

奥莱高增百货店效提升，免税业务逐步放量

2024 年 04 月 20 日

► **业绩简述:** 2023 年, 公司实现营收 122.24 亿元/yoy+13.19%; 归母净利润 7.09 亿元/yoy+264.14%; 扣非归母净利润 6.36 亿元/同比扭亏 (2022 年同期亏损 0.09 亿元)。23Q4, 公司实现营收 29.59 亿元/yoy+26.80%; 归母净利润 0.61 亿元/同比扭亏; 扣非归母净利润 0.46 亿元/同比扭亏。盈利能力方面, 2023 年公司毛利率和归母净利率分别为 41.84%/5.8%, 同比各 +3.56/+3.99pcts, 23Q4, 公司毛利率和归母净利率分别为 43.97%/2.06%, 同比各 +6.34pcts/扭亏。

► **奥莱和购物中心保持韧性增长, 百货业态积极调整效益提升。** 有税部分, 2023 年公司百货/购物中心/奥莱/超市/专业店收入分别为 56.09/25.80/20.34/3.75/15.09 亿元, 同比各 +6.22%/+7.69%/+35.09%/-18.51%/+16.35%; 对应毛利率分别为 36.44%/49.39%/68.72%/13.96%/14.99%, 同比各 +4.83pcts/+1.23pcts/+5.49pcts/-0.89pcts/+0.71pcts。整体来看, 2023 年公司购物中心和奥莱带动依旧保持韧性增长, 且收入已经超越 2021 年同期水平, 且拓店方面依旧保持增长态势, 2023 年各开拓 6/1 家; 百货业务整体处于恢复性增长, 恢复至 2021 年的 79%, 近年来百货业态因体验性场景较少, 经营模式相对单一, 面临一定的经营压力, 公司通过“一店一策”加快百货业态转型升级, 2023 年公司百货门店数量减少 5 家, 平均店销同比增 17.61%, 经营效益有所提升。

► **海南业态逐步铺开, 期待后续放量。** 2023 年 1 月 18 日公司旗下首个离岛免税项目王府井国际免税港对外营业, 公司离岛免税小程序“王府井海南免税线上商城”也于 1 月底正式上线。2023 年为公司免税业务运营首年, 全年实现营收 1.87 亿元, 对应毛利率为 19.19%。此外, 10 月 28 日, 王府井海垦广场对外营业, 公司海南地区有税+免税双轮驱动业务格局初步成形, 后续放量可期。

► **分红&回购:** 2023 年公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税), 合计拟派发现金红利 2.27 亿元, 现金分红比例约为 32%; 此外, 公司拟以自有资金回购股份, 回购金额 1-2 亿元, 回购股份价格不高于 17.5 元/股, 本次回购用于减少公司注册资本。

► **投资建议:** 全年来看公司有税整体呈现复苏态势, 奥莱/购物中心增长相对韧性, 未来有望持续带动公司有税增长; 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, 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 24-26 年公司归母净利润分别为 10.43/13.25/15.80 亿元, 对应 24-26 年 PE 为 14X/11X/9X, 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。

推荐

维持评级

当前价格:

12.64 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书: S0100522120002

邮箱: raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书: S0100122070030

邮箱: zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 王府井 (600859.SH) 2023 年三季度报点评: 奥莱、购物中心保持韧性增长, 王府井海垦广场正式对外营业-2023/10/30
- 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

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,224 | 13,503 | 15,406 | 17,296 |
| 增长率 (%) | 13.2 | 10.5 | 14.1 | 12.3 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 709 | 1,043 | 1,325 | 1,580 |
| 增长率 (%) | 264.1 | 47.0 | 27.1 | 19.2 |
| 每股收益 (元) | 0.62 | 0.92 | 1.17 | 1.39 |
| PE | 20 | 14 | 11 | 9 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 12,224 | 13,503 | 15,406 | 17,296 |
| 营业成本 | 7,110 | 7,746 | 8,740 | 9,656 |
| 营业税金及附加 | 355 | 351 | 401 | 450 |
| 销售费用 | 1,854 | 2,025 | 2,234 | 2,594 |
| 管理费用 | 1,484 | 1,620 | 1,772 | 1,903 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 1,416 | 1,770 | 2,270 | 2,703 |
| 财务费用 | 291 | 297 | 308 | 351 |
| 资产减值损失 | -31 | -24 | -26 | -25 |
| 投资收益 | 17 | 200 | 100 | 100 |
| 营业利润 | 1,154 | 1,649 | 2,036 | 2,427 |
| 营业外收支 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,208 | 1,649 | 2,036 | 2,427 |
| 所得税 | 448 | 528 | 611 | 728 |
| 净利润 | 760 | 1,121 | 1,425 | 1,699 |
| 归属于母公司净利润 | 709 | 1,043 | 1,325 | 1,580 |
| EBITDA | 3,348 | 3,764 | 4,422 | 5,047 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 11,119 | 12,327 | 13,288 | 14,349 |
| 应收账款及票据 | 448 | 281 | 304 | 332 |
| 预付款项 | 299 | 155 | 175 | 193 |
| 存货 | 1,825 | 1,758 | 1,842 | 1,932 |
| 其他流动资产 | 443 | 451 | 421 | 393 |
| 流动资产合计 | 14,134 | 14,972 | 16,029 | 17,199 |
| 长期股权投资 | 1,985 | 1,995 | 2,015 | 2,105 |
| 固定资产 | 7,926 | 8,046 | 8,147 | 8,247 |
| 无形资产 | 1,090 | 1,080 | 1,079 | 1,078 |
| 非流动资产合计 | 26,987 | 25,954 | 24,345 | 22,782 |
| 资产合计 | 41,122 | 40,927 | 40,374 | 39,981 |
| 短期借款 | 203 | 183 | 163 | 143 |
| 应付账款及票据 | 2,883 | 2,865 | 2,754 | 2,778 |
| 其他流动负债 | 5,803 | 5,897 | 6,249 | 6,507 |
| 流动负债合计 | 8,889 | 8,945 | 9,165 | 9,428 |
| 长期借款 | 637 | 637 | 537 | 437 |
| 其他长期负债 | 11,157 | 10,198 | 8,707 | 7,225 |
| 非流动负债合计 | 11,794 | 10,835 | 9,244 | 7,662 |
| 负债合计 | 20,683 | 19,780 | 18,409 | 17,090 |
| 股本 | 1,135 | 1,135 | 1,135 | 1,135 |
| 少数股东权益 | 712 | 790 | 890 | 1,009 |
| 股东权益合计 | 20,439 | 21,147 | 21,964 | 22,891 |
| 负债和股东权益合计 | 41,122 | 40,927 | 40,374 | 39,981 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 13.19 | 10.46 | 14.09 | 12.27 |
| EBIT 增长率 | 156.09 | 24.99 | 28.21 | 19.10 |
| 净利润增长率 | 264.14 | 47.01 | 27.09 | 19.21 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 41.84 | 42.64 | 43.27 | 44.17 |
| 净利润率 | 5.80 | 7.72 | 8.60 | 9.14 |
| 总资产收益率 ROA | 1.73 | 2.55 | 3.28 | 3.95 |
| 净资产收益率 ROE | 3.60 | 5.12 | 6.29 | 7.22 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.59 | 1.67 | 1.75 | 1.82 |
| 速动比率 | 1.32 | 1.43 | 1.51 | 1.58 |
| 现金比率 | 1.25 | 1.38 | 1.45 | 1.52 |
| 资产负债率 (%) | 50.30 | 48.33 | 45.60 | 42.74 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 13.38 | 7.60 | 7.20 | 7.00 |
| 存货周转天数 | 93.68 | 84.00 | 78.00 | 74.00 |
| 总资产周转率 | 0.31 | 0.33 | 0.38 | 0.43 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.62 | 0.92 | 1.17 | 1.39 |
| 每股净资产 | 17.38 | 17.93 | 18.57 | 19.28 |
| 每股经营现金流 | 3.18 | 3.27 | 3.38 | 3.83 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.54 | 0.68 | 0.81 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 20 | 14 | 11 | 9 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 4.04 | 3.60 | 3.06 | 2.68 |
| 股息收益率 (%) | 1.58 | 4.24 | 5.38 | 6.42 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 760 | 1,121 | 1,425 | 1,699 |
| 折旧和摊销 | 1,932 | 1,993 | 2,152 | 2,344 |
| 营运资金变动 | 489 | 402 | 12 | 129 |
| 经营活动现金流 | 3,604 | 3,714 | 3,833 | 4,345 |
| 资本开支 | -902 | -941 | -513 | -672 |
| 投资 | 0 | -10 | -9 | -19 |
| 投资活动现金流 | -1,033 | -741 | -420 | -661 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -63 | -979 | -1,528 | -1,602 |
| 筹资活动现金流 | -1,628 | -1,765 | -2,453 | -2,623 |
| 现金净流量 | 946 | 1,208 | 960 | 1,062 |

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收到任何形式的补偿。

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