

➤ **事件：王府井发布 2024 年半年报。**1H24 公司实现收入 60.35 亿元/yoY-5.4%，剔除新店因素，同店同比下降 7.33%，主要受到消费者信心不足、消费增长不及预期影响，公司归母净利润 2.93 亿元/yoY-43.36%，扣非归母净利润 3.20 亿元/yoY-30.13%。2Q24 公司实现收入 27.27 亿元/yoY-9.49%，归母净利润 0.91 亿元/yoY-68.65%，扣非归母净利润 1.27 亿元/yoY-45.81%。整体来看，上半年归母净利润下降主要是受营业收入下降、培育新业务及新门店、新租赁准则导致租期较长的新门店前期成本较高、持有的股票公允价值变动等因素影响。

➤ **受收入下降及费率上升影响，公司盈利能力下降。**盈利能力方面，1H24 实现毛利率 40.94%/-1.01pcts，主要受到收入下滑影响，费用率方面，1H24 公司销售 / 管理 / 财务费用率分别为 13.76%/13.63%/1.78%，同比变化 +0.44/+1.32/-0.08pcts，综合影响下，公司归母净利率 4.86%/-3.26pcts。2Q24 公司实现毛利率 40.60%/-0.41pcts，2Q24 实现销售/管理/财务费用率 14.28%/11.71%/3.32%，分别同比变化 +0.91/+1.28/+1.92pcts，综合影响下，公司归母净利率 3.34%/-6.32pcts。

➤ **低基数下免税业务快速增长，购物中心和奥莱业务维持韧性增长。**1H24 公司百货 / 购物中心 / 奥特莱斯 / 专业店 / 免税业务收入分别为 23.19/15.42/11.40/7.58/1.72 亿元，同比各变化 -13.65%/0.01%/0.20%/-3.09%/121.17%；同时，公司对应业务营业收入占比分别为 35.60%/23.68%/17.51%/11.64%/2.64%；从毛利率来看，百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税毛利率分别为 34.77%/44.41%/60.83%/16.36%/16.30%，同比变化 -0.83/-3.46/-2.16/-1.98/-4.94pcts。由于公司综合考虑超市行业发展前景及旗下合营超市经营现状，决定终止公司旗下合营超市业务并实施推出。从整体经营表现来看，受消费结构转变的影响，购物中心业态收入占公司营业收入的比重进一步提升，达 23.68%，免税业态尚处于起步阶段，收入较同期增长 121.17%，受经营面积等因素影响，收入占比仅为 2.64%。

➤ **公司营业收入主要来自华北、西南和西北地区，其中华北地区收入占比达到 50.68%。**1H24 公司华北/华中/华南/西南/西北/华东/东北收入分别为 32.45/4.53/2.49/12.62/6.14/3.38/2.43 亿元，对应地区收入增速同比各变化 +0.62%/-13.39%/+32.03%/-12.62%/-10.20%/+3.89%/+8.83%，营业收入占比分别为 50.68%/7.07%/3.89%/19.70%/9.59%/5.28%/3.79%。华南地区营业收入同比增幅较高，主要是区域内门店尚处于起步阶段；东中地区、西南地区及西北地区营业收入同比下降主要受市场环境及公司业态分布影响所致。

➤ **投资建议：**上半年公司受消费增长不及预期影响业绩承压，我们预计将对全年业绩造成影响，据此，我们下调全年业绩。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 6.50/9.35/12.39 亿元，对应 24-26 年 PE 为 22X/15X/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。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**12.65 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

**分析师 周诗琪**

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqu@mszq.com

## 相关研究

- 王府井 (600859.SH) 2023 年年报点评：奥莱高增百货店效提升，免税业务逐步放量-2024/04/21
- 王府井 (600859.SH) 2023 年三季报点评：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

## 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	13,411	15,091	16,849
增长率（%）	13.2	9.7	12.5	11.7
归属母公司股东净利润（百万元）	709	650	935	1,239
增长率（%）	264.1	-8.4	43.9	32.5
每股收益（元）	0.62	0.57	0.82	1.09
PE	20	22	15	12
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 08 月 30 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
<b>营业总收入</b>	<b>12,224</b>	<b>13,411</b>	<b>15,091</b>	<b>16,849</b>
营业成本	7,110	8,158	8,954	9,795
营业税金及附加	355	349	392	438
销售费用	1,854	1,904	2,128	2,359
管理费用	1,484	1,690	1,886	2,022
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,416	1,323	1,740	2,245
财务费用	291	297	308	351
资产减值损失	-31	-25	-26	-26
投资收益	17	27	30	34
<b>营业利润</b>	<b>1,154</b>	<b>1,027</b>	<b>1,436</b>	<b>1,903</b>
营业外收支	55	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,208</b>	<b>1,027</b>	<b>1,436</b>	<b>1,903</b>
所得税	448	329	431	571
<b>净利润</b>	<b>760</b>	<b>699</b>	<b>1,005</b>	<b>1,332</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>709</b>	<b>650</b>	<b>935</b>	<b>1,239</b>
EBITDA	3,348	3,400	4,157	5,061

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,119	12,116	13,078	14,196
应收账款及票据	448	279	297	323
预付款项	299	163	179	196
存货	1,825	1,852	1,887	1,960
其他流动资产	443	480	447	417
<b>流动资产合计</b>	<b>14,134</b>	<b>14,890</b>	<b>15,889</b>	<b>17,092</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,987</b>	<b>26,923</b>	<b>26,632</b>	<b>26,362</b>
<b>资产合计</b>	<b>41,122</b>	<b>41,813</b>	<b>42,521</b>	<b>43,454</b>
短期借款	203	183	163	143
应付账款及票据	2,883	3,018	2,821	2,818
其他流动负债	5,803	5,950	6,348	6,561
<b>流动负债合计</b>	<b>8,889</b>	<b>9,151</b>	<b>9,332</b>	<b>9,521</b>
长期借款	637	584	484	384
其他长期负债	11,157	11,247	11,075	10,885
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,794</b>	<b>11,831</b>	<b>11,559</b>	<b>11,269</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,683</b>	<b>20,981</b>	<b>20,891</b>	<b>20,791</b>
股本	1,135	1,135	1,135	1,135
少数股东权益	712	761	831	924
<b>股东权益合计</b>	<b>20,439</b>	<b>20,832</b>	<b>21,630</b>	<b>22,664</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>41,122</b>	<b>41,813</b>	<b>42,521</b>	<b>43,454</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	13.19	9.71	12.52	11.65
EBIT 增长率	156.09	-6.59	31.54	29.03
净利润增长率	264.14	-8.41	43.89	32.48
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	41.84	39.17	40.67	41.87
净利润率	5.80	4.84	6.20	7.35
总资产收益率 ROA	1.73	1.55	2.20	2.85
净资产收益率 ROE	3.60	3.24	4.49	5.70
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.59	1.63	1.70	1.80
速动比率	1.32	1.38	1.46	1.55
现金比率	1.25	1.32	1.40	1.49
资产负债率 (%)	50.30	50.18	49.13	47.84
<b>经营效率</b>				
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	0.32	0.36	0.39
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.62	0.57	0.82	1.09
每股净资产	17.38	17.68	18.32	19.15
每股经营现金流	3.18	3.38	3.23	4.04
每股股利	0.20	0.18	0.26	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	20	22	15	12
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.36	4.30	3.52	2.89
股息收益率 (%)	1.58	1.44	2.08	2.75
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	<b>760</b>	<b>699</b>	<b>1,005</b>	<b>1,332</b>
折旧和摊销	1,932	2,077	2,417	2,816
营运资金变动	489	643	-133	78
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,604</b>	<b>3,832</b>	<b>3,668</b>	<b>4,588</b>
资本开支	-902	-1,941	-2,097	-2,437
投资	0	-8	-9	-19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,033</b>	<b>-1,842</b>	<b>-2,074</b>	<b>-2,492</b>
股权募资	0	-79	0	0
债务募资	-63	-281	-43	-310
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,628</b>	<b>-993</b>	<b>-633</b>	<b>-978</b>
<b>现金净流量</b>	<b>946</b>	<b>997</b>	<b>961</b>	<b>1,119</b>

## 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