

➤ **事件：公司于 4 月 28 日发布 2023 年一季报。**2023Q1，公司实现营业收入 33.67 亿元，同比+1.58%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比-39.77%；实现扣非归母净利润 2.24 亿元，同比+144.83%。公司非经常性损益为 243.72 万元，去年同期为 2853.6 万元，主要为去年同期收购王府井购物中心 12% 股权带来收益 3 亿元。23Q1 公司毛利率为 42.80%，同比+1.86pcts；费用端，公司销售费率/管理费/财务费率分别为 13.27%/14.00%/2.27%，分别同比+0.09/-1.90/-0.45pcts；净利率端，23Q1 公司净利率为 6.91%，同比下滑 4.41pcts。

➤ **有税业态恢复较好，其中奥莱表现优异，购物中心、百货恢复良好，分地区看东北、华东、华南恢复良好。**①分业态看，23Q1 公司百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店收入分别为 16.93/5.95/5.33/1.18/3.97 亿元，yoy-7.12%/-2.37%/+30.55%/-14.64%/+10.02%，毛利率分别为 37.77%/48.81%/70.32%/15.31%/18.05%/14.67%，同比+1.73/-2.75/3.13/-0.21/2.47pcts；②分地区看，23Q1 华北/华中/华南/西南/西北/华东/东北地区收入分别为 17.39/2.82/0.88/7.53/3.97/1.54/1.10 亿元，yoy-0.8%/0.71%/+9853.41%/-7.13%/4.63%/11.17%/29.70%，毛利率分别为 40.72%/43.62%/30.32%/40.68%/40.55%/23.56%/67.64%，yoy+1.62/1.62/74.16/1.23/3.64/-1.96/6.13pcts。

➤ **23Q1 公司免税收入为 5599.4 万元，期待爬坡后释放盈利增长点。**公司万宁项目于 2022 年 10 月获准经营离岛免税业务，王府井国际免税港于 2023 年 1 月 18 日对外营业，4 月 8 日正式营业，此外离岛免税购物小程序“王府井海南免税线上商城”于 1 月底正式上线。截至 2022 年底，免税公司已具备 780 名员工（含万宁一线员工），招标采购团队全年共深入对接 823 个免税品牌。23Q1 公司首次披露免税经营数据，一季度免税销售额达 5599.40 万元，毛利率达 14.67%，伴随运营逐步成熟，未来免税板块有望逐步释放盈利能力。

➤ **投资建议：**从一季度表现来看，公司有税业务恢复良好，符合修复预期；免税方面，公司万宁离岛免税项目于 2023 年 4 月 8 日正式营业，从一季度表现来看正处于爬坡期，未来有望逐步释放盈利能力。此外，随着出入境逐步放开，市内免税相关政策有望加速推出，打开公司在市内免税和机场免税部分增量空间。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 10.16/15.98/22.67 亿元，对应 23-25 年 PE 为 25X/16X/11X，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。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,800	14,081	17,739	23,308
增长率 (%)	-15.3	30.4	26.0	31.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	195	1,016	1,598	2,267
增长率 (%)	-85.5	421.3	57.3	41.8
每股收益 (元)	0.17	0.90	1.41	2.00
PE	130	25	16	11
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价）

### 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**22.25 元**


#### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

#### 分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

#### 研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

### 相关研究

- 王府井 (600859.SH) 2022 年年报点评：持续强化免税运营，静待有税复苏、免税拓量-2023/04/16
- 王府井 (600859.SH) 2023 年 1-2 月经营表现点评：1-2 月经营表现开门红，“有税+免税”业务格局稳步打开-2023/03/13
- 王府井 (600859.SH) 业绩预告点评：至暗已过，期待“有税+免税”双轮驱动向上-2023/02/04
- 王府井 2022 年三季报点评：疫情扰动及高温限电下 Q3 业绩承压，积极推进免税港开业打开成长空间-2022/10/30
- 王府井 (600859.SH) 深度报告：离岛免税获批，免税业务描绘零售巨头第二增长曲线-2022/10/24

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,800	14,081	17,739	23,308
营业成本	6,665	8,617	10,867	14,508
营业税金及附加	276	366	461	606
销售费用	1,701	1,953	2,194	2,615
管理费用	1,560	1,662	1,940	2,447
研发费用	0	0	0	0
EBIT	553	1,491	2,285	3,139
财务费用	262	215	174	65
资产减值损失	-69	-24	-28	-35
投资收益	300	200	200	200
营业利润	539	1,452	2,283	3,238
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	533	1,452	2,283	3,238
所得税	397	435	685	972
净利润	137	1,016	1,598	2,267
归属于母公司净利润	195	1,016	1,598	2,267
EBITDA	2,463	3,635	4,681	5,350

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,997	12,416	16,457	19,285
应收账款及票据	383	292	348	445
预付款项	182	172	217	290
存货	1,657	1,959	2,294	2,906
其他流动资产	415	494	457	479
流动资产合计	12,633	15,333	19,774	23,405
长期股权投资	1,873	1,883	1,903	1,993
固定资产	8,208	8,298	8,374	8,449
无形资产	1,143	1,144	1,143	1,142
非流动资产合计	23,559	24,520	22,316	22,631
资产合计	36,192	39,853	42,091	46,036
短期借款	197	0	0	0
应付账款及票据	2,098	3,187	3,424	4,174
其他流动负债	5,483	6,244	9,093	10,667
流动负债合计	7,778	9,431	12,517	14,841
长期借款	738	738	638	538
其他长期负债	7,733	8,791	6,789	6,785
非流动负债合计	8,471	9,529	7,427	7,323
负债合计	16,249	18,960	19,943	22,164
股本	1,135	1,135	1,135	1,135
少数股东权益	801	801	801	801
股东权益合计	19,943	20,893	22,147	23,872
负债和股东权益合计	36,192	39,853	42,091	46,036

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-15.32	30.38	25.98	31.39
EBIT 增长率	-72.17	169.58	53.25	37.39
净利润增长率	-85.45	421.33	57.27	41.85
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.28	38.80	38.74	37.75
净利润率	1.80	7.22	9.01	9.73
总资产收益率 ROA	0.54	2.55	3.80	4.92
净资产收益率 ROE	1.02	5.06	7.49	9.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.62	1.63	1.58	1.58
速动比率	1.35	1.37	1.36	1.35
现金比率	1.29	1.32	1.31	1.30
资产负债率 (%)	44.90	47.57	47.38	48.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.93	7.60	7.20	7.00
存货周转天数	90.73	84.00	78.00	74.00
总资产周转率	0.29	0.37	0.43	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.17	0.90	1.41	2.00
每股净资产	16.86	17.70	18.81	20.33
每股经营现金流	1.45	4.36	4.23	5.34
每股股利	0.10	0.30	0.48	0.68
<b>估值分析</b>				
PE	130	25	16	11
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.89	5.93	3.71	2.69
股息收益率 (%)	0.45	1.36	2.14	3.04

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	137	1,016	1,598	2,267
折旧和摊销	1,910	2,144	2,397	2,211
营运资金变动	-782	1,619	686	1,508
经营活动现金流	1,641	4,946	4,799	6,064
资本开支	-728	-1,930	-164	-2,417
投资	-550	-8	-9	-19
投资活动现金流	-1,488	-1,741	41	-2,326
股权募资	71	0	0	0
债务募资	-2,840	-364	-166	-128
筹资活动现金流	-4,852	-786	-799	-910
现金净流量	-4,683	2,419	4,041	2,829

## 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收到任何形式的补偿。

## 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