

王府井

600859

审慎增持 (维持)

对标韩国新世界，免税业务空间广阔

—王府井获免税资质深度点评

2020年06月10日

相关报告

《门店持续扩张，市场化管理不断推进——王府井 2019 年报暨 2020 一季报点评》2020-05-02

《奥莱推动收入增长，同店数据逐月好转——王府井 2019 一季报点评》2019-04-30

《盈利能力稳步提升，国改预期逐渐深化——王府井 2018 年报点评》2019-03-24

分析师：

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

投资要点

- **事件：**2020 年 6 月 9 日，王府井发布公告：公司于 2020 年 6 月 9 日收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》（以下简称“通知”），授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。
- **复盘韩国新世界免税：立足百货，免税业务异军突起。**随着 2013 年韩国市内免税政策调整，免税市场开始引入新的竞争者，新世界作为后起之秀，异军突起，在短短的几年时间，一跃跻身韩国 TOP3，全球 TOP9；我们分析原因如下：（1）身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上；（2）乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业；（3）市内店开在原有百货店楼上且地理位置优越，协同与集群效应明显，仁川机场店客流集中且广告效应明显；（4）公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显，目前网上免税店销售的品牌种类及 SKU 数量已能与新罗、乐天比肩；（5）经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚；（6）线上免税业务布局虽晚，但发展迅速。
- **对标新世界免税，王府井免税业务成长空间广阔。**（1）身处快速发展的免税市场，中国免税行业蓬勃发展。中国免税行业规模逐年增长，多项政策促海外消费回流。此外，随着免税政策的进一步放宽和免税店布局的逐渐完善，预计中国免税市场规模将持续保持快速增长。（2）乘政策之风，公司成为多年后唯一新增的免税运营商。（3）若直接采用自有物业，百货及免税业务协同效应明显。王府井在北京拥有北京百货大楼、双安商场、长安商城、右安门王府井购物中心等自有物业百货大楼，分布区域以市中心为主；若直接采用自有物业开展免税业务，则在地理位置、租金费率等方面具备明显优势。（4）精品、香化大牌资源丰富，线上渠道品牌及 SKU 较多。成立于 1955 年，前身是享誉中外的北京百货大楼，历史悠久。精品类有 Gucci、MK、Coach 等，美妆品牌覆盖广泛，囊括了大部分国内外大牌。线上渠道包括网上商城（微信、官网）和天猫旗舰店等，各品类品牌数量及 SKU 较为可观。（5）公司精细化管理能力优异，选品能力突出。（6）现金流稳定，账面资金充沛。
- **北京市内免税规模，以及王府井市场份额、净利润及免税市值空间测算。**我们通过两种方式对北京市内免税规模进行了敏感性测算，还对其市场份额、盈利能力和估值均做了一定的测算，具体内容请见正文。
- **调整盈利预测：**由于公司未披露免税业务具体进程，当前暂时考虑传统零售主业，预计 2020-2022 年营业收入分别为 193.28/241.12/257.99 亿元，未来三年实现归母净利润分别为 5.63/10.15/11.06 亿元，实现 EPS 分别为 0.73/1.31/1.43 元，2020 年 6 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 41.5/23.0/21.1 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：（1）系统性风险；（2）政策风险；（3）市场竞争加剧风险等。

目录

| | |
|--|------|
| 1、事件 | 4 - |
| 2、复盘新世界：从事免税业务仅几年，跻身全球 Top9，韩国 Top3 | 4 - |
| 2.1、新世界免税异军突起，在几年之内便跻身于韩国前三，世界第九 | 4 - |
| 2.2、原因之一：身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上 | 6 - |
| 2.3、原因之二：乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业 | 7 - |
| 2.4、原因之三：市内店协同与集群效应明显，又顺利拿下仁川机场 | 8 - |
| 2.5、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显 | 10 - |
| 2.6、原因之五：经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚 | 12 - |
| 2.7、原因之六：线上免税业务布局虽晚，但发展迅速 | 12 - |
| 3、对标新世界，王府井免税业务成长空间广阔 | 14 - |
| 3.1、原因之一：身处快速发展的免税市场，中国免税行业蓬勃发展 | 14 - |
| 3.2、原因之二：乘政策之风，公司成为多年后唯一新增的免税运营商 | 15 - |
| 3.3、原因之三：若直接采用自有物业，百货及免税业务协同效应明显 | 16 - |
| 3.4、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显 | 16 - |
| 3.5、原因之五：精细化运营能力凸出，免税经营无忧 | 17 - |
| 3.6、原因之六：现金流稳定，账面资金充沛，上市公司融资能力强 | 19 - |
| 4、北京市内免税店规模、王府井市场份额及净利润分析 | 20 - |
| 4.1、北京市内免税规模测算（一）：参照韩国国人消费结构进行敏感性分析 | 20 - |
| 4.2、北京市内免税规模测算（二）：以不同口径的人均消费额进行敏感性分析 | 22 - |
| 4.3、若王府井在北京开市内免税店，预计其在市场份额较为可观 | 23 - |
| 4.4、由于市内免税店不用给机场高额扣点且若采用自有物业，净利率高 | 24 - |
| 4.5、免税板块估值高，若项目落地，市值增量空间可观 | 25 - |
| 5、风险提示 | 26 - |
| 图 1、相较于乐天和新罗，新世界免税从业时间最短 | 4 - |
| 图 2、新世界免税发展历程 | 5 - |
| 图 3、韩国三大免税零售商市场份额 | 5 - |
| 图 4、新世界免税销售额增速迅猛（十亿韩元） | 5 - |
| 图 5、2015-2018 全球旅游零售收入规模 TOP25(百万欧元) | 6 - |
| 图 6、韩国免税行业快速发展原因 | 7 - |
| 图 7、韩国免税市场规模情况 | 7 - |
| 图 8、韩国市内免税牌照数量情况（块） | 8 - |
| 图 9、韩国免税消费结构——按人群 | 9 - |
| 图 10、中国人免税消费总额及占比 | 9 - |
| 图 11、仁川机场国际客流占比超 75% | 10 - |
| 图 12、仁川机场各免税商免税店数量（家） | 10 - |
| 图 13、新世界百货具备各大精品品牌资源 | 11 - |
| 图 14、新世界百货旗下拥有多个自主品牌 | 11 - |
| 图 15、新罗、乐天和新世界网上品牌数量对比（个） | 12 - |
| 图 16、新罗、乐天和新世界网上 SKU 对比（个） | 12 - |
| 图 17、新世界现金流量情况（亿元） | 12 - |
| 图 18、新世界百货面向中国顾客的优惠 | 13 - |
| 图 19、新世界免税于 2013 年开拓中文购物网站 | 13 - |
| 图 20、韩国免税企业线上销售额占比 | 13 - |

| | |
|---|------|
| 图 21、新世界“3 小时前”网上商店展示 | 14 - |
| 图 22、中国免税市场规模情况 | 15 - |
| 图 23、中国与全球免税市场规模增速对比 | 15 - |
| 图 24、中国人奢侈品消费规模（亿欧元） | 15 - |
| 图 25、王府井百货北京店面分布 | 16 - |
| 图 26、王府井母公司首旅集团旗下物业举例——环球影城 | 16 - |
| 图 27、王府井百货具备各大精品品牌资源 | 17 - |
| 图 28、王府井百货具备各大美妆品牌资源 | 17 - |
| 图 29、以北京赛特奥莱为例：行业顶级坪效如何而来 | 18 - |
| 图 30、北京赛特奥莱 | 19 - |
| 图 31、北京首创奥莱 | 19 - |
| 图 32、王府井金流量情况（亿元） | 19 - |
| 图 33、韩国市内免税店中有 13 个在首尔市（个） | 23 - |
| | |
| 表 1、韩国免税政策开放以来主要调整 | 7 - |
| 表 2、韩国前三大免税店基本情况 | 9 - |
| 表 3、新世界网上商城当天购买商品数量（个） | 14 - |
| 表 4、免税运营商的牌照情况 | 16 - |
| 表 5、王府井网上商城主要品类 SKU | 17 - |
| 表 6、王府井天猫旗舰店主要奢侈品牌 | 17 - |
| 表 7、韩国本国人在市内店及口岸店免税购物率情况 | 20 - |
| 表 8、韩国本国人在市内店及口岸店客单价情况 | 20 - |
| 表 9、韩国本国人在市内店及口岸店客人均消费额情况 | 21 - |
| 表 10、北京市内免税销售额敏感性分析方式 1（单位：亿元） | 22 - |
| 表 11、北京市内免税销售额敏感性分析方式 2（单位：亿元） | 22 - |
| 表 12、2016 年才开业的新世界明洞店，2017 年在首尔免税市占率近 12% ... | 23 - |
| 表 13、王府井北京市内免税店市场份额的敏感性测算（单位：亿元） | 24 - |
| 表 14、王府井市内净利率计算过程 | 24 - |
| 表 15、王府井净利率的敏感性分析 | 25 - |
| 表 16、王府井北京市内免税店归母净利润的敏感性分析（单位：亿元） | 25 - |
| 表 17、王府井北京市内免税业务估值的敏感性分析（单位：亿元） | 26 - |

报告正文

1、事件

2020年6月9日，王府井发布公告：公司于2020年6月9日收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》（以下简称“通知”），授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。

2、复盘新世界：从事免税业务仅几年，跻身全球 Top9，韩国 Top3

2.1、新世界免税异军突起，在几年之内便跻身于韩国前三，世界第九

随着2013年韩国市内免税政策调整，免税市场开始引入新的竞争者，新世界作为后起之秀，异军突起，在短短的五年时间内，一跃成为韩国国内第三大免税商。至此，韩国免税行业呈现出乐天、新罗、新世界三足鼎立的局面。2018年，新世界在韩国免税市场的市场份额已增至15.8%；到2019Q1，更是达到了17.9%。

图 1、相较于乐天和新罗，新世界免税从业时间最短



数据来源：乐天、新罗及新世界官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、新世界免税发展历程



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、韩国三大免税零售商市场份额

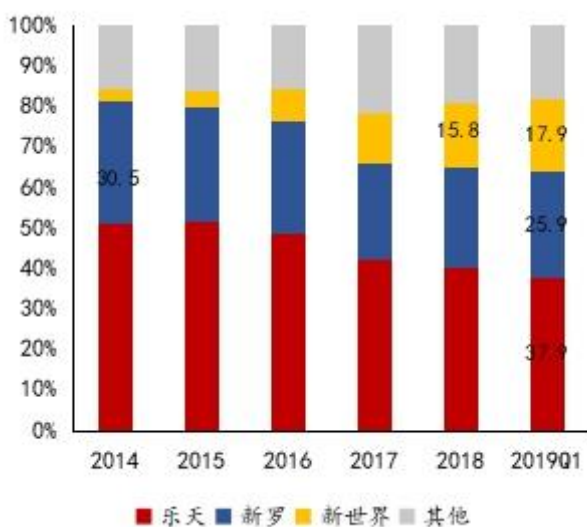
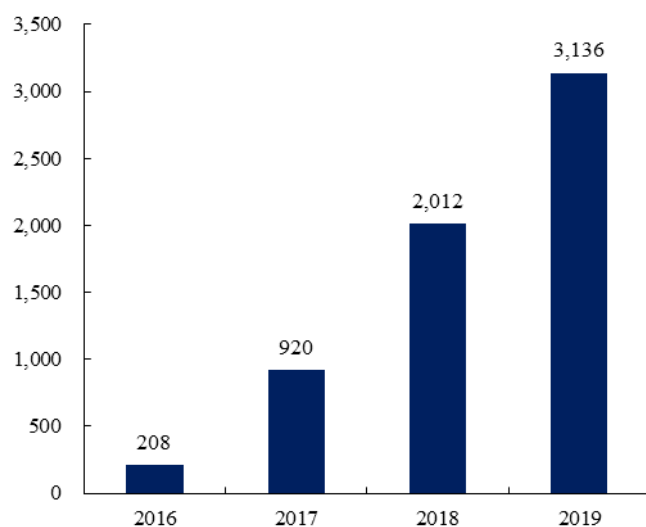


图 4、新世界免税销售额增速迅猛(十亿韩元)



数据来源: KDFA, 新世界官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

从 2015 到 2018 年, 由于亚洲旅游零售市场蓬勃发展, 全球旅游零售商排名上升最快的几家均为亚洲企业, 其中名次上升最快的是韩国的新世界免税, 从 25 名以后到第 9 名。新世界于 2012 年开始经营免税业务, 2015 年还未进入全球 TOP25, 2016 年的排名便到了第 15, 至 18 年已经成为全球第 9 大旅游零售商; 新世界免税为何能在短短几年时间内实现如此快速增长, 后续我们将对此进行详细分析。

| Company | Value | Company | Value | Company | Value | Company | Value |
|----------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------------|-------|
| Dufry | 5683 | Dufry | 7298 | Dufry | 7166 | Dufry Group | 9987 |
| DFS Group | 3770 | Lotte Duty Free | 4783 | Lotte Duty Free | 4842 | Lotte Duty Free | 4093 |
| Lotte Duty Free | 3750 | DFS Group | 4000 | Lagardère Travel... | 3917 | The Shilla Duty Free | 5477 |
| Lagardère Travel... | 3570 | Lagardère Travel... | 3662 | DFS Group | 3670 | China Duty Free Group | 4394 |
| Gebr Heinemann | 2800 | The Shilla Duty Free | 2910 | The Shilla Duty Free | 3412 | Lagardère Travel Retail | 4200 |
| The Shilla Duty Free | 2286 | Gebr Heinemann | 2900 | Gebr Heinemann | 3200 | Gebr Heinemann | 3600 |
| King Power... | 1971 | King Power... | 2003 | King Power... | 2141 | DFS Group | 3154 |
| Dubai Duty Free | 1726 | Dubai Duty Free | 1758 | China Duty Free... | 1994 | King Power International... | 2438 |
| Ever Rich Duty Free | 1570 | Ever Rich Duty Free | 1643 | Ever Rich Duty Free | 1660 | Shinsegae Duty Free | 2375 |
| Sunrise Duty Free | 1344 | Sunrise Duty Free | 1520 | Dubai Duty Free | 1608 | Dubai Duty Free | 1755 |
| Duty Free Americas | 1234 | Duty Free Americas | 1377 | Duty Free Americas | 1499 | Ever Rich Duty Free | 1723 |
| China Duty Free... | 1160 | China Duty Free Group | 1283 | Shinsegae Duty Free | 1356 | Duty Free Americas | 1620 |
| Aer Rianta... | 920 | Aer Rianta... | 1010 | Aer Rianta... | 1058 | Aer Rianta International | 1100 |
| Starboard Cruise... | 823 | Starboard Cruise... | 831 | Starboard Cruise... | 729 | JATCo | 1070 |
| WHSmith | 706 | Shinsegae Duty Free | 763.5 | WHSmith Travel | 702 | Starboard Cruise Services | 762 |
| JR/Duty Free | 660 | WHSmith Travel | 671 | JR/Duty Free | 645 | WHSmith Travel | 745 |
| Sky Connection | 640 | JR/Duty Free | 670 | Sky Connection | 636 | Doota Duty Free | 671 |
| JATCo | 586 | Sky Connection | 646 | DFASS | 572 | NAA Retailing | 660 |
| DFASS | 553 | DFASS | 641 | Flemingo... | 541 | Flemingo International | 655 |
| Tallink Group | 501 | JATCo | 543 | NAA Retailing | 523 | 3Sixty Duty Free | 606 |
| King Power Group... | 484 | Flemingo... | 501 | JATCo | 522 | Sky Connection | 557 |
| Flemingo... | 483 | NAA Retailing | 485.8 | Qatar Duty Free | 416 | Qatar Duty Free | 500 |
| NAA Retailing | 468 | Qatar Duty Free | 475 | Tallink Group | 403 | JR/Duty Free | 425 |
| Qatar Duty Free | 416 | King Power Group... | 422 | King Power Group... | 367 | Tallink Group | 393 |
| Duty Free... | 207 | Tallink Group | 391 | Duty Free Philippines | 184 | King Power Group (Han... | 384 |

2.2、原因之一：身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上

在新世界开始做免税业务以前，韩国的乐天和新罗销售额在世界免税市场上名列前茅，发展路径清晰，经营模式成熟，作为综合实力较强的新进入者，站在巨人的肩膀上，新世界免税的后发优势明显。

图 6、韩国免税行业快速发展原因



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、韩国免税市场规模情况



数据来源：KDFA，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、原因之二：乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业

韩国免税市场的发展始于 1979 年，韩国政府允许本土免税运营商经营市内离境免税业务。随后的十几年内，韩国免税行业逐渐形成财阀主导的寡头垄断格局，激烈的行业竞争为韩国免税行业带来迎来爆发式增长。

2013 年起，韩国政府为避免财阀垄断，开始限制大型免税集团（从牌照限制、经营面积等方面限制），并大幅增加免税牌照的发放（主要在首尔地区以外）以及缩短经营期限（10 年至 5 年）和放开市场招投标。

2016 年，在韩国总统大选特殊国情和特殊时期下，韩国市内免税政策不断调整，牌照大量放开以引入新竞争者。

2019 年，韩国开放第一家进境免税店，同时出台新政限制代购人数过多对本国人在市内免税店消费的影响。

表 1、韩国免税政策开放以来主要调整

| 时间 | 政策 |
|---------|--------------------------------|
| 1979 | 开放市内免税店 |
| 1995 | 韩国政府将本国居民离境免税额度提升至 2000 美元 |
| 2002 | 韩国政府颁布《济州国际自由城市特别法》 |
| 2006 | 韩国政府将本国居民离境免税额度进一步提升至 3000 美元 |
| 2012 | 限制垄断，保证中小企业有一定比例以上的免税店 |
| 2013 | 韩国海关总署将市内免税牌照经营期限从 10 年缩减为 5 年 |
| 2015 | 市内免税牌照由过去的自动续约，改变为公开招标 |
| 2016 | 市内免税政策调整，引入新竞争者，新增六家市内免税店 |
| 2019.05 | 开放第一家入境口岸店 |
| 2019.08 | 修订关税法，本国出境购买额度提升至 5000 美元 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

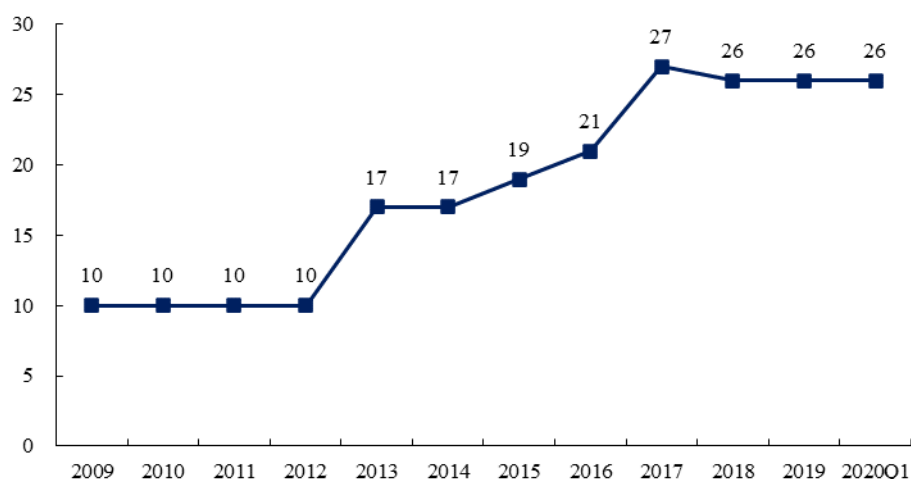
2019.11

韩国海关出台免税渠道新政，旨在限制代购行为

数据来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前韩国免税牌照分布情况如下：口岸出境免税店 29 块、入境免税店 1 块、市内免税店 26 块、离岛免税店 1 块和外交人员免税店 1 块。

图 8、韩国市内免税牌照数量情况（块）



新世界百货公司作为韩国国内零售巨头，一直由于缺乏市内免税牌照而未能进入免税市场。2012 年，新世界收购了位于釜山的天堂免税店并获得其名下的免税牌照正式进入免税市场；在 2013-2016 年间随着政府对免税牌照的放开，新世界凭借其雄厚的财务实力积极竞标，分别获得首尔明洞以及首尔江南的免税店牌照。同时对于机场免税店新世界也积极部署，15 年 9 月在仁川机场开店，并于 18 年在仁川机场拿下了更多的标段。

2.4、原因之三：市内店协同与集群效应明显，又顺利拿下仁川机场

● 韩国免税主要由外国人贡献，市内店地理位置相当重要

在 2011 年前，韩国本国出境游客占免税消费的主导地位，2011 年后外国游客免税消费额开始超过韩国本国人，外国游客尤其是亚洲游客发力，而后中国游客逐渐成为韩国免税市场销售额的最重要来源。中国游客消费额逐年上升，2018 年中国人免税消费额占韩国免税销售总额的 73.42%。而外国人到韩国特别是首尔旅游，基本必去的两个地方则是明洞和江南。

图 9、韩国免税消费结构——按人群

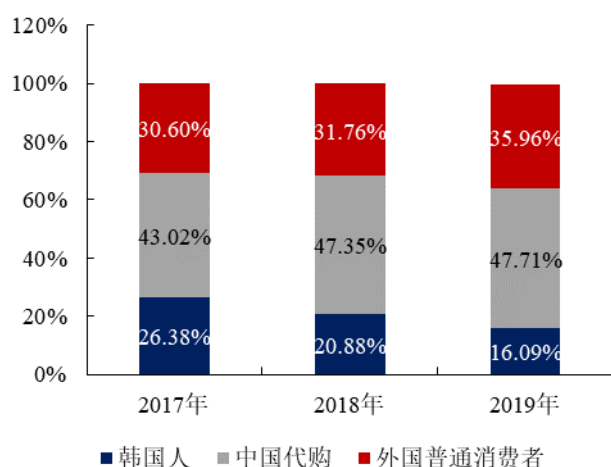
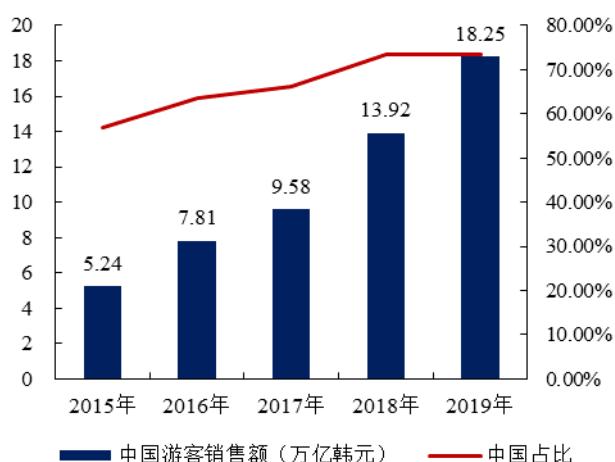


图 10、中国人免税消费总额及占比



数据来源：KDFA，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 新世界明洞店：协同效应叠加集群效应

（1）旗下百货店在明洞拥有近 90 年历史，免税业务与百货业务协同效应明显。

新世界百货商店总店位于 1930 年代韩国最初百货店——三越百货店京城分店的旧址上。新世界百货商店总店作为韩国最早的百货店，具有悠久的历史，是一处可享受高端产品和优质服务的地方；1963 年被三星集团收购，通过公开征名，改名为新世界百货店。新世界免税于 2016 年拿下市内免税牌照后，将免税业务开在新世界百货店的 8-12 层，免税业务很好的享受了新世界百货明洞店的地理优势、品牌知名度和客流量等；

（2）毗邻韩国最大的单体免税店——乐天明洞店，集群效应明显。除此以外，由于新世界明洞店毗邻韩国最大的单体免税店——乐天明洞店，在自身资质较好的前提下，新世界免税很好得享受到了行业的集群效应；

因此，新世界明洞店在短短得两年多时间里，便成为韩国第三大单体市内免税店，2018 年实现销售额 1.99 万亿韩元（约合 115.44 亿元）。

表 2、韩国前三大免税店基本情况

| 店名 | 开业时间 | 免税销售额 (万亿韩元) | 免税销售额 (亿人民币) |
|--------|--------|--------------|--------------|
| 乐天明洞店 | 1980 年 | 4.20 | 244.24 |
| 新罗首尔店 | 1984 年 | 2.88 | 167.63 |
| 新世界明洞店 | 2016 年 | 1.99 | 115.44 |

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● **新世界江南店：依然嫁接于新世界百货江南店、与多家五星级酒店毗邻、购物环境优越**

新世界江南店位于因韩国歌手鸟叔（PSY）名曲《江南 STYLE》而举世闻名的首尔江南地区，2018 年 7 月开业，坐落于拥有上万坪的宽敞空间的新世界百货内部，有超过 1000 种的各式品牌进驻，也是外国游客集聚购物消费的区域；相较于明洞的免税店，江南免税店的空间感更宽阔，购物环境更加优越；除此外，新世界江南分店与多家五星级酒店相邻，包括江南 JW 万豪酒店。

据韩国《中央日报》网站信息，新世界免税店江南店于 2018 年 7 月 18 日开业后，日均销售额(7 月 18 日至 19 日)高达 17 亿韩元，远远超过了预期的 10 亿韩元。

● **布局客流量最大的仁川机场，可大力带动免税销售额及扩大品牌宣传效应**

机场是发展成熟的免税渠道，随着韩国经济发展、国民出入境人数增长、国外游客增长，韩国的机场免税业蓬勃发展。新世界积极加入机场免税，2015 年 9 月，首次开立仁川机场店，并在 18 年获得仁川机场 T1、T2 航站楼多标段的免税经营权。目前，新世界在机场内的免税店数量高达 79 家，远超新罗的 38 家以及乐天的 18 家。在韩国国际客流占比超 76% 的仁川机场拿下最多的免税店铺，不但大力带动了公司的免税销售额，还给新世界免税此品牌带来了极大的广告效应，进而促进市内及网上免税店的销售。

图 11、仁川机场国际客流占比超 75%

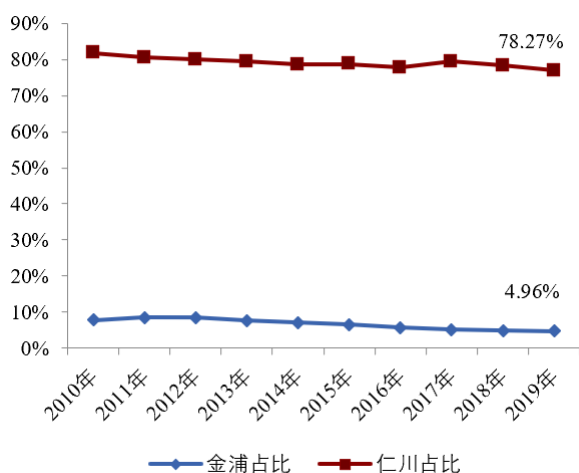
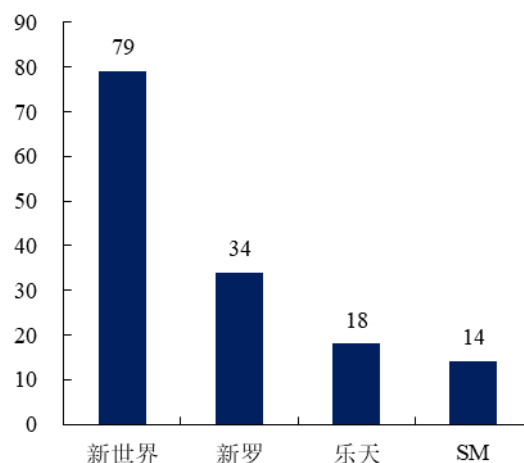


图 12、仁川机场各免税商免税店数量（家）



数据来源：KDFA，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显

● **高端百货起家，天然的品牌优势带动免税店发展**

始于 1930 年的韩国新世界百货，下属韩国新世界集团，是韩国历史最悠久的百货店，始终以“高品质”为发展路线，作为韩国第一家百货店，新世界百货是社会各界名流经常光顾的高级百货店，总店除了世界三大名牌的爱马仕、香奈儿和 LV，

还有只有新世界才有的 GIORGIO ARMANI BLACK LABEL、DENIM MARIA、SHOESHOLIC 等高级品牌商品。

一方面，新世界集团作为韩国零售业巨擘，长达近 90 年的百货零售经验使得新世界百货与世界高端大牌一直保持着良好的合作关系。韩国新世界百货拥有荟萃了一流的海外名品和人气设计品牌的精选馆，汇聚了很多限量版的精选单品。另一方面，新世界百货旗下还拥有 19 个自主品牌，均有良好的知名度，新世界免税店也充分利用此优势吸引目标消费人群。

总而言之，新世界百货涵盖的国际、国内品牌丰富，其免税业务也正是凭借新世界百货自带合作大牌并且兼顾自有品牌的发展，使得新世界在进入免税行业初期，就能快速在免税行业站住脚跟并迅速发展。目前网上免税店销售的品牌种类及 SKU 数量也能与新罗、乐天比肩。

图 13、新世界百货具备各大精品品牌资源

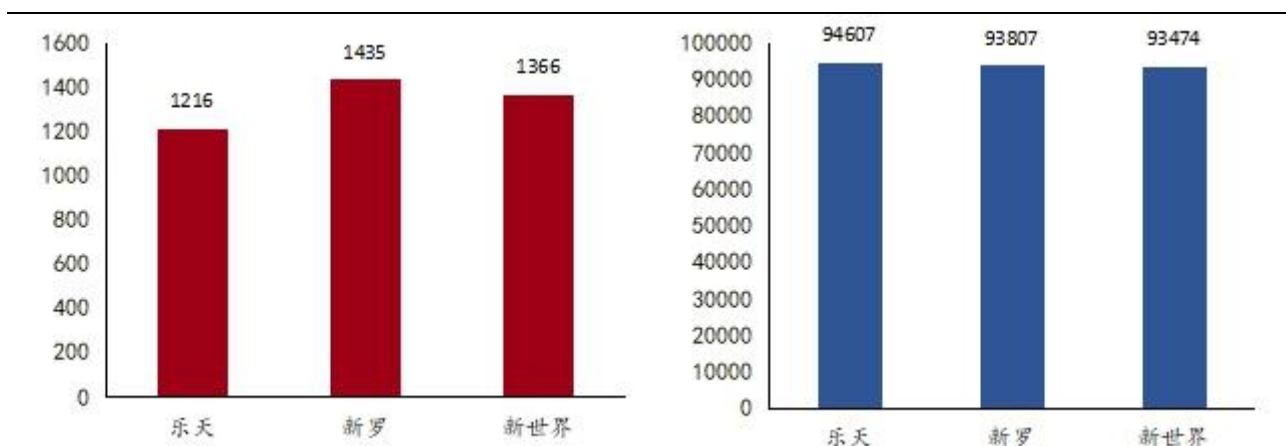


图 14、新世界百货旗下拥有多个自主品牌



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、新罗、乐天和新世界网上品牌数量对比(个) 图 16、新罗、乐天和新世界网上 SKU 对比(个)

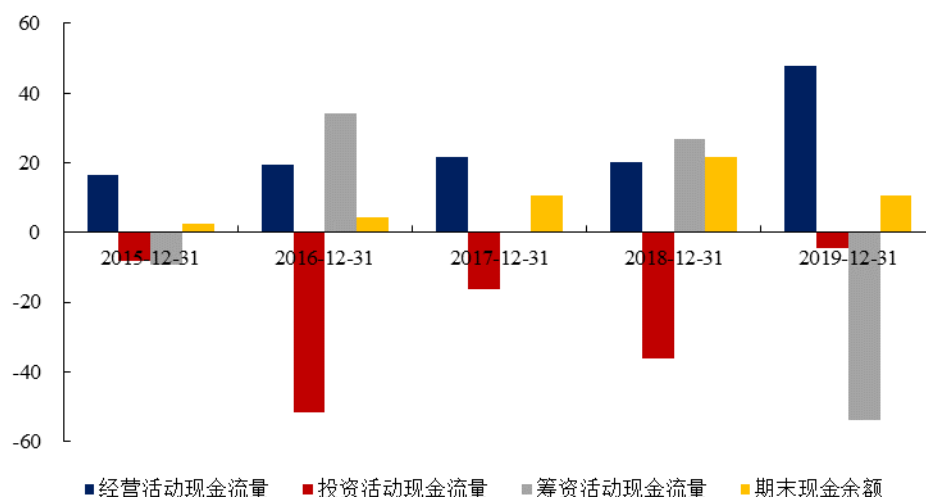


数据来源：各公司，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、原因之五：经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚

新世界免税能在短短的时间内竞标多个免税牌照并且开立多家免税店,与其母公司新世界百货的强大的资金实力是密不可分的。作为韩国国内领先的百货零售企业,新世界百货公司近几年一直保持着良好的经营活动现金流。2016 年公司投资活动现金流出较大,主要是在免税方面的投资活动变多;由于公司为上市公司,融资能力较强,通过自身现金流和融资带来的资金,很好得保证了免税业务的高速发展。

图 17、新世界现金流量情况(亿元)



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7、原因之六：线上免税业务布局虽晚，但发展迅速

线上免税也是韩国免税市场的重要组成部分，线上购物不受营业时间、地点及面

积的限制,极大的方便了游客。2018年,韩国线上免税业销售额达到4.34万亿韩元(约259亿元),同比增长42.5%;远高于韩国口岸店免税销售额增速——6.27%,占韩国整体销售额的比例将近23%,超过了口岸店。

● 公司线上免税业务起步较晚,但发展迅速

乐天和新罗于2000年便开设网上免税店,又分别于2012年12月和2013年7月开通中文版网络免税店;而新世界在2013年才开设了网上免税店,于当年10月才开通了中文线上免税店。

虽然公司线上业务发展较晚,但发展迅速;随着公司市内店及机场店的开设,新世界免税品牌知名度提升,推动着线上业务快速发展,2016年到2018年期间,新世界线上销售额占比逐年提升,到2018年,其线上销售额占比已达19.13%。

图 18、新世界百货面向中国顾客的优惠

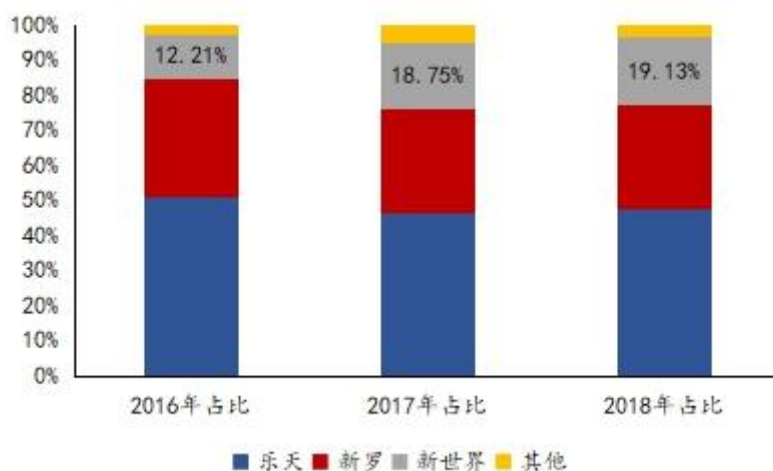


图 19、新世界免税于 2013 年开拓中文购物网站



数据来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、韩国免税企业线上销售额占比



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 与乐天和新罗类似，最晚可在飞机起飞前三小时进行网购

韩国免税店供货系统十分高效，在乐天、新罗和新世界免税店中，带有“当天购”、“3 小时”或者“5 小时”标志的商品，“当天购”的出国日期是指韩国离境日期，“当天购”标志的国际品牌，由仁川机场出境时最晚 3 小时前，由金浦机场出境时最晚 5 小时前可订购。这能最大限度的吸引中转、赶时间以及不想排队的游客，能最大限度的让消费留在市内店或网上免税店，而非机场免税店。目前，新世界免税网上商城里，能实现当天购的商品占比达到了 44.4%。

图 21、新世界“3 小时前”网上商店展示



数据来源：新世界官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、新世界网上商城当天购商品数量（个）

| 分类 | 当天购 | 非当天购 | 当天购占比 |
|----------|-------|-------|--------|
| 彩妆 | 7253 | 5224 | 58.13% |
| 服装配饰/眼镜 | 6962 | 12963 | 34.94% |
| 箱包/钱包 | 4943 | 8185 | 37.65% |
| 护肤 | 4497 | 4368 | 50.73% |
| 香水/美体/美发 | 4192 | 1891 | 68.91% |
| 韩国品牌 | 3167 | 9187 | 25.64% |
| 手表/首饰 | 2940 | 12066 | 19.59% |
| 婴幼儿 | 1337 | 880 | 60.31% |
| 食品/生活用品 | 1162 | 1731 | 40.17% |
| 数码电器 | 734 | 1167 | 38.61% |
| 合计 | 37187 | 57662 | 44.40% |

数据来源：官方商城，兴业证券经济与金融研究院整理

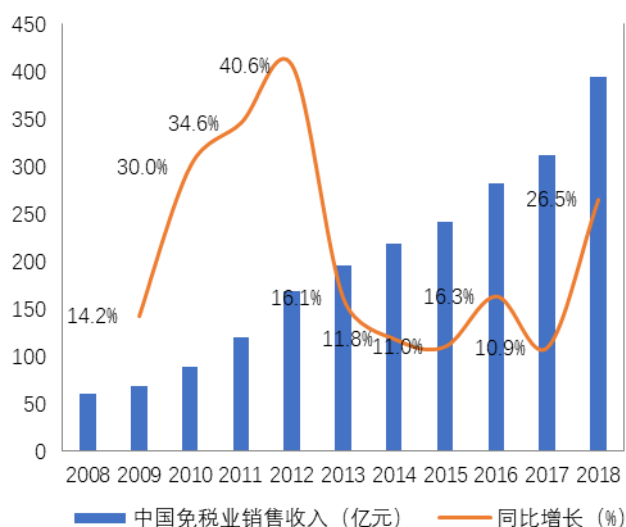
3、对标新世界，王府井免税业务成长空间广阔

3.1、原因之一：身处快速发展的免税市场,中国免税行业蓬勃发展

中国免税行业规模逐年增长，多项政策促海外消费回流。2018 年中国免税销售收入达 395 亿元，同比增长 26.5%，预计 2019 年规模在 500 亿元左右，发展速度显著高于全球免税市场。中国已成为全球第二大奢侈品消费国，2019 年内地奢侈品规模仅占 28%，国家颁布多项政策促进海外消费将逐渐回流。此外，随着免税政策的进一步放宽和免税店布局的逐渐完善，预计中国免税市场规模将持续保持快速增长。

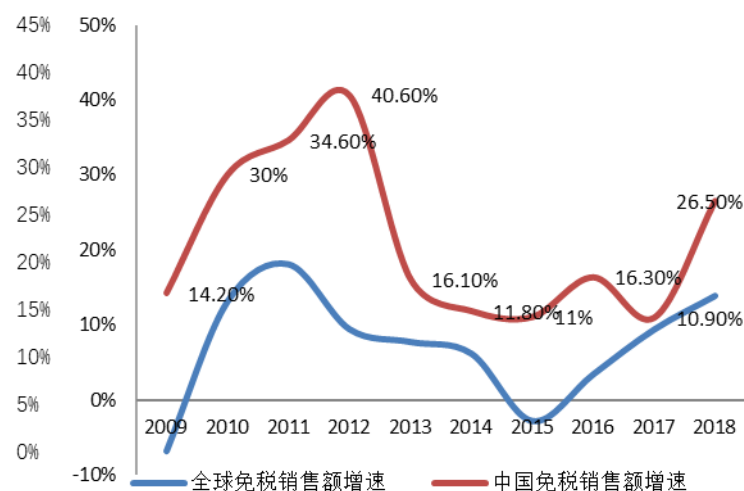
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 22、中国免税市场规模情况



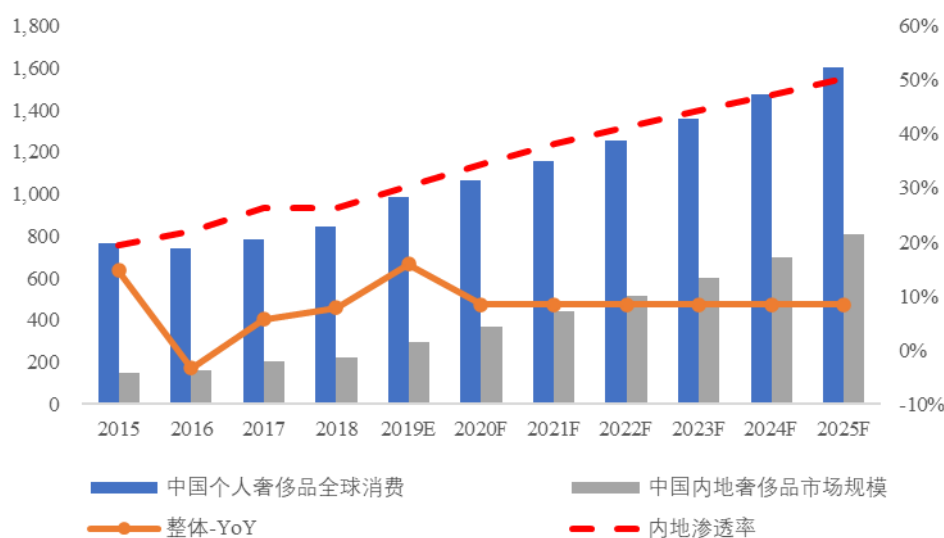
数据来源：商务部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、中国与全球免税市场规模增速对比



数据来源：商务部，Generationresearch，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、中国人奢侈品消费规模（亿欧元）



数据来源：贝恩咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、原因之二：乘政策之风，公司成为多年后唯一新增的免税运营商

前期，我国拥有免税牌照的企业较少，且多年来未有新增牌照。目前我国共有中免、日上免税行（已被中免收购）、海免（已注入中国国旅）、珠免、深免、中出服、中侨等七家企业拥有免税业牌照，稀缺的牌照资源是免税市场的最大行业门槛。王府井是多年来唯一一家新增的免税运营商。

表 4、免税运营商的牌照情况

| 免税运营商 | 口岸免税店 | 离岛免税店 | 出境前市内免税店 | 入境后市内免税店 |
|------------|-------|-------|----------|----------|
| 中免 | √ | √ | √ | |
| 深免 | √ | | | |
| 珠免 | √ | | | |
| 日上 | √ | | | |
| 海免 | √ | √ | | |
| 中出服 | √ | | | √ |
| 中侨 | √ | | | √ |
| 王府井 | — | — | — | — |

数据来源：商务部、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、原因之三：若直接采用自有物业，百货及免税业务协同效应明显

王府井在北京拥有北京百货大楼、东安市场、双安商场、长安商城、右安门王府井购物中心等百货大楼，分布区域以市中心为主，其中除了东安市场外均为自有物业。若直接采用自有物业开展免税业务，则在地理位置、租金费率等方面具备优势。王府井母公司首旅集团旗下物业不少，比如即将开业的环球影城。

图 25、王府井百货北京店面分布



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、王府井母公司首旅集团旗下物业举例——环球影城



数据来源：京城新闻、兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显

精品、香化大牌资源丰富，线上渠道品牌及 SKU 可观。王府井百货成立于 1955 年，前身是享誉中外的新中国第一店——北京百货大楼，历史悠久。公司品牌优势明显，精品类有 Gucci、MK、Coach 等深受国内消费者喜爱的奢侈品牌，美妆

品牌覆盖广泛，囊括了大部分国内外大牌。线上渠道包括网上商城（微信、官网）和天猫旗舰店等，各品类奢侈品牌数量及 SKU 较为可观。

图 27、王府井百货具备各大精品品牌资源

| | | | |
|--------------------|------------------------|---------------------|--------------------|
| MICHAEL KORS | COACH | LONGCHAMP | ck Calvin Klein |
| MCM | VERSACE | FURLA | MARC JACOBS |
| LE Tanneur 1898 | PINKO | Salvatore Ferragamo | GUCCI |
| MARNI | CÉLINE | FENDI | Chloé |
| BALLY | kate spade NEW YORK | LOEWE | GIORGIO ARMANI |
| LANCEL | 期待更多~ | | |

图 28、王府井百货具备各大美妆品牌资源

| | | | |
|-----------|-----------------------|-------------------------|---|
| CHANEL | Dior | ESTÉE LAUDER | GIORGIO ARMANI |
| LANCÔME | SK-II | JHL/EIDO GINZA TOKYO | CLARINS |
| LA MER | sisley PARIS | The history of f | HR |
| Sulwhasoo | Kiehl's SINCE 1851 | CLINIQUE | ORIGINS Power of Nature, Proven by Science. |

数据来源：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、王府井网上商城主要品类 SKU

| 品类 | 数量 |
|------|-----|
| 美妆 | 159 |
| 个护 | 42 |
| 箱包 | 33 |
| 潮鞋 | 15 |
| 配饰 | 194 |
| 部分总计 | 443 |

数据来源：王府井网上商城，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、王府井天猫旗舰店主要奢侈品牌

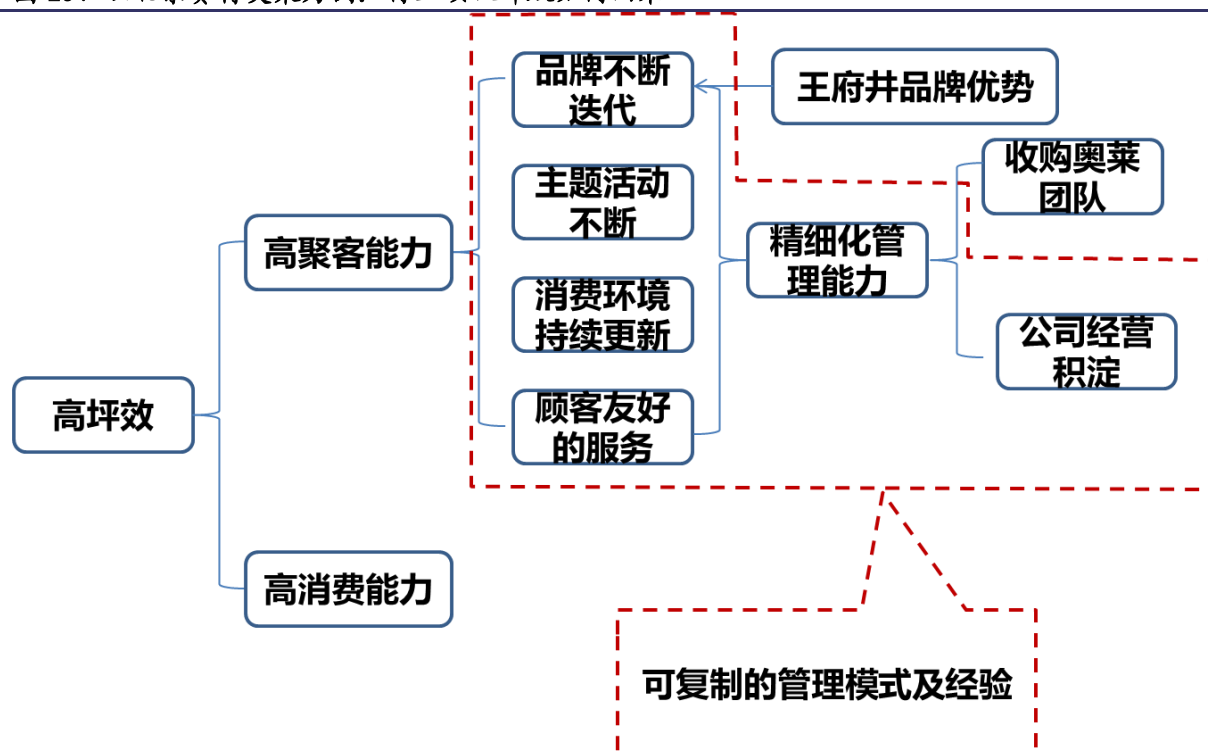
| 品类 | 数量 |
|----------------|----|
| 箱包 | 27 |
| 配饰（包括饰品、眼镜、手表） | 19 |
| 鞋靴 | 5 |
| 部分总计 | 53 |

数据来源：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5、原因之五：精细化运营能力凸出，免税经营无忧

精细化管理能力突出，门店坪效较高。由于过去百货公司主要的通过联营销售商品，市场担心公司获得免税牌照后选品、经营能力较弱，但实际上公司通过长期的经营实现积累了深厚的精细化管理能力，北京赛特奥莱坪效居业界第三。据《奥莱领秀》统计，2018 年，北京赛特奥莱实现营收 20 亿元，坪效达 6.9 万/平方米，位列全国第三；沈阳赛特奥莱坪效达 3.13 万/平方米，位列全国第十九。高坪效依赖于奥莱团队的优质经营能力。

图 29、以北京赛特奥莱为例：行业顶级坪效如何而来



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

经营团队不断进行品牌调整迎合消费趋势。门店于每年6月进行品牌调整，淘汰5%-10%销售能力不佳的品牌，引进国际化（未来有望引进Fendi及Prada）、潮流化及个性化品牌，提升品牌聚合合力以增进会员黏性与购买行为。相对于一成不变的门店布局，消费者更倾向于前往熟悉但会适时微调的购物场所。品牌调整下的红利为公司带来20亿的销售额，其中，会员消费占比达60%。

门店持续翻新改造，小镇式建筑群营造花园式情景吸引更多年轻消费者打卡。据《奥莱领秀》显示，坪效排名前10中有9家门店选择小镇式建筑布局，从而吸引更多年轻消费者观光打卡。作为中国第一个小镇式奥莱，赛特奥莱在建立之初就关注商场娱乐休闲一体化的功能，力求形成差异化的竞争优势。目前，各大小镇式奥莱以步行街为主，绿色植被覆盖率低。鉴于此，公司定期翻新改造并增加绿色景观规模，允许宠物进入小镇，以求视觉上的新鲜感。

图 30、北京赛特奥莱



资料来源：点评网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、北京首创奥莱



资料来源：点评网站，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6、原因之六：现金流稳定，账面资金充沛，上市公司融资能力强

王府井集团于 1994 年上市，是国内百货行业龙头公司，资金实力雄厚。2019 年公司实现经营活动现金净流量 13.43 亿元，截止 20Q1 账面现金余额达 48.23 亿元，现金流量稳定且账面资金充沛。

图 32、王府井现金流量情况（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、北京市内免税店规模、王府井市场份额及净利润分析

4.1、北京市内免税规模测算(一):参照韩国本国人的消费结构进行敏感性分析

- 韩国本国人在市内店购物率、客单价及消费额分别是口岸店的 65%、200%及 130%

由于我国和韩国针对本国人的购物政策不一样,特别是出入境购物限额,在进行对标分析的时候,我们并未选取韩国本国人的免税购物率绝对值及客单价绝对值,而是采取了对应指标市内免税店相对于口岸店的比率。

若只看出境前免税店(市内店及口岸出境店),2019年5月到2020年1月:(1)韩国本国人的“市内店购物率/出入境口岸店购物率”平均值为60%;(2)韩国本国人的“市内店客单价/出入境口岸店客单价”平均值将近200%;(3)从人均销售额来看,韩国本国人的“市内店人均购物额/出入境口岸店人均购物额”平均值为1.3倍。

表7、韩国本国人在市内店及口岸店免税购物率情况

| 时间 | 市内店购物人数(万人次) | 出境店购物人数(万人次) | 入境店购物人数(万人次) | 出境游客人数(万人次) | 市内店购物率 | 出入境店购物率 | 市内店购物率/出入境店购物率 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------|---------|----------------|
| 2019年5月 | 78.23 | 115.34 | 0.13 | 240.12 | 33% | 48% | 68% |
| 2019年6月 | 81.51 | 116.96 | 4.72 | 249.58 | 33% | 49% | 67% |
| 2019年7月 | 83.41 | 113.94 | 3.65 | 264.26 | 32% | 44% | 71% |
| 2019年8月 | 74.40 | 108.79 | 3.96 | 242.76 | 31% | 46% | 66% |
| 2019年9月 | 70.42 | 99.39 | 3.43 | 204.98 | 34% | 50% | 68% |
| 2019年10月 | 69.03 | 104.75 | 3.93 | 215.38 | 32% | 50% | 64% |
| 2019年11月 | 66.20 | 102.73 | 4.08 | 209.02 | 32% | 51% | 62% |
| 2019年12月 | 72.35 | 102.79 | 4.49 | 234.23 | 31% | 46% | 67% |
| 2020年1月 | 70.26 | 103.03 | 4.55 | 251.30 | 28% | 43% | 65% |
| 2020年2月 | 179.96 | 171.73 | 4.72 | 104.68 | 172% | 169% | 102% |
| 2020年3月 | 154.62 | 179.32 | 4.81 | 14.34 | 1078% | 1284% | 84% |
| 2020年4月 | 0.14 | 0.02 | 0.01 | 3.14 | 5% | 1% | 498% |
| 平均数(剔除2020年2-4月) | — | — | — | — | 32% | 48% | 66% |

数据来源:韩国免税协会、兴业证券经济与金融研究院整理

表8、韩国本国人在市内店及口岸店客单价情况

| 时间 | 市内店消费额(亿美元) | 出境店消费额(亿美元) | 入境店消费额(亿美元) | 市内店购物人数(万人次) | 出境店购物人数(万人次) | 入境店购物人数(万人次) | 市内店客单价(美元/人次) | 出入境店客单价(美元/人次) | 市内店客单价/出入境店客单价 |
|----------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|
| 2019年5月 | 1.46 | 1.09 | 0.00 | 78.23 | 115.34 | 0.13 | 187 | 94 | 199% |
| 2019年6月 | 1.49 | 1.10 | 0.04 | 81.51 | 116.96 | 4.72 | 183 | 94 | 195% |
| 2019年7月 | 1.53 | 1.05 | 0.03 | 83.41 | 113.94 | 3.65 | 184 | 92 | 199% |
| 2019年8月 | 1.30 | 0.99 | 0.04 | 74.40 | 108.79 | 3.96 | 175 | 91 | 193% |
| 2019年9月 | 1.33 | 0.94 | 0.03 | 70.42 | 99.39 | 3.43 | 189 | 95 | 198% |
| 2019年10月 | 1.30 | 1.01 | 0.04 | 69.03 | 104.75 | 3.93 | 188 | 97 | 194% |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | | | | | |
|--------------------------|-------|------|------|--------|-----------|--------|-----|-------|-------|
| 2019年11月 | 1.33 | 1.01 | 0.04 | 66.20 | 102.73 | 4.08 | 202 | 98 | 205% |
| 2019年12月 | 1.44 | 1.01 | 0.05 | 72.35 | 102.79 | 4.49 | 199 | 99 | 202% |
| 2020年1月 | 1.34 | 1.03 | 0.05 | 70.26 | 103.03 | 4.55 | 191 | 100 | 191% |
| 2020年2月 | 13.35 | 1.29 | 0.00 | 179.96 | 171.73 | 4.72 | 742 | 73 | 1010% |
| 2020年3月 | 14.69 | 2.32 | 0.05 | 154.62 | 179.32 | 4.81 | 950 | 129 | 738% |
| 2020年4月 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.14 | 0.02 | 0.01 | 495 | 3,778 | 13% |
| 平均数(剔除 2020年2-4 月) | — | — | — | — | 1,075,236 | 36,609 | 189 | 96 | 197% |

数据来源：韩国免税协会、兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、韩国本国人在市内店及口岸店客人均消费额情况

| 时间 | 市内店消费额 (亿美元) | 出境店消费 额(亿美元) | 入境店消 费额(亿美 元) | 出境游客人 数(万人次) | 市内店人均消 费额(美元/人 次) | 出入境店人 均消费额 (美元/人 次) | 市内店人均 消费额/出入 境店人均消 费额 |
|----------------------|-----------------|-----------------|---------------------|-----------------|-------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| 2019年5月 | 1.46 | 1.09 | 10.65 | 240.12 | 61 | 45 | 135% |
| 2019年6月 | 1.49 | 1.10 | 438.57 | 249.58 | 60 | 46 | 130% |
| 2019年7月 | 1.53 | 1.05 | 341.75 | 264.26 | 58 | 41 | 141% |
| 2019年8月 | 1.30 | 0.99 | 377.22 | 242.76 | 54 | 42 | 127% |
| 2019年9月 | 1.33 | 0.94 | 337.48 | 204.98 | 65 | 48 | 136% |
| 2019年10月 | 1.30 | 1.01 | 389.31 | 215.38 | 60 | 49 | 123% |
| 2019年11月 | 1.33 | 1.01 | 417.68 | 209.02 | 64 | 50 | 127% |
| 2019年12月 | 1.44 | 1.01 | 463.99 | 234.23 | 62 | 45 | 136% |
| 2020年1月 | 1.34 | 1.03 | 485.39 | 251.30 | 53 | 43 | 125% |
| 2020年2月 | 13.35 | 1.29 | 25.37 | 104.68 | 1,275 | 124 | 1030% |
| 2020年3月 | 14.69 | 2.32 | 510.76 | 14.34 | 10,248 | 1,653 | 620% |
| 2020年4月 | 0.01 | 0.01 | 4.55 | 3.14 | 22 | 34 | 65% |
| 平均数(剔除2020年2-4 月) | — | — | — | — | 60 | 45.46 | 131% |

数据来源：韩国免税协会、兴业证券经济与金融研究院整理

● 计算公式

方式 1: 北京市内免税销售额=北京出境人次*购物率*客单价

● 假设条件

假设 1: 短中期内, 王府井只在北京开设市内免税店;

假设 2: 2019 年, 北京出境游客人次约为 1333.5 万人次, 为方便计算, 后续我们将计算出出境游客人次分别为 1333.5、1667 (=1333.5*1.25) 和 2000 (=1333.5*1.5) 万人次三种口径。

假设 3: 参照韩国本国购物习惯, 预计北京市内店免税购物率/出入境口岸店免税购物率=65%; 若首都机场出入境游客免税购物率为 50%=(出境购物单数+入境购物单数)/出境游客人次, 则市内免税店购物率为 32.5%)。

假设 4: 参照韩国本国购物习惯, 预计北京市内店免税客单价/出境口岸店免税客单价=2; 首都机场免税客单价为 1275 元=免税销售总额/(出境成交单数+入境成交单数)。

交单数), 则市内免税店客单价可达 2550 元)。

● 计算结果

表 10、北京市内免税销售额敏感性分析方式 1 (单位: 亿元)

| 出境游客人数 (万人次) | 渗透率 客单价 | 1% | 2% | 3% | 4% | 5% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% | 33% | 35% | 40% |
|--------------|------------|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1333.5 | 1000 | 1 | 3 | 4 | 5 | 7 | 13 | 20 | 27 | 33 | 40 | 43 | 47 | 53 |
| | 1500 | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 65 | 70 | 80 |
| | 2000 | 3 | 5 | 8 | 11 | 13 | 27 | 40 | 53 | 67 | 80 | 87 | 93 | 107 |
| | 2500 | 3 | 7 | 10 | 13 | 17 | 33 | 50 | 67 | 83 | 100 | 108 | 117 | 133 |
| | 2550 | 3 | 7 | 10 | 14 | 17 | 34 | 51 | 68 | 85 | 102 | 111 | 119 | 136 |
| | 3000 | 4 | 8 | 12 | 16 | 20 | 40 | 60 | 80 | 100 | 120 | 130 | 140 | 160 |
| | 4000 | 5 | 11 | 16 | 21 | 27 | 53 | 80 | 107 | 133 | 160 | 173 | 187 | 213 |
| | 5000 | 7 | 13 | 20 | 27 | 33 | 67 | 100 | 133 | 167 | 200 | 217 | 233 | 267 |
| 1667 | 1000 | 2 | 3 | 5 | 7 | 8 | 17 | 25 | 33 | 42 | 50 | 54 | 58 | 67 |
| | 1500 | 3 | 5 | 8 | 10 | 13 | 25 | 38 | 50 | 63 | 75 | 81 | 88 | 100 |
| | 2000 | 3 | 7 | 10 | 13 | 17 | 33 | 50 | 67 | 83 | 100 | 108 | 117 | 133 |
| | 2500 | 4 | 8 | 13 | 17 | 21 | 42 | 63 | 83 | 104 | 125 | 135 | 146 | 167 |
| | 2550 | 4 | 9 | 13 | 17 | 21 | 43 | 64 | 85 | 106 | 128 | 138 | 149 | 170 |
| | 3000 | 5 | 10 | 15 | 20 | 25 | 50 | 75 | 100 | 125 | 150 | 163 | 175 | 200 |
| | 4000 | 7 | 13 | 20 | 27 | 33 | 67 | 100 | 133 | 167 | 200 | 217 | 233 | 267 |
| | 5000 | 8 | 17 | 25 | 33 | 42 | 83 | 125 | 167 | 208 | 250 | 271 | 292 | 333 |
| 2000 | 1000 | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 65 | 70 | 80 |
| | 1500 | 3 | 6 | 9 | 12 | 15 | 30 | 45 | 60 | 75 | 90 | 98 | 105 | 120 |
| | 2000 | 4 | 8 | 12 | 16 | 20 | 40 | 60 | 80 | 100 | 120 | 130 | 140 | 160 |
| | 2500 | 5 | 10 | 15 | 20 | 25 | 50 | 75 | 100 | 125 | 150 | 163 | 175 | 200 |
| | 2550 | 5 | 10 | 15 | 20 | 26 | 51 | 77 | 102 | 128 | 153 | 166 | 179 | 204 |
| | 3000 | 6 | 12 | 18 | 24 | 30 | 60 | 90 | 120 | 150 | 180 | 195 | 210 | 240 |
| | 4000 | 8 | 16 | 24 | 32 | 40 | 80 | 120 | 160 | 200 | 240 | 260 | 280 | 320 |
| | 5000 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 100 | 150 | 200 | 250 | 300 | 325 | 350 | 400 |

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、北京市内免税规模测算(二): 以不同口径的人均消费额进行敏感性分析

● 计算公式

方式 2: 北京市内免税销售额=北京出境人次*人均消费额。

● 假设条件

假设短中期内, 王府井只在北京开设市内免税店。

● 计算结果

表 11、北京市内免税销售额敏感性分析方式 2 (单位: 亿元)

| 各口径人均客单价说明 | 出境游客人数 (万人次) | 1334 | 1387 | 1442 | 1500 | 1560 | 1622 | 1687 | 1755 | 1825 | 1898 | 2000 |
|------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 首都机场人均消费额 | 637 | 85 | 88 | 92 | 96 | 99 | 103 | 108 | 112 | 116 | 121 | 127 |
| 参照韩国本国 | 829 | 111 | 115 | 120 | 124 | 129 | 134 | 140 | 145 | 151 | 157 | 166 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 人, 首都机场人均消费额*1.3 倍 | | | | | | | | | | | | |
| 预计 2019 年海南离岛游客人均购物额 (不算代购部分) | 1000 | 133 | 139 | 144 | 150 | 156 | 162 | 169 | 175 | 182 | 190 | 200 |
| —— | 2000 | 267 | 277 | 288 | 300 | 312 | 324 | 337 | 351 | 365 | 380 | 400 |
| —— | 3000 | 400 | 416 | 433 | 450 | 468 | 487 | 506 | 526 | 547 | 569 | 600 |
| —— | 4000 | 533 | 555 | 577 | 600 | 624 | 649 | 675 | 702 | 730 | 759 | 800 |
| —— | 5000 | 667 | 693 | 721 | 750 | 780 | 811 | 844 | 877 | 912 | 949 | 1000 |
| 中国普通消费者在韩国的人均消费额 (不算代购部分) | 6000 | 800 | 832 | 865 | 900 | 936 | 973 | 1012 | 1053 | 1095 | 1139 | 1200 |
| —— | 7000 | 1800 | 1832 | 1865 | 1900 | 1936 | 1973 | 2012 | 2053 | 2095 | 2139 | 2200 |
| —— | 8000 | 2800 | 2832 | 2865 | 2900 | 2936 | 2973 | 3012 | 3053 | 3095 | 3139 | 3200 |
| —— | 9000 | 3800 | 3832 | 3865 | 3900 | 3936 | 3973 | 4012 | 4053 | 4095 | 4139 | 4200 |
| —— | 10000 | 4800 | 4832 | 4865 | 4900 | 4936 | 4973 | 5012 | 5053 | 5095 | 5139 | 5200 |

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、若王府井在北京开市内免税店, 预计其在市场份额较为可观

- 首尔有十三家免税店, 作为后入者的新世界, 在开业第二年市占率及达 12%

在免税牌照放开以前, 首尔基本被乐天和新罗所占据; 在牌照放开后, 新世界明洞店作为后入者, 2016 年开业, 2017 年及 2018 年的首尔市占率及达到了 11.50% 和 12.39%。

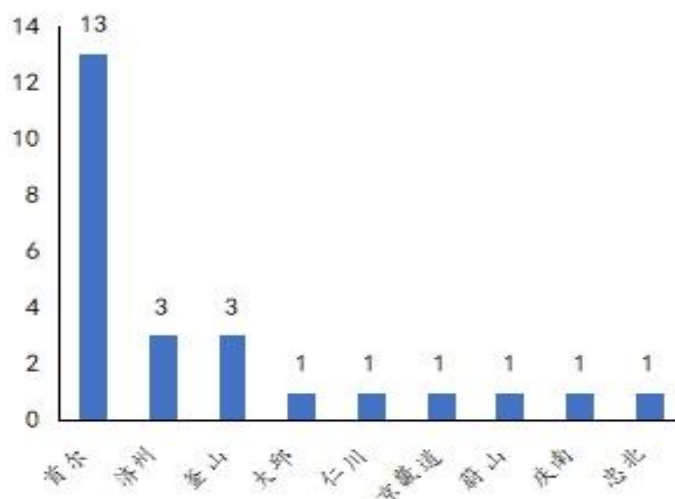
表 12、2016 年才开业的新世界明洞店, 2017 年在首尔免税市占率近 12%

| 年份 | 韩国免税销售额 (亿元) | 首尔免税销售额 (亿元) | 新世界明洞店销售额 (亿元) | 新世界免税在首尔地区的市占率 |
|--------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 2017 年 | 857.62 | 617.48 | 71.00 | 11.50% |
| 2018 年 | 1123.87 | 809.18 | 100.25 | 12.39% |

数据来源: 韩国免税协会

首尔有 13 家市内免税店, 在如此激烈的竞争下, 短短 1 年时间, 新世界百货就拿到了 13% 的份额, 表现优异。

图 33、韩国市内免税店中有 13 个在首尔市 (个)



数据来源：韩国免税协会、兴业证券经济与金融研究院整理

若后续北京市内免税店仅有王府井和新世界两家公司，预计王府井市占率可能高于新世界免税在首尔的市占率情况。

表 13、王府井北京市内免税店市场份额的敏感性测算（单位：亿元）

| 北京市内免税店规模（亿元） 市占率 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 80 | 110 | 140 | 170 | 200 |
|----------------------|----|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|
| 5% | 1 | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 | 6 | 7 | 9 | 10 |
| 10% | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 8 | 11 | 14 | 17 | 20 |
| 15% | 2 | 3 | 5 | 6 | 8 | 12 | 17 | 21 | 26 | 30 |
| 20% | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 16 | 22 | 28 | 34 | 40 |
| 25% | 3 | 5 | 8 | 10 | 13 | 20 | 28 | 35 | 43 | 50 |
| 30% | 3 | 6 | 9 | 12 | 15 | 24 | 33 | 42 | 51 | 60 |
| 35% | 4 | 7 | 11 | 14 | 18 | 28 | 39 | 49 | 60 | 70 |
| 40% | 4 | 8 | 12 | 16 | 20 | 32 | 44 | 56 | 68 | 80 |
| 45% | 5 | 9 | 14 | 18 | 23 | 36 | 50 | 63 | 77 | 90 |
| 50% | 5 | 10 | 15 | 20 | 25 | 40 | 55 | 70 | 85 | 100 |

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、由于市内免税店不用给机场高额扣点且若采用自有物业，净利率高

● 假设条件

- （1）王府井持有免税店的股权比例为 100%；
- （2）王府井市内免税店普通期间费率为 5%；
- （3）王府井特许经营费率为 1%。

● 净利率

表 14、王府井市内净利率计算过程

| 王府井免税店 | 项目 |
|--------|----|
|--------|----|

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | |
|--------|------|
| 毛利率 | 50% |
| 普通期间费率 | 5% |
| 特许经营费率 | 1% |
| 机场扣点率 | 5% |
| 所得税率 | 25% |
| 净利率 | 30% |
| 股权比例 | 100% |
| 归母净利率 | 30% |

数据来源：兴业证券经济与金融股份有限公司

表 15、王府井净利率的敏感性分析

| 毛利率 扣点率 | 40% | 43% | 45% | 48% | 50% |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 5% | 23% | 24% | 26% | 28% | 30% |
| 6% | 22% | 24% | 26% | 27% | 29% |
| 7% | 21% | 23% | 25% | 27% | 29% |
| 8% | 20% | 22% | 24% | 26% | 28% |
| 9% | 20% | 21% | 23% | 25% | 27% |
| 10% | 19% | 21% | 23% | 24% | 26% |
| 15% | 15% | 17% | 19% | 21% | 23% |
| 20% | 11% | 13% | 15% | 17% | 19% |
| 25% | 8% | 9% | 11% | 13% | 15% |
| 30% | 4% | 6% | 8% | 9% | 11% |
| 35% | 0% | 2% | 4% | 6% | 8% |
| 40% | -4% | -2% | 0% | 2% | 4% |

数据来源：兴业证券经济与金融股份有限公司

备注：假设期间费率为 8%，特性经营费率为 1%，王府井对于免税公司的持股为 100%

● 净利润

表 16、王府井北京市内免税店归母净利润的敏感性分析（单位：亿元）

| 营业收入（亿元） 归母净利率 | 2.5 | 5 | 8 | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 | 40 | 50 |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|
| 5% | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.5 |
| 8% | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 2.3 | 3.0 | 3.8 |
| 10% | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 3.0 | 4.0 | 5.0 |
| 13% | 0.3 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | 1.9 | 2.5 | 3.1 | 3.8 | 5.0 | 6.3 |
| 15% | 0.4 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 2.3 | 3.0 | 3.8 | 4.5 | 6.0 | 7.5 |
| 18% | 0.4 | 0.9 | 1.3 | 1.8 | 2.6 | 3.5 | 4.4 | 5.3 | 7.0 | 8.8 |
| 20% | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 3.0 | 4.0 | 5.0 | 6.0 | 8.0 | 10.0 |
| 23% | 0.6 | 1.1 | 1.7 | 2.3 | 3.4 | 4.5 | 5.6 | 6.8 | 9.0 | 11.3 |
| 25% | 0.6 | 1.3 | 1.9 | 2.5 | 3.8 | 5.0 | 6.3 | 7.5 | 10.0 | 12.5 |
| 28% | 0.7 | 1.4 | 2.1 | 2.8 | 4.1 | 5.5 | 6.9 | 8.3 | 11.0 | 13.8 |
| 30% | 0.8 | 1.5 | 2.3 | 3.0 | 4.5 | 6.0 | 7.5 | 9.0 | 12.0 | 15.0 |

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4.5、免税板块估值高，若项目落地，市值增量空间可观

表 17、王府井北京市内免税业务估值的敏感性分析(单位: 亿元)

| 归母净利润(亿元) PE(倍) | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 3.0 | 3.5 | 4.0 | 4.5 | 5.0 |
|--------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 20 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 70 | 80 | 90 | 100 |
| 25 | 13 | 25 | 38 | 50 | 63 | 75 | 88 | 100 | 113 | 125 |
| 30 | 15 | 30 | 45 | 60 | 75 | 90 | 105 | 120 | 135 | 150 |
| 35 | 18 | 35 | 53 | 70 | 88 | 105 | 123 | 140 | 158 | 175 |
| 40 | 20 | 40 | 60 | 80 | 100 | 120 | 140 | 160 | 180 | 200 |
| 20 | 23 | 45 | 68 | 90 | 113 | 135 | 158 | 180 | 203 | 225 |

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

- (1) 系统性风险;
- (2) 政策风险;
- (3) 市场竞争加剧风险等。

附表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 11080 | 13166 | 14847 | 16816 |
| 货币资金 | 8625 | 10709 | 12144 | 13841 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 165 | 182 | 200 | 220 |
| 其他应收款 | 801 | 869 | 957 | 1054 |
| 存货 | 1006 | 1108 | 1219 | 1341 |
| 非流动资产 | 13026 | 10237 | 10096 | 9833 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 1187 | 861 | 861 | 861 |
| 投资性房地产 | 1869 | 60 | 60 | 60 |
| 固定资产 | 5167 | 5319 | 5451 | 5562 |
| 在建工程 | 45 | 49 | 51 | 52 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 894 | 827 | 758 | 669 |
| 资产总计 | 24106 | 23404 | 24944 | 26649 |
| 流动负债 | 8474 | 9335 | 9709 | 10158 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 2373 | 2610 | 2871 | 3158 |
| 其他 | 6101 | 6725 | 6838 | 7000 |
| 非流动负债 | 3566 | 1479 | 1880 | 2281 |
| 长期借款 | 685 | 1085 | 1485 | 1885 |
| 其他 | 2881 | 394 | 395 | 396 |
| 负债合计 | 12040 | 10814 | 11589 | 12439 |
| 股本 | 776 | 776 | 776 | 776 |
| 资本公积 | 4959 | 4959 | 4959 | 4959 |
| 未分配利润 | 4068 | 4570 | 5241 | 5994 |
| 少数股东权益 | 669 | 659 | 642 | 623 |
| 股东权益合计 | 12066 | 12590 | 13355 | 14210 |
| 负债及权益合计 | 24106 | 23404 | 24944 | 26649 |

| 现金流量表 | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 945 | 563 | 1015 | 1106 |
| 折旧和摊销 | 316 | 649 | 670 | 691 |
| 资产减值准备 | 52 | 13 | 3 | 2 |
| 无形资产摊销 | 381 | 380 | 380 | 380 |
| 公允价值变动损失 | -71 | -30 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 235 | -155 | -174 | -189 |
| 投资损失 | -45 | -20 | -10 | -10 |
| 少数股东损益 | -16 | -10 | -17 | -19 |
| 营运资金的变动 | -101 | -767 | -500 | -562 |
| 经营活动产生现金流量 | 1344 | 2177 | 1857 | 2096 |
| 投资活动产生现金流量 | -1438 | 1419 | -725 | -706 |
| 融资活动产生现金流量 | 1370 | -1512 | 303 | 306 |
| 现金净变动 | 1276 | 2084 | 1435 | 1697 |
| 现金的期初余额 | 6950 | 8625 | 10709 | 12144 |
| 现金的期末余额 | 8226 | 10709 | 12144 | 13841 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 26789 | 19328 | 24112 | 25799 |
| 营业成本 | 21258 | 15327 | 18904 | 20278 |
| 营业税金及附加 | 244 | 176 | 220 | 235 |
| 销售费用 | 2919 | 2319 | 2773 | 2889 |
| 管理费用 | 912 | 773 | 844 | 903 |
| 财务费用 | -1 | -155 | -174 | -189 |
| 资产减值损失 | -51 | -51 | -51 | -51 |
| 公允价值变动 | 71 | -30 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 45 | 20 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 1528 | 929 | 1607 | 1744 |
| 营业外收入 | 19 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 102 | 102 | 102 | 102 |
| 利润总额 | 1445 | 847 | 1526 | 1663 |
| 所得税 | 500 | 293 | 528 | 575 |
| 净利润 | 945 | 554 | 998 | 1088 |
| 少数股东损益 | -16 | -10 | -17 | -19 |
| 归属母公司净利润 | 961 | 563 | 1015 | 1106 |
| BPS(元) | 1.24 | 0.73 | 1.31 | 1.43 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 0.3% | -27.9% | 24.8% | 7.0% |
| 营业利润增长率 | -6.2% | -39.2% | 73.1% | 8.5% |
| 净利润增长率 | -20.0% | -41.4% | 80.1% | 9.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 20.6% | 20.7% | 21.6% | 21.4% |
| 净利率 | 3.6% | 2.9% | 4.2% | 4.3% |
| ROE | 8.4% | 4.7% | 8.0% | 8.1% |

| | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 49.9% | 46.2% | 46.5% | 46.7% |
| 流动比率 | 1.31 | 1.41 | 1.53 | 1.66 |
| 速动比率 | 1.19 | 1.29 | 1.40 | 1.52 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 117.0% | 81.4% | 99.7% | 100.0% |
| 应收账款周转率 | 11977.6% | 11118.6% | 12609.8% | 12265.1% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.24 | 0.73 | 1.31 | 1.43 |
| 每股经营现金 | 1.73 | 2.81 | 2.39 | 2.70 |
| 每股净资产 | 14.68 | 15.37 | 16.38 | 17.50 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 24.3 | 41.5 | 23.0 | 21.1 |
| PB | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |