

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。**23Q1-3 公司实现营收 92.65 亿元 /yoY+9.44%，归母净利润 6.48 亿元/yoY+56.13%，扣非归母净利润 5.90 亿元 /yoY+144.71%，前三季报利润增速较高主要是因为去年同期受疫情反复以及川渝地区高温限电等不良因素影响归母净利润为低基数；其中 3Q23 实现营收 28.85 亿元/yoY+5.99%，归母净利润 1.30 亿元/yoY+290.15%，环比-55.21%，扣非归母净利润 1.31 亿元/yoY+65.41%，环比-44.08%，我们认为 Q3 利润环比下滑主要为下半年消费力较上半年减弱所致。

➤ **Q3 盈利能力同比回升，环比受消费力影响有所减弱。**盈利能力方面，23Q1-3 实现毛利率 41.15%/+2.69pcts，净利率 7.55%/+2.93pcts，3Q23 实现毛利率 39.39%/+1.91pcts，环比下滑 1.62pcts，净利率 5.37%/+4.34pcts，环比下滑 5pcts；费用率方面，23Q1-3 销售 / 管理 / 财务 费用率 分别为 13.70%/11.98%/2.26%，分别同比变化-0.40/-1.76/-0.17pcts；3Q23 销售/管理 / 财务 费用率 分别为 14.54%/11.25%/3.15%，分别同比变化 +1.17/+0.82/+1.74pcts。

➤ **三季度消费疲软下，奥莱及购物中心同比保持韧性增长，百货业态恢复力度较弱。**分业态看，23Q3 奥莱收入为 4.77 亿元/yoY+17.61%，主要为公司奥莱业态有效把握当前市场环境下，消费者更加注重商品的高性价比、更加注重社交的环境体验等需求特点，有针对性加强经营内容的运营组织和环境打造，同时有效加强成本管控，保持较好的增长态势和业绩水平；购物中心收入为 5.73 亿元 /yoY+14.76%，业绩增速较为稳健，主要受益于服务和体验类消费的较快恢复，业态恢复较为平稳；23Q3 专业店/百货/超市收入分别为 3.52/13.49/0.87 亿元，yoY+2.15%/-5.37%/-14.64%，免税收入为 6263.8 万元。

➤ **10 月 28 日，王府井海垦广场对外营业。**王府井海垦广场是公司在海南省经营的第一家有税购物中心，由公司与海南省农垦投资控股集团有限公司联手打造。项目汇聚众多国际品牌、首进品牌，以“焕活城市自在心”为核心理念，锁定潮流与品质家庭等核心客群，打造丰富的品牌组合以及潮玩夜生活街区。海垦广场项目由公司旗下海南王府井海垦免税品经营有限责任公司管理运营，物业为租赁所得，总租赁面积 6.69 万平方米，租赁期限 20 年。

➤ **投资建议：**前三季度，有税整体呈现复苏态势，从三季度来看，则是体现出结构性增长的态势，奥莱/购物中心增长相对韧性，百货商超较为疲软；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，前三季度收入达到 1.99 亿元，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 9.09/12.91/16.96 亿元，对应 23-25 年 PE 为 23X/16X/12X，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	12,004	14,608	18,337
增长率（%）	-15.3	11.1	21.7	25.5
归属母公司股东净利润（百万元）	195	909	1,291	1,696
增长率（%）	-85.5	366.1	42.1	31.3
每股收益（元）	0.17	0.80	1.14	1.49
PE	106	23	16	12
PB	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
18.25 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 年中报点评：
Q2 扣非归母净利润高增，奥莱增长亮眼，免税已露尖尖角-2023/08/27
- 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

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	12,004	14,608	18,337
营业成本	6,665	7,132	8,712	11,091
营业税金及附加	276	312	380	477
销售费用	1,701	1,741	1,953	2,369
管理费用	1,560	1,459	1,685	1,925
研发费用	0	0	0	0
EBIT	553	1,369	1,886	2,483
财务费用	262	298	216	235
资产减值损失	-69	-23	-26	-25
投资收益	300	200	200	200
营业利润	539	1,248	1,845	2,423
营业外收支	-6	50	0	0
利润总额	533	1,298	1,845	2,423
所得税	397	389	553	727
净利润	137	909	1,291	1,696
归属于母公司净利润	195	909	1,291	1,696
EBITDA	2,463	3,475	4,434	5,489

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,997	11,269	12,448	14,256
应收账款及票据	383	248	286	350
预付款项	182	143	174	222
存货	1,657	1,618	1,836	2,223
其他流动资产	415	386	365	362
流动资产合计	12,633	13,663	15,110	17,413
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	26,179	26,787	27,458
资产合计	36,192	39,842	41,896	44,871
短期借款	197	177	157	137
应付账款及票据	2,098	2,638	2,745	3,191
其他流动负债	5,483	5,508	6,110	7,113
流动负债合计	7,778	8,322	9,012	10,441
长期借款	738	642	542	442
其他长期负债	7,733	10,140	10,843	11,543
非流动负债合计	8,471	10,782	11,385	11,985
负债合计	16,249	19,104	20,396	22,426
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	20,738	21,500	22,444
负债和股东权益合计	36,192	39,842	41,897	44,871

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	11.15	21.69	25.53
EBIT 增长率	-72.17	147.47	37.82	31.63
净利润增长率	-85.45	366.13	42.12	31.35
盈利能力 (%)				
毛利率	38.28	40.59	40.36	39.52
净利润率	1.80	7.57	8.84	9.25
总资产收益率 ROA	0.54	2.28	3.08	3.78
净资产收益率 ROE	1.02	4.56	6.24	7.84
偿债能力				
流动比率	1.62	1.64	1.68	1.67
速动比率	1.35	1.40	1.44	1.42
现金比率	1.29	1.35	1.38	1.37
资产负债率 (%)	44.90	47.95	48.68	49.98
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	0.32	0.36	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.80	1.14	1.49
每股净资产	16.86	17.57	18.24	19.07
每股经营现金流	1.45	3.36	3.95	5.19
每股股利	0.10	0.47	0.66	0.87
估值分析				
PE	106	23	16	12
PB	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.18	5.79	4.54	3.67
股息收益率 (%)	0.55	2.55	3.63	4.77
现金流量表 (百万元)				
净利润	137	909	1,291	1,696
折旧和摊销	1,910	2,106	2,548	3,006
营运资金变动	-782	706	411	927
经营活动现金流	1,641	3,818	4,485	5,888
资本开支	-728	-867	-880	-1,024
投资	-550	-8	-9	-19
投资活动现金流	-1,488	-701	-706	-933
股权募资	71	0	0	0
债务募资	-2,840	-70	-120	-120
筹资活动现金流	-4,852	-1,845	-2,600	-3,147
现金净流量	-4,683	1,272	1,179	1,808

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