

600859.SH

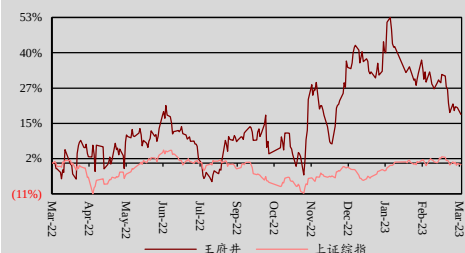
增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 24.86

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.2)	(11.7)	(13.8)	15.0
相对上证综指	(14.0)	(10.0)	(19.0)	15.5

发行股数 (百万)	1,135.05
流通股 (百万)	1,093.47
总市值 (人民币 百万)	28,217.33
3个月日均交易额 (人民币 百万)	491.29
主要股东	
北京首都旅游集团有限责任公司	32.8423

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年3月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

商贸零售：一般零售

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

王府井

百货龙头再度起航，免税业务启新篇章

王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，疫后零售业务已展现出较强恢复韧性。获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目已开始运营，后续有望持续放量，市内免税政策落地预期强化，拓宽业绩想象空间。在“免税+有税”双轮驱动战略布局下，公司发展前景向好。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **王府井：多业态布局的全国零售连锁龙头。**1955年公司前身北京市百货大楼开业，目前已成为国内最大的零售集团之一，并逐步构建了“5+2”的发展格局。2020年公司获批免税全牌照，开启“免税+有税”新征程。
- **传统百货寻求转型，多业态协同共发展。**1) **百货业务奠基：**百货业务营收贡献大，19年占比近7成，近年有所下滑；21年合并首商股份门店数量迅速拓展，同时各门店积极转型。2) **购物中心和奥特莱斯主力拓店：**购物中心和奥莱相对景气，是疫情期间公司主要拓店业态，疫后仍为公司主要发力点。3) **线上线下全渠道融合：**公司加强线上布局，推进全渠道发展。
- **拥抱离岛免税高景气，布局万宁错位竞争促发展。**首个离岛免税项目王府井国际免税港已于23年1月对外试营业。项目坐落于万宁成熟商圈，有望避开三亚、海口地区激烈竞争，并具备一定客流基础；且项目位于三亚海口半小时交通圈，可有效辐射全岛流量。在离岛免税政策红利和行业高景气驱动下，我们预计23-25年项目规模可达13.37/26.45/43.76亿元。
- **市内免税空间宽广，有税协同优势显著。**对标韩国，我国市内免税的规模尚有较大提升空间，出境游复苏态势下，利好政策落地预期强化。公司深耕零售行业多年，优势显著：1) **物业卡位优势：**物业遍布全国一线城市热门商圈，可减少前期成本实现快速改造；2) **会员渠道优势：**公司与众多知名品牌达成合作，自营业务积淀采购经验和潮奢品牌资源，1800万人次的会员体系可为免税业务导流；3) **股东背景优势：**背靠首旅集团，有望享受集团丰富的文旅资源。我们预计25年市内免税规模可达49-62亿元。

估值

- 公司作为全国连锁的标杆百货零售集团，疫后零售业务已展现出较强恢复韧性。获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目已开始运营，在离岛免税高景气驱动下有望持续放量。出境游快速复苏，强化市内免税政策落地预期，拓宽公司业绩想象空间。在“免税+有税”双轮驱动下，公司发展前景向好。我们预计22-24年公司实现营收110.8/139.0/162.5亿元，实现归母净利润2.1/10.0/12.7亿元，对应P/E为133.9/28.2/22.3倍。综上所述，首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 消费信心恢复不及预期、免税业务推进不及预期、行业竞争加剧风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	8,223	12,753	11,080	13,898	16,252
增长率(%)	(69.3)	55.1	(13.1)	25.4	16.9
EBITDA(人民币 百万)	1,348	3,795	2,670	3,920	4,382
归母净利润(人民币 百万)	387	1,340	211	1,002	1,265
增长率(%)	(59.8)	246.6	(84.3)	375.3	26.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.34	1.18	0.19	0.88	1.11
市盈率(倍)	73.0	21.1	133.9	28.2	22.3
市净率(倍)	2.5	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	14.3	8.6	9.4	6.0	5.1
每股股息(人民币)	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3
股息率(%)	0.5	1.5	0.3	1.1	1.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1.王府井：多业态布局的全国零售连锁龙头.....	5
1.1 公司概况：零售龙头历史悠久，持续变革多元布局	5
1.2 财务表现：疫情扰动短暂承压，疫后恢复韧性强劲	7
2.有税：传统百货寻求转型，多业态协同共发展	9
2.1 行业困境：疫情扰动线下客流锐减，格局重塑转型迫在眉睫	9
2.2 破局之道：转型升级改善业态结构，线上线下融合共同发展	10
3 免税：免税业务整装起航，有望绘制第二成长曲线	13
3.1 高端消费回流大势所趋，免税行业前景广阔	13
3.2 岛内免税：携手海南国资企业，强强联合蓄势待发	14
3.3 离岛免税：拥抱行业高景气，错位竞争促发展	14
3.4 市内免税：政策利好空间宽广，有税协同优势显著	17
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	25
5 风险提示.....	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司步入“有税+免税”双轮驱动阶段	5
图表 2. 公司主要股东概览（截至 2022.12.2）	6
图表 3. 公司打造“5+2”业务模式.....	6
图表 4. 百货业务贡献主要营收.....	7
图表 5. 华北地区收入占比近五成.....	7
图表 6. 疫情反弹营收再度下滑.....	7
图表 7. 21 年吸收合并首商股份增厚利润.....	7
图表 8. 新收入准则引起毛利率提升.....	8
图表 9. 收入口径变化致期间费用率有所抬升.....	8
图表 10. 线上零售额占比逐步提升.....	9
图表 11. 线上线下社零增速差距逐步缩窄（限额以上）	9
图表 12. 零供关系发生变革.....	9
图表 13. 疫情下社零总体增速受损.....	10
图表 14. 2022 年商场客流处于震荡恢复期.....	10
图表 15. 首商股份百货门店主要分布在华北地区（家）	11
图表 16. 公司百货门店快速扩张（家）	11
图表 17. 改造后的东安市场.....	11
图表 18. 和平菓局.....	11
图表 19. 购物中心为主力拓店业态.....	12
图表 20. 奥莱业态毛利率显著更优.....	12
图表 21. 公司线上业务营收规模.....	12
图表 22. 王府井集团视频号.....	12
图表 23. 我国境内奢侈品消费占比逐步提升.....	13
图表 24. 国人海外奢侈品消费逐渐回流.....	13
图表 25. 我国免税市场规模持续增长.....	13
图表 26. 王府井与海南橡胶合资成立两家免税品公司.....	14
图表 27. 海垦集团与王府井有望形成协同的板块.....	14
图表 28. 新政以来海南离岛免税销售状况梳理.....	15
图表 29. 节假日海南离岛免税销售状况.....	15
图表 30. 王府井国际免税港外景.....	16
图表 31. 王府井免税港地理位置.....	16
图表 32. 海南离岛免税运营主体.....	16
图表 33. 预计万宁 2025 年过夜游客达 800 万人次.....	17
图表 34. 万宁与三亚、海口客流规模存在差距.....	17

图表 35. 万宁项目规模测算	17
图表 36. 我国市内免税政策梳理	18
图表 37. 我国市内免税店类型	18
图表 38. 韩国市内免税渠道销售额占近九成（2022 年）	19
图表 39. 我国市内免税渠道销售额占比仅 1%	19
图表 40. 我国市内免税店分布	19
图表 41. 韩国离境免税和海南离岛免税额度变化梳理	19
图表 42. 新世界免税跻身全球旅游零售商 TOP10	19
图表 43. 新世界免税销售额迅速增长	20
图表 44. 新世界免税在韩市场份额逐步提升	20
图表 45. 新世界旗下免税店区位	20
图表 46. 新世界免税明洞&釜山门店部分品牌	21
图表 47. 公司部分自有物业分布	21
图表 48. 公司旗下部分品牌	22
图表 49. 首旅集团旗下业务布局	22
图表 50. 首旅集团为环球影城控股股东	22
图表 51. 2025 年北京市内免税规模测算（亿元）	23
图表 52. 2025 年上海市内免税规模测算（亿元）	23
图表 53. 公司营收拆分及盈利预测（百万元）	24
图表 54. 可比公司 2023 年估值状况（截至 2023.3.20）	25
利润表(人民币 百万)	27
现金流量表(人民币 百万)	27
财务指标	27
资产负债表(人民币 百万)	27

1.王府井：多业态布局的全国零售连锁龙头

1.1 公司概况：零售龙头历史悠久，持续变革多元布局

零售龙头历史悠久，持续变革再迎契机。1955年，公司前身北京市百货大楼创立开业，经过六十余年的发展，逐步构建了百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税、专业店等多重业态，是目前国内最大的零售集团之一，其发展历程可大致划分为以下阶段：

(1) 重组改制，成功上市：1955年，公司前身北京市百货大楼开业；1993年公司在百货大楼的基础上改组股份制；1994年成功在上交所挂牌上市。

(2) 百货连锁，持续改革：1996年公司开始在全国推进百货连锁战略；2000年与北京东安集团实施战略重组成立了王府井东安集团，有效整合北京的国有商业资源；2010年公司首次引入战略投资者，并初步实现了混合所有制改革；2013年收购春天百货集团，加速全国连锁化进程。

(3) 丰富业态，拓展渠道：为应对网络零售对传统百货带来的冲击，2014年公司开始实施战略转型，由单一百货业态向百货、购物中心、奥特莱斯等综合零售业态发展，并推动全渠道建设，积极布局线上电商业务；2016年吸收合并王府井国际；2019年公司的国有股权被划转至首旅集团直接持有。

(4) 入局免税，启新征程：2020年5月公司被授予免税品经营资质；2022年10月公司获批在海南万宁的离岛免税运营权，新项目王府井国际免税港已于2023年1月试营业；未来公司有望形成“有税+免税”双轮驱动新格局。

图表 1. 公司步入“有税+免税”双轮驱动阶段

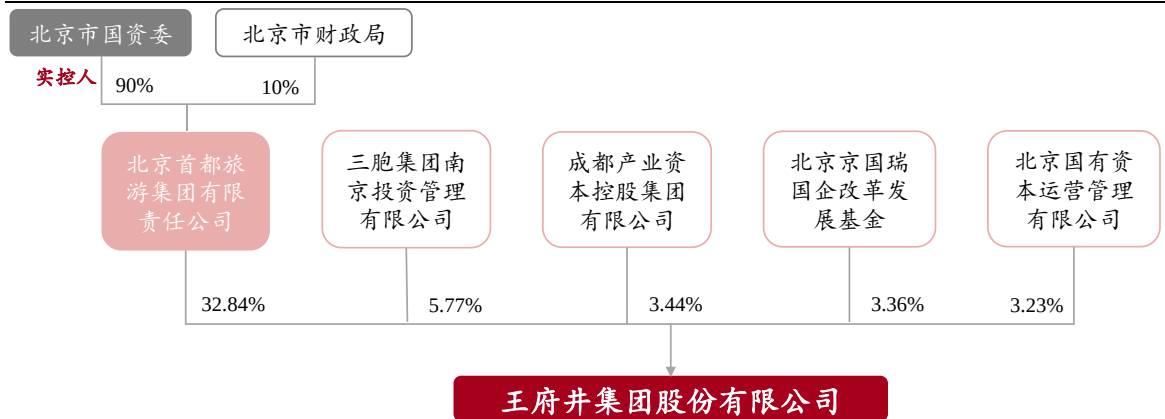


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

简化持股层级，优化治理结构。2017年公司吸收合并母公司王府井国际，简化持股层级，提升决策效率；2019年王府井东安持有的公司全部股份无偿划转给首旅集团，首旅集团成为公司新的控股股东，进一步减少股权结构的中间层级，优化治理结构。

首旅集团赋能公司发展，业务整合发挥协同效应。2021年公司通过换股吸收合并首旅集团旗下的首商股份，解决双方的同质化竞争问题，发挥协同效应，有利于扩大公司在北京甚至全国地区的市场份额。同时，公司有望借助首旅集团在酒店、餐饮、娱乐等方面的资源优势，实现多渠道导流，助力免税和有税业务的布局。

图表 2. 公司主要股东概览（截至 2022.12.2）



资料来源：公司公告，中银证券

着力打造“5+2”业务模式，积极推进全国连锁布局。截至 2022 年 H1，公司在全国 7 大经济区域 36 个城市运营 75 家大型综合零售门店，涉及百货、奥特莱斯、购物中心业态，总经营建筑面积达 445 万平方米，主要分布在华北和西南地区。此外，公司还涉及超市业态、专业店以及线上业务，2023 年公司的第一家离岛免税店也于海南万宁开业，开启免税新业态。

图表 3. 公司打造“5+2”业务模式

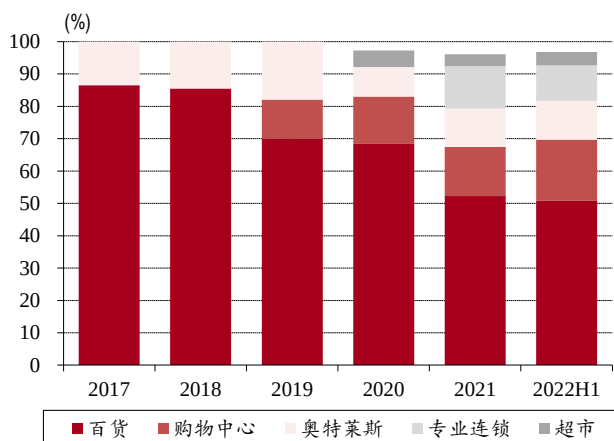
业态	22H1 门店数 (家)	2021 年营收 (亿元)	22H1 营收 (亿元)	22H1 毛利率 (%)	位置分布
百货	38	71.09	30.57	33.56	全国省会及中心城市，包括北京、成都、长沙、太原、西宁、贵阳、洛阳、包头等
购物中心	23	20.61	11.39	49.03	成都、长沙、西安、哈尔滨、南昌、南充、巴中、佛山等
奥特莱斯	14	16.07	7.17	62.84	北京、沈阳、西安、银川、长春、昆明、呼市、郑州等重点城市
超市		4.93	2.48	15.51	
自营					和公司百货及购物中心门店配套布局
合资	15				四川和京津冀、内蒙、江西等地区
专业店	429	17.91	6.61	15.3	
睿锦尚品	23				成都、长沙、太原等
睿高翊	13				
法雅商贸	393				
免税					王府井万宁店于 2023 年 1 月开业
线上	-	超 10 亿元	近 5 亿元		

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

分业态：百货业态为主要收入来源，新业态占比逐步提升。2022H1 百货业态收入为 30.57 亿元，同比下降 15.21%，占比达 50.81%，仍为公司当前营收的主要构成。购物中心/奥特莱斯/专业店/超市收入分别为 11.39/7.17/6.61/2.48 亿元，同比分别+7.22%/-8.78%/-15.96%/-0.71%，购物中心疫情向好恢复优于其他业态，营收同比上升主要受收购新公司 12%股权后并表影响，剔除收购股权影响后同比下降 10.60%，营收占比达 18.93%。奥莱业态在 2022H1 门店闭店数量多、时间长，剔除新店影响后，营收同比下降 17.11%，营收比重达到 11.92%。

分区域：华北、西南、西北为公司核心经营地区。2022H1 公司来自华北、西南、西北地区的收入分别为 29.65/14.73/6.66 亿元，同比分别-14.09%/-8.88%/-13.99%，占比分别为 49.22%/24.46%/11.05%。西南地区营收同比降幅最小，其中贵州、昆明地区经营业绩实现较好，体现出了一定的韧性。华东地区营收同比+29.60%，主要受收购购物中心公司股权后合并报表影响。

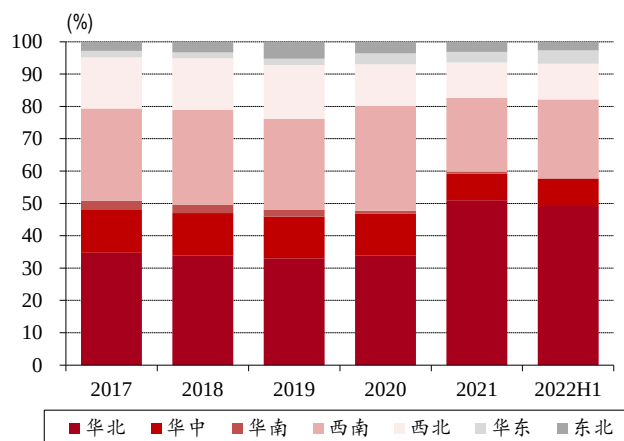
图表 4. 百货业务贡献主要营收



资料来源：公司公告，中银证券

注：2018 年及之前百货业态构成为百货+购物中心

图表 5. 华北地区收入占比近五成



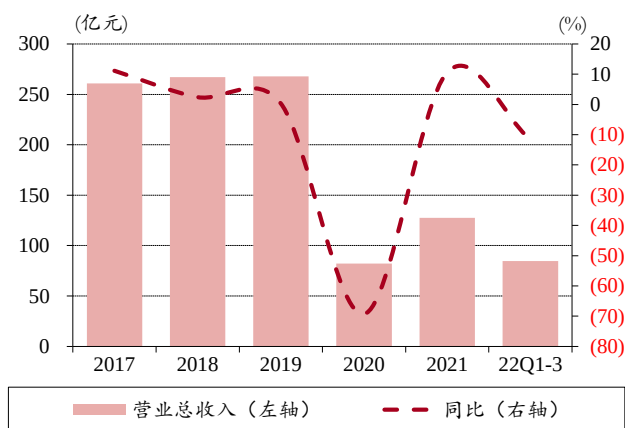
资料来源：公司公告，中银证券

注：占比=各业务收入/未经地区内部抵消营业总收入

1.2 财务表现：疫情扰动短暂承压，疫后恢复韧性强劲

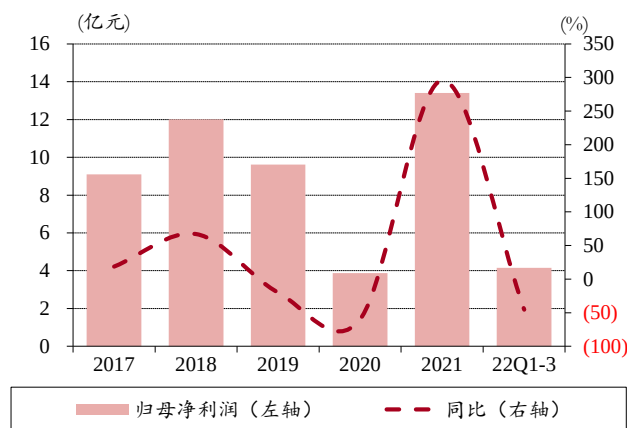
合并首商股份带动利润快速反弹，22 年疫情冲击业绩再度承压。（1）2020 年受疫情冲击影响，公司实现营收 82.23 亿元，在新收入准则可比口径下，同比-5.87%，实现归母净利润 3.87 亿元，同比-59.77%。（2）2021 年公司吸收合并首商股份，并抓住疫情平稳的窗口期大力扩销增效，实现收入 127.53 亿元，同比+10.55%，其中同店同比增长 8.91%；实现归母净利润 13.40 亿元，同比+295.61%；主营业务恢复良好，成本费用控制得当，在剔除重组等非经常性因素后，公司实现扣非归母净利润 9.43 亿元，同比+131.28%。（3）2022 年受疫情反复以及川渝地区高温限电等不利因素叠加影响，公司旗下部分门店阶段性停业，业绩再度承压，22Q1-3 公司实现营收 84.66 亿元，同比-11.65%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比-45.47%。

图表 6. 疫情反弹营收再度下滑



资料来源：Wind，中银证券

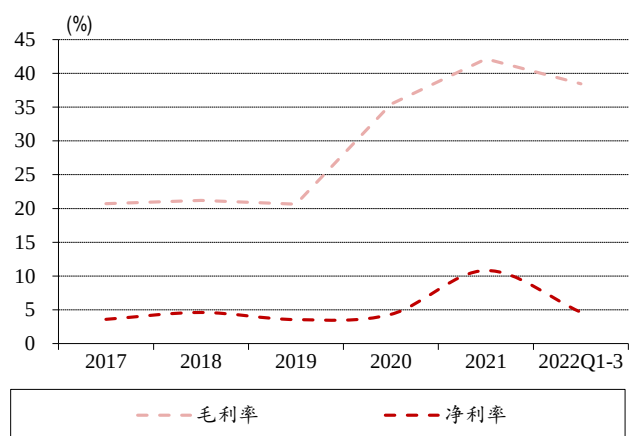
图表 7. 21 年吸收合并首商股份增厚利润



资料来源：Wind，中银证券

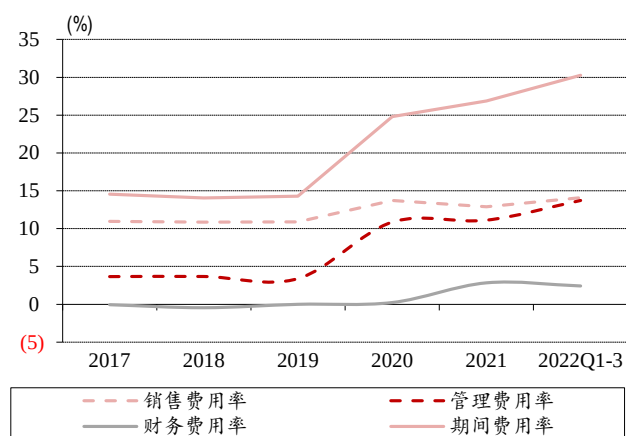
新收入准则致毛利率和期间费用率抬升。自 2020 年公司开始执行新收入准则后，公司联营收入由“总额法”变更为“净额法”核算，2020 年公司联营收入占比达 76%，执行新准则后公司毛利率出现较大波动，2020/2021 年毛利率达 35.43%/42.14%，同比提升 14.78/6.71pct，2022Q1-3 由于疫情再度冲击叠加新开门店的影响，毛利率小幅下滑至 38.46%。随着疫情冲击叠加收入口径变化，公司期间费用率小幅抬升，2022Q1-3 达到 30.27%。

图表 8. 新收入准则引起毛利率提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 收入口径变化致期间费用率有所抬升



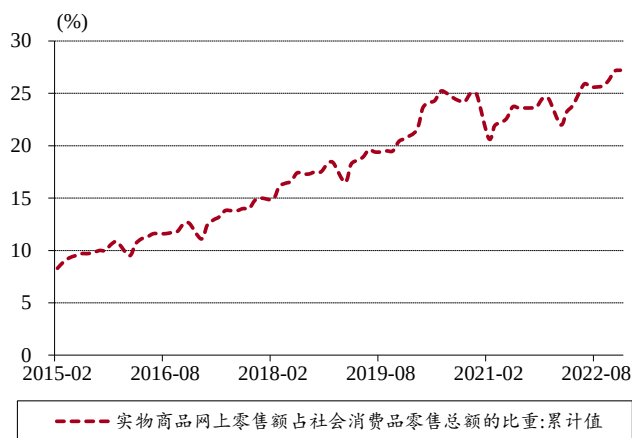
资料来源: Wind, 中银证券

2.有税：传统百货寻求转型，多业态协同共发展

2.1 行业困境：疫情扰动线下客流锐减，格局重塑转型迫在眉睫

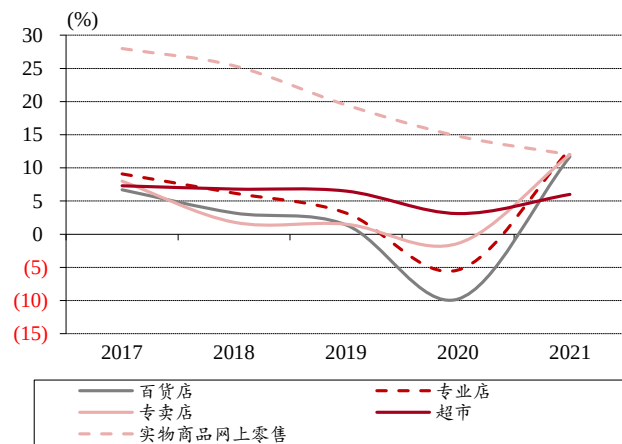
线上渠道崛起挤占客流，零售行业迎来格局重塑。互联网电商平台迅速崛起，凭借信息优势和便捷的比价方式吸引了大量消费者，自 2015 年以来，网上零售额在社零总额中的占比逐步提升，截至 2022 年 12 月已达到 27.2%，百货等传统线下零售业态受到较大冲击。从行业格局来看，一方面随着互联网流量红利逐步退散，当前线上零售扩张速度趋缓，线上线下渠道社零增速已逐步收窄，实体零售企业或再迎新发展机遇。另一方面，随着品牌方自建渠道以及可选终端渠道日益丰富，零售商与品牌商之间的界限逐渐模糊，品牌方在与实体渠道的关系中占据着更强的市场地位，线下零售商面临着转型压力。

图表 10. 线上零售额占比逐步提升



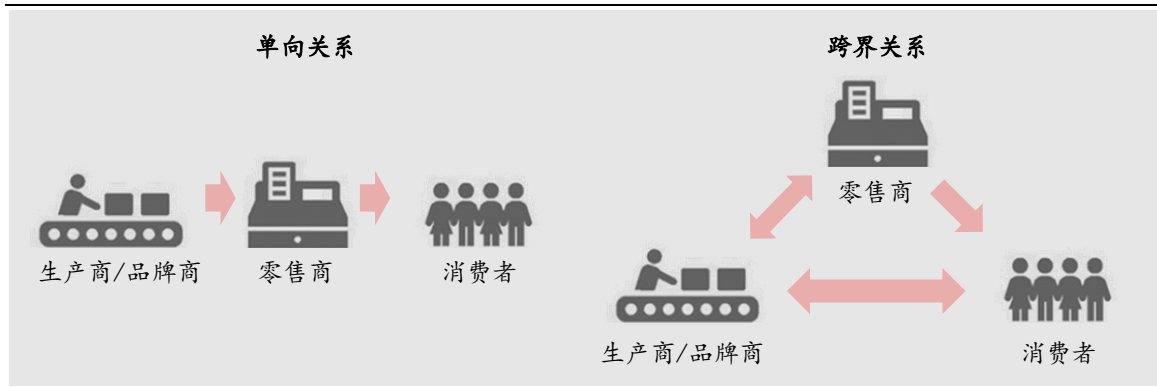
资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 11. 线上线下社零增速差距逐步缩窄 (限额以上)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国百货商业协会, 中银证券

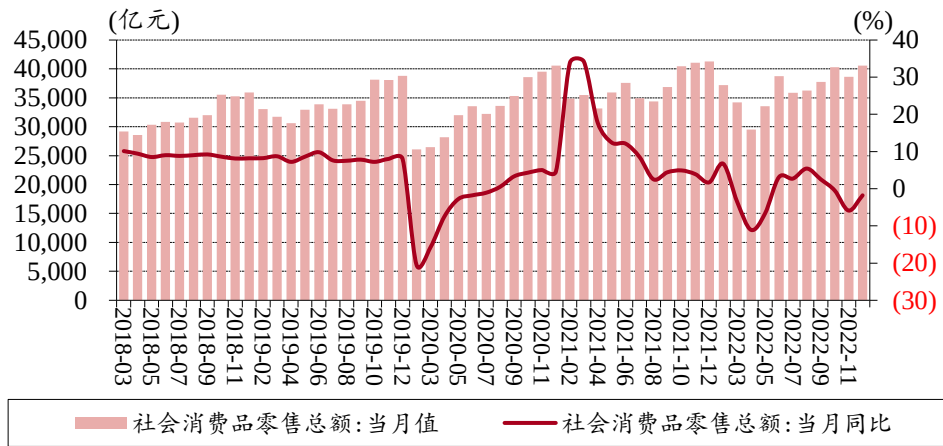
图表 12. 零售关系发生变革



资料来源: 中国百货商业协会, 中银证券

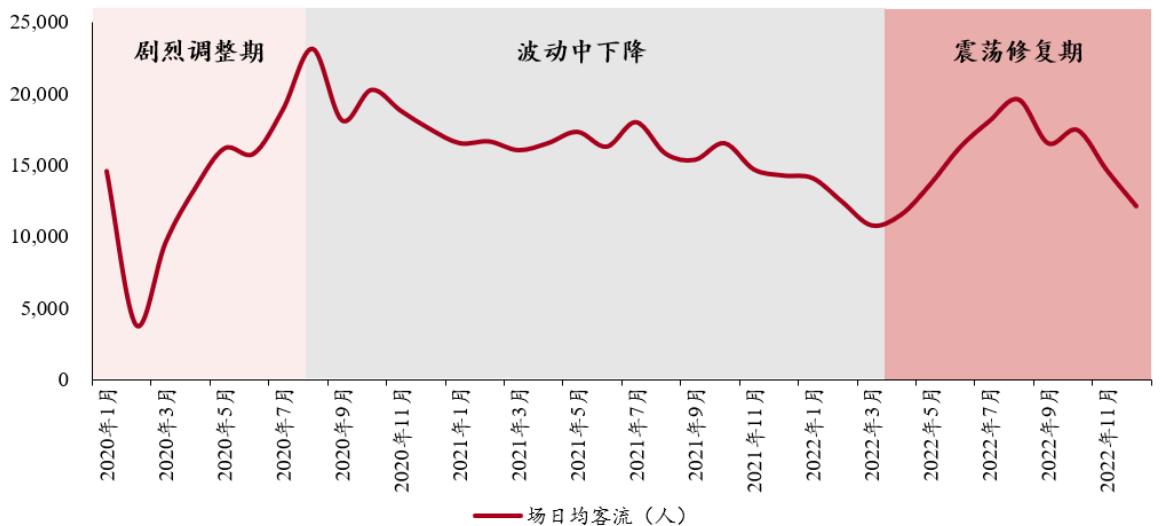
疫情扰动线下客流，当前复苏势头渐显。自 2020 年初疫情以来，线下商超多次经历停摆和重启，2022 年全国商场客流在波动中恢复，社会零售额同比增速尚未恢复到疫前水平。2022 年 12 月疫情管控全面放开，国内经历了第一波大面积感染，春节返乡潮并未引起预想中的二次感染，多地线下消费回暖。据湖南省商务厅数据，全省 376 家重点零售、餐饮企业 2023 年春节假期销售额同比增长 13.8%，其中零售业同比增长 13.9%，恢复至疫情前的 2019 年春节的九成左右。北京市商务局监测，春节假日期间，全市 60 个重点商圈客流量达 2531.1 万人次，恢复至去年同期的 88.7%。据赢商大数据监测的全国 3 万 m² 以上的购物中心客流数据，1 月样本 mall 日均客流恢复至 1.6 万人，环比涨幅高达 36.1%，同比去年春节增长 16.8%。当前疫情影响已逐步消退，春节假期数据也展现出较强的消费信心，后续随着客流的逐步恢复，行业整体前景向好。

图表 13. 疫情下社零总体增速受损



资料来源: Wind, 国家统计局, 中银证券

图表 14. 2022 年商场客流处于震荡恢复期



资料来源: 赢商大数据, 中银证券

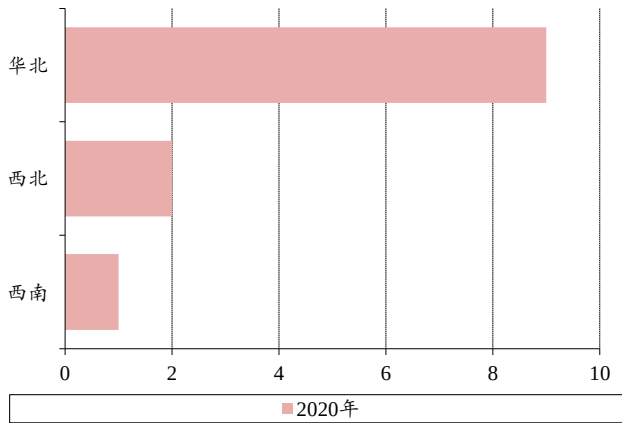
注: 2022 年 3-5 月数据不包含上海, 统计范围为全国商业建筑面积为 3 万 m² 以上的购物中心

2.2 破局之道：转型升级改善业态结构，线上线下融合共同发展

2.2.1 百货：吸收首商扩大规模，一店一策焕新活力

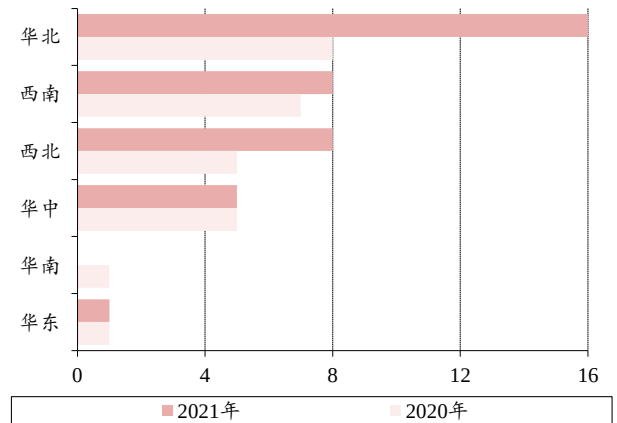
吸收首商整合资源，迅速提升市场份额。百货业态是公司目前最主要的经营业态，经过 60 余年的深耕，销售网络遍布全国省会城市与中心城市，主要采取联营模式经营。截至 2020 年末公司百货门店主要分布在华北、西南地区。2021 年为解决同业竞争危机，公司吸收合并首商股份，充分整合首商股份的供应商、顾客、营销等资源，并将首商集团门店纳入旗下。首商股份共有 12 家百货店，其中 9 家位于北京。重组完成后，公司在华北/西南/西北地区分别新增门店 8/1/3 家，有效提升了公司在北京地区乃至全国的市场份额，实现规模的跨越式提升，2021 年末门店数达到 38 家。

图表 15. 首商股份百货门店主要分布在华北地区（家）



资料来源：首商股份2020 年年报，中银证券

图表 16. 公司百货门店快速扩张（家）



资料来源：公司公告，中银证券

一店一策创新经营，提升门店效益水平。公司百货门店较多，不同门店之间经营水平相差大。为优化百货业态的发展，公司采取“一店一策”的调整思路，对业绩不佳的门店进行焕新升级，构建了精品时尚百货、社区生活中心百货、购物中心化百货、买手制百货等多种特色百货类型。如北京东安市场于 2022 年正式转型买手制百货，引入超 600 个国际一线奢侈品牌，设计师品牌和高街潮牌，买手制百货较普通百货净利率高出约 7-12pct，其经营模式还解决了商品资源同质化、价格战引发的利润缩水等问题。王府井百货大楼引入首个老北京沉浸式体验空间“和平菓局”，高度还原老北京胡同场景，开业一个月后，日最高客流量突破 16000 人，平日日均客流 7000 人，百货大楼在“和平菓局”开业当月客流量同比上升 26%，环比上升 41%；销售额同比增长 8%，其中餐饮收入同比增长 45%，带动王府井百货大楼的销售。

图表 17. 改造后的东安市场



资料来源：北京商报，中银证券

图表 18. 和平菓局



资料来源：搜狐新闻，中银证券

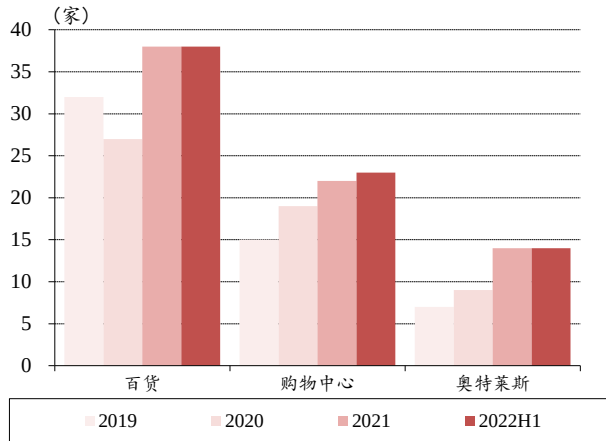
2.2.2 其他：新业态加速拓店，多业态协同发展

购物中心：迎合消费者多元需求，疫情期间主力拓店。随着消费者需求多元化并愈发注重购物体验，购物中心的一站式、体验式消费成为更受欢迎的线下业态，百货向购物中心转型也成为行业趋势。公司自 2011 年发展购物中心业态至今，已在成都、长沙、西安、哈尔滨、南昌、南充、巴中、佛山等地布局。剔除合并首商股份带来的门店增长，疫情期间购物中心为公司的主力拓店业态，2019-2022H1 门店数量分别为 15/19/22/23 家；营收占比也逐步提升，2019 年营收占比为 12.16%，截至 2022H1 已达到 18.93%。疫情期间公司拓店较为谨慎，疫后购物中心仍为公司主攻业态之一，2023 年 1-2 月，购物中心销售规模同比增长近 10%，展现出良好的恢复势头。

奥特莱斯：大品牌小价格，盈利能力突出。奥莱是公司正在加速发展中的业态，现拥有王府井奥莱、赛特奥莱两个优质品牌，主打“大品牌，小价格”的经营理念，以折扣商品来吸引顾客。疫情以来公司奥莱业态的毛利率稳定在 60% 以上，显著高于百货和购物中心，盈利能力突出。疫后恢复态势显著，2023 年 1-2 月销售规模同比增超 26%。

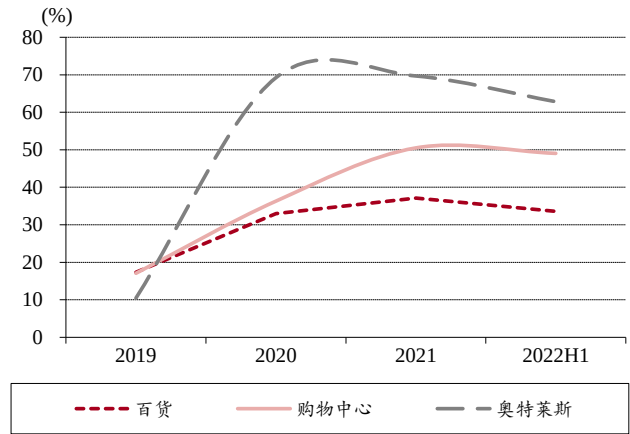
专业店：专注潮奢+运动品牌，打造自营平台。专业店方面，公司已形成以买手制潮奢品牌集合店为经营内容的睿锦尚品、以国际品牌代理为经营内容的睿高翊和以运动品牌为经营内容的法雅商贸两条专营店业务主线。未来公司将积极助力法雅商贸稳步发展，推动其与公司自营业务相结合，充分发挥法雅商贸自身优势，释放销售潜力。

图表 19. 购物中心为主力拓店业态



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 奥莱业态毛利率显著更优



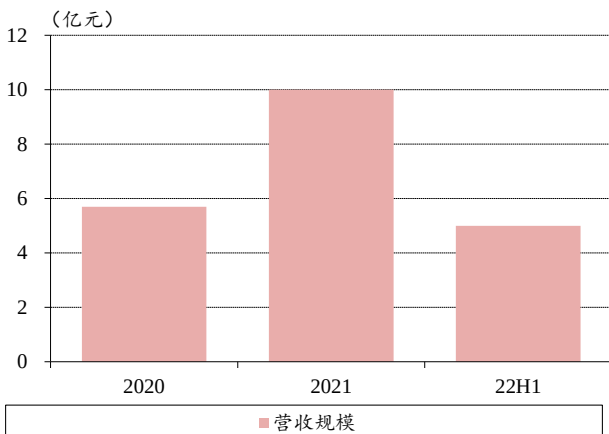
资料来源：公司公告，中银证券

2.2.3 线上：推进线上线下融合，实现全渠道发展

推动全渠道建设，提升数字化水平。疫情期间线下消费逐步向线上转移，线上线下融合的新零售模式也成为大势所趋。公司顺应趋势推动全渠道建设，积极打造“王府井在线平台”，通过线上商城、新媒体、短视频、直播带货等运营模式实现顾客在线、服务在线、营销在线、商品在线的全渠道经营场景，实现线上线下的全面融合。疫情期间线上销售规模持续增长，22H1 达到 5 亿元，2023 年 1-2 月，线上销售同比大幅增长近 50%。

线上渠道方面：公司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及导流方式，为经营提供大力支持，并持续打造微博、微信公众号、抖音、小红书、官网等多种自媒体宣传矩阵，同时强化私域流量运营，截至 22 年 6 月底，集团累计会员超 1800 万人，在线粉丝超 2200 万人。**数字化建设方面：**公司在数据资产平台、数字支付平台、场景移植和科技运用的等方面全面推进，并着力打造智慧门店，实现顾客体验和经营管理的智慧化升级，为顾客提供更优服务体验、更便捷的购物体验。21 年公司门店微商城业务中台试点上线 12 家，新的供应链平台在 32 家百货门店全面上线，进一步推进支付数字化，百货自营商品移动盘点系统上线，实现自营商品盘点、条码管理、库存查询等业务操作的移动化、在线化。

图表 21. 公司线上业务营收规模



资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 王府井集团视频号



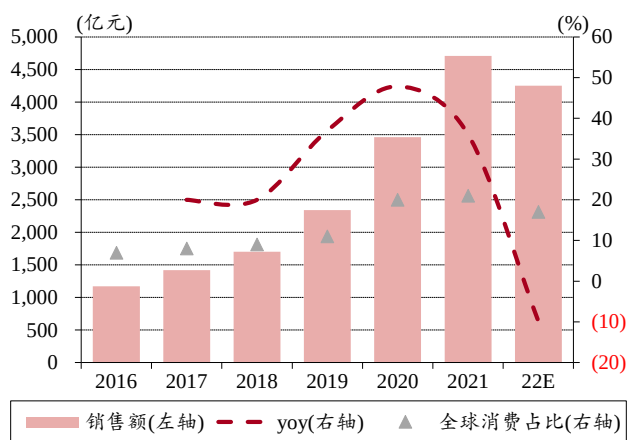
资料来源：王府井集团视频号，中银证券

3 免税：免税业务整装起航，有望绘制第二成长曲线

3.1 高端消费回流大势所趋，免税行业前景广阔

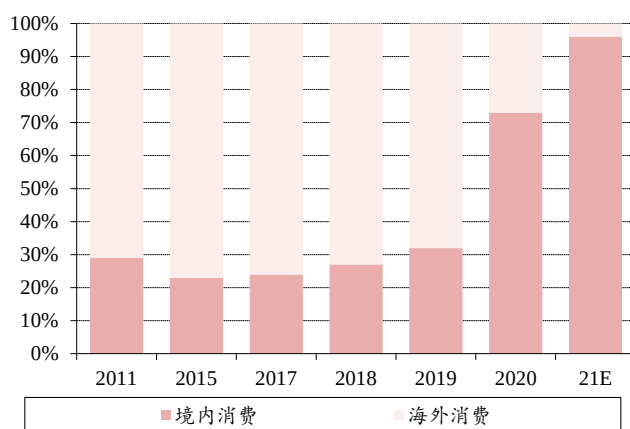
疫情叠加政策放宽，高端消费长期回流趋势不改。近年疫情致出境游受阻叠加国内免税政策放宽，海外奢侈品消费大幅回流。2020 年中国消费者在境内消费比例已超 70%，境内奢侈品消费在全球市场的占比 2019 年几乎翻番达到 20%，2021 年进一步走高。受疫情影响，2022 年国内奢侈品市场略显低迷，但消费群体仍持续扩大。此外，据 BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，消费者增加在境内进行奢侈品消费的原因，34%为被动回流，38%为主动回流，28%为国内消费的主动增长。尽管疫情缓和出境游恢复会造成结构性的消费外流，但伴随政策利好的释放，奢侈品境内外价差的缩小，疫情下消费习惯的培养等，未来境内奢侈品消费市场仍有较大成长空间。据贝恩预计 2025 年中国有望成为全球最大的奢侈品消费市场。

图表 23. 我国境内奢侈品消费占比逐步提升



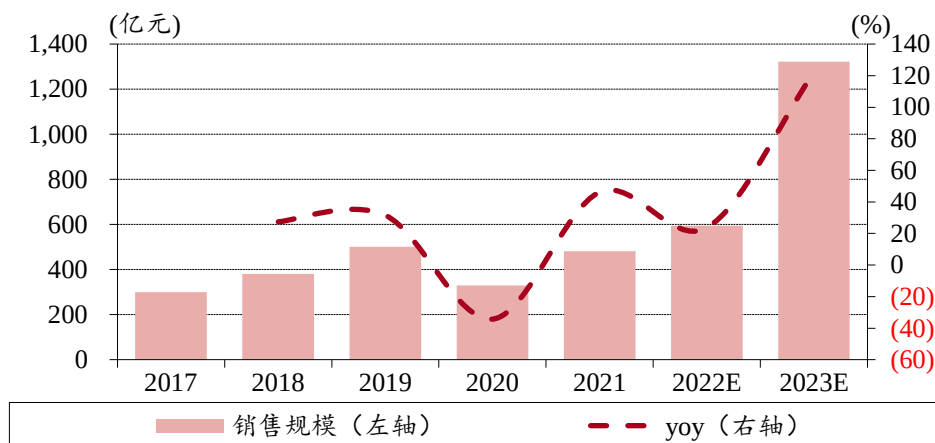
资料来源：贝恩咨询，中银证券

图表 24. 国人海外奢侈品消费逐渐回流



资料来源：贝恩咨询，中银证券

图表 25. 我国免税市场规模持续增长



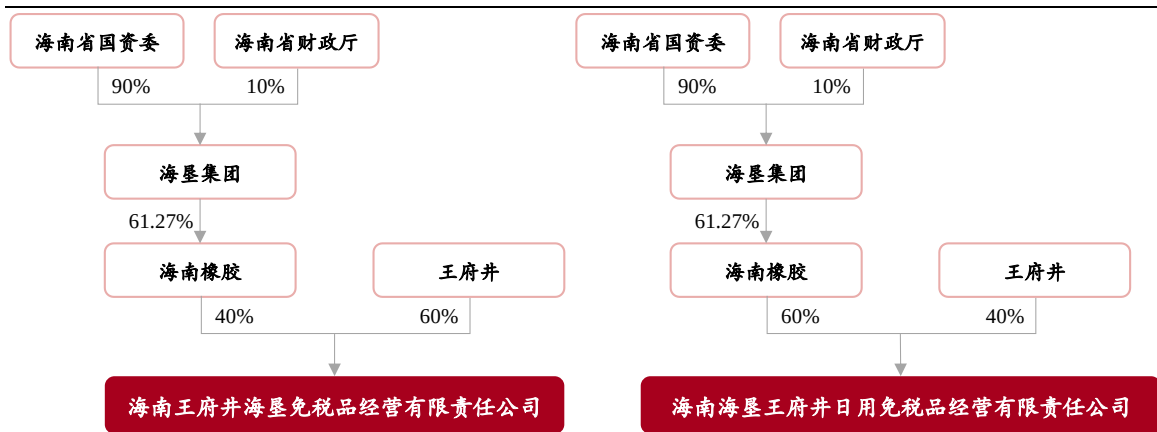
资料来源：弗若斯特沙利文，中银证券

获取免税经营资质，搭建专业管理团队，推动免税业务布局。公司于 2020 年 6 月获得免税品经营资质，成为国内第八个拥有免税牌照的企业；同年 7 月成立北京王府井免税品经营公司，用于开展免税品经营业务。同时公司积极筹建核心管理团队，由集团总裁、董事尚喜平先生亲任王府井免税总经理，全面负责免税业务；集团副总裁曾群女士任免税副总经理，负责免税业务政策研究、政府对接、人力资源、集团内部资源协调等；空降高管李文欣先生任副总经理，负责免税商品中心、运营中心等免税业务等。

3.2 岛内免税：携手海南国资企业，强强联合蓄势待发

携手海南橡胶，试水岛内免税。2021 年 1 月 15 日，王府井与海南橡胶签署了投资合作协议，双方共同出资 1 亿元，设立海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司，作为日用免税品项目的运营主体；并共同出资 1 亿元人民币，设立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司，用于发展运营海南省岛内免税购物中心项目及开展免税品经营管理。两大公司均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民。

图表 26. 王府井与海南橡胶合资成立两家免税品公司



资料来源：公司公告，企查查，中银证券

背靠海南国资委，资源优势显著。海垦集团是海南省国资委全资控股的重要国企以及岛内免税市场的首位入局者，具有充分的先发优势；且海垦集团是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶和热带高效农业业务，同时积极发展旅游地产、商贸物流、金融保险业务等产业，在当地招商、物业方面资源优势显著，有望为公司的免税板块赋能。而王府井作为老牌零售企业，在供应链和经营管理方面具有相对优势，双方强强联合，有望共同挖掘海南自贸港发展红利。

图表 27. 海垦集团与王府井有望形成协同的板块

产业板块	业务布局	协同作用
旅游康养	蓝洋莲花山景区、母瑞山七队美丽乡村、毛公山文化旅游区、南田温泉高尔夫、八一石花水洞等 50 多个景区景点项目已完成开发建设和运营，建成了南田共享农庄、保国共享农庄等一批共享农庄项目，以及垦区一批“百镇千村”项目。其中，莲花山文化景区、石花水洞景区获评 4A 级景区。同时，整合成立了海垦旅游集团，初步建立起包括温泉疗养、热带雨林度假、体育休闲在内的养生产业体系，旅游康养产业已具备较好的发展平台和产业基础。	未来海垦集团将整合内部“旅行社、酒店、景区、景点、主题公园”等旅游产业资源，健全旅游产业链，旅游与免税客群高度重合，有望为免税业务引流。
商贸物流	在全岛逐步建成海垦农产品冷链仓储物流体系，打造标准化、智慧化、国际化的冷链仓储物流专业生态平台。全力谋划海南岛免税居民日用消费品产业。截至 2021 年底，已有 12 家海垦“好生活”居民日用消费品店开张运营。	公司积极布局进口商品全岛终端销售网络，供应链不断完善，有望提高免税业务的运营效率。
商业地产	集团在岛内多地具有土地资源储备及商业地产项目，现有可利用土地 20 多万亩，开发利用条件较为成熟，主要分布在海口、定安、澄迈、儋州、琼海、万宁、陵水、保亭、五指山、三亚和乐东 10 个市县。	集团丰富的土地资源和商业物业可为免税项目提供物业支持。

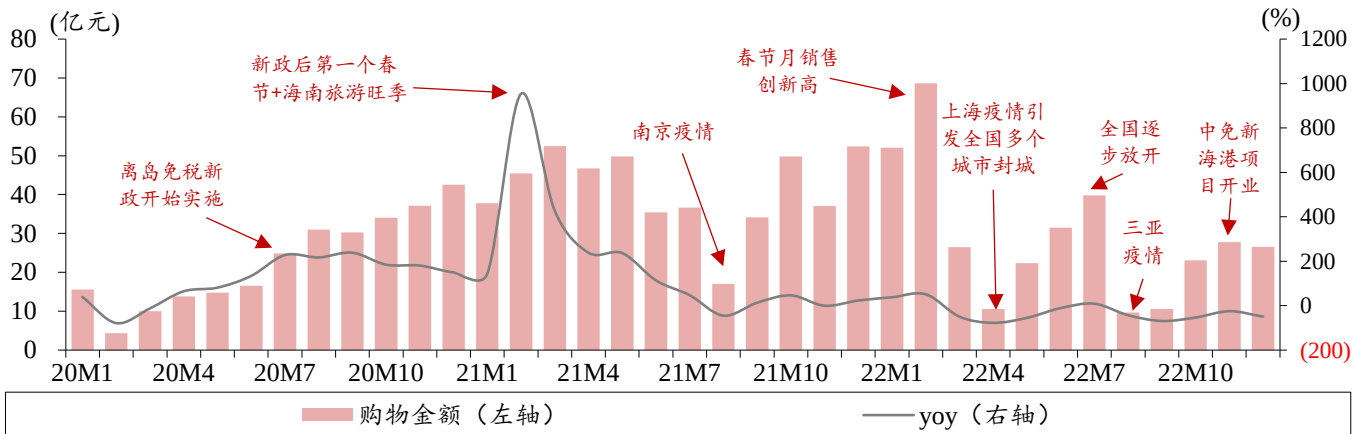
资料来源：海垦集团官网，中银证券

3.3 离岛免税：拥抱行业高景气，错位竞争促发展

3.3.1 离岛免税景气度高，疫后销售快速反弹

受益海南新政红利，离岛免税享高景气。自 2020 年 7 月起，海南离岛旅客每年每人购物额度由 3 万元提升至 10 万元。离岛免税新政实施以来，海南离岛免税销售额总体呈增长趋势，近三年国内疫情频发造成居民出行受限，门店经营也受到扰动。但疫情平稳阶段，离岛免税销售均实现快速回补，且人均销售额在不断提升。

图表 28. 新政以来海南离岛免税销售状况梳理



资料来源：海口海关，财政部，海关总署，cdf 海口国际免税城公众号，中银证券

疫后海南旅游旺季持久，离岛免税销售火热。据海南省文旅厅数据，23 年 1 月海南过夜游客人次达 615 万人，同比增 12.46%，且超出 19 年同期水平。游客基数下离岛免税销售火热，据海口海关统计，23 年春节假期期间，离岛免税购物金额达 15.6 亿元，同比增 5.88%，日均购物金额达 2.2 亿元，客单价达 9959 元；假期后热度仍然持续，1 月 7 日至 2 月 15 日春运期间，离岛免税购物金额 89.5 亿元，购物件数 1007.1 万件，整体客单价达到 1 万元。

图表 29. 节假日海南离岛免税销售状况

	20 国庆	21 元旦	21 春节	21 五一	21 国庆	22 元旦	23 元旦	23 春节
购物金额（亿元）	10.4	5.4	9.97	9.93	14.7	6	4.22	15.6
日均销售额(亿元)	1.3	1.8	1.4	2.0	2.1	2.0	1.4	2.2
Yoy(%)	43.90	195.16	261.00	248.00	66.90	9.70	(30)	5.88
购物人数（万人次）	14.68	7.6	11.5	12.1	18	6.16	4.3	15.7
yoy(%)	43.90	80.90	97.50	141.00	61.60	(49)	(30)	9.51
客单价（元）	7,084.5	7,105.3	8,669.6	8,206.6	8,166.7	9,740.0	9,816.0	9,959.0
购物件数（万件）	99.89	66.9	114	134.5	200	73.9	47.6	
yoy(%)	97.20	200	225	229.00	136	9.74	(36)	
天数	8	3	7	5	7	3	3	7

资料来源：海口海关，中银证券

3.3.2 布局万宁错位竞争，中期预计可达 44 亿规模

首个项目落子万宁，有税+免税融合发展。2022 年 5 月，公司收购海南旅业 100% 股权，7 月万宁首创奥特莱斯正式更名为王府井悦舞小镇并对外经营。2022 年 10 月，公司获准在海南省万宁市经营离岛免税业务，王府井悦舞小镇更名为王府井国际免税港。据王府井免税港公众号，2023 年 1 月 18 日，王府井免税港对外试营业，项目总经营面积为 10.25 万㎡，计划分三期开业，目前一期已经引入香化、酒水等 9 个品类近 400 个品牌，其中海南首进品牌 20 余家。作为公司旗下首家落地运营的免税项目，该项目依托万宁市旅游特色资源，融合线上线下，打造特色的有税+免税购物模式。据海南日报报导，项目试营业首日 2 小时，涌入客流量就达到 2 万人次。

图表 30. 王府井国际免税港外景



资料来源：免税零售专家公众号，中银证券

图表 31. 王府井免税港地理位置



资料来源：百度地图，中银证券

依托成熟商圈，区位优势显著。该项目位于环岛高速入口，距万宁市核心景区三岛一湾仅 15 分钟车程，且位于三亚、海口半小时高铁覆盖圈，区位优势突出，可有效辐射全岛流量。在公司收购海南旅业之前，首创奥莱是海南首家开业并且项目面积最大的奥莱项目，2019 年，万宁奥莱店销售额超 20 亿元，已经具备较为可观的客流基础，构筑了成熟商圈。

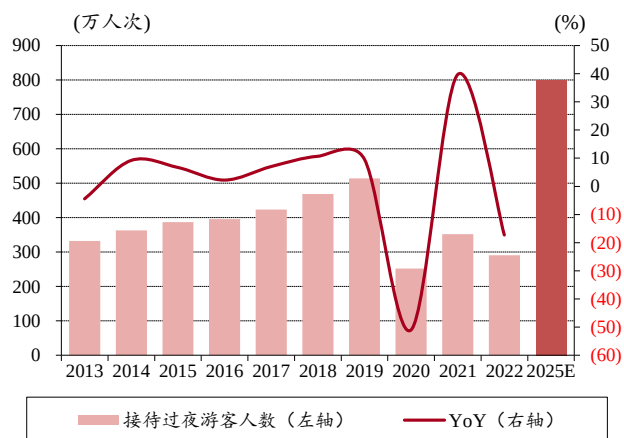
选址错位竞争，政策倾力支持。当前海南离岛免税店多分布在三亚、海口，公司布局万宁可避免激烈竞争，且项目规划面积超 10 万 m^2 ，是除海口国际免税城以外体量最大的免税项目。万宁在客流规模上与海口、三亚存在一定差距，但其依托冲浪基地特色，具有一定的旅游客群基础，2019 年接待过夜游客达 514 万人次。且近年来万宁大力培育冲浪、潜水等新兴体育旅游产业，吸引年轻时尚客群，客流增速潜力较大。参照万宁“十四五”规划目标，2025 年万宁市接待旅游过夜人次达 800 万人次。且据万宁市长在两会上提出的 2023 年发展目标，今年万宁市将全力推动国家全域旅游示范区和体育旅游示范区建设，做大做强王府井国际免税港，力争实现离岛免税购物 20 亿元。随着疫后旅游需求的复苏和海南地区春节的火爆效应，预计万宁游客人次有望迅速提升，且万宁市有望给予王府井免税项目更多资源支持。

图表 32. 海南离岛免税运营主体

运营主体	免税店	城市	项目期	商业面积	开业时间
中免	三亚国际免税城	三亚	一期	7.2 万㎡	2014.09.01
			二期	3.4 万㎡	2020.01.17
	三亚凤凰机场免税店	三亚	一期	800 ㎡(计划增 5000 ㎡)	2020.12.30
			二期	800 ㎡	2022.12.25
	海口国际免税城	海口		19.15 万㎡	2022.10.28
	博鳌免税店	琼海		4200 ㎡	2019.01.19
	海口日月广场免税店	海口		2.2 万㎡	2019.01.19
	海口美兰机场免税店	海口	一期	1.4 万㎡	2011.12.21
二期			9313 ㎡	2021.12.02	
海发控	全球精品海口免税城	海口	一期	3260 ㎡	2021.01.31
			二期	27780 ㎡	2021.08.30
			三期	6000 ㎡	2021.11.30
海旅投	三亚海旅投免税城	三亚		9.5 万㎡	2020.12.20
深免	海口观澜湖免税店	海口	一期	2 万㎡(规划共 10 万㎡)	2021.01.31
中出服	三亚国际免税购物公园	三亚	一期	1.5 万㎡	2020.12.30
			二期	2.5 万㎡	2021.10.01
王府井	王府井国际免税港	万宁	一期	规划 10.25 万㎡	2023.01.18

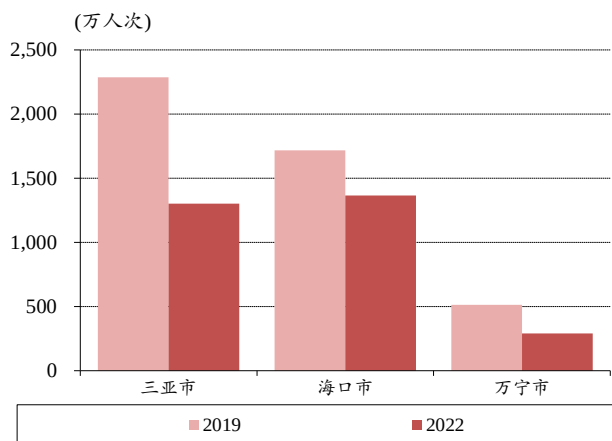
资料来源：中免官网，赢商网，民用航空网，新华社，海口网，中新网，魅力海南，海南人民政府，中国经济网，王府井集团官网，中银证券

图表 33. 预计万宁 2025 年过夜游客达 800 万人次



资料来源：海南省统计局，万宁市政府，中银证券

图表 34. 万宁与三亚、海口客流规模存在差距



资料来源：海南省统计局，中银证券

我们预计 23-25 年王府井免税港免税销售额为 13.37/26.44/43.76 亿元，按照免税销售额=过夜游客人次*转化率*客单价进行规模测算：

1) 过夜人次：受疫情影响，22 年万宁过夜游客人次为 291 万人次，约为疫前 19 年的 57%。我们预计 23 年可恢复至 19 年的 90%，24/25 年增速为 12%/10%，即预计 23-25 年过夜人次为 462/518/570 万人次。

2) 转化率：参考海南整体转化率 20-22 年分别为 8.2%/11.6%/9.9%，2023 年为公司项目开业首年，尚处于客户培育期，客流转化率略低，且一期项目于 4 月份正式营业，部分门店尚未对外经营，后续有望随着门店扩容和品牌升级而逐步增长，我们预计 23-25 年转化率为 5%/8%/11%。

3) 客单价：参考海南 20-22 年离岛免税人均消费为 6129/7367/8263 元，考虑到该项目为公司首店，品牌、供应链体系等尚处于完善中，且预计 2023 年客单价低于海南整体水平，随着后续高端品牌引入有望逐步提升，我们预计 23-25 年客单价为 5784/6384/6984 元。

根据上述假设及测算公式，我们预计公司 23-25 年离岛免税销售规模为 13.37/26.44/43.76 亿元。

图表 35. 万宁项目规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
过夜人次（万人次）	514	252	352	291	462	518	570
YoY(%)	10	(51)	40	(17)	59	12	10
转化率(%)					5	8	11
购物人次（万人次）					23	41	63
YoY(%)						79	51
客单价（元）					5,784	6,384	6,984
免税收入（亿元）					13.37	26.44	43.76

资料来源：海南省统计局，海口海关，中银证券

3.4 市内免税：政策利好空间宽广，有税协同优势显著

3.4.1 政策利好持续释放，行业初启空间可期

顶层政策持续完善，消费潜力释放可期。自 2020 年 3 月发改委首次提出要建设一批中国特色市内免税店以来，中央及各地方政府部门多次提出要支持市内免税店发展，推动消费扩容提质。市内免税店在空间布局、体量规模、客户触达等方面优于机场店和口岸店，是承接境外消费回流的重要载体。当前我国的市内免税店分为出境市内免税店和回国补购型市内免税店，其中针对离境国人的市内免税政策额度较低。当前出境防控政策已逐步优化，在提振消费以及引导消费回流等诉求下，市内店政策有望进一步放宽，市内免税消费需求也有望逐步释放。

图表 36. 我国市内免税政策梳理

时间	文件	部门	核心内容
2020 年 3 月 1 日	《关于促进消费扩容提质, 加快形成强大国内市场的实施意见》	发改委	完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持, 在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务, 增设口岸免税店。
2020 年 4 月 23 日	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	上海市政府	支持免税品经营企业增设市内免税店, 在免税店设立一定面积的国产商品销售区, 加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖, 扩大即买即退试点范围。
2020 年 6 月 11 日	《关于加快培育壮大新业态新模式促进北京经济高质量发展的若干意见》 《中华人民共和国国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	北京市政府 中央人民政府	加快落实国家免税店创新政策, 优化口岸、市内免税店布局, 开发专供免税渠道的优质特色产品。
2021 年 7 月 16 日	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案 (2021—2023 年)》	深圳市政府	探索建立大湾区国际免税城, 推动设立市内免税店, 积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策, 支持出境免税店经营国产品实行退 (免) 税政策, 鼓励老字号产品进入免税店, 打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和国内精品展销平台。在满足口岸通关功能及业务需求前提下, 支持扩大皇岗口岸等出入境口岸免税店规模, 鼓励企业扩大免税经营品种, 加强口岸商业经营软硬件建设, 改善新老口岸商业布局。优化境外旅客购物离境退税服务, 推动“即买即退”政策落地实施, 推进重点商圈离境退税商店全覆盖。支持在前海建设全球免税品集散中心。
2022 年 4 月 20 日	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院	持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。完善市内免税店政策, 规划建设一批中国特色市内免税店

资料来源: 海南省统计局, 海口海关, 中银证券

图表 37. 我国市内免税店类型

类型	适用对象	免税额度	提货方式	有资质的运营商	布局
归国补购市内免税店	180 天内有入境记录的本国公民	5000 元/人/年	回国后凭机票和护照现场提货	中出服 (中免持股 49%) 中侨 (已被中免收购) 王府井	北京、上海、大连、青岛等城市, 共 12 家 哈尔滨, 共 1 家 尚未布局
离境市内免税店	外国及港澳台离境游客	无额度限制	出境前购物离境口岸提货 (机场/港口)	中国中免 王府井	北京、上海、青岛、大连、厦门, 共 5 家 尚未布局

资料来源: 中免集团官网, 中服免税公众号, 中银证券

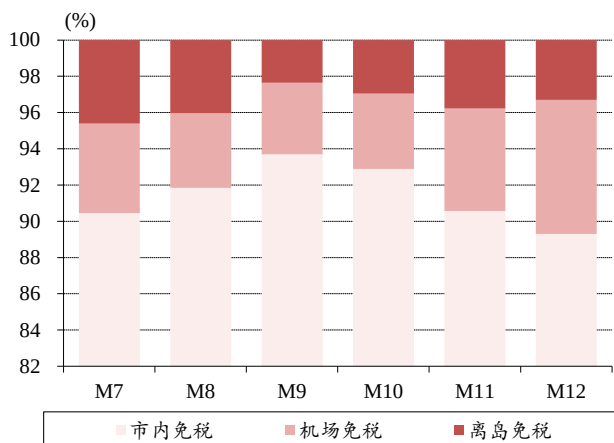
我国市内免税仍处起步阶段, 规模额度提升空间广阔。市内免税是韩国最主要的免税业态, 类比其现状, 我国市内免税仍具想象空间:

1)从销售结构来看: 据 KDFA 数据, 22H2 韩国市内免税渠道销售额占比近 90%。据弗若斯特沙利文数据, 疫情之前, 我国市内免税份额不足 1%; 2020-2021 年略有提升分别为 1.8%、1.2%, 相较韩国仍有较大提升空间。

2)从门店数量来看: 我国目前仅有 18 家门店; 而据 KDFA 数据, 截至 2019 年末, 韩国共运营 57 家免税店, 其中市内店 22 家, 占比近 40%; 疫情期间, 韩国门店数量骤降, 但市内店仍为主要渠道。

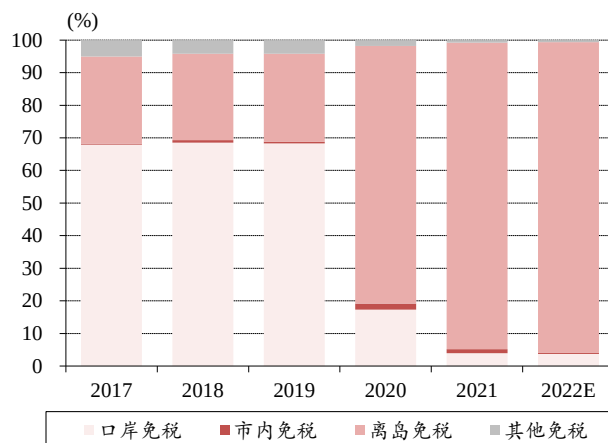
3)从购买额度来看: 结合韩国市内免税和海南离岛免税额度的演变历程, 韩国离境免税额度从 1979 年的 500 美元逐步提升至 2019 年的 5000 美元, 2022 年疫情期间更是取消额度上限; 海南离岛免税额度则从 2011 年的 5000 元逐步提升至 2020 年的 10 万元。基于此, 我们认为市内免税额度也有望放宽, 但额度增长大概率是一个循序渐进的过程, 短期内不会实现跃升。

图表 38. 韩国市内免税渠道销售额占近九成（2022 年）



资料来源: KDFS, 中银证券

图表 39. 我国市内免税渠道销售额占比仅 1%



资料来源: 中国中免港股招股书, 弗若斯特沙利文, 中银证券

图表 40. 我国市内免税店分布



资料来源: 中免官网, 中服免税公众号, 哈尔滨本地宝, 中银证券

图表 41. 韩国离境免税和海南离岛免税额度变化梳理

韩国离境免税		海南离岛免税	
时间	额度限制	时间	额度限制
1979 年	500 美元	2011 年	5,000 元
1995 年	2,000 美元	2012 年	8,000 元
2006 年	3,000 美元	2016 年	1.6 万元
2019 年	5,000 美元	2018 年	3 万元
2022 年	无限制	2020 年	10 万元

资料来源: 韩联社, Moodie Davitt, 免税零售专家公众号, 中银证券

3.4.2 他山之石: 韩国新世界百货, 后起之秀迅速崛起

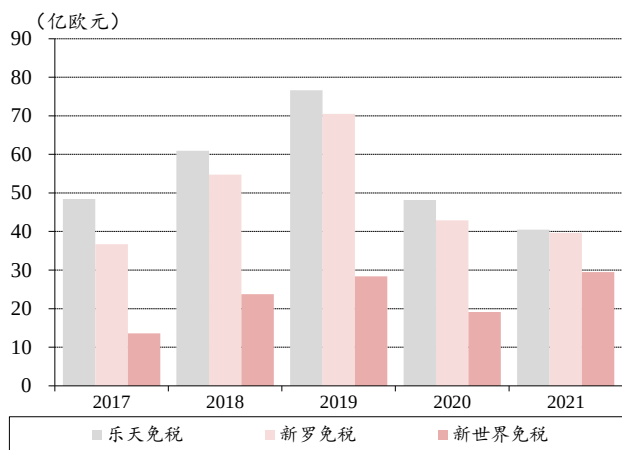
后起之秀迅速抢占市场, 跻身全球免税 TOP10。新世界百货是韩国第一家百货公司, 2013 年正式进军免税业务。受益于韩国放开免税牌照引导适度竞争, 新世界免税销售额增长迅猛, 市场份额也不断提升, 疫情前 (2019 年) 在韩国的市场份额已经达到 17%, 打破了韩国乐天免税和新罗免税双寡头垄断的局面。2018 年公司已经成功跻全球免税商 TOP10, 2021 年位列全球第 7。作为同样入局免税赛道较晚的百货龙头, 新世界百货的崛起之路值得王府井借鉴。

图表 42. 新世界免税跻身全球旅游零售商 TOP10

排名	2017	2018	2019	2020	2021
1	Dufry	Dufry	Dufry	China Duty Free Group	China Duty Free Group
2	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free
3	Lagardere Travel Retail	The Shilla Duty Free	The Shilla Duty Free	The Shilla Duty Free	The Shilla Duty Free
4	The Shilla Duty Free	China Duty Free Group	China Duty Free Group	Dufry	Dufry
5	Gebr Heinemann	Lagardere Travel Retail	Lagardere Travel Retail	Lagardere Travel Retail	DFS Group
6	King Power	Gebr Heinemann	DFS Group	DFS Group	Lagardere Travel Retail
7	China Duty Free Group	DFS Group	Gebr Heinemann	Shinsegae Duty Free	Shinsegae Duty Free
8	Ever Rich Duty Free Shop	King Power	Shinsegae Duty Free	Gebr Heinemann	Gebr Heinemann
9	Dubai Duty Free	Shinsegae Duty Free	King Power	Duty Free Americas	Duty Free Americas
10	Duty Free Americas	Dubai Duty Free	Ever Rich Duty Free Shop	King Power	Hyundai Duty Free

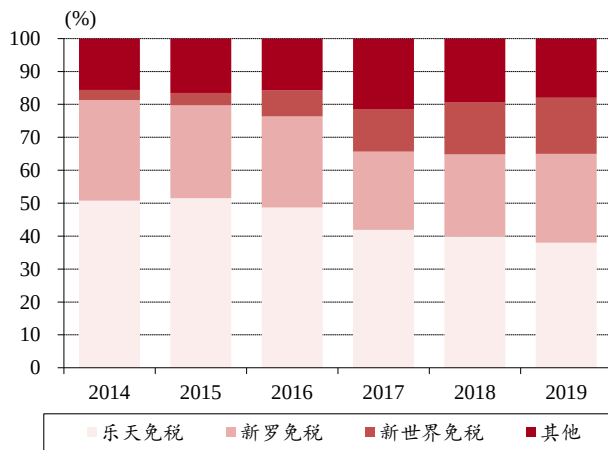
资料来源: Moodie Davitt, 中银证券

图表 43. 新世界免税销售额迅速增长



资料来源: Moodie Davitt, 中银证券

图表 44. 新世界免税在韩市场份额逐步提升



资料来源: 免税零售专家公众号, Moodie Davitt, 中银证券

新世界百货迅速崛起的关键因素:

1) 先发优势占据优质卡位: 获取免税牌照以后, 公司将免税门店设于釜山和首尔明洞, 均位于韩国的成熟商圈, 依托其优越地理位置和成熟的客源基础, 有效缩短免税门店的爬坡期, 并实现有税免税行业的协同发展。后续公司获取仁川国际机场 T1、T2 航站楼的免税经营权, 依托仁川机场强劲的客流, 增厚免税销售额, 进一步丰富免税业务布局。

图表 45. 新世界旗下免税店区位



资料来源: 新世界集团官网, 中银证券

2) 深耕零售行业培育品牌供应链优势: 公司深耕百货零售领域多年, 作为韩国最大的零售商具有体量优势, 与众多国内外品牌供应商建立了长期合作关系, 有税渠道可为免税业务赋能。同时, 新世界免税店与 LV、香奈儿、爱马仕等国际大牌也达成合作, 自身品牌优势叠加奢侈品品牌的加持, 大大提升了公司的议价能力。

3) 背靠三星集团, 任用专业人才: 公司现任最大股东是三星集团创始人之女, 股东背景强大, 能实现资源的快速整合。此外, 公司任命原新罗酒店免税店销售部门负责人 Cha Jeong Ho 为新世界 CEO, 其丰富的免税行业经验可为新世界免税业务发展助力。

图表 46. 新世界免税明洞&釜山门店部分品牌



资料来源: ssg 官网, 中银证券

3.4.3 王府井: 区位优势+品牌完善+强势股东, 市内免税优势显著

物业位置优越, 助力强势获客。公司已在北京、武汉、成都、西安、厦门等热门城市的核心商圈布局自有门店, 交通便利客流量大。随着市内免税政策逐步放开, 我们认为试点期公司主要会在北京核心商圈的门店布局免税业务。一方面, 当前门店的有利区位和品牌影响力可以为免税业务引流; 另一方面, 自有门店可以进行快速改造, 减少新设门店的租金成本和时间成本。

图表 47. 公司部分自有物业分布

城市	门店名称	地址	开业时间	经营面积 (万平方米)	商圈
北京	北京百货大楼	北京市东城区王府井大街 253-255 号	1955 年	10.6	王府井商圈
	北京长安商场	北京市西城区复外大街 15 号	1990 年	2.9	长安街沿线商圈
	北京双安商场	北京市海淀区北三环西路 38 号	1994 年	3.9	中关村商圈
	北京西单商场西单店	北京市西城区西单北大街 120 号	1930 年	5.7	西单商圈
	北京西单商场天通苑店	北京市昌平区东小口镇天通苑五区商业楼	2002 年	1.5	西单商圈
	北京友谊商店	北京市朝阳区建国门外大街 17 号	1964 年	2.5	燕莎商圈
	贵友大厦建国门店	北京市朝阳区建国门外大街甲 5 号	1990 年	1.8	建国门商圈
	北京右安门王府井购物中心	北京市西城区万博苑 7 号楼	2015 年	2	右安门商圈
武汉	武汉王府井百货	湖北省武汉市江汉区中山大道 858 号	1998 年	3.4	江汉路商圈
成都	成都王府井百货	四川省成都市锦江区总府街 15 号	1999 年	5.8	春熙路商圈
长沙	长沙王府井百货	湖南省长沙市天心区黄兴中路 27 号	2004 年	7.1	五一商圈
鄂尔多斯	鄂尔多斯王府井百货	内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区伊金霍洛西街太古国际广场 B 区	2011 年	4.6	太古休闲街商圈
郑州	郑州王府井百货 2 店	郑州市郑东新区地坤 8 号	2012 年	2.4	郑东新区 CBD 商圈
	熙地港 (郑州) 购物中心	河南省郑州市郑东新区农业东路 15 号	2017 年	13.7	郑东新区 CBD 商圈
厦门	厦门中山巴黎春天百货	福建省厦门市思明区中山路 76-132 号	1998 年	1.8	中山路商圈
西安	熙地港 (西安) 购物中心	陕西省西安市未央区凤城七路 8 号	2016 年	14.8	熙地港购物中心
贵阳	贵阳南国花锦	贵州省贵阳市云岩区中华北路 108 号	2008 年	2	城市中心 CBD 商圈
	贵阳国贸广场	贵州省贵阳市云岩区中华北路 1 号	2002 年	2.2	城市中心 CBD 商圈
哈尔滨	哈尔滨王府井购物中心	黑龙江省哈尔滨市道里区景江东路 899 号	2017 年	12.8	群力中央商务区
佛山	佛山紫薇港购物中心	广东省佛山市佛山禅城区季华四路 70 号	2020 年	18.7	禅城季华路商圈

资料来源: 公司公告, 中银证券

品牌积淀深厚, 会员体系庞大。公司与超过 5,000 家国内外知名零售品牌商、功能服务合作商形成了长期稳定、互利共赢的合作关系, 覆盖 25 个重点大类, 其中国际知名品牌、国内连锁品牌超过 500 个。且公司持续推动自营业务发展, 奢品项目强化买手制集合店及买手制百货业务, 销售规模快速壮大, 买手团队积累的选品采购经验和潮奢品牌资源也可以为免税供应链建设赋能。此外, 截至 22 年 6 月, 集团累计会员超 1800 万人, 后续若打通免税和有税的会员体系, 有望为免税业务引流, 充分挖掘当前积累的客户资源。

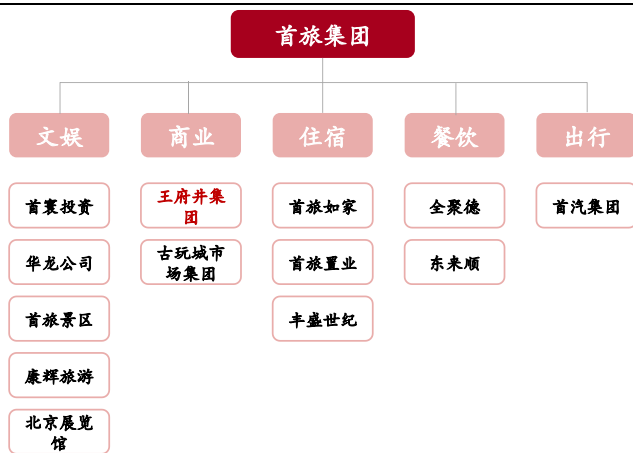
图表 48. 公司旗下部分品牌

香化					精品及其他			
CHANEL	SK-II	sisley PARIS	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛	IPSA	周大福 CHOW TAI FOOK	ROLEX	OMEGA	
FANCL	CLARINS	LANCÔME PARIS	Dior	MONT BLANC	TSL 謝瑞麟	亨得利 HENGDELI	BOSS HUGO BOSS	
la prairie	GIVENCHY	BIOThERM	SHISEIDO GINZA TOKYO	PRADA MILANO	六福珠寶 LAPFOOK JEWELLERY	FIYTA 飛亞達	COACH NEW YORK	
AUPRES 欧珀莱	GUERLAIN	CLINIQUE	LANEIGE 兰芝	BURBERRY LONDON	周生生 CHOW SANG SENG	Cartier	swatch	

资料来源：公司官网，中银证券

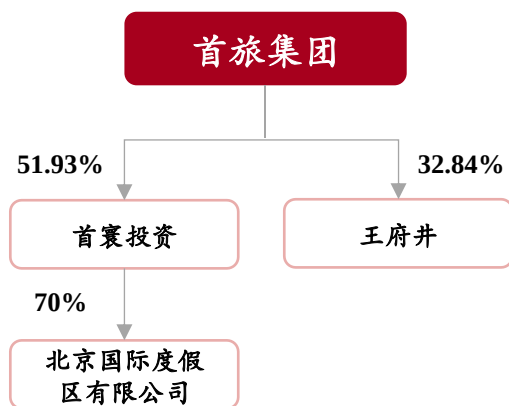
背靠首旅集团，享受资源协同。公司大股东为首旅集团，首旅集团业务覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”等板块，文旅资源丰富。公司有望借助首旅集团的旅游产业链资源，发挥“旅游+免税”的协同作用，助力免税业务发展。此外，首旅集团通过首寰投资控股环球影城，北京环球影城自 2021 年 9 月开业一周年，累计接待客 1380 万人次。作为同被首旅集团控股的企业，一方面，公司预期将受益于环球影城客流的溢出效应；另一方面，公司有望在环球影城内布局市内免税业务。

图表 49. 首旅集团旗下业务布局



资料来源：首旅集团官网，中银证券

图表 50. 首旅集团为环球影城控股股东



资料来源：企查查，中银证券

市内免税规模测算：按照市内店规模=客流量*转化率*客单价的测算公式，参照海南地区现有市内店和机场店业态对比以及北京、上海机场的数据，我们预计 2025 年北京/上海市内免税店销售规模分别将达到 123/211 亿元。

1)客流量：根据上海和北京边检总站数据，2019 年上海和北京出入境游客分别为 4570/2667 万人次，当前出境游逐步恢复，根据 UNWTO 预测，2023 年全球国际游客可恢复至疫前 80%-95%；亚太地区恢复落后于全球水平，我们预计今年可恢复至 2019 年的 70%，24 年可恢复至 90%，25 年较 19 年增长 10%。即 25 年上海/北京出入境客流分别达到 5027/2934 万人次。

2)转化率：参考疫前韩国发展状况，据 KDFA 数据，韩国 2019 年市内免税转化率已超过 30%，海南离岛免税 20-22 年转化率约为 8%-10%¹。市内免税店位于城市商圈，交通更加便利，我们预计其转化率将略高于离岛免税，假设北京上海市内免税店的转化率为 10%-15%，并预期会随着门店爬坡逐年提升。

¹ 韩国转化率=韩国免税购物人次/居民出境人次；海南转化率=离岛免税购物人次/过夜游客人次

3)客单价：当前海南离岛免税客单价约为 6000-8000 元，考虑到市内免税处于发展初期，客单价可能低于离岛免税业态；但市内店相对于机场店而言品类更加丰富，且消费者可停留时间更长，预计客单价将超过机场免税业态。暂不考虑额度放宽影响，综合来看，我们预计市内免税店单价为 2000-5000 元。

根据转化率和客单价的中性假设，我们预计在 2025 年转化率达 12%，客单价达 3500 元时，北京/上海市内免税规模有望达到 123/211 亿元。具体规模仍需跟踪政策出台和落地状况。

图表 51. 2025 年北京市内免税规模测算（亿元）

北京	转化率							
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
客单价（元）	2934							
	2000	53	59	65	70	76	82	88
	2500	66	73	81	88	95	103	110
	3000	79	88	97	106	114	123	132
	3500	92	103	113	123	133	144	154
	4000	106	117	129	141	153	164	176
	4500	119	132	145	158	172	185	198
	5000	132	147	161	176	191	205	220

资料来源：北京边检总站，UNWTO，海南统计局，海口海关，中银证券

图表 52. 2025 年上海市内免税规模测算（亿元）

上海	转化率							
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
客单价（元）	5027							
	2000	90	101	111	121	131	141	151
	2500	113	126	138	151	163	176	189
	3000	136	151	166	181	196	211	226
	3500	158	176	194	211	229	246	264
	4000	181	201	221	241	261	282	302
	4500	204	226	249	271	294	317	339
	5000	226	251	276	302	327	352	377

资料来源：上海边检总站，UNWTO，海南统计局，海口海关，中银证券

我们预计 25 年王府井市内免税规模达 49-62 亿元。暂不考虑后续市内免税政策额度放宽，且王府井以北京为根据地，有税业态已经积累一定优势，我们预计公司初期会将市内免税店布局在北京。假设王府井在北京地区市内免税市占率为 40-50%，可得 2025 年王府井市内免税规模可达 49-62 亿元。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

图表 53. 公司营收拆分及盈利预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
有税业务					
收入	12,753.08	11,080.15	12,560.89	13,607.17	14,453.56
YoY(%)	55.08	(13.12)	13.36	8.33	6.22
毛利率(%)	42.14	35.81	38.53	40.43	40.81
百货					
收入	7,109.46	5,687.57	6,483.83	6,937.70	7,284.58
YoY(%)	26.33	(20.00)	14.00	7.00	5.00
毛利率(%)	37.14	30.00	33.00	35.00	35.00
购物中心					
收入	2,061.17	2,040.56	2,285.43	2,513.97	2,715.09
YoY(%)	0.72	(1.00)	12.00	10.00	8.00
毛利率(%)	50.49	49.00	50.00	50.50	51.00
奥特莱斯					
收入	1,606.93	1,494.44	1,763.44	2,027.96	2,230.76
YoY(%)	1.15	(7.00)	18.00	15.00	10.00
毛利率(%)	69.70	63.00	68.00	70.00	70.00
专业连锁					
收入	1,791.10	1,468.70	1,615.57	1,696.35	1,781.17
YoY(%)		(18.00)	10.00	5.00	5.00
毛利率(%)	15.49	15.00	15.20	15.50	15.50
超市					
收入	492.73	443.46	474.50	498.22	513.17
YoY(%)	0.14	(10.00)	7.00	5.00	3.00
毛利率(%)	14.46	14.00	14.50	15.00	15.00
其他业务					
收入	(308.31)	(54.58)	(61.88)	(67.03)	(71.20)
YoY(%)	(2.42)	(82.30)	13.36	8.33	6.22
毛利率(%)	(72.86)	(70.00)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
免税业务					
收入			1337.0	2644.5	4375.7
YoY(%)				97.79	65.47
毛利率(%)			15	20	22
合计					
收入	12,753.08	11,080.15	13,897.91	16,251.65	18,829.25
YoY(%)	55.08	(13.12)	25.43	16.94	15.86
毛利率(%)	42.14	35.81	34.83	33.89	31.38

资料来源：公司公告，中银证券

我们预计 22-24 年公司实现营收 110.8/139.0/162.5 亿元，归母净利润 2.1/10.0/12.7 亿元。具体而言：

A.有税：22 年各业态经营仍受疫情影响，结合 22Q3 数据，以及 22Q4 全国大面积疫情爆发致门店关停，预计全年增速低于 Q3 水平，后续各业态有望受益于线下客流回升逐步恢复。具体而言：

1)百货：公司近年来百货业态加速转型升级，疫前营收规模已经实现负增长，未来拓店较少，甚至可能转化为其他业态，预计增速较缓。但门店精进管理水平，毛利水平有望提升。预计 22-24 年营收 yoy 分别为 -20%/14%/7%；毛利率分别为 30%/33%/35%。

2)购物中心：购物中心作为百货主要转型形态，也是疫情期间公司的主要拓店业态，预期增速高于百货。我们假设 23 年营收可恢复至疫前（19 年）7-8 成的水平。预计 22-24 年营收 yoy 分别为 -1%/12%/10%；毛利率分别为 49%/50%/51%。

3)奥特莱斯：奥莱同样作为公司的主力发展业态，从 23 年 1-2 月经营数据来看，疫后恢复速度领先于购物中心。21 年吸收首商股份高端品牌后盈利水平大幅提升。预计 22-24 年营收 yoy 分别为 -7%/18%/15%；毛利率分别为 63%/68%/70%。

4)超市：预计 22-24 年营收 yoy 分别为-10%/7%/5%；毛利率分别为 14.0%/14.5%/15.0%。

5)专业连锁：从 23 年 1-2 月经营数据来看，睿锦尚品销售额同比增 47%，恢复速度强劲，且今年公司积极推进免税业务，有望与自营业务联动带动其快速恢复；预计 22-24 年营收 yoy 分别为-18%/10%/5%；毛利率分别为 15.0%/15.2%/15.5%。

B.免税业务：首个离岛免税项目已经落地万宁，参考海南全岛的免税客单价和转化率，结合万宁过夜游客数量变化。我们预计 23/24 年万宁项目实现免税收入 13.4/26.4 亿元。参考三亚海旅免税城第一年开业的毛利率为 17.55%，相较之下万宁客流量略低，且开业首年品牌建设与场地建设均有待完善，因此我们认为王府井国际免税港开业第一年客单价略低，预计开业当年毛利率为 15%。

4.2 投资建议

1)王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，疫后零售业务已展现出较强恢复韧性。2)获批免税牌照后，万宁离岛免税项目已开始运营，在消费快速复苏以及离岛免税高景气驱动下有望持续放量。3)随着出境游逐步恢复，市内免税政策落地预期强化，未来市内免税店落地拓宽想象空间。在“免税+有税”双轮驱动战略布局下，公司发展前景向好。我们预计 2022-2024 年公司实现营收 110.8/139.0/162.5 亿元，实现归母净利润 2.1/10.0/12.7 亿元，EPS 分别为 0.19/0.88/1.11 元，对应 P/E 分别为 133.9/28.2/22.3 倍。综上所述，首次覆盖，给予增持评级。

图表 54. 可比公司 2023 年估值状况（截至 2023.3.20）

股票代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润（亿元）				P/E		
			2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601888.SH	中国中免	3,762.06	96.54	50.24	121.56	165.25	74.88	30.95	22.77
603069.SH	海汽集团	85.38	(0.72)	(0.08)	0.62	0.85	(1,010.85)	137.53	100.71
002419.SZ	天虹股份	66.86	2.32	2.33	3.12	3.26	28.68	21.44	20.52
600729.SH	重庆百货	105.41	9.80	10.02	11.66	13.44	10.52	9.04	7.85
平均值							(224.19)	49.74	37.96
600859.SH	王府井	282.17	13.40	2.11	10.02	12.65	133.87	28.16	22.31

资料来源：万得，公司公告，中银证券

注：中国中免为中银证券覆盖标的，其余来自万得一致预测

5 风险提示

消费信心恢复不及预期风险：宏观经济整体处于弱复苏状态，居民收入水平在疫情期间受损，疫后消费信心恢复仍需时间。

免税业务推进不及预期风险：免税业务门店开设均需获得审批，历时较长且不确定性较大，实际业务落地可能不及预期。

行业竞争加剧风险：传统零售行业面临线上等多重渠道的挤压；免税方面，各企业加速布局市内、离岛等多渠道，行业竞争加剧。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,223	12,753	11,080	13,898	16,252
营业收入	8,223	12,753	11,080	13,898	16,252
营业成本	5,310	7,379	7,112	9,057	10,744
营业税金及附加	210	331	288	361	325
销售费用	1,128	1,644	1,551	1,668	1,788
管理费用	894	1,419	1,440	1,112	1,219
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	19	363	652	523	496
其他收益	31	27	27	27	27
资产减值损失	(23)	(22)	(70)	(20)	(20)
信用减值损失	(1)	2	3	3	3
资产处置收益	(2)	6	6	6	6
公允价值变动收益	(105)	42	0	0	0
投资收益	62	233	305	230	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	624	1,906	307	1,424	1,795
营业外收入	45	61	30	30	30
营业外支出	21	60	40	40	40
利润总额	647	1,906	297	1,414	1,785
所得税	292	528	82	392	494
净利润	355	1,378	215	1,022	1,291
少数股东损益	(32)	38	4	20	26
归母净利润	387	1,340	211	1,002	1,265
EBITDA	1,348	3,795	2,670	3,920	4,382
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.34	1.18	0.19	0.88	1.11

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,173	17,048	10,677	18,251	15,905
货币资金	7,236	14,303	8,864	14,492	13,165
应收账款	209	268	146	374	234
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,035	1,756	934	2,491	1,573
预付账款	334	145	317	272	426
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	359	576	416	622	507
非流动资产	12,830	22,103	22,352	21,960	21,527
长期投资	1,686	1,866	1,866	1,866	1,866
固定资产	5,499	6,861	7,812	8,320	8,760
无形资产	843	1,194	1,174	1,132	1,097
其他长期资产	4,802	12,182	11,501	10,643	9,804
资产合计	22,004	39,151	33,029	40,211	37,431
流动负债	6,819	10,634	8,202	12,813	10,046
短期借款	0	197	1,601	0	0
应付账款	2,308	2,850	2,121	4,210	3,301
其他流动负债	4,511	7,587	4,479	8,603	6,745
非流动负债	3,052	8,414	4,576	6,426	5,501
长期借款	784	739	600	600	600
其他长期负债	2,268	7,675	3,976	5,826	4,901
负债合计	9,872	19,048	12,778	19,239	15,547
股本	776	1,133	1,135	1,135	1,135
少数股东权益	633	756	760	781	806
归属母公司股东权益	11,499	19,347	19,491	20,192	21,078
负债和股东权益合计	22,004	39,151	33,029	40,211	37,431

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	355	1,378	215	1,022	1,291
折旧摊销	690	1,834	2,048	2,236	2,224
营运资金变动	(1,631)	386	(876)	3,252	(1,241)
其他	1,404	(827)	494	211	429
经营活动现金流	818	2,772	1,882	6,721	2,703
资本支出	(622)	(1,107)	(2,150)	(1,730)	(1,840)
投资变动	(120)	(203)	30	(15)	0
其他	934	2,273	(63)	234	106
投资活动现金流	192	963	(2,183)	(1,511)	(1,734)
银行借款	99	152	1,265	(1,601)	0
股权融资	(2,499)	(6,699)	(67)	(301)	(379)
其他	(17)	7,411	(6,336)	2,319	(1,917)
筹资活动现金流	(2,417)	864	(5,138)	417	(2,297)
净现金流	(1,407)	4,599	(5,439)	5,628	(1,328)

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(69.3)	55.1	(13.1)	25.4	16.9
营业利润增长率(%)	(59.2)	205.6	(83.9)	363.1	26.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(59.8)	246.6	(84.3)	375.3	26.2
息税前利润增长率(%)	(53.2)	198.2	(68.3)	170.8	28.2
息税折旧前利润增长率(%)	(35.8)	181.5	(29.6)	46.8	11.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(59.8)	246.6	(84.3)	375.3	26.2
获利能力					
息税前利润率(%)	8.0	15.4	5.6	12.1	13.3
营业利润率(%)	7.6	14.9	2.8	10.2	11.0
毛利率(%)	35.4	42.1	35.8	34.8	33.9
归母净利润率(%)	4.7	10.5	1.9	7.2	7.8
ROE(%)	3.4	6.9	1.1	5.0	6.0
ROIC(%)	5.9	6.4	2.6	7.4	9.8
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.3	1.6	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	44.0	53.5	53.5	53.5	53.5
应付账款周转率	3.5	4.9	4.5	4.4	4.3
费用率					
销售费用率(%)	13.7	12.9	14.0	12.0	11.0
管理费用率(%)	10.9	11.1	13.0	8.0	7.5
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.2	2.8	5.9	3.8	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	1.2	0.2	0.9	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	2.4	1.7	5.9	2.4
每股净资产(最新摊薄)	10.1	17.0	17.2	17.8	18.6
每股股息	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	73.0	21.1	133.9	28.2	22.3
P/B(最新摊薄)	2.5	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.3	8.6	9.4	6.0	5.1
价格/现金流(倍)	34.5	10.2	15.0	4.2	10.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371