

# 王府井 (600859)

## 非均衡式复苏延续，免税业态增速明显

### 事件：

公司发布 2024 年第一季度报告。24Q1 公司实现收入 33.1 亿元，同比-1.7%；归母净利润为 2.0 亿元，同比-10.9%，扣非归母净利润为 1.9 亿元，同比-13.7%。

#### ► 非均衡式复苏延续，公司营收同比下滑

2024 年第一季度，消费市场规模有所回升，但业态恢复不均衡延续，服务类消费显著好于商品类消费。从公司经营来看，有税方面，24Q1 奥特莱斯（收入同比增长 9.5%）及购物中心（收入同比增长 3.5%）业态仍有增长，修复速度明显快于百货（收入同比降低 11.3%）、超市（收入同比降低 31.1%）；免税业务方面，24Q1 公司旗下离岛免税门店王府井国际免税港销售、客流均创新高，其客流同比增长 33%，对应地，免税业态实现收入 1.2 亿元，占公司营收比增长至 3.7%。

#### ► 毛利率、净利率均下降，盈利能力存在压力

24Q1 公司毛利率为 41.2%，同比降低 1.6pct，虽然有税业态毛利率压力明显，但伴随业务持续发展，免税业务毛利率为 18.0%，同比提升 3.4pct。同期公司费用率控制得当，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 13.3%、15.2% 及 0.5%，销售费用率、管理费用同比分别增长 0.1pct/1.2pct，但财务费用率同比降低 1.8pct。综合看下来，由于公司新业态、新门店尚处于培育期，收入增幅尚不足以覆盖相对固定的成本费用支出，加之长租约高租金项目在租赁前期受新租赁准则影响较大，公司利润仍存在一定压力。24Q1 公司归母净利率为 6.1%，同比降低 0.6pct。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-26 年营收分别为 134.4/145.7/153.7 亿元，同比增速分别为 9.9%/8.4%/5.5%，归母净利润分别为 8.6/10.9/12.8 亿元，同比增速分别为 20.5%/27.2%/17.2%，EPS 分别为 0.8/1.0/1.1 元/股，3 年 CAGR 为 21.6%。鉴于公司坚定推进多业态发展和传统业态转型变革，免税业务持续发展，我们看好公司持续成长，按照分部估值法，给予公司 24 年 25 倍 PE，目标价 18.83 元，维持“增持”评级。

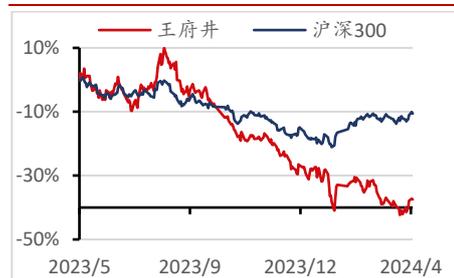
**风险提示：**经济增长放缓；消费复苏不及预期；免税进展不及预期风险。

行业： 商贸零售/一般零售  
投资评级： 增持（维持）  
当前价格： 13.64 元  
目标价格： 18.83 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,135.05/1,093.47
流通 A 股市值(百万元)	14,914.92
每股净资产(元)	17.56
资产负债率(%)	50.01
一年内最高/最低(元)	24.88/12.32

### 股价相对走势



### 作者

分析师：邓文慧  
执业证书编号：S0590522060001  
邮箱：dengwh@glsc.com.cn  
分析师：曹晶  
执业证书编号：S0590523080001  
邮箱：caojing@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10800	12224	13436	14571	15374
增长率(%)	-15.32%	13.19%	9.92%	8.45%	5.51%
EBITDA(百万元)	1692	2422	4998	5235	4796
归母净利润(百万元)	195	709	855	1088	1275
增长率(%)	-85.46%	263.94%	20.53%	27.22%	17.24%
EPS(元/股)	0.17	0.62	0.75	0.96	1.12
市盈率(P/E)	76.1	20.9	17.4	13.6	11.6
市净率(P/B)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	19.3	7.9	2.2	1.3	0.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

### 相关报告

1、《王府井 (600859)：经营业绩稳步恢复，拟回购股份彰显信心》2024.04.23  
2、《王府井 (600859)：新门店落地拖累业绩，免税逐步培育成长》2024.01.28

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9997	11119	14185	17230	19964	营业收入	10800	12224	13436	14571	15374
应收账款+票据	384	449	418	453	478	营业成本	6665	7110	7902	8488	8941
预付账款	182	299	236	256	270	营业税金及附加	276	355	363	393	415
存货	1657	1825	1957	2103	2215	营业费用	1701	1854	2015	2142	2183
其他	413	442	536	581	613	管理费用	1560	1484	1626	1749	1814
<b>流动资产合计</b>	<b>12633</b>	<b>14134</b>	<b>17332</b>	<b>20622</b>	<b>23540</b>	财务费用	262	291	348	249	169
长期股权投资	1873	1985	2002	2019	2036	资产减值损失	-69	-31	-27	-44	-77
固定资产	14742	15673	13288	10918	8558	公允价值变动收益	-55	-18	-17	-20	-30
在建工程	220	301	318	301	251	投资净收益	300	17	37	39	39
无形资产	1143	1090	909	727	545	其他	27	56	38	4	4
其他非流动资产	5580	7937	7119	6291	6102	<b>营业利润</b>	<b>539</b>	<b>1154</b>	<b>1214</b>	<b>1529</b>	<b>1788</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>23559</b>	<b>26987</b>	<b>23636</b>	<b>20256</b>	<b>17492</b>	营业外净收益	-6	55	-42	-40	-42
<b>资产总计</b>	<b>36192</b>	<b>41122</b>	<b>40968</b>	<b>40878</b>	<b>41032</b>	<b>利润总额</b>	<b>533</b>	<b>1208</b>	<b>1172</b>	<b>1489</b>	<b>1746</b>
短期借款	197	203	0	0	0	所得税	397	448	293	372	436
应付账款+票据	2098	2883	2914	3130	3297	<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>760</b>	<b>879</b>	<b>1117</b>	<b>1309</b>
其他	5483	5803	7058	7586	7973	少数股东损益	-58	51	24	29	34
<b>流动负债合计</b>	<b>7778</b>	<b>8889</b>	<b>9972</b>	<b>10717</b>	<b>11271</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>195</b>	<b>709</b>	<b>855</b>	<b>1088</b>	<b>1275</b>
长期带息负债	7852	8991	7138	5521	4203						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	619	2803	2803	2803	2803						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8471</b>	<b>11794</b>	<b>9941</b>	<b>8323</b>	<b>7006</b>						
<b>负债合计</b>	<b>16249</b>	<b>20683</b>	<b>19913</b>	<b>19040</b>	<b>18276</b>						
少数股东权益	801	712	735	764	798	<b>成长能力</b>					
股本	1135	1135	1135	1135	1135	营业收入	-15.32%	13.19%	9.92%	8.45%	5.51%
资本公积	10160	10149	10149	10149	10149	EBIT	-64.95%	88.61%	1.32%	14.40%	10.13%
留存收益	7847	8443	9036	9789	10673	EBITDA	-45.63%	43.13%	106.38%	4.74%	-8.40%
<b>股东权益合计</b>	<b>19943</b>	<b>20439</b>	<b>21055</b>	<b>21838</b>	<b>22756</b>	归属于母公司净利润	-85.46%	263.94%	20.53%	27.22%	17.24%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36192</b>	<b>41122</b>	<b>40968</b>	<b>40878</b>	<b>41032</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	38.28%	41.84%	41.19%	41.75%	41.84%
						净利率	1.26%	6.22%	6.54%	7.66%	8.52%
						ROE	1.02%	3.60%	4.21%	5.16%	5.81%
						ROIC	1.61%	4.53%	5.64%	8.29%	11.78%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.90%	50.30%	48.61%	46.58%	44.54%
						流动比率	1.6	1.6	1.7	1.9	2.1
						速动比率	1.4	1.3	1.5	1.7	1.8
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	28.1	27.2	32.1	32.1	32.1
						存货周转率	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.2	0.6	0.8	1.0	1.1
						每股经营现金流	0.6	2.3	5.1	4.7	4.2
						每股净资产	16.9	17.4	17.9	18.6	19.3
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	76.1	20.9	17.4	13.6	11.6
						市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						EV/EBITDA	19.3	7.9	2.2	1.3	0.6
						EV/EBIT	41.1	12.7	7.2	3.8	1.4

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼