

证券研究报告

公司研究

点评报告

王府井 (600859. SH)

投资评级 —

上次评级 —

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号：S1500522110004

联系电话：15001800559

邮箱：tujiani@cindasc.com

王府井 (600859. SH) 23Q3 业绩点评：奥莱业态持续引领增长，关注市内店政策进展

2023 年 10 月 28 日

王府井发布 2023 年三季度报告：23Q1-Q3 公司实现营收 92.65 亿元/同比+9%，归母 6.48 亿元/同比+56%，扣非 5.90 亿元/同比+145%；23Q3 公司实现营收 28.85 亿元/同比+6%，归母 1.30 亿元/同比+277%，扣非 1.31 亿元/同比+63%；23Q3 实现毛利率 39.4%/同比+1.9pct，实现归母净利率 4.5%/同比+3.3pct。

奥莱业态引领增长：23Q3 奥莱业态实现营收 4.77 亿元/同比+18%，毛利率 56.13%/同比-8.2pct，理性消费背景下奥莱引领各业态增长，公司针对高性价比、社交及体验属性等特色加强内容运营和环境打造，奥莱业态维持相对稳定增势，双节假期王府井奥莱 14 店规模销售 7 亿元/同比+53%，客流量 371 万人/同比+95%；此外，北京世界之花项目有望于年底开出，一期规划约 20 万平、三年内可达约 34 万平，有望贡献增量。

购物中心改造&拓店持续推进：受益于服务和体验类消费较快恢复，23Q3 购物中心业态营收 5.73 亿元/同比+15%、增速环比亦有所提升，毛利率 50.49%/同比+1.2pct。Q3 公司新增攀枝花项目，总租赁面积 5.91 万平米；10 月 28 日，公司在海南省第一家有税购物中心王府井海垦广场开业，总租赁面积 6.69 万平方米，地处国贸 CBD 核心区位，锁定潮流与品质家庭等核心客群，打造集购物、休闲、娱乐、社交于一体的沉浸式体验空间。

百货恢复度较弱，超市业态仍然承压：23Q3 百货营收 13.49 亿元/同比-5%，毛利率 33.97%/同比+3.8pct，百货业态总体恢复力度较弱，公司正持续淘汰落后项目，对现有项目转型升级，期待后续有所修复；专卖店同比基本持平，23Q3 营收 3.52 亿元/同比+2%，毛利率 15.86%/同比+0.2pct；受行业环境、基数效应等因素共同影响下，23Q3 超市业态实现营收 0.87 亿元/同比-15%，毛利率 15.83%/同比+4.9pct。

海南免税业务环比有所下滑，关注市内店政策推进：23Q3 海南免税业务实现营收 0.63 亿元、环比-22%，毛利率 9.49%、环比-3pct，我们预计主要受消费力相对低迷、五一后打击代购显著加大、价格体系持续回升、出境游分流等因素共同影响；双节期间万宁王府井免税港客流同比增长 12 倍，较 21 年同期+45%，期待 Q4 旺季表现。此外，公司计划在北京市内店政策明朗后全力推进相关项目开业筹备，我们建议持续关注市内免税政策进展，公司有望受益于政策拓展，释放业绩弹性。

盈利能力同比改善：23Q3 公司实现毛利率 39.4%/同比+1.9pct，销售费率 14.5%/同比基本持平，管理费率 11.2%/同比-1.0pct，财务费率 3.1%/同比+0.7pct，此外，公允价值变动净收益带来同比 2.1pct 正向影响，实现营业利润率 8.9%/同比+4.3pct，归母净利率 4.5%/同比+3.3pct。

投资建议：公司作为国内百货龙头，有望凭借优秀运营能力进一步优化各业态发展，实现稳健恢复；同时，公司作为全渠道免税牌照运营商，有望受益于免

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

税政策拓展，看好公司免税业务发展。我们预计 23-25 年归母净利润分别 8.8、11.0、13.0 亿元，对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 23、19、16X。

风险因素：新项目爬坡不及预期，政策风险，市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12,754	10,800	12,000	13,660	15,379
增长率 YoY %	10.6%	-15.3%	11.1%	13.8%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,340	195	882	1,100	1,304
增长率 YoY%	295.5%	-85.5%	352.6%	24.7%	18.5%
毛利率%	42.1%	38.3%	40.8%	41.0%	41.2%
净资产收益率 ROE%	6.9%	1.0%	4.4%	5.2%	5.8%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.78	0.97	1.15
市盈率 P/E(倍)	15.46	106.27	23.48	18.82	15.88
市净率 P/B(倍)	1.07	1.08	1.03	0.98	0.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17,092	12,633	15,106	18,063	20,395
货币资金	14,341	9,997	12,673	15,319	17,782
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	268	383	337	406	363
预付账款	145	182	200	213	246
存货	1,762	1,657	1,477	1,689	1,616
其他	576	415	418	436	388
非流动资产	22,105	23,559	23,082	22,546	21,973
长期股权投资	1,547	1,873	1,893	1,893	1,893
固定资产(合计)	6,861	8,208	7,817	7,353	6,832
无形资产	1,194	1,143	1,143	1,143	1,143
其他	12,503	12,335	12,228	12,156	12,105
资产总计	39,197	36,192	38,188	40,609	42,367
流动负债	10,680	7,778	7,957	9,059	9,610
短期借款	197	197	196	195	195
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,850	2,098	2,048	2,560	2,463
其他	7,633	5,483	5,712	6,304	6,953
非流动负债	8,414	8,471	9,471	9,771	9,771
长期借款	739	738	738	738	738
其他	7,675	7,733	8,733	9,033	9,033
负债合计	19,094	16,249	17,428	18,830	19,381
少数股东权益	756	801	736	654	557
归属母公司股东权益	19,347	19,142	20,024	21,125	22,429
负债和股东权益	39,197	36,192	38,188	40,609	42,367

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,754	10,800	12,000	13,660	15,379
同比(%)	10.6%	-15.3%	11.1%	13.8%	12.6%
归属母公司净利润	1,340	195	882	1,100	1,304
同比(%)	295.5%	-85.5%	352.6%	24.7%	18.5%
毛利率(%)	42.1%	38.3%	40.8%	41.0%	41.2%
ROE%	6.9%	1.0%	4.4%	5.2%	5.8%
EPS(摊薄)(元)	1.18	0.17	0.78	0.97	1.15
P/E	15.46	106.27	23.48	18.82	15.88
P/B	1.07	1.08	1.03	0.98	0.92
EV/EBITDA	7.20	12.60	7.37	5.71	4.55

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,754	10,800	12,000	13,660	15,379
营业成本	7,379	6,665	7,108	8,053	9,040
营业税金及附加	331	276	360	355	415
销售费用	1,644	1,701	1,644	1,885	2,199
管理费用	1,420	1,560	1,440	1,653	1,892
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	362	262	176	141	82
减值损失合计	-22	-69	-25	-30	-30
投资净收益	233	300	30	221	238
其他	77	-28	43	49	55
营业利润	1,905	539	1,321	1,813	2,014
营业外收支	0	-6	40	40	40
利润总额	1,906	533	1,361	1,853	2,054
所得税	528	397	545	834	846
净利润	1,378	137	817	1,019	1,208
少数股东损益	38	-58	-65	-82	-97
归属母公司净利润	1,340	195	882	1,100	1,304
EBITDA	3,822	2,463	2,459	2,766	2,926
EPS(当年)(元)	1.36	0.17	0.78	0.97	1.15

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,771	1,641	2,522	3,010	3,116
净利润	1,378	137	817	1,019	1,208
折旧摊销	1,834	1,910	979	1,017	1,053
财务费用	561	473	425	458	465
投资损失	-3	-233	-300	-30	-221
营运资金变动	-756	-782	358	761	654
其它	-13	204	-27	-24	-25
投资活动现金流	966	-1,488	-419	-206	-187
资本支出	-1,102	-728	-448	-446	-445
长期投资	85	-550	-25	-7	-6
其他	1,983	-210	54	247	263
筹资活动现金流	874	-4,852	574	-159	-466
吸收投资	3,919	71	0	0	0
借款	197	197	-1	-1	-1
支付利息或股息	-321	-595	-425	-458	-465
现金流净增加额	4,607	-4,683	2,677	2,645	2,463

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。