

## 商贸零售

2025年09月11日

## 王府井 (600859)

——免税业态持续受益政策拉动，线下零售加速转型升级

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 2025 年半年报，业绩符合预期。**据公司公告，2025H1 公司实现营业收入 53.61 亿元，同比-11.17%，实现归母净利润 8110.47 万元，同比-72.33%，实现扣非归母净利润 2778.53 万元，同比-91.33%。25Q2 实现营业收入 23.76 亿元，同比-12.87%，实现归母净利润 2546.35 万元，同比-72.10%，实现扣非归母净利润 77.45 万元，同比-99.39%。净利润下滑的原因主要为市场环境变化、关闭及改造门店、新门店尚在培育期。
- **零售市场继续结构性调整，新生活方式品类不断崛起，奥莱业态延续强韧性。**据公司公告，25H1 公司百货/购物中心/奥莱/专业店/免税业态分别实现营收 20.08/12.87/11.88/7.31/1.44 亿元，同比-14.12%/-15.51%/+4.20%/-3.66%/-15.93%。2025 年上半年服务零售业绩持续增长，餐饮、娱乐休闲及生活配套方面业绩表现较好。商品零售持续承压，同比下降 4.2%，但部分核心品类实现逆势增长，例如数码家电类商品销售增长近 20%，国潮文化等相关创意品类增长超 13%。华北地区营收占比最高达 48.54%，华南地区由于门店尚处于进步阶段营收同比小幅下降，华中、西南、西北地区由于百货门店集中营收同比下降。截至半年报末，公司共运营 79 家大型综合零售门店，较 24 年底减少 1 家。
- **门店关闭改造及新店爬坡，毛利率整体承压。**据公司公告，2025H1 毛利率 38.76%，同比-2.19pct，期间销售/管理/财务费用率分别为 14.31%/15.17%/3.45%，分别同比+0.55/+1.54/+1.66pct。2025Q2 毛利率 38.14%，同比-2.46pct，期间销售/管理/财务费用率分别为 16.10%/13.09%/3.32%，分别同比+1.82/+1.38/-0.01pct。按业态来看，25H1 百货/购物中心/奥莱/专业店/免税业态分别实现毛利率 32.81%/37.10%/65.60%/6.52%/18.27%，同比-2.22/-7.03/4.12/-9.84/1.32pct，其中毛利率下降主要是受门店关闭、消费观念改变等因素的影响，而奥特莱斯业态由于控制成本、深化营销实现毛利率增长。
- **离岛免税持续优化，公司首家免税店落地，免税业态激发活力。**据政府公告，《海南自由贸易港旅游条例（草案）》于 9 月起征求意见，海南离岛免税政策持续优化，预计公司免税业态将充分受益政策利好。据公司公告，25 上半年公司旗下哈尔滨机场王府井免税店、武汉市内免税店已实现对外营业，实现了免税类型全覆盖，为其免税业务进一步发展奠定基础。公司在“有税+免税”混合模式的驱动下，打通全渠道，重构供应链，依托资源优势，有望实现强劲业绩增长。
- **投资分析意见：**公司历经多年发展已形成高效全生活零售系统，百货购物中心等业态持续转型升级，奥莱展现强韧性逆势增长，免税业态加速布局，多业态生态协同持续深化。考虑到近期线下消费承压，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测为 2.31/3.80 亿元（原值为 7.52/8.67 亿元），新增 27 年盈利预测为 5.04 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 73/44/33 倍。选取重庆百货、百联股份、天虹股份、汇嘉时代为可比公司，给予公司 25 年 2.0 倍 PEG 估值，当前市值对应上行空间为 32%，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

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	11,372	5,361	10,165	11,390	12,308
同比增长率 (%)	-7.0	-11.2	-10.6	12.1	8.1
归母净利润 (百万元)	269	81	231	380	504
同比增长率 (%)	-62.1	-72.3	-13.8	64.1	32.8
每股收益 (元/股)	0.24	0.07	0.21	0.34	0.45
毛利率 (%)	40.2	38.8	39.2	39.5	40.5
ROE (%)	1.4	0.4	1.2	1.9	2.5
市盈率	63		73	44	33

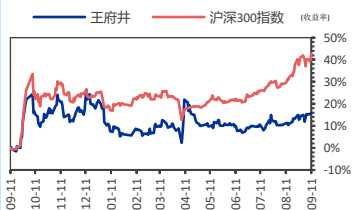
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

收盘价(元)	14.94
一年内最高/最低(元)	17.70/11.52
市净率	0.9
股息率(分红/股价)	0.54
流通 A 股市值(百万元)	16,790
上证指数/深证成指	3,875.31/12,979.89

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	17.41
资产负债率%	49.93
总股本/流通 A 股(百万)	1,124/1,124
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：奥莱业务韧性较强，持续优化门店结构及运营》  
2024/11/01

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

## 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

## 联系人

张蕴达  
(8621)23297818x  
zhangyd@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,224	11,372	10,165	11,390	12,308
其中：营业收入	12,224	11,372	10,165	11,390	12,308
减：营业成本	7,110	6,805	6,178	6,886	7,326
减：税金及附加	355	322	288	323	349
主营业务利润	4,759	4,245	3,699	4,181	4,633
减：销售费用	1,854	1,755	1,626	1,709	1,785
减：管理费用	1,484	1,579	1,423	1,481	1,575
减：研发费用	0	0	0	0	0
减：财务费用	291	257	200	176	148
经营性利润	1,130	654	450	815	1,125
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-10	-9	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-31	-41	-5	-5	0
加：投资收益及其他	52	83	88	88	87
营业利润	1,154	692	542	910	1,222
加：营业外净收入	55	-49	-77	-90	-105
利润总额	1,208	643	465	819	1,117
减：所得税	448	387	244	456	635
净利润	760	257	221	363	482
少数股东损益	51	-12	-10	-17	-22
归属于母公司所有者的净利润	709	269	231	380	504

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。