

王府井 (600859.SH)

买入

有税主业上半年复苏良好，离境市内免税店政策仍有期待

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：王府井发布 2023 年中报业绩预告。公司预计 2023 年上半年实现归母业绩 4.90-5.40 亿元，同比增长 29-42%，预计实现扣非业绩 4.50-5.00 亿元，同比增长 180-212%。

国信社服观点：1) 公司预计上半年业绩增长 29-42%，Q2 扣非业绩预计基本恢复至 2021Q2 同期水平（按王府井+首商合并后业绩计算），也与 2019Q2 王府井+首商股份的扣非业绩基本相当，恢复良好；2) 从各业态来看，公司奥莱业态领先恢复，核心在于公司过去三年重点发力奥莱项目，新增部分项目或改造升级，且高性价比的奥莱模式目前消费环境下相对较受青睐；2) 国企改革考核强化和股权激励等要求下（2023/2024 对原王府井业务不含首商扣非业绩要求分别为 9.39/10.11 亿元），公司经营管理有望更积极主动，积极巩固优势项目盈利，推动亏损项目减亏，积极降本增效，有税主业全年业绩仍有期待。3) 三胞集团最新减持已经到 5%以内，未来影响预计逐步弱化；4) 虽然公司此前股价有所调整，我们预计主要与国人离境市内店政策节奏预期延后及外部消费环境相关。但结合中报业绩预告，今年有税主业仍实现稳健良好复苏。综合考虑上半年的突出表现和短期外围环境的不确定性，我们暂维持公司 2023-2025 年 EPS 至 0.93/1.17/1.37 元，对应 PE22/17/15x。未来伴随出境游复苏，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：宏观经济政治、疫情等系统性风险，新项目落地不及预期、市场竞争加剧，股东减持风险等。

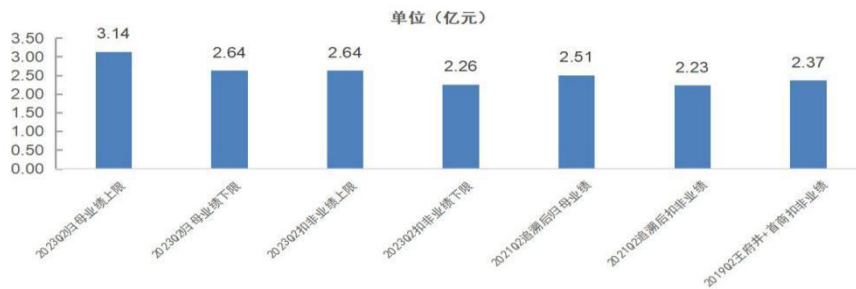
评论：

◆ 公司预计上半年业绩增长 29-42%，Q2 归母业绩基本恢复至 2021 年同期水平，恢复良好

上半年业绩预增 29-42%，整体恢复良好。公司预计 2023 年上半年实现归母业绩 4.90-5.40 亿元，同比增长 29-42%，预计实现扣非业绩 4.50-5.00 亿元，同比增长 180-212%（去年同期有收购北京王府井购物中心管理有限责任公司 12%股权事项带来的非经常性损益贡献较多），恢复性增长明显。

今年 Q2 业绩基本恢复到 2021Q2 同期业绩水平（按王府井+首商合并后业绩计算）。据公司业绩预告估算，公司今年 Q2 归母业绩估算 2.63-3.13 亿元，按可比口径较 2021Q2 同增 5-25%（2021 年 10 月公司完成合并首商，并追溯调整了 2021Q1 以来数据，此处按追溯合并后数据进行对比）；扣非后业绩 2.26-2.76 亿元，较 2021Q2 同增 1-24%。综合来看，2023Q2 公司扣非业绩估算范围与 2021Q2 公司合并首商后的经营业绩（估算 2.5 亿左右）大致相当，即今年 Q2 业绩基本恢复到 2021 年同期水平。如简单按 2019Q2 王府井+首商股份公布的扣非业绩计算，今年 Q2 扣非业绩与 2019 年二者扣非业绩之和也基本相当。

图1：今年 Q2 业绩基本恢复到 2021 年同期水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2021Q2 追溯后的归母净利润中的非经常性损益主要来自同一控制下合并首商追溯调整而来的归母净利润贡献，故以整体归母净利润做参考更有可比演艺。

奥莱业态领先恢复。从分业务恢复来看，今年奥莱业态恢复预计最为领先，Q1 收入同比增长 31%，Q2 以来趋势继续向好（其中沈阳、长春等奥莱表现较为突出），其次为购物中心等，均较上年同期实现较大增幅，是拉动公司业绩持续增长的核心。百货业态仍然持续优化中。奥莱业态表现突出一是公司过去三年重点发展奥莱项目，新增部分项目且部分优化升级，且奥莱高性价比的定位在目前消费环境下更受青睐。

1-4 月恢复良好，全年预计有望逐步恢复正常水平。从趋势来看，结合公司 5 月投资者交流日志。今年 1-4 月公司客流提升 9%左右，达到了预期水平。客单价水平与前期基本持平。从目前看，公司预计有税业务预计年内能恢复到正常水平。不过 6 月预计也受到外部环境的一定影响，但公司整体依托全国核心卡位以及其奥莱等优势积极努力保持稳健经营。

◆ 国企改革和股权激励等要求下，公司经营管理有望更积极主动，有税主业全年业绩恢复可期

2020 年，公司实施股权激励计划，2023-2024 年对原王府井部分扣非业绩要求分别为 9.39、10.11 亿元。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（结合公司 5 月投资者交流日志仅包括原王府井部分，不含首商）。

与此同时，在今年国企改革盈利考核持续强化的基础上，我们预计公司经营管理也更加积极主动。一是继续做好公司增量发展。2023 年，公司计划开业金街王府井购物中心、苏州王府井购物中心、临汾王府井购物中心，同时公司对未来项目也有一定储备。二是积极优化升级存量项目，巩固优化核心盈利项目，对原有亏损项目今年将积极推进减亏优化，积极降本增效推动净利润恢复提升。

总体来看，股权激励要求和国企改革的深化有助于公司更加积极主动谋求有效的经营和业绩增长，全年有税主业业绩稳健恢复可期。

表1：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。

◆ 万宁免税项目积极培育爬坡中，未来国人离境市内免税政策仍有期待

今年1月19日，公司万宁项目开始部分试营业。一季度，海南万宁免税项目实现免税收入0.56亿元。今年4月9日，公司万宁项目正式开业，但二季度系海南淡季，我们预计整体仍处于培育爬坡中。目前，公司免税团队采取市场化招聘组成，团队薪酬比肩同行，保障团队和业务的稳定发展。同时，公司目前通过持续完善供应链，现阶段侧重发展香化、配饰、酒等免税品类，助力公司免税业务发展。

虽然公司今年2月以来股价持续调整，我们预计主要与国人离境市内免税政策节奏预期变化和整体消费环境压力相关。短期出境游恢复节奏相对平稳（受制于国际航班运力、签证等各种制约因素），预计也在一定程度影响相关国人离境市内免税政策节奏。

中线来看，伴随出境游未来逐步渐进复苏，我们认为国人离境市内免税政策仍有期待。若出境游未来恢复提速，我们认为国人离境市内免税政策在今年下半年和明年上半年仍有一定期待。结合我们此前报告，未来若国人离境市内免税政策落地，北京和上海作为中国最主要出境游口岸，其离境市内免税空间最值得期待。而公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来政策落地后，有望“有税+免税”联动，“市内+机场+离岛”免税协同，其北京国人离境市内免税店布局尤其具有较大想象空间，且从0到1的发展也带来良好成长弹性。

◆ 三胞集团最新减持已经到5%以内，未来影响预计逐步弱化

结合公司此前公告，公司持股5%以上股东三胞投资计划于2022年12月29日至2023年6月26日通过集中竞价方式减持不超过11,350,000股公司股份，拟减持比例不高于公司总股本的1%。本次减持前三胞投资持有公司65,436,218股股份，占公司总股本的5.765%。结合6月20日最新公告，三胞集团于2022年12月30日至2023年6月16日共减持公司11,350,000股股份，占公司总股本的1%，本次减持计划实施完毕。减持完毕后，三胞集团持股比例已经降至4.765%，已经在5%以下，未来相关影响有望逐步弱化。

◆ 有税主业稳健复苏，未来国人离境市内店政策仍有期待，维持“买入”评级

上半年，公司有税主业保持稳健良好复苏，Q2业绩基本恢复至2021Q2水平，恢复良好。虽然公司此前股价有所调整，我们预计主要与市内店政策节奏预期延后及外部消费环境相关。但结合中报业绩预告，虽然外部大环境受制，但在国企改革考核强和股权激励业绩要求下，公司今年经营预计也有望更加主动积极。综合考虑上半年的突出表现和短期外围环境的不确定性，我们暂维持公司2023-2025年EPS至0.93/1.17/1.37元，对应PE22/17/15x。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”评级。

风险提示：宏观经济政治、疫情等系统性风险，新项目落地不及预期、市场竞争加剧，股东减持风险等。

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2023/7/6		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600859.SH	王府井	20.00	227.01	0.17	0.93	1.17	1.37	116	22	17	15	买入
601888.SH	中国中免	111.01	2,296.64	2.58	4.43	6.46	8.02	43	25	17	14	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《王府井（600859.SH）-2022 年有税基本盘承压，期待免税新政新机遇》——2023-04-17
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		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）					
负债合计	19048	16249	22200	23232	24142	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	756	801	662	488	284	净利润	1340	195	1054	1326	1551
股东权益	19347	19142	19880	20809	21894	资产减值准备	(1)	47	4	(0)	(1)
负债和股东权益总计	39151	36192	42742	44528	46320	折旧摊销	480	503	917	992	1052
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(64)	(14)	(10)	0	0
2021	2022	2023E	2024E	2025E		财务费用	363	262	297	360	357
每股收益	1.18	0.17	0.93	1.17	1.37	营运资本变动	441	(341)	1020	712	602
每股红利	0.28	0.52	0.28	0.35	0.41	其它	30	73	(143)	(174)	(203)
每股净资产	17.08	16.86	17.52	18.33	19.29	经营活动现金流	2227	463	2843	2856	3001
ROIC	6.66%	0.48%	6%	7%	9%	资本开支	0	(1988)	(1251)	(1001)	(801)
ROE	6.93%	1.02%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(31)	(1)	0	0	0
毛利率	42%	38%	43%	45%	45%	投资活动现金流	(185)	(2316)	(1951)	(1501)	(1101)
EBIT Margin	16%	6%	14%	16%	16%	权益性融资	(5)	71	0	0	0
EBITDA Margin	19%	10%	21%	22%	22%	负债净变化	(45)	(1)	0	0	0
收入增长	55%	-15%	24%	14%	10%	支付股利、利息	(321)	(595)	(316)	(398)	(465)
净利润增长率	247%	-85%	441%	26%	17%	其它融资现金流	5762	(1332)	4765	0	0
资产负债率	51%	47%	53%	53%	53%	融资活动现金流	5026	(2453)	4449	(398)	(465)
股息率	1.4%	2.6%	1.4%	1.8%	2.0%	现金净变动	7067	(4306)	5341	957	1434
P/E	16.9	116.5	21.5	17.1	14.6	货币资金的期初余额	7236	14303	9997	15337	16294
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	14303	9997	15337	16294	17728
EV/EBITDA	16.9	35.4	16.0	13.6	12.4	企业自由现金流	0	(1673)	2099	2488	2906
						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