

中国银河证券股份有限公司甄唯萱近期对王府井进行研究并发布了研究报告《短期业绩承压，期待传统零售业务复苏与免税业务协同发展》，本报告对王府井给出买入评级，当前股价为24.83元。

王府井(600859)

事件

2022年公司实现营业收入108.00亿元，同比下降15.32%。归属于上市公司股东的净利润1.95亿元，同比下滑85.45%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损953.31万元，同比下降101.01%。经营现金流量净额为16.41亿元，较上年减少40.79%。

公司大部分业态营收表现相对承压，购物中心因收购实现逆势上涨；华北地区表现相对较优，门店总数目保持缓和增长公司的主营业务为零售业务，主要是平台型购百业务，经营模式包括自营、联营、租赁，以自营为主。在报告期内公司持续聚焦主业、线上线下同时发力；2022年公司实现营业收入108.00亿元，较上年同期下滑19.54亿元，同比下降15.32%，其中零售业务占比100.00%。截止2022年公司在全国七大经济区域35个城市共运营75家大型综合零售门店，较2021年末新增加1家。

分业态的角度来看，公司百货业态以时尚类商品销售为主，疫情之下表现承压较重，2022年实现营业收入55.38亿元，同比下滑22.11%，但仍是公司业绩实现的主要构成，该业态收入占公司营业收入比重达到48.86%。奥莱业态销售商品品类与百货类似，但具备折扣销售的特点，疫情下仍表现出一定的颓势，2022年实现营业收入14.78亿元，同比下滑8.03%。我们认为主要原因系年内受疫情影响，公司下属门店开业情况受制，全年仅有4家基本正常经营，9家不同程度缩短营业时间，63家门店出现过停业状况，店均停业31天，其中8家门店闭店时间超过两个月。且在正常营业时，受消费需求下降、线上销售分流及避险情绪上涨影响，线下客流和销售也会受到一定的阻碍。购物中心业态表现相对较佳，全年实现营业收入21.66亿元，同比逆势上涨5.07%，原因主要是报告期内，公司股权收购后合并报表影响。购物中心业态对应经营模式以租赁为主，主要营业收入来源为租金收入。年内公司为租户和供应商减免租金和保底及相关费用3.92亿元，虽租赁模式的收入相对固定，但在大额减免下仍表现出颓势，剔除收购影响，购物中心业态营收同比下滑13.34%。结合门店数量来看，与前期相比，购物中心展店数目小幅减少，但百货业态闭店数目也有所减少。公司超市业态营收同样受挫，但其因对应消费品的必选属性，受刚需消费带动，降幅呈减缓走势，表现优于购百类业态。专业店业态成为年内公司业绩承压最严重的环节，年内实现营收12.97亿元，同比大幅减少27.60%。我们推测原因主要是受疫情、全球经济景气度下行影响居民收入预期，以及线上渠道同

类业务的竞争冲击使得该业态对应消费需求量滑落。公司新增免税业态，22年已获准经营离岛免税业务，23年初王府井国际免税港正式对外营业，线上免税渠道同步开启，该业务预计在今年消费复苏背景下成为公司业绩的新增长点。

分地区角度来看，年内公司业务于大部分地区均承压，仅在华东地区因股权收购实现正增长。华南地区主要是受下半年广州疫情大规模爆发，广州店停止营业、特殊时期阶段性闭店及客流下降共同影响所致；北京地区一季度受疫情因素影响较小且冬奥商品热销带动地区收入表现良好，但在年中与年末两轮疫情均受挫导致营收转向下滑；太原地区门店在二季度停业一定时间的背景下，仍实现了较好的经营业绩，表现出区域深耕的良好局面；西南地区业绩承压主要是受四川地区疫情与高温限电等不利因素影响。年内，公司门店延续此前缓和增长态势。2021年因收购业务，公司门店大幅增加。2022年公司于华北地区与华南地区各新增一家门店，且在西北地区关闭一家门店，全年全国门店增长速度与2021年以前增长速度相近。

分季度来看，根据历史数据，公司四季度营业收入占比最高，其次为一季度，这与节假日动销（四季度内的十一长假，四季度至一季度的双旦春节等）以及年底促销活动较为频繁等因素相关。2022年一季度，1-2月在北京地区冬奥场景以及各地区消费季、属地过年等促进消费下，公司经营情况相对稳定。但3月份以来疫情反弹加剧，公司奥莱业态12家门店中5家店在一季度当中闭店10天至20天以上，2家店影响营业时间超过一个月，3月单月营业收入同比下降17.69%，使得一季度公司营收下挫至负增长区间，但从占比角度来看仍是公司营收的主要支点。二季度，疫情影响更加严重，从影响的门店数目来看，4月涉及13个省份25家门店，5月涉及7个省份30家门店，虽5月份受影响的省份较少，但受影响门店主要集中于北京地区，对公司整体经营造成了较大制约。另外，二季度公司响应国家号召对租户进行减租让利客观上也影响了公司营收。三季度，业绩受挫主要是受疫情反复以及川渝地区高温限电等不利因素叠加影响，但上述影响集中于西南和华南区域，华北区域重点城市环比二季度有所改善，公司营收也随之有所好转；四季度，疫情防控政策变化超预期，广州、北京两地相继迎来疫情高峰，居民避险情绪上涨等负面因素影响下，公司业绩受挫严重。且四季度为销售旺季，但2022年公司四季度营收占比仅为21.61%，大幅落后于疫前水平，也不如2021年同期水平。综合来看，四季度营收下滑严重是公司全年业绩承压的主要原因之一。

报告期内，公司完成收购北京王府井购物中心12%股权事项，标的股权价款参考经国资备案的股权评估价值剔除2021年度已支付的2020年末分配利润为基础确定，交易价格确认为人民币0.86亿元。本次收购完成后，公司持有购物中心公司60%股权。公司将购物中心公司纳入合并范围，由于公司取得该公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益，按照会计准则相关规定，公司确认投资收益3.01亿元，同时在合并报表时确认商誉3.67亿元。

公司综合毛利率同比下降3.86pct，期间费用率增加5.76pct

报告期内，公司毛利率为38.28%，较上年同期减少3.86个百分点。分业态来看，受疫情导致无法营业以及消费者信心指数大幅下降的影响，百货类与奥莱类毛利率分别较去年下降5.37、5.30个百分点，为降幅最大的两个部分；超市业态毛利率同比上涨0.39个百分点，呈现较强韧性；购物中心业态在股权收购助力下，毛利率下滑1.36个百分点，幅度相对较小。分地区来看，与营收表现相对应，华南地区年内毛利率大幅下滑；营收主要所在的华北地区毛利率下滑幅度同样居前，拖累公司整体毛利率。

2022年公司期间费用率为32.62%，同比增加0.06个百分点（对应上涨0.97亿元），核心增长原因是报告期内销售费用和管理费用中的职工薪酬分别增加0.57/1.43亿元，管理费用中另有股权激励增加费用0.14亿元。财务费用率为2.43%，是费用中唯一下滑的支出，主要是利息方面收入增加和支出下滑两方向驱动所致。

营销主题活动关注度高，线上渠道发展同步发力

公司历来重视线下商圈主题活动营销推广，2022年67周年庆“王府井925美好生活节”“王府井年货节”“人民甄选·王府井聚国潮”等系列主题活动，打造专属IP，引发热议。2023年，借由传统春节假期，公司紧抓消费市场回暖机遇，结合政府促消费政策，打造多项特色主题营销活动，并借助微信红包封面和表情包等受众较广的方式全力以赴扩销增效，取得了良好的效果。据中国百货商业协会统计，春节期间王府井集团旗下商场客流量达近千万人次，销售额超过10亿元，同比在10%左右，较2019年增长7%；旗下王府井百货大楼春节七天假期累计销售4856万元，同比增幅6.5%，到店客流28.5万人次，同比增长105%；旗下北京燕莎奥莱春节黄金周期间，销售同比2022年增长5%，客流同比增长45%。一季度王府井集团总体规模销售增长近两成，客流量同比增长超30%，奥莱业态销售增长超三成。保持线下主题活动等传统优势的同时，公司不忘推进全渠道发展，持续强化线上运营能力的建设，提升数字化水平。在到店客流严重不足的情况下，各门店多渠道、多方式开展线上经营，全年共实现线上销售超9亿元。全年共直播3,000余场，超过2,000万人次观看。专业店法雅多渠道拓展线上公域+私域的双向融合，线上销售增长17%。

免税业务落地拓宽经营业态，供应链体系进一步强化

公司于2020年6月取得免税品经营资质。报告期内，公司全力推进包括免税业务项目各项工作，于2022年10月获准经营离岛免税业务，王府井国际免税港已于2023年1月18日对外营业，公司离岛免税购物小程序“王府井海南免税线上商城”也于1月底正式上线。同时，公司积极筹备跨境电商体验店，赛特奥莱店跨境电商体验店于2023年1月对外营业，跨境电商小程序“WFJ王府井全球购”也已于同期上线运

营。公司持续重视免税业务发展，对接823个免税品牌，品牌多样，涉及香化、精品、3C数码、酒水、烟草、家居家用、儿童、食品保健品等8大业态29个细分品类，产品品类丰富，公司保持深耕零售主业，完善零售生态链，并通过新增免税实现有税+免税的双轮主营业务驱动。与之相匹配，公司加强供应链建设，除助力公司免税业务发展外，增强原有业务线上渠道配送能力以及线下渠道供应稳定，多维度实现降本增效。

投资建议

我们认为公司在百货、购物中心、奥莱等多种零售业态中以服务领先、质量领先为特征优势，在行业独树一帜。公司积极开辟新业绩增长点，2023年免税业态正式投入运营，发展免税业务的同时加强供应链建设，构建“保免跨一体化”仓储物流体系，传统购百超市业务也将收益于更全面的供应链。公司的业绩增长主要具有以下三个方面的支撑：①前期疫情的冲击影响波动，未来由此带来购百的恢复性增长预期明确，支持主要存量门店营收稳健发展；②公司线下主题活动关注度较高，借由节假日带来的客流、销售额增量会已经体现在传统旺季一季度,且四季度可能再有突破；③免税业务发展实现双轮主营业务驱动。我们预测公司2023/2024/2025年将分别实现营收146.84/163.45/178.04亿元，归母净利润为10.47/12.61/14.22亿元，对应PS为1.90/1.71/1.57倍,对应EPS为0.92/1.11/1.25元/股，PE为27/22/20倍，维持“推荐评级”。

风险提示

消费市场竞争分流的风险，零售行业竞争加剧的风险，新业态发展不及预期的风险，管理运营的风险。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，国泰君安刘越男研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值为65.13%，其预测2023年度归属净利润为盈利10.34亿，根据现价换算的预测PE为27。

最新盈利预测明细如下：