

王府井 (600859.SH)

增持

新项目拖累 2023 年经营业绩表现，一季度经营平稳

核心观点

2023 年年报业绩处于预告区间中值附近，“分红+回购”彰显国企积极态度。2023 年公司实现营收 122.24 亿元/+13.19%，剔除门店变动因素，同店同比上升 11.19%；归属于上市公司股东的净利润 7.09 亿元/+264.14%，扣非业绩 6.35 亿元/同比扭亏为盈，均处于业绩预告中值附近，符合预期。公司拟每 10 股派现 2.00 元（含税），分红率 32%，股息率 1.60%。同时，公司拟未来一年内以集合竞价方式出资 1.0-2.0 亿元用于减少注册资本，回购价格不高 17.50 元/股。公司控股股东、董监高未来 3-6 个月均无减持计划。

免税和有税新项目爬坡亏损拖累公司 2023 年业绩表现。与 2019 年（王府井+首商股份相比），公司归母业绩和扣非业绩仅恢复约 5 成上下，主要受消费渐进复苏、免税和有税新项目爬坡期拖累等因素综合影响。其中，免税和有税新项目 2023 年对净利润的估算亏损拖累约 4.5 亿元，直接影响公司短期经营表现。新业态、新门店培育期，以及长租约高租金项目在租赁前期受新租赁准则影响较大，导致利润拖累较显著。剔除其影响，我们估算其他项目经营业绩 10 亿+，考虑消费渐进复苏，整体贡献仍相对稳定。

有税：2023 年奥莱业态恢复最快，超市相对承压，新项目拖累较大。2023 年，公司奥莱/专业店/购物中心/百货/超市收入 +35.09%/+16.35%/+7.69%/+6.22%/-18.51%，奥莱增长最快，超市因规模缩减和竞争加剧同比下滑。毛利率层面，奥莱和百货项目各提升 5.49/4.83pct，其余相对平稳。2023Q4，公司新开 1 家奥莱（北京）、2 家购物中心（北京、海口）等，2023 年盈利亏损拖累估算达 2 亿+，影响公司短期有税业务盈利表现。

免税：2023 年海南万宁离岛免税落地，海南免税承压下仍处培育期。2023 年 1 月，公司新开海南万宁离岛免税项目，2023 年实现免税收入 1.87 亿元（占营收 1.53%），毛利率 19.19%。由于海南免税 2023 年整体承压，且新项目培育期爬坡，预计 2023 年公司免税相关项目累计亏损拖累超 2 亿元。

一季度收入持平，归母业绩下滑 11%。2024Q1，公司收入 33.08 亿元/-1.74%，归母业绩 2.02 亿/-10.86%，扣非业绩 1.93 亿/-13.72%。分业务，百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店收入各-11.25%/+3.52%/+9.45%/-31.06%/-4.98%；免税收入 1.21 亿元/+116.78%，逐步爬坡中。

风险提示：宏观及系统性风险，新项目不及预期，线上分流、竞争加剧等。

投资建议：下调盈利预测并下调评级至“增持”。考虑整体消费环境和海南免税市场持续承压，我们下调对海南万宁免税项目经营表现预期（见附表）。同时，新租赁准则下，公司部分长租约高租金项目租赁前期费用较大，故新项目在消费渐进复苏中前期亏损拖累较明显。鉴于此，我们下调公司上述免税和有税 4 个新项目相关盈利假设，预计 2024-2025 年上述新项目仍亏损拖累，同时结合目前消费复苏节奏略下调公司其他项目经营表现，综合来看下调 2024-2026 年 EPS 至 0.74/0.85/1.00 元（去年 7 月初时预计 2024-2025 年 EPS 为 1.17/1.37 元，新增 2026 年 EPS 1.00 元），对应估值 19/16/14x。公司新业态新项目在“消费渐进复苏+新租赁准则下”短期有拖累，但目前国企利润考核等压力下，公司多管旗下优化其存量经营，尤其其中部分经营欠佳项目。其公司分红和回购也部分彰显积极态度。综合公司国企改革潜在看点、政策机遇等，考虑目前消费环境和经营表现，下调评级至“增持”。

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张峻豪 021-60933168
zhang_jh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

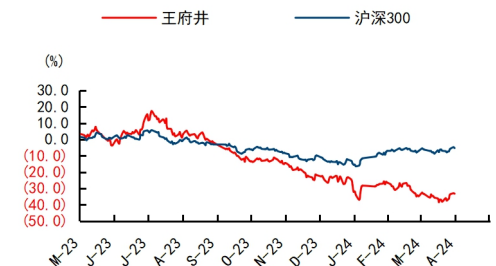
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhang_lu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：杨玉莹 0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	13.64 元
总市值/流通市值	15482/14915 百万元
52 周最高价/最低价	24.88/12.32 元
近 3 个月日均成交额	226.88 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《王府井 (600859.SH) - 有税主业上半年复苏良好，离境市内免税店政策仍有期待》——2023-07-09

《王府井 (600859.SH) - 2022 年有税基本承压，期待免税新政新机遇》——2023-04-17

《王府井 (600859.SH) - 1-2 月开局良好，期待免税新政新机遇》——2023-03-13

《王府井 (600859.SH) - 御政策东风，开新局之年》——2023-01-09

《王府井 (600859.SH) - 第三季度经营承压，免税项目获批开启新征程》——2022-10-31

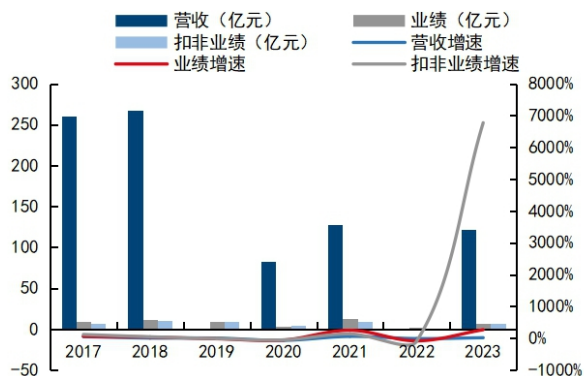
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,800	12,224	12,652	13,664	14,757
(+/-%)	-15.3%	13.2%	3.5%	8.0%	8.0%
净利润(百万元)	195	709	838	962	1138
(+/-%)	-85.5%	263.9%	18.1%	14.9%	18.2%
每股收益(元)	0.17	0.62	0.74	0.85	1.00
EBIT Margin	5.5%	11.6%	11.8%	12.6%	12.9%
净资产收益率(ROE)	1.0%	3.6%	4.1%	4.6%	5.2%
市盈率(PE)	79.7	21.9	18.5	16.1	13.7
EV/EBITDA	28.9	18.5	17.1	14.9	13.9
市净率(PB)	0.81	0.79	0.76	0.74	0.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

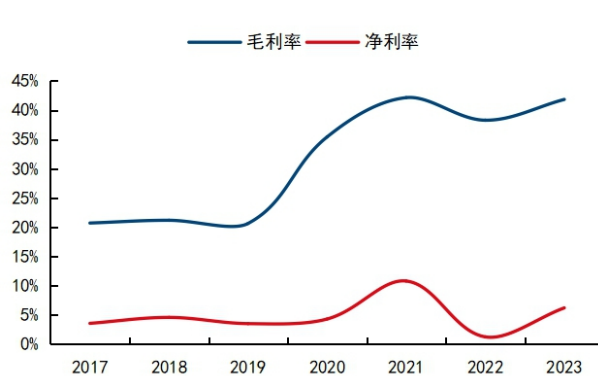
2023 年年报业绩处于预告区间中值附近，“分红+回购”彰显国企积极态度。2023 年公司实现营收 122.24 亿元/+13.19%，剔除门店变动因素，同店同比上升 11.19%；归属于上市公司股东的净利润 7.09 亿元/+264.14%，扣非业绩 6.35 亿元/同比扭亏为盈，均处于业绩预告中值附近，符合预期。公司拟每 10 股派现 2.00 元（含税），分红率 32%，股息率 1.60%。同时，公司拟未来一年内以集合竞价方式出资 1.0-2.0 亿元用于减少注册资本，回购价格不高 17.50 元/股。公司控股股东、董监高未来 3-6 个月均无减持计划。

图1：王府井营业收入和归母业绩增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：王府井毛利率和净利率表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

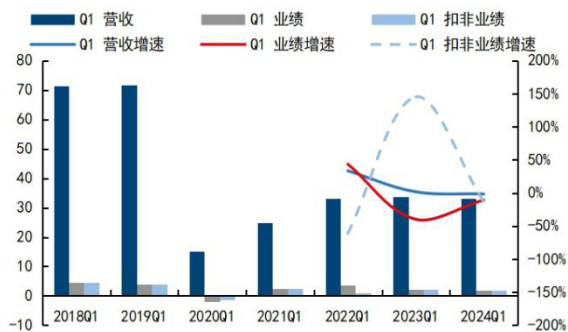
免税和有税新项目爬坡亏损拖累公司 2023 年业绩表现。与 2019 年（王府井+首商股份相比），公司归母业绩和扣非业绩仅恢复约 5 成上下，主要受消费渐进复苏、免税和有税新项目爬坡期拖累等因素综合影响。其中，免税和有税新项目 2023 年对净利润的估算亏损拖累约 4.5 亿元，直接影响公司短期经营表现。新业态、新门店培育期，以及长租约高租金项目在租赁前期受新租赁准则影响较大，导致利润拖累较显著。剔除其影响，我们估算其他项目经营业绩 10 亿+，考虑消费渐进复苏，整体贡献仍相对稳定。

有税：2023 年奥莱业态恢复最快，超市相对承压，新项目拖累较大。2023 年，公司奥莱/专业店/购物中心/百货/超市收入 +35.09%/+16.35%/+7.69%/+6.22%/-18.51%，奥莱增长最快，超市因规模缩减和竞争加剧同比下滑。毛利率层面，奥莱和百货项目各提升 5.49/4.83pct，其余相对平稳。2023Q4，公司新开 1 家奥莱（北京）、2 家购物中心（北京、海口）等，2023 年盈利亏损拖累估算达 2 亿+，影响公司短期有税业务盈利表现。

免税：2023 年海南万宁离岛免税落地，海南免税承压下仍处培育期。2023 年 1 月，公司新开海南万宁离岛免税项目，2023 年实现免税收入 1.87 亿元（占营收 1.53%），毛利率 19.19%。由于海南免税 2023 年整体承压，且新项目培育期爬坡，预计 2023 年公司免税相关项目累计亏损拖累超 2 亿元。

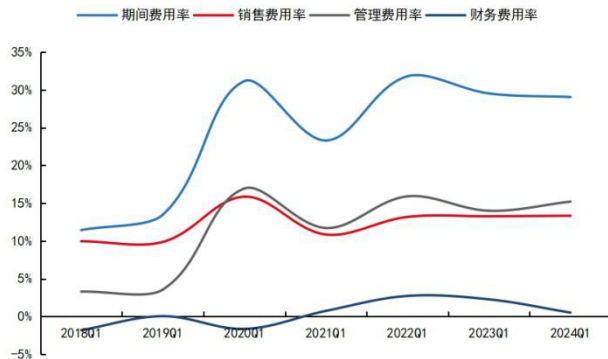
一季度收入持平，归母业绩下滑 11%。2024Q1，公司收入 33.08 亿元/-1.74%，归母业绩 2.02 亿/-10.86%，扣非业绩 1.93 亿/-13.72%。分业务，百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店收入各-11.25%/+3.52%/+9.45%/-31.06%/-4.98%；免税收入 1.21 亿元/+116.78%，逐步爬坡中

图3：公司一季度收入和业绩增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司一季度期间费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测和投资建议：下调盈利预测并下调评级至“增持”。考虑整体消费环境和海南免税市场持续承压，我们下调对海南万宁免税项目经营表现预期（见附表，主要考虑海南免税情况下调转化率和客单价假设等）。同时，新租赁准则下，公司部分长租约高租金项目租赁前期费用较大，故新项目在消费渐进复苏中前期亏损拖累较明显。鉴于此，我们下修公司上述免税和有税4个新项目相关盈利假设，预计2024-2025年上述新项目仍亏损拖累，同时结合目前消费复苏节奏略下调公司其他项目经营表现，综合来看下调2024-2026年EPS至0.74/0.85/1.00元（去年7月初时预计2024-2025年EPS为1.17/1.37元，新增2026年EPS 1.00元），对应估值19/16/14x。公司新业态新项目在“消费渐进复苏+新租赁准则下”短期有拖累，但目前国企利润考核等压力下，公司多管旗下优化其存量经营，尤其其中部分经营欠佳项目。其公司分红和回购也部分彰显积极态度。综合公司国企改革潜在看点、政策机遇等，考虑目前消费环境和经营表现，下调评级至“增持”。

表1：免税相关综合体项目盈利预测前后调整情况补充

单位：亿元	最新盈利预测				原2023年时的盈利预测	
	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E
万宁客流（万人次）	840	883	927	973	510	550
转化率	1.8%	3.50%	3.70%	3.90%	5.0%	6.7%
客单价	1236	1162	1255	1444	3275	3959
万宁免税收入	1.87	3.59(24Q1为1.2亿)	4.39	6.82	8.35	14.59
万宁项目收入估算（含有税）	2.31	4.03	4.97	7.55	9.05	15.57
免税综合体项目业绩估算	-2.41	-1.92	-1.25	-0.60	-0.35	-0.10

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：2023年免税相关综合体业绩亏损按北京王府井免税品经营有限责任公司以及海南免税相关运营子公司业绩亏损情况估算。

风险提示：宏观及系统性风险，新项目不及预期，线上分流、竞争加剧等。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/4/30	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23E	24E	25E	26E	23E	24E	25E	26E	
600859.SH	王府井	13.69	155.39	0.62	0.74	0.85	1.00	22	19	16	14	增持
601888.SH	中国中免	76.42	1,566.24	3.44	3.74	4.53	4.79	21	19	16	15	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9997	11119	15630	14755	16005	营业收入	10800	12224	12652	13664	14757
应收款项	538	632	503	524	566	营业成本	6665	7110	7351	7902	8515
存货净额	1657	1825	1658	1752	1888	营业税金及附加	276	355	367	369	384
其他流动资产	409	556	506	547	590	销售费用	1701	1854	1918	2054	2216
流动资产合计	12633	14134	18299	17581	19052	管理费用	1560	1484	1520	1619	1743
固定资产	8428	8228	8644	8725	8546	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	1143	1090	1048	1005	962	财务费用	262	291	293	363	310
投资性房地产	12114	15684	15684	15684	15684	投资收益	300	17	10	10	10
长期股权投资	1873	1985	2685	3185	3485	资产减值及公允价值变动	14	14	10	0	0
资产总计	36192	41122	46360	46180	47729	其他收入	(111)	(7)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1235	1320	6000	4500	4500	营业利润	539	1154	1223	1367	1600
应付款项	2098	2883	2732	2921	3146	营业外净收支	(6)	55	20	10	10
其他流动负债	4445	4687	4519	4832	5207	利润总额	533	1208	1243	1377	1610
流动负债合计	7778	8889	13251	12252	12853	所得税费用	397	448	457	472	539
长期借款及应付债券	738	637	637	637	637	少数股东损益	(58)	51	52	58	67
其他长期负债	7733	11157	11407	11507	11607	归属于母公司净利润	195	709	838	962	1138
长期负债合计	8471	11794	12044	12144	12244	现金流量表 (百万元)					
负债合计	16249	20683	25295	24396	25097	净利润	195	709	838	962	1138
少数股东权益	801	712	752	796	848	资产减值准备	47	(38)	2	0	(1)
股东权益	19142	19727	20314	20987	21784	折旧摊销	503	534	885	963	1023
负债和股东权益总计	36192	41122	46360	46180	47729	公允价值变动损失	(14)	(14)	(10)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	262	291	293	363	310
每股收益	0.17	0.62	0.74	0.85	1.00	营运资本变动	(341)	434	280	445	480
每股红利	0.52	0.28	0.22	0.25	0.30	其它	73	65	38	44	52
每股净资产	16.86	17.38	17.90	18.49	19.19	经营活动现金流	463	1692	2033	2415	2692
ROIC	0.48%	3.70%	4%	4%	5%	资本开支	0	(251)	(1251)	(1001)	(801)
ROE	1.02%	3.60%	4%	5%	5%	其它投资现金流	(1)	30	0	0	0
毛利率	38%	42%	42%	42%	42%	投资活动现金流	(328)	(333)	(1951)	(1501)	(1101)
EBIT Margin	6%	12%	12%	13%	13%	权益性融资	16	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	16%	19%	20%	20%	负债净变化	(1)	(101)	0	0	0
收入增长	-15%	13%	4%	8%	8%	支付股利、利息	(595)	(321)	(251)	(289)	(341)
净利润增长率	-85%	264%	18%	15%	18%	其它融资现金流	(3265)	609	4680	(1500)	0
资产负债率	47%	52%	56%	55%	54%	融资活动现金流	(4442)	(236)	4429	(1789)	(341)
股息率	3.8%	2.1%	1.6%	1.9%	2.2%	现金净变动	(4306)	1123	4511	(875)	1250
P/E	79.7	21.9	18.5	16.1	13.7	货币资金的期初余额	14303	9997	11119	15630	14755
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	货币资金的期末余额	9997	11119	15630	14755	16005
EV/EBITDA	28.9	18.5	17.1	14.9	13.9	企业自由现金流	0	1612	860	1537	1965
						权益自由现金流	0	2119	5355	(201)	1759

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032