

豫园股份 (600655.SH)

主营业务稳健复苏，珠宝时尚网点快速增长

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现总收入 334.29 亿元, 调整后同比增长 2.99%; 实现归母净利润 9.03 亿元, 调整后同比降低 46.79%; 扣非后归母净利润 3.60 亿元, 调整后同比降低 71.07%。单三季度实现营收 114.19 亿元, 调整后同比上升 19.35%; 实现归母净利润 1.49 亿元, 调整后同比下降 45.35%; 实现扣非归母净利润 0.94 亿元, 调整后同比下降 66.72%。
- **分业务看,** 第三季度珠宝时尚业务实现营收 87.98 亿元, 同比增长 33.8%, 老庙和亚一品牌连锁店达 4509 家, 其中直营店 246 家、加盟店 4263 家; 食品百货业务实现营收 3.05 亿元, 同比增长 51.7%; 酒类业务实现营收 3.42 亿元, 同比下降 6.6%; 物业开发与销售/餐饮/医药/化妆品/时尚表业/商业运营及物业综合服务分别实现营收 7.95/2.12/0.97/0.94/1.78/4.89 亿元, 与去年同期相比营收增速分别为 -38.1%/+18.0%/-29.2%/-7.1%/-3.1%/+21.2%。
- **综合毛利率出现下滑, 期间费用率同比提升 1.55pp。** (1) 公司前三季度主营业务毛利率为 16%, 同比下降 1pp, 主要由于销售结构出现变化, 食品、百货及工艺、商业物业服务等业务拖累。(2) 前三季度期间费用率同比提升 1.64pp 至 16.98%, 其中销售费用率为 6.18%, 同比提升 0.68pp; 管理费用率为 6.63%, 同比下降 0.04%; 财务费用率为 3.92%, 同比增加 0.91pp; 研发费用率为 0.25%, 同比提升 0.09pp。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年收入分别为 529.5、614.2、707.7 亿元, 归母净利润分别为 34.6、41.5、48.4 亿元, 同比增长-10.3%、19.9%、16.5%。参考可比公司, 给予公司 23 年 12X PE 估值, 对应合理价值 12.80 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 可选消费疲软导致黄金珠宝需求放缓; 地产政策调控力度进一步加大; 老字号连锁化扩张不达预期。

盈利预测:

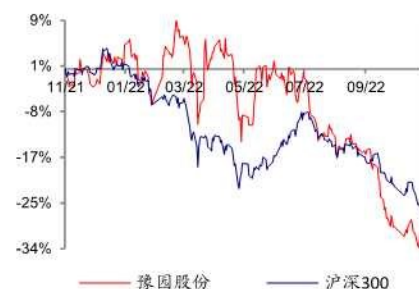
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	45,531	51,063	52,947	61,422	70,768
增长率 (%)	3.6	12.2	3.7	16.0	15.2
EBITDA (百万元)	4,969	4,898	5,917	6,849	7,516
归母净利润 (百万元)	3,611	3,861	3,463	4,152	4,835
增长率 (%)	12.8	6.9	-10.3	19.9	16.5
EPS (元/股)	0.93	0.99	0.89	1.07	1.24
市盈率 (P/E)	9.56	10.38	7.05	5.88	5.05
ROE (%)	10.3	11.3	9.5	10.2	10.7
EV/EBITDA	10.81	14.82	8.99	6.01	4.42

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	6.27 元
合理价值	12.80 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-31

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654

hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

包晗



SAC 执证号: S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣、包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

豫园股份 (600655.SH): 消费产业韧性凸显, 珠宝业务表现稳健	2022-08-24
豫园股份 (600655.SH): 表观业绩低于预期, 消费板块逆势高增	2022-04-28
豫园股份 (600655.SH): 重视豫园: 强运营管理输出, 建品牌资产矩阵	2022-04-22

请务必阅读末页的免责声明

图1: 季度营业收入与增速



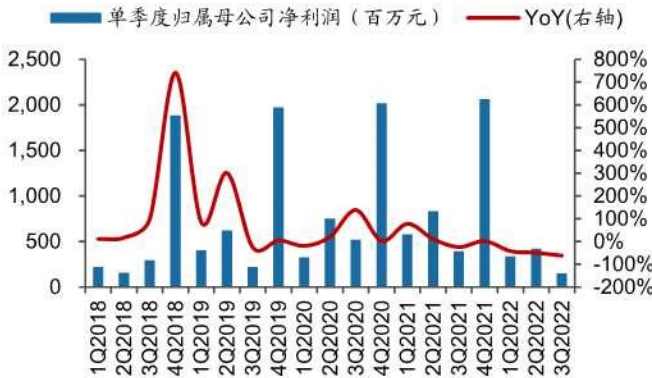
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 累计营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 季度归母净利润与增速



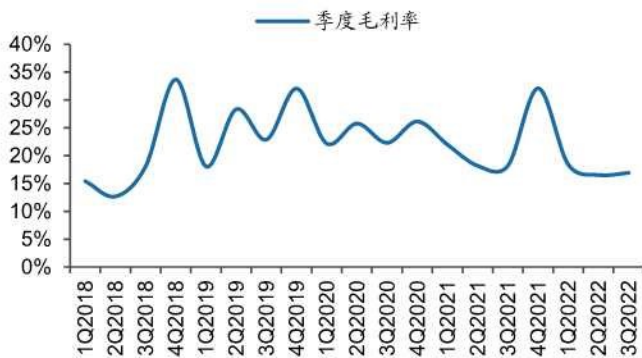
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 累计归母净利润及增速



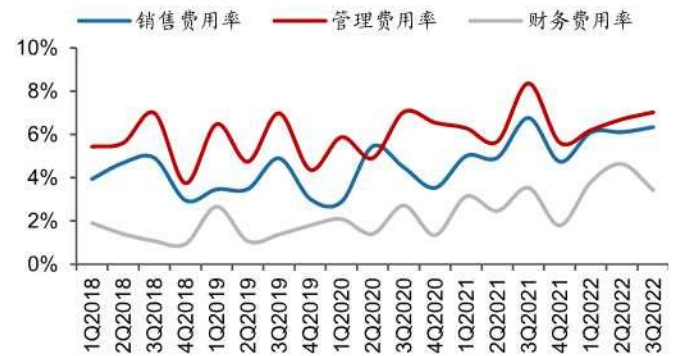
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司分季度毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司季度期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	77,984	78,575	81,299	92,825	102,278
货币资金	17,445	12,738	16,164	28,008	35,670
应收及预付	2,289	2,296	2,044	2,690	2,594
存货	49,607	52,553	51,628	50,050	51,560
其他流动资产	8,643	10,988	11,464	12,078	12,454
非流动资产	46,022	52,900	52,891	52,392	51,794
长期股权投资	7,076	12,503	12,503	12,503	12,503
固定资产	5,076	5,200	5,157	4,639	4,039
在建工程	541	205	485	735	955
无形资产	3,877	3,671	3,495	3,324	3,151
其他长期资产	29,452	31,320	31,250	31,190	31,145
资产总计	124,006	131,476	134,191	145,217	154,072
流动负债	54,692	54,586	55,128	61,931	65,868
短期借款	6,314	6,167	5,867	5,667	5,417
应付及预收	8,118	9,075	8,799	11,895	11,757
其他流动负债	40,260	39,344	40,462	44,369	48,694
非流动负债	27,104	35,133	35,133	35,133	35,133
长期借款	17,676	23,110	23,110	23,110	23,110
应付债券	3,800	7,025	7,025	7,025	7,025
其他非流动负债	5,628	4,998	4,998	4,998	4,998
负债合计	81,796	89,719	90,261	97,064	101,001
股本	3,883	3,890	3,891	3,891	3,891
资本公积	12,838	9,305	9,311	9,311	9,311
留存收益	17,325	19,905	22,014	26,165	31,001
归属母公司股东权益	35,153	34,264	36,378	40,530	45,366
少数股东权益	7,056	7,493	7,552	7,623	7,706
负债和股东权益	124,006	131,476	134,191	145,217	154,072

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,531	51,063	52,947	61,422	70,768
营业成本	34,522	38,746	40,766	46,928	53,793
营业税金及附加	2,066	2,509	2,601	3,017	3,477
销售费用	1,833	2,664	2,383	2,887	3,680
管理费用	2,717	3,210	3,071	3,685	4,388
研发费用	30	87	53	61	106
财务费用	787	1,309	1,915	1,843	1,621
资产减值损失	-43	-67	-12	-3	-3
公允价值变动收益	-144	331	100	100	100
投资净收益	1,557	1,851	1,588	1,843	1,982
营业利润	5,007	4,956	4,231	5,307	6,206
营业外收支	273	7	220	30	10
利润总额	5,280	4,963	4,451	5,337	6,216
所得税	1,256	1,036	929	1,114	1,298
净利润	4,024	3,927	3,522	4,223	4,918
少数股东损益	413	66	59	71	83
归属母公司净利润	3,611	3,861	3,463	4,152	4,835
EBITDA	4,969	4,898	5,917	6,849	7,516
EPS (元)	0.93	0.99	0.89	1.07	1.24

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,135	-6,877	6,860	13,447	9,219
净利润	4,024	3,927	3,522	4,223	4,918
折旧摊销	594	1,090	1,712	1,884	2,050
营运资金变动	-4,447	-10,017	1,643	7,421	2,496
其它	-1,306	-1,877	-17	-81	-246
投资活动现金流	-5,007	-4,261	358	732	819
资本支出	-870	-781	-1,230	-1,111	-1,163
投资变动	-5,004	-3,220	-100	-100	-100
其他	867	-261	1,688	1,943	2,082
筹资活动现金流	3,994	6,887	-3,793	-2,334	-2,375
银行借款	19,078	17,280	-300	-200	-250
股权融资	568	150	6	0	0
其他	-15,652	-10,544	-3,499	-2,134	-2,125
现金净增加额	-2,178	-4,284	3,425	11,844	7,662
期初现金余额	17,270	15,093	10,809	14,234	26,078
期末现金余额	15,093	10,809	14,234	26,078	33,741

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	3.6%	12.2%	3.7%	16.0%	15.2%
营业利润增长	-7.2%	-1.0%	-14.6%	25.4%	16.9%
归母净利润增长	12.8%	6.9%	-10.3%	19.9%	16.5%
获利能力					
毛利率	24.2%	24.1%	23.0%	23.6%	24.0%
净利率	8.8%	7.7%	6.7%	6.9%	6.9%
ROE	10.3%	11.3%	9.5%	10.2%	10.7%
ROIC	4.2%	3.5%	3.7%	4.2%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	68.2%	67.3%	66.8%	65.6%
净负债比率	193.8%	214.9%	205.5%	201.6%	190.3%
流动比率	1.43	1.44	1.47	1.50	1.55
速动比率	0.41	0.31	0.37	0.54	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.39	0.39	0.42	0.46
应收账款周转率	26.39	34.17	40.73	34.68	45.05
存货周转率	0.92	0.97	1.03	1.23	1.37
每股指标 (元)					
每股收益	0.93	0.99	0.89	1.07	1.24
每股经营现金流	0	-2	2	3	2
每股净资产	9.05	8.81	9.35	10.42	11.66
估值比率					
P/E	9.56	10.38	7.05	5.88	5.05
P/B	0.98	1.17	0.67	0.60	0.54
EV/EBITDA	10.81	14.82	8.99	6.01	4.42

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。