

As an old-brand retailing group of general department stores, WFJ enters new chapter of development with duty-free business

Outperform (Initiation)

30 May 2023

Research Analyst
Ruabin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	12,753	10,895	14,558	16,563
Growth (YoY %)	11%	-15%	34%	14%
Net profit (RMB mn)	1,340	179	978	1,442
Growth (YoY %)	296%	-87%	447%	47%
EPS (RMB)	1.18	0.16	0.86	1.27
P/E (X)	23.84	178.82	32.67	22.16

Key words: # scarce asset # reversal effect

Investment Thesis

- As an old-brand retailing group of general department stores, Wangfujing (WFJ) has been granted license to develop duty-free business. Actual controlled by Beijing SASAC, WFJ principally engages in general merchandise retailing business and is listed under the commercial segment of Beijing Tourism Group. In 2020, WFJ was licensed to enter the duty-free market, developing dual business mode of taxable and duty-free goods. In Jan 2023, its first island duty-free store, WFJ International Duty-Free Port, opened for business.
- While completing layout of its taxable business, WFJ establishes its distinctive duty-free business. Taxable business: operational performance is disturbed by the pandemic, while the merger of Beijing Capital Retailing Group (BCRG) consolidates its core market of North China. As per consolidated financials, the company realized revenues of Rmb11.5/12.8/8.5bn from 2020 to 2022Q1-Q3. WFJ has a comprehensive business layout, with department stores accounting for 50%+ of total revenue. Shopping centers and outlet stores are relatively prosperous. Sales share of North China area exceeds 50%. Duty-free business: full duty-free license was granted to WSJ and its first island duty-free project opened for business. WFJ is the only operator other than CDF that has a duty-free license for all categories. WFJ's CEO led the formation of duty-free team, constructed supply chain and channel system, and cooperated with 800+ brands worldwide, among which 130+ enter the duty-free channel for the first time. WFJ's first island duty-free store locates in Wanning, Hainan, with a distinctive duty-free business mode of tourism and shopping. A total construction area of 102,500 square meters is planned and scheduled to open in three phases, with the first phase currently under trial operation.
- Entering travel retail market, WFJ is likely to thrive with advantageous customer traffic, large scale, and outstanding operation. 1) Advantageous customer traffic: WFJ department stores are landmarks with abundant customer traffic all over the country, and WFJ Duty Free Port is expected to attract high-end customers, with higher-than-average growth rate of overnight visitors in Wanning; 2) Large scale: WFJ Duty Free Port should account for 15.1% of Hainan's total island duty free operation area after full operation, becoming the largest duty-free project other than CDF's. We expect WFJ to quickly grow as the pillar of China's duty-free industry with subsequent duty-free projects within the city and ports. 3) Outstanding operation: combination of taxable and duty-free business promotes WFJ's supply chain system, and the comprehensive membership system integrates the customer base. We expect WFJ to thrive in the travel retail market with upgrade of supply chain, customer traffic and customer experience.
- Earnings Forecast & Rating: We forecast its net profit to be Rmb0.179/0.978/1.442bn in 2022-2024, corresponding to P/E at 179x/33x/22x. We initiate with the Outperform rating.
- Risks: Lower-than-expected willingness of tourism and consumption resulted from pandemic resurgence, lower-than-expected performance of duty-free business, intensified competition.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	28.15
52-week Range (RMB)	19.56/32.75
P/B (X)	1.65
Market Cap (RMB mn)	31,951.64

Basic Data

BVPS (RMB)	17.04
Liabilities/assets (%)	45.85
Total Issued Shares (mn)	1,135.05
Shares outstanding (mn)	1,093.47

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees Jincao Wu (吴劲草), and Yixuan Shi (石旖瑄).

2023年5月30日

分析师
陈睿彬(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

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）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（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，有望快速成长为国内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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢吴劲草和石赫瑄的指导。

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

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。

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。

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。

2. 公司业务：完善有税业务结构，打造特色免税业务

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 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。

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。

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。

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。

3. 百货零售及旅游零售行业：流量为基、体量为盾、运营为矛

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。

4. 盈利预测及投资建议

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%。

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。

5. 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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	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					
非流动负债	8,414	8,514	9,114	8,314	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	0.16	0.86	1.27
长期借款	739	839	1,139	739					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,988	570	1,728	2,344
租赁负债	7,309	7,309	7,609	7,209	EBITDA	3,822	5,920	7,970	9,127
其他非流动负债	366	366	366	366					
负债合计	19,048	18,989	22,780	21,561	毛利率(%)	42.14	36.92	38.19	38.83
归属母公司股东权益	19,347	19,072	20,050	21,491	归母净利率(%)	10.51	1.64	6.72	8.70
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	收入增长率(%)	10.55	-14.57	33.62	13.77
负债和股东权益	39,151	38,821	43,619	43,882	归母净利润增长率(%)	295.61	-86.67	447.41	47.40

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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(香港), 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(香港)预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>