

商贸零售

2024 年 11 月 01 日

王府井 (600859)

——奥莱业务韧性较强，持续优化门店结构及运营

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年三季报，业绩低于预期。**2024 年前三季度营业收入为 84.99 亿元，同比-8.27%，实现归母净利润 4.27 亿元，同比-34.13%，实现扣非归母净利润 3.59 亿元，同比-39.12%。单三季度实现营业收入为 24.64 亿元，同比-14.61%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比+2.53%，实现扣非归母净利润 3864.23 万元，同比-70.54%。净利润下滑的原因主要为百货、专业店销售额下滑，以及华南地区前期筹备成本增加。
- **零售市场继续结构性调整，新生活方式品类不断崛起，免税业态延续高增长态势。**2024 年前三季度，商品零售类别中，数码类商品销售增长近 28%，运动类商品消费逐步成为公司销售规模最大的品类。服务零售类别中，文娱体验类消费增长较好，娱乐休闲增长超 20%，儿童体验类销售增长近 15%。餐饮类销售占比超过部分传统商品类别，烘焙、饮品、火锅、自助类等年轻人更喜爱的餐饮表现持续较好。前三季度，现有业态中，百货/购物中心/奥莱/专业店/免税业态分别实现营收 32.42/22.54/16.50/10.78/2.04 亿元，同比 -15.45/-1.58/+4.37/-4.97/+68.62%。华南地区（包括海南）营业收入同比增长，主要因为区域内新增门店尚处于起步阶段，因新门店在培育期需采取更加灵活的市场策略且正式运营后较同期筹备期成本增加，使得毛利率有所下降。
- **市内免税新政出台，口岸免税项目正在逐步推进，重点零售项目落地。**《市内免税店管理暂行办法》已出台，公司正在根据政策要求和公司总体战略布局，持续推动相关工作。2024 年 9 月 21 日，公司旗下贵阳国贸 CCPARK 购物中心整体对外营业，项目总租赁面积 4.6 万平方米，租赁期限 10 年。截至三季度末，公司在全国七大经济区域 35 个城市共运营 79 家大型综合零售门店，总建筑面积 523.3 万平方米。第三季度，公司中标哈尔滨太平国际机场、牡丹江海浪国际机场出境免税项目，两个项目正在推进筹备工作，鉴于上述项目规模较小，预计对公司经营业绩不会产生重大影响。
- **投资分析意见：**公司重点项目顺利推进，线下客流逐步恢复，市内免税政策从长期来看利好公司免税业务发展。考虑到终端消费恢复短期承压，我们下调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 5.31/7.52/8.67 亿元（前值 7.49/8.60/9.75 亿元），主要上调了期间费用率水平假设并下调了购物中心坪效假设，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 32/23/20 倍，选取天虹股份、全聚德作为可比公司，根据 25 年可比公司估值，给予公司 25 年 27 倍 PE，对应市值上涨空间为 21%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，消费复苏不及预期，免税业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

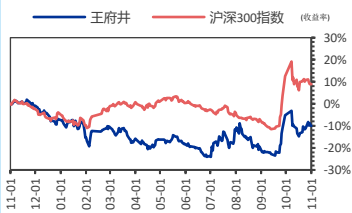
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12,224	8,499	11,208	12,134	13,594
同比增长率（%）	13.2	-8.3	-8.3	8.3	12.0
归母净利润（百万元）	709	427	531	752	867
同比增长率（%）	264.1	-34.1	-25.1	41.5	15.3
每股收益（元/股）	0.63	0.38	0.47	0.66	0.76
毛利率（%）	41.8	40.2	38.5	38.5	38.5
ROE（%）	3.6	2.1	2.7	3.7	4.2
市盈率	24		32	23	20

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2024 年 11 月 01 日
收盘价（元）	15.00
一年内最高/最低（元）	18.44/11.52
市净率	0.9
息率（分红/股价）	1.33
流通 A 股市场值（百万元）	16,402
上证指数/深证成指	3,272.01/10,455.50
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	17.49
资产负债率%	49.59
总股本/流通 A 股（百万）	1,135/1,093
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《王府井 (600859) 点评：有税业务温和复苏，回购彰显信心》 2024/04/22

《王府井 (600859) 点评：推进多业态发展战略，静待业绩稳步复苏》 2024/01/28

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com

联系人

杨光
(8621)23297818x
yangguang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,800	12,224	11,208	12,134	13,594
其中: 营业收入	10,800	12,224	11,208	12,134	13,594
减: 营业成本	6,665	7,110	6,893	7,462	8,360
减: 税金及附加	276	355	326	353	395
主营业务利润	3,859	4,759	3,989	4,319	4,839
减: 销售费用	1,701	1,854	1,681	1,759	1,903
减: 管理费用	1,560	1,484	1,401	1,517	1,699
减: 研发费用	0	0	0	0	0
减: 财务费用	262	291	196	154	113
经营性利润	336	1,130	711	889	1,124
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-4	-10	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-69	-31	-69	-5	-5
加: 投资收益及其他	328	52	52	52	52
营业利润	539	1,154	724	966	1,200
加: 营业外净收入	-6	55	-48	-44	-47
利润总额	533	1,208	676	921	1,154
减: 所得税	397	448	198	271	341
净利润	137	760	478	650	813
少数股东损益	-58	51	-53	-102	-55
归属于母公司所有者的净利润	195	709	531	752	867
全面摊薄总股本	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
每股收益 (元)	0.17	0.62	0.47	0.66	0.76

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。