

王府井 (600859.SH)

2022 年有税基本盘承压，期待免税新政新机遇

买入

核心观点

2022 年业绩承压，疫情下闭店、减租及计提减值综合影响。2022 年，公司营收 108 亿元/-15.32%，实现归母净利润 1.95 亿元/-85.45%，扣非业绩亏 0.1 亿元/-101.01%，与业绩预告一致。单 Q4，公司归母净亏 2.20 亿元/-129.30%，扣非亏 2.51 亿元/-165.73%。2022 年业绩承压，主要系疫情下核心门店阶段闭店、为商户减租 3.92 亿元及计提减值 0.69 亿元综合影响。

各业态均承压，门店平稳扩张，积极推进全渠道会员体系整合。2022 年百货/购物中心/奥莱/超市/专业店/线上营收 55.4/21.7/14.8/4.6/13.0/9.0 亿，同比-22.1%/+5.1%/-8.0%/-6.6%/-15.9%/-10%，其中超市相对刚需，购物中心/奥莱剔除收购并表或新店影响则各降 14.1%/13.3%，全年公司同店收入下降 18.98%。2022 年，公司新增 3 家门店、关闭 2 家，年末百货/购物中心/奥莱/超市/专业店各 36/23/16/14/385 家，总经营建筑面积 449.25 万 m²/+3.51%。公司积极推进全渠道发展，强化会员体系整合，会员体系近 2000 万，会员消费占比 65%。

2023 年 1-2 月稳步复苏，万宁离岛免税项目正式开业。今年 1-2 月公司规模销售同比增长 13%，其中奥莱/购物中心规模销售分别同增 26%/10%，而线上销售同增近 50%，持续复苏。同时其首家跨境电商体验店已于今年 1 月正式亮相北京赛特奥莱。并且，公司旗下离岛免税项目王府井国际免税港今年 1 月 18 日试营业，4 月 8 日一期正式开业，目前引进近 500 个品牌，积极“有税+免税”联动发展，按万宁市规划，其全年目标销售额上看 20 亿元。

期待国人离境市内免税店新政策新机遇。立足全年，伴随出境游逐步恢复，我们认为国人离境市内免税政策仍可期待。其中，北京和上海作为中国最主要出境游口岸，其国人离境市内免税中线空间最值得期待。公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来若国人离境市内免税店政策落地，有望“有税+免税”联动，“市内+机场+离岛”免税协同，其北京市内免税店布局尤其有较大想象空间，且从 0 到 1 的发展也带来良好成长弹性。

风险提示：线下消费复苏、新项目、政策推进不及预期、股东减持风险等。

投资建议：跟踪出境游恢复及政策节奏，维持“买入”。考虑部分门店改造升级等阶段影响，我们暂下调公司 23-25 年 EPS 至 0.93/1.17/1.37 元（此前 23-24 年为 1.04/1.25 元），对应 PE 26/21/18x。未来伴随出境游复苏，全年来看国人离境市内免税政策仍有期待，公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来新政下有望开启全新发展机遇，维持“买入”。

公司研究·财报点评

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：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 24.57 元
收盘价 27888/26867 百万元
总市值/流通市值 32.75/19.56 元
52 周最高价/最低价 400.00 百万元
近 3 个月日均成交额

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) -1-2 月开局良好，期待免税新政新机遇》——2023-03-13
《王府井 (600859.SH) -御政策东风，开新局之年》——2023-01-09
《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

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,753	10,800	13,418	15,317	16,876
(+/-%)	55.1%	-15.3%	24.2%	14.1%	10.2%
净利润(百万元)	1340	195	1054	1326	1551
(+/-%)	246.6%	-85.5%	441.0%	25.7%	17.0%
每股收益(元)	1.18	0.17	0.93	1.17	1.37
EBIT Margin	15.5%	5.5%	14.0%	15.5%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	6.9%	1.0%	5.3%	6.4%	7.1%
市盈率 (PE)	20.8	143.1	26.4	21.0	18.0
EV/EBITDA	19.1	40.1	17.9	15.2	13.7
市净率 (PB)	1.44	1.46	1.40	1.34	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

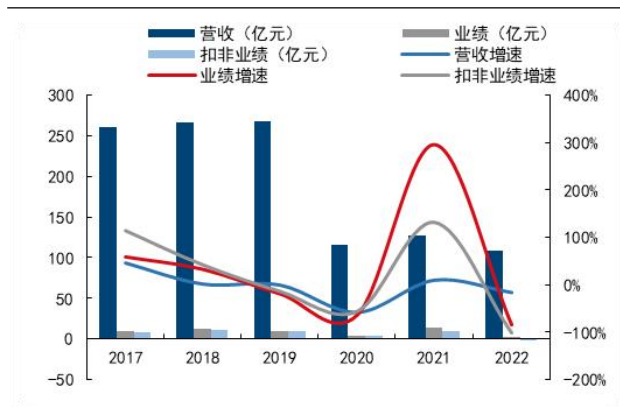
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 全年经营承压，疫情反复下门店停业及减租综合影响

2022 年全年，公司实现营收 108 亿元/-15.32%，剔除门店变动因素，同店同比下降 18.98%；实现归母净利润 1.95 亿元/-85.45%，扣非业绩亏损 0.1 亿元/-101.01%，主要系门店阶段闭店或缩短营业时间（公司所属大型门店中，全年仅有 4 家基本正常经营，9 家不同程度缩短营业时间，63 家门店出现过停业状况，店均停业 31 天，其中 8 家门店闭店时间超过两个月）以及减免租金和保底及相关费用 3.92 亿元、计提减值准备 0.69 亿元等综合影响。

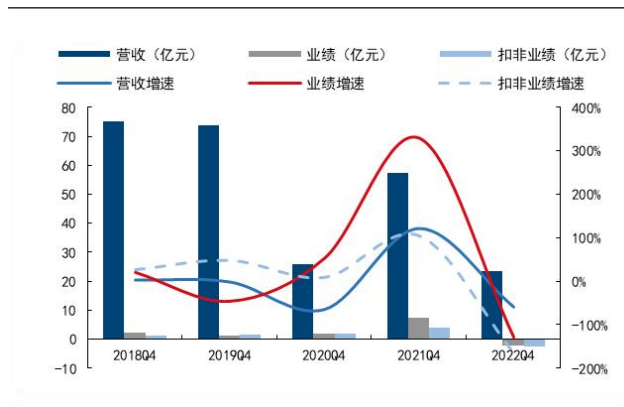
2022Q4，公司实现营收 23.33 亿元/-59.37%，归母净亏损 2.2 亿元/-129.30%，扣非后亏损 2.51 亿元/-165.73%。EPS-0.19 元，承压显著。

图1：公司 2022 年全年收入业绩表现



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 备注：2022 年数据受收购等事项影响，调整 2021 年数据为可比口径

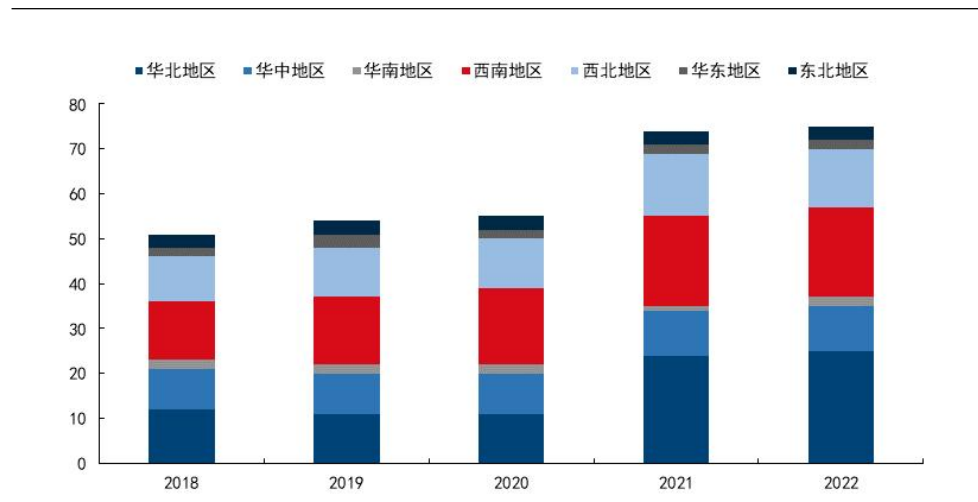
图2：公司 2022Q4 收入业绩表现



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 备注：2022 年数据受收购等事项影响，调整 2021 年数据为可比口径

门店情况：截止 2022 年末，公司在中国七大经济区域 35 个城市共运营 75 家大型综合零售门店（其中 36 家百货/23 家购物中心/16 家奥莱），399 家超市及专业店，总经营建筑面积 449.25 万平方米，2022 年实际新增 3 家（2 家奥莱/1 家购物中心）、关闭 2 家（1 家百货/1 家购物中心）。

图3：2018-2022 期末门店数量情况



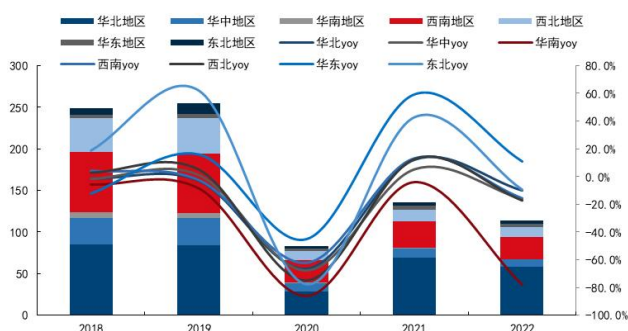
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

经营情况：各地区、各业态经营均不同程度承压

分地区看，2022 年全年，**华北地区**营业收入 57.99 亿元/-9.9%，占公司总体营收比重最大，达到 50.99%；**华南地区**实现营业收入 0.17 亿元/-77.8%，同比降幅较大，主要系年末疫情广州闭店及客流下降共同影响；**西北地区**实现营业收入 11.88 亿元/-17.3%，主要系 8 月后大范围闭店影响；**华东地区**实现营业收入 4.9 亿元/+10.8%，主要系收购购物中心合并报表影响；**华中/西南/东北地区**分别实现营收 9.29/26.09/3.42 亿元，同比分别-16.1%/-15.8%/-9.4%。

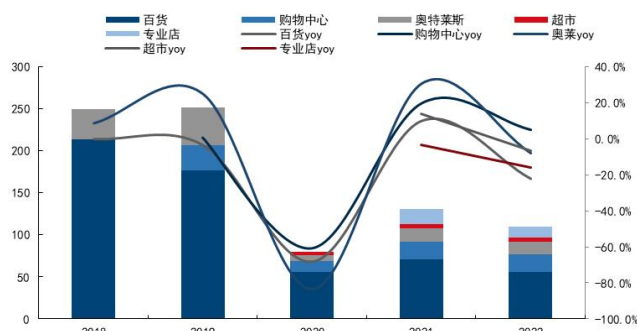
分业态来看，2022 年**百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店**营收分别为 55.38/21.66/14.78/4.60/12.97 亿元，同比分别-22.1%/+5.1%/-8.0%/-6.6%/-15.9%，其中购物中心收入增长受收购北京王府井购物中心管理有限责任公司 12%股权后并表影响，剔除收购购物中心公司股权影响，同比下降 13.34%。此外，全年线上销售 9 亿元，同比下降 10%。

图4：2018-2022 年分地区营收贡献及增速/恢复



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

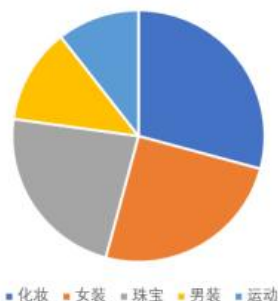
图5：2018-2022 年分业态营收表现及增速/恢复



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

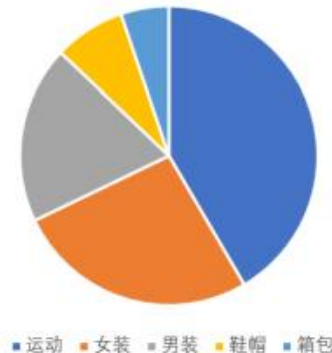
分品类看，各品类销售均呈现下降趋势，消费升级方向品类体现出相对优势。百货业态中，**化妆，女装，珠宝，男装和运动**为销售前 5 类商品，在总销售中占比接近 70%，其中**珠宝**降幅小于其他品类。奥莱业态中，**运动，女装，男装，鞋帽和箱包**类别为销售前 5 类商品，在总销售中占比达到 88%。购物中心业态中，**新能源汽车**消费增长迅速，也使购物中心作为新生活方式商业空间的优势逐步增强。

图6：百货业态前五类商品销售占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：奥莱业态前五类商品销售占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析：刚性成本影响下毛利率承压下行，工资支出加大及股权激励等致管理费用提升。按可比口径看，2022 年公司毛利率 38.28%/-3.86pct，期间费用率

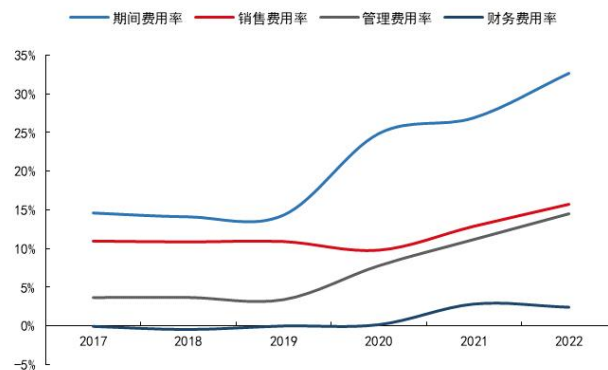
32.62%/+5.76pct，其中销售/管理/财务费率分别+2.86/+3.31/-0.41pct。聚焦Q4，毛利率同比-7.4pct，销售/管理/财务费率分别+7.62/+4.64/+0.14pct，销售费率提升主要系营业收入下滑，管理费用率提升主要因工资增加及股权激励费用增加所致。

图8：公司 2017-2022 年毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司 2017-2022 年费用率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年 1-2 月稳步复苏，万宁离岛免税项目正式开业。今年 1-2 月公司规模销售同比增长 13%，其中奥莱/购物中心规模销售分别同增 26%/10%，而线上销售同增近 50%，持续复苏。同时其首家跨境电商体验店已于今年 1 月正式亮相北京赛特奥莱。并且，公司旗下离岛免税项目王府井国际免税港今年 1 月 18 日试营业，4 月 8 日一期正式开业，目前引进近 500 个品牌，积极“有税+免税”联动发展，按万宁市规划，其全年目标销售额上看 20 亿元。

期待国人离境市内免税店新政策新机遇。立足全年，伴随出境游逐步恢复，我们认为国人离境市内免税政策仍可期待。其中，北京和上海作为中国最主要出境游口岸，其国人离境市内免税中线空间最值得期待。公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来若国人离境市内免税店政策落地，有望“有税+免税”联动，“市内+机场+离岛”免税协同，其北京市内免税店布局尤其有较大想象空间，且从 0 到 1 的发展也带来良好成长弹性。

投资建议：考虑部分门店改造升级等阶段影响，我们暂下调公司 23-25 年 EPS 至 0.93/1.17/1.37 元（此前 23-24 年为 1.04/1.25 元），对应 PE26/21/18x。未来伴随出境游复苏，全年来看国人离境市内免税政策仍有期待，公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来新政下有望开启全新发展机遇，维持“买入”。

风险提示：疫情风险，新项目落地不及预期、市场竞争加剧，股东减持风险等。

表1：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600859.SH	王府井	24.57	278.88	1.18	0.17	0.93	1.17	21	143	26	21	买入
601888.SH	中国中免	174.78	3,615.95	4.67	2.58	5.61	7.70	37	68	31	23	买入
600515.SH	海南机场	4.64	530.13	0.04	0.15	0.10	0.15	116	31	47	32	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	14303	9997	15337	16294	17728	营业收入	12753	10800	13418	15317	16876
应收款项	473	538	533	587	647	营业成本	7379	6665	7588	8491	9284
存货净额	1756	1657	1703	1893	2078	营业税金及附加	331	276	349	398	439
其他流动资产	486	409	537	613	675	销售费用	1644	1701	1771	1996	2176
流动资产合计	17048	12633	18143	19420	21161	管理费用	1419	1560	1828	2052	2239
固定资产	6939	8428	8813	8867	8662	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	1194	1143	1099	1054	1009	财务费用	363	262	297	360	357
投资性房地产	12423	12114	12114	12114	12114	投资收益	233	300	50	50	40
长期股权投资	1547	1873	2573	3073	3373	资产减值及公允价值变动	64	14	10	0	0
资产总计	39151	36192	42742	44528	46320	其他收入	(9)	(111)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	3226	1235	6000	6000	6000	营业利润	1906	539	1646	2070	2422
应付款项	2850	2098	2807	3155	3463	营业外净收支	0	(6)	0	0	0
其他流动负债	4558	4445	4672	5256	5758	利润总额	1906	533	1646	2070	2422
流动负债合计	10634	7778	13479	14411	15221	所得税费用	528	397	412	517	605
长期借款及应付债券	739	738	738	738	738	少数股东损益	38	(58)	(180)	(227)	(265)
其他长期负债	7675	7733	7983	8083	8183	归属于母公司净利润	1340	195	1054	1326	1551
长期负债合计	8414	8471	8721	8821	8921	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	19048	16249	22200	23232	24142	净利润	1340	195	1054	1326	1551
少数股东权益	756	801	662	488	284	资产减值准备	(1)	47	4	(0)	(1)
股东权益	19347	19142	19880	20809	21894	折旧摊销	480	503	917	992	1052
负债和股东权益总计	39151	36192	42742	44528	46320	公允价值变动损失	(64)	(14)	(10)	0	0
						财务费用	363	262	297	360	357
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	441	(341)	1020	712	602
每股收益	1.18	0.17	0.93	1.17	1.37	其它	30	73	(143)	(174)	(203)
每股红利	0.28	0.52	0.28	0.35	0.41	经营活动现金流	2227	463	2843	2856	3001
每股净资产	17.08	16.86	17.52	18.33	19.29	资本开支	0	(1988)	(1251)	(1001)	(801)
ROIC	6.66%	0.48%	6%	7%	9%	其它投资现金流	(31)	(1)	0	0	0
ROE	6.93%	1.02%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(185)	(2316)	(1951)	(1501)	(1101)
毛利率	42%	38%	43%	45%	45%	权益性融资	(5)	71	0	0	0
EBIT Margin	16%	6%	14%	16%	16%	负债净变化	(45)	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	10%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(321)	(595)	(316)	(398)	(465)
收入增长	55%	-15%	24%	14%	10%	其它融资现金流	5762	(1332)	4765	0	0
净利润增长率	247%	-85%	441%	26%	17%	融资活动现金流	5026	(2453)	4449	(398)	(465)
资产负债率	51%	47%	53%	53%	53%	现金净变动	7067	(4306)	5341	957	1434
股息率	1.2%	2.1%	1.1%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	7236	14303	9997	15337	16294
P/E	20.8	143.1	26.4	21.0	18.0	货币资金的期末余额	14303	9997	15337	16294	17728
P/B	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	0	(1673)	2099	2488	2906
EV/EBITDA	19.1	40.1	17.9	15.2	13.7	权益自由现金流	0	(3006)	6641	2218	2639

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。本报告仅供我公司客户使用，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