83	23	0	24	31	28
税前利润	1,445	647	1,906	855	1,355	1,872
利润率	5.4%	7.9%	14.9%	7.3%	9.5%	10.8%
所得税	-500	-292	-528	-214	-339	-468
所得税率	34.6%	45.2%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	945	355	1,378	641	1,016	1,404
少数股东损益	-16	-32	38	21	26	29
归属于母公司的净利润	961	387	1,340	620	991	1,375
净利率	3.6%	4.7%	10.5%	5.3%	6.9%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	945	355	1,378	641	1,016	1,404
少数股东损益	-16	-32	38	21	26	29
非现金支出	749	714	1,854	1,114	1,324	1,511
非经营收益	149	222	296	595	544	621
营运资金变动	-499	-473	-756	-737	282	917
经营活动现金净流	1,344	818	2,772	1,613	3,167	4,453
资本开支	-1,038	-617	-1,102	-2,423	-1,269	-1,207
投资	-345	-175	82	-215	-156	-192
其他	-55	983	1,983	200	280	260
投资活动现金净流	-1,438	192	963	-2,438	-1,145	-1,139
股权募资	26	15	3,909	0	0	0
债权募资	1,963	-1,906	-915	562	600	302
其他	-619	-526	-2,131	-1,016	-1,240	-1,447
筹资活动现金净流	1,370	-2,417	864	-454	-639	-1,145
现金净流量	1,276	-1,419	4,593	-1,278	1,383	2,170

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,625	7,236	14,303	10,920	10,161	10,092
应收款项	966	387	478	513	625	758
存货	1,006	1,035	1,756	1,725	1,912	2,123
其他流动资产	483	515	511	517	581	641
流动资产	11,080	9,173	17,048	13,675	13,279	13,613
%总资产	46.0%	41.7%	43.5%	34.7%	31.9%	30.6%
长期投资	3,475	3,490	3,779	3,979	4,123	4,303
固定资产	5,212	5,514	6,939	8,171	8,485	8,679
%总资产	21.6%	25.1%	17.7%	20.7%	20.4%	19.5%
无形资产	2,541	2,535	2,945	3,507	3,671	3,810
非流动资产	13,026	12,830	22,103	25,721	28,362	30,842
%总资产	54.0%	58.3%	56.5%	65.3%	68.1%	69.4%
资产总计	24,106	22,004	39,151	39,395	41,641	44,456
短期借款	80	574	3,226	3,680	4,201	4,462
应付款项	4,116	4,939	5,981	5,613	5,994	7,011
其他流动负债	4,277	1,306	1,427	1,223	1,509	1,840
流动负债	8,474	6,819	10,634	10,517	11,704	13,313
长期贷款	685	784	739	879	959	999
其他长期负债	2,881	2,268	7,675	7,504	7,862	8,173
负债	12,040	9,872	19,048	18,899	20,525	22,486
普通股股东权益	11,398	11,499	19,347	19,719	20,314	21,139
其中：股本	776	776	1,133	1,135	1,135	1,135
未分配利润	4,068	4,099	6,071	6,443	7,038	7,863
少数股东权益	669	633	756	777	803	831
负债股东权益合计	24,106	22,004	39,151	39,395	41,641	44,456

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.238	0.498	1.183	0.546	0.873	1.211
每股净资产	14.683	14.813	17.078	17.373	17.897	18.623
每股经营现金净流	1.731	1.054	2.447	1.422	2.791	3.924
每股股利	0.380	0.150	0.400	0.219	0.349	0.485
回报率						
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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-15	买入	29.60	34.35~34.35

来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402