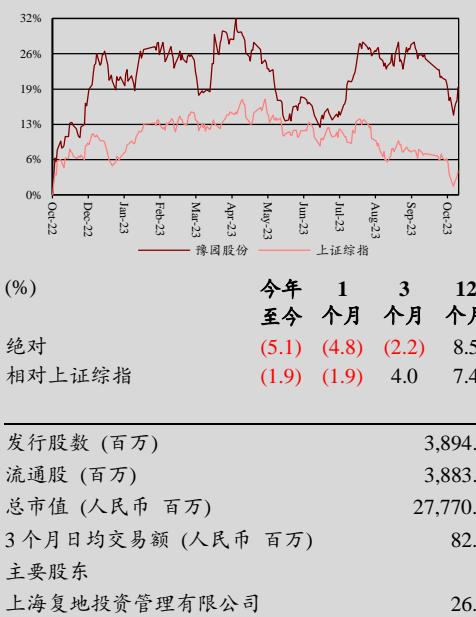


600655.SH

买入

原评级：买入
市场价格：人民币 7.13
板块评级：强于大市

股价表现



资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月27日收盘价为标准

相关研究报告

- 《豫园股份》20230824
- 《豫园股份》20230718
- 《豫园股份》20230430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

商贸零售：一般零售

证券分析师：李小民
(8621)20328901
xiaomin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔
huanxiang.song@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300122070014

豫园股份

地产销售拖累Q3业绩，产业运营稳健增长

公司发布2023年第三季度报告。23Q1-3公司实现营收395.48亿元(+15.57%)；归母净利润22.35亿元(+186.14%)；扣非归母净利润-1.53亿元(-142.50%)。23Q3公司实现营收121.03亿元(+3.47%)；归母净利润0.17亿元(-83.25%)；扣非归母净利润-2.14亿元(-328.91%)。受物业销售拖累，公司Q3业绩短期承压，消费产业运营业务增长稳健，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 物业销售拖累下Q3业绩短期承压，产业运营增长稳健。**23Q3公司实现营收121.03亿元(+3.47%)；归母净利润0.17亿元(-83.25%)；扣非归母净利润-2.14亿元(-328.91%)。Q3业绩短期承压，主因物业开发项目销售结转周期变化所致，消费产业运营业务稳定增长，23Q1-3营收同比+16.8%。
- 珠宝时尚板块：网点规模持续扩大，品牌全球化迈出重要步伐。**23Q1-3板块实现营收300.42亿元，yyo+22.96%；毛利率略有下滑至7.70%。公司继续扩大连锁网点规模，截至23Q3，板块营业网点达5061家，较年初净增469家，其中“老庙”和“亚一”品牌网点达5039家，较年初净增474家。公司持续加快全球化发展步伐，9月20日，老庙及露璨品牌亮相香港珠宝首饰展览会，9月30日，露璨品牌亮相2023世界设计之都大会。
- 其他消费板块：饮食增长显著，酒业相对承压。**23Q1-3餐饮板块营收yyo+123.69%；主因连锁化持续加速带来业绩增长。旗下饮食品牌陆续与京东超市、肯德基等进行合作，拓宽销售渠道。23Q1-3酒业板块营收yyo-97.69%，主要系公司于2022年末处置金徽酒股权所致。
- 地产板块：度假村业绩表现亮眼，大豫园片区前景可期。**23Q1-3度假村板块营收yyo+45.91%，日本地区旅游度假业务实现快速恢复。十一黄金周，豫园商城客流达近180万人次，销售额超1亿元，同比22年/19年同期分别+56.9%/+77.9%。未来公司大豫园片区的联动开发将使得其区位优势进一步增强，自有物业价值进一步提升。

估值

- 物业销售业务拖累公司Q3业绩，其他消费运营板块后续仍有望维持增长趋势，静待地产销售业务转暖。考虑到Q3业绩承压，我们调整公司23-25年EPS为0.79/0.99/1.01元，对于市盈率为9.1/7.2/7.0倍，仍看好公司长期增长潜力，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 多业务协同管理难度大、国际金价波动、扩店不达预期等风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	51,063	50,118	56,238	63,770	71,709
增长率(%)	15.9	(1.9)	12.2	13.4	12.4
EBITDA(人民币 百万)	4,836	2,301	3,482	4,808	5,649
归母净利润(人民币 百万)	3,861	3,826	3,065	3,842	3,939
增长率(%)	6.9	(0.9)	(19.9)	25.4	2.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.99	0.98	0.79	0.99	1.01
原先预测摊薄每股收益(人民币)				0.99	1
调整幅度(%)			(20.2)	(1.0)	(7.3)
市盈率(倍)	7.2	7.3	9.1	7.2	7.1
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	15.9	28.3	18.3	12.7	10.9
每股股息(人民币)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	3.4	4.6	3.9	4.8	5.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	51,063	50,118	56,238	63,770	71,709
营业收入	51,063	50,118	56,238	63,770	71,709
营业成本	38,746	41,161	46,925	52,653	58,663
营业税金及附加	2,509	1,122	1,237	1,403	1,578
销售费用	2,664	2,835	2,812	2,870	3,227
管理费用	3,210	3,629	2,924	3,284	3,585
研发费用	87	146	101	96	108
财务费用	1,309	1,546	1,248	1,167	1,143
其他收益	62	171	70	70	70
资产减值损失	(67)	(22)	(40)	(40)	(40)
信用减值损失	(34)	(79)	(10)	(10)	0
资产处置收益	275	106	10	10	10
公允价值变动收益	331	479	210	210	230
投资收益	1,851	5,589	3,000	2,500	1,500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,956	5,921	4,231	5,038	5,175
营业外收入	127	105	100	120	200
营业外支出	120	82	70	90	180
利润总额	4,963	5,944	4,261	5,068	5,195
所得税	1,036	2,007	1,108	1,115	1,143
净利润	3,927	3,937	3,153	3,953	4,052
少数股东损益	66	111	88	111	113
归母净利润	3,861	3,826	3,065	3,842	3,939
EBITDA	4,836	2,301	3,482	4,808	5,649
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.99	0.98	0.79	0.99	1.01

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,927	3,937	3,153	3,953	4,052
折旧摊销	1,090	1,179	1,294	1,392	1,141
营运资金变动	(10,023)	(1,296)	(2,053)	(3,126)	(3,629)
其他	(1,870)	(3,909)	(1,943)	(1,325)	(627)
经营活动现金流	(6,877)	(90)	450	895	938
资本支出	(783)	(552)	(720)	(540)	(440)
投资变动	(5,671)	(1,180)	150	100	(5)
其他	2,192	6,828	3,003	2,513	1,508
投资活动现金流	(4,261)	5,096	2,433	2,073	1,063
银行借款	6,845	1,317	(1,419)	(584)	1,597
股权融资	(4,460)	(7,139)	(1,103)	(1,345)	(1,379)
其他	4,502	(3,701)	1,165	(657)	(633)
筹资活动现金流	6,887	(9,523)	(1,357)	(2,586)	(414)
净现金流	(4,252)	(4,516)	1,527	382	1,588

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.9	(1.9)	12.2	13.4	12.4
营业利润增长率(%)	(0.9)	19.5	(28.5)	19.1	2.7
归属于母公司净利润增长率(%)	6.9	(0.9)	(19.9)	25.4	2.5
息税前利润增长率(%)	(12.9)	(70.0)	95.0	56.0	32.0
息税折旧前利润增长率(%)	(1.2)	(52.4)	51.3	38.1	17.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.9	(0.9)	(19.9)	25.4	2.5
盈利能力					
息税前利润率(%)	7.3	2.2	3.9	5.4	6.3
营业利润率(%)	9.7	11.8	7.5	7.9	7.2
毛利率(%)	24.1	17.9	16.6	17.4	18.2
归属净利润率(%)	7.6	7.6	5.4	6.0	5.5
ROE(%)	11.3	10.7	8.1	9.6	9.2
ROIC(%)	3.8	1.0	2.1	3.4	4.4
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	31.9	28.9	36.0	36.0	36.0
应付账款周转率	6.3	5.8	5.8	5.6	6.1
费用率					
销售费用率(%)	5.2	5.7	5.0	4.5	4.5
管理费用率(%)	6.3	7.2	5.2	5.2	5.0
研发费用率(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	2.6	3.1	2.2	1.8	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.0	0.8	1.0	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.8)	0.0	0.1	0.2	0.2
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.2	9.7	10.3	11.0
每股股息	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	7.2	7.3	9.1	7.2	7.1
P/B(最新摊薄)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	15.9	28.3	18.3	12.7	10.9
价格/现金流 (倍)	(4.0)	(310.3)	61.7	31.0	29.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	78,575	80,114	86,517	92,991	100,149
货币资金	12,738	10,845	12,372	12,754	14,342
应收账款	1,494	1,975	1,149	2,394	1,590
应收票据	15	8	10	7	13
存货	52,553	50,569	55,793	61,798	68,239
预付账款	787	700	943	900	1,153
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10,988	16,016	16,249	15,137	14,813
非流动资产	52,900	48,259	47,734	46,867	46,356
长期投资	14,041	14,050	14,130	14,215	14,305
固定资产	5,200	3,270	2,900	2,501	2,026
无形资产	3,671	1,896	1,815	1,680	1,496
其他长期资产	29,988	29,042	28,890	28,470	28,527
资产合计	131,476	128,373	134,251	139,858	146,505
流动负债	54,586	59,716	62,490	68,033	72,441
短期借款	6,167	6,836	6,774	8,776	10,787
应付账款	8,990	8,189	11,102	11,714	11,751
其他流动负债	39,429	44,690	44,614	47,543	49,902
非流动负债	35,133	29,048	30,102	27,557	27,123
长期借款	23,110	23,758	22,401	19,815	19,401
其他长期负债	12,023	5,290	7,701	7,743	7,722
负债合计	89,719	88,764	92,592	95,590	99,564
股本	3,890	3,900	3,895	3,895	3,895
少数股东权益	7,493	3,935	4,023	4,134	4,247
归属母公司股东权益	34,264	35,675	37,636	40,134	42,694
负债和股东权益合计	131,476	128,373	134,251	139,858	146,505

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371