

2023年10月27日

2023年三季报点评：线下承压淡季利润低于预期，免税项目爬坡期

增持（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	10,800	12,228	13,859	15,352
同比	-15%	13%	13%	11%
归属母公司净利润（百万元）	195	834	1,207	1,565
同比	-85%	328%	45%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.17	0.73	1.06	1.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	106.27	24.85	17.16	13.24

关键词：#稀缺资产 #困境反转

投资要点

- 事件：**2023年10月27日下午，王府井发布2023年三季报，2023Q1-Q3公司实现营收92.65亿元，同比+9.4%；归母净利润6.48亿元，同比+56.1%；扣非归母净利润5.90亿元，同比+144.7%。
- 利润略低于预期，毛利率、净利率显著回升。**2023Q3公司实现营收28.85亿元，同比+6.0%；实现归母净利润1.30亿元，恢复2019年同期的88.3%；扣非归母净利润1.31亿元，同比+65.4%，营收符合预期，利润略低于预期。由于线下零售业态成本、费用相对刚性的特点，营收恢复带动各财务数据向好。Q3公司毛利率为39.4%，同比+1.9pcts，三费率为28.9%，同比-0.4pcts；归母净利率为4.5%，同比+3.3pcts。
- 奥莱业态驱动增长。**分业态来看，2023Q1-Q3百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店/免税业态分别实现营收44.70/17.37/14.96/2.93/11.35/1.99亿元，同比分别-0.3%/+6.0%/+33.2%/-16.2%/+12.8%/-（免税为今年新增业务），毛利率分别为35.9%/49.5%/64.4%/15.1%/17.6%/12.2%，百货和专业店毛利率同比显著提升3.4/2.1pcts。奥莱业态驱动增长，收入增速/毛利率显著高于其他业态。
- 赴岛游景气带动海南离岛免税销售基本恢复2021年同期水平，免税业务爬坡期。**据海口海关统计，2023年前三季度，海南离岛免税销售金额/免税购物人次分别为2021年同期的98.3%/102.3%；客单价为6655.2元，是2021年同期的96.1%。据海南省交通厅港口+民航吞吐量计算而得2023年前三季度海南赴岛人次为2529.57万人次，为2021年的129.1%，测算离岛免税购物转化率为20.8%（2021/2022年同期为26.2%/25.1%）。赴岛游景气带动离岛免税销售基本恢复2021年水平，封关准备及居民消费意愿走弱致使客单价及转化率承压。2023Q1/Q2/Q3万宁免税城占海南离岛免税市场的0.3%/0.8%/0.7%，项目处于爬坡期。
- 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。基于海南免税销售额情况下调王府井盈利预测，2023-2025年归母净利润分别为8.34/12.07/15.65亿元（前值为8.71/12.46/15.96亿元），对应PE估值为25/17/13倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

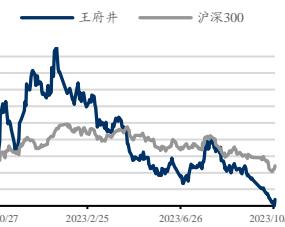
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旖瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.25
一年最低/最高价	17.46/32.75
市净率(倍)	1.05
流通 A 股市值(百万元)	19,955.82
总市值(百万元)	20,714.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.35
资产负债率(% ,LF)	48.82
总股本(百万股)	1,135.05
流通 A 股(百万股)	1,093.47

相关研究

《王府井(600859): 2023年中报点评：百货走出底部，免税项目爬坡期》

2023-08-26

《王府井(600859): 2023一季报点评：有税业务走出底部，万宁免税项目正式投运》

2023-04-29

王府井三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,633	11,449	9,297	10,042	营业收入	10,800	12,228	13,859	15,352
货币资金及交易性金融资产	9,997	8,330	6,176	6,185	营业成本(含金融类)	6,665	7,008	7,944	8,876
经营性应收款项	565	494	671	638	税金及附加	276	359	387	414
存货	1,657	2,042	2,013	2,573	销售费用	1,701	1,803	1,875	1,931
合同资产	1	1	1	1	管理费用	1,560	1,685	1,769	1,805
其他流动资产	413	582	436	645	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	23,559	26,685	29,692	32,190	财务费用	262	236	289	218
长期股权投资	1,873	2,060	2,232	2,432	加:其他收益	28	31	3	(2)
固定资产及使用权资产	14,742	17,598	20,348	22,580	投资净收益	300	73	139	107
在建工程	220	293	375	455	公允价值变动	(55)	(22)	(10)	(10)
无形资产	1,143	1,217	1,292	1,347	减值损失	(73)	(31)	(29)	(27)
商誉	1,225	1,398	1,602	1,821	资产处置收益	3	2	3	(3)
长期待摊费用	869	869	869	869	营业利润	539	1,191	1,701	2,175
其他非流动资产	3,486	3,250	2,975	2,687	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	36,192	38,135	38,989	42,233	利润总额	533	1,191	1,701	2,175
流动负债	7,778	9,477	9,390	11,224	减:所得税	397	333	459	565
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,235	1,255	1,305	1,205	净利润	137	857	1,242	1,609
经营性应付款项	2,173	3,430	2,849	4,154	减:少数股东损益	(58)	24	34	44
合同负债	720	771	847	958	归属母公司净利润	195	834	1,207	1,565
其他流动负债	3,650	4,021	4,389	4,907					
非流动负债	8,471	7,971	7,671	7,471	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.17	0.73	1.06	1.38
长期借款	738	638	538	438	EBIT	553	1,404	1,887	2,325
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	2,463	5,998	6,742	6,878
租赁负债	7,114	6,714	6,514	6,414					
其他非流动负债	619	619	619	619					
负债合计	16,249	17,448	17,061	18,695	毛利率(%)	38.28	42.69	42.68	42.19
归属母公司股东权益	19,142	19,863	21,070	22,635	归母净利率(%)	1.80	6.82	8.71	10.19
少数股东权益	801	825	859	903					
所有者权益合计	19,943	20,687	21,929	23,538	收入增长率(%)	(15.32)	13.23	13.34	10.77
负债和股东权益	36,192	38,135	38,989	42,233	归母净利润增长率(%)	(85.45)	327.73	44.80	29.63

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,641	7,015	6,227	7,647	每股净资产(元)	16.86	17.50	18.56	19.94
投资活动现金流	(1,488)	(7,697)	(7,760)	(6,983)	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	(4,852)	(984)	(622)	(654)	ROIC(%)	0.47	3.47	4.62	5.56
现金净增加额	(4,683)	(1,666)	(2,155)	9	ROE-摊薄(%)	1.02	4.20	5.73	6.91
折旧和摊销	1,910	4,594	4,855	4,553	资产负债率(%)	44.90	45.75	43.76	44.27
资本开支	(728)	(7,319)	(7,529)	(6,717)	P/E(现价&最新股本摊薄)	106.27	24.85	17.16	13.24
营运资本变动	(782)	1,196	(140)	1,198	P/B(现价)	1.08	1.04	0.98	0.92

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

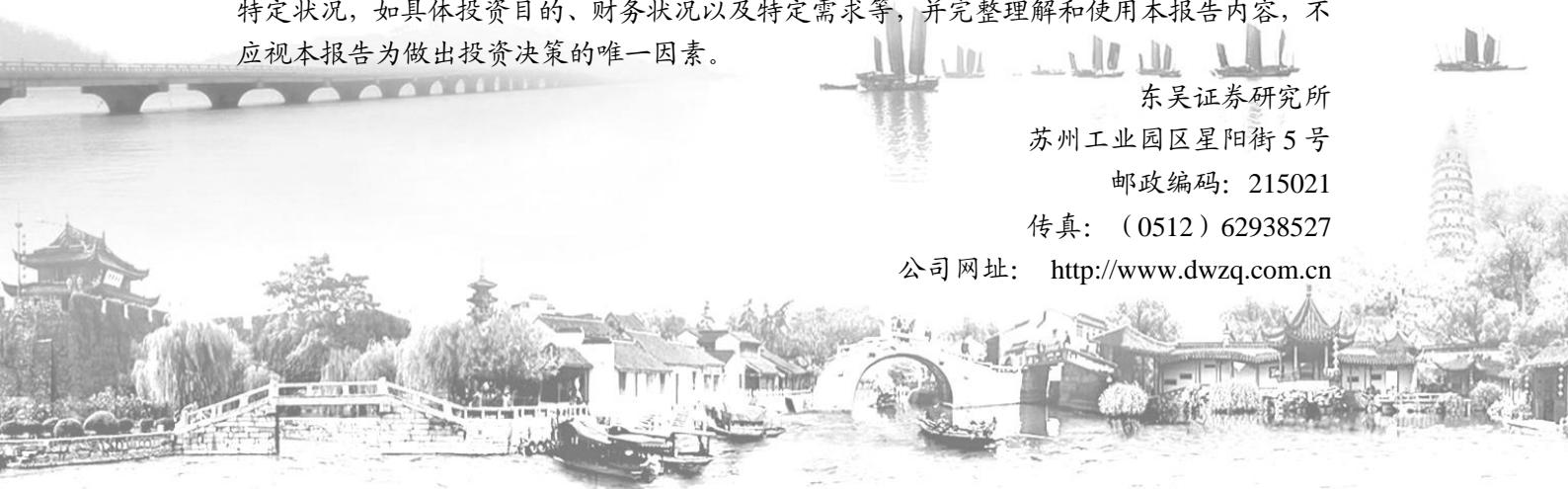
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>