

豫园股份 (600655)

多品牌扩张实现大消费版块战略升级，珠宝业务拓店加速增长稳健，酒、钟表、餐饮带来全新增量

事件: 公司实现营业收入 440.51 亿元, 同增 0.27%; 实现归母净利润 36.10 亿元, 同增 12.82%。20Q1-Q4 分别实现营收 103.89、97.77、89.03、149.81 亿元, 分别变动 28.16%、-15.32%、19.84%、-5.36%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 3.25、7.50、5.18、20.17 亿元, 分别变动-19.23%、21.14%、138.01%、2.45%。每股收益 0.93 元, 同增 12.97%。

收入端: ①分行业: 收购带来珠宝、酒类等多行业营收增长, 疫情对度假村等海外相关业务造成冲击。其中, 2020 珠宝业务营收 221.68 亿元, 同增 8.36%, 占总营收比 50.3%, 由于新拓门店并于 2020 年下半年完成收购 DJULA 项目。②分地区来看, 公司中国大陆收入 435 亿元, 占比 97.4%; 国外收入 11 亿元, 占比 2.6%, 合并抵消 5.7 亿元。公司于 2020 年下半年完成收购金徽酒项目, 带来甘肃地区收入同增, 而疫情对日本、比利时等多地区营收造成冲击。

成本费用端: 公司 2020 期间费用率为 12%, 同增 0.5 个 pct。①销售费用率: 公司 2020 销售费用为 17.58 亿元, 同比减少-1.31%, 销售费用率为 3.99%, 同比下降 0.06 个 pct。②管理费用率: 公司 2020 管理费用为 26.93 亿元, 同比增长 7.42%, 管理费用率为 6.11%, 同比上升 0.41 个 pct。③财务费用率: 公司 2020 财务费用为 7.96 亿元, 同比增加 8.14%; 财务费用率为 1.81%, 同比上升 0.13 个 pct。

利润端: 公司 2020 主营业务毛利率为 24.5%, 同减 3 个 pct, 归母净利率为 8.2%, 同增 0.91 个 pct。毛利率下降的同时归母净利率上升, 主要由于交易性金融资产及股权收购原股权重新计量带来的投资收益, 2020 年投资收益 15.47 亿元, 较 2019 年的 2.32 亿增长明显。

分红及未来计划: 公司计划分红金额为 12.8 亿元, 分红比例 35.46%, 近三年维持在 35%附近。根据公司发展计划, 公司 2021 年计划实现营业收入 550 亿元人民币, 营业成本 430 亿元人民币, 三项费用 70 亿人民币。

经营指标: 除去 DJULA 12 家直营网点, 公司 2020 年末共有 3367 家黄金饰品营业网点, 较去年增加 608 家。其中加盟店 3160 家, 直营店 207 家。本年度新开加盟店 792 家, 关闭 192 家, 净增新加盟店 600 家; 新开直营店 28 家, 关闭 20 家, 净增新直营店 8 家。文化饮食直营网点 57 家, 其中松鹤楼 31 家 (苏式正餐 10 家、苏式面馆 21 家)。

投资建议: 公司 2020 年在多方面完成通过重大资产重组, 实现战略及组织升级, 明确提出了“1+1+1”平台建设快乐产业发展的目标, 在 2020 年持续在产业运营和产业投资“双轮驱动”、多品牌搭建、C2M 快乐系统建设以及科技引领能力打造方面持续前行。公司珠宝时尚业务稳健增长, 旗下老庙黄金等品牌影响力强, 渠道管理优秀; 随着疫情逐步缓解, 公司度假区等业务或也将迎来回暖, 基于此, 我们调高 21/22 年净利润分别为 44/57 亿 (前值 38/53.5 亿元), 当前市值对应 10/8xPE。维持买入评级。

风险提示: 宏观经济增速不达预期, 珠宝行业回暖不及预期, 居民消费不及预期, 黄金价格波动风险, 公司经营不及预期

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,883.50
流通 A 股股本(百万股)	1,605.30
A 股总市值(百万元)	44,271.88
流通 A 股市值(百万元)	18,300.40
每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	64.31
一年内最高/最低(元)	15.25/7.08

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《豫园股份-季报点评:20Q3 净利润+138%持续上扬, 线上线下会员生态加速布局》2020-10-28
- 《豫园股份-半年报点评:20H1 归母净利润逆势增长 10.37%, 多渠道布局家庭快乐消费产业》2020-08-26
- 《豫园股份-公司点评:豫园股份:拟收购金徽酒和复星津美》2020-06-16

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	42,912.23	44,050.76	55,063.45	70,481.22	85,987.08
增长率(%)	27.04	2.65	25.00	28.00	22.00
EBITDA(百万元)	6,463.40	6,287.00	7,013.23	8,925.34	11,237.47
净利润(百万元)	3,208.21	3,610.34	4,423.34	5,653.95	7,278.50
增长率(%)	6.21	12.53	22.52	27.82	28.73
EPS(元/股)	0.83	0.93	1.14	1.46	1.87
市盈率(P/E)	13.80	12.26	10.01	7.83	6.08
市净率(P/B)	1.41	1.34	1.25	1.11	0.96
市销率(P/S)	1.03	1.01	0.80	0.63	0.51
EV/EBITDA	2.67	5.36	4.89	3.73	3.02

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 收购带来珠宝、酒类等多行业营收增长，疫情对度假村等海外相关业务造成冲击

收入端，公司实现稳步增长。20Q1-Q4 分别实现营收 103.89、97.77、89.03、149.81 亿元，分别变动 28.16%、-15.32%、19.84%、-5.36%。

图 1：公司各季度营收



资料来源：公司年报，天风证券研究所

收入端：①分行业：收购带来珠宝、酒类等多行业营收增长，疫情对度假村等海外相关业务造成冲击。

1、2020 珠宝业务营收 221.68 亿元，同增 8.36%，占总营收比 50.3%，由于新拓门店并于 2020 年下半年完成收购 DJULA 项目；

2、地产业务营收 171.75 亿元，同减 10.64%，占总营收比 40.0%；

3、商业综合运营与物业综合服务营收 15.82 亿元，同减 24.12%，占总营收比 3.6%，主要由于部分海外游客度假村订单取消；

4、餐饮服务营收 4.85 亿元，同减 37.62%，占总营收比 1.1%；

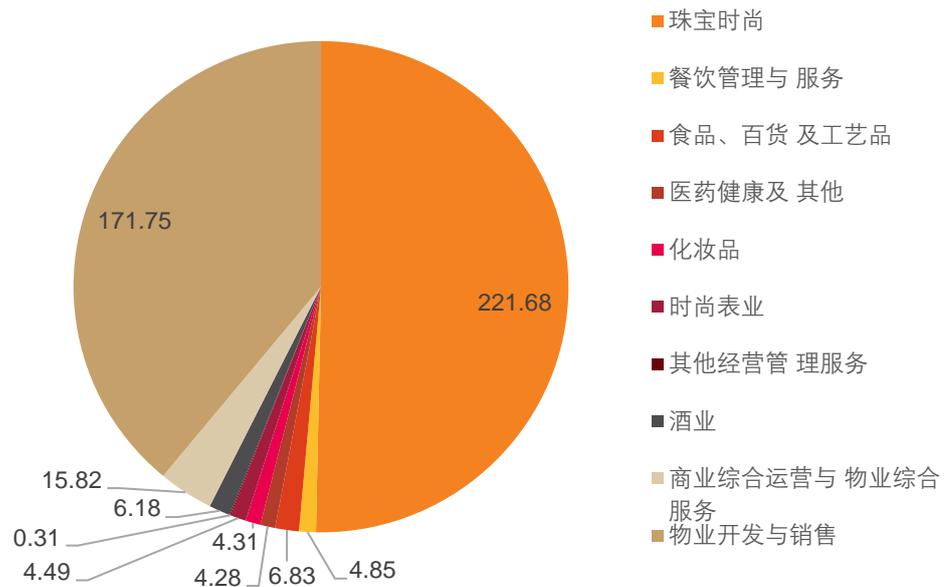
5、食品、百货及工艺品营收 6.83 亿元，同增 33.11%，占总营收比 1.6%，主要由于 2019 年下半年完成收购如意情项目；

6、医药营收 4.28 亿元，同增 26.29%，占比 1.0%；

7、化妆品营收 4.31 亿元，同减 12.26%，占比 1.0%；

8、酒业营收 6.18 亿元，主要来自金徽酒收购，占总营收比例 1.4%。

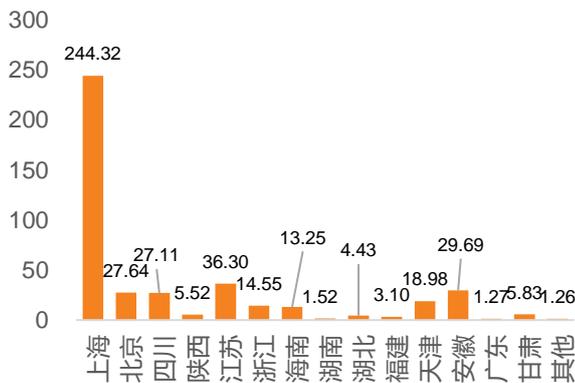
图 2：2020 年公司各业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

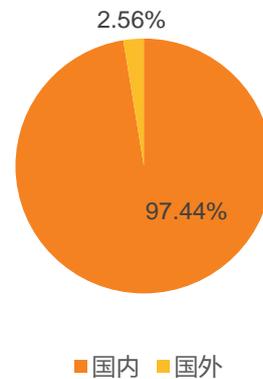
②分地区：公司中国大陆收入 435 亿元，占比 97.4%；国外收入 11 亿元，占比 2.6%，合并抵消 5.7 亿元。公司于 2020 年下半年完成收购金徽酒项目，带来甘肃地区收入同增，而疫情对日本、比利时等多地区营收造成冲击。

图 3：国内营收按地区分布（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 4：营收按地区分类

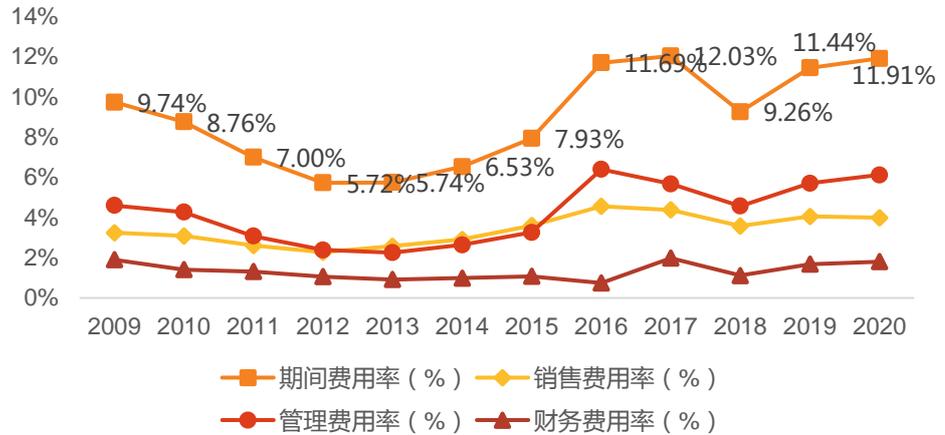


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 成本费用端：期间费用有所抬升，公司业务扩张稳步进行

公司 2020 期间费用率为 12%，同增 0.5 个 pct。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 17.58 亿元，同比减少 -1.31%，销售费用率为 3.99%，同比下降 0.06 个 pct。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 26.93 亿元，同比增长 7.42%，管理费用率为 6.11%，同比上升 0.41 个 pct。③财务费用率：公司 2020 财务费用为 7.96 亿元，同比增加 8.14%；财务费用率为 1.81%，同比上升 0.13 个 pct。④研发费用率：公司 2020 研发费用为 0.30 亿元，同比增加 158.32%。

图 5：2020 年公司各费用率变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司管理费用率及销售费用率均有所抬升，主要由于无形资产摊销金额的增加以及业绩扩张带来的推广服务费用及装修装饰费用的增加。

表 1：销售费用明细：业务扩张带来的推广费用及装修装饰费用提升

	2020	2019
职工薪酬	35.38%	43.52%
运输费	0.00%	0.00%
包装费	1.53%	0.54%
物料消耗	2.50%	4.04%
清洁卫生费	1.21%	1.81%
商品维修费	0.26%	0.27%
手续费	2.54%	2.54%
黄金交易运保费	0.10%	0.12%
保险费	0.37%	0.34%
推广服务费	27.68%	24.78%
销售代理服务	9.85%	11.78%
物业费及商场管理费	5.46%	3.01%
办公及公共事业费	3.57%	0.65%
商业招商费	0.23%	0.42%
装修装饰费	2.82%	1.08%
其他	6.50%	5.11%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 2：管理费用细分占比：无形资产摊销占比提升

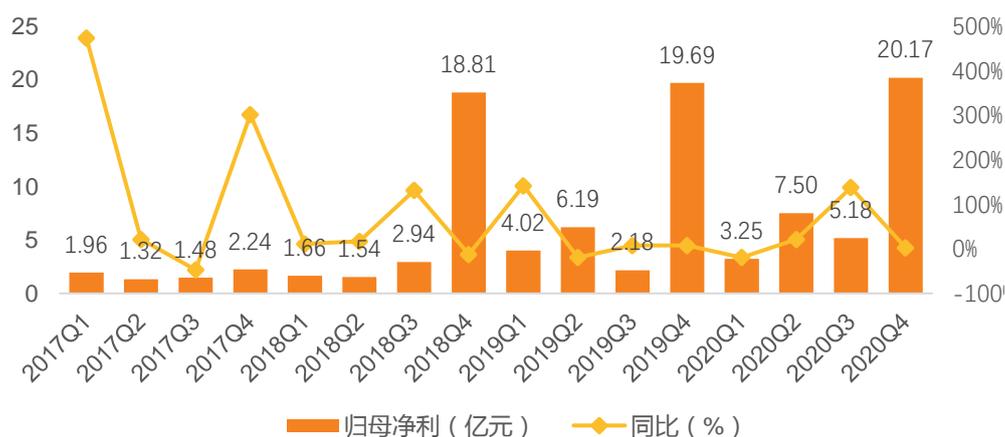
	2020	2019
职工薪酬	55.16%	54.38%
租赁费	6.51%	7.56%
折旧费	9.20%	8.98%
修理费	3.88%	3.39%
无形资产摊销	3.34%	1.58%
办公费	2.62%	2.56%
物业管理费	1.63%	1.50%
公用事业费	2.25%	3.22%
邮电费	0.47%	0.29%
差旅费	2.25%	2.60%
业务招待费	2.46%	2.48%
中介费	4.18%	4.52%
服务费	2.37%	3.13%
管理费	1.35%	0.94%
其他费用	2.34%	2.87%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 投资收益带动利润增长

归母净利润 Q1-Q4 分别为 3.25、7.50、5.18、20.17 亿元，分别变动 -19.23%、21.14%、138.01%、2.45%。

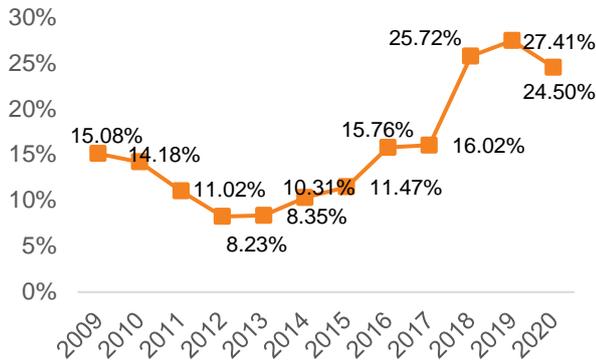
图 6：公司分季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

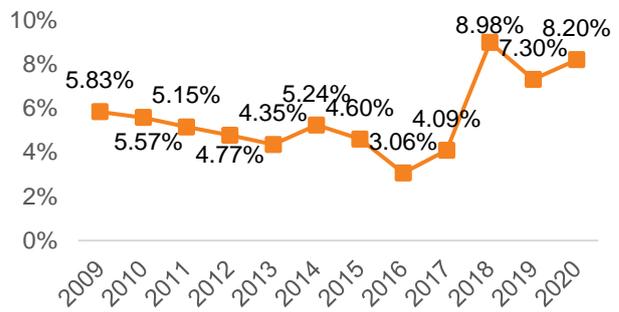
投资收益带动净利润增长。公司 2020 主营业务毛利率为 24.5%，同减 3 个 pct，归母净利率为 8.2%，同增 0.91 个 pct。毛利率下降的同时归母净利率上升，主要由于交易性金融资产及股权收购原股权重新计量带来的投资收益，2020 年投资收益 15.47 亿元，较 2019 年的 2.32 亿增长明显。

图 7：公司历年毛利率（单位：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：公司历年净利率（单位：%）

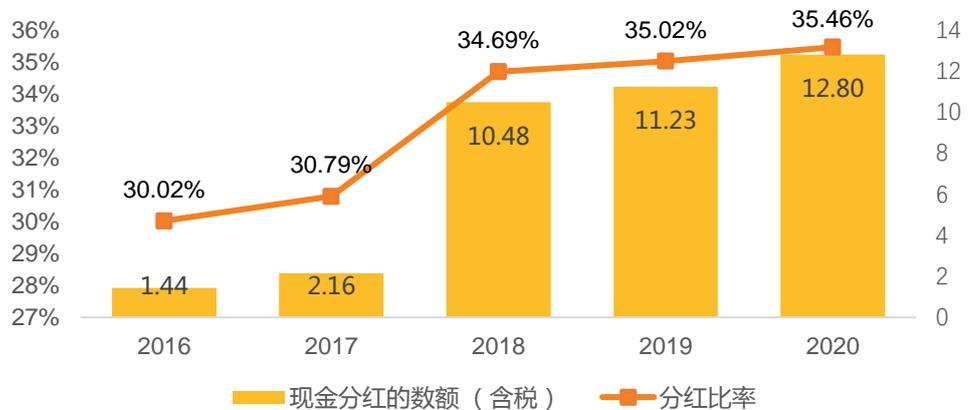


资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 分红比例逐年上升，设立 550 亿计划稳步推进

公司计划分红金额为 12.8 亿元，分红比例 35.46%，近三年维持在 35%附近。根据公司发展规划，公司 2021 年计划实现营业收入 550 亿元人民币，营业成本 430 亿元人民币，三项费用 70 亿人民币，对应 2021 年营收增速 25%。

图 9：公司历年分红比例逐年增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 黄金珠宝拓店速度加快，收购带来全新增量

公司黄金珠宝业务拓店速度加快，收购带来钟表等业务增量。黄金采购、生产及销售方面公司 2020 黄金销售量/库存量分别为 56097/5366 千克，铂金销售量/库存量分别为 332/233 千克。

除去 DJULA 12 家直营网点，公司 2020 年末共有 3367 家黄金饰品营业网点，较去年增加 608 家。其中加盟店 3160 家，直营店 207 家。本年度新开加盟店 792 家，关闭 192 家，净增新加盟店 600 家；新开直营店 28 家，关闭 20 家，净增新直营店 8 家。文化饮食直营网点 57 家，其中松鹤楼 31 家（苏式正餐 10 家、苏式面馆 21 家）。美丽健康直营网

点 62 家，其中：童涵春堂 38 家、AHAVA24 家（国内 13 家、国外 11 家）。时尚表业直营网点 22 家，其中汉辰钟表行 1 家、海鸥表业 15 家、上海表业 6 家。

图 10：公司珠宝直营及加盟门店数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 投资建议

公司 2020 年在多方面完成通过重大资产重组，实现战略及组织升级，明确提出了“1+1+1”平台建设快乐产业发展的目标，在 2020 年持续在产业运营和产业投资“双轮驱动”、多品牌搭建、C2M 快乐系统建设以及科技引领能力打造方面持续前行。公司珠宝时尚业务稳健增长，旗下老庙黄金等品牌影响力强，渠道管理优秀；随着疫情逐步缓解，公司度假区等业务或也将迎来回暖，基于此，我们调高 21/22 年净利润分别为 44/57 亿（前值 38/53.5 亿元），当前市值对应 10/8xPE。维持买入评级。

7. 风险提示

宏观经济增速不达预期，珠宝行业回暖不及预期，居民消费不及预期，黄金价格波动风险，公司经营不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,892.92	15,854.40	22,677.33	25,014.17	25,616.35
应收票据及应收账款	764.40	1,716.34	923.26	2,599.01	1,698.16
预付账款	625.46	546.34	769.69	960.87	1,139.29
存货	36,214.85	40,789.19	50,112.53	50,315.30	70,577.46
其他	8,816.53	7,084.77	7,385.73	10,102.23	8,873.60
流动资产合计	64,314.16	65,991.03	81,868.54	88,991.58	107,904.86
长期股权投资	7,238.08	7,443.17	7,443.17	7,443.17	7,443.17
固定资产	2,958.52	5,074.46	5,154.76	5,162.16	5,112.81
在建工程	354.50	540.59	360.36	264.21	188.53
无形资产	1,441.92	3,877.45	3,736.04	3,594.62	3,453.20
其他	23,145.99	29,320.49	27,977.55	28,383.49	28,393.78
非流动资产合计	35,139.01	46,256.16	44,671.86	44,847.64	44,591.48
资产总计	99,453.17	112,247.19	126,540.40	133,839.23	152,496.34
短期借款	4,219.16	6,313.70	6,313.70	6,313.70	6,313.70
应付票据及应付账款	6,782.57	7,231.42	5,662.94	13,095.72	9,792.18
其他	33,184.84	33,096.17	46,619.73	40,797.39	55,464.96
流动负债合计	44,186.58	46,641.29	58,596.38	60,206.81	71,570.84
长期借款	9,835.97	16,118.50	16,118.50	16,118.50	16,118.50
应付债券	2,600.00	3,800.00	2,800.00	3,066.67	3,222.22
其他	6,357.08	5,621.64	6,026.76	6,001.83	5,883.41
非流动负债合计	18,793.06	25,540.14	24,945.26	25,186.99	25,224.13
负债合计	62,979.63	72,181.43	83,541.64	85,393.80	96,794.97
少数股东权益	5,095.69	7,056.49	7,700.45	8,591.00	9,603.27
股本	3,883.76	3,883.50	3,883.50	3,883.50	3,883.50
资本公积	11,372.61	10,704.70	10,704.70	10,704.70	10,704.70
留存收益	26,024.93	28,019.24	31,414.81	35,970.93	42,214.60
其他	(9,903.45)	(9,598.18)	(10,704.70)	(10,704.70)	(10,704.70)
股东权益合计	36,473.54	40,065.76	42,998.76	48,445.42	55,701.37
负债和股东权益总计	99,453.17	112,247.19	126,540.40	133,839.23	152,496.34

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,906.15	4,023.25	4,423.34	5,653.95	7,278.50
折旧摊销	389.00	594.49	301.35	310.16	316.45
财务费用	919.85	977.63	0.00	0.00	0.00
投资损失	(225.84)	(1,546.88)	(250.00)	(660.00)	(250.00)
营运资金变动	(2,102.59)	4,547.49	7,391.99	(4,200.46)	(6,929.61)
其它	647.89	(9,550.83)	1,338.83	1,331.88	1,195.55
经营活动现金流	3,534.45	(954.83)	13,205.52	2,435.53	1,610.88
资本支出	2,673.13	8,476.66	(345.13)	104.94	168.42
长期投资	(56.45)	205.09	0.00	0.00	0.00
其他	(6,198.37)	(13,688.69)	(1,053.43)	(124.94)	(368.42)
投资活动现金流	(3,581.69)	(5,006.94)	(1,398.55)	(20.00)	(200.00)
债权融资	22,643.28	34,549.29	31,066.78	32,212.14	32,609.40
股权融资	(123.08)	(1,815.89)	(1,095.45)	11.07	11.07
其他	(23,494.24)	(29,218.75)	(34,955.36)	(32,301.89)	(33,429.18)
筹资活动现金流	(974.03)	3,514.65	(4,984.03)	(78.68)	(808.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,021.27)	(2,447.13)	6,822.93	2,336.84	602.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	42,912.23	44,050.76	55,063.45	70,481.22	85,987.08
营业成本	31,400.22	33,258.10	40,857.08	51,944.66	62,529.81
营业税金及附加	2,161.62	1,986.66	2,641.67	3,370.12	4,038.24
营业费用	1,524.36	1,758.23	2,384.25	3,372.53	3,912.41
管理费用	2,283.30	2,692.85	3,413.93	4,299.35	5,030.24
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	725.18	796.16	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(10.50)	(34.37)	(34.37)	(34.37)	(34.37)
公允价值变动收益	346.94	(144.00)	660.98	426.24	160.27
投资净收益	225.84	1,546.88	250.00	660.00	250.00
其他	(1,119.07)	(2,812.32)	(1,821.95)	(2,172.48)	(820.55)
营业利润	5,374.33	5,002.58	6,711.87	8,615.17	10,921.02
营业外收入	208.17	364.53	238.71	270.47	291.24
营业外支出	176.41	93.17	148.99	139.52	127.23
利润总额	5,406.09	5,273.94	6,801.59	8,746.12	11,085.03
所得税	1,499.94	1,250.69	1,700.40	2,186.53	2,771.26
净利润	3,906.15	4,023.25	5,101.19	6,559.59	8,313.78
少数股东损益	697.94	412.92	677.85	905.64	1,035.28
归属于母公司净利润	3,208.21	3,610.34	4,423.34	5,653.95	7,278.50
每股收益(元)	0.83	0.93	1.14	1.46	1.87

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.04%	2.65%	25.00%	28.00%	22.00%
营业利润	16.02%	-6.92%	34.17%	28.36%	26.76%
归属于母公司净利润	6.21%	12.53%	22.52%	27.82%	28.73%
获利能力					
毛利率	26.83%	24.50%	25.80%	26.30%	27.28%
净利率	7.48%	8.20%	8.03%	8.02%	8.46%
ROE	10.22%	10.94%	12.53%	14.19%	15.79%
ROIC	34.56%	23.05%	15.66%	24.85%	27.83%
偿债能力					
资产负债率	63.33%	64.31%	66.02%	63.80%	63.47%
净负债率	15.77%	46.66%	21.06%	16.00%	13.29%
流动比率	1.46	1.41	1.40	1.48	1.51
速动比率	0.64	0.54	0.54	0.64	0.52
营运能力					
应收账款周转率	43.79	35.51	41.72	40.02	40.02
存货周转率	1.28	1.14	1.21	1.40	1.42
总资产周转率	0.46	0.42	0.46	0.54	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.93	1.14	1.46	1.87
每股经营现金流	0.91	-0.25	3.40	0.63	0.41
每股净资产	8.08	8.50	9.09	10.26	11.87
估值比率					
市盈率	13.80	12.26	10.01	7.83	6.08
市净率	1.41	1.34	1.25	1.11	0.96
EV/EBITDA	2.67	5.36	4.89	3.73	3.02
EV/EBIT	2.82	5.81	5.11	3.86	3.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com