

豫园股份（600655）

证券研究报告
2024年08月26日

聚焦主业发展，珠宝门店持续扩张

公司发布 2024 年半年度报告

公司 24Q2 收入 103.5 亿，同减 14.8%；归母净利 9.6 亿，同减 49.4%；扣非后归母净利-5.2 亿，同减 147.6%。

公司 24H1 收入 275.7 亿，同增 0.47%；归母净利 11.4 亿，同减 48.5%；扣非后归母净利-4.4 亿，同减 819.2%。其中，归母净利同比减少主要系公司处置子公司带来的投资收益较去年同期减少所致；扣非后归母同比减少主要系公司于 2023 年 6 月处置 IGI 项目导致该项目经营性利润同比减少及联合营企业投资收益同比下降综合所致。

分板块看，24H1 产业运营收入 226.8 亿，同减 3.5%，其中**珠宝时尚业务收入 204.7 亿元，同减 3.0%**；商业综合运营与物业综合服务 17.6 亿，同增 32.3%；物业开发与销售 31.4 亿，同增 19.5%；

分地区看，24H1 国内 266.3 亿，同增 0.5%；国外 9.4 亿，同减 0.1%。

公司 24H1 毛利率 13.3%，同减 0.2pct；其中产业运营毛利率 10.6%（**珠宝时尚业务毛利率 7.4%，同减 1.0pct**）；商业综合运营与物业综合服务毛利率 49.3%；物业开发与销售毛利率 12.3%；费用率方面，销售费率 4.9%，同减 0.5pct；管理费率 5.0%，同减 0.3pct；财务费率 4.0%，同增 1.0pct；研发费率 0.1%，同减 0.1pct。**24H1 净利率 3.7%，同减 4.1pct。**

聚焦主业发展，深化战略转型

公司上半年成功退出日本株式会社新雪股权、竞得三亚海棠湾优质地块项目、适时启动珠宝引入外部投资者项目，优化企业现金流的同时，协同外部合作方，探索突破珠宝集团发展新模式；复合功能地产业务积极谋求项目退出，物管和商管双管齐下实现轻资产业务突破，拥轻合重，持续瘦身健体，谋求攻守平衡，构建投、融、退的良性循环。

随着战略转型深化，豫园珠宝时尚集团不断增强东方生活美学内涵，持续以产品创新和供应链升级为核心，以客户服务和渠道拓展为抓手，深耕“好运文化”，提质会员运营、强化“高客”策略，拓展以抖音为代表的新零售模式，创新升级模式促发展。截止 2024 年 6 月底，“老庙”和“亚一”品牌门店达到 5097 家，较 23 年年底净增 103 家。

重点布局全球化，积极拓展海外市场

全球化是公司未来发展布局的重点方向，通过顶层设计积极拓展海外市场，表业天时团队海外线上渠道速卖通上半年同比增长 64%，亚马逊增长 197%；全球化项目落地：上半年珠宝时尚在三亚海棠湾免税门店签约、澳门合作购物中心合作推进、签约中东两个核心经销商。

国潮腕表速卖通 POP 业务已覆盖全球，并在亚马逊开通美国、欧洲、日本等站点，**实现新增 TikTok、TEMU、Lazada、Ozon 等线上渠道，稳步推进全球化销售**，持续扩大“豫园制造”品牌业务覆盖的国家和地区，向全球客户传播东方生活美学，并为持续生态融通带来更多的机遇与创新。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司聚焦主业寻求良性发展，24H1 业绩受处置子公司影响而下降，未来有望受益于全球化布局。鉴于此，我们预计公司 24-26 年收入分别为 610/660/700 亿（24-25 年原值为 653/783 亿）；归母净利分别为 15/17/20 亿（24-25 年原值为 30/34 亿）；EPS 分别为 0.39/0.44/0.51 元/股（24-25 年原值为 0.78/0.87 元/股）；对应 PE 分别为 14/12/10X。

风险提示：行业竞争加剧风险；黄金价格波动风险；业务多元化、组织层级增多引发的管理风险。

投资评级

行业	商贸零售/一般零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,896.10
流通 A 股股本(百万股)	3,884.23
A 股总市值(百万元)	20,571.39
流通 A 股市值(百万元)	20,508.74
每股净资产(元)	9.42
资产负债率(%)	67.87
一年内最高/最低(元)	7.70/5.08

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《豫园股份-季报点评:物业开发项目结转周期拖累 Q3 业绩，珠宝餐饮板块增速明显》2023-11-03
- 《豫园股份-半年报点评:珠宝板块业绩高增，新模式店铺快速扩张》2023-08-23
- 《豫园股份-公司点评:发布股权激励+第四期员工持股，双管齐下绑定骨干》2023-08-07

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,117.97	58,146.92	61,025.19	66,004.85	70,031.15
增长率(%)	(1.85)	16.02	4.95	8.16	6.10
EBITDA(百万元)	8,178.78	5,193.16	3,613.97	3,875.25	4,211.82
归属母公司净利润(百万元)	3,825.89	2,024.06	1,511.11	1,712.77	2,011.11
增长率(%)	-0.90	-47.10	-25.34	13.35	17.42
EPS(元/股)	0.98	0.52	0.39	0.44	0.52
市盈率(P/E)	5.38	10.16	13.61	12.01	10.23
市净率(P/B)	0.58	0.57	0.57	0.55	0.53
市销率(P/S)	0.41	0.35	0.34	0.31	0.29
EV/EBITDA	4.62	5.27	6.91	6.77	6.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,845.42	9,170.62	8,874.02	8,445.29	7,555.82
应收票据及应收账款	1,983.76	1,989.97	2,102.77	2,409.75	2,378.04
预付账款	699.67	1,001.29	828.56	1,156.80	920.20
存货	50,569.19	43,087.18	48,755.73	53,615.95	52,955.89
其他	16,016.05	19,023.67	16,628.98	16,824.50	18,317.76
流动资产合计	80,114.08	74,272.73	77,190.07	82,452.28	82,127.71
长期股权投资	13,422.25	14,835.98	14,835.98	14,835.98	14,835.98
固定资产	3,270.42	3,992.50	3,828.97	3,665.45	3,501.93
在建工程	170.63	188.22	188.22	188.22	188.22
无形资产	1,896.37	1,552.44	1,439.86	1,327.28	1,214.70
其他	29,499.66	29,202.89	29,869.15	29,538.37	29,326.97
非流动资产合计	48,259.34	49,772.03	50,162.18	49,555.31	49,067.81
资产总计	128,373.42	124,044.75	127,352.25	132,007.59	131,195.52
短期借款	6,836.31	10,130.72	10,130.72	10,130.72	10,130.72
应付票据及应付账款	8,248.75	10,135.71	9,690.70	11,728.61	11,250.95
其他	44,630.80	39,217.10	43,329.98	44,929.50	43,319.30
流动负债合计	59,715.86	59,483.53	63,151.40	66,788.83	64,700.97
长期借款	23,757.57	18,938.46	18,938.46	18,938.46	18,938.46
应付债券	1,150.00	200.90	675.45	675.45	517.27
其他	4,140.43	5,761.85	4,966.62	4,956.30	5,228.26
非流动负债合计	29,048.00	24,901.21	24,580.53	24,570.21	24,683.99
负债合计	88,763.86	84,384.74	87,731.93	91,359.05	89,384.95
少数股东权益	3,934.73	3,333.05	3,271.46	3,201.65	3,077.04
股本	3,899.93	3,896.10	3,896.10	3,896.10	3,896.10
资本公积	8,677.18	8,667.85	8,667.85	8,667.85	8,667.85
留存收益	30,981.75	31,480.98	32,452.77	33,550.80	34,837.43
其他	-7,884.03	-7,717.97	-8,667.85	-8,667.85	-8,667.85
股东权益合计	39,609.56	39,660.01	39,620.32	40,648.54	41,810.56
负债和股东权益总计	128,373.42	124,044.75	127,352.25	132,007.59	131,195.52

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,936.92	1,818.27	1,511.11	1,712.77	2,011.11
折旧摊销	851.48	732.79	276.10	276.10	276.10
财务费用	1,429.68	1,566.13	1,420.78	1,424.42	1,431.04
投资损失	-5,588.73	-2,979.76	-3,200.00	-3,089.88	-3,144.94
营运资金变动	-2,757.88	-3,036.01	-1,964.58	-2,414.87	-1,395.86
其它	2,039.01	6,645.83	-61.59	-69.81	-124.61
经营活动现金流	-89.51	4,747.25	-2,018.17	-2,161.26	-947.16
资本支出	-3,066.16	700.24	795.23	10.32	-271.96
长期投资	919.00	1,413.72	0.00	0.00	0.00
其他	7,242.87	542.39	2,404.77	3,079.56	3,416.90
投资活动现金流	5,095.71	2,656.35	3,200.00	3,089.88	3,144.94
债权融资	44,850.59	38,295.38	39,970.86	40,530.71	39,598.98
股权融资	-2,436.59	-1,273.75	-2,272.58	-1,326.33	-1,332.94
其他	-51,936.63	-46,145.41	-39,176.72	-40,561.74	-41,353.29
筹资活动现金流	-9,522.64	-9,123.78	-1,478.44	-1,357.36	-3,087.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-4,516.44	-1,720.18	-296.60	-428.73	-889.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	50,117.97	58,146.92	61,025.19	66,004.85	70,031.15
营业成本	41,161.26	49,940.58	52,481.67	56,698.17	59,946.66
营业税金及附加	1,122.31	709.85	1,305.94	1,412.50	1,498.67
销售费用	2,834.88	3,074.05	3,539.46	3,828.28	4,061.81
管理费用	3,629.40	3,201.65	3,600.49	3,630.27	3,851.71
研发费用	146.29	83.12	115.95	112.21	121.85
财务费用	1,546.16	1,515.43	1,420.78	1,424.42	1,431.04
资产/信用减值损失	-22.39	-378.98	-156.18	-185.85	-240.33
公允价值变动收益	478.55	37.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5,588.73	2,979.76	3,200.00	3,089.88	3,144.94
其他	-12,287.76	-5,352.55	-6,400.00	-6,179.76	-6,289.88
营业利润	5,920.54	2,336.56	1,917.09	2,174.73	2,504.68
营业外收入	105.30	58.87	97.19	87.12	81.06
营业外支出	81.75	81.09	94.38	85.74	87.07
利润总额	5,944.10	2,314.34	1,919.90	2,176.11	2,498.68
所得税	2,007.18	496.07	470.38	533.15	612.18
净利润	3,936.92	1,818.27	1,449.53	1,642.97	1,886.50
少数股东损益	111.04	-205.79	-61.59	-69.81	-124.61
归属于母公司净利润	3,825.89	2,024.06	1,511.11	1,712.77	2,011.11
每股收益(元)	0.98	0.52	0.39	0.44	0.52

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.85%	16.02%	4.95%	8.16%	6.10%
营业利润	19.47%	-60.53%	-17.95%	13.44%	15.17%
归属于母公司净利润	-0.90%	-47.10%	-25.34%	13.35%	17.42%
获利能力					
毛利率	17.87%	14.11%	14.00%	14.10%	14.40%
净利率	7.63%	3.48%	2.48%	2.59%	2.87%
ROE	10.72%	5.57%	4.16%	4.57%	5.19%
ROIC	10.44%	6.91%	6.18%	6.50%	6.71%
偿债能力					
资产负债率	69.15%	68.03%	68.89%	69.21%	68.13%
净负债率	85.85%	76.65%	81.09%	81.77%	79.39%
流动比率	1.34	1.25	1.22	1.23	1.27
速动比率	0.49	0.52	0.45	0.43	0.45
营运能力					
应收账款周转率	28.70	29.27	29.82	29.25	29.25
存货周转率	0.97	1.24	1.33	1.29	1.31
总资产周转率	0.39	0.46	0.49	0.51	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.98	0.52	0.39	0.44	0.52
每股经营现金流	-0.02	1.22	-0.52	-0.55	-0.24
每股净资产	9.16	9.32	9.33	9.61	9.94
估值比率					
市盈率	5.38	10.16	13.61	12.01	10.23
市净率	0.58	0.57	0.57	0.55	0.53
EV/EBITDA	4.62	5.27	6.91	6.77	6.24
EV/EBIT	5.07	5.93	7.49	7.29	6.68

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com