

零售

豫园股份 (600655.SH)

调整评级

报告原因：年报点评

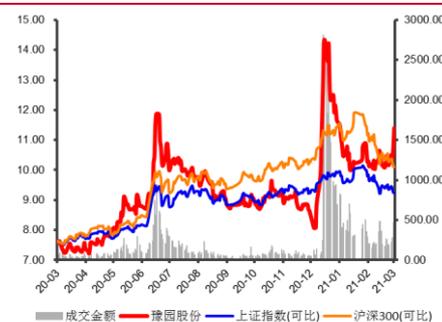
网点拓展与结构优化并行，优势产业矩阵不断完善

买入

2021年3月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月25日

收盘价(元):	11.40
年内最高/最低(元):	15.25/6.85
流通A股/总股本(亿):	16.05/38.83
流通A股市值(亿):	183
总市值(亿):	443

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	0.93
每股净资产(元):	8.50
净资产收益率:	11.21%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司近日发布2020年年度报告，公司实现营业收入440.51亿元，同比增加0.27%；归属于上市公司股东的净利润36.10亿元，同比增加12.82%。

事件点评

- 珠宝业务带动营收增长，投资收益贡献利润提升。**2020年全年公司营业收入小幅增长，分季度看营收端Q3同比增长21.33%，Q4同比下降5.35%。主要受到拓展新门店、下半年收购DJULA，影响占比过半的珠宝时尚业务同比增长8.36%；以及下半年收购如意疫情影响食百业务同比增长33.11%的影响；同时收购上海表业及海鸥表业、金徽酒，带来年内手表及酒业收入增长。归母净利润层面下半年均实现增长，Q3/Q4同比分别增长121.87%、2.71%，下半年利润增长主要来自于收购子公司确认的投资收益的净增长。公司2020年期间费用率同比提升1.42pct至11.98%，主要受到管理费用率增长0.79pct的影响，管理费用的上涨主要来自于职工薪酬增加的影响。经营活动现金流净额上年同期减少并转负，主要是由于获取开发物业项目所支付款项较上年同期增加所致。
- 珠宝业务保持快速增长，网点拓展与结构优化并行。**2020年珠宝时尚集业务保持快速增长势头，明显超越行业平均水平，2020年新增网点再创历史新高，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到3367家，其中2020年新开820家。在注重网点数量的同时，珠宝时尚集团持续推动渠道网点的“结构升级、结构优化”工作，推出了好运店、古韵店，进入了很多一线商圈；同时，在产品结构上持续优化，孵化出了10亿量级的爆款系列古韵金。亚一也孕育出了得到市场认可的产品，“玉兰花开”被选为上海市优选特色伴手礼，预示着亚一未来发展之路已经步入轨道。在做好老庙和亚一两个品牌的同时，2020年珠宝时尚集团在外延并购层面持续扎实推进，同国际顶级珠宝品牌Damiani成立合资企业，共同拓展中国市场；还完成法国品牌DJULA在中国的落地，北京的SKP、上海的BFC等旗舰店已经开业。在中后台的数字化建设方面，公司成立了珠宝创意之家，这是向珠宝时尚上游产业互联网做的积极尝试。
- 常态化外延并购持续增加，品牌效应不断做大。**2020年在常态化外延延伸项目基础上，公司战略性布局白酒赛道金徽酒和舍得酒业，分别获得金徽酒38%的股权和舍得酒业70%的股权，构建酒业两大核心品牌；



化妆品赛道取得三大突破，主导品牌 AHAVA2020 年在中国市场销售额突破一亿元，WEI 品牌天猫旗舰店顺利开业，渠道创新成新的增长点，收购复星津美后成立科创中心，将成为化妆品产业在中国和全球市场发展的源动力，同时构建全球的研发系统；手表业务方面在收购上海表业及海鸥表业后，不断夯实产业基础，海鸥表业在提质量、出新品、降库存方面都有了长足的进步，上海表业稳增长、强品牌、创新品方面也积极探索，把把国表赛道夯实、做大。

- **整合文化餐饮集团，打造复地产发差异化模式。** 2020 年公司把原来的文化食饮、文化餐娱整合成立了豫园文化饮食集团，松鹤楼面馆开始连锁化发展，克服疫情带来的经营困难，到年底完成了新开 18 家店；同时完成了南翔馒头、松月楼连锁化的探索，把品牌做强，标准化做强，供应链做强。2020 年复地产业发展集团投资新增 8 个项目，其中云南抚仙湖项目实现了一二级联动开发。复地产发不仅通过传统地产的模式获取利润，而是着力打造新差异化模式，希望能够踏准中国房地产发展未来的趋势。复地产发 2020 年在产品力的提升、对流量赋能方面做了积极的探索，南京宴南都和长沙星光天地都成为当地有影响力的商业综合体。

投资建议

- 公司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，用“豫园家庭消费产业”的一条主线把旗下多品牌、多赛道串联起来，推动各产业协同赋能发展。基于“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的“1+1+1”战略，通过珠宝时尚等优势产业满足消费者多元化需求，为公司可持续增长提供基础。我们看好公司持续推进产+地的双向赋能，打造更多的具有较强产业运营能力和城市地标属性的产品，促进产地融合的能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.06/1.25/1.45 元，对应公司 3 月 25 日收盘价 11.4 元，2021-2023 年 PE 分别为 10.79X/9.09X/7.85X，调整至“买入”评级。

存在风险

- 市场竞争激烈；国际金价波动；业务多元化、组织层级增多导致的管理风险；房地产行业宏观调控政策风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入（亿元）	429.12	103.03	200.54	290.68	440.51
同比（%）	26.47%	27.10%	0.88%	4.92%	0.27%
营业成本	314.00	80.19	152.75	221.93	332.58
毛利率（%）	26.83%	22.17%	23.83%	23.65%	24.50%
销售费用	15.24	2.97	8.30	12.29	17.58
管理费用	22.83	6.06	10.86	17.12	26.93
研发费用	-	-	0.07	0.12	0.30
财务费用	7.25	2.15	3.53	5.95	7.96
期间费用率	10.56%	10.86%	11.35%	12.21%	11.98%
净利润	39.06	4.87	14.33	18.61	40.23
归母净利润	32.08	3.25	11.05	15.88	36.10
同比（%）	5.79%	-19.10%	10.37%	31.10%	12.82%
扣非后归母净利润	27.28	3.64	9.59	13.95	24.68
同比（%）	40.74	35.81	7.67	27.46	-9.51
每股收益：					
基本每股收益	0.8270	0.0840	0.2850	0.4100	0.9320
稀释每股收益	0.8270	0.0840	0.2850	0.4100	0.9320

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	占营收比重%	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
分行业					
产业运营	252.93	57.42%	11.78%	11.38%	-1.17%
珠宝时尚	221.68	50.32%	8.36%	7.83%	-0.57%
餐饮管理与服务	4.85	1.10%	-37.62%	56.11%	-9.20%
食品、百货及工艺品销售	6.83	1.55%	33.11%	12.02%	-24.17%
医药健康及其他	4.28	0.97%	26.29%	19.77%	-1.23%
化妆品	4.31	0.98%	-12.26%	64.93%	-6.32%
时尚表业	4.49	1.02%	-	31.93%	-
酒业	6.18	1.40%	-	43.59%	-
物业开发与销售	171.75	38.99%	-10.64%	30.06%	0.75%
商业经营管理与 物业租赁服务	15.82	3.59%	-24.12%	48.36%	-18.89%
商业综合及物业综合 服务	10.86	2.46%	-4.57%	31.89%	-20.29%
度假村	4.97	1.13%	-47.59%	84.34%	-1.01%
合计	440.51		0.27%	19.99%	-2.49%

数据来源：公司年报，山西证券研究所

表 3 公司 2020 年各地区实体门店变化情况

门店类型	上年末数量 (家)	本年度新开 (家)	本年度关闭 (家)	本年末数量 (家)
上海地区	143	20	16	147
国内其他地区	56	8	4	60
直营合计	199	28	20	207
加盟	2,560	792	192	3,160
合计	2,759	820	212	3,367

数据来源：公司年报，山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	65,991	85,849	100,345	113,005	营业收入	44,051	55,121	62,264	67,650
现金	15,854	31,243	43,458	54,811	营业成本	33,258	41,230	46,362	50,230
应收账款	3,347	3,160	3,720	4,353	营业税金及附加	1,987	2,425	2,895	3,058
其他应收款	1,636	1,469	1,908	2,129	销售费用	1,758	2,073	2,346	2,598
预付账款	546	650	766	810	管理费用	2,693	3,004	3,504	3,877
存货	40,789	49,608	55,388	60,683	财务费用	796	927	715	530
其他流动资产	3,818	(281)	(4,894)	(9,782)	资产减值损失	(34)	28	(1)	(6)
非流动资产	46,256	42,956	45,226	46,053	公允价值变动收益	(144)	(65)	81	(32)
长期投资	7,443	7,325	7,335	7,368	投资净收益	1,547	853	875	1,092
固定资产	5,074	4,753	4,432	4,110	营业利润	5,003	6,221	7,399	8,423
无形资产	3,877	3,619	3,378	3,153	营业外收入	365	239	270	291
其他非流动资产	29,861	27,259	30,081	31,422	营业外支出	93	149	140	127
资产总计	112,247	128,805	145,571	159,057	利润总额	5,274	6,311	7,530	8,587
流动负债	46,641	65,154	80,433	91,969	所得税	1,251	1,578	1,882	2,147
短期借款	6,314	6,222	6,089	5,912	净利润	4,023	4,733	5,647	6,441
应付账款	7,209	8,168	9,736	10,463	少数股东损益	413	629	780	802
其他流动负债	33,118	50,764	64,607	75,595	归属母公司净利润	3,610	4,104	4,868	5,639
非流动负债	25,540	20,929	18,187	15,273	EBITDA	6,287	7,728	8,676	9,500
长期借款	16,118	16,118	16,118	16,118	EPS (元)	0.93	1.06	1.25	1.45
其他非流动负债	9,422	4,810	2,068	(845)					
负债合计	72,181	86,083	98,620	107,242	主要财务比率				
少数股东权益	7,056	7,685	8,465	9,267	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	3,883	3,883	3,883	3,883	成长能力				
资本公积	10,705	10,705	10,705	10,705	营业收入	26.47%	25.13%	12.96%	8.65%
留存收益	17,315	20,449	23,898	27,960	营业利润	17.26%	24.36%	18.93%	13.85%
归属母公司股东权益	33,009	35,037	38,486	42,548	归属于母公司净利润	5.79%	13.68%	18.60%	15.83%
负债和股东权益	112,247	128,805	145,571	159,057	获利能力				
					毛利率(%)	24.50%	25.20%	25.54%	25.75%
					净利率(%)	8.20%	7.45%	7.82%	8.33%
					ROE(%)	10.04%	11.08%	12.03%	12.43%
					ROIC(%)	24.26%	15.75%	19.84%	29.73%
					偿债能力				

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(955)	17,536	13,811	12,441
净利润	4,023	4,104	4,868	5,639



折旧摊销	594	580	563	547	资产负债率(%)	64.31%	66.83%	67.75%	67.42%
财务费用	978	927	715	530	净负债比率(%)	61.10%	14.95%	24.81%	22.81%
投资损失	(1,547)	(853)	(875)	(1,092)	流动比率	1.41	1.32	1.25	1.23
营运资金变动	1,611	12,185	7,681	6,053	速动比率	0.54	0.56	0.56	0.57
其他经营现金流	(6,615)	592	860	764	营运能力				
投资活动现金流	(5,007)	906	945	1,027	总资产周转率	0.42	0.46	0.45	0.44
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	35.60	32.41	35.54	33.52
长期投资	(205)	118	(10)	(32)	应付账款周转率	6.31	7.17	6.96	6.70
其他投资现金流	(4,802)	788	956	1,059	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3,515	(5,472)	(1,120)	(1,888)	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.06	1.25	1.45
短期借款	2,095	(92)	(132)	(178)	每股经营现金流(最新摊薄)	(0.25)	4.52	3.56	3.20
长期借款	6,283	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.50	9.02	9.91	10.96
普通股增加	(0)	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(668)	0	0	0	P/E	12.3	10.8	9.1	7.9
其他筹资现金流	(4,194)	(5,380)	(988)	(1,710)	P/B	1.3	1.3	1.2	1.0
现金净增加额	(2,447)	12,969	13,636	11,580	EV/EBITDA	5.72	5.23	3.32	1.92

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 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为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

