

➤ **事件：王府井发布 2023 年半年报，Q2 扣非归母净利润超预告上限。**1H23 公司实现收入 63.8 亿元/yoY+11.07%，剔除门店变动因素，同店同比增长 10.13%，公司归母净利润 5.18 亿元/yoY+36.05%，扣非归母净利润 4.59 亿元/yoY+183.60%，上半年扣非归母净利润增速较高主要是因为去年同期扣除非经常性损益后的归母净利润为低基数（去年同期增持王府井购物中心 12% 股权带来较高非经营性损益）；其中 2Q23 实现收入 30.13 亿元/yoY+24.01%，归母净利润 2.91 亿元/yoY+6428.91%，扣非归母净利润 2.35 亿元/yoY+234.13%，超出预告上限。

➤ **Q2 盈利能力持续改善。**盈利能力方面，1H23 实现毛利率 41.95%/+3.02pcts，净利率 8.54%/2.21+pcts，2Q23 实现毛利率 41.01%/+4.83pcts，净利率 10.37%/+4.83pcts；费用率方面，1H23 销售/管理/财务费用率分别为 13.32%/12.31%/1.86%，同比变化 -0.50/-2.15/-0.57pcts，2Q23 实现销售/管理/财务费用率 13.37%/10.43%/1.40%，分别同比变化 -1.33/-2.06/-0.63pcts。

➤ **经济复苏下零售市场回升向好，公司主营业务均实现同比正增长，奥莱增长最为亮眼，免税已露尖尖角。**1H23 公司百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店/免税收入分别为 31.22/11.64/10.19/2.06/7.82/1.36 亿元，yoY+2.11%/2.22%/42.08%/-16.84%/18.41%/不适用；从毛利率来看，百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店/免税毛利率分别为 36.72%/49.03%/68.24%/14.72%/18.34%/13.46%，同比变化 +3.16/0/5.4/-0.79/3.04pcts/不适用。从整体经营表现来看，有税中奥莱业态加强高性价比经营内容的组织与运营，所辖门店协同发展，总体表现最为优异，增长态势好于其他业态，免税业态处于起步阶段，受经营面积等因素影响，收入占比为 2.05%

➤ **公司区域深耕优势进一步巩固，北京、贵州、太原、内蒙、西安、河南、银川、兰州、昆明等 9 个区域总体恢复较好。**1H23 公司华北/华中/华南/西南/西北/华东/东北收入分别为 32.25/5.23/1.89/14.44/6.84/3.26/2.23 亿元，yoY+8.76%/2.52%/6664.54%/-1.99%/2.73%/31.87%/39.51%。华南地区营业收入同比大幅增长，主要受海南地区新增业态和门店共同影响所致；东北地区营业收入同比增长，主要受长春和沈阳地区奥莱门店收入大幅增长影响所致；华东地区营业收入同比增长，主要受睿锦尚品营业收入大幅增长影响所致。

➤ **投资建议：**上半年业绩显示公司有税持续强势复苏，我们认为全年有税复苏确定性强，且有望超预期；免税方面，公司万宁离岛免税项目于 2023 年 4 月 8 日正式营业，从上半年表现来看正处于爬坡期，二季度公司积极开展“618”活动促进消费，未来有望逐步释放盈利能力。此外，随着出入境逐步放开，市内免税相关政策有望加速推出，打开公司在市内免税和机场免税部分增量空间。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 11.46/14.21/18.80 亿元，对应 23-25 年 PE 为 21X/17X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,800	12,663	14,858	18,956
增长率（%）	-15.3	17.2	17.3	27.6
归属母公司股东净利润（百万元）	195	1,146	1,421	1,880
增长率（%）	-85.5	487.8	24.0	32.3
每股收益（元）	0.17	1.01	1.25	1.66
PE	121	21	17	13
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
20.84 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 王府井 (600859.SH) 2023 年中报业绩预告点评：扣非归母净利润同比增超 120%，有税持续复苏-2023/07/07
- 王府井 (600859.SH) 2023 年一季报点评：扣非归母净利润超预期，有税业态恢复良好，免税逐步放量-2023/04/29
- 王府井 (600859.SH) 2022 年年报点评：持续强化免税运营，静待有税复苏、免税拓量-2023/04/16
- 王府井 (600859.SH) 2023 年 1-2 月经营表现点评：1-2 月经营表现开门红，“有税+免税”业务格局稳步打开-2023/03/13
- 王府井 (600859.SH) 业绩预告点评：至暗已过，期待“有税+免税”双轮驱动向上-2023/02/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,800	12,663	14,858	18,956
营业成本	6,665	7,513	8,928	11,468
营业税金及附加	276	329	386	493
销售费用	1,701	1,731	1,883	2,354
管理费用	1,560	1,495	1,670	1,990
研发费用	0	0	0	0
EBIT	553	1,605	2,002	2,660
财务费用	262	194	146	148
资产减值损失	-69	-24	-26	-26
投资收益	300	200	200	200
营业利润	539	1,587	2,030	2,686
营业外收支	-6	50	0	0
利润总额	533	1,637	2,030	2,686
所得税	397	491	609	806
净利润	137	1,146	1,421	1,880
归属于母公司净利润	195	1,146	1,421	1,880
EBITDA	2,463	3,732	4,373	4,829

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,997	12,031	15,025	16,647
应收账款及票据	383	263	293	363
预付款项	182	150	179	229
存货	1,657	1,705	1,882	2,299
其他流动资产	415	412	386	388
流动资产合计	12,633	14,561	17,764	19,927
长期股权投资	1,873	1,883	1,903	1,993
固定资产	8,208	8,298	8,374	8,449
无形资产	1,143	1,144	1,143	1,142
非流动资产合计	23,559	23,533	21,838	20,670
资产合计	36,192	38,095	39,602	40,597
短期借款	197	177	157	137
应付账款及票据	2,098	2,779	2,813	3,299
其他流动负债	5,483	5,700	8,033	9,094
流动负债合计	7,778	8,655	11,003	12,530
长期借款	738	738	638	538
其他长期负债	7,733	7,726	6,233	4,747
非流动负债合计	8,471	8,464	6,871	5,284
负债合计	16,249	17,119	17,873	17,815
股本	1,135	1,135	1,135	1,135
少数股东权益	801	801	801	801
股东权益合计	19,943	20,975	21,729	22,782
负债和股东权益合计	36,192	38,095	39,602	40,597

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.32	17.25	17.34	27.58
EBIT 增长率	-72.17	190.15	24.74	32.92
净利润增长率	-85.45	487.78	24.02	32.34
盈利能力 (%)				
毛利率	38.28	40.67	39.91	39.50
净利润率	1.80	9.05	9.56	9.92
总资产收益率 ROA	0.54	3.01	3.59	4.63
净资产收益率 ROE	1.02	5.68	6.79	8.55
偿债能力				
流动比率	1.62	1.68	1.61	1.59
速动比率	1.35	1.44	1.41	1.38
现金比率	1.29	1.39	1.37	1.33
资产负债率 (%)	44.90	44.94	45.13	43.88
经营效率				
应收账款周转天数	12.93	7.60	7.20	7.00
存货周转天数	90.73	84.00	78.00	74.00
总资产周转率	0.29	0.34	0.38	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	1.01	1.25	1.66
每股净资产	16.86	17.77	18.44	19.37
每股经营现金流	1.45	3.78	3.68	4.47
每股股利	0.10	0.59	0.73	0.96
估值分析				
PE	121	21	17	13
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.06	5.98	5.10	4.62
股息收益率 (%)	0.48	2.82	3.50	4.63
现金流量表 (百万元)				
净利润	137	1,146	1,421	1,880
折旧和摊销	1,910	2,127	2,371	2,168
营运资金变动	-782	926	290	1,005
经营活动现金流	1,641	4,290	4,172	5,074
资本开支	-728	-880	-647	-891
投资	-550	-8	-9	-19
投资活动现金流	-1,488	-703	-473	-800
股权募资	71	0	0	0
债务募资	-2,840	-1,073	225	-1,630
筹资活动现金流	-4,852	-1,553	-705	-2,652
现金净流量	-4,683	2,034	2,995	1,622

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026