

# 豫园股份 (600655.SH)

## 产业运营表现稳健，老庙亚一净开店 429 家

买入 (维持评级)

当前价格: 6.64 元  
目标价格: 7.94 元

### 投资要点:

- 23 年营收同增 15.83%，归母净利承压，同比下降 45.00%。

公司 23 年实现营收 581.47 亿元，同增 15.83%，实现归母净利润 20.24 亿元，同比-45.00%，实现扣非净利润-4.51 亿元（去年同期 1.62 亿元），净利润下降主要系 1) 处置非核心资产项目产生的投资收益同比下降（去年同期投资收益 55.89 亿元）；2) 物业开发项目销售结转周期变化等带来的经常性损益占比下降。单季度看，23Q4 公司实现营收 185.99 亿元/+16.39%，归母净利润-2.11 亿元，由盈转亏，扣非净利润-2.98 亿元，同比亏损放大。

- 受物业板块影响毛利率下降，期间控费能力优秀。

23 年公司实现毛利率 14.11%，同比-3.76pct，主要系物业开发与销售项目毛利率同比大幅下降 16.21pct。23 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.29%/5.51%/0.14%/2.61%，期间费用率为 13.54%，同比下降 2.74pct，费用管控能力优秀。

- 珠宝业务表现稳健，餐饮管理快速增长。

产业运营板块表现稳健，老庙及亚一 23 年净新增门店 429 家至 4994 家（直营/加盟 261/4733 家），老庙新模式（老庙智选 235 家）、新产品（上新 329sku，销售额 13.8 亿）快速推进，古韵金销售同增 71% 至 89 亿元，珠宝时尚板块营收同增 11.05%，其中零售/批发营收分别同增 27.16%/13.01%，毛利率同增 0.51pct/0.32pct；松鹤楼面馆净开店 30 家至 173 家，叠加外卖业务快速增长（单店月均营收+33%），推动营收同比翻倍增长，核心门店毛利率达 70%；童涵春堂 39 家门店发挥老字号优势，医药板块营收同增 31.21%。豫园商圈全年 GMV 达 26 亿元，豫园灯会出海法国；云尚产发签约面积/金额同增 500%/+460%+；复地产发 23 个项目分期竣备。房地产共实现营收 105.27 亿元，结转收入 135.58 亿元，结转/待结转面积 62.38/61.32 万平米。

- 盈利预测与投资建议

公司投资收益低于预期，产业运营板块表现稳健，珠宝业务开店及单店提升双螺旋，餐饮板块高速发展，但考虑到房地产项目和投资收益的不确定性，我们下调公司盈利预测，预计 24-26 年营收分别为 645.54/702.34/765.15 亿元（前值 24-25 年预期 646.45/708.81），归母净利润分别为 26.30/28.15/31.56 亿元（前值 24-25 年预期 31.49/32.22 亿元）。根据分部估值法，我们给予珠宝时尚/涉地板块/其他产业运营板块 2024 年 13/6/14 倍 PE，对应市值 309.56 亿元，对应 39 亿股本，目标价 7.94 元，维持“买入”评级。

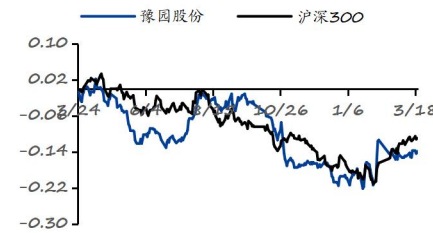
- 风险提示

线下客流恢复不及预期，渠道拓展不及预期，金价短期大幅波动风险，多业务管理风险，投资亏损风险，宏观环境和政策影响

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,896.10/3,884.23
流通 A 股市值(百万元)	25,791.29
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	69.32
一年内最高/最低价(元)	8.42/5.84

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
联系人: 杜采玲(S0210123070007)  
dcl30189@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、【华福商业】豫园股份：珠宝时尚为领，构筑大娱乐生态圈——2023.11.24

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,118	58,147	64,554	70,234	76,515
增长率	-2%	16%	11%	9%	9%
净利润(百万元)	3,826	2,024	2,630	2,815	3,156
增长率	-1%	-47%	30%	7%	12%
EPS(元/股)	0.98	0.52	0.67	0.72	0.81
市盈率(P/E)	6.3	12.0	9.2	8.6	7.7
市净率(P/B)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所


**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,171	14,202	15,452	16,833	营业收入	58,147	64,554	70,234	76,515
应收票据及账款	1,990	2,209	2,404	2,619	营业成本	49,941	55,446	60,172	65,423
预付账款	1,001	1,112	1,206	1,312	税金及附加	710	788	857	934
存货	43,087	63,444	59,871	58,587	销售费用	3,074	3,228	3,512	3,826
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,202	3,486	3,793	4,132
其他流动资产	19,024	21,554	23,312	25,255	研发费用	83	129	140	153
流动资产合计	74,273	102,520	102,245	104,605	财务费用	1,515	1,622	1,855	1,898
长期股权投资	14,836	14,836	14,836	14,836	信用减值损失	-139	-5	-5	-5
固定资产	3,992	3,749	3,654	3,750	资产减值损失	-379	-3	-3	-3
在建工程	188	198	188	198	公允价值变动收益	37	41	45	50
无形资产	1,552	779	-110	-649	投资收益	2,980	3,473	3,647	3,829
商誉	1,494	1,494	1,494	1,494	其他收益	136	150	165	181
其他非流动资产	27,709	27,723	27,735	27,753	<b>营业利润</b>	<b>2,337</b>	<b>3,594</b>	<b>3,840</b>	<b>4,297</b>
非流动资产合计	49,772	48,779	47,797	47,383	营业外收入	59	65	71	78
<b>资产合计</b>	<b>124,045</b>	<b>151,299</b>	<b>150,042</b>	<b>151,988</b>	营业外支出	81	81	81	81
短期借款	10,131	26,141	24,387	26,494	<b>利润总额</b>	<b>2,314</b>	<b>3,578</b>	<b>3,830</b>	<b>4,294</b>
应付票据及账款	10,136	11,830	12,777	13,560	所得税	496	894	958	1,074
预收款项	95	92	100	109	<b>净利润</b>	<b>1,818</b>	<b>2,683</b>	<b>2,873</b>	<b>3,221</b>
合同负债	7,541	15,816	17,348	19,052	少数股东损益	-206	54	57	64
其他应付款	6,635	6,635	6,635	6,635	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,024</b>	<b>2,630</b>	<b>2,815</b>	<b>3,156</b>
其他流动负债	24,946	26,538	27,229	27,750	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	0.67	0.72	0.81
流动负债合计	59,484	87,052	88,476	93,600					
长期借款	18,938	18,938	18,938	18,938					
应付债券	201	3,044	2,855	1,813					
其他非流动负债	5,762	5,762	5,762	5,762					
非流动负债合计	24,901	27,744	27,555	26,513					
<b>负债合计</b>	<b>84,385</b>	<b>114,796</b>	<b>116,031</b>	<b>120,113</b>					
归属母公司所有者权益	36,327	37,131	38,583	40,376					
少数股东权益	3,333	-628	-4,573	-8,501					
<b>所有者权益合计</b>	<b>39,660</b>	<b>36,503</b>	<b>34,010</b>	<b>31,875</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>124,045</b>	<b>151,299</b>	<b>150,042</b>	<b>151,988</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,747</b>	<b>-11,922</b>	<b>6,085</b>	<b>3,513</b>
现金收益	4,066	5,107	5,427	5,722
存货影响	7,482	-20,356	3,572	1,285
经营性应收影响	71	-327	-286	-317
经营性应付影响	2,274	1,691	955	792
其他影响	-9,146	1,963	-3,583	-3,969
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,656</b>	<b>-611</b>	<b>-343</b>	<b>-630</b>
资本支出	-1,129	206	295	-171
股权投资	-1,414	0	0	0
其他长期资产变化	5,199	-816	-638	-459
<b>融资活动现金流</b>	<b>-9,124</b>	<b>17,564</b>	<b>-4,492</b>	<b>-1,501</b>
借款增加	-6,555	19,577	-1,585	1,454
股利及利息支付	-3,576	-3,286	-3,597	-3,592
股东融资	23	0	0	0
其他影响	984	1,272	690	636

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	16.0%	11.0%	8.8%	8.9%
EBIT 增长率	-48.9%	35.8%	9.3%	8.9%
归母公司净利润增长率	-47.1%	29.9%	7.1%	12.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.1%	14.1%	14.3%	14.5%
净利率	3.1%	4.2%	4.1%	4.2%
ROE	5.1%	7.2%	8.3%	9.9%
ROIC	8.7%	8.6%	10.1%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.0%	75.9%	77.3%	79.0%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	12	12	12	12
存货周转天数	338	346	369	326
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	0.67	0.72	0.81
每股经营现金流	1.22	-3.06	1.56	0.90
每股净资产	9.32	9.53	9.90	10.36
<b>估值比率</b>				
P/E	12	9	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	5	5	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn