

王府井 (600859)

Q3 营收降幅收窄，免税政策红利有望受益 增持 (维持)

2025 年 11 月 24 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,224	11,372	10,973	11,557	12,180
同比 (%)	13.19	(6.97)	(3.50)	5.32	5.39
归母净利润 (百万元)	709.38	268.58	180.20	428.22	602.98
同比 (%)	264.14	(62.14)	(32.90)	137.63	40.81
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.63	0.24	0.16	0.38	0.54
P/E (现价&最新摊薄)	22.34	59.01	87.94	37.01	26.28

投资要点

- **事件:** 海南自贸港全岛封关运作已于 11 月 18 日启动最后 30 天冲刺阶段, 进入 7*24 小时热运行。目前, 口岸优化与“二线”监管设施建设步入收尾, 政策制度集成创新清单加速落地, 预期将实现“一线放开、二线管住、岛内自由”的监管框架。
- **Q3 营收降幅收窄:** Q3 王府井营收为 23.5 亿元, yoy-4.7%; 归母净利润为 0.4 亿元, yoy-68.2%; 扣非归母净利润为 73.0 万元, yoy-98.1%。受消费结构变化、门店变动等因素影响, 公司营收下滑, 利润承压。分销售类别看, 服务零售总体表现好于商品零售。
- **重资产业态致毛利率、净利率承压:** 由于公司主营业务系遍布全国的大型综合零售门店, 包括奥莱、购物中心、百货及免税等重资产商业业态, 随营收下滑, 毛利率显著承压。25Q3 毛利率为 36.2%, yoy-2.1pct; 销售费用率为 15.2%, yoy-1.2pct; 管理费用率为 12.7%, yoy-0.3pct; 财务费用率为 4.0%, yoy+1.8pct; 营业利润率为 3.7%, yoy-3.8pct; 归母净利率为 1.8%, yoy-3.6pct。虽进行降本增效优化销售及管理费用率, 但净利率仍显著收缩。
- **积极布局免税业态, 待政策红利释放:** 自 2020 年取得免税品运营资质后, 公司陆续投运离岛免税项目万宁王府井国际免税港、哈尔滨机场王府井免税店、武汉市内免税店, 筹备长沙市内免税店, 已实现了免税主要业务类型全覆盖。10 月 30 日, 财政部等相关部委发布《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》, 明确定性免税行业“提振消费的作用, 引导海外消费回流, 吸引外籍人员入境消费”的战略作用, 放宽免税店审批权限, 完善提升旅客免税购物体验。业态布局全面的王府井有望受益于免税政策红利释放。
- **调整离岛旅客免税购物政策正式实施。** 从新政策实施半个月以来的效果来看, 新增的电子消费产品备受欢迎, 离境旅客购物持续升温。截至 11 月 17 日, 海关共监管离岛免税销售金额 13.25 亿元, 同比提升 28.52%。
- **盈利预测与投资评级:** 王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团, 获批免税全牌照后, 万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运, 落地口岸及市内免税门店。基于线下零售业态承压, 下调王府井 2025、2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 1.80/4.28/6.03 亿元 (2025/2026 年原值为 6.25/7.48 亿元), 对应 PE 估值为 88/37/26 倍, 考虑公司当前 PB 估值 0.8 仍位于历史低位, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.10
一年最低/最高价	12.31/17.69
市净率(倍)	0.81
流通 A 股市值(百万元)	15,845.98
总市值(百万元)	15,847.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.45
资产负债率(% ,LF)	49.37
总股本(百万股)	1,123.93
流通 A 股(百万股)	1,123.83

相关研究

《王府井(600859): 2024 三季报点评: Q3 业绩低于预期, 零售市场需求承压》

2024-11-03

《王府井(600859): 2024 一季报点评: 业绩符合预期, 免税项目继续爬坡》

2024-04-26

王府井三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,871	13,420	14,271	15,467	营业总收入	11,372	10,973	11,557	12,180
货币资金及交易性金融资产	9,980	10,504	11,231	12,276	营业成本(含金融类)	6,805	6,853	7,064	7,360
经营性应收款项	531	509	524	544	税金及附加	322	306	315	325
存货	1,832	1,836	1,883	1,953	销售费用	1,755	1,615	1,647	1,680
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,579	1,532	1,578	1,641
其他流动资产	527	571	632	694	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	28,799	27,323	26,181	24,910	财务费用	257	359	312	261
长期股权投资	2,051	2,051	2,051	2,051	加:其他收益	24	39	40	40
固定资产及使用权资产	16,319	15,090	13,832	12,543	投资净收益	59	12	13	13
在建工程	172	163	155	147	公允价值变动	(5)	(5)	(5)	(5)
无形资产	1,047	983	920	856	减值损失	(50)	(17)	(17)	(17)
商誉	1,220	1,220	1,220	1,220	资产处置收益	10	10	11	11
长期待摊费用	1,339	1,839	2,139	2,339	营业利润	692	348	682	957
其他非流动资产	6,652	5,976	5,865	5,754	营业外净收支	(49)	(30)	(30)	(10)
资产总计	41,670	40,742	40,452	40,378	利润总额	643	318	652	947
流动负债	8,303	8,299	8,515	8,808	减:所得税	387	143	215	313
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,245	1,260	1,260	1,260	净利润	257	175	437	635
经营性应付款项	2,703	2,711	2,797	2,916	减:少数股东损益	(12)	(5)	9	32
合同负债	688	658	693	731	归属母公司净利润	269	180	428	603
其他流动负债	3,667	3,669	3,765	3,901	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.16	0.38	0.54
非流动负债	13,101	12,216	11,416	10,616	EBIT	891	677	964	1,208
长期借款	544	574	574	574	EBITDA	2,901	2,478	2,795	3,068
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.16	37.55	38.88	39.58
租赁负债	9,432	8,632	7,832	7,032	归母净利率(%)	2.36	1.64	3.71	4.95
其他非流动负债	3,125	3,010	3,010	3,010	收入增长率(%)	(6.97)	(3.50)	5.32	5.39
负债合计	21,404	20,515	19,931	19,424	归母净利润增长率(%)	(62.14)	(32.90)	137.63	40.81
归属母公司股东权益	19,657	19,624	19,909	20,310					
少数股东权益	609	603	612	644					
所有者权益合计	20,266	20,228	20,521	20,954					
负债和股东权益	41,670	40,742	40,452	40,378					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,578	2,422	2,823	3,038	每股净资产(元)	17.32	17.46	17.71	18.07
投资活动现金流	(2,938)	(429)	(701)	(579)	最新发行在外股份(百万股)	1,124	1,124	1,124	1,124
筹资活动现金流	(1,982)	(1,467)	(1,395)	(1,413)	ROIC(%)	1.14	1.20	2.12	2.70
现金净增加额	(2,338)	524	727	1,045	ROE-摊薄(%)	1.37	0.92	2.15	2.97
折旧和摊销	2,010	1,801	1,831	1,860	资产负债率(%)	51.37	50.35	49.27	48.10
资本开支	(796)	(320)	(319)	(299)	P/E (现价&最新股本摊薄)	59.01	87.94	37.01	26.28
营运资本变动	(264)	(61)	75	124	P/B (现价)	0.81	0.81	0.80	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>