

# 豫园股份 (600655)

证券研究报告

2021年08月26日

## 21H1 归母净利润同增 31.1%，内生外延推动大消费各板块不断前行，发布新一期股权激励计划稳健增长

**事件:** 公司发布 21H1 半年报。公司实现营业收入 227.24 亿元, 同增 12.68%; 实现归母净利润 14.09 亿元, 同增 31.10%。2021Q1/Q2 分别实现营收 108.58/118.66 亿元, 其中 21Q1 同增 4.52%, 21Q2 同增 21.36%; 归母净利润 Q1/Q2 分别为 5.78/8.32 亿元, 其中 2021Q1 同增 77.88%, 2021Q2 同增 10.85%。每股收益 0.36 元, 同增 30.58%。

**收入端:** 实现营业收入 227.24 亿元, 同增 12.68%; 实现归母净利润 14.09 亿元, 同增 31.10%。2018 年重组至今持续发力消费产业, 产业运营收入占整体收入近 80%; 仅 2021 上半年, 珠宝时尚业务情况良好, 下属的老庙古韵金系列实现销售额 16 亿元, 比 2020 全年的 10 亿增长了 6 亿元。

**毛利率:** 2021H1 毛利率为 19.99%, 同减 3.84 pct; 净利率为 6.29%, 同减 0.86 pct。2021Q1 公司实现毛利率 21.96%, 同减 0.20 pct, 环减 4.18 pct; 2021Q2 公司实现毛利率 18.18%, 同减 7.41 pct, 环减 3.79 pct。

**费用端:** 公司 2021H1 期间费用率为 13.84%, 同增 2.49 pct。①销售费用率为 4.96%, 同增 0.82 pct, 主要原因为本报告期内营业收入增长带来运营费用增长以及公司于 2020 年下半年完成收购金徽酒项目, 综合导致销售费用较上年同期增长。②管理费用率为 5.97%, 同增 0.55 pct ③财务费用率为 2.79%, 同增 1.03 pct, 原因为本报告期内利息费用以及汇兑损失较上年同期增长所导致。④研发费用率为 0.12%, 同增 0.09 pct。

**利润端:** 公司 2021H1 毛利润 45.42 亿元, 同减 4.96%, 其中 Q2 毛利润 21.57 亿元, 同减 13.56%; 净利润 14.29 亿元, 同增 2.31%, 其中 Q2 净利润 8.19 亿元, 同减 13.36%。

**公司发布股票激励计划草案。**拟向 107 位公司中高层核心管理人员、子公司中高层核心管理人员等授予不超过 585 万股限制性股票, 约占总股本的 0.15%。此次计划对 2021-2023 的归母净利润进行考核, 要求 2021 年归母净利润不低于 38.5 亿元, 2021-2022 累计归母净利润分别不低于 81.7 亿元, 2021-2023 年累计归母净利润分别不低于 130.0 亿元。

**投资建议:** 公司依托上海城市文化商业根基, 以为全球家庭智造快乐生活为使命, 坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动, 逐步形成了面向新兴主力消费阶层, 具有独特竞争优势的产业集群。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, 基于公司新一期股权激励计划, 我们调整 21/22 年净利润分别为 39/44 亿 (前值为 44/57 亿), 当前市值对应 11x/10xPE, 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

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	50,658.37	62,309.80	71,656.27
增长率(%)	27.04	2.65	15.00	23.00	15.00
EBITDA(百万元)	6,463.40	6,287.00	6,991.82	7,783.26	8,513.84
净利润(百万元)	3,208.21	3,610.34	3,857.53	4,401.40	4,912.29
增长率(%)	6.21	12.53	6.85	14.10	11.61
EPS(元/股)	0.83	0.93	0.99	1.13	1.26
市盈率(P/E)	13.18	11.71	10.96	9.61	8.61
市净率(P/B)	1.35	1.28	1.23	1.13	1.05
市销率(P/S)	0.99	0.96	0.83	0.68	0.59
EV/EBITDA	2.67	5.36	4.21	4.17	3.72

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 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	10.89 元
目标价格	元

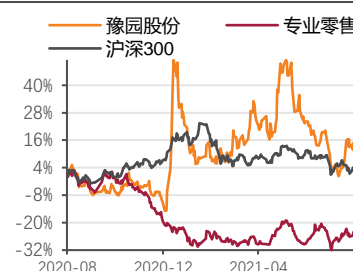
### 基本数据

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)	42,291.30
流通 A 股市值(百万元)	17,481.69
每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	67.06
一年内最高/最低(元)	15.25/7.96

### 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

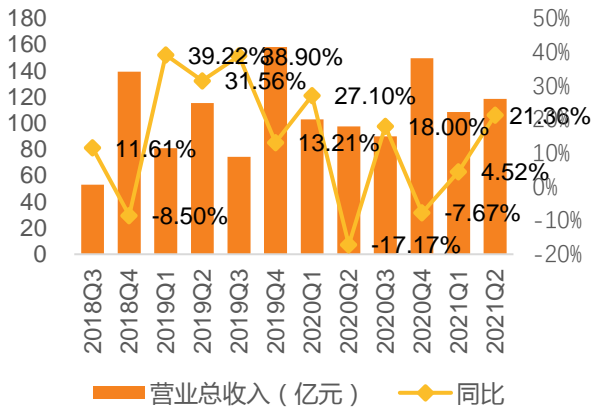
### 相关报告

- 《豫园股份-年报点评报告: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》2021-03-26
- 《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

## 1. 事件

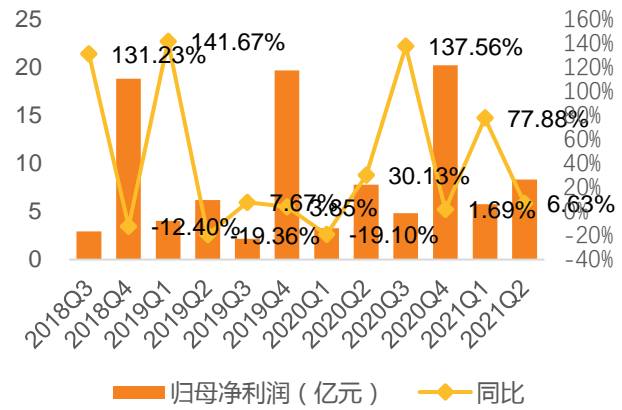
公司发布 21H1 半年报。公司实现营业收入 227.24 亿元，同增 12.68%；实现归母净利润 14.09 亿元，同增 31.10%。2021Q1/Q2 分别实现营收 108.58/118.66 亿元，其中 21Q1 同增 4.52%，21Q2 同增 21.36%；归母净利润 Q1/Q2 分别为 5.78/8.32 亿元，其中 2021Q1 同增 77.88%，2021Q2 同增 10.85%。每股收益 0.36 元，同增 30.58%。

图 1：公司各季度营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司各季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

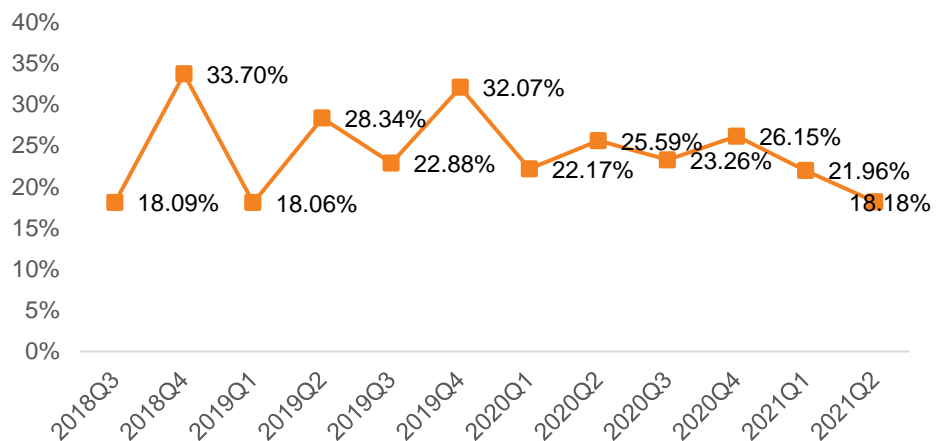
## 2. 收入端

公司实现营业收入 227.24 亿元，同增 12.68%；实现归母净利润 14.09 亿元，同增 31.10%。2018 年重组至今持续发力消费产业，产业运营收入占整体收入近 80%；仅 2021 上半年，珠宝时尚业务情况良好，下属的老庙古韵金系列实现销售额 16 亿元，比 2020 全年的 10 亿增长了 6 亿元。

## 3. 毛利率

2021H1 毛利率为 19.99%，同减 3.84 pct；净利率为 6.29%，同减 0.86 pct。2021Q1 公司实现毛利率 21.96%，同减 0.20 pct，环减 4.18 pct；2021Q2 公司实现毛利率 18.18%，同减 7.41 pct，环减 3.79 pct。

图 3：公司各季度毛利率变化

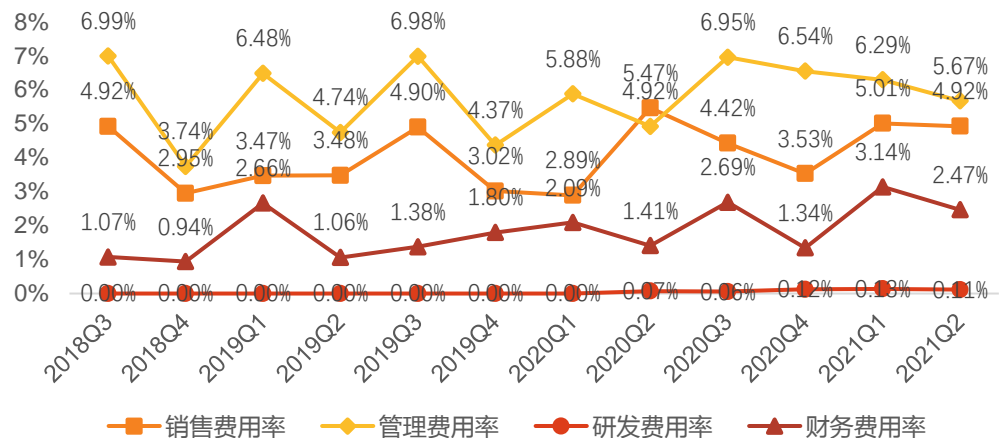


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 费用端

公司 2021H1 期间费用率为 13.84%，同增 2.49 pct。①销售费用率：公司 2021H1 销售费用为 11.28 亿元，同增 36.41%，销售费用率为 4.96%，同增 0.82 pct，主要原因为本报告期内营业收入增长带来运营费用增长以及公司于 2020 年下半年完成收购金徽酒项目，综合导致销售费用较上年同期增长。②管理费用率：公司 2021H1 管理费用为 13.56 亿元，同增 20.03%，管理费用率为 5.97%，同增 0.55 pct ③财务费用率：公司 2021H1 财务费用为 6.34 亿元，同增 78.92%，财务费用率为 2.79%，同增 1.03 pct，原因为本报告期内利息费用以及汇兑损失较上年同期增长所导致。④研发费用率：公司 2021H1 研发费用为 0.28 亿元，同增 296.22%，研发费用率为 0.12%，同增 0.09 pct。

图 4：公司费用率

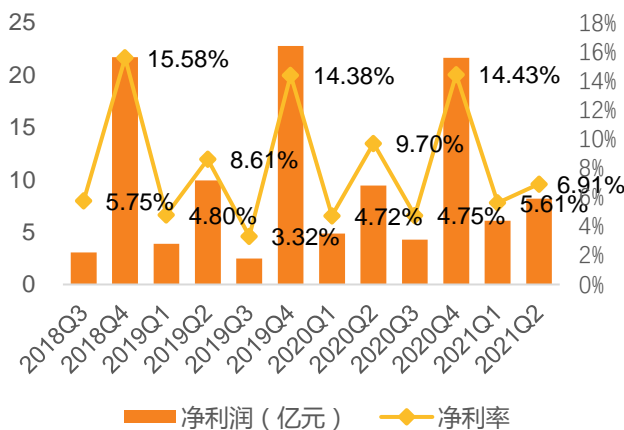


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 利润端

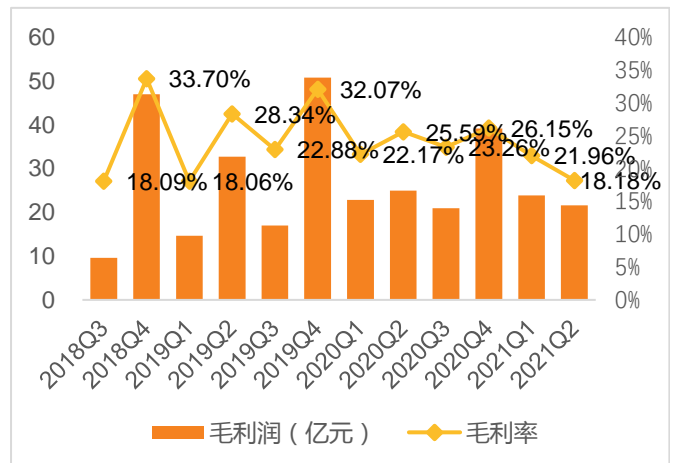
公司 2021H1 毛利润 45.42 亿元，同减 4.96%，其中 Q2 毛利润 21.57 亿元，同减 13.56%；净利润 14.29 亿元，同增 2.31%，其中 Q2 净利润 8.19 亿元，同减 13.36%。酒业布局成果显著，完成舍得集团股权交割，舍得集团 2021H1 归母净利润实现 1.64 亿元，同比增长 348%，占豫园股份净利润的 50%以上。

图 5：公司各季度净利润与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司各季度毛利润与毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 渠道端

2021H1 核心业务珠宝时尚持续拓展线下网点，其中公司“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到 3648 家，DAMIANI、DJULA 店面于上海落地；文化饮食集团连锁化加速，加速拓展松鹤楼面馆，2021H1 签约近 50 家；2021H1 完成舍得集团股权交割，协同完成上市公司舍得酒业摘帽事宜，持有金徽酒 38% 股权，其正逐步成为西北地区强势白酒品牌。

## 7. 股票激励计划

同时，公司发布股票激励计划草案。拟向 107 位公司中高层核心管理人员、子公司中高层核心管理人员等授予不超过 585 万股限制性股票，约占总股本的 0.15%，授予价格为 5.37 元/股。限售期为 12/24/36 个月，各个阶段解除限售比例为 33%/33%/34%。2021 至 2024 年摊销费用分别为 322.66/1760.93/798.25/300.56 万元。此次计划对 2021-2023 的归母净利润进行考核，要求 2021 年归母净利润不低于 38.5 亿元，2021-2022 累计归母净利润分别不低于 81.7 亿元，2021-2023 年累计归母净利润分别不低于 130.0 亿元。

## 8. 投资建议

公司依托上海城市文化商业根基，以为全球家庭智造快乐生活为使命，坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，逐步形成了面向新兴主力消费阶层，具有独特竞争优势的产业集群。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，基于公司新一期股权激励计划，我们调整 21/22 年净利润分别为 39/44 亿（前值为 44/57 亿），当前市值对应 11x/10xPE，维持买入评级。

## 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	25,500.65	23,608.83	25,265.60
应收票据及应收账款	764.40	1,716.34	712.09	2,401.81	1,179.18
预付账款	625.46	546.34	664.41	871.74	916.42
存货	36,214.85	40,789.19	42,840.39	46,305.49	56,627.88
其他	8,816.53	7,084.77	7,191.13	9,879.38	8,330.89
<b>流动资产合计</b>	<b>64,314.16</b>	<b>65,991.03</b>	<b>76,908.67</b>	<b>83,067.27</b>	<b>92,319.98</b>
长期股权投资	7,238.08	7,443.17	15,443.17	11,443.17	13,443.17
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	19,977.55	24,383.49	22,393.78
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,139.01</b>	<b>46,256.16</b>	<b>44,671.86</b>	<b>44,847.64</b>	<b>44,591.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>99,453.17</b>	<b>112,247.19</b>	<b>121,580.53</b>	<b>127,914.91</b>	<b>136,911.46</b>
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	4,631.40	12,019.94	7,467.82
其他	33,184.84	33,096.17	43,664.08	38,821.79	48,468.46
<b>流动负债合计</b>	<b>44,186.58</b>	<b>46,641.29</b>	<b>54,609.17</b>	<b>57,155.43</b>	<b>62,249.97</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,793.06</b>	<b>25,540.14</b>	<b>24,945.26</b>	<b>25,186.99</b>	<b>25,224.13</b>
<b>负债合计</b>	<b>62,979.63</b>	<b>72,181.43</b>	<b>79,554.43</b>	<b>82,342.42</b>	<b>87,474.10</b>
少数股东权益	5,095.69	7,056.49	7,618.08	8,311.34	8,994.53
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	30,524.52	33,377.65	36,559.33
其他	(9,903.45)	(9,598.18)	(10,704.70)	(10,704.70)	(10,704.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>36,473.54</b>	<b>40,065.76</b>	<b>42,026.10</b>	<b>45,572.49</b>	<b>49,437.36</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>99,453.17</b>	<b>112,247.19</b>	<b>121,580.53</b>	<b>127,914.91</b>	<b>136,911.46</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,906.15	4,023.25	3,857.53	4,401.40	4,912.29
折旧摊销	389.00	594.49	301.35	310.16	316.45
财务费用	919.85	977.63	911.22	858.46	860.06
投资损失	(225.84)	(1,546.88)	(600.00)	(660.00)	(400.00)
营运资金变动	(2,102.59)	4,547.49	11,187.97	(6,528.85)	(2,483.94)
其它	647.89	(9,550.83)	1,252.12	1,131.25	858.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,534.45</b>	<b>(954.83)</b>	<b>16,910.20</b>	<b>(487.59)</b>	<b>4,063.84</b>
资本支出	2,673.13	8,476.66	(345.13)	104.94	168.42
长期投资	(56.45)	205.09	8,000.00	(4,000.00)	2,000.00
其他	(6,198.37)	(13,688.69)	(8,703.43)	3,875.06	(2,218.42)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,581.69)</b>	<b>(5,006.94)</b>	<b>(1,048.55)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(50.00)</b>
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)	(2,006.68)	(847.39)	(848.99)
其他	(23,494.24)	(29,218.75)	(35,275.50)	(32,748.98)	(34,117.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(974.03)</b>	<b>3,514.65</b>	<b>(6,215.40)</b>	<b>(1,384.23)</b>	<b>(2,357.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,021.27)</b>	<b>(2,447.13)</b>	<b>9,646.25</b>	<b>(1,891.82)</b>	<b>1,656.76</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>42,912.23</b>	<b>44,050.76</b>	<b>50,658.37</b>	<b>62,309.80</b>	<b>71,656.27</b>
营业成本	31,400.22	33,258.10	37,588.51	46,109.25	53,240.61
营业税金及附加	2,161.62	1,986.66	2,330.29	3,053.18	3,346.33
营业费用	1,524.36	1,758.23	2,193.51	2,981.52	3,260.36
管理费用	2,283.30	2,692.85	3,140.82	3,800.90	4,191.89
研发费用	7.10	30.44	10.13	12.46	14.33
财务费用	725.18	796.16	911.22	858.46	860.06
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	600.00	660.00	400.00
其他	(1,126.16)	(2,842.76)	(2,521.95)	(2,172.48)	(1,120.55)
<b>营业利润</b>	<b>5,374.33</b>	<b>5,002.58</b>	<b>5,779.25</b>	<b>6,614.64</b>	<b>7,337.34</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>5,406.09</b>	<b>5,273.94</b>	<b>5,868.97</b>	<b>6,745.58</b>	<b>7,501.35</b>
所得税	1,499.94	1,250.69	1,420.29	1,639.18	1,890.34
<b>净利润</b>	<b>3,906.15</b>	<b>4,023.25</b>	<b>4,448.68</b>	<b>5,106.41</b>	<b>5,611.01</b>
少数股东损益	697.94	412.92	591.15	705.01	698.71
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,208.21</b>	<b>3,610.34</b>	<b>3,857.53</b>	<b>4,401.40</b>	<b>4,912.29</b>
每股收益 (元)	0.83	0.93	0.99	1.13	1.26

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.04%	2.65%	15.00%	23.00%	15.00%
营业利润	16.02%	-6.92%	15.53%	14.46%	10.93%
归属于母公司净利润	6.21%	12.53%	6.85%	14.10%	11.61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.83%	24.50%	25.80%	26.00%	25.70%
净利率	7.48%	8.20%	7.61%	7.06%	6.86%
ROE	10.22%	10.94%	11.21%	11.81%	12.15%
ROIC	34.56%	23.05%	15.77%	25.48%	21.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.33%	64.31%	65.43%	64.37%	63.89%
净负债率	15.77%	46.66%	14.83%	20.10%	15.68%
流动比率	1.46	1.41	1.41	1.45	1.48
速动比率	0.64	0.54	0.62	0.64	0.57
<b>营运能力</b>					
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	1.39
总资产周转率	0.46	0.42	0.43	0.50	0.54
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.83	0.93	0.99	1.13	1.26
每股经营现金流	0.91	-0.25	4.35	-0.13	1.05
每股净资产	8.08	8.50	8.86	9.59	10.41
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.18	11.71	10.96	9.61	8.61
市净率	1.35	1.28	1.23	1.13	1.05
EV/EBITDA	2.67	5.36	4.21	4.17	3.72
EV/EBIT	2.82	5.81	4.40	4.34	3.86



### 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