

## 豫园股份 (600655.SH) 黄金珠宝版图稳健扩张, 双轮驱动发力新兴消费赛道

2021年03月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

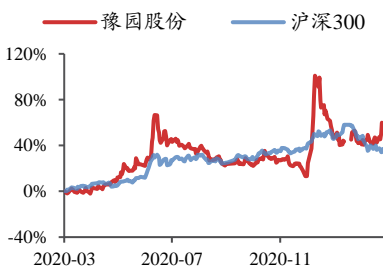
黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

日期	2021/3/26
当前股价(元)	11.15
一年最高最低(元)	15.25/7.08
总市值(亿元)	433.01
流通市值(亿元)	178.99
总股本(亿股)	38.83
流通股本(亿股)	16.05
近3个月换手率(%)	183.74

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-45.3亿元竞得舍得集团70%股权, 继续加码消费产业布局》-2021.1.4

《公司信息更新报告-三季度业绩高速增长, 拟推出首期员工持股计划》-2020.10.27

《公司首次覆盖报告-家庭快乐消费龙头, 新兴赛道蓄势待发》-2020.9.20

### ● 公司2020年业绩彰显韧性

公司发布年报: 2020年实现营业收入440.51亿元(+0.27%), 归母净利润36.10亿元(+12.82%); 单Q4营收149.82亿元(-7.67%), 归母净利润20.22亿元(+1.69%), 业绩彰显韧性。我们认为, 疫情下公司珠宝板块逆势扩张, 2021年将受益行业终端需求回暖; 同时公司通过“产业运营+产业投资”双轮驱动, 推进连锁餐饮、餐饮、美丽健康等新兴消费赛道布局, 有望带来盈利估值双升。我们维持先前盈利预测不变, 并新增2023年盈利预测, 预计公司2021-2023年归母净利润为41.43/49.88/57.81亿元, 对应EPS为1.07/1.28/1.49元, 当前股价对应PE为10.7/8.9/7.7倍, 维持“买入”评级。

### ● 黄金珠宝门店逆势扩张, 珠宝板块布局持续升级

2020年公司珠宝时尚业务实现收入221.68亿元(+8%), 其中Q4收入58.68亿元(+8%), 增速环比Q3有所下降, 主要系2021年春节时间与2020年错位, 经销商拿货推迟至2021年1月所致。开店方面, 2020年公司疫情中逆势扩张, 全年净增珠宝门店620家, 报告期末门店达到3379家, 2021年有望维持600+开店节奏。从行业情况看, 2020Q3以来黄金珠宝终端消费回暖明显, 1-2月珠宝社零额同比+90%, 公司珠宝业务2021Q1修复趋势较为确定。此外, 公司2020年收购的法国时尚珠宝品牌DJULA旗舰店已先后落地北京、上海, 未来合资品牌DAMIANI落地上海, 结合老庙轻奢店、古韵店, 珠宝板块布局将持续升级。

### ● “产业运营+产业投资”双轮驱动布局新兴消费赛道, 提升品牌价值

2020年, 公司持续推进消费产业新兴赛道布局: 餐饮板块松鹤楼苏式面馆门店达到21家, 叠加南翔馒头、松月楼, 未来连锁化扩张将进一步提速; 产业投资方面布局白酒、化妆品、国表等优质赛道: 收购上海表业、海鸥表业, 时尚表业收入4.48亿元; 收购复星津美, 化妆品收入4.31亿元; 收购金徽酒, 酒业收入6.18亿元; 2020年末, 竞得舍得集团70%股权。未来, 公司通过“产业运营+产业投资”双轮驱动, 持续推进家庭快乐消费产业布局, 构筑高品牌价值护城河。

**风险提示:** 金价波动风险、居民消费不及预期、新业务发展不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	42,912	44,051	55,054	63,001	72,649
YOY(%)	27.0	2.7	25.0	14.4	15.3
归母净利润(百万元)	3,208	3,610	4,143	4,988	5,781
YOY(%)	6.2	12.5	14.8	20.4	15.9
毛利率(%)	26.8	24.5	25.3	26.6	27.0
净利率(%)	7.5	8.2	7.5	7.9	8.0
ROE(%)	10.7	10.0	10.7	11.7	12.2
EPS(摊薄/元)	0.83	0.93	1.07	1.28	1.49
P/E(倍)	13.8	12.3	10.7	8.9	7.7
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	64314	65991	108174	113580	139504
现金	17893	15854	44085	50449	58175
应收票据及应收账款	764	1716	1384	2164	1927
其他应收款	1208	1655	1923	2172	2550
预付账款	625	546	918	758	1175
存货	36215	40789	54434	52608	70247
其他流动资产	7609	5429	5429	5429	5429
<b>非流动资产</b>	35139	46256	48141	49800	51594
长期投资	7238	7443	7643	7963	8363
固定资产	2959	5074	5816	6261	6760
无形资产	1442	3877	4439	5117	5938
其他非流动资产	23500	29861	30243	30459	30532
<b>资产总计</b>	99453	112247	156315	163380	191097
<b>流动负债</b>	44187	46641	89109	94469	119871
短期借款	4219	6314	33921	51534	55789
应付票据及应付账款	6783	7231	10098	9382	12976
其他流动负债	33185	33096	45089	33553	51105
<b>非流动负债</b>	18793	25540	23766	21019	18025
长期借款	12436	19918	18145	15397	12403
其他非流动负债	6357	5622	5622	5622	5622
<b>负债合计</b>	62980	72181	112875	115487	137896
少数股东权益	5096	7056	7569	8185	8900
股本	3884	3883	3883	3883	3883
资本公积	11373	10705	10705	10705	10705
留存收益	14652	17315	20386	24039	28270
<b>归属母公司股东权益</b>	31378	33009	35871	39707	44302
负债和股东权益	99453	112247	156315	163380	191097

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3534	-955	10511	-4807	10523
净利润	3906	4023	4656	5605	6496
折旧摊销	389	594	691	825	959
财务费用	725	796	1101	1260	1453
投资损失	-226	-1547	-450	-570	-650
营运资金变动	-766	-4302	4689	-11742	2451
其他经营现金流	-494	-520	-175	-185	-185
<b>投资活动现金流</b>	-3582	-5007	-1951	-1729	-1918
资本支出	516	873	2376	2164	2353
长期投资	-2898	-2473	-200	0	-400
其他投资现金流	-5964	-6608	225	435	35
<b>筹资活动现金流</b>	-974	3515	-7937	-4712	-5136
短期借款	1059	2095	0	0	0
长期借款	1557	7483	-1774	-2748	-2994
普通股增加	3	-0	0	0	0
资本公积增加	223	-668	0	0	0
其他筹资现金流	-3815	-5394	-6163	-1965	-2142
<b>现金净增加额</b>	-1176	-2477	623	-11249	3470

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	42912	44051	55054	63001	72649
营业成本	31400	33258	41127	46232	53061
营业税金及附加	2162	1987	2483	2841	3276
营业费用	1524	1758	2202	3024	3778
管理费用	2283	2693	2863	3276	3632
研发费用	0	30	33	50	73
财务费用	725	796	1101	1260	1453
资产减值损失	-10	-34	-24	-24	-24
其他收益	38	89	100	100	100
公允价值变动收益	347	-144	175	185	185
投资净收益	226	1547	450	570	650
资产处置收益	0	6	0	0	0
<b>营业利润</b>	5374	5003	5995	7197	8335
营业外收入	208	365	208	250	280
营业外支出	176	93	100	100	100
<b>利润总额</b>	5406	5274	6103	7347	8515
所得税	1500	1251	1447	1742	2019
<b>净利润</b>	3906	4023	4656	5605	6496
少数股东损益	698	413	512	617	715
<b>归母净利润</b>	3208	3610	4143	4988	5781
EBITDA	6335	7090	7742	9897	11556
EPS(元)	0.83	0.93	1.07	1.28	1.49

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.0	2.7	25.0	14.4	15.3
营业利润(%)	16.0	-6.9	19.8	20.1	15.8
归属于母公司净利润(%)	6.2	12.5	14.8	20.4	15.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	24.5	25.3	26.6	27.0
净利率(%)	7.5	8.2	7.5	7.9	8.0
ROE(%)	10.7	10.0	10.7	11.7	12.2
ROIC(%)	7.5	7.1	5.7	6.1	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.3	64.3	72.2	70.7	72.2
净负债比率(%)	22.3	52.2	34.0	49.5	33.3
流动比率	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	43.8	35.5	35.5	35.5	35.5
应付账款周转率	5.8	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.93	1.07	1.28	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	-0.25	2.71	-1.24	2.71
每股净资产(最新摊薄)	8.08	8.50	9.24	10.22	11.41
<b>估值比率</b>					
P/E	13.8	12.3	10.7	8.9	7.7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.9	10.1	8.5	7.6	6.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn