

王府井 (600859)

老牌标杆百货零售集团，免税业务落地进入发展新篇章

增持 (首次)

2023年02月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

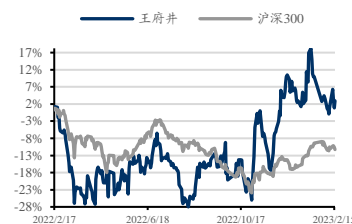
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	12,753	10,895	14,558	16,563
同比	11%	-15%	34%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	1,340	179	978	1,442
同比	296%	-87%	447%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.18	0.16	0.86	1.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.84	178.82	32.67	22.16

关键词: #稀缺资产 #困境反转

投资要点

- **王府井作为老牌标杆百货零售集团，获免税牌照后布局免税业务。**王府井集团实控人北京市国资委，深耕百货零售主业，持续完善零售业态，是首旅集团旗下的商业板块上市平台。2020年王府井获牌切入免税市场，构建有税+免税双轮主营业务驱动的发展模式。2023年1月首个离岛免税店王府井国际免税港对外营业。
- **王府井完善有税业务结构，打造特色免税业务。**有税: 疫情扰动业绩承压，合并首商巩固华北主阵地。以合并首商的口径，2020-2022Q1-Q3公司实现营收115/128/85亿元，公司业态布局全面，百货零售营收占比超50%，购物中心和奥特莱斯相对景气；华北地区为公司主阵地，营收占比超50%，其他地区多点开花。免税: 获批免税全牌照，首个离岛免税项目已开业。获批稀缺免税经营牌照，是除中免外唯一拥有全品类免税牌照的运营商。公司总裁牵头组建免税团队，深入搭建供应链、渠道体系，与全球800余个品牌深入接洽，其中130余个为首进免税渠道品牌。首个离岛免税门店落地万宁，推行打造旅游+购物特色免税业务，总建筑面积10.25万平方米，计划分三期开业，目前一期已试运营。
- **王府井切入旅游零售市场，好流量、大体量、重运营有望突围。**1) **好流量:** 各地王府井百货坐拥地标流量，万宁王府井免税港汇聚时尚客群，过夜游客增速高于海南省平均，年轻、追求时尚的高端客群有望带动王府井免税港项目快速放量；2) **大体量:** 万宁王府井免税港完全投运后离岛免税经营面积占海南全岛的15.1%，是除中免以外免税商中较大体量的项目，后续市内&口岸免税项目落地值得期待，有望快速成长为中国免税行业的中坚力量；3) **重运营:** 有税免税双轮驱动供应链体系，全业态会员体系融通全国客群，供应链、客流、客户体验全面迭代升级，在旅游零售市场化竞争中有望突围。
- **盈利预测与投资评级:** 王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运，打造特色免税业务。在出行和消费快速复苏的背景下，离岛免税有望持续放量，未来市内免税店落地拓宽想象空间，公司营收和利润前景向好。我们预测2022-2024年王府井归母净利润分别为1.79/9.78/14.42亿元，对应年PE估值为179/33/22倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国内及国际疫情反复影响居民出行和消费意愿的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.15
一年最低/最高价	19.56/32.75
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	30,781.17
总市值(百万元)	31,951.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.04
资产负债率(% ,LF)	45.85
总股本(百万股)	1,135.05
流通 A 股(百万股)	1,093.47

相关研究

内容目录

1. 王府井：老牌标杆百货零售集团，获免税牌照进入发展新篇章	4
1.1. 发展历程：深耕百货零售主业，2020 年获得免税牌照	4
1.2. 股权结构：实控人北京市国资委，首旅集团旗下百货零售上市平台	5
1.3. 管理层：深耕百货零售主业，股权激励调动员工积极性	6
2. 公司业务：完善有税业务结构，打造特色免税业务	7
2.1. 有税业务：疫情扰动业绩承压，合并首商巩固华北主阵地	7
2.2. 免税业务：获批免税全牌照，首个离岛免税项目已开业	9
3. 百货零售及旅游零售行业：流量为基、体量为盾、运营为矛	11
3.1. 市场规模与增速：有税零售与社零线下部分基本同步，旅游零售享受免税政策红利	11
3.2. 王府井切入旅游零售市场，好流量、大体量、重运营有望突围	13
3.2.1. 好流量：各地王府井百货坐拥地标流量，万宁王府井免税港汇聚时尚客群	13
3.2.2. 大体量：万宁离岛免税项目完全投运后面积占比 15.1%，市内&口岸免税值得期待	14
3.2.3. 重运营：有税免税双轮驱动供应链体系，全业态会员体系融通全国客群	16
4. 财务分析：疫情致使营收利润承压，线下疫后修复及免税项目有望带动成长	17
5. 盈利预测及投资建议	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 投资建议	20
6. 风险提示	20

图表目录

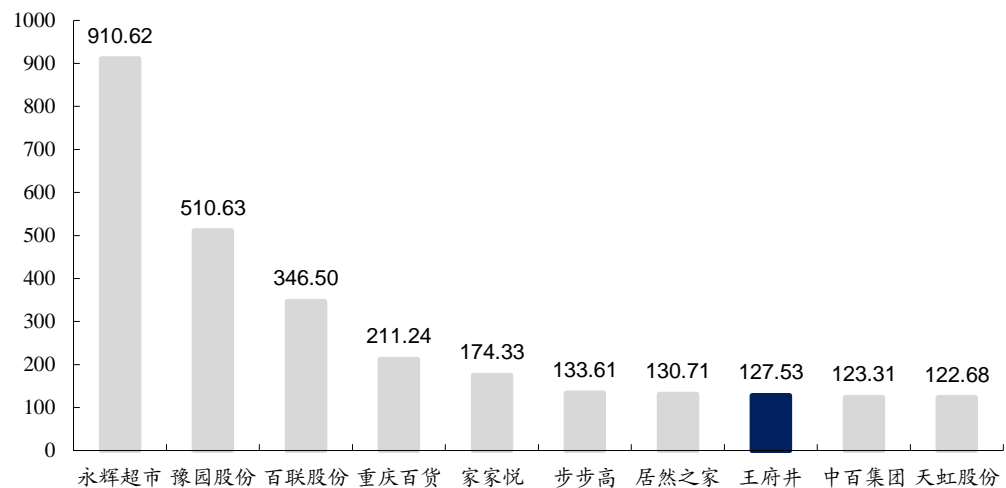
图 1:	2021 国内营收 top10 百货零售企业 (单位: 亿元)	4
图 2:	王府井发展历程简图	5
图 3:	2017-2019 年王府井股权层级简化过程	5
图 4:	王府井吸收合并首商股份前后股权架构变化	6
图 5:	2017-2022Q3 王府井营业收入及增速	8
图 6:	2017-2022Q3 王府井归母净利润及增速	8
图 7:	2020/2021/2022H1 公司各零售业态门店数分布	9
图 8:	2020/2021/2022H1 公司主营收入拆分 (单位: 亿元)	9
图 9:	2020/2021/2022H1 公司门店数按区域分布情况	9
图 10:	2020/2021/2022H1 公司营收按区域分布情况 (单位: 亿元)	9
图 11:	万宁王府井免税港	11
图 12:	2019~2022Q1-Q3 王府井营收同比增速与社零线下商品销售额同比增速基本同步	11
图 13:	中国旅游零售市场规模 (单位: 十亿元)	12
图 14:	旅游零售企业竞争力分析框架	13
图 17:	万宁及海南全省接待过夜游客人数 (万人) 及增速 (% , 右轴)	14
图 18:	当前在建项目建成后王府井经营面积占比达 15.1% (统计截至 2023 年 1 月)	15
图 19:	首旅集团“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务板块	15
图 20:	王府井东安市场为自营百货业态代表	16
图 21:	2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速 (% , 右轴)	17
图 22:	2017-2022Q1-Q3 公司毛利率及费用率情况	17
图 23:	2017-2021 王府井集团归母净利润 (亿元) 和净利润率 (% , 右轴)	18
表 1:	管理层行业经验概览	6
表 2:	2020 年股权激励经营目标	7
表 3:	截至 2023 年 2 月各免税商运营免税门店类型下代表门店	10
表 4:	2019 年以来各级政府市内店政策提法	13
表 5:	有税百货零售销售分拆 (单位: 亿元)	18
表 6:	万宁免税项目销售预测	19
表 7:	王府井盈利预测 (单位: 亿元)	19
表 8:	王府井可比公司估值	20

1. 王府井：老牌标杆百货零售集团，获免税牌照进入发展新篇章

1.1. 发展历程：深耕百货零售主业，2020 年获得免税牌照

王府井集团是全国规模最大、业态最全的零售集团之一。始于 1955 年，通过 67 年的发展，其构建了包括百货、购物中心、奥特莱斯、超市和专业店在内的多元业态，并积极推进免税业务开展。2021 年，其营收在国内百货零售业中位居第八；截至 2022Q3，公司共运营 76 家大型零售门店，超市及专业店 441 家，经营范围覆盖全国七大经济区域，旗下拥有“王府井百货”、“王府井购物中心”、“王府井奥莱”、“法雅商贸”等知名品牌。未来公司将坚持深耕零售主业，持续完善零售业态，致力于构建有税+免税双轮主营业务驱动的发展模式，打造中国零售领军企业。

图1：2021 国内营收 top10 百货零售企业（单位：亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

从发展历程看，公司从成立至今可以划分为以下四个阶段：

第一阶段（1955 年-1994 年）：打造北京市标杆百货集团。1955 年王府井百货前身——北京市百货大楼创立开业，被誉为“新中国第一店”；1990 年成立企业集团，在北京市国民经济和社会发展中实行计划单列；1993 年在百货大楼基础上改组股份制，公司股票于 1994 年在上海证券交易所挂牌上市。

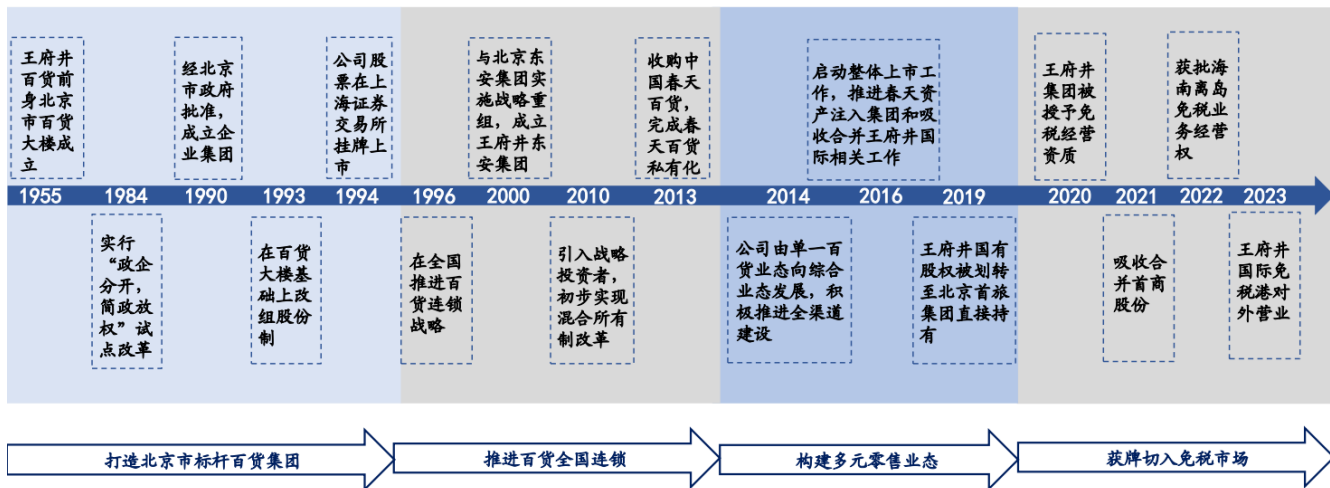
第二阶段（1995 年-2013 年）：推进百货全国连锁。1996 年公司积极推进全国百货连锁战略，发展为全国性商业集团；2000 年与北京东安集团战略重组，有效整合北京国有商业资源；2010 年引入战略投资者，初步实现混合所有制改革；2013 年收购中国春天百货，提高市场覆盖率，完善全国市场布局。

第三阶段（2014 年-2019 年）：构建多元零售业态。在移动互联发展背景下，2014 年王府井率先实施战略转型，线上积极布局电商业务，线下推进公司由单一百货业态向包括百货、购物中心和奥特莱斯业务在内的综合业态转型，完善公司业务架构；2019 年王

王府井国有股权划转至北京首旅集团。

第四阶段（2020年-至今）：获牌切入免税市场。2020年6月，王府井被授予免税品经营资质，成为中国第八个拥有免税牌照企业；2022年10月，公司获批海南离岛免税业务经营权；2023年1月，首个离岛免税店王府井国际免税港对外营业。

图2：王府井发展历程简图

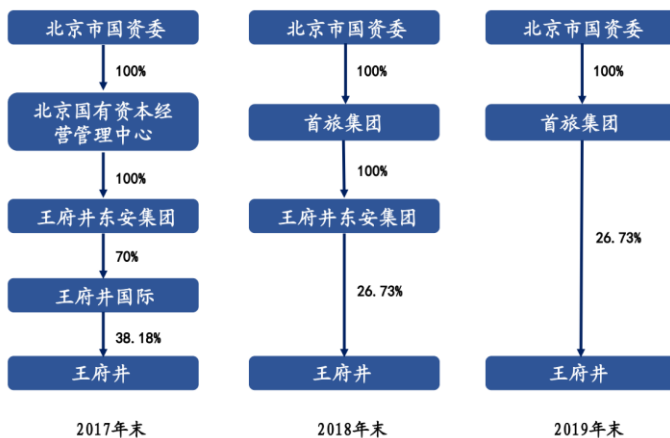


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：实控人北京市国资委，首旅集团旗下百货零售上市平台

国改措施频出，2019年首旅集团成为公司控股股东。在国企改革背景下，2010年公司混合所有制改革引入战略投资者；2017年公司发布公告拟通过向王府井国际股东以发行股份和支付现金作为吸收合并对价，对控股股东王府井国际进行吸收合并；2018年公司控股股东王府井东安与首旅集团实现合并重组，北京国有资产管理中心持有的王府井东安100%股权无偿划转至首旅集团；2019年3月王府井东安持有的王府井股权无偿划转至首旅集团，首旅集团成为公司控股股东，资源整合与市场化改革持续赋能王府井。

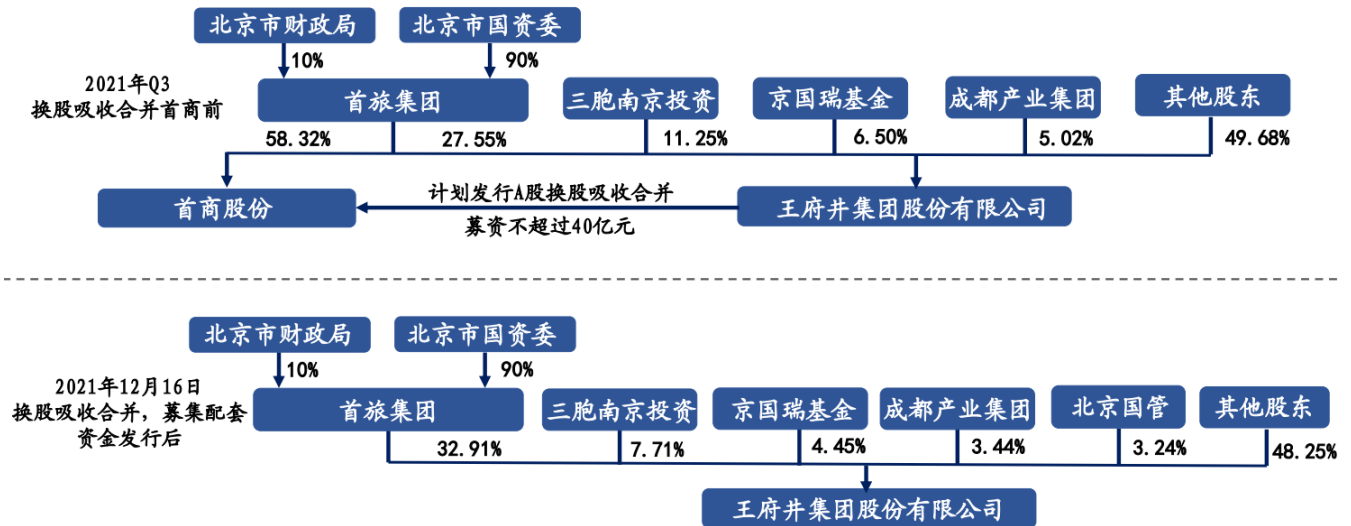
图3：2017-2019年王府井股权层级简化过程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

吸收合并首商股份，减少同业竞争，发挥协同效应。此前首商股份和王府井均作为首旅集团控股子公司，存在业务重叠。2021年10月，王府井吸收合并控股股东首旅集团旗下首商股份，通过合并直接减少了同业竞争，促进双方优势资源整合，发挥协同效应，实现优势互补，进一步提升市占率，巩固行业地位。

图4：王府井吸收合并首商股份前后股权架构变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 管理层：深耕百货零售主业，股权激励调动员工积极性

管理层行业沉淀深厚，老牌百货零售雄兵。公司管理层多年深耕百货零售主业，对行业具有深刻理解，助力公司长远发展；副董事长、总裁尚喜平在公司一线及管理层层任职数十余载，具有丰富的业务和管理经验，有利于统筹公司运营，行稳致远。

表1：管理层行业经验概览

姓名	职务	简介
白凡	董事长、董事	工商管理硕士，正高级会计师，曾任北京首都旅游集团有限责任公司党委常委、财务总监、副总经理，北京城乡商业（集团）股份有限公司党委副书记、董事、总经理。现任北京首都旅游集团有限责任公司党委副书记、董事、总经理，兼任北京首旅酒店（集团）股份有限公司和中国全聚德（集团）股份有限公司董事长。
尚喜平	副董事长、董事、总裁	本科学历，曾任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，王府井副总裁、常务副总裁。现任王府井党委书记，董事，总裁。
周晴	董事、常务副总裁	经济学学士，高级管理人员工商管理EMBA，曾任北京市百货大楼总经理，王府井总裁助理、副总裁，现任王府井董事、常务副总裁。
杜建国	董事、副总裁	MBA，高级会计师，曾任王府井集团股份有限公司财务部副部长、常务副部长、部长、副总会计师、董事、财务总监、副总裁，现任王府井董事、副总裁。
王宇	副总裁	研究生学历（MBA），曾任成都王府井副总经理，北京市百货大楼副总经理，王府井总裁助理。现任王府井副总裁、北京王府井奥莱企业管理有限公司总经理。

曾群	副总裁	经济学硕士，经济师，注册会计师，注册资产评估师，曾任北京王府井东安集团有限责任公司董事，王府井副总裁、纪委书记、党委委员。现任王府井副总裁、北京王府井免税品经营有限责任公司副总经理。
胡勇	副总裁	本科学历，曾任王府井集团西南大区负责人，现任王府井副总裁。
任疆平	副总裁	工商管理硕士，经济师，曾任北京首商集团股份有限公司副总经理兼西单商场党委书记、总经理，海南省儋州市旅游和文化广电体育局党委委员、副局长（挂职）。现任王府井副总裁。
王健	副总裁，董事会秘书	大学本科学历，经济师。曾任北京首商集团股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书、总法律顾问，现任本公司副总裁、董事会秘书。
祝捷	副总裁	研究生学历，曾任海航国际酒店管理股份有限公司董事长、总经理，东北电气发展股份有限公司董事、董事长，北京首商集团股份有限公司副总经理。现任王府井副总裁、北京新燕莎商业有限公司总经理。
吴珺	财务总监	大学本科学历，经济学学士，高级会计师。曾任北京首商集团股份有限公司计划财务部副总经理、总经理、财务负责人。现任王府井财务总监、财务部部长。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

实施股权激励，调动员工积极性，构建利益共同体。2020 年公司实施股权激励计划，激励对象包括公司董事、高级管理人员及管理骨干等核心人员共计 128 人，首次授予股票期权 76.25 万份，约占公告时公司股本总额 0.982%。本次激励计划旨在调动员工积极性，构建利益共同体，促进购物中心和奥莱业态长远发展，提升公司经营绩效。

表2：2020 年股权激励经营目标

行权期	经营目标
第一个行权期	以 2016-2018 年扣非归母净利润平均值为基数，2021 年扣非归母净利润增长率不低于 20%，2021 年扣非归母加权平均净资产不低于 8%，且上述指标不低于当年对标企业 75 分位值；2021 年购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入比例不低于 30%。
第二个行权期	以 2016-2018 年扣非归母净利润平均值为基数，2022 年扣非归母净利润增长率不低于 30%，2022 年扣非归母加权平均净资产不低于 8.5%，且上述指标不低于当年对标企业 75 分位值；2022 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入比例不低于 40%。
第三个行权期	以 2016-2018 年扣非归母净利润平均值为基数，2023 年扣非归母净利润增长率不低于 40%，2021 年扣非归母加权平均净资产不低于 9%，且上述指标不低于当年对标企业 75 分位值；2023 年度购物中心和奥莱业态门店营业收入占所有门店总营业收入比例不低于 50%。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 公司业务：完善有税业务结构，打造特色免税业务

2.1. 有税业务：疫情扰动业绩承压，合并首商巩固华北主阵地

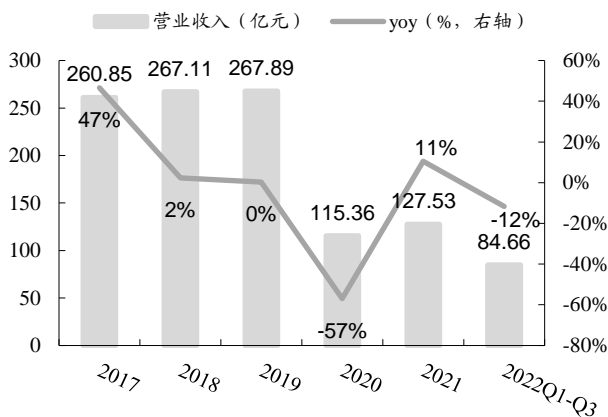
2020 年实施新收入准则营收缩减，疫情扰动利润下滑。2020 年公司实现营收和归母净利润 82.23 亿元/3.87 亿元，同比-69%/-60%。营收缩减主要系实施新收入准则，联营收入由“总额法”变更为“净额法”，相关财务指标口径变化所致，在新收入准则的可

比口径下营收同比-5.87%；受疫情扰动，叠加公司减租让利，2020年归母净利润下滑明显。

2021年吸收合并首商股份，紧抓恢复窗口期，盈利提升。2021年公司实现营收和归母净利润127.5/13.4亿元，同比+55%/+246%，其中被合并方首商股份2021年实现营收59.9亿元和净利润4.6亿元，分别占比47%和18%，贡献业绩增量；剔除合并首商因素后，公司实现归母扣非净利9.4亿元，同比+131%。年度内公司营收和利润齐升系2020年新冠疫情影响较大导致基数较低，2021年紧抓恢复窗口期，大力扩销增效影响所致。

2022Q1-Q3疫情反复，营收和利润下滑。2022Q1-Q3公司实现营收84.66亿元，同比-12%；实现归母净利润4.15亿元，同比-45%。前三季度，受国内多地疫情反复，叠加川渝地区高温限电等不利因素影响，公司旗下30余家门店阶段性停业，公司业绩短期承压。

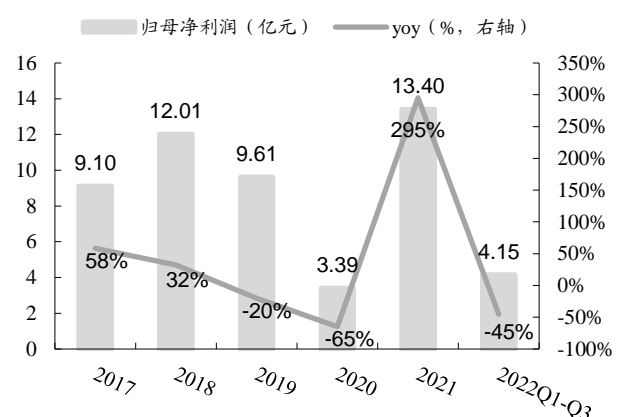
图5：2017-2022Q3王府井营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2020年数据根据合并首商后2021年报表追溯调整

图6：2017-2022Q3王府井归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2020年数据根据合并首商后2021年报表追溯调整

分业态看，公司业态布局全面，百货零售占比超50%，购物中心和奥特莱斯相对景气。

1) 百货：2021/2022H1实现营收71.09/30.57亿元，同比+10%/-15%。2022H1疫情背景下，门店阶段性歇业并缩短营业时间影响百货经营，但仍为公司营收主要部分，占比超50%。

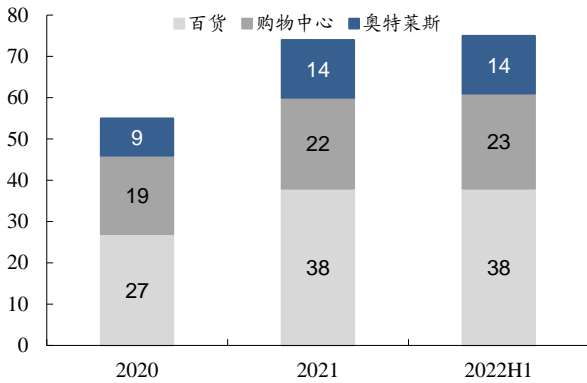
2) 购物中心：2021/2022H1实现营20.61/11.39亿元，2021和2022H1同比+20%/+7%，其中2022H1营收正增长主要受公司收购股权影响，剔除影响后营收同比-10%。购物中心依托一站式体验与大体量商业空间，疫情下表现相对稳定。

3) 奥特莱斯：2021/2022H1实现营收16.07/7.17亿元，同比+31%/-9%。2021疫情好转，叠加公司吸收合并首商股份，奥莱业务规模扩大，依托其高性价比国际品牌资源，销售恢复领跑；2022H1疫情影响，门店经营受到明显冲击，导致收入下滑。

4) 超市：2021/2022H1实现营收4.93/2.48亿元，同比+14%/-1%。超市业态属刚需消费，收入下滑幅度小。

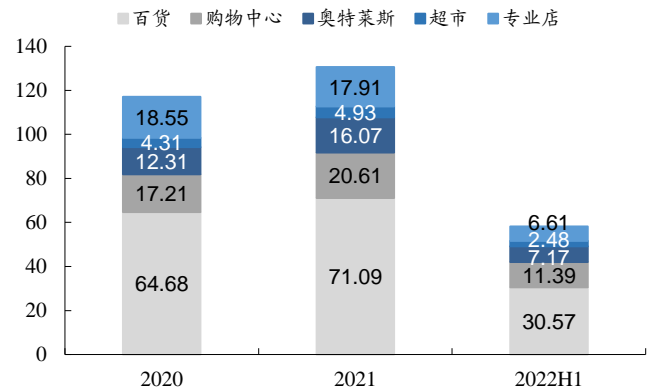
5) 专业连锁：2021/2022H1实现营收17.9/6.61亿元，同比-3%/-16%。2021公司吸收合并首商，补充专业店业态，零售业态进一步完善；2022H1受疫情和新国潮兴起共同影响，营收下滑明显。

图7: 2020/2021/2022H1 公司各零售业态门店数分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2020/2021/2022H1 公司主营收入拆分(单位: 亿元)

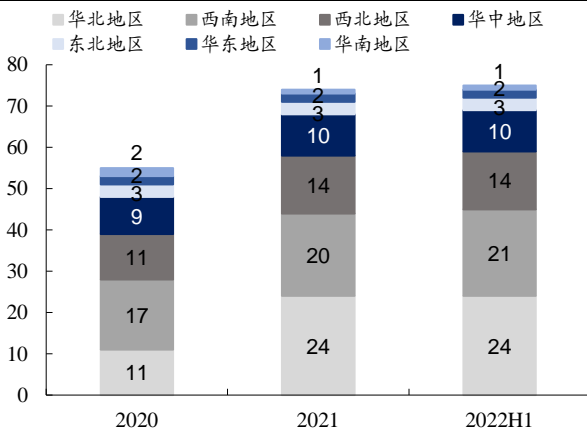


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2020 年数据根据合并首商后 2021 年报表追溯调整

分区域看, 华北地区为公司主阵地, 占比超 50%, 其他地区多点开花。2021 年华北/西南/西北/华中分别实现收入 69/31/15/11 亿元, 同比+12%/+13%/+12%/+5%; 华北地区为公司销售主阵地, 占比达 50%以上。年内疫情好转叠加吸收合并首商股份, 公司共计增加 19 家门店, 其中华北地区增加 13 家, 营业规模扩大, 营收占比达 51%; 西南/西北/华中地区分别增加 3/3/1 家门店, 贡献业绩增量。2022H1 除华东地区由于收购购物中心股权营收同比增长, 其余各地受疫情闭店影响, 营收均有所下滑, 但如华北太原、西南贵州和昆明等地区仍呈现较好经营业绩, 突出公司深耕全国、多点开花的经营韧性。

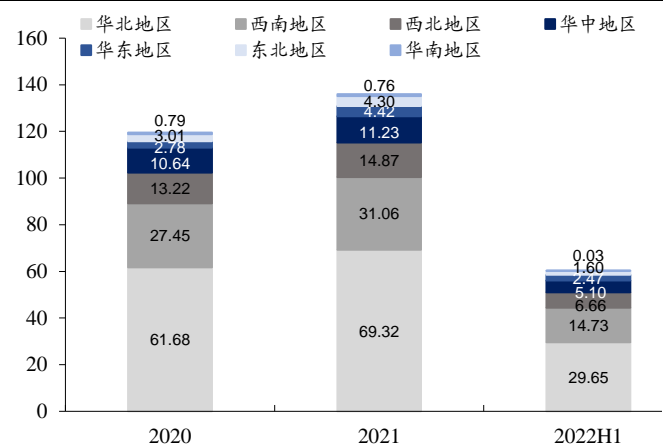
图9: 2020/2021/2022H1 公司门店数按区域分布情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司公告披露的门店区域分布情况仅包括百货、购物中心与奥特莱斯三种业态。

图10: 2020/2021/2022H1 公司营收按区域分布情况(单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2020 年数据根据合并首商后的 2021 年报表追溯调整

2.2. 免税业务: 获批免税全牌照, 首个离岛免税项目已开业

获批稀缺免税经营牌照, 进军免税业务。我国免税品经营属于国家授权专营业务, 资质获取须经财政部、国税总局和海关总署三部门审批, 牌照具有稀缺性。2020 年 6 月

公司获批免税品经营资质，成为国内第八个拥有免税牌照的企业，同时也是除中免外唯一拥有全品类免税牌照的运营商。

表3: 截至 2023 年 2 月各免税商运营免税门店类型下代表门店

持牌主体	离岛免税	口岸免税	市内免税
中免集团（含日上、海免）	三亚国际免税城、海口国际免税城、三亚凤凰机场、海口美兰机场、海口日月广场免税店、博鳌免税城	北京首都机场、大兴机场、浦东机场、虹桥机场、广东白云机场、香港机场等	外国人离境免税牌照（上海、青岛等多地）
海南发展控股	海口海控全球精品免税城	---	---
海南旅投	三亚海旅免税城	---	---
深圳免税	海口观澜湖免税城	深圳机场免税店、西安机场进境免税店等	---
珠海免税	---	珠海拱北口岸免税店、南宁机场免税店等	---
中国出国人员服务有限公司	---	大连机场等	国人入境免税店（北京上海等地）
中侨免税	---	---	国人入境免税店（哈尔滨中侨免税商场）
王府井	万宁王府井国际免税港	持牌	持牌

数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

上市公司总裁牵头组建免税团队，深入搭建供应链、渠道体系。2020 年 7 月，公司成立全资子公司王府井免税品经营公司，由具有丰富的零售业务经营和管理经验的王府井总裁、董事尚喜平任王府井免税总经理；2021 年 1 月，与海南橡胶合资成立海南王府井海垦免税品经营公司（持股 60%）及海南海垦王府井日用免税品经营公司（持股 40%），布局海南岛内免税项目，背靠海垦集团，依托其丰富的旅游地产、商贸物流资源赋能免税业务。截止 2021 年末，公司完成了海南 3 家公司和北京 1 家公司的设立，组建了海南和北京的核心经营团队，两地员工共 180 余人，覆盖时尚精品、香化、酒水、烟草、儿童玩具、食品保健品、家具家用、数码 3C 等 8 大免税品类，与全球 800 余个品牌深入接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌。

首个离岛免税门店落地万宁，打造旅游+购物特色免税业务。2022 年 5 月，公司收购海南旅业 100% 股权，7 月万宁首创奥特莱斯正式更名为王府井悦舞小镇并以新面貌对外营业；2022 年 10 月，公司获批海南离岛免税业务项目，王府井悦舞小镇改名为王府井国际免税港。王府井国际免税港项目总建筑面积 10.25 万平方米，计划分三期开业。2023 年 1 月 18 日，王府井国际免税港对外营业，首期开业涵盖香化、黄金配饰、数码家电、酒水、食品咖啡及体育用品等品类，构建丰富品牌组合，紧抓春节消费“黄金期”，吸引客流，助推销售。未来，王府井将依托万宁年轻律动文旅特色，融合线上线下，打造活力潮流购物场景，采取有税+免税购物模式，打造旅游+购物特色免税业务，提供免税购物新体验。

图11: 万宁王府井免税港



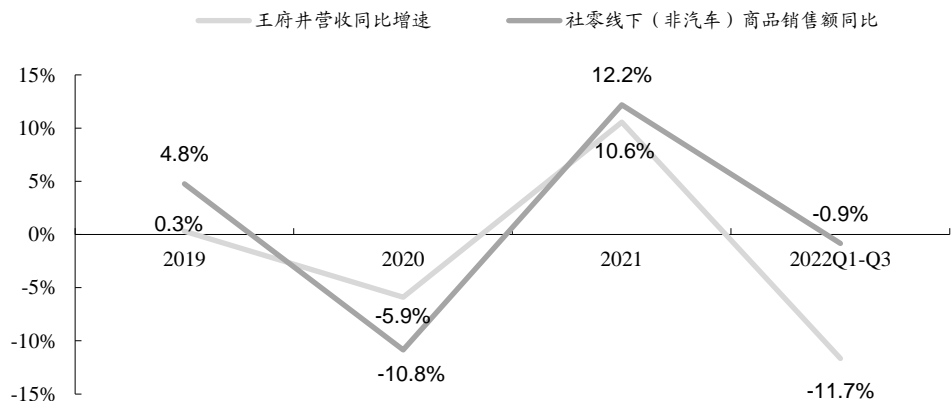
数据来源: 万宁发布厅微信小程序、东吴证券研究所

3. 百货零售及旅游零售行业: 流量为基、体量为盾、运营为矛

3.1. 市场规模与增速: 有税零售与社零线下部分基本同步, 旅游零售享受免税政策红利

王府井营业收入增速与社零线下商品销售额基本保持同步。王府井的营业收入增速与社零线下（非汽车）商品销售额同比增速走势基本一致。2019 年之前受线上平台发展分流影响，增速处于低单位数区间；2020 年因疫情营业收入出现下滑；2021 年因低基数，增速出现反弹；2022 年 Q1-Q3 受疫情因素影响，营业收入下滑幅度高于行业。

图12: 2019~2022Q1-Q3 王府井营收同比增速与社零线下商品销售额同比增速基本同步

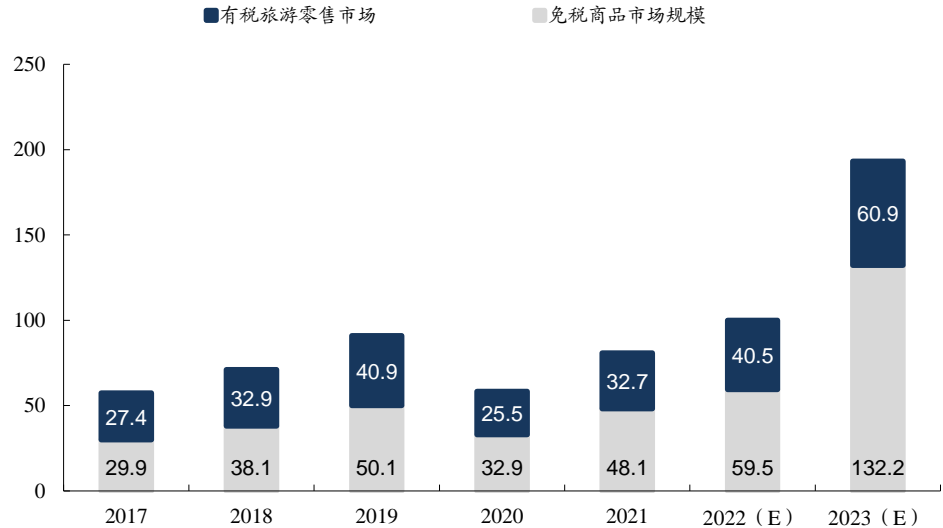


数据来源: 公司公告、Wind、东吴证券研究所

注: 社零线下（非汽车）商品销售额由统计局披露“除汽车以外的消费品零售总额-餐饮收入-网上零售额”计算所得；王府井 2020 年执行新收入准则，本图数据为使用年报披露可比口径下的同比增速。

免税销售高景气驱动中国旅游零售市场增长。根据弗若斯特沙利文统计，预计 2023 年包含口岸、市内、离岛及其他免税渠道的中国免税商品市场将达到 1322 亿元，占中国旅游零售市场的 68%，较疫情前 2019 年的 55% 有进一步提高。政策利好推动的免税销售的高景气，将持续驱动中国旅游零售市场的增长。

图13: 中国旅游零售市场规模 (单位: 十亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

“十四五”提出完善市内免税政策，有望驱动免税销售再提速。政策方面，国办再提完善市内免税，相关政策持续性与确定性高。2021 年 12 月，《“十四五”国内贸易发展规划》提出，要完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店；2022 年 4 月，《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》提出，要完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。该政策对于市内免税店的表述近两年来已在多份文件中被强调，从 2020 年 3 月以来，在《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》《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》《“十四五”现代流通体系建设规划》等多份官方政策文件中，均有相同表述。根据政府促进国内消费的政策，将建立更多市内免税店，如条件许可，将鼓励地方政府向市内免税提供土地和融资支持。

表4：2019年以来各级政府市内店政策提法

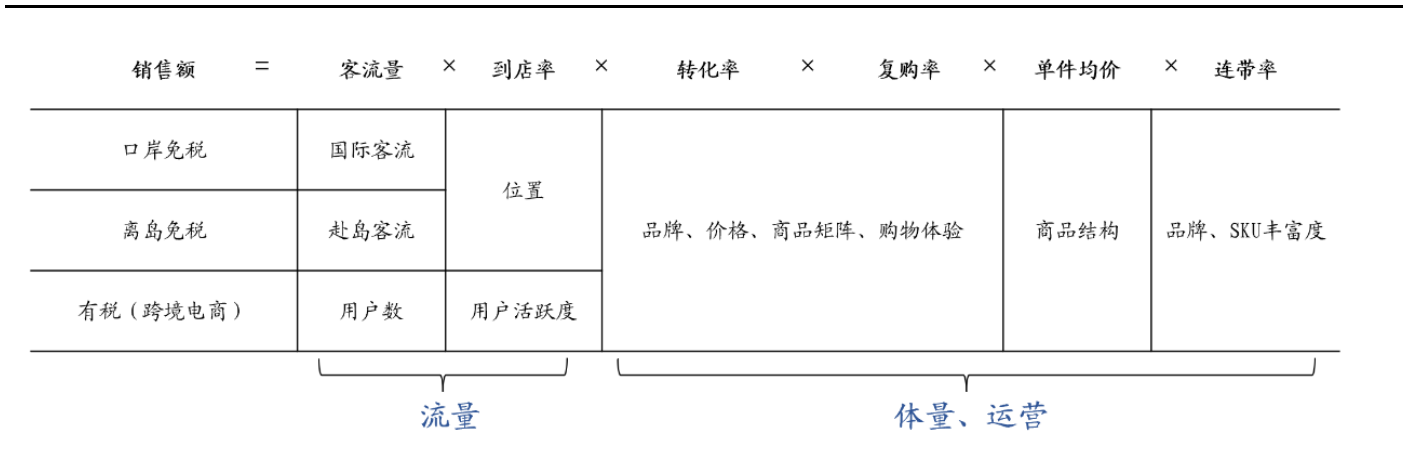
日期	政策文件	有关市内免税店表述
2020.2.28	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2021.3.12	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021.12.20	《“十四五”国内贸易发展规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店。
2022.1.13	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022.4.20	《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。

数据来源：发改委、商务部等政府官网、东吴证券研究所

3.2. 王府井切入旅游零售市场，好流量、大体量、重运营有望突围

旅游零售竞争力框架：流量为基、体量为盾、运营为矛。旅游零售企业是基于多层次旅游场景下进行零售经营活动的主体，因此客观上适用零售行业的分析框架。将销售额拆分为客流量×到店率×转化率×复购率×单件均价×连带率，每一个因子都值得企业反复测试、持续优化、不断迭代，以获得更好的规模和经济效益。我们将每一项对应到免税企业运营中的口岸免税、离岛免税、线上平台业务中去，再进行总结归纳，会发现所有这些因子能够归结为三个核心要素：流量、体量和运营。以此构成我们对旅游零售企业竞争力的分析框架。

图14：旅游零售企业竞争力分析框架



数据来源：东吴证券研究所绘制、东吴证券研究所

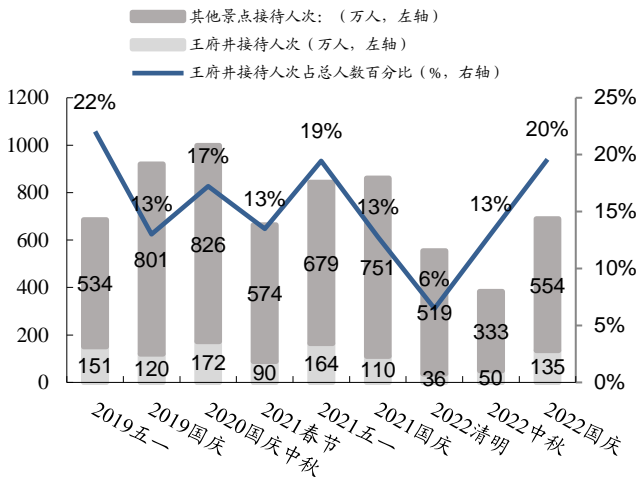
3.2.1. 好流量：各地王府井百货坐拥地标流量，万宁王府井免税港汇聚时尚客群

北京王府井大街树民族品牌影响力，各地王府井百货坐拥地标流量。北京王府井多年来一直是接待游客排名前十的景区，疫情前占北京接待游客人数的20%左右。据北京

旅游局数据，2022 年国庆期间，北京全市接待游客 689.3 万人次，其中王府井接待量排名第一，高达 135 万人。作为零售民族品牌，王府井具有强大的影响力，全国各地的王府井百货基本都是当地的地标性建筑，拥有巨大的客流量。

图15: 北京市旅游局统计节假日景点接待游客量

图16: 成都春熙路王府井

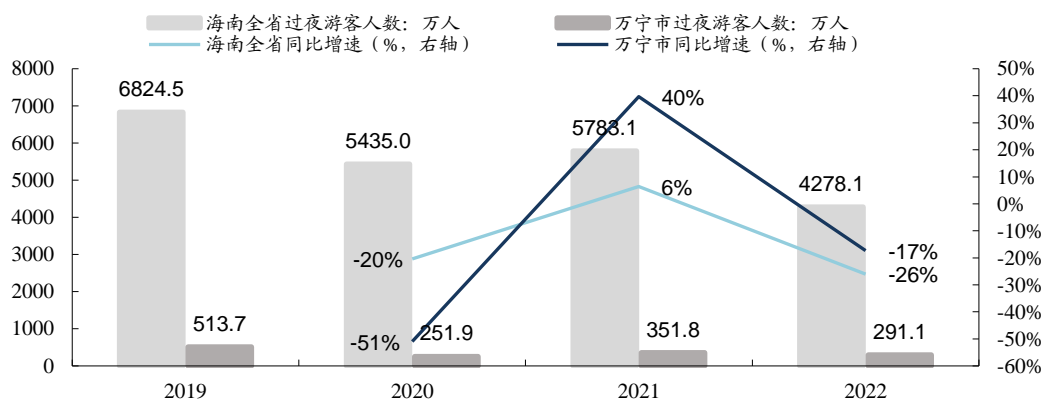


数据来源: 北京市旅游局、东吴证券研究所

数据来源: 百度图片、东吴证券研究所

万宁冲浪基地汇聚年轻时尚客群, 过夜游客增速高于海南省平均。万宁地处东海岸, 位于三亚和海口的中间点, 交通便利, 气候温和, 旅游特色为温泉、冲浪等。根据海南旅游局数据, 2022 年全年海南省接待过夜游客 4278.1 万人, 其中万宁市接待过夜游客 291.07 万人, 仅次于海口、三亚和琼海市。2022 年海南全省过夜游客同比下降 26%, 万宁市同比下降 17%, 游客增速好于全省平均。年轻、追求时尚的核心客群有望带来王府井免税港项目的快速放量。

图17: 万宁及海南全省接待过夜游客人数 (万人) 及增速 (% , 右轴)



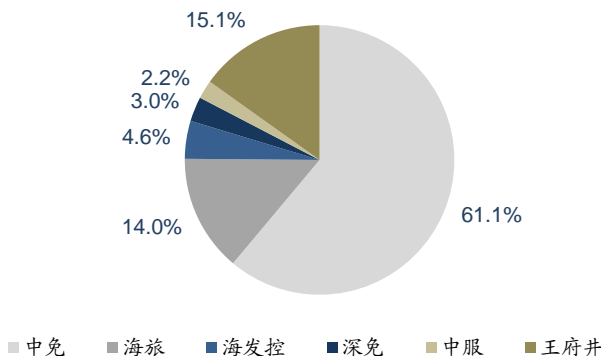
数据来源: 海南旅游局、东吴证券研究所

3.2.2. 大体量: 万宁离岛免税项目完全投运后面积占比 15.1%, 市内&口岸免税值得期待

万宁王府井免税港完全投运后, 离岛免税经营面积占海南的 15.1%, 是除中免以外

免税商中较大体量的项目。从运营面积来看，截至 2023 年 1 月统计数据，当前各免税商所有筹建门店建成投运后，王府井运营的离岛免税经营面积将达到全岛的 15.1%。王府井免税项目落地万宁，错位于海口和三亚的直面竞争，借助旅游热度的上升，依托王府井老牌零售商运营经验，有望打造第二增长曲线。






图18: 当前在建项目落成后王府井经营面积占比达 15.1% (统计截至 2023 年 1 月)



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

背靠北京国资委及首旅集团资源，王府井市内和口岸免税项目落地值得期待，有望快速成长为中国免税行业中坚力量。目前，首旅集团旗下拥有“首旅酒店”“王府井”“全聚德”三家上市公司，集团资产规模超 1300 亿元，拥有“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务单元。王府井作为北京国资委背景的持有免税牌照公司，在市内和口岸免税项目推进过程中，有望得到政策支持。随着离岛、口岸、市内等免税业务形态的逐步落地与推进，王府井有望快速成长为中国免税行业的中坚力量。

图19: 首旅集团“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大战略业务板块

 <p>文娱</p> <p>以“首旅投资”、“首旅景区”、“康辉旅游”、“华龙公司”、“北京展览馆”为核心，整合旅游度假目的地及旅行社资源，采用轻重资产结合、标准化、重协同的理念不断拓展文娱领域的业务单元布局，深化内部协同效应。</p>	 <p>商业</p> <p>以“王府井集团”为重要载体，发挥多品牌集合优势，集聚首旅集团旗下相关商业零售企业，积极构建现代商业新模式。</p>	 <p>住宿</p> <p>以“首旅酒店”为载体，打造中国最具影响力的国际化酒店管理集团；“首旅置业”成为以提供产品服务为目的的物业资产供应商和运营商；“丰盛世纪”物业资产将实现在城市核心区铺展的内核价值。</p>
 <p>餐饮</p> <p>以“全聚德”、“东来顺”等中华百年老字号企业为代表，充分体现传承与创新，全面提升餐饮品牌价值和市场影响力。</p>	 <p>出行</p> <p>以“首汽集团”为依托，致力于打造中国汽车出行服务领军品牌，不断引领和满足未来汽车经济智能化、个性化服务需求，力争成为中国顶级汽车后市场供应商。</p>	

数据来源: 首旅集团官网, 东吴证券研究所

3.2.3. 重运营：有税免税双轮驱动供应链体系，全业态会员体系融通全国客群

通过搭建“有税+免税双轮驱动”的新型供应链体系，实现商品供应差异化。未来公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动，加速推进与完善“5+2”的零售业态生态链与总体业务布局，构建自营业务与各零售业态间的商品资源共享与协同机制，提升自营业务经营质量及对公司零售主营业务的贡献度。通过全国化布局有税项目及海南离岛免税项目协同，有望实现免税销售引流拉动有税销售，有税供应链为免税做支撑，不断提升综合竞争能力，实现将王府井打造成为具有国际水准国内一流的商业集团的战略目标。

图20：王府井东安市场为自营百货业态代表



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

打通有税、免税全业态会员体系，提升用户运营数字化。随着消费客层不断年轻化及疫情推动线上消费习惯加速形成，零售企业线上线下融合速度进一步加快。王府井顺应行业趋势进一步加强全渠道数字化建设，全力推动线上线下融合及企业数字化进程，构建全方位顾客运营数字网络架构，积极推动业务经营数字化全面转型。年内门店微商城业务中台试点上线12家，新的供应链平台在32家百货门店全面上线，进一步推进支付数字化，百货自营商品移动盘点系统上线，实现自营商品盘点、条码管理、库存查询等业务操作的移动化、在线化。截至2021年底，王府井已经拥有超过1800万人的会员体系。通过免税项目的落地，进而打通有税、免税全业态会员体系，有望盘活公司会员资产，提升零售转化率及复购率。

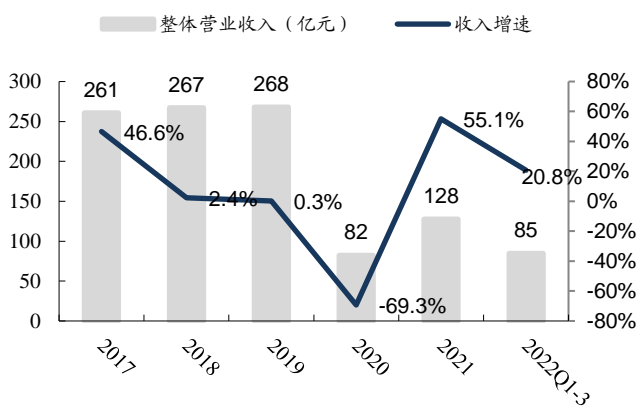
好流量、大体量、重运营，旅游零售市场王府井大有可为。凭借优越的品牌价值影响力，占据城市地标位置的流量优势，融合庞大的零售体系和多元化的业态，叠加作为老牌零售商对内容和服务的重视，及线上线下多渠道的强大运营管理能力，旅游零售市场王府井大有可为。

4. 财务分析：疫情致使营收利润承压，线下疫后修复及免税项目有望带动成长

联营收入核算方式变更及疫情共同影响 2020 年后营收、毛利率、销售费用。2019-2022Q1-Q3，公司营业收入同比+0.3%/-69.3%/+55.1%/+20.8%，公司毛利率分别为 20.6%/35.4%/42.1%/38.5%。2020 年毛利率有较大幅度提升，主要原因系收入准则变化，在新收入准则下，联营收入的核算方法变更，此举导致营业收入、营业成本、毛利率、销售费用较同期均发生重大变化。2022Q1-Q3 毛利率下降的主要原因系受到疫情扰动影响，待后续疫情缓和，门店恢复正常运营，公司把握营销节点引流，有助于推动公司业绩增长，毛利率回升。

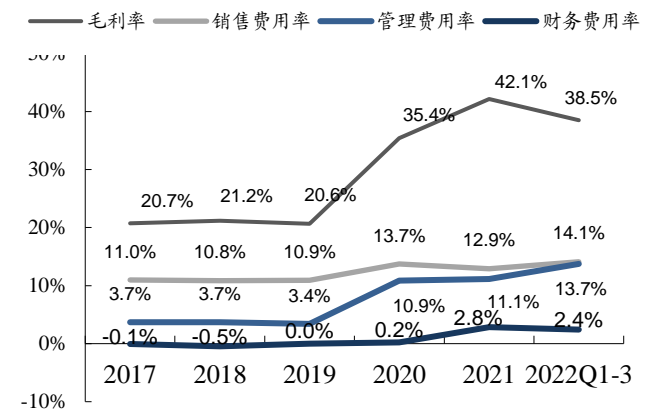
2020 年疫情以来销售承压致使各项费用率走高，随线下消费复苏有望回归合理水平。2020-2022Q1-Q3，疫情导致销售承压，公司销售费用率分别为 13.7%/12.9%/14.1%，管理费用率分别为 10.9%/11.1%/13.7%，财务费用率分别为 0.2%/2.8%/2.4%，各项费用率均持续走高。我们认为，随着疫情管控放开、线下消费复苏，公司费用率有望持续改善，回归合理水平。

图21: 2017-2022Q1-Q3 营业收入及增速（%，右轴）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

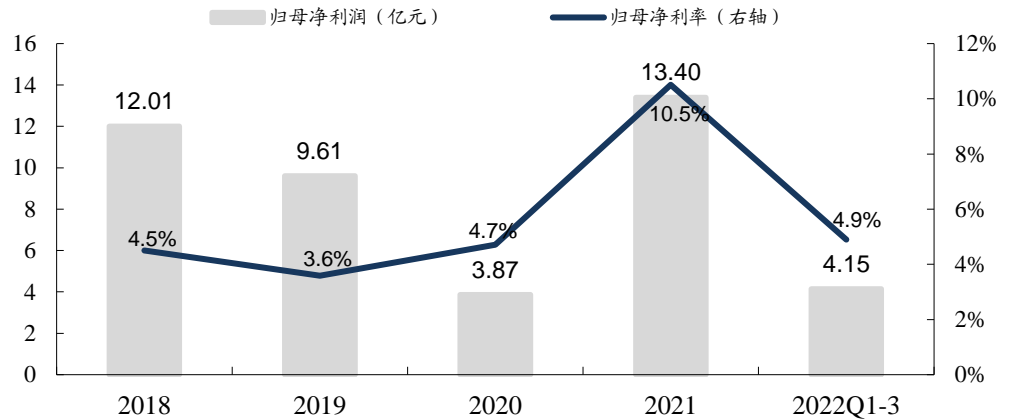
图22: 2017-2022Q1-Q3 公司毛利率及费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情致使净利率承压，期待疫后修复及免税项目爬坡驱动净利率逐步回升。2020-2022Q1-Q3，公司归母净利率为 4.7%/10.5%/4.9%，受新冠疫情多发散发的影响，公司旗下部分门店歇业、缩短营业时间，净利率承压。我们预计，疫后修复有望改善公司有税业务的盈利水平，随着万宁免税项目业绩爬坡，有税+免税业务共同驱动净利率逐渐回升。

图23: 2017-2021 王府井集团归母净利润 (亿元) 和净利润率 (%，右轴)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

百货与购物中心业务: 作为公司营收占比超过 50% 的业务, 基于国内防疫政策逐渐放开促进线下零售销售修复, 我们预计 2022-2024 年百货营收同比-20%/15%/7%, 购物中心营收同比 7%/15%/13%; **奥特莱斯业务,** 随着 2021 疫情整体好转, 叠加公司吸收合并首商股份后, 依托整体的高性价比业务模式, 销售恢复领先, 预计 2022-2024 年营收同比-13%/20%/13%; **专业店业务,** 2021 公司吸收合并首商, 零售业态进一步完善, 补充专业店业务助力公司营收, 预计 2022-2024 年营收同比-24%/15%/10%; **超市业务** 整体稳健, 受疫情影响较小, 预计 2022-2024 年营收同比-10%/12%/5%。

表5: 有税百货零售销售分拆 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
百货	64.68	71.09	56.87	65.40	69.98
Yoy		10%	-20%	15%	7%
购物中心	17.21	20.61	22.05	25.36	28.66
Yoy		20%	7%	15%	13%
奥特莱斯	12.31	16.07	13.98	16.78	18.96
Yoy		31%	-13%	20%	13%
超市	4.31	4.93	4.44	4.97	5.22
Yoy		14%	-10%	12%	5%
专业店	18.55	17.91	13.61	15.65	17.22
Yoy		-3%	-24%	15%	10%
其他(包含内 部抵消)	(1.69)	(3.08)	(2.00)	(2.60)	(3.00)
其他 % of Sales	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免税业务：首个离岛免税业务已经落地万宁。参考海南离岛免税购物人次相对全岛过夜游客人次计算而得的转化率，通过万宁过夜旅客人次、转化率（实际项目购买人次/过夜旅客人次）和客单价测算万宁免税项目的销售额，我们预计 2023/2024 年公司万宁免税项目实现营收 20.02/28.6 亿元。

表6：万宁免税项目销售预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
万宁免税项目 (亿元)				20.02	28.6
YOY					14%
万宁过夜旅客 人次(万人)	252	352	300	520	550
YOY	-52%	40%	-15%	73%	6%
转化率(实际项 目购买人次/过 夜旅客人次)				7%	8%
客单价(元)				5500	6500
参考:	2018	2019	2020	2021	2022
海南省过夜旅 客人次(万人)	6330	6825	5457	5783	4278
免税购买人次 (万人)	233	288	327	672	422
转化率(免税购 买人次/过夜旅 客人次)	4%	4%	6%	12%	10%
客单价(元)	3433	3507	4128	7366	8270
海南离岛免税 销售额(亿元)	80	101	135	495	349

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

总体营收利润：基于有税+免税两条业务线同时驱动，免税业务有望拓展市内店新领域，我们预测 2022-2024 年公司实现营业收入 108.95/145.58/165.63 亿元，同比-15%/34%/14%，实现归母净利润 1.79/9.78/14.42 亿元，同比-87%/447%/47%。

表7：王府井盈利预测(单位：亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	267.89	127.53	108.95	145.58	165.63
YOY	0%	-52%	-15%	34%	14%
归母净利润	9.61	13.40	1.79	9.78	14.42
YOY	-20%	39%	-87%	447%	47%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运，打造特色免税业务。在出行和消费快速复苏的背景下，离岛免税有望持续放量，未来市内免税店落地拓宽想象空间，公司营收和利润前景向好。考虑王府井未来“免税+有税”双轮驱动战略布局，选取主营业务为免税的目前唯一上市公司中国中免，及上海/深圳等一线城市百货龙头百联股份/天虹股份作为王府井的可比公司。我们预测 2022-2024 年王府井归母净利润分别为 1.79/9.78/14.42 亿元，对应年 PE 估值为 179/33/22 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：王府井可比公司估值

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
601888.SH/ 中国中免	4,208	96.54	50.25	132.31	154.44	44	84	32	27	买入
600827.SH/ 百联股份	195	7.53	-2.05	5.02	5.67	26	-	39	34	未评级
002419.SZ/ 天虹股份	72	2.32	2.22	2.64	3.37	31	33	27	21	未评级
三家可比公司按市值加权平均 PE									27	
600859.SH/ 王府井	320	13.40	1.79	9.78	14.42	24	179	33	22	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：王府井、中国中免估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出，百联股份、天虹股份估值根据 Wind 一致预期给出，数据截至 2023 年 2 月 16 日

6. 风险提示

国内及国际疫情反复影响居民出行和消费意愿的风险：疫情反复可能影响居民线下消费意愿和赴岛出行意愿。

免税项目业绩不及预期的风险。海南岛赴岛客流受影响导致万宁免税项目业绩爬坡不及预期，市内免税店开业情况不及预期的风险。

市场竞争加剧的风险：随着出行全面放开，供给恢复，市场竞争的加剧可能对公司业绩及市场预期产生负面影响。

王府井三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	17,048	12,622	12,847	8,419	营业总收入	12,753	10,895	14,558	16,563
货币资金及交易性金融资产	14,303	9,562	9,090	4,424	营业成本(含金融类)	7,379	6,873	8,998	10,132
经营性应收款项	414	528	609	730	税金及附加	331	283	382	434
存货	1,756	1,872	2,372	2,564	销售费用	1,644	1,808	2,025	2,187
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,419	1,391	1,460	1,504
其他流动资产	576	660	776	701	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	22,103	26,199	30,772	35,463	财务费用	363	272	339	297
长期股权投资	1,547	1,685	1,782	1,849	加:其他收益	27	29	35	38
固定资产及使用权资产	13,612	17,463	21,791	26,252	投资净收益	233	0	0	0
在建工程	78	93	112	134	公允价值变动	42	-35	-30	-50
无形资产	1,194	1,334	1,509	1,703	减值损失	-20	-21	-19	-17
商誉	858	851	847	842	资产处置收益	6	3	1	-3
长期待摊费用	894	894	894	894	营业利润	1,906	245	1,341	1,977
其他非流动资产	3,921	3,880	3,838	3,788	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	39,151	38,821	43,619	43,882	利润总额	1,906	245	1,341	1,977
流动负债	10,634	10,475	13,667	13,247	减:所得税	528	61	335	494
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,226	3,246	3,296	3,196	净利润	1,378	184	1,006	1,483
经营性应付款项	2,922	2,564	4,558	3,527	减:少数股东损益	38	5	28	41
合同负债	690	756	918	1,046	归属母公司净利润	1,340	179	978	1,442
其他流动负债	3,796	3,909	4,895	5,479	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	0.16	0.86	1.27
非流动负债	8,414	8,514	9,114	8,314	EBIT	1,988	570	1,728	2,344
长期借款	739	839	1,139	739	EBITDA	3,822	5,920	7,970	9,127
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.14	36.92	38.19	38.83
租赁负债	7,309	7,309	7,609	7,209	归母净利率(%)	10.51	1.64	6.72	8.70
其他非流动负债	366	366	366	366	收入增长率(%)	10.55	-14.57	33.62	13.77
负债合计	19,048	18,989	22,780	21,561	归母净利润增长率(%)	295.61	-86.67	447.41	47.40
归属母公司股东权益	19,347	19,072	20,050	21,491					
少数股东权益	756	761	789	830					
所有者权益合计	20,103	19,833	20,838	22,321					
负债和股东权益	39,151	38,821	43,619	43,882					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,772	5,508	10,176	8,202	每股净资产(元)	17.08	16.80	17.66	18.93
投资活动现金流	963	-9,499	-10,864	-11,544	最新发行在外股份(百万股)	1,135	1,135	1,135	1,135
筹资活动现金流	864	-749	216	-1,324	ROIC(%)	5.59	1.37	4.04	5.30
现金净增加额	4,593	-4,741	-472	-4,666	ROE-摊薄(%)	6.93	0.94	4.88	6.71
折旧和摊销	1,834	5,350	6,243	6,783	资产负债率(%)	48.65	48.91	52.23	49.13
资本开支	-1,102	-8,799	-10,196	-10,891	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.84	178.82	32.67	22.16
营运资本变动	-756	-494	2,445	-558	P/B(现价)	1.65	1.68	1.59	1.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

