

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

豫园股份 (600655.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

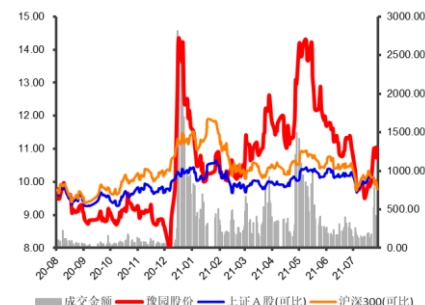
珠宝业务带动业绩增长，产业融通协同发展

买入

2021 年 8 月 24 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司于近日发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 227.24 亿元，同比增加 12.68%；归属于上市公司股东的净利润 14.09 亿元，同比增加 31.1%。

事件点评

- 珠宝业务带动业绩增长，费用上涨致毛利率下降。**上半年公司营业收入平稳增长，主要受到拓展新门店、收购 DJULA，营收占比 67% 的珠宝时尚业务同比增长 47.19%，收购如意情带来食百业务同比增长 37.26%，收购上海表业及海鸥表业带来表业收入增长 129.9%，以及收购金徽酒带动酒业收入增长。分季度看，营收端 Q1/Q2 同比分别增长 4.52%/21.69%，Q2 收入提速主要受到去年同期低基数影响；归母净利润 Q1/Q2 同比分别增长 77.88%/6.63%，Q2 净利增速放缓主要受到费用增长影响。上半年期间费用率同比提升 2.49pct 至 13.84%，其中销售费率同比增长 0.82pct，主要受到收购金徽酒项目带来销售费用增长；同时管理费率上涨 0.55pct，主要来自于职工薪酬增加的影响。上半年综合毛利率为 17.54%，同比减少 1.83pct，主要受到食品百货业务毛利率下降 12.17pct 的影响。

- 珠宝集团网点拓展与结构优化并行。**上半年珠宝时尚集团不断突破，“内生外延”和“整合”是推动发展的重要抓手，珠宝业务毛利率为 8.32%，同比提升 0.89pct。老庙的新产品推出、孵化、推广的方式和路径已经开始，其古韵金系列上半年完成销售额约 16 亿元。公司营销渠道网点及激励发展机制的升级换代也持续推进，截止 2021 年 6 月底，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到 3648 家，DJULA 直营网点 13 家，DAMIANI 直营网点 3 家；老庙加盟落地 22 家好运时尚店，上海老庙 25 家直营店推进了合伙人计划，收购品牌 DJULA、Damiani 也陆续在上海开店。

- 化妆品、表业、文化餐饮集团品牌效应不断增强。**在常态化外延并购的项目方面，化妆品业务中的科创中心落地实施，完成 12 个新品研发和 33 个新品储备，对于 AHAVA 的本土化、WEI 的发展以及若干个孵化品牌进一步提供了坚实的基础。化妆品业务毛利率 66.16%，同比下降

市场数据：2021 年 8 月 23 日

收盘价(元):	10.81
年内最高/最低(元):	14.86/7.76
流通 A 股/总股本(亿):	16.05/38.82
流通 A 股市值(亿):	174
总市值(亿):	420

基础数据：2021 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.36
每股净资产(元):	8.50
净资产收益率:	4.27%

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

3.67pct；汉辰表业集团在上半年对质量、品牌及渠道方面均有提升，还参与了“618”、“上海购物节”等营销活动，活动销售业绩表现不俗。时尚表业毛利率 30.12%，同比增长 2.84pct；文化饮食集团继续秉承连锁化发展战略，加速拓展松鹤楼面馆，上半年签约店铺接近 50 家。南翔馒头和松月楼不断打磨单店，摸索未来延伸方式。同时，松月楼、老饭店、德兴菜馆等新店也经过升级换代后陆续开业。餐饮管理与服务业务毛利率 63.99%，同比增长 4.94pct。

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”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，8 月领先布局国内培育钻石市场。我们看好公司以产业融通为基础，推进会员全链路管理，搭建数字化系统提升精细化运营，整合营销方法，实现各项产业资源协同发展的能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.07/1.26/1.47 元，对应公司 8 月 23 日收盘价 10.81 元，2021-2023 年 PE 分别为 10.14X/8.58X/7.38X，维持“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

	2020-6-30	2020-9-30	2020-12-31	2021-3-31	2021-6-30
营业总收入（亿元）	200.54	290.68	440.51	108.58	227.24
同比（%）	0.88%	4.92%	0.27%	4.52%	12.68%
营业成本	152.75	221.93	332.58	84.73	181.83
毛利率（%）	23.83%	23.65%	24.50%	21.97%	19.99%
销售费用	8.30	12.29	17.58	5.44	11.28
管理费用	10.86	17.12	26.93	6.83	13.56
研发费用	0.07	0.12	0.30	0.15	0.28
财务费用	3.53	5.95	7.96	3.41	6.34
期间费用率	11.35%	12.21%	11.98%	14.58%	13.84%
净利润	14.33	18.61	40.23	6.10	14.29
归母净利润	11.05	15.88	36.10	5.78	14.09
同比（%）	10.37%	31.10%	12.82%	77.88%	31.10%
扣非后归母净利润	9.59	13.95	24.68	5.16	9.61
同比（%）	7.67	27.46	-9.51	42.07	0.25
每股收益：					
基本每股收益	0.2850	0.4100	0.9320	0.1490	0.3630
稀释每股收益	0.2850	0.4100	0.9320	0.1490	0.3630

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	179.89	79.16%	58.45%	13.09%	3.60%
珠宝时尚	152.87	67.27%	47.19%	8.32%	0.89%
餐饮管理与服务	3.84	1.69%	136.60%	63.99%	4.94%
食品、百货及工艺品销售	3.76	1.66%	37.26%	-13.34%	-12.17%
医药健康及其他	2.47	1.09%	35.23%	15.76%	-3.15%
化妆品	2.22	0.98%	22.83%	66.16%	-3.67%
时尚表业	3.25	1.43%	129.90%	30.12%	2.84%
酒业	9.69	4.26%	-	45.51%	-
商业经营管理与 物业租赁服务	6.13	2.70%	-8.75%	51.92%	-8.23%
商业综合及物业综合 服务	4.95	2.18%	23.34%	44.60%	2.56%
度假村	1.18	0.52%	-56.34%	82.58%	-4.41%
物业开发与销售	41.12	18.10%	-49.37%	31.83%	2.06%
合计	227.15		12.68%	17.54%	-1.83%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表 3 公司 2020 年黄金饰品直营零售店店效情况

黄金饰品	2019 年直营门店数	2020 年直营门店数	门店平均营收同比 增减%	店效（万元/平米· 年）
零售（上海）	143	147	-18.68%	9.46
零售（外地）	56	60	-17.84%	7.19
合计	199	207	-19.30%	9.22

数据来源：公司年报，山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					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	84,961	102,227	122,069	营业收入	44,051	54,557	63,051	71,160
现金	15,854	30,540	45,088	63,259	营业成本	33,258	40,923	47,011	52,978
应收账款	3,347	3,127	3,767	4,579	营业税金及附加	1,987	2,379	2,923	3,473
其他应收款	1,636	1,454	1,932	2,240	销售费用	1,758	2,171	2,422	2,802
预付账款	546	649	767	813	管理费用	2,693	2,755	3,464	3,951
存货	40,993	49,322	56,291	64,196	财务费用	796	933	708	454
其他流动资产	3,614	(132)	(5,617)	(13,019)	资产减值损失	(34)	(95)	43	60
非流动资产	46,256	42,877	45,383	46,717	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	6,278	7,436	8,502
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	27,180	30,238	32,086	营业外支出	93	149	140	127
资产总计	112,247	127,838	147,610	168,786	利润总额	5,274	6,368	7,567	8,666
流动负债	46,641	63,985	82,834	103,595	所得税	1,251	1,592	1,892	2,166
短期借款	6,314	6,225	6,086	5,875	净利润	4,023	4,776	5,675	6,499
应付账款	7,209	8,107	9,873	11,035	少数股东损益	413	635	784	809
其他流动负债	33,118	49,654	66,875	86,685	归属母公司净利润	3,610	4,141	4,892	5,690
非流动负债	25,540	21,096	17,770	13,276	EBITDA	6,287	7,791	8,707	9,502
长期借款	16,118	16,118	16,118	16,118	EPS（元）	0.93	1.07	1.26	1.47
其他非流动负债	9,422	4,977	1,651	(2,842)	主要财务比率				
负债合计	72,181	85,081	100,604	116,871	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7,056	7,691	8,475	9,284	成长能力				
股本	3,883	3,883	3,883	3,883	营业收入	26.47%	23.85%	15.57%	12.86%
资本公积	10,705	10,705	10,705	10,705	营业利润	17.26%	25.50%	18.44%	14.33%
留存收益	17,315	20,477	23,943	28,042	归属于母公司净利润	5.79%	14.71%	18.12%	16.32%
归属母公司股东权益	33,009	35,065	38,532	42,630	获利能力				
负债和股东权益	112,247	127,838	147,610	168,786	毛利率(%)	24.50%	24.99%	25.44%	25.55%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	8.20%	7.59%	7.76%	8.00%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	10.04%	11.17%	12.07%	12.52%

经营活动现金流	(955)	16,844	16,150	19,231	ROIC(%)	24.26%	15.88%	19.47%	31.92%
净利润	4,023	4,141	4,892	5,690	偿债能力				
折旧摊销	594	580	563	547	资产负债率(%)	64.31%	66.55%	68.16%	69.24%
财务费用	978	933	708	454	净负债比率(%)	61.10%	16.59%	19.18%	10.33%
投资损失	(1,547)	(853)	(875)	(1,092)	流动比率	1.41	1.33	1.23	1.18
营运资金变动	1,611	11,567	9,956	12,796	速动比率	0.54	0.56	0.55	0.56
其他经营现金									
流	(6,615)	475	907	837	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	0.45	0.46	0.45
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	35.60	32.24	35.94	34.09
长期投资	(205)	118	(10)	(32)	应付账款周转率	6.31	7.12	7.01	6.81
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	(5,483)	(1,126)	(1,859)	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.07	1.26	1.47
短期借款	2,095	(89)	(139)	(211)	每股经营现金流(最新摊薄)	(0.25)	4.34	4.16	4.95
长期借款	6,283	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.50	9.03	9.92	10.98
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	11.6	10.1	8.6	7.4
其他筹资现金									
流	(4,194)	(5,394)	(988)	(1,647)	P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
现金净增加额	(2,447)	12,266	15,969	18,399	EV/EBITDA	5.72	4.98	2.86	0.79

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

