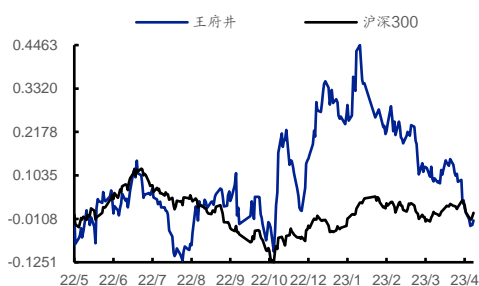


研究所  
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002  
 luyg@ghzq.com.cn  
 联系人： 周钰筠 S0350121110018  
 zhouyy02@ghzq.com.cn

## “有税+免税”双轮驱动，一季度业绩恢复态势良好

### ——王府井（600859）2023年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

相对沪深300表现		2023/04/28		
表现	1M	3M	12M	
王府井	-9.6%	-26.9%	7.6%	
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%	

市场数据

市场数据		2023/04/28
当前价格(元)		22.25
52周价格区间(元)		19.56-32.75
总市值(百万)		25,254.85
流通市值(百万)		24,329.70
总股本(万股)		113,504.95
流通股本(万股)		109,346.95
日均成交额(百万)		320.84
近一月换手(%)		1.29

相关报告

《——王府井（600859）2022年年报点评报告：疫情扰动传统有税业务承压，期待免税打开增长空间（增持）\*一般零售\*芦冠宇》——2023-04-18

#### 事件：

王府井发布 2023 年一季度报：2023Q1 王府井实现营业收入 33.67 亿元/同比+1.58%，归母净利润 2.26 亿元/同比-39.77%，扣非归母净利润 2.24 亿元/同比+144.83%。

#### 投资要点：

■ **零售市场复苏态势明显，有税业务逐渐恢复。**随着人们出行意愿恢复，零售百货行业景气度复苏，公司有税业务走出低谷，2023Q1 王府井实现营业收入 33.67 亿元/同比+1.58%，归母净利润 2.26 亿元/同比-39.77%，扣非归母净利润 2.24 亿元/同比+144.83%。归母净利润同比下降主要是其他非流动金融资产公允价值变动及同期收购北京王府井购物中心管理有限责任公司 12% 股权影响所致。

■ **“有税+免税”双轮驱动，万宁免税港有望成为业绩驱动新引擎。**

**有税业务方面**，2023Q1 奥莱业态受新生活方式消费的带动，呈现出较为明显的恢复态势，实现营业收入 5.33 亿元/同比+30.55%，毛利率 70.32%/同比+1.73pct；购物中心市场规模拓展迅速，持续展现强韧性，营业收入 5.95 亿元/同比-2.73%，毛利率 48.81%/同比-2.75pct；百货转型门店持续扩销增效，销售规模企稳回升，营业收入 16.93 亿元/同比-7.12%，毛利率 37.77%/同比+1.73pct。

**免税业务方面**，1 月 18 日万宁王府井国际免税港试营业以来，到店客流同比大幅增长，表现出良好的成长性，免税业务实现营收 0.56 亿元。万宁王府井国际免税港于 4 月 9 日正式开业，有望为全年贡献可观免税收入。

■ **多元化营销策略效果显著，带动线上销售业务增长。**公司持续推动旗下门店通过直播、微商城、微信群、企业微信、小红书推广等多种销售方式，拉动线上销售同比增长超 60%。

■ **成本费用率有所下降。**2023Q1，销售费用 4.47 亿元/同比+2.26%，销售费用率 13.27%，同比+0.09pct；由于疫情干扰消退以及完成对北京王府井购物中心管理有限责任公司股权收购，管理费用下降，管

理费用 4.71 亿元/同比-10.77%，管理费用率约 14.0%，同比-1.94pct；财务费用 0.76 亿元/同比-15.17%，财务费用率 2.27%，同比-0.45pct；期间费用 9.94 亿元/同比-5.75%，期间费用率 29.54%，同比-2.30pct。

- **盈利预测和投资评级** 预计公司 2023-2025 年营业收入 145.05/167.78/186.44 亿元，同比增长 34%/16%/11%；归母净利润 9.86/12.72/16.48 亿元，同比增长 406%/29%/30%；对应 PE 为 25.63/19.85/15.33 倍。随着出行客流与消费意愿的进一步恢复，离岛免税有望持续放量，传统有税业务预计可实现较好修复，且随着出入境客流恢复，市内免税政策有望加速推进。免税业务有序展开，有望打开新增长空间。维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；行业竞争加剧，疫后消费复苏不及预期；项目拓展不及预期；免税项目推进不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10800	14505	16778	18644
增长率（%）	-15	34	16	11
归母净利润（百万元）	195	986	1272	1648
增长率（%）	-85	406	29	30
摊薄每股收益（元）	0.17	0.87	1.12	1.45
ROE（%）	1	5	6	7
P/E	163.60	25.63	19.85	15.33
P/B	1.67	1.25	1.18	1.10
P/S	2.96	1.74	1.51	1.35
EV/EBITDA	12.60	15.60	10.94	8.11

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：王府井盈利预测表

证券代码:	600859				股价:	22.25		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	1%	5%	6%	7%	EPS	0.17	0.87	1.12	1.45				
毛利率	38%	32%	33%	34%	BVPS	16.86	17.73	18.85	20.31				
期间费率	33%	22%	21%	21%	<b>估值</b>								
销售净利率	2%	7%	8%	9%	P/E	163.60	25.63	19.85	15.33				
<b>成长能力</b>					P/B	1.67	1.25	1.18	1.10				
收入增长率	-15%	34%	16%	11%	P/S	2.96	1.74	1.51	1.35				
利润增长率	-85%	406%	29%	30%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.30	0.37	0.40	0.42	营业收入	10800	14505	16778	18644				
应收账款周转率	28.22	28.79	27.29	25.48	营业成本	6665	9883	11298	12366				
存货周转率	6.52	8.05	8.03	8.59	营业税金及附加	276	370	429	476				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1701	1552	1728	1883				
资产负债率	45%	47%	47%	46%	管理费用	1560	1407	1560	1697				
流动比	1.62	1.53	1.56	1.62	财务费用	262	197	314	291				
速动比	1.35	1.30	1.31	1.37	其他费用/(-收入)	0	0	0	0				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	539	1351	1744	2259				
现金及现金等价物	9997	12214	13716	15384	营业外净收支	-6	0	0	0				
应收款项	383	504	615	732	利润总额	533	1351	1745	2260				
存货净额	1657	1802	2089	2170	所得税费用	397	338	436	565				
其他流动资产	597	934	930	1172	净利润	137	1013	1309	1695				
<b>流动资产合计</b>	<b>12633</b>	<b>15454</b>	<b>17350</b>	<b>19458</b>	少数股东损益	-58	28	36	47				
固定资产	8208	8660	9113	9565	归属于母公司净利润	195	986	1272	1648				
在建工程	220	220	220	220	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	13258	13292	13326	13360	经营活动现金流	1641	2640	2339	2477				
长期股权投资	1873	1873	1873	1873	净利润	195	986	1272	1648				
<b>资产总计</b>	<b>36192</b>	<b>39500</b>	<b>41882</b>	<b>44477</b>	少数股东权益	-58	28	36	47				
短期借款	197	497	497	497	折旧摊销	1910	113	113	113				
应付款项	2098	2844	3119	3408	公允价值变动	55	0	0	0				
预收帐款	75	87	101	112	营运资金变动	-782	1390	680	460				
其他流动负债	5408	6645	7430	8030	投资活动现金流	-1488	-376	-340	-312				
<b>流动负债合计</b>	<b>7778</b>	<b>10073</b>	<b>11146</b>	<b>12046</b>	资本支出	-728	-593	-592	-591				
长期借款及应付债券	738	738	738	738	长期投资	-550	-20	-20	-20				
其他长期负债	7733	7733	7733	7733	其他	-210	238	272	300				
<b>长期负债合计</b>	<b>8471</b>	<b>8471</b>	<b>8471</b>	<b>8471</b>	筹资活动现金流	-4852	-47	-497	-497				
<b>负债合计</b>	<b>16249</b>	<b>18543</b>	<b>19617</b>	<b>20517</b>	债务融资	-2840	300	0	0				
股本	1135	1135	1135	1135	权益融资	71	0	0	0				
股东权益	19943	20957	22265	23960	其它	-2083	-347	-497	-497				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36192</b>	<b>39500</b>	<b>41882</b>	<b>44477</b>	现金净增加额	-4683	2217	1502	1669				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

### 【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或

争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。