

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

豫园股份(600655)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 豫园股份(600655.SH) 2023H1 点评: 珠宝、餐饮、度假村多业务亮眼, 地产拖累

2023年08月23日

**事件:** 公司发布 2023H1 业绩, 实现营收 274.44 亿元、同增 21.86%, 归母净利润 22.18 亿元、同增 225.83%, 扣非归母净利 0.62 亿元、同降 76.86%; 单 Q2 营收 122 亿元、同增 20.93%, 归母净利润 18.82 亿元、同增 427.84%, 扣非净亏损 2.11 亿元, 亏损同比扩大。上半年宣告派发 2022 年度现金红利 13.6 亿元, 股利支付率 35.5%。

**点评:**

**2023Q2 归母净利润主要来自出售 IGI 获得的投资收益。** 2018 年 9 月公司以 1.088 亿美元收购 IGI 80% 股权, 并于 2023Q2 完成出售, 出售价 4.55 亿美元, 对应投资收益约合人民币 25 亿元, 为归母净利润主要贡献。

**珠宝、餐饮、度假村业务表现较好, 物业开发业务承压。** 分业务, 23H1 珠宝/餐饮/物业开发/度假村业务分别实现营收 211/7.2/26.2/4.4 亿元, 同比 +35%/+160%/-6%/+78%, 实现毛利 17.6/5/4.4/3 亿元, 毛利率 7.85%/67.44%/11.07%/67.46%, 毛利率同比 -0.54/+4.27/-11.87/+6.59PCT。其中珠宝业务主要由于加盟快速拓店带来毛利率略降、收入延续较快增长; 餐饮获益正餐高景气修复+松鹤楼连锁面馆开店、店均流水爬坡实现收入高增及毛利率较大幅度提升; 度假村业务获益海外客流恢复; 物业开发业务受宏观环境影响承压, 也是拖累业绩的主要原因。

**珠宝业务通过加盟轻资产实现较快扩张, 净利率提升。** 公司全资子公司上海豫园珠宝时尚集团 2023H1 实现营收 208 亿元, 同增 36%, 实现净利润 6.49 亿元, 同增 69%, 净利率 3.12%, 同比提升 0.62PCT。截至 23H1 期末, 老庙+亚一门店数 4892 家, 其中直营店 255 家、净开 5 家, 加盟店 4637 家、净开 322 家, 实现加盟快速扩张。我们预计净利率提升除因去年华东疫情影响直营渠道之外, 主要来自轻资产加盟拓店带来的规模效应。

**进一步出售金徽酒 5% 股权。** 2023 年 7 月, 公司公告拟通过协议转让方式向铁晟叁号出售金徽酒 5% 股权, 交易总价款 5.99 亿元, 交易完成后公司继续持有金徽酒 20% 股权。2022 年公司减持金徽 13% 股权、交易对价约 19 亿元, 已回笼 2020 年收购金徽酒 30% 股权的投资金额。

**盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 29.8/30.4/32.0 亿元, 同比 -22%/+2%/+5%, 珠宝主业持续增长+资产处置有望弥补地产业务带来的现金流压力, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.76/0.78/0.82 元, 对应 PE 10/9/9X。

**风险因素:** 金价剧烈波动, 珠宝拓店不及预期, 房地产行业下行。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	51,974	50,118	58,914	68,343	74,827
增长率 YoY %	14.2%	-3.6%	17.6%	16.0%	9.5%
归属母公司净利润 (百万元)	3,769	3,826	2,978	3,042	3,198
增长率 YoY%	4.4%	1.5%	-22.1%	2.1%	5.1%
毛利率%	23.9%	17.9%	20.2%	20.7%	20.5%
净资产收益率ROE%	11.0%	10.7%	8.0%	7.8%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.97	0.98	0.76	0.78	0.82
市盈率 P/E(倍)	7.65	7.53	9.68	9.47	9.01
市净率 P/B(倍)	0.84	0.81	0.77	0.74	0.71

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	79,538	80,114	85,049	92,643	98,857	
货币资金	13,208	10,845	10,805	13,299	18,424	
应收票据	15	8	15	16	17	
应收账款	1,733	1,975	2,149	2,484	2,505	
预付账款	805	700	941	1,084	1,189	
存货	52,580	50,569	53,937	58,127	59,132	
其他	11,197	16,016	17,203	17,633	17,589	
<b>非流动资产</b>	52,967	48,259	50,933	50,655	50,092	
长期股权投资	12,503	13,422	13,422	13,422	13,422	
固定资产	5,255	3,270	6,185	6,106	5,724	
无形资产	3,673	1,896	1,736	1,576	1,416	
其他	31,536	29,670	29,590	29,550	29,530	
<b>资产总计</b>	132,505	128,373	135,982	143,298	148,949	
<b>流动负债</b>	55,581	59,716	65,119	70,363	74,122	
短期借款	6,167	6,836	7,836	8,336	8,836	
应付票据	24	59	32	43	49	
应付账款	9,189	8,189	9,185	10,396	10,578	
其他	40,201	44,631	48,066	51,587	54,658	
<b>非流动负债</b>	35,138	29,048	29,548	29,848	29,848	
长期借款	23,110	23,758	24,258	24,558	24,558	
其他	12,028	5,290	5,290	5,290	5,290	
<b>负债合计</b>	90,719	88,764	94,667	100,211	103,970	
少数股东权益	7,493	3,935	4,027	4,121	4,220	
归属母公司	34,294	35,675	37,288	38,966	40,759	
<b>负债和股东权益</b>	132,505	128,373	135,982	143,298	148,949	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	51,974	50,118	58,914	68,343	74,827	
同比 (%)	14.2%	-3.6%	17.6%	16.0%	9.5%	
归属母公司净利润	3,769	3,826	2,978	3,042	3,198	
同比	4.4%	1.5%	-22.1%	2.1%	5.1%	
毛利率 (%)	23.9%	17.9%	20.2%	20.7%	20.5%	
ROE%	11.0%	10.7%	8.0%	7.8%	7.8%	
EPS (摊薄)(元)	0.97	0.98	0.76	0.78	0.82	
P/E	7.65	7.53	9.68	9.47	9.01	
P/B	0.84	0.81	0.77	0.74	0.71	
EV/EBITDA	14.98	25.92	19.83	13.59	11.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	51,97	50,118	58,914	68,343	74,827	
营业成本	39,56	41,161	47,028	54,225	59,456	
营业税金及附加	2,517	1,122	2,357	2,734	2,993	
销售费用	2,609	2,835	3,181	3,485	3,629	
管理费用	3,440	3,629	4,065	4,647	5,013	
研发费用	87	146	147	171	187	
财务费用	1,308	1,546	717	760	761	
减值损失合	-67	-22	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	1,851	5,589	2,180	1,367	1,122	
其他	631	677	412	410	397	
<b>营业利润</b>	4,864	5,921	4,011	4,097	4,306	
营业外收支	11	24	0	0	0	
<b>利润总额</b>	4,874	5,944	4,011	4,097	4,306	
所得税	1,039	2,007	941	961	1,010	
<b>净利润</b>	3,835	3,937	3,071	3,137	3,297	
少数股东损	66	111	92	94	99	
<b>归属母公司净利润</b>	3,769	3,826	2,978	3,042	3,198	
EBITDA	4,817	2,472	3,267	4,643	5,168	
EPS (当年)(元)	0.97	0.99	0.76	0.78	0.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	-6,917	-90	1,363	2,933	5,961	
净利润	3,835	3,937	3,071	3,137	3,297	
折旧摊销	1,101	1,179	836	1,289	1,373	
财务费用	1,270	1,430	826	868	894	
投资损失	-1,851	-5,589	-2,180	-1,367	-1,122	
营运资金变动	-9,991	-1,083	-1,072	-857	1,670	
其它	-1,282	36	-118	-137	-150	
<b>投资活动现金流</b>	-4,264	5,096	-1,212	494	462	
资本支出	-783	-551	-3,392	-873	-660	
长期投资	-3,220	5,898	0	0	0	
其他	-261	-252	2,180	1,367	1,122	
<b>筹资活动现金流</b>	6,887	-9,523	-191	-933	-1,298	
吸收投资	150	47	0	0	0	
借款	17,28	17,803	1,500	800	500	
支付利息或股息	-3,918	-4,709	-2,191	-2,233	-2,298	
<b>现金流净增加额</b>	-4,326	-4,515	-40	2,493	5,125	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**蔡昕妤**，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。