

## 消费升级与娱乐研究中心

## 豫园股份 (600655.SH) 买入 (首次评级)

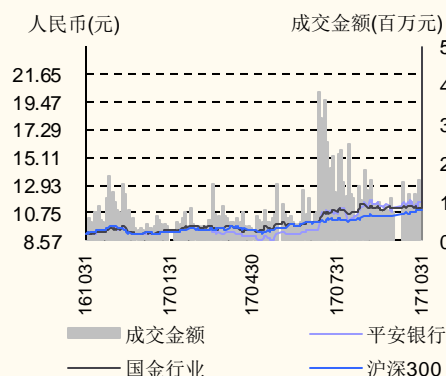
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.36 元

## 豫园股份: 百年品牌焕发新机

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	3876.48
总市值 (百万元)	32,407.41
年内股价最高最低 (元)	11.80/8.36
沪深 300 指数	3492.89
上证指数	2829.27



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.333	0.488	0.750	1.049	0.835
每股净资产 (元)	7.36	7.71	18.04	20.45	22.37
每股经营性现金流 (元)	0.26	0.76	-1.75	1.22	2.11
市盈率 (倍)	34.28	22.02	12.93	9.25	11.62
行业优化市盈率 (倍)	15.24	15.24	15.24	15.24	15.24
净利润增长率 (%)	-40.68%	46.38%	314.85%	39.82%	-20.40%
净资产收益率 (%)	4.53%	6.32%	9.59%	11.82%	8.61%
总股本 (百万股)	1,437.32	1,437.32	3,876.48	3,876.48	3,876.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司的前身为上海豫园商城, 起源于 140 多年前清同治年间的老城隍庙市场, 旗下拥有 3 个中国驰名商标、15 个上海市著名商标以及众多中华老字号和百年老店。2017 年黄金饰品业务收入占比 85%, 是公司最主要的产业。
- 资产重组打造“快乐时尚”旗舰平台。2017 年 11 月公司宣布拟向浙江复星等 16 名对象发行股份购买其持有的上海星泓等 24 家公司的全部或部分股权, 购买黄房公司持有的新元房产 100% 股权。今年 7 月公司完成上述资产重组: (1) 复星集团在公司持股比例从 26.45% 增加到 68.49%, 公司成为复星集团持股比例最高的 A 股上市企业, 同时也是复星资产未来“快乐时尚”旗舰的主要发力平台, 复星集团持续构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的“1+1+1”发展战略的重要抓手, 同时公司也正借此机会逐步形成面向新兴中产阶级消费者的产业布局; (2) 我们预计未来三年将为公司带来不低于 70 亿元净利润。
- 收购松鹤楼升级餐饮业务品质化。今年公司完成对苏州松鹤楼饮食文化、松鹤楼餐饮的收购。前者拥有 3.4 万平商用物业, 运营多个苏州老字号品牌, 同时持有苏州肯德基 20% 股权; 后者拥有苏州地区历史最悠久的正宗苏帮菜馆, 目前在苏州、上海、北京、无锡拥有 16 家直营门店, 1 家合营店, 4 家加盟店, 并配设了 1 个中央厨房和供应链中心, 1 个食品加工厂。此次收购将增强公司的饮食文化和传统老字号品牌资源及运营能力, 扩充上海以外门店布局。

## 盈利预测与投资建议

- 我们认为豫园股份通过资产重组为复星集团打造快乐时尚旗舰平台提供战略支持, 瞄准中产阶级消费群体, 全力打造时尚消费平台。收购资产已于 7 月 4 日完成交割, 我们预计 2018-2020 公司净利润分别为 28.85、40.43、32.13 亿元, 同比增长 338.45%、40.14%、-20.53%, 对应 EPS 为 0.75、1.05、0.84 元, 对应 PE 为 12、9、11 倍, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 测算公司未来 6-12 个月 15.00 元目标价, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

## 风险提示

- 消费需求不及预期、重组项目收益不及预期、对外扩张不及预期

赵令伊 分析师 SAC 执业编号: S1130517090001  
zhaolingyi@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、凝聚百年经典，引领时代风潮.....	4
1、历史悠久的多元商业集团.....	4
2、多业态构建时尚消费平台.....	6
3、2017年公司经营状况改善.....	8
二、“运营+投资”双线驱动发展.....	10
1、背靠复星打造快乐旗舰平台.....	10
2、收购松鹤楼升级餐饮品质化.....	12
三、盈利预测与投资建议.....	13
四、风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1：公司是中国最早上市的商业股份制公司.....	4
图表 2：公司是一家多元化发展的综合性商业集团.....	4
图表 3：2017年黄金饰品业务收入占比达 85.0%.....	5
图表 4：公司旗下拥有众多老字号品牌.....	5
图表 5：郭广昌为公司实际控制人.....	6
图表 6：老庙黄金门店.....	6
图表 7：亚一金店门店.....	6
图表 8：豫园商城入口.....	7
图表 9：绿波廊酒楼门店.....	7
图表 10：上海老饭店门店.....	7
图表 11：北海道 Tomamu 滑雪场度假村.....	8
图表 12：营业收入改善.....	8
图表 13：净利润大幅上升.....	8
图表 14：毛利率和净利率小幅上涨.....	9
图表 15：费用率得到较好控制.....	9
图表 16：偿债能力好转.....	9
图表 17：营运能力提升.....	9
图表 18：2018年 1 季度公司现金流储备充沛.....	9
图表 19：公司完成对重组资产全部股权交割.....	10
图表 20：复星集团 2017 年营收增速达 18.8%.....	11
图表 21：复星集团 2017 年净利润增速达 28.2%.....	11
图表 22：复星集团在公司持股比例将从 26.45%增加到 68.49%.....	11
图表 23：公司将打造成为复星快乐时尚产业旗舰平台.....	12
图表 24：松鹤楼在江苏等地拥有 21 家门店.....	13
图表 25：松鹤楼与公司原有餐饮体系形成良好协同效应.....	13
图表 26：我们预计未来三年公司实现营收分别达 402、493、421 亿元.....	14

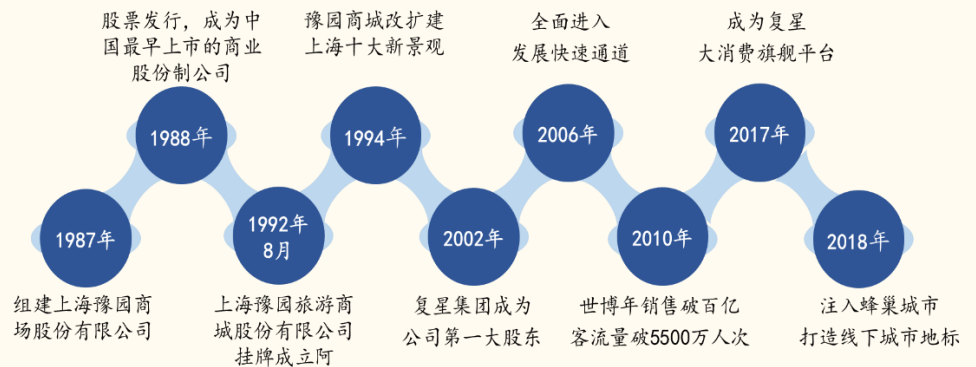
图表 27: 给予公司 20 倍 PE 估值.....14

## 一、凝聚百年经典，引领时代风潮

### 1、历史悠久的多元商业集团

公司的前身为上海豫园商城，起源于 140 多年前清同治年间的老城隍庙市场。1987 年组建上海豫园商场股份有限公司，系上海首家商业股份制试点企业，并于 1988 年发行股票，成为中国最早上市的商业股份制公司。1992 年上海豫园旅游商城股份有限公司正式挂牌成立。

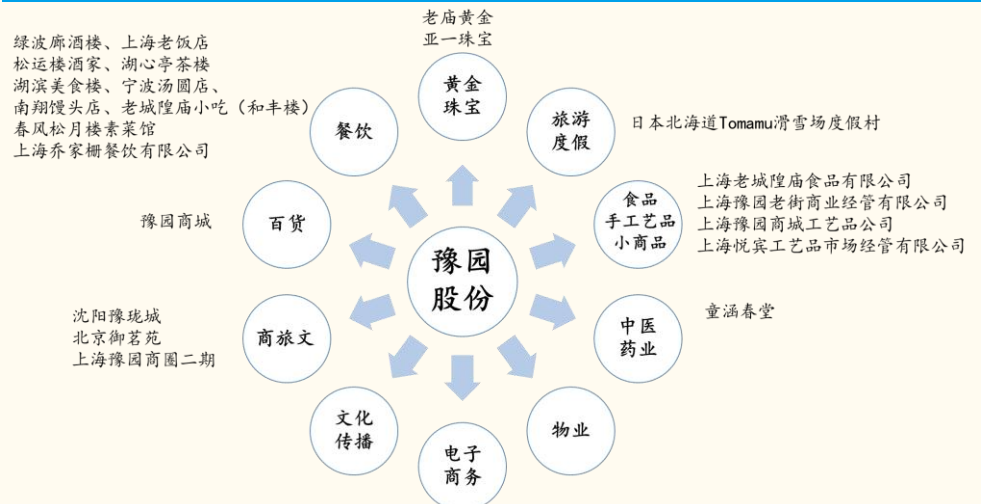
图表 1：公司是中国最早上市的商业股份制公司



来源：公司官网、公司公告，国金证券研究所

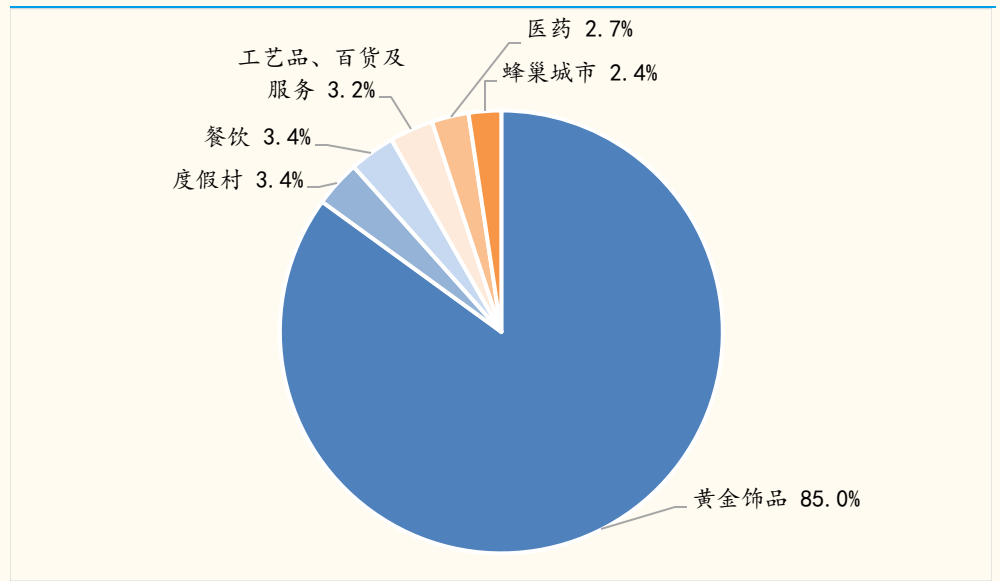
**黄金饰品是公司第一大产业。**公司是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、金融和进出口贸易等产业为一体的多元化发展的综合性商业集团。2017 年公司各业务收入占比中，黄金珠宝占比高达 85%，为公司主要收入来源，度假，餐饮，工艺品、百货及服务、医药、蜂巢城市等业务收入基本相同。

图表 2：公司是一家多元化发展的综合性商业集团



来源：公司官网、公司公告，国金证券研究所

图表 3：2017 年黄金饰品业务收入占比达 85.0%



来源：Wind，国金证券研究所

公司旗下拥有众多中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店，包括“老庙黄金”、“亚一金店”、“南翔小笼”等，跻身中国 500 最具价值品牌。

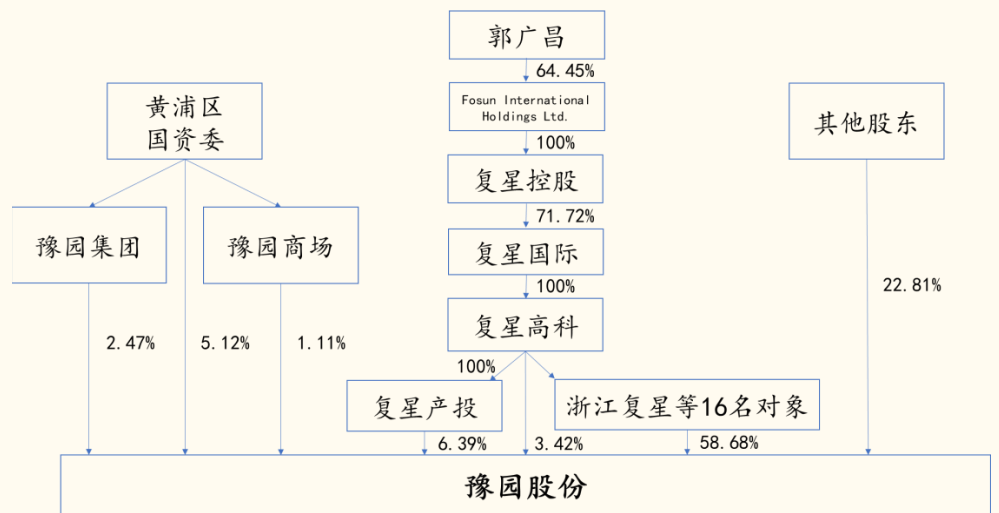
图表 4：公司旗下拥有众多老字号品牌

老字号品牌	始创年份	主营	经营地点	品牌影响力
绿波廊酒楼	嘉靖三十八年	餐饮	上海	上海的招牌餐馆之一
童涵春堂	乾隆四十八年	药店	上海、江苏、浙江	百年老店、名店、庭院式药局
王大隆刀剪	嘉庆三年	家用刀具	上海	三大名剪之一
梨膏糖	咸丰五年	——	上海	特色传统名点、著名特产、中华老字号
湖心亭茶楼	咸丰五年	茶楼	上海	上海现存最古老的茶楼
上海老饭店（原名荣顺馆）	光绪元年	餐饮、住宿	上海、北京	“品味源头上海菜，驻足百年老饭店”
德兴馆	光绪四年	餐饮	上海	上海本帮菜的发源地
丽云阁扇庄	光绪十四年	扇子	上海	上海最古老的中华老字号扇庄
老庙黄金	光绪二十二年	黄金珠宝	上海、江苏、浙江等	全国名列前茅的黄金珠宝零售企业之一
南翔馒头店	光绪二十六年	南翔小笼馒头	国内及海外市场	国外成功发展 15 家连锁网点
永青假发	光绪三十四年	假发	上海	上海唯一一家老字号假发品牌
上海五香豆商店	1935 年	五香豆	上海	上海土特产之一
亚一金店	1998 年	黄金珠宝	上海	中国黄金珠宝第一城

来源：豫园股份公司官网、百度百科，国金证券研究所

截止 2018 年 5 月，复星集团合计持股 68.49%，黄浦区国资委合计持股 8.70%，其他股东持股 22.81%。其中，浙江复星、复地投资管理等 16 名对象与复星产投、复星高科同属郭广昌控制，郭广昌为公司实际控制人。

图表 5：郭广昌为公司实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、多业态构建时尚消费平台

公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐、时尚的理念，持续构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的三位一体战略，逐步形成了面向新兴中产阶级消费者，具有独特竞争优势的众多产业。

### ■ 黄金珠宝：核心业务，持续发力

黄金珠宝是公司的核心业务，是公司发展最快、市场占有率最高的产业，旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个连锁品牌，现已发展成为中国黄金珠宝业的龙头企业。截至 2017 年年末，豫园黄金珠宝连锁网点达到 1953 家，其中 196 个直营网点，1757 家加盟店和经销网点，2017 年连锁网店净增加 125 家，门店平均营业收入同比增长 14.15%。

图表 6：老庙黄金门店



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 7：亚一金店门店



来源：百度图片，国金证券研究所

产品的进化升级是企业的核心竞争力，公司黄金珠宝业务通过新品的研发与推广，逐步推进由计“克”向计“件”的结构转变，有效提升经营毛利。2017 年公司继续深植中式文化，结合“福、禄、寿、禧、财”推出老庙“五运文化”，并据此规划、开发和推广了十二生肖、江南情思、玲珑锁等系列产品；结合宗教文化，推出禅悦系列；承接传统生肖文化，合作 IP“狗子家族”。

### ■ 商业：打造“商旅文”城市文化名片

“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片之一，

形成了独特的“商旅文”模式。公司将重点发展豫园的上海本地客流量，把豫园打造成为上海人喜爱的具有人文格调的生活、休闲、消费场景。

未来，公司正在积极推动上海豫园商圈二期项目的投资开发，并结合复星集团注入的品牌、体验式资源，引入更多沉浸式体验，计划将外滩、BFC、豫园一期、豫园二期连通为一个体现上海城市文化名片的商圈。此外，公司正在建造开发沈阳豫珑城项目。

图表 8：豫园商城入口



来源：百度图片，国金证券研究所

#### ■ 餐饮：众多著名品牌，行业领先

公司旗下拥有绿波廊酒楼、上海老饭店、南翔馒头店、湖心亭茶楼、松运楼酒家、老城隍庙小吃广场、春风松月楼素菜馆、湖滨美食楼、宁波汤团店等著名餐饮品牌。

未来公司将加大餐饮输出，提高餐饮板块的收入与利润。对南翔馒头、绿波廊等国宴级品牌将以米其林一星、对标鼎泰丰服务的标准进行改造；明星产品将不再局限于老城隍庙，将通过商超、电视购物、线上等渠道向全国销售。

图表 9：绿波廊酒楼门店



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 10：上海老饭店门店



来源：百度图片，国金证券研究所

#### ■ 旅游度假：加速海外布局

2015 年末公司收购了日本星野 Resort Tomamu 公司的 100% 股权。日本星野 Resort Tomamu 公司主要资产为位于北海道 Tomamu 的滑雪场度假村。2017 年公司完成了对星野 Resort Tomamu 公司中部分尚未投入使用的客房的改造，并成功引入 Club Med 品牌，进一步拓展公司的旅游及酒店业务，丰富公司旗下业态。

图表 11：北海道 Tomamu 滑雪场度假村

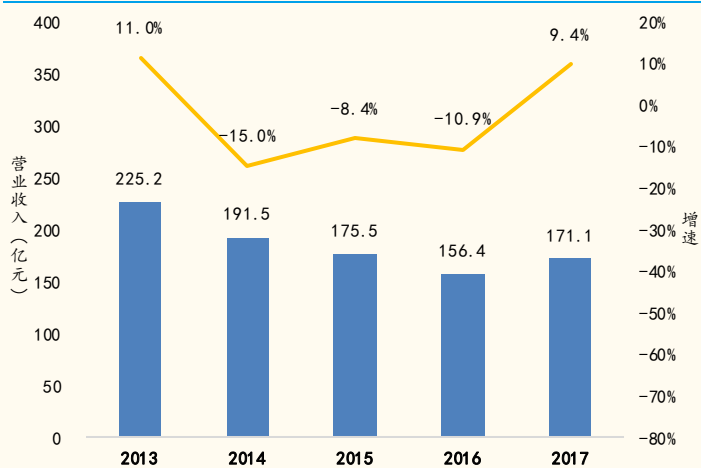


来源：百度图片，国金证券研究所

### 3、2017 年公司经营况改善

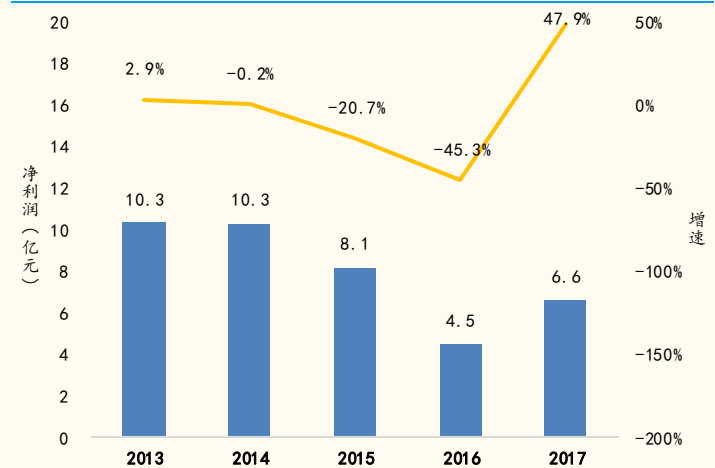
公司业绩增速止跌大幅提升，各项财务指标好转。(1) 营收止跌，增速大幅回升转正。2017 年公司营收达 171.1 亿，同比增长 9.4%，增速较去年同期上升 20.26 个百分点，实现三年来首次转正；(2) 净利润止跌，增速大幅回升转正。2017 年公司净利润达 6.6 亿，同比增长 47.9%，增速较去年同期上升 93.2 个百分点，实现三年来首次转正。

图表 12：营业收入改善



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：净利润大幅上升



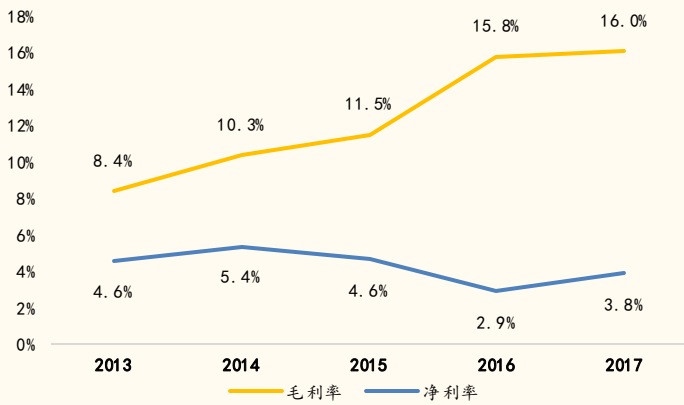
来源：Wind，国金证券研究所

(3) 毛利率、净利率小幅上涨。2017 年公司毛利率为 16.0%，同比提升 0.2 个百分点。净利润为 3.8%，同比提升 0.9 个百分点，系两年来首次回升。

(4) 费用率得到较好控制。2017 年公司销售费用率为 3.0%，同比降低 0.6 个百分点；管理费用率 4.2%，同比降低 0.1 个百分点。以上两个指标均实现三年来首次回落。财务费用率 1.0%，同比提升 0.6 个百分点，主要系日币对人民币汇率变动引起的汇兑收益。

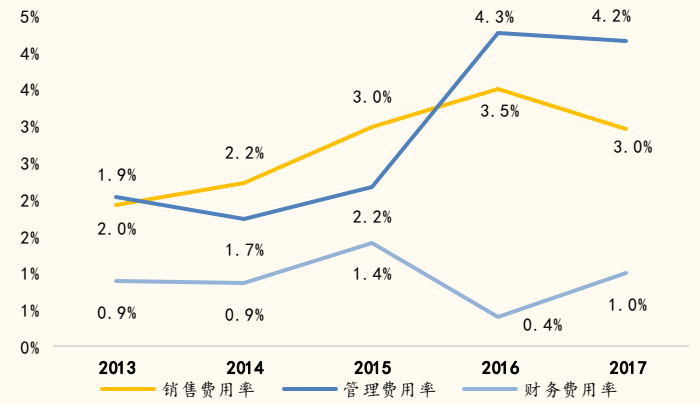


图表 14：毛利率和净利率小幅上涨



来源：Wind，国金证券研究所

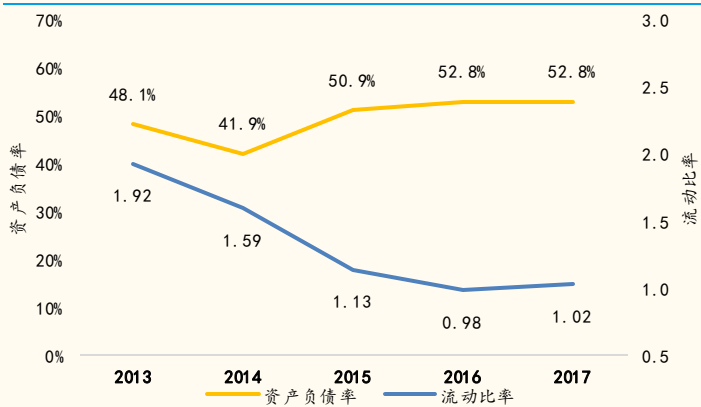
图表 15：费用率得到较好控制



来源：Wind，国金证券研究所

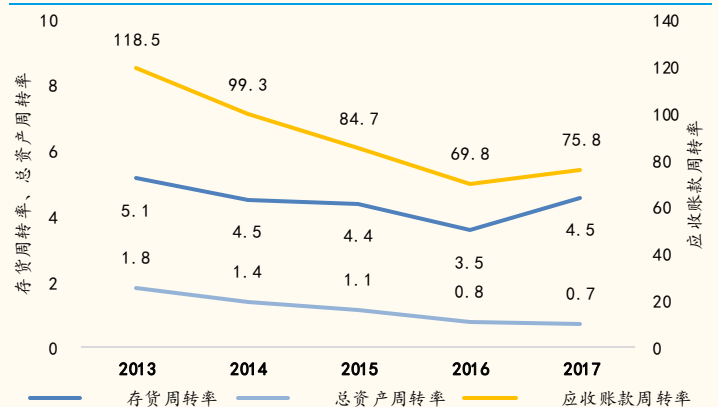
(5) 偿债能力好转。2017 年公司资产负债率 52.8%，同比保持不变，结束两年来大幅上涨态势，有望结束上升趋势。流动比率为 1.02，同比提升 0.04，结束三年连续下滑态势，保持微弱回升趋势。(6) 营运能力提升。2017 年公司存货周转率 4.54，同比增加 1.01；应收账款周转率 75.78，同比增加 5.99；总资产周转率 0.72，同比降低 0.06。整体来看营运能力结束下滑趋势，有望回升。

图表 16：偿债能力好转



来源：Wind，国金证券研究所

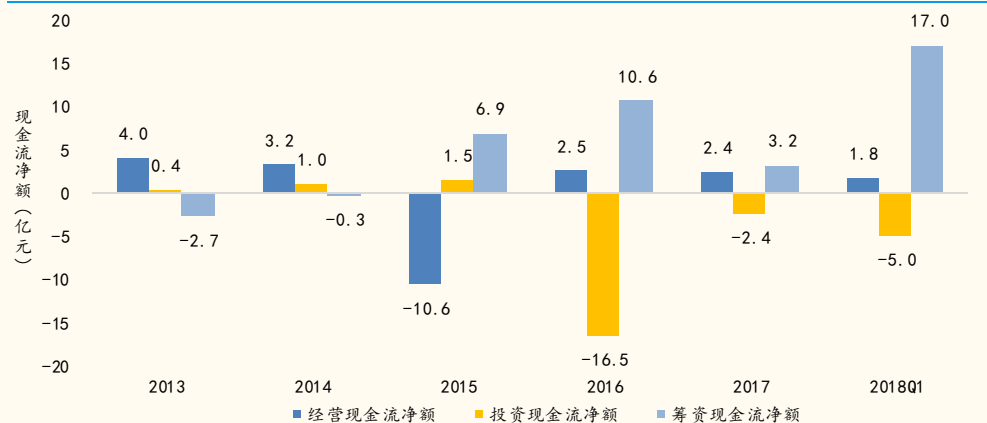
图表 17：营运能力提升



来源：Wind，国金证券研究所

(7) 现金流储备大幅增加。2015 年经营现金流为负，2016 年投资现金流支出较大，分别导致公司净现金流为负。2017 年公司现金流状况出现好转，2018 年 1 季度公司筹资现金流净额流入达 17 亿，使公司现金流储备非常充沛。

图表 18：2018 年 1 季度公司现金流储备充沛



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、“运营+投资”双线驱动发展

### 1、背靠复星打造快乐旗舰平台

2017年11月，公司宣布拟向浙江复星、复地投资管理 etc 16名对象发行股份购买其持有的上海星泓等24家公司的全部或部分股权，购买黄房公司持有的新元房产100%股权。2018年5月，公司该资产重组事项获批，最终标的资产作价239.77亿元。2018年7月，公司完成上述资产交割。

**图表 19：公司完成对重组资产全部股权交割**

序号	标的公司	交割 股权比例	交易对象	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
1	上海星泓	100%	浙江复星	56.35	21.92	4.90
2	闽祥地产	100%	复地投资管理	2.76	0.01	0.00
3	复星物业	100%	复地投资管理	1.57	0.20	0.08
4	复城润广	100%	复地投资管理	30.55	22.02	4.07
5	宁波星健	100%	复地投资管理	5.28	0.87	0.04
6	博城置业	67%	复地投资管理	15.61	5.90	2.59
7	长沙复地	100%	复地投资管理	6.21	0.18	0.06
8	苏州星和	70%	复地投资管理	6.31	-	-0.22
9	金成品屋	60%	复地投资管理	0.55	0.55	0.11
10	复地通达	60%	复地投资管理	33.36	-	-0.07
11	复地通盈	60%	复地投资管理	45.50	-	-0.16
12	复毓投资	50%	复地投资管理	61.60	-	-0.78
13	复昶投资	50%	复地投资管理	17.16	-	-0.23
14	天津湖滨	100%	复地投资管理 复科投资	24.29	1.03	0.75
15	复拓置业	100%	复地投资管理 复曼投资	8.65	9.79	1.23
16	复曼达置业	100%	复地投资管理 复北投资	12.23	-	-0.05
17	海南复地	55%	Phoenix Prestige 复地投资管理 复颐投资	61.25	32.08	6.02
18	复地东郡	68%	润江置业 复久紫郡 复远越城 复地投资管理	23.36	0.09	-0.06
19	光霞地产	65%	复地投资管理 复晶投资	14.69	20.02	5.27
20	闽光地产	100%	复昌投资	47.84	8.82	1.49
21	武汉复江	100%	艺中投资	42.38	-	-0.17
22	成都复地明珠	66%	复川投资	36.54	20.59	3.62
23	复鑫置业	50%	复迈投资	21.19	-	-0.05
24	上海星耀	50%	Spread Grand	34.46	0.24	-0.15
25	新元房产	100%	黄房公司	10.43	0.00	-0.32
		合计		620.14	144.31	27.96

注：公司直接持有海南复地55%股权，通过博城置业间接持有海南复地45%股权

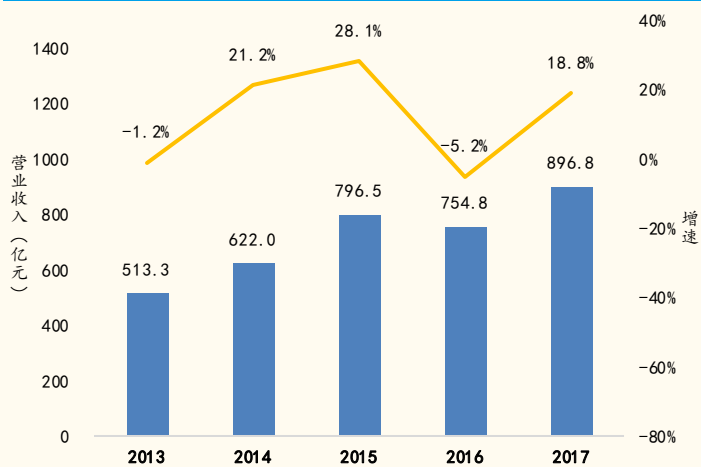
来源：公司公告，国金证券研究所

#### ■ 意义 1：融入复星集团发展战略

复星创立于1992年，2007年复星国际在香港上市。复星集团植根中国，深耕健康、快乐、富足领域，通过科技引领、持续创新，智造C2M幸福生态系统，为全球家庭客户提供高品质的产品和服务。2017年复星战略成果显著，

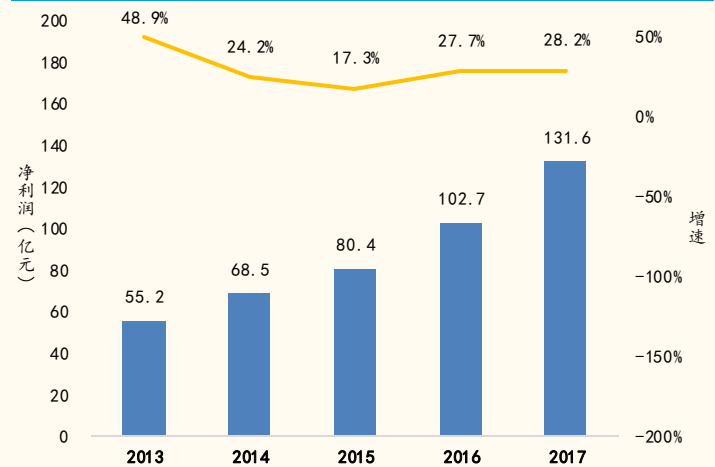
集团营收达 896.8 亿元，同比增长 18.81%，增速同比提升 24 个百分点。净利润达 131.61 亿元，同比增长 28.18%，持续保持较高增速。

图表 20：复星集团 2017 年营收增速达 18.8%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：复星集团 2017 年净利润增速达 28.2%

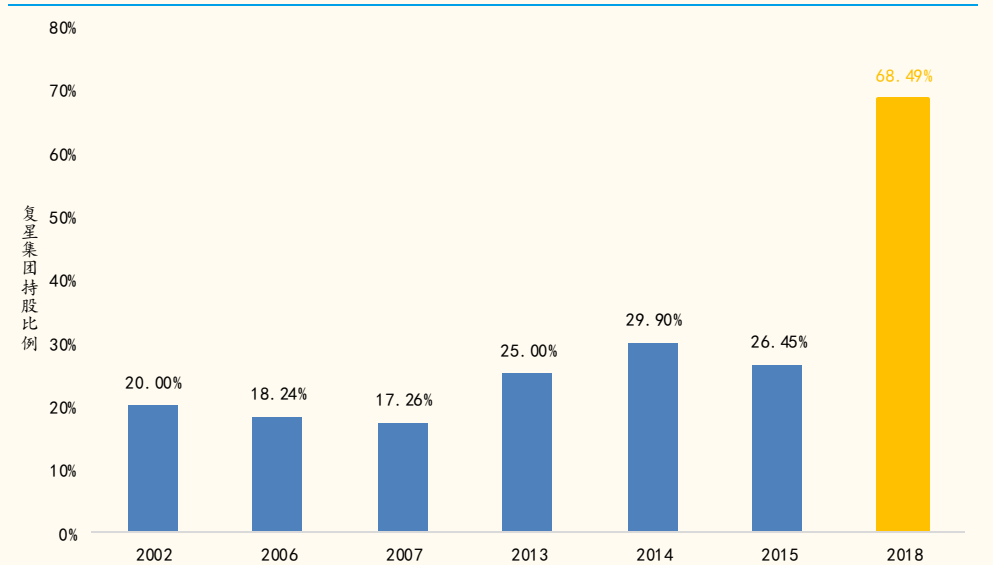


来源：Wind，国金证券研究所

复星生态圈包括：**(1) 健康生态**。大健康产业是复星生态系统的支柱板块。复星健康业务覆盖药品制造与研发、医疗服务、医疗器械与医学诊断、医药分销与零售、健康险与健康管理等，通过内生式增长、外延式扩张和整合式发展，不断深化全球化全产业运营能力，努力打造产业闭环，形成全产业链的大健康生态系统；**(2) 快乐生态**。复星快乐生态瞄准中国家庭消费升级的需求，积极推进旅游、文化、时尚、娱乐、影视等快乐产业的发展，通过线上平台、线下场景、更优质的产品、更高水准的内容、更易复制的模式这五个维度进行全方位布局；**(3) 富足生态**。复星富足生态业务包括保险及金融、投资、蜂巢城市三个板块。复星在全球深度布局了保险、银行、证券、资产管理等众多金融类业务，并在近年加快布局以前沿科技和核心驱动的新型金融行业。未来，复星将持续强化“金融+产业”无缝对接的能力，持续提升综合金融能力。

通过资产重组，复星集团在公司持股比例将从 26.45% 增加到 68.49%，公司成为复星集团持股比例最高的 A 股上市企业，同时也是复星集团未来“快乐时尚”旗舰的主要发力平台，复星集团持续构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的“1+1+1”发展战略的重要抓手。

图表 22：复星集团在公司持股比例将从 26.45% 增加到 68.49%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：公司将打造成为复星快乐时尚产业旗舰平台



来源：复星国际公告，国金证券研究所

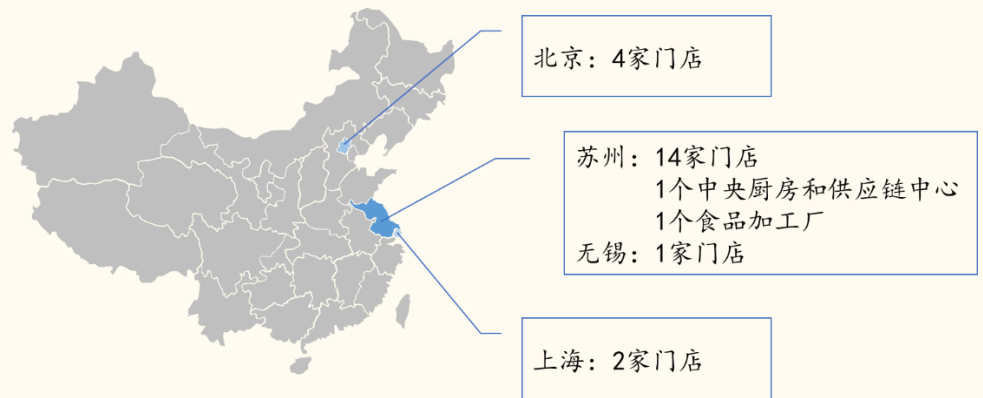
- 意义 2：公司市值和收益直接获益，为时尚平台建设提供战略支持
- 我们预计，交易完成后 2018 到 2020 年重组资产为公司带来的净利润将不低于 70 亿元。收购标的资产为商业物业，推动公司打造线下新地标。

## 2、收购松鹤楼升级餐饮品质化

2017 年 6 月，公告宣布以总价 16.38 亿元收购苏州松鹤楼资产，包括苏州松鹤楼饮食文化有限公司 100% 股权、苏州松鹤楼餐饮管理有限公司 100% 股权。松鹤楼饮食文化拥有苏州市历史文化中心城区约 3.4 万平方米商用物业，运营苏州五芳斋、新聚丰等多个苏州老字号品牌，同时持有苏州肯德基有限公

司 20% 股权。松鹤楼餐饮是一家主营中式正餐连锁的知名餐饮管理公司，持有并运营松鹤楼餐饮及食品业务。松鹤楼始创于清乾隆初年，是目前苏州地区历史最悠久、饮誉海内外的正宗苏帮菜馆，是商务部首批认定的“中华老字号”餐饮品牌。目前在苏州、上海、北京、无锡拥有 16 家直营门店，1 家合营店，4 家加盟店，并配设了 1 个中央厨房和供应链中心，1 个食品加工厂。

图表 24：松鹤楼在江苏等地拥有 21 家门店



来源：公司公告，国金证券研究所

(1) 补强和扩展了公司的饮食文化和传统老字号品牌资源及运营能力。松鹤楼的传统苏帮菜品牌丰富了公司原有的老字号“食文化”，松鹤楼饮食文化、松鹤楼餐饮将与公司现有的核心商圈运营、老字号餐饮集团以及线下地标资源产生良好的协同效应，助力公司打造中华传统文化及品牌发展产业集群；(2) 松鹤楼在北京、苏州、无锡的直营门店扩充了公司现有的地理布局。

图表 25：松鹤楼与公司原有餐饮体系形成良好协同效应

餐饮类型	店铺名称	经营品类
餐馆	绿波廊酒楼	上海菜、海派菜式
	上海老饭店	上海菜
	松运楼酒家	上海菜
	春风松月楼	素菜
	松鹤楼	苏帮菜
小吃	湖滨美食楼	上海小吃
	老城隍庙小吃	上海小吃
	乔家栅	上海小吃
面点	宁波汤圆店	汤圆
	南翔馒头店	馒头
茶楼	湖心亭茶楼	茶品

来源：公司官网，国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们认为豫园股份通过资产重组为复星集团打造快乐时尚旗舰平台提供战略支持，瞄准中产阶级消费群体，全力打造时尚消费平台，未来将实现较好的业绩增长。

(1) 传统主业黄金珠宝业务保持增长。2017 年黄金珠宝业务实现营业收入 145.45 亿元，同比增长 7.2%，毛利率达 8.17%。我们认为 2018 年以黄金珠宝为代表的中高端消费复苏产品消费需求保持增长，预计 2018 到 2020 年公司黄金珠宝业务可实现营业收入分别为 160 亿元、170 亿元、182 亿元。

(2) 背靠复星集团获稳定现金流。公司通过资产重组成为复星集团“快乐生态”战略重要排头兵。重组资产 2017 年累计实现营业收入 144.31 亿元。

若以公司股权比例计算，实现营收 113.55 亿元，同比增长 63.97%。重组资产已于 7 月 4 日完成交割，我们预计 2018 到 2020 年重组资产通过地产结算可实现营业收入分别为 220 亿元、300 亿元、215 亿元，净利润分别为 20 亿元、30 亿元、20 亿元。

(3) 其他业务收入。2017 年公司度假村业务实现营业收入 5.81 亿元，同比增长 16.81%。餐饮业务实现营业收入 5.73 亿元，同比增长 2.77%。工艺品、百货及服务实现营业收入 5.45 亿元，同比增长 8.19%。医药业务实现营业收入 4.62 亿元，同比减少 10.59%。以上业务 2017 年累计实现营业收入 21.61 亿元，累计占比 12.63%，同比增速 4.14%。我们预计 2018 到 2020 其他业务可实现营业收入分别为 22 亿元、23 亿元、24 亿元。

图表 26：我们预计未来三年公司实现营收分别达 402、493、421 亿元

	2017	2018e	2019e	2020e
黄金珠宝	145.45	160	170	182
重组资产	-	220	300	215
其它业务	21.61	22	23	24
合计营收		402	493	421

来源：国金证券研究所

我们预计 2018 年到 2020 公司实现营业收入分别达 402 亿元、493 亿元、421 亿元，同比增长分别为 134.9%、22.6%、-14.5%；净利润分别达 28.85 亿元、40.43 亿元、32.13 亿元，同比增长分别为 338.45%、40.14%、-20.53，对应 EPS 分别为 0.75 元、1.05 元、0.84 元，对应 PE 分别为 12、9、11 倍。我们选取国内 12 家与豫园股份相同或相似的商业企业，通过 Wind 获得其 2018 年预计 PE 值并计算算术平均值为 19.91。以该值为参考，我们给予公司 2018 年 20 倍 PE 估值，测算公司未来 6-12 个月 15.00 元目标价，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 27：给予公司 20 倍 PE 估值

序号	企业名称	公司市值 (20180718, 亿元)	2017 年净利润 (亿元)	PE (2018E)
1	王府井	151.6017	9.3209	13.53
2	合肥百货	44.1414	2.9592	14
3	王府井	151.6017	9.3209	14.3
4	东百集团	50.9296	3.9777	15.57
5	友阿股份	57.6558	2.7132	16.36
6	新世界	44.8932	4.4887	16.61
7	利群股份	78.1334	3.9449	17.1
8	重庆百货	144.5615	6.5024	18.36
9	汇嘉时代	28.7040	1.0214	19.03
10	翠微股份	31.2390	1.4500	19.46
11	新华百货	40.6362	0.7935	30.51
12	银座股份	32.5042	0.0468	44.06
	均值			19.91

来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

- **消费需求不及预期：**宏观经济发展减速，居民可支配收入降低，消费终端需求增长与预判相差过大。
- **重组项目收益不及预期：**资产重组项目与公司实质性融合时间过长，项目进展状况或最终盈利不及预期。
- **对外扩张不及预期：**公司业务在北京、浙江、江苏等地扩张进度不及预期，盈利状况不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>17,551</b>	<b>15,643</b>	<b>17,111</b>	<b>40,200</b>	<b>49,300</b>	<b>42,130</b>	货币资金	2,025	1,916	2,440	12,591	10,995	10,280
增长率		-10.9%	9.4%	134.9%	22.6%	-14.5%	应收账款	257	335	316	1,112	1,324	1,097
<b>主营业务成本</b>	<b>-15,539</b>	<b>-13,178</b>	<b>-14,371</b>	<b>-31,698</b>	<b>-38,154</b>	<b>-33,005</b>	存货	4,220	3,254	3,074	7,642	8,990	7,596
%销售收入	88.5%	84.2%	84.0%	78.8%	77.4%	78.3%	其他流动资产	941	1,505	1,337	5,875	10,443	14,894
<b>毛利</b>	<b>2,013</b>	<b>2,465</b>	<b>2,741</b>	<b>8,503</b>	<b>11,147</b>	<b>9,125</b>	流动资产	7,443	7,009	7,167	27,220	31,752	33,866
%销售收入	11.5%	15.8%	16.0%	21.2%	22.6%	21.7%	%总资产	43.4%	30.2%	29.7%	58.7%	61.3%	61.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-205</b>	<b>-171</b>	<b>-225</b>	<b>-531</b>	<b>-651</b>	<b>-556</b>	长期投资	4,994	13,593	13,870	14,270	14,770	15,470
%销售收入	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	3,275	1,453	1,925	3,378	3,591	4,008
<b>营业费用</b>	<b>-632</b>	<b>-713</b>	<b>-749</b>	<b>-1,729</b>	<b>-2,120</b>	<b>-1,812</b>	%总资产	19.1%	6.3%	8.0%	7.3%	6.9%	7.3%
%销售收入	3.6%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	无形资产	822	833	888	1,262	1,435	1,510
<b>管理费用</b>	<b>-572</b>	<b>-1,000</b>	<b>-971</b>	<b>-2,231</b>	<b>-2,712</b>	<b>-2,296</b>	非流动资产	9,712	16,170	16,949	19,181	20,067	21,259
%销售收入	3.3%	6.4%	5.7%	5.6%	5.5%	5.5%	%总资产	56.6%	69.8%	70.3%	41.3%	38.7%	38.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>604</b>	<b>581</b>	<b>795</b>	<b>4,012</b>	<b>5,664</b>	<b>4,461</b>	<b>资产总计</b>	<b>17,156</b>	<b>23,179</b>	<b>24,116</b>	<b>46,401</b>	<b>51,819</b>	<b>55,125</b>
%销售收入	3.4%	3.7%	4.6%	10.0%	11.5%	10.6%	短期借款	2,128	2,254	3,063	3,200	3,400	3,600
<b>财务费用</b>	<b>-189</b>	<b>-116</b>	<b>-339</b>	<b>-360</b>	<b>-430</b>	<b>-360</b>	应付款项	1,339	1,837	1,790	2,737	3,334	2,872
%销售收入	1.1%	0.7%	2.0%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动负债	3,145	3,030	2,158	3,135	3,327	3,296
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	流动负债	6,613	7,121	7,011	9,072	10,061	9,769
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-19</b>	<b>193</b>	<b>-84</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	长期贷款	734	2,903	3,084	3,484	3,884	4,284
<b>投资收益</b>	<b>504</b>	<b>-173</b>	<b>435</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	其他长期负债	1,385	2,217	2,629	3,228	3,228	3,228
%税前利润	52.1%	n.a	50.0%	5.1%	3.6%	4.6%	<b>负债</b>	<b>8,731</b>	<b>12,241</b>	<b>12,723</b>	<b>15,784</b>	<b>17,173</b>	<b>17,280</b>
<b>营业利润</b>	<b>899</b>	<b>482</b>	<b>818</b>	<b>3,823</b>	<b>5,405</b>	<b>4,272</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,951</b>	<b>10,572</b>	<b>11,085</b>	<b>30,333</b>	<b>34,384</b>	<b>37,606</b>
营业利润率	5.1%	3.1%	4.8%	9.5%	11.0%	10.1%	少数股东权益	473	366	308	285	262	239
<b>营业外收支</b>	<b>68</b>	<b>235</b>	<b>51</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,156</b>	<b>23,179</b>	<b>24,116</b>	<b>46,401</b>	<b>51,819</b>	<b>55,125</b>
<b>税前利润</b>	<b>966</b>	<b>716</b>	<b>870</b>	<b>3,941</b>	<b>5,523</b>	<b>4,390</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	5.5%	4.6%	5.1%	9.8%	11.2%	10.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-153</b>	<b>-271</b>	<b>-211</b>	<b>-1,057</b>	<b>-1,481</b>	<b>-1,177</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.8%	37.9%	24.3%	26.8%	26.8%	26.8%	每股收益	0.562	0.333	0.488	0.750	1.049	0.835
<b>净利润</b>	<b>814</b>	<b>445</b>	<b>658</b>	<b>2,885</b>	<b>4,043</b>	<b>3,213</b>	每股净资产	5.532	7.355	7.712	18.042	20.452	22.368
少数股东损益	7	-34	-43	-23	-23	-23	每股经营现金净流	-0.239	0.261	0.759	-1.753	1.222	2.105
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>807</b>	<b>479</b>	<b>701</b>	<b>2,908</b>	<b>4,066</b>	<b>3,236</b>	每股股利	0.021	0.017	0.010	0.009	0.009	0.009
净利率	4.6%	3.1%	4.1%	7.2%	8.2%	7.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.15%	4.53%	6.32%	9.59%	11.82%	8.61%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.71%	2.07%	2.91%	6.27%	7.85%	5.87%
净利润	814	445	658	2,885	4,043	3,213	投入资本收益率	4.19%	2.02%	3.21%	7.63%	9.61%	6.96%
少数股东损益	7	-34	-43	-23	-23	-23	<b>增长率</b>						
非现金支出	91	187	158	254	348	396	主营业务收入增长率	-8.36%	-10.87%	9.39%	134.93%	22.64%	-14.54%
非经营收益	-339	3	-15	105	151	192	EBIT增长率	-17.64%	-3.82%	36.79%	404.65%	41.18%	-21.24%
营运资金变动	-909	-260	291	-6,190	-2,487	-261	净利润增长率	-19.52%	-40.68%	46.38%	314.85%	39.82%	-20.40%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-343</b>	<b>375</b>	<b>1,091</b>	<b>-2,947</b>	<b>2,055</b>	<b>3,540</b>	总资产增长率	24.04%	35.11%	4.04%	92.52%	11.68%	6.38%
资本开支	-357	-1,356	-753	-1,697	-618	-770	<b>资产管理能力</b>						
投资	-865	-636	11	-451	-550	-760	应收账款周转天数	4.3	5.2	4.8	7.5	7.4	7.3
其他	268	-141	211	170	170	170	存货周转天数	84.0	103.5	80.4	88.0	86.0	84.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-954</b>	<b>-2,134</b>	<b>-531</b>	<b>-1,978</b>	<b>-998</b>	<b>-1,360</b>	应付账款周转天数	6.5	9.7	10.6	10.4	10.6	10.6
股权募资	6	0	0	2,355	0	0	固定资产周转天数	67.6	32.8	40.7	29.6	24.6	30.7
债权募资	1,995	2,244	491	1,834	700	700	<b>偿债能力</b>						
其他	-583	-617	-549	13,587	-454	-494	净负债/股东权益	9.42%	28.37%	27.77%	-21.23%	-12.56%	-8.19%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,418</b>	<b>1,627</b>	<b>-58</b>	<b>17,776</b>	<b>246</b>	<b>206</b>	EBIT利息保障倍数	3.2	5.0	2.3	11.1	13.2	12.4
<b>现金净流量</b>	<b>121</b>	<b>-132</b>	<b>503</b>	<b>12,850</b>	<b>1,304</b>	<b>2,385</b>	资产负债率	50.90%	52.81%	52.76%	34.02%	33.14%	31.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	5	9	11
增持	0	0	1	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.17</b>	<b>1.18</b>	<b>1.31</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH