

## 收并购与自有产业双轮驱动多元业态发展 增厚业绩，股权激励稳步推进彰显信心

### 核心观点：

#### ● 事件

2021年第三季度公司实现营业收入95.06亿元，同比增加6.77%；实现归属母公司净利润3.91亿元，同比减少24.45%；实现归属母公司扣非净利润2.81亿元，同比减少35.45%。2021年前三季度公司实现营业收入322.31亿元，同比增加10.87%；实现归属母公司净利润18.00亿元，同比增加13.04%；实现归属母公司扣非净利润12.43亿元，同比减少10.90%；实现经营性现金流量净额-55.40亿元，较上年同期减少80.97%。

#### ● 品牌收购助力珠宝时尚业务实现营收高速增长，百货、手表及酒类业务同样凭借收并购活动得以丰富，自有品牌丰富产品矩阵，产业运营业务向好

从行业角度来看，公司业态丰富，主要分为产业运营、商业运营及物业综合服务、物业开发与销售三大类，其中产业运营为公司覆盖的核心业态（2021前三季度营收占比83.39%）。2021前三季度，公司产业运营板块的大幅增长弥补了其余两大板块的亏损，促进公司整体营收的提升。进一步拆分各业态，公司核心业务珠宝时尚领衔各细分业态的营收增长，是公司营收提升的主要驱动因素。珠宝时尚行业是公司依托上海根基，不断发展壮大的支柱产业。报告期内，公司积极拓店，并且于2020年下半年完成收购DJULA项目，共同促进该业务营收大幅增长，考虑到收购品牌带来的绝对增量，结合社消数据中黄金珠宝行业增长向好的大环境，我们认为公司的珠宝时尚行业已基本摆脱疫情影响，进入业务的正常增长期。报告期，公司食品、百货及工艺品、餐饮管理与服务、商业运营及物业综合服务营收均实现稳步扩张，主要由于去年同期公司业务营收受疫情影响较大所致。对比2019年数据，考虑到会计准则变更的影响，可认为上述三项业务均基本恢复至疫情前水平（2019前三季度餐饮管理与服务/食品、百货及工艺品/商业运营及物业综合服务业务营收分别为5.83/2.08/4.15亿元。同时公司保持高速展店，展店主要以加盟店为主。此外，公司积极进行战略收购，不断丰富自身经营范围，公司于2020年4月完成收购海鹏表业及上海表业，共同促进时尚表业营收的增长；2020年下半年完成收购金徽酒项目，带来酒类产品营收的提升。同时公司下半年创建自有品牌真尝家、露璨(LUSANT)，将带来食品板块和珠宝板块营收的增加。此外，由于日本受新冠肺炎疫情影响，海外度假村阶段性关闭，公司度假村业务营收出现较大幅度的下滑，拉低了商业综合运营与物业综合服务的业绩表现。

从地区角度来看，中国境内江浙沪地区的营收表现良好，加之海外重点区域印度地区营收翻倍，助力公司业绩的提高。公司起家上海，依托上海地区优势辐射周边长三角区域，报告期受到物业开发项目交付结转变动影响，江苏、浙江地区营收表现优异，已摆脱疫情的负面影响（2019年同期，上海、江苏、浙江三地营收分别为172.20/

## 豫园股份(600655.SH)

推荐 维持评级

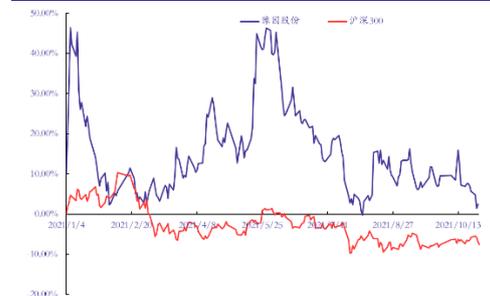
### 分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据时间 2021.10.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河消费品零售季昂团队】公司2021年半年报点评-豫园股份(600655.SH)-收并购与自有产业带来多元业态协同发展增厚业绩，上半年运营恢复，予以推荐-20210823

10.87/5.80 亿元)。公司在报告期完成收购表业项目，带来天津地区的营收提高。此外，公司于 2020 年下半年完成收购金徽酒项目，带来本期甘肃地区收入较上年同期增长。海外市场中，公司核心日本市场受到疫情影响，收入较上年同期下滑，印度地区作为公司海外主要市场，2021 前三季度营收翻倍，弥补了日本地区的业绩下降。

本期公司归母净利润小幅上升，非经常性损益大幅增加。非经常性损益增加主要来源于非流动资产处置收益录得 3.98 亿元，较上年同期大幅增加。

● **“一碗面+两个包子”经验积累带动餐饮业数字化建设、连锁店探索，板块毛利率上升，2021 年前三季度综合毛利率上升 0.39pct，期间费用率上升 3.13pct**

2021 前三季度公司毛利率有所上升。从行业角度来看，占比较高的产业运营毛利率有所增长，抵消了物业开发与销售和商业综合运营与物业综合服务业务毛利率的下跌，使整体毛利率水平保持稳定。从细分行业角度来看，公司核心珠宝时尚业态毛利率增长轻微，公司为应对黄金存货市场价格波动风险，采用黄金租赁及黄金 T+D 延期交易业务等金融工具对黄金存货进行套期保值稳定黄金价格，保证了核心业务毛利率的上升，同时基于餐饮板块“一碗面+两个包子”经验不断积累，整体产品不断创新探索，数字化水平、连锁经营能力有所提高，带动餐饮板块毛利率上升。

报告期公司期间费用上升较为明显，最终净利率同样出现改善如前文分析受非经常性损益项目影响较大。销售费用中，由于公司不断展店、运营扩张带来销售费用增长 5.42 亿元至 17.71 亿元；此外，公司在报告期内收购金徽酒项目完成，带来代理销售服务费用增加。

表 1: 2021 年前三季度公司营业收入情况

	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增速 (%)	营收占比 (%)	增量占比 (%)
<b>总营业收入</b>	322.31	31.63	10.87%	100.00%	100.00%
<b>按行业拆分</b>					
<b>产业运营</b>	258.06	78.42	43.66%	80.07%	248.00%
<b>商业综合运营与物业综合服务</b>	10.17	-1.06	-9.45%	3.15%	-3.36%
<b>物业开发与销售</b>	54.08	-45.74	-45.83%	16.78%	-144.64%
<b>产业运营拆分</b>					
珠宝时尚	218.61	53.63	34.16%	67.83%	176.01%
餐饮管理与服务	5.63	2.11	80.49%	1.75%	7.94%
食品、百货及工艺品	5.77	1.92	29.31%	1.79%	4.14%
医药健康及其他	3.84	0.99	28.96%	1.19%	2.73%
化妆品	3.23	0.88	13.99%	1.00%	1.25%
时尚表业	5.09	1.95	69.31%	1.58%	6.59%
其他经营管理服务	2.53	2.25	798.90%	0.79%	7.13%
酒业	13.35	-	-	4.14%	42.21%
<b>商业综合运营与物业综合服务拆分</b>					
商业综合及物业综合服务	7.50	0.34	4.80%	2.33%	1.09%
度假村	2.66	-1.40	-34.52%	0.83%	-4.44%
<b>按地区拆分</b>					
<b>国内</b>					
上海	233.34	57.85	32.96%	72.40%	182.92%
北京	0.67	-26.81	-97.55%	0.21%	-84.79%
四川	3.61	-21.93	-85.85%	1.12%	-69.36%
陕西	8.99	8.51	1780.60%	2.79%	26.92%

江苏	14.65	7.65	109.35%	4.54%	24.20%
浙江	16.20	11.31	230.87%	5.03%	35.75%
海南	8.27	-3.86	-31.82%	2.57%	-12.21%
湖南	0.65	-0.45	-40.98%	0.20%	-1.42%
湖北	2.78	-0.02	-0.68%	0.86%	-0.06%
福建	1.66	-0.26	-13.37%	0.51%	-0.81%
天津	4.32	-13.30	-75.51%	1.34%	-42.06%
安徽	6.72	-1.35	-16.74%	2.09%	-4.27%
甘肃	10.96	10.96	-	3.40%	34.65%
其他	6.00	4.78	392.75%	1.86%	15.13%
<b>国外</b>					
日本	2.66	-1.45	-35.29%	0.83%	-4.59%
比利时	0.23	0.10	79.40%	0.07%	0.32%
印度	2.45	1.53	167.95%	0.76%	4.85%
以色列	1.07	0.11	11.45%	0.33%	0.35%
美国	1.35	0.26	23.66%	0.42%	0.82%
其他	1.95	1.14	141.52%	0.61%	3.62%
减合并抵消	6.23	3.16	102.97%	1.93%	10.00%
<b>按季度拆分</b>					
第一季度	108.58	5.55	5.39%	33.69%	17.56%
第二季度	118.66	21.15	21.69%	36.82%	66.87%
第三季度	95.06	4.92	5.46%	29.49%	15.57%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 2：2021 年前三季度公司经营网点数量情况

经营业态	期末网点数目（家）	本期新增数目（家）
<b>珠宝时尚</b>	3786	122
其中“老庙”+“亚一”		
合计网点	3769	121
加盟网点	3560	118
直营网点	209	3
<b>餐饮管理及服务</b>	90	16
<b>医药健康</b>	37	3
<b>文化食品饮料及商业</b>	124	0
化妆品	22	0
度假村	2	0
时尚表业	262	-40
<b>总直营网点数（家）</b>	535	26
<b>总加盟网点数（家）</b>	3788	75

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3: 2021 年前三季度公司利润情况

	现值 (亿元)	增量 (亿元)	增速 (%)
归母净利润	18.00	2.12	13.04%
扣非归母净利润	12.43	-1.52	-10.90%
经营性现金流	-55.40	-30.57	-80.97%
非经常性损益	5.58	3.65	
政府补贴	1.04	-0.38	
非流动资产处置损益	3.98	3.98	
其他营业外收入和支出	0.49	0.62	
其他符合非经常性损益定义的损益项目	1.70	0.90	
所得税影响	-2.15	-1.82	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 2021 年前三季度公司毛利率情况

按行业拆分	毛利率 (%)	毛利率增速 (pct)
<b>综合毛利率</b>	19.46%	0.39
<b>产业运营</b>	13.14%	3.41
珠宝时尚	8.35%	0.97
餐饮管理与服务	65.20%	4.47
食品、百货及工艺品	-13.03%	-15.39
医药健康及其他	15.74%	-3.62
化妆品	63.47%	-5.85
时尚表业	28.85%	3.25
其他经营管理服务	90.39%	42.14
酒业	47.39%	不适用
<b>商业综合运营与物业综合服务</b>	55.16%	-5.44
商业综合及物业综合服务	45.93%	-1.30
度假村	81.16%	-2.94
物业开发与销售	29.36%	-1.80

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 5: 2021 年前三季度公司期间费用情况

	现期值 (亿元)	现期增量 (亿元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用	49.44	13.95	15.34%	3.13
销售费用	17.71	5.42	5.50%	1.27
管理费用	21.51	4.39	6.67%	0.78
研发费用	9.70	3.75	3.01%	0.96
财务费用	0.51	0.39	0.16%	0.12

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### ● 城市核心商圈区位优势, 紧抓流量, 区域联动开发。

公司复合功能地产业务绝大部分项目位于我国主要经济圈核心城市的中心区域, 具有较强的区位优势, 成为公司构建家庭消费快乐产业集群、线下城市产业地标业务的重要支撑。豫园股份核心商业物业位于上海市中心的豫园商圈内圈, 在豫园内圈拥有约 10 万平方米的商业物业 (已建成), 年人流量约 4500 万人次 (正常年份), 具有极强的区位优势。近年来, 公司又启动

了位于豫园商圈内核心区域的上海豫泰确诚商业广场（暂定名）的投资开发，公司在上海豫园商圈形成区域联动开发，扩大商业空间布局，功能定位上实现互补，共同提升商业能级及经营业绩。公司在豫园商圈的优质商业物业面积将进一步增加，区位优势进一步增强，公司在豫园商圈自有物业价值将得以进一步提升。

● **多业态协同发展，丰富品牌资源打造城市文化名片。**

公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，持续构建“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，通过发展珠宝时尚、文化商业、文化饮食、美丽健康、智慧零售、国潮腕表、复合功能地产等优势产业，满足消费者丰富的、多元化的需求，为公司长期可持续增长提供了基础。豫园股份旗下拥有丰富的品牌资源，其中“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片。公司拥有老庙、亚一、南翔馒头店、上海老饭店、绿波廊酒楼、松鹤楼、童涵春堂、海鸥表、上海表等一系列具有充分知名度和美誉度的老字号品牌，通过聚焦经典时尚和潮流演绎的文创产品，开启老字号品牌的焕新升级，持续提升品牌价值。公司的“豫园新春民俗灯会”被国家文化部列入“国家级非物质文化遗产项目”。丰富的优质品牌资源对于公司塑造市场影响力、差异化经营和特色化发展起到了支撑作用。

● **投资建议**

从行业的角度来看，公司行业覆盖广泛，珠宝时尚业务是公司依托上海城市商业根基，培育壮大的支柱产业，已打造“老庙”、“亚一”两大老字号驰名珠宝品牌，并通过投资比利时国际宝石学院、收购法国时尚珠宝品牌 Djula 进行全球战略布局；公司文化餐饮业务名列全国餐饮行业百强企业前列，覆盖多种业态，旗下拥有一批著名商标，包括绿波廊、上海老饭店、松鹤楼、老城隍庙小吃广场等；此外公司不断丰富自身业务结构，通过收购国际知名腕表品牌、酒类厂家进军酒类、时尚腕表领域，并不断拓展复合功能地产业务、美丽健康业务，打造自身多产业集群优势。从区域角度来看，公司经营范围几乎覆盖全国各个省份，以上海为核心辐射周边地区，带动全国。我们认为公司在时尚珠宝行业具备龙头竞争力，自身产业集群丰富，具备独特竞争优势，逐步形成了面向新兴主力消费阶层的全球一流消费产业集团。结合公司新公告的限制性股票激励计划和员工持股计划中公布的对应业绩目标，考虑到公司收并购项目、股权投资项目带来的增长空间，我们预计公司 2021/2022/2023 年将有望实现营收 532.99/628.13/722.44 亿元，实现归母净利润 39.21/45.34/55.43 亿元，对应 PS0.71/0.60/0.52 倍，对应 PE10/8/7 倍，维持“推荐评级”。

● **风险提示**

国际黄金价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险。

附:

## 1. 盈利预测和估值对比

表 6: 盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(单位: 百万元)	42912.23	44050.76	53298.89	62812.51	72243.74
增长率(%)	27.04%	2.65%	20.99%	17.85%	15.01%
归属母公司股东净利润(单位: 百万元)	3208.21	3610.34	3920.82	4534.43	5543.45
增长率(%)	6.21%	12.53%	8.60%	15.65%	22.25%
EPS(元/股)	0.83	0.93	1.01	1.17	1.43
销售毛利率	26.83%	24.50%	21.90%	22.16%	22.45%
净资产收益率(ROE)	10.22%	10.94%	9.20%	9.95%	11.28%
市盈率(P/E)	10	10	10	8	7
市净率(P/B)	1.03	1.11	0.89	0.83	0.77
市销率(P/S)	0.74	0.77	0.71	0.60	0.52

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测(股价为2021年10月28日收盘价)

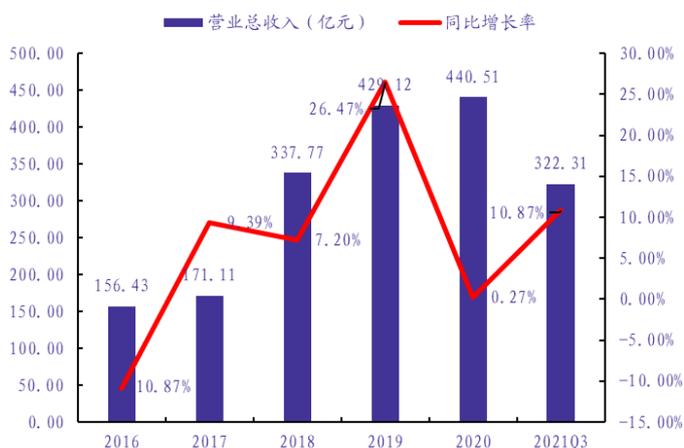
表 7: 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	周大生	王府井	老凤祥	泸州老窖	均值	中位数
PE	21	26	15	46	27	24
PB	3.85	2.08	3.21	13.35	5.62	3.53
PS	3.91	2.44	0.51	17.7	6.14	3.18
境外可比公司						
	周大福	梅西百货	复兴旅游文化	百威英博	均值	中位数
PE	33	-20	-5	73	20.25	14
PB	4.25	1.98	2.52	1.51	2.57	2.25
PS	2.28	0.27	1.82	2.19	1.64	2.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

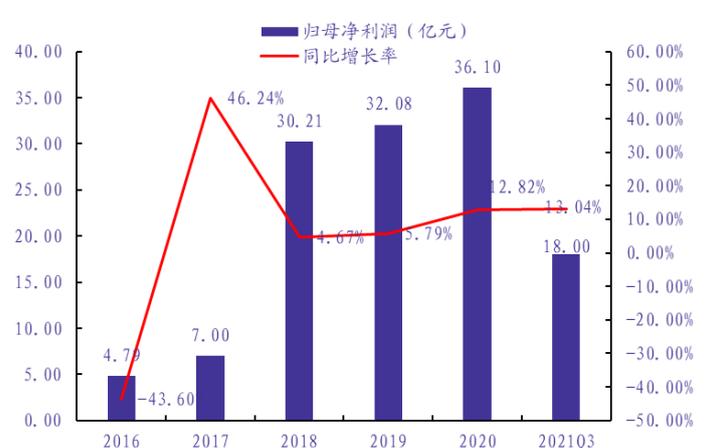
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2021Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



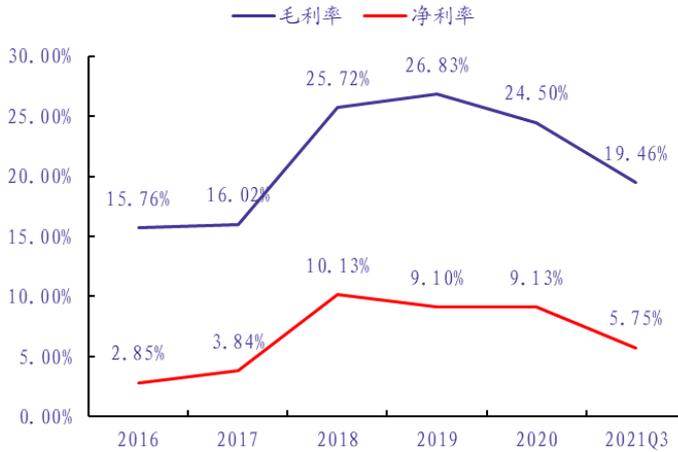
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2021Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



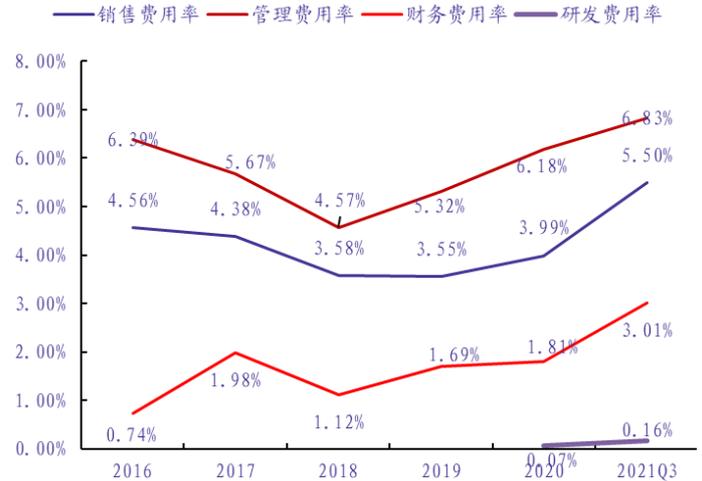
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2021Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



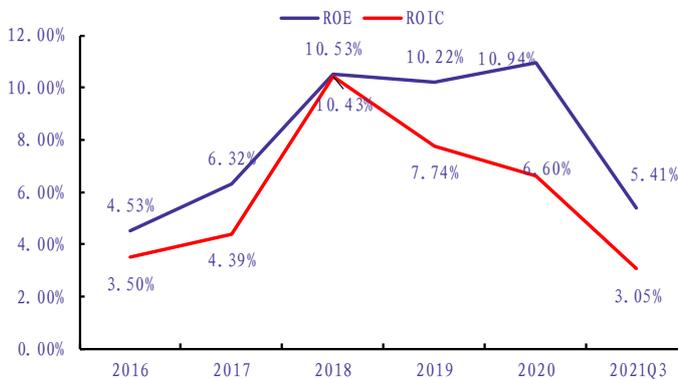
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2021Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2021Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 8: 豫园股份 2021 年第三季度今重大事项进展

事件类型	内容
关于向激励对象授予 2021 年限制性股票的公告	<p>上市公司召开第十届董事会第二十三次会议, 审议通过了《关于公司&lt;2021 年限制性股票激励计划(草案)&gt;及其摘要的议案》、《关于公司&lt;2021 年限制性股票激励计划实施考核管理办法&gt;的议案》及《关于提请股东大会授权董事会办理公司&lt;2021 年限制性股票激励计划&gt;有关事项的议案》。授予的限制性股票数量为 585.00 万股, 占公司股本总额的 0.151%。本激励计划授予的激励对象共计 107 人, 包括公司及子公司核心管理人员及核心业务骨干、优秀高潜员工、工匠、劳模及其他专业技能人才。限制性股票授予的价格为每股 5.37 元。本激励计划涉及的标的股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股。</p>
对外投资暨关联交易公告	<p>下属全资子公司上海复地产业发展集团有限公司拟以 25.17 亿元收购上海复地投资管理有限公司、NAVARRA LIMITED 合计持有的山东复地房地产开发有限公司 100% 股权并承接复地投资、NAVARRA 对山东复地的债务合计 18.43 亿元, 复地投资、NAVARRA 同意向复地地产发合计支付 18.43 亿元以作为复地地产承接债务的对价。当前, 复地投资、NAVARRA 分别持有山东复地 50% 股权, 本次收购完成后, 公司将通过复地地产持有山东复地 100% 股权。</p>
关于获取房地产项目的公告	<p>下属子公司杭州复拓置业有限公司于 2021 年 10 月 12 日参加了上海市土地交易市场国有建设用地使用权公开出让活动, 以人民币 25.7013 亿元竞得金山区金山新城 JSC1-0401 单元 1-02-01 地块(地块公告号: 202111020) 国有建设用地使用权, 公司拥有项目 100% 权益。</p>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## 4.公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 9:豫园股份 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
<p>公司 2020 年经营发展战略主要聚焦于以下三项重点工作:</p>	<p>2021 年,公司经营发展战略将着力聚焦于以下三大主要方向:</p>
<p><b>一、持续产业与地产的融通赋能</b> 2020 年,公司重点要继续着力推进产地融合,将地产与产业打通,要通过会议体系重塑、权限流程重构等方式,建立信息互通、资源共享的机制,通过高频高效的头脑风暴、专题沙龙等形式进行思想与创意的碰撞,挖掘彼此赋能的契机与可能,让地产通过物理空间的打造和内在基因的挖掘,赋能、集聚、孵化、培养出更多的具有头部效应和独角兽特性的产业,提升产业的高度、深度和广度;通过产业发展,带动房产产业化、产业集群化特色化、地产管理服务智慧化,进而形成产+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,催生产地融合的化学反应发生。</p>	<p><b>一、基于 C2M 的数字化建设。</b>在当下大环境下,数字化已经成为一个先进企业必须具备的能力,在未来一段时间内,数字化建设工作必须置顶,持续构建 C2M 的数字化管理系统。C 端流量建设是工作重心和突破点。要把体系内所有产业,从“运营产品”的思维向“运营客户”的思维转移。而“运营客户”当务之急,客户在哪里、客户是什么样的情况,要了解清楚。C 端流量平台是做客户运营最基础的一个工作,同时收集分析 C 端流量一定要有一个转化,只有转化才能真正创造价值。所以 C 端流量平台会成为公司 2021 年数字化建设一个重要的抓手。</p>
<p><b>二、持续推动双轮驱动再升级</b> 产业运营的核心是要快速、持续的为客户提供品种更多、品质更高的产品、场景和服务。2020 年,我们要更多的聚焦产品的研发与设计,同时着力打造柔性供应链,保障产品生产的速度与规模并在源头上实现降本增效。同时要创新思考并着力提升营销渠道的数量与质量,着力打造与产品气质相符、充满创意与活力的营销团队,将好产品快速推向市场、引爆市场。</p>	<p>C 端流量平台工作重点: (1) C 端双通道触点建设,保证用户触点全闭环 (2) 用户数据生态内流通&amp;产业赋能 (3) 定制和设计用户全生命周期管理和交叉权益 (4) 通过用户数据资产来运营生态乘数和商业变现。</p>
<p>战略投资是丰富企业内容和经营版图、补强现有产业的有效途径,豫园股份的投资工作要围绕战略规划,产业方面要积极瞄准重大并购项目,丰富快乐时尚产业内涵;产发方面要加快推进标杆式项目的开发和落地,切实打造线下快乐时尚地标。对内而言,豫园投资要围绕已有的产业领域,甄选投资产业重点,提高投资与产业的契合度,注重价值投资,形成协同效应,挖潜产业资源的更大价值;对外要勇于挖掘蓝海赛道中具有增长潜力的投资项目,拓宽护城河。作为上市公司,我们在投资过程中要充分考虑资本市场因素,做好投资规划,确保各时间段的利润回报,进而提升公司融资能力,形成良性循环,为后续投资规划落地和企业发展提供支持。</p>	<p>坚持 CRM 系统与 CDP 用户数据建设双引擎。提数字化引领,就是 CRM、CDP 双引擎同步打造,形成产业运营的数字化闭环。CRM+CDP 系统工作重点:所有产业都建设完成自身的 CRM 会员系统,并投入业务运营,基于会员全生命周期运营;面向用户和用户体验的业务运营,同时各产业数据打通,数据资产的反向输出赋能。供应链平台工作重点:建设基础供应链系统,并深化供应链共享、数据指标分析和以销定产能力。组织&amp;机制保障。一把手挂帅各级数字化小组已经成立,更要推动数字化工作有机地运转,都要有相应的机制保障。组织和机制保障,是数字化工作落地的基石。组织&amp;机制保障工作重点: (1) 建立股份总部与各产业的数字化小组,完善数字化战略规划和机制体系 (2) 完善集团数字化团队和人才梯队建设 (3) 以核心战役和重点项目落地为抓手,通过数字化建设和数字化运营快速迭代 (4) 建立项目奖惩机制,与个人绩效挂钩。</p>
<p><b>三、持续推动三大能力建设</b> <b>(一) 加大力度提升科创能力</b> 豫园股份战略的落地和未来的发展必须是以科创能力的提升为前提和依托的。因此,我们要持续不断的加大科创的投入。在产品研发方面,要充分发挥科技创新的力量,在产品功能、设计、用户体验等多方位融入科创的因素,提高产品科技含量,提升用户体验,提高毛利率;在产品营销方面,要在继续做好礼豫平台的开发与推广,增强客户黏性,提升客户忠诚度的同时,积极思考、创新营销工具与模式,增强客户黏性;在运营管理方面,要不断进化升级已有管理工具的功能,同时根据智能管理的需求开发更多、更好地管理工具,提升效能与水平。</p>	<p><b>二、基于全球化双循环的双引擎打造。</b> 基于全球化的趋势,中国经济一定会引领全球,这次疫情虽然还没有结束,但应该已经看到中国经济引领全球市场的可能性,包括中国市场本身极大的潜力。基于这样的背景,要强调提升全球化运营能力,夯实全球化战略,在持续完善品牌矩阵的同时,扩大矩阵外延。全球化,要走出去、引进来,以及整合全球的赛道,通过拓宽赛道、整合全球资源。尤其化妆品产业,一定要先行,化妆品产业已经走出去了、引进来了,在全球已经有一个初步的布局了,要成为整个体系内探索双引擎、双总部管理的一个模板。包括珠宝时尚集团,也有这样一个机会。所以,基于全球化双循环双引擎的打造,豫园各个产业也要进行充分的思考,要把全球好的流量、好的产品、好的产业资源进行整合性的思考,去布局公司的产业建设。“走出去”工作重点包括:制定海外计划,开拓新市场;海外运营模式建立。“引进来”工作重点包括:推进投后品牌商业计划落地;落实双总部管理模式;主导品牌运营及供应链管理工作。“拓宽赛道”工作重点包括:深化产业垂直战略,积极拓展赛道;发掘与</p>
<p><b>(二) 持续推进组织迭代进化</b> 目前豫园股份已经实施了多批股权激励计划,后续要在各产业、各条线继续推进完善激励机制,同时要在多层次同步推进两级激励机制和敏捷型组织机制,要进一步优化、升级并监督落地分配、激励与淘汰方案,完善并落实公司薪酬管理体系,从制度上规避庸者高薪、高职的问题。同时,要进一步加大人才特别是高能级、领军型人</p>	

发展战略



才的引进力度以及团队迭代速度，最大限度的推动组织进化。

**(三) 持续提升风险控制能力**

风险存在于企业管理经营始终，有效的风控管理是资金安全、正确决策、目标达成的前提和保障。在公司调整迭代转型的今天，提升风险识别、风险衡量、风险处理的能级势在必行。对内随着公司迭代的升级，以匹配新的组织架构为基础，对原有制度、流程、规范、权限做全面细致的梳理、修改和完善同时，重新培养规范意识，加强对制度执行层面的监管，对风险控制者要根据制度及实际情况予以处理。制度、规矩面前，人人平等，确保制度执行、风控有效。对外随着公司业务的不断拓展，投资、汇率、债务的风险逐步增加，要在合规、合法的前提下，加大投资的评估、财务策划等方面的力度，力争增长、报酬、目标与风险的最优平衡，为公司有效、高效的资源配置实现价值最大化提供保障。

核心业务交融共生的跨界品牌/供应链项目；发掘快速增长的其他蓝海市场。

**三、基于腰部人才裂变的组织机制建设。**

2020年，公司人才管理系统不断在升级，创造了很多新的管理手段，即时奖励、竞合机制、大学管理的建设，这些建设要持续地推进，包括头部人才的引进。2021年产业要快速发展，也要认识到短板在哪里，公司的短板在于腰部人才。因为一个企业，一个产业健康成长，快速发展，一定是可复制模式的一个摸索。不断尝试 0 到 1，当然这是一个基础，1 到 N，一定是一个复制和裂变，这是效率最高的。而要复制、裂变，最关键的，是腰部人才的裂变，可以起到一带十、十传百的效应。豫园又是以消费基因为主的一个产业集团，它在区域上的拓展、复制和裂变是快速的一个方法。腰部人才的发展将成为 2021 年豫园股份所有人才机制建设一个重要的抓手。基于腰部人才裂变的组织机制建设工作重点：

(1) 一流战队人才增厚：打造一流管理团队；加快内部人才成长速度；确立企业人才竞争比较优势。

(2) 腰部力量人才裂变：聚焦业务裂变增长；激活核心团队；提升组织战斗力。

(3) 战略赋能机制升级：围绕公司战略和经营目标，针对战略重点和管理痛点建立组织机制，驱动业务快速发展。

根据公司经营发展计划，以及 2021 年国际国内宏观经济形势研判，经初步预算，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。

- 1、市场竞争风险；
- 2、国际黄金价格波动的风险；
- 3、公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险；
- 4、政策风险。

**经营计划**

根据公司经营发展计划，以及 2020 年国际国内宏观经济形势研判，经初步预算，公司 2020 年计划实现营业收入 480 亿元人民币，营业成本 350 亿元人民币，三项费用 52 亿元人民币。

**风险提示**

- 1、市场竞争风险；
- 2、国际黄金价格波动的风险；
- 3、公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险；
- 4、政策风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2020 年的业务规划，针对 2021 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2021 年的新补充部分。

## 5.公司前十大股东情况跟踪

表 10: 豫园股份前十大股东情况 (更新自 2021 年三季报)

排名	股东名称	方向	持股数量 (亿股)	持股数量变动 (亿股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	上海复地投资管理有限公司	不变	10.23		26.35		境内非国有法人
2	浙江复星商业发展有限公司	不变	3.65		9.40		境内非国有法人
3	上海复星产业投资有限公司	不变	2.48		6.38		境内非国有法人
4	上海复川投资有限公司	不变	1.90		4.90		境内非国有法人
5	上海市黄浦区房地产开发实业总公司	不变	1.64		4.23		国有法人
6	上海复星高科技有限公司	不变	1.41		3.63		境内非国有法人
7	SPREADGRANDLIMITED	新进	1.32		3.39		境外法人
8	上海艺中投资有限公司	不变	1.21		3.11		境内非国有法人
9	上海豫园(集团)有限公司	不变	0.96		2.47		国有法人
10	重庆润江置业有限公司列大中华 (交易所)	不变	0.89		2.30		境内非国有法人
合计			<b>25.69</b>		<b>66.16</b>		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层  
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hettingting@chinastock.com.cn  
北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn