

海派文化的集大成者

增持首次评级

目标价格：18元

投资要点：

- 📖 **受益黄金价格上涨和大部分网点集中在华东、世博效应带来客流量激增，2010年黄金珠宝的单店收入大幅度回升。我们判断二三线城市网点下沉，黄金业务平稳增长足以弥补后世博旅游服务及百货负增长**
- 📖 **餐饮业，高毛利率、极易复制，未来5年或大规模外延式扩张**

报告摘要：

- **黄金业务2010年或现经营拐点。**从2010年半年报分析，零售业务的单店收入全年回升到2008年的水平。单店收入大幅度回升因为世博游客激增和对公司品牌的宣传。公司通过降低毛利率换取市场份额，预计未来有可能继续维持现有较高单店收入水平。同时，积极向华东以外进行外延式扩张布点，拥有“老庙”“亚一”两中华老字号品牌及较高性价比或将受益于二三线城市消费升级。同时公司销售黄金首饰及持有招金股权，将直接受益黄金价格上涨。
- **餐饮业或是未来发展最快的业务。**餐饮业利润贡献处于第二大板块。毛利率高、极易复制，是未来餐饮板块利润增长的主要潜在来源。历史看公司在外延式扩张上相对保守，但2010年世博会无疑对公司餐饮业带来极大利好，2010年上半年收入同比增加50%。公司计划未来5年增开60-90家南翔小笼，相对于现在近20家规模翻3-5倍，成长空间巨大。
- **世博效应，豫园商圈重振雄风。**世博会带来了豫园客流量比往年大幅度增加。2010年上半年财务显示，旅游服务及百货的收入同比增加22%，毛利率略有上升，维持在59.37%较高水平。世博会后游客骤减，2011年该业务板块出现负增长的可能性较大。
- **盈利预测。**基于对黄金业务、餐饮业务未来乐观判断、及与豫园商圈紧密相关的旅游服务世博后效应是否延续的谨慎估计，及医药、房地产和投资收益中性判断，预计2010及2011年EPS0.52元及0.53元。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7855.58	8256.20	12923.82	14016.83	16064.99
增长率	39.38%	5.10%	56.53%	8.46%	14.61%
母公司净利润	328.55	481.47	747.83	759.90	881.46
增长率	-56.78%	46.54%	55.32%	1.61%	16.00%
每股收益	0.229	0.335	0.520	0.529	0.613
市盈率(P/E)	66.01	45.05	29.35	28.88	24.90

分析师

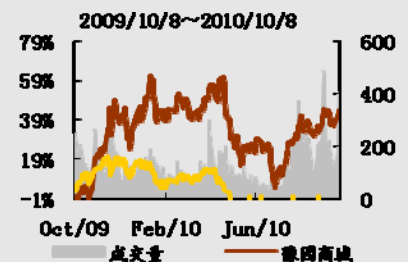
陈旭

SAC执业证书编号:S0080107070890

电话：010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、公司概况	4
二、分业务板块介绍	4
(一) 黄金珠宝首饰连锁——2010 年或现经营拐点	4
历史悠久、品牌知名度高	5
老庙和亚一采取差异化产品定位，同时推出高端产品	5
加大华东以外的渗透，公司或受益于二三线城市的消费升级	7
(二) 餐饮——或是未来发展最快的业务板块	7
小笼和酒楼定位高端，外延式扩张或现拐点	7
(三) 旅游服务及百货——世博商机，豫园商圈重振雄风	9
2007 年改造重饰，百年豫园焕发第二春	9
2010 年世博效应，豫园商圈重振雄风	9
(四) 中医药生产及销售	10
(五) 房地产、外贸	10
(六) 投资收益	10
三、风险提示	11
四、案例分析：鼎泰丰	11
五、盈利预测	12

插图

图 1: 分业务板块的收入构成 (2010H1)	4
图 2: 分业务板块的利润构成 (2010H1)	4
图 3: 批发业务增加使得黄金饰品毛利率过去持续走低	5
图 4: 老庙黄金网络分布	7
图 5: 亚一金店网络分布	7
图 6: 2010 年上海世博会对餐饮影响巨大, 上半年收入同比提升 50%	8
图 7: 07 年改造旅游服务及百货板块营业收入同比大幅提高	9
图 8: 07 年改造, 旅游服务及百货板块营业利润率大幅度提高	9

表格

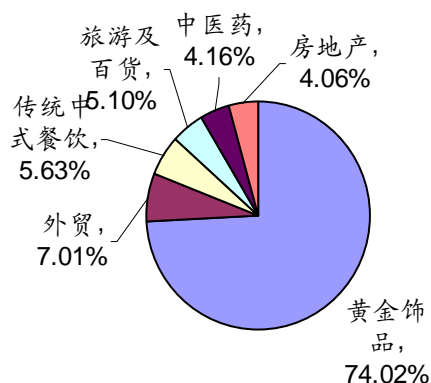
表 1: 老庙和亚一的销售网点数目	5
表 2: 差异化品牌定位	6
表 3: 老庙、亚一与全国其他主要黄金珠宝首饰连锁店比较	6
表 4: 鼎泰丰全球网点主要集中在东南亚地区	11

一、公司概况

豫园商城是一家有着 150 多年历史、富含深厚传统海派文化底蕴的上市公司，源于清朝同治年间的老城隍庙市场。公司于 1992 年上市，也是最早的 A 股上市公司之一，目前已经发展成为专注于中华传统文化消费，以黄金饰品销售、传统中式餐饮、旅游及百货为主，同时涉足房地产开发、中医药生产销售、外贸，总共 6 个业务板块的上市公司。

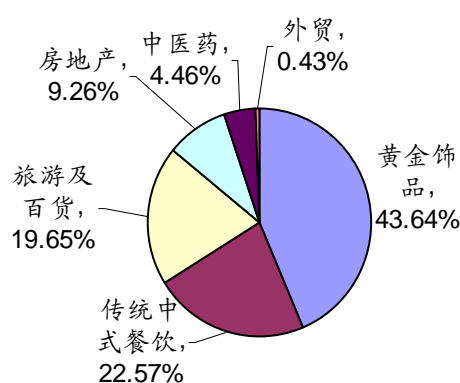
2002 年民营资本复星集团入主豫园商城成为第一大股东，目前持有 17.26% 股权。民营资本入主后，公司主营业务更加突出黄金珠宝连锁、餐饮等重点，形成了以豫园商圈为“根”同时将海派文化向全国甚至海外扩张的格局。同时在管理机制上也更加灵活，积极参与资本运作，先后参股德邦证券（2010 年已售出）、香港招金矿业等，未来不排除进行股权激励的可能性。

图 1：分业务板块的收入构成（2010H1）



资料来源：宏源证券，公司公告

图 2：分业务板块的利润构成（2010H1）



资料来源：宏源证券，公司公告

二、分业务板块介绍

（一）黄金珠宝首饰连锁——2010 年或现经营拐点

黄金珠宝首饰连锁业务是公司市场占有率最高、收入及利润贡献最大的核心业务。2009 年及 2010 年 1-6 月份，黄金珠宝相关业务的销售收入贡献占比分别为 75.28% 及 74.02%，利润贡献占比分别为 48.31% 和 43.64%。

公司的黄金业务包括零售和批发两种模式。其中，零售业务的经营方式采用从交易所购买黄金，采购主要集中于每年交易所 4-5 次订货会，然后委托深圳一带的加工商进行加工，最后由直营店出售。零售业务附加值主要为公司的牌誉，毛利率较为稳定，约为 20-25%。批发业务是加盟店和经销网点的主要经营模式，通过公司将成品提供给加盟店进行销售，其毛利率较低，约维持在 5% 的水平。

在财务报表上，直营店的收入表现为零售收入，加盟店和专柜、特约经销商都主要表

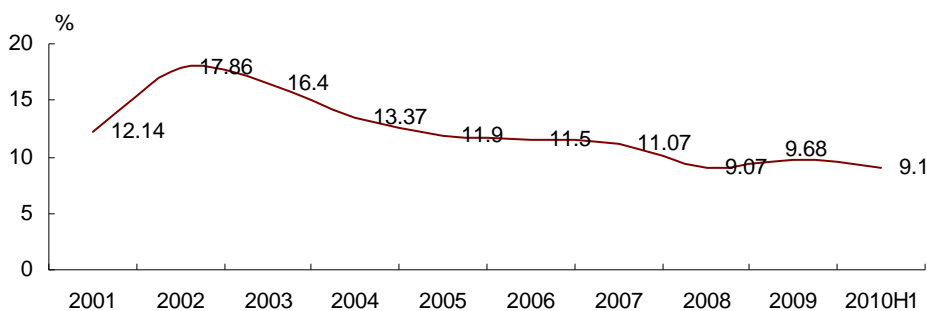
现为批发收入。还有一部分来自于黄金交易所的销售收入，由于基本平进平出，营业利润率非常低仅 0.23%（2009 年年报数据），记入批发收入。由于公司过去三年批发业务占比增加，同时珠宝首饰行业整体毛利率下降，因此公司黄金饰品板块的毛利率持续走低。

表 1: 老庙和亚一的销售网点数目

	直营店	特许加盟店	经销商
2007 年	52	261	700+
2008 年	56	324	550+
2009 年	82	491	474

资料来源：宏源证券、公司公告

图 3: 批发业务增加使得黄金饰品毛利率过去持续走低



资料来源：宏源证券、公司公告

2010 年是黄金珠宝业务收入大幅度回升的一年。从 2010 年半年报分析，零售业务的单店收入全年回升到 2008 年水平，预计全年在 3000 万元左右。单店收入的大幅度回升主要因为公司近一半经营网点在华东地区，近 15% 网点在上海，受益于世博游客的激增及对公司品牌的宣传。2010 年是豫园商城黄金业务回升的一年，公司通过降低毛利率扩大市场份额，同时随着品牌知名度的大幅度提升，我们认为单店收入有望维持。

历史悠久、品牌知名度高

公司拥有举足轻重的“老庙黄金”和“亚一金店”两个连锁品牌。其中老庙黄金和亚一金店在中国黄金珠宝行业内销售收入分别排名第二、第三位。老庙黄金银楼最初起源于光绪 22 年的费文元银楼，历史悠远，品牌知名高，享有“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“中华老字号”等殊荣。

在 2007 年底的中国黄金协会评选出的首批企业信用等级中，老庙黄金和亚一金店成为 7 家 AAA 级黄金零售企业中的两家，同年老庙黄金和亚一金店又成为中国黄金协会评选出的 13 个“中国黄金首饰驰名品牌”中的两个品牌，这些充分体现了公司在黄金零售业中的龙头地位。



老庙和亚一采取差异化产品定位，同时推出高端产品

老庙和亚一采取差异化的品牌定位。老庙黄金主要定位于中高档金饰及玉器产品，其“唯有金”系列将纯金饰品的定价方式由按克定价改为按件定价，实行了料费工费合二为一的“按件卖”。在每件产品的吊牌上，都标明了售价与克重，售价中包含了料费与工费。这工费比常规纯金饰品高出许多，体现了“唯有金”的高附加值，不再重料轻工，开始突出产品的设计与工艺价值了。老庙黄金凭借其百年老店对中国文化认识和把握在 2005 年

推出了“九天名玉”高档翡翠玉石子品牌。亚一金店以经营钻饰和黄金饰品为主，主要定位追求时尚及生活品质的年轻群体。

在产品结构上,公司未来将针对城市居民金饰品消费趋向的变化,计划逐步增加铂金、钻石等高档饰品的销售比重,提高销售毛利。

表 2: 差异化品牌定位

品牌	定位
 <p>老庙黄金</p>	<ul style="list-style-type: none"> 上海老庙黄金有限公司源于 1896 年（清光绪 22 年）开业的“费文元”银楼，至今已有百余年历史。1982 年创建“上海老城隍庙工艺品商店”，系国务院批准国内恢复销售黄金饰品后上海开设的第一家黄金饰品零售店。1998 年改制为上海老庙黄金有限公司，业务涵盖金银珠宝的设计、生产、加工、批发、销售。拥有黄金厂、钻石公司、铂金公司、国际贸易发展有限公司、贵金属提炼公司、珠宝科研检测中心等 品牌定位：高端 系列产品：九天名玉、L&M、唯有金系列、加油好男儿、日月星系列
 <p>亚一金店</p>	<ul style="list-style-type: none"> 上海亚一金店有限公司以经营钻饰为主，同时还经营黄金及玉器 品牌定位：“青春时尚、积极向上”，目标消费群系追求时尚及生活品质的年轻群体 系列产品：祈福金条、德玉工坊

资料来源：公司网站、宏源证券

表 3: 老庙、亚一与全国其他主要黄金珠宝首饰连锁店比较

名称	销售店铺数目	渠道模式	主要产品	产品定位	品牌美誉	09 年销售收入 (亿元)
周大福	802 个	零售（直营、加盟、经销）	黄金饰品	高档为主、单品定价	中国驰名商标	约 90
老庙黄金	约 1200 个（其中 500 个加盟店）	零售（直营、加盟、经销）	黄金饰品	中高档	中华老字号、中国名牌、中国驰名商标	62.1
亚一金店		零售（直营、加盟、经销）	金饰、钻饰	中低档	中国驰名商标	
老凤祥	293 个（其中 239 个加盟店）	零售（直营、加盟、经销）	黄金饰品	中、低档	中华老字号、中国名牌、中国驰名商标	97.5
潮宏基	279 个（其中 77 个加盟店）	零售（直营、加盟、经销）	K 金珠宝饰品	中低档	中国名牌	5.7
谢瑞麟	125 个	零售（直营、加盟、经销）	铂金珠宝饰品	高档	香港十大名牌珠宝品牌	19.6
周生生	120 个	零售（直营、加盟、经销）	黄金、铂金、K 金饰品	中高档及中档	香港十大名牌珠宝品牌	59.2

资料来源：公司公告、宏源证券

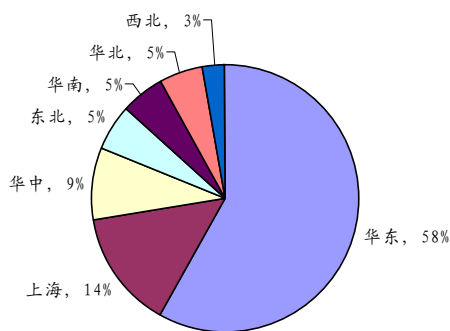
注：1、销售网络包括直营店/柜、加盟店/柜、经销商；2、周生生收入为剔除黄金交易及其他的珠宝销售收入，3、周生生、谢瑞麟以港币结算

加大华东以外的渗透，公司或受益于二三线城市的消费升级

2010年老庙和亚一在全国的销售网络合计将达1200家左右，其中加盟店约600家。网络已形成以华东为主，覆盖浙江、江苏、安徽、山东、江西。目前公司已经完成在沿海地区的布局，未来将进一步扩大在内地和西南地区的影响，计划每年新增20%网点进行扩张。

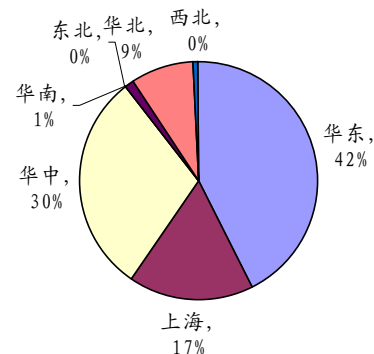
在区域经销管理方面，公司将大力推进区域代理商的建设，建立了以区域代理商为枢纽的商品物流体系，以提高流通环节的中转效率。

图 4：老庙黄金网络分布



资料来源：宏源证券，公司网站

图 5：亚一金店网络分布



资料来源：宏源证券，公司网站

我们认为，公司或将受益于未来二三线城市消费升级，居民对黄金珠宝首饰的需求增加。一、在信誉和品质方面，豫园黄金首饰作为百年老店及中华老字号品牌，本身在华东地区已经拥有较高品牌美誉度及广大客户群体，无论在品质、信誉还是款式上都优于普通金铺。二、在价格方面，作为定位中档大众消费的品牌，老庙和亚一大部分产品采用国际金价加手工费计价，价格要比定位高端按件计价的周大福、谢瑞麟实惠。三、消费习惯上，黄金可保值增值、便于流通、在颜色上比铂金和 K 金鲜艳，因此公司擅长于黄金饰品有利于公司在销售网络下沉中获得成功。当然，近期世博会的召开，豫园商场凭借其得天独厚的地理位置，一方面扩大品牌在国人及海外的知名度和影响力，另一方面也带动其销售收入的增加。

在盈利预测方面，考虑到二三线城市的消费能力增长及公司未来将继续保持开店数目20%以上的增长，我们预计公司未来5年收入维持20%增长。

(二) 餐饮——或是未来发展最快的业务板块

餐饮业为公司第二大稳定的利润来源，也是毛利率最高的业务板块，2010年1-6月销售毛利61.83%，利润贡献22.57%。作为全国餐饮百强企业，公司旗下拥有众多著名的餐饮品牌，包括“南翔馒头店”、“上海老饭店”、“绿波廊酒楼”、“和丰美食楼”。

小笼和酒楼定位高端，外延式扩张或现拐点

南翔馒头店源于光绪二十六年（公元1900年）点心店长兴楼，后改为南翔馒头店。现“南翔”主要定位高端小笼，国内上海有3家直营店，同时国外15家主要集中在东南

亚地区，包括日本、韩国、印度尼西亚、新加坡、马来西亚、香港。同时，公司还经营有定位中低端的小笼品牌“老城皇庙餐饮”。目前公司的海外扩张模式主要是技术人员输出，专注品牌价值和知名度的扩展和提升。因此现在基本没有盈利，以后将尝试自己开店。

上海老饭店始创于 1875 年，以经营本帮菜肴为主，凭借其特色上海菜和浓郁的上海风情，先后接待了众多来自海内外的宾客，其中有马耳他总统文森特塔博恩、参加 APEC 会议的印尼总统梅加瓦蒂等。

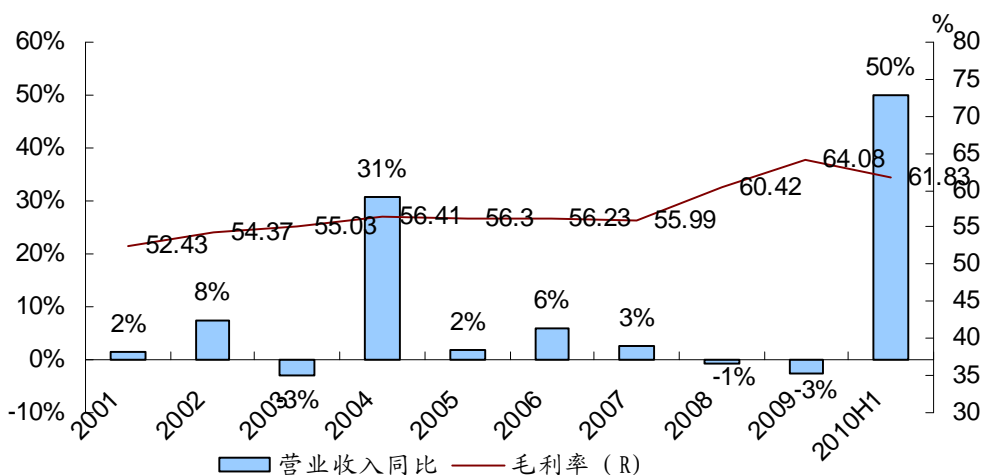
绿波廊酒楼创业于 1979 年，属国家特级酒家。以国宴、船点著称。接待世界政要、国宾名流包括英国女王伊丽莎白二世、美国前总统克林顿、古巴共和国主席卡斯特罗等国家元首。

上海老饭店和绿波廊除上海店以外，在北京和日本均有分店。绿波廊北京有两家分别是亮马桥和京瑞大厦店。上海老饭店在北京有三里河店。未来 5 年公司计划增开 10 家。

餐饮业的利润贡献处于第二大板块，毛利率高，极易复制的特点，是未来公司利润增长的潜在主要来源。考虑到餐饮业的翻座率有限，业绩增长很大程度依赖外延式扩张，因此必须取决于公司异地开店速度。我们从餐饮业务板块的利润 08 年和 09 年增速速度分析，分别是个位数的增长 7% 和 3%，因此，历史看公司在外延式扩张上相比较主要竞争对手之一的台湾鼎泰丰（附件对鼎泰丰有进行专门分析）而言相对于保守。但 2010 年的世博会无疑对公司餐饮业带来极大利好，2010 年上半年收入同比增加 50%。公司计划未来 5 年将增开 60-90 家，相对于现在近 20 家规模番 3-5 倍，成长空间巨大！

在盈利预测方面，我们假设 2011 年和 2012 年南翔小笼分别增开 8 家店，同时考虑到新开店首年开张需要时间去培养人气，因此单店的销售收入会下降。我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年的销售收入增速分别为 50%、-10% 和 15%。

图 6：2010 年上海世博会对餐饮影响巨大，上半年收入同比提升 50%



资料来源：宏源证券，公司公告

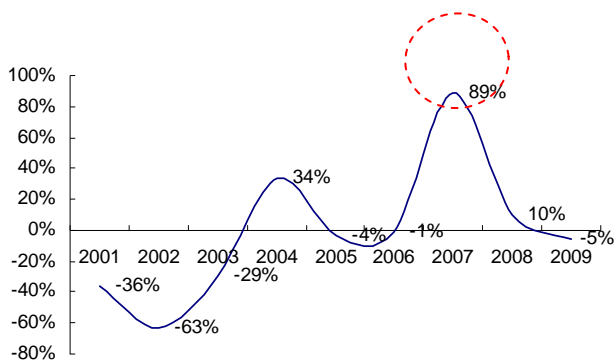
(三) 旅游服务及百货——世博商机，豫园商圈重振雄风

该业务板块主要在上海豫园商圈内经营，因此与豫园商圈息息相关，包括，(1) 食品，主打传统品牌“五香豆”、“梨膏糖”等各类休闲食品；(2) 百货，豫园百货天浴楼、豫园百货妇女儿童用品主题店、时尚街，及园内各中华老字号汇总。(3) 工艺品，华宝楼，主要经营古玩和特色的工艺品。

2007 年改造重饰，百年豫园焕发第二春

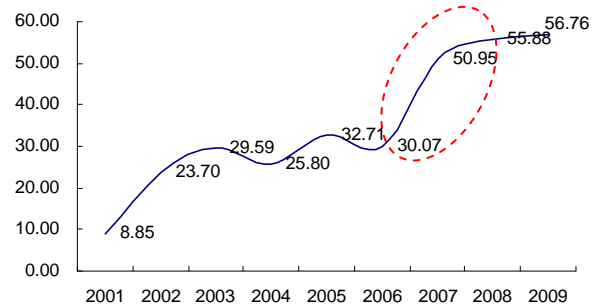
经过 2006-2007 年为期一年多维修，整个园内风貌焕然一新。改造后的豫园，人流量大幅度提升直接带来 2007 年销售收入增加 89%，同时新豫园在产品结构上进行了调整，营业利润率大幅度提升到 50.95%。

图 7: 07 年改造旅游服务及百货板块营业收入同比大幅提高



资料来源：宏源证券，公司公告

图 8: 07 年改造，旅游服务及百货板块营业利润率大幅度提高



资料来源：宏源证券，公司公告

2010 年世博效应，豫园商圈重振雄风

豫园是离世博园区最近的旅游游览地。豫园在世博园区内免费发放豫园商圈地图，吸引游客观光游览。豫园五香豆作为上海特色小食，将以手信的形式成为世博观光游客回家馈赠友人的礼品，从而将豫园品牌流传到全国各地，甚至遍布全球。

世博会带来了豫园客流量比往年有所增加。据统计豫园的客流量会随世博前一天的客流量有所变化，表明了许多游客在游玩完世博园后会选择区豫园继续游览。据估计世博期间去沪旅游的游客将达 7000 万人次，而平时豫园的游客年均 3500 万人。

从报表上我们看到，2010 年上半年旅游服务及百货的收入同比增加 22%，毛利率略有上升，维持在 59.37% 较高水平。我们对 2010 年旅游服务及百货业务持较为乐观的态度。但由于豫园商圈的游客多以外地游客为主，回头客有限，即使 2010 年世博会犹如名片提高了上海在全世界游客中的知名度，后世博效应还会持续吸引中外游客到上海旅游，但 2010 年的客流量我们判断很可能是一个顶峰，因此，我们在盈利预测上给予百货业收入 2010 年和 2011 年分别增长 20% 和 -5%，食品收入 2010 年和 2011 年分别增长 45% 和 -20%，工艺品收入 2010 年和 2011 年分别增长 30% 和 -10%。预计整个旅游服务及百货板块收入 2010 年和 2011 年分别增长 25% 和 -9%。

（四）中医药生产及销售

医药业务方面，公司拥有的“童涵春堂”品牌从清朝乾隆年间创立至今，已有 400 多年历史，“童涵春堂”注册商标是上海市著名商标，在我国江南地区乃至全国都具有广泛的知名度和市场认可度。童涵春，主要经营中成药六味地黄丸、辛岑冲剂、良园枇杷膏、补品等，因此毛利率处于较高的业务水平。同时，童涵春堂已经上海各区的 40 余家连锁药店和 9 家医药定点药房。该板块，业务利润贡献较小，盈利预测按照历史平均水平进行估计。

（五）房地产、外贸

公司房地产业务发展较为谨慎，在利润贡献占比较小。公司开发的房地产项目主要分为商业房产和住宅房产两大类，商业房产开发项目主要有“庙前广场”、“豫泰基地”，住宅房产开发项目有“豫园雅郡”、“复地东湖国际项目”等。

商业房产方面（未来发展的主要方向）：“豫泰基地”为豫园商圈内的中心地带最后一块可供整体开发的用地，规划建筑面积近 6 万平方米。豫泰基地作为黄浦区政府“一带三区”建设（即外滩沿黄浦江发展带、南京路地区、豫园地区和世博地区）中传统文化商圈豫园地区中的建设项目，公司将根据政府对本区域的具体规划情况和公司资金能力，适时推进。

住宅房产方面，公司主要依托豫园房产展开项目投资。公司开发的“沈阳一世界”项目总建筑面积 48,465 平米，截至 2007 年末酒店式公寓部分基本售完，商业裙房出租率达到 100%，至今已收回全部投资。截至目前主要是完成原有住宅项目的建设，包括豫园雅郡三期（3 万平方米，）及复地东湖国际项目（地块规划净用地面积 46.53 万平方米，建筑面积可达 106 万平方米左右，项目前景十分看好）全年将带来一次性的收入增长。

公司外贸业务占比小，毛利率较低，主要从事出口代理业务。2010 年 1-6 月，收入贡献占比 7.01%，利润贡献占比为 0.43%，毛利率仅为 0.94%。我们认为外贸进出口业务在逐步萎缩，如果外围需求好转，特别是欧美订单增加，不排除外贸业务的盈利贡献和毛利率会有所改善。

（六）投资收益

公司的投资收益对利润总额贡献非常大，2009 年占利润总额接近一半达 48%，2010 年上半年投资收益占利润总额 28%。公司大部分投资收益来源于权益法核算的长期股权投资：

- 1、 持有香港招金矿业（HK1818）26.18% 股权，是其第二大股东。公司通过股权投资向产业链的上游延伸受益于黄金价格上涨，同时也可对冲掉原材料上涨带来的风险。该股权在投资收益占比最大相对稳定，2010 年上半年贡献投资收益 1.48 亿元。

- 2、 持有德邦证券 32.73% 股权。公司已经于 2010 年 4 月以 5.5 亿元出售，截止出售日贡献 2010 年投资收益 1477 万元。
- 3、 持有上海友谊复星 48% 股权。公司于 2008 年以 7 亿元收购，友谊复星为友谊股份的控股股东，公司寄希望于百联集团以友谊股份为平台对旗下超市进行重组，如果百联集团收回这部分股份，则公司希望使用商业物业进行置换；如果不收回，这部分股权也将受益于重组的进行。
- 4、 同时，公司还持有上海银行 0.82% 股权、持有申银万国 0.07% 股权，克里斯汀 5% 股权未来也可能有较丰厚的资本回报。

三、风险提示

1、 餐饮业的翻座率有限，未来业绩的增长很大程度依赖于外延式扩张，在异地积极开店。南翔小笼目前的开店方式主要以品牌输出为主，对于直营或参股开店的速度会缓慢些，因此 5 年计划开店 60-90 家具有不确定性。

2、 即使采用移动平均法对存货计价，但是金价波动仍会带来影响公司利润的风险。同时，未来黄金价格下跌将会影响投资收益占比较大的招金矿业。

3、 豫园游客大部分以外地游客居多，世博结束后豫园游客将骤减，旅游百货板块业务 2011 年出现负增长可能性较大（我们已在盈利预测进行反映）。

四、案例分析：鼎泰丰

享誉世界的台湾小笼包专卖店，1972 年成立于台湾，几十年间，它走过了从创立品牌到蓬勃发展的辉煌历程，先后在日本、美国、香港、新加坡、中国上海、深圳等地均开有分店。1993 年鼎泰丰餐厅被美国纽约时报评选为“世界十大美食餐厅之一”，在台湾它已成为中华传统美食的代表。很多国内外游客到台湾必到鼎泰丰，只为一尝小笼包的美味。

台湾鼎泰丰餐厅主营中华传统风味小吃，品种丰富、风味纯正，元盅土鸡汤、蟹黄小笼包、红烧牛肉面、菜肉蒸饺等都是它的招牌产品，小笼包更是一枝独秀、业界无二，汁丰味美，皮薄陷多是它最大的特色。选材严谨、一丝不苟，小笼包用的肉馅一律采用新鲜猪肉，绝不可用冷冻肉。虾饺、蟹黄小笼包等皆采用活虾活蟹，以保证肉质鲜嫩。

表 4：鼎泰丰全球网点主要集中在东南亚地区

地区	家数	店名
台湾	5 家	新竹店、信义店、忠孝店、复兴店、天母店
日本	13 家	高岛屋大阪店、高岛屋日本桥店、高岛屋玉川店、高岛屋立川店、高岛屋名古屋店、高岛屋池袋店、高岛屋汐留店、高岛屋京都店、高岛屋新宿店、高岛屋熊本店、高岛屋横滨店
中国大陆及香港地区	15 家	杭州万象城店、青岛店、上海虹桥、上海新天地、上海浦东、上海豫园店、上海环球、上海波特曼店、天津店、北京渔阳

店、北京新光店、北京当代店、北京西单店、香港九龙/新港店、香港怡和店

新加坡	8 家	313 Somerset 店、RWS 店、Paragon 店、Junction 8 店、Tampines Mall 店、Wisma Atria 店、Raffles City 店、Jurong Point 店
印尼	5 家	雅加达 Plaza Indonesia 店、加达 Senayan Arcadia 店、雅加达 Pondok Indah Mall 店、雅加达 Plaza Senayan Mall 店、雅加达 Pacific Place 店
韩国	4 家	首尔明洞店、首尔江南店、首尔木洞店、城南盆唐店
美国	1 家	加州店
马来西亚	2 家	吉隆坡 Pavilion、吉隆坡 GARDENS
澳大利亚	1 家	雪梨店

资料来源：公司网站、宏源证券

五、盈利预测

单位: 万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2007H1	2008H1	2009H1	2010H1
黄金业务										
零售业务										
直营店数目	52	56	82	111	144	187	52	56	82	111
同比增长%	0%	8%	46%	35%	30%	30%				
单店收入	1,508	2,698	1,546	3,000	2,700	2,700	866	1,796	949	1,674
零售业务收入	78,406	151,061	126,737	333,000	388,800	504,900	45,026	100,584	77,841	185,764
零售业务收入占比%	25%	33%	25%	36%	37%	41%	28%	39%	29%	37%
零售业务成本	48,038	115,523	86,130	266,400	311,040	403,920	29,859	76,586	56,588	150,480
零售业务毛利率	39%	24%	32%	20%	20%	20%	34%	24%	27%	19%
批发业务										
加盟店数目	261	324	491	589	707	848	261	324	491	589
同比增长%	0%	24%	52%	20%	20%	20%				
经销商数目	700	550	474	480	480	480	700	550	474	480
合计	961	874	965	1,069	1,187	1,328	961	874	965	1,069
同比增长%	0%	-9%	10%	11%	11%	12%				
单店收入	250	350	400	550	550	550	120	180	200	300
批发业务收入	240,250	305,900	386,000	587,950	652,850	730,400	115,320	157,320	193,000	320,700
批发业务收入占比%	75%	67%	75%	64%	63%	59%	72%	61%	71%	63%
批发业务成本	228,238	290,605	366,700	558,553	620,208	693,880	109,554	149,454	183,350	304,665
批发业务毛利率%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
上海黄金交易所交易										
收入	65,267	96,615	108,798	108,798	108,798	108,798	32,842	54,528	69,372	60,552
同比增长%	0%	48%	13%	0%	0%	0%	0	66%	27%	-13%
占黄金业务收入比%	17%	17%	18%	15%	13%	11%	17%	17%	20%	11%
成本	65,136	97,246	108,546	108,296	108,296	108,296	32,776	54,528	68,621.72	60,272
毛利率	0.20%	-0.65%	0.23%	0.46%	0.46%	0.46%	0.20%	0%	1.08%	0.46%
剔除交易所收入	318,656	456,961	512,737	920,950	1,041,650	1,235,300	160,346	257,904	270,841	506,464
汇总										
网络总数	1,013	930	1,047	1,180	1,331	1,515				1,180
同比增长%	0%	-8%	13%	13%	13%	14%				
收入	383,922	553,576	621,536	1,029,748	1,150,448	1,344,098	193,188	312,432	340,213	567,016
同比增长%	35%	44%	12%	66%	12%	17%	17%	62%	9%	26.1%
成本	341,411	503,374	561,375	933,249	1,039,544	1,206,096	172,189	280,568	308,559	515,417
同比增长%	36%	47%	12%	66%	11%	16%	17%	63%	10%	24%
毛利率	11.1%	9.1%	9.7%	9.4%	9.6%	10.3%	10.9%	10.2%	9.3%	9.10%
餐饮										
餐饮收入	43,045	42,733	41,595	62,393	56,154	64,577	20,432	22,122	21,272	31,944
同比增长%	3%	-1%	-3%	50%	-10%	15%	-1%	8%	-4%	50%
餐饮成本	18,944	16,914	14,942	23,709	21,338	24,539	8,877	9,450	7,775	12,194
餐饮毛利率	56%	60%	64%	62%	62%	62%	57%	57%	63%	62%
上海老饭店	1	1	1	1	1	1				
绿波廊	1	1	3	3	3	3				
南翔小笼	0	0	15	18	25	36				
合计店数	0	0	19	22	28	34				
单店收入	0	0	2,189	2,836	2,005	1,899				
旅游服务及百货										
食品收入	7,376	8,229	8,371	12,138	9,710	10,196	3,511	4,049	4,000	5,559
同比增长%	0%	12%	2%	45%	-20%	5%	-10%	15%	-1%	39%
食品成本	4,590	4,909	5,003	7,040	5,826	6,118	2,178	2,368	2,333	3,198
食品毛利率	38%	40%	40%	42%	40%	40%	38%	42%	42%	42%
百货收入	33,891	37,831	34,264	41,116	39,060	41,013	14,915	17,312	17,435	20,552
同比增长%	170%	12%	-9%	20%	-5%	5%	127%	16%	1%	18%
百货成本	14,940	14,490	12,791	13,691	13,007	13,657	7,191	7,345	6,228	6,844
百货毛利率	56%	62%	63%	67%	67%	67%	52%	58%	64%	67%
工艺品收入	4,751	4,448	5,198	6,758	6,082	6,386	2,278	2,332	2,315	2,846
同比增长%	7%	-6%	17%	30%	-10%	5%	-12%	2%	-1%	23%
工艺品成本	3,041	2,883	2,886	4,096	3,686	3,871	1,500	1,492	1,195	1,725
工艺品毛利率	36%	35%	44%	39%	39%	39%	34%	36%	48%	39%
合计										
收入	46,018	50,508	47,833	60,012	54,853	57,595	20,705	23,693	23,750	28,958
同比增长%	0%	10%	-5%	25%	-9%	5%	#DIV/0!	14%	0%	22%
成本	22,571	22,283	20,681	24,827	22,519	23,645	10,870	11,204	9,756	11,766
毛利率	51%	56%	57%	59%	59%	59%	48%	53%	59%	59%
医药										
收入	36,514	38,401	43,037	43,037	43,037	43,037	22,076	22,814	24,213	23,607
同比增长%	-51%	5%	12%	0%	0%	0%	-53%	3%	6%	-3%
成本	28,380	30,794	35,402	35,922	35,922	35,922	18,248	18,787	20,455	19,704
毛利率	22%	20%	18%	17%	17%	17%	17%	18%	16%	17%
房地产										
收入	2,306	10,033	6,393	31,965	31,965	31,965	1,156	154	559	23,041
同比增长%	-51%	335%	-36%	400%	0%	0%	-53%	-87%	262%	4021%
成本	1,595	7,982	4,222	20,724	20,724	20,724	806	105	624	14,938
毛利率	31%	20%	34%	35%	35%	35%	30%	32%	-12%	35%
进出口										
收入	51,812	90,306	65,226	65,226	65,226	65,226	16,782	53,207	39,683	39,774
同比增长%	-51%	74%	-28%	0%	0%	0%	-31%	217%	-25%	0%
成本	51,041	89,337	64,480	64,611	64,611	64,611	16,506	52,725	39,331	39,399
毛利率	1.5%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%
合计										
主营业务收入	563,618	785,558	825,620	1,292,382	1,401,683	1,606,499	274,339	434,423	449,691	714,339
同比增长%	-51%	39%	5%	57%	8%	15%	-53%	58%	4%	59%
主营业务成本	463,943	670,683	701,101	1,103,042	1,204,658	1,375,538	227,495	372,838	386,501	613,418
同比增长%	0%	45%	5%	57%	9%	14%	-53%	64%	4%	59%
毛利率	17.7%	14.6%	15.1%	14.7%	14.1%	14.4%	17.1%	14.2%	14.1%	14.1%
投资收益										
成本法		1,101	720.85						368	11
权益法		11,133	23,927						16,409	12,644
招金矿业	5,740	7,548	19,358	28,881	31,770	34,947				14,441
德邦证券	16,494	3,305	5,810	1,478						1,478
上海友谊复星	317	1,087	100	1,676	1,844	2,028				838

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
利润表					收益率				
营业收入	8256.20	12923.82	14016.83	16064.99	收益率	0	0	0	0
减: 营业成本	7011.01	11030.42	12046.58	13755.38	毛利率	15.08%	14.65%	14.06%	14.38%
营业税金及附加	123.04	192.60	208.89	239.41	三费/销售收入	9.74%	8.69%	8.51%	8.44%
营业费用	267.48	418.71	454.12	520.47	EBIT/销售收入	8.63%	8.03%	7.35%	7.43%
管理费用	379.95	594.76	645.06	739.32	EBITDA/销售收入	9.85%	9.69%	8.86%	8.70%
财务费用	156.64	109.87	93.42	96.45	销售净利率	6.15%	6.16%	5.77%	5.84%
资产减值损失	11.08	0.00	0.00	0.00	资产获利率	0	0	0	0
加: 投资收益	271.91	323.01	342.39	362.94	ROE	12.08%	15.98%	14.12%	14.22%
公允价值变动损益	-27.07	0.00	0.00	0.00	ROA	8.26%	11.94%	10.39%	10.62%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.45%	19.92%	14.80%	15.25%
营业利润	551.82	900.48	911.15	1076.90	增长率	0	0	0	0
加: 其他非经营损益	20.29	53.63	53.63	53.63	销售收入增长率	5.10%	56.53%	8.46%	14.61%
利润总额	572.11	954.10	964.78	1130.53	EBIT 增长率	15.86%	45.65%	-0.77%	15.99%
减: 所得税	64.28	157.77	155.60	191.90	EBITDA 增长率	10.90%	53.97%	-0.78%	12.58%
净利润	507.84	796.33	809.19	938.63	净利润增长率	38.38%	56.81%	1.61%	16.00%
减: 少数股东损益	26.37	48.51	49.29	57.17	总资产增长率	16.77%	0.81%	13.97%	13.47%
归属母公司股东净利润	481.47	747.83	759.90	881.46	股东权益增长率	26.05%	17.38%	15.04%	15.17%
					经营营运资本增长率	-2.33%	-17.63%	51.93%	-5.70%
资产负债表					资本结构				
货币资金	1529.07	1492.07	2078.59	2905.48	资产负债率	52.20%	44.06%	43.31%	42.27%
应收和预付款项	909.93	877.17	1067.73	1157.25	投资资本/总资产	47.67%	63.53%	62.61%	55.77%
存货	1824.02	1852.78	2162.74	2422.38	带息债务/总负债	22.79%	39.95%	47.30%	42.71%
其他流动资产	0.36	2.50	0.00	0.00	流动比率	1.43	1.84	2.35	2.38
长期股权投资	3111.12	3434.13	3776.52	4139.46	速动比率	0.82	1.03	1.39	1.49
投资性房地产	187.56	162.24	136.93	111.61	股利支付率	0.00%	7.36%	7.36%	7.36%
固定资产和在建工程	1033.90	855.30	676.70	498.10	收益留存率	100.00%	92.64%	92.64%	92.64%
无形资产和开发支出	4.95	1.56	0.00	0.00	资产管理效率	0	0	0	0
其他非流动资产	22.61	15.79	8.96	8.96	总资产周转率	0.96	1.49	1.41	1.43
资产总计	8623.52	8693.55	9908.18	11243.24	固定资产周转率	8.08	15.11	20.71	32.25
短期借款	1026.00	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1499.84	1769.24	1730.63	2191.95	应收账款周转率	63.40	100.77	92.16	94.94
长期借款	1530.00	1530.00	2030.00	2030.00	存货周转率	3.84	5.95	5.57	5.68
其他负债	445.40	530.74	530.74	530.74					
负债合计	4501.23	3829.98	4291.37	4752.69	业绩和估值指标				
股本	798.51	798.51	798.51	798.51	EBIT	712.41	1037.63	1029.63	1194.23
资本公积	1212.79	1212.79	1212.79	1212.79	EBITDA	812.98	1251.76	1241.93	1398.15
留存收益	1975.40	2668.17	3372.13	4188.70	NOPLAT	624.91	818.75	817.60	946.18
归属母公司股东权益	3986.70	4679.47	5383.43	6200.00	净利润	481.47	747.83	759.90	881.46
少数股东权益	135.59	184.09	233.38	290.55	EPS	0.335	0.520	0.529	0.613
股东权益合计	4122.29	4863.57	5616.81	6490.55	BPS	2.774	3.256	3.745	4.314
负债和股东权益合计	8623.52	8693.55	9908.18	11243.24	PE	45.59	29.35	28.88	24.90
					PEG	2.04	3.22	2.32	2.26
现金流量表					EV/EBITDA	15.15	10.41	10.48	8.77
经营性现金净流量	599.16	1004.15	164.59	915.25	EV/NOPLAT	19.71	15.92	15.92	12.96
投资性现金净流量	-156.10	123.42	42.72	40.22	EV/IC	3.00	2.36	2.10	1.96
筹资性现金净流量	-427.01	-1164.57	379.21	-128.59	ROIC-WACC	7%	10%	5%	6%
现金流量净额	16.53	-37.00	586.53	826.89					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

分析师，**陈旭**：宏源证券研究所商贸零售行业研究员，2010年加盟宏源证券研究所，曾服务于中国国际金融有限公司、华泰联合证券股份有限公司。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。