

豫园股份 (600655.SH)

消费业务承压，积极调整优化

2024 年公司营收为 469.24 亿/-19.30%；归母净利润为 1.25 亿/-93.81%；扣非归母净利润-21.09 亿（上年同期为-4.51 亿）。Q4 公司收入 108.24 亿/-41.81%，归母净利润-10.34 亿（上年同期为-2.11 亿），扣非归母净利润-14.37 亿（上年同期为-2.98 亿）。公司珠宝业务市场地位领先，销售网络持续扩张，同时食品百货工艺等消费板块协同增长。维持“增持”评级。

□消费业务承压，物业开发受地产下行影响。公司发布 2024 年年报，2024 年公司营收为 469.24 亿/-19.30%；归母净利润为 1.25 亿/-93.81%；扣非归母净利润-21.09 亿（上年同期为-4.51 亿）。Q4 单季度来看，Q4 公司实现收入 108.24 亿/-41.81%，归母净利润-10.34 亿（上年同期为-2.11 亿），扣非归母净利润-14.37 亿（上年同期为-2.98 亿）。分产业来看，珠宝时尚/餐饮管理与服务/食品、百货及工艺品/医药健康/化妆品/时尚表业/其他经营管理服务/酒业/商业综合运营与物业综合服务/物业开发与销售收入分别为 299.77/11.61/10.60/4.39/2.98/6.91/3.68/0.40/28.52/100.38 亿，同比分别-18.38%/-18.28%/-31.16%/-11.67%/-34.03%/-4.24%/+32.84%/-32.77%/-1.47%/-25.96%。报告期内公司因消费需求疲软叠加金价波动冲击黄金饰品销售影响产业运营业务毛利，物业开发业务受地产行业下行影响，叠加计提资产减值准备拖累利润表现。

□金价影响下珠宝时尚业务收入下滑，产品结构优化带动毛利率提升。全年珠宝时尚业务收入 299.77 亿元/-18.38%。截至 2024 年末，老庙+亚一双品牌网点规模 4615 家，其中直营/加盟网点分别为 253 家/4362 家，较 2023 年末合计净减少 379 家。珠宝时尚业务毛利率同比提升 0.57pct 至 8.25%，主要受益于计件类产品销售占比提升及供应链降本增效。

□毛利率小幅下降，期间费用率有所上升。24 全年公司毛利率为 13.60%/-0.52pct，公司期间费用率 15.96%/+2.42pct，其中，销售费用率 5.90%/+0.61pct，管理费用率 5.85%/+0.35pct，财务费用率 4.11%/+1.50pct，研发费用率 0.10%/-0.04pct。

□投资建议。公司珠宝业务市场地位领先积极调整应对，消费板块协同增长。考虑金价急涨对珠宝业务销量的影响及物业开发业务持续受地产行业趋势影响，我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 15.1/19.6/21.0 亿元，维持“增持”评级。

□风险提示：金价波动、开店不及预期等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	58147	46924	48801	51730	54316
同比增长	16%	-19%	4%	6%	5%
营业利润(百万元)	2337	368	1669	2297	2568
同比增长	-61%	-84%	354%	38%	12%
归母净利润(百万元)	2024	125	1509	1956	2100
同比增长	-47%	-94%	1104%	30%	7%
每股收益(元)	0.52	0.03	0.39	0.50	0.54
PE	11.1	179.4	14.9	11.5	10.7
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

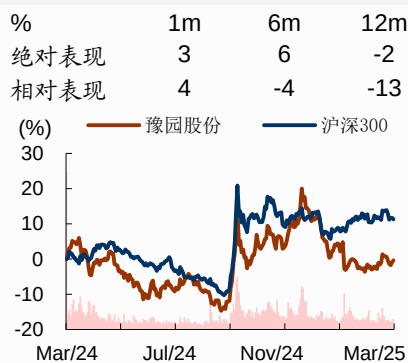
消费品/商业

当前股价：5.77 元

基础数据

总股本（百万股）	3894
已上市流通股（百万股）	3890
总市值（十亿元）	22.5
流通市值（十亿元）	22.4
每股净资产（MRQ）	9.1
ROE（TTM）	0.4
资产负债率	67.8%
主要股东	上海复地投资管理有限公司
主要股东持股比例	26.28%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《豫园股份（600655）—珠宝主业稳健，消费产业协同成长》
2024-03-28

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

✉ lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	74273	70720	64655	68402	73267
现金	9171	10690	3255	3563	5344
交易性投资	1841	3164	3164	3164	3164
应收票据	6	1	1	1	1
应收款项	1984	2658	2744	2908	3054
其它应收款	1468	1409	1465	1553	1631
存货	43087	36956	37577	39778	41767
其他	16716	15841	16449	17434	18306
非流动资产	49772	49972	49651	49368	49118
长期股权投资	14836	15568	15568	15568	15568
固定资产	3992	3047	3024	3004	2985
无形资产商誉	3047	2387	2148	1933	1740
其他	27897	28970	28910	28863	28825
资产总计	124045	120692	114306	117770	122386
流动负债	59484	58064	50207	52065	55056
短期借款	10131	8699	9664	10073	11755
应付账款	10136	9440	9601	10163	10671
预收账款	7635	5002	5087	5385	5654
其他	31582	34923	25855	26444	26976
长期负债	24901	23787	23787	23787	23787
长期借款	18938	16141	16141	16141	16141
其他	5963	7646	7646	7646	7646
负债合计	84385	81851	73994	75852	78844
股本	3896	3894	3894	3894	3894
资本公积金	8532	8466	8466	8466	8466
留存收益	23899	23184	24576	26080	27593
少数股东权益	3333	3295	3374	3477	3588
归属于母公司所有者权益	36327	35545	36937	38440	39954
负债及权益合计	124045	120692	114306	117770	122386

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4747	4253	1312	504	893
净利润	1818	(429)	1588	2059	2211
折旧摊销	733	641	621	583	550
财务费用	1566	1938	1755	1547	1602
投资收益	(2980)	(1968)	(1695)	(1695)	(1695)
营运资金变动	3863	4335	(957)	(1992)	(1776)
其它	(253)	(264)	1	2	1
投资活动现金流	2656	388	1395	1395	1395
资本支出	(682)	(1232)	(300)	(300)	(300)
其他投资	3338	1620	1695	1695	1695
筹资活动现金流	(9124)	(3822)	(10142)	(1591)	(506)
借款变动	(7334)	(2901)	(8271)	409	1682
普通股增加	(4)	(2)	0	0	0
资本公积增加	166	(65)	0	0	0
股利分配	(1365)	(740)	(117)	(453)	(587)
其他	(588)	(114)	(1755)	(1547)	(1602)
现金净增加额	(1720)	819	(7435)	308	1781

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	58147	46924	48801	51730	54316
营业成本	49941	40545	41234	43650	45833
营业税金及附加	710	638	664	704	739
营业费用	3074	2768	2586	2586	2607
管理费用	3202	2747	2538	2586	2607
研发费用	83	49	51	54	57
财务费用	1515	1927	1755	1547	1602
资产减值损失	(439)	(940)	0	0	0
公允价值变动收益	37	894	0	0	0
其他收益	136	195	195	195	195
投资收益	2980	1968	1500	1500	1500
营业利润	2337	368	1669	2297	2568
营业外收入	59	50	50	50	50
营业外支出	81	101	101	101	101
利润总额	2314	316	1617	2245	2516
所得税	496	745	29	186	305
少数股东损益	(206)	(554)	79	103	111
归属于母公司净利润	2024	125	1509	1956	2100

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	-19%	4%	6%	5%
营业利润	-61%	-84%	354%	38%	12%
归母净利润	-47%	-94%	1104%	30%	7%
获利能力					
毛利率	14.1%	13.6%	15.5%	15.6%	15.6%
净利率	3.5%	0.3%	3.1%	3.8%	3.9%
ROE	5.6%	0.3%	4.2%	5.2%	5.4%
ROIC	8.3%	4.4%	3.7%	4.3%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	67.8%	64.7%	64.4%	64.4%
净负债比率	30.7%	28.2%	22.6%	22.3%	22.8%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	29.3	20.2	18.1	18.3	18.2
应付账款周转率	5.4	4.1	4.3	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	0.52	0.03	0.39	0.50	0.54
每股经营净现金	1.22	1.09	0.34	0.13	0.23
每股净资产	9.33	9.13	9.48	9.87	10.26
每股股利	0.19	0.03	0.12	0.15	0.16
估值比率					
PE	11.1	179.4	14.9	11.5	10.7
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	23.5	37.9	25.0	22.8	21.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。