

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 消费产业驱动, 开启新一轮成长

### 报告摘要:

公司重组后三大业务持续发力, 股权激励释放员工与业务潜力, 打造一流家庭消费产业集团。2019年, 公司产业运营、物业开发与销售、商业经营管理与物业租赁服务三大业务营收分别为 204.57/192.19/15.58 亿元, 分别同比增长 22.7%/ 30.3%/ 19.8%。公司于 2018、2019 年持续推出股权激励计划, 有效提高员工积极性, 助力公司长期发展。

我国人均珠宝消费量较低, 有增长潜力。2019 年我国珠宝市场规模为 7503 亿, 目前我国人均珠宝消费量对比发达国家仍处在较低水平。2017-2019 年人均珠宝消费量增速均为 7% 左右, 仍有较大的增长空间。

**产业运营第一环: 珠宝时尚业务实现完美转型, 开启高增长。**2019 年新增珠宝门店 669 家至 2759 家, 收入同比增长 22.66%。老庙产品升级后成功打造爆款古韵金、设计师合作等系列, 推动收入与毛利率提升。同年珠宝时尚同业市占率经测算约为 2.73%, 居行业前端。

**产业运营第二环: 消费产业积极推动外延式扩张。**公司收购 IGI 与 DJULA 延展珠宝产业链, 投资爱宠医生和希尔思进军宠物行业, 收购海鸥和上海手表实现国表布局, 收购食用菌企业如意情, 丰富食品产业链布局。

**复合功能地产: 商业管理、物业租赁服务与物业开发双轮驱动, 产城融合打造城市产业地标。**豫园商城内核升级, 公司进一步打造“豫园商城”商业旅游文化品牌名片。公司通过重组获得优质地产资源, 土储丰富, 可带来稳定利润和现金流。同时以“产业+地产”双向赋能, 通过复地、星泓、云尚三大产城发展平台打造城市产业地标项目, 同时助力豫园消费产业在全国进行扩张。

**盈利预测及估值:** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.92 元、1.04 元、1.15 元。对应 PE 分别为 8.5X、7.5X、6.8X。公司历年持续分红, 2019 年分红率提升至 35%, 现有股价对应股息率约 3.58%, 低利率环境下吸引力明显, 上调目标价, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情影响超预期, 渠道拓展不及预期, 需求不及预期。

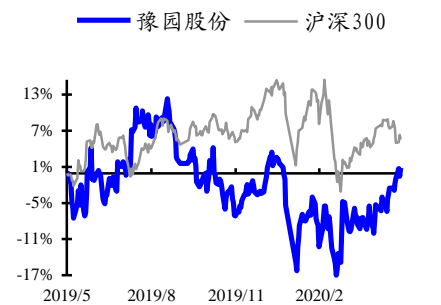
财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,931	42,912	48,575	53,993	59,670
(+/-)%	7.69%	26.47%	13.20%	11.15%	10.51%
归属母公司净利润	3,033	3,208	3,580	4,028	4,461
(+/-)%	5.09%	5.79%	11.59%	12.50%	10.76%
每股收益 (元)	0.78	0.83	0.92	1.04	1.15
市盈率	9.48	9.49	8.48	7.54	6.81
市净率	1.00	0.97	0.87	0.78	0.70
净资产收益率 (%)	10.56%	10.22%	10.24%	10.33%	10.27%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	3,881	3,884	3,884	3,884	3,884

### 股票数据

2020/5/27

6 个月目标价 (元)	11.6
收盘价 (元)	8.09
12 个月股价区间 (元)	6.36~9.16
总市值 (百万元)	31,420
总股本 (百万股)	3,884
A 股 (百万股)	3,884
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	9

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	10%	0%
相对收益	10%	16%	-6%

### 相关报告

《豫园股份 (600655): 珠宝业务逆势增长, 扣非净利润表现靓丽》 --20200427

《豫园股份 (600655): 业绩稳步提升, 多业务全面开花》 --20200404

### 证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001  
021-20363260 Tangkai@nesc.com

### 研究助理: 刘青松

执业证书编号: S0550119010017  
010-63210892 liuqs@nesc.cn

### 联系人: 钟天皓

执业证书编号: S0550120030010  
021-20363260 zhongth@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 公司概况：立志引领国潮崛起的全球一流家庭快乐消费产业集群</b> .....	<b>5</b>
1.1. 复星实现完全控股，豫园股权结构稳定.....	5
1.2. 积极使用股权激励，促进公司长期发展.....	6
1.3. 重组利于公司战略，营收已开启高速增长.....	7
<b>2. 产业运营第一环：珠宝时尚完美转型，开启高增长</b> .....	<b>11</b>
2.1. 中国珠宝行业市场规模居于全球首位，仍具备明显潜在消费力.....	11
2.2. 黄金珠宝转型珠宝时尚，市占率处行业前端，快速拓店扩张表现亮眼.....	12
2.3. 珠宝时尚品牌差异化定位匹配市场需求.....	14
2.4. 同业市场占有率稳定居前端.....	16
2.5. 开拓线上新销售模式，收购推进全产业链布局.....	16
2.5.1. 开拓线上新销售模式，疫情影响促使线上数字化转型.....	16
2.5.2. 收购 IGI、DJULA，加速全产业链、全球化布局.....	17
<b>3. 产业运营第二环：多业务交相辉映，积极推动外延式扩张</b> .....	<b>18</b>
3.1. 老字号餐饮开启连锁渠道化，持续焕发光彩.....	18
3.2. 聚焦文化传承与创新，提升品牌价值.....	20
3.3. 积极推进消费外延式扩张，美丽健康布局宠物板块.....	21
<b>4. 复合功能地产：商业管理与物业租赁服务+物业开发与销售双轮驱动</b> .....	<b>23</b>
4.1. 豫园品牌提质升级，增量扩大商业地标布局.....	23
4.1.1. 豫园商城全面升级，上海标志性文化名片建立.....	23
4.1.2. 持续开拓商业布局，科技引领构建生态.....	24
4.2. 重组获得优质地产资源，经营稳健土储丰沛.....	26
4.3. 三大平台聚焦资源，产业地产协同开拓.....	28
<b>5. 盈利预测及风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司营业收入及同比 (调整后数据)	8
图 3: 公司归母净利润及同比 (调整后数据)	8
图 4: 利润增速快于营收增速 (调整后数据)	8
图 5: 2014 至 2019 年毛利率/净利率情况	9
图 6: 2014 至 2019 年公司费用率情况	9
图 7: 2019 年度公司业务营收占比情况	9
图 8: 2019 年度公司业务毛利率情况	9
图 9: 公司资产负债率情况	10
图 10: 经营活动产生的现金流量净额分析 (调整后数据)	10
图 11: 2019 年全球珠宝市场规模 (美元)	11
图 12: 2019 年中美人均珠宝消费金额对比 (元)	11
图 13: 中国珠宝市场销售额、同比增长率及 CAGR	11
图 14: 中国大陆市场珠宝首饰消费规模	12
图 15: 业务板块收入与增速	13
图 16: 2014-2019 年珠宝时尚营业收入构成	13
图 17: 2016-2019 年门店数与批发营收比较	13
图 18: 老庙黄金、亚一珠宝差异化定位	14
图 19: 老庙黄金旧门店	14
图 20: 亚一金店旧门店	14
图 21: 老庙黄金新门店	15
图 22: 亚一金店新门店	15
图 23: 老庙“古韵金”系列	15
图 24: 亚一“誓约”系列对戒	15
图 25: 老庙黄金麦玲玲系列联名款	16
图 26: 老庙黄金福运绵绵系列	16
图 27: IGI 国际宝石学院证书	17
图 28: DJULA 门店	17
图 29: 公司 2010-2019 年餐饮营收情况	18
图 30: 绿波廊	19
图 31: 松月楼素菜馆	19
图 32: 拇指生煎	19
图 33: 黑松露春笋素三鲜小笼馒头及春季新菜	19
图 34: 松鹤楼苏式汤面 (豫园店)	20
图 35: 松鹤楼苏式汤面 (浦东嘉里城店)	20
图 36: 上海梨膏糖	20
图 37: 梨膏露	20
图 38: 海上梨园	21
图 39: 银杏树下的守艺人	21
图 40: 丽云阁	21
图 41: 上海筷子店	21
图 42: 童涵春堂	22
图 43: 爱宠医生	22

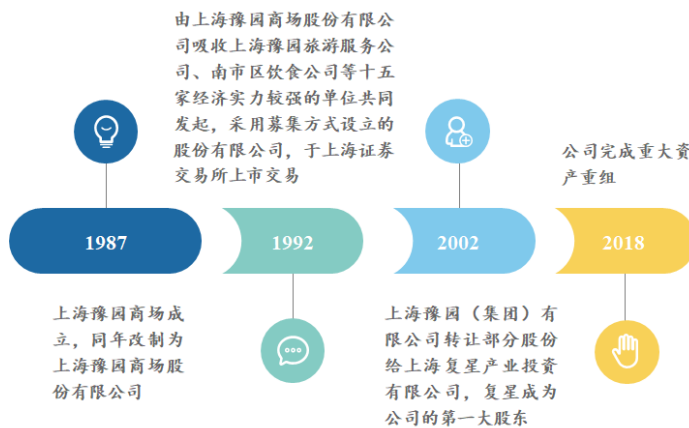
图 44: 天津海鸥表业盈利情况 .....	22
图 45: 上海表业盈利情况 .....	22
图 46: 《海错图》 .....	23
图 47: 2020 年豫园新春民俗艺术灯会 .....	23
图 48: 公司 2011-2019 年品牌价值和排名变化情况 .....	24
图 49: 度假村业务营收情况 .....	25
图 50: 星野滑雪场度假村 .....	25
图 51: 滑雪场雾冰平台 .....	25
图 52: 科技赋能 .....	26
图 53: 西安 大华 1935 .....	26
图 54: 上海复地活力城 .....	26
图 55: 武汉 Fun 橙式教育 mall .....	26
图 56: 地产板块营收及利润 .....	27
图 57: 可比公司销售均价 (元/平) .....	27
图 58: 豫园股份预收账款及占比 .....	27
图 59: 豫园股份未结土地资源及去化周期 .....	28
图 60: 公司打造三大产城平台 .....	28
图 61: 复星国际金融中心 .....	29
图 62: 合肥云谷金融城 .....	29
表 1: 公司业务概况 .....	5
表 2: 公司十大股东 .....	6
表 3: 限制性股票激励计划 .....	6
表 4: 股票期权激励计划 .....	7
表 5: 授予限制性股票的数量 .....	7
表 6: 授予股票期权的数量 .....	7
表 7: 2018、2019 年珠宝时尚营业收入 (亿元) .....	13
表 8: 中国大陆市场金银珠宝板块企业收入和市场占有率对比 .....	16
表 9: 公司 2019 年前十大直管销售店中餐饮板块的情况 .....	18
表 10: 部分在建项目的情况 .....	24
表 11: 部分拟建项目的情况 .....	25
表 12: 豫园股份 2019 年新获地产项目 .....	29

## 1. 公司概况：立志引领国潮崛起的全球一流家庭快乐消费产业集团

### 1.1. 复星实现完全控股，豫园股权结构稳定

公司成立于1987年，为知名“老八股”之一。2002年上海复星产业投资有限公司成为公司第一大股东。公司主营业务包括珠宝时尚业务、文化餐饮和食品饮料业务、国潮腕表业务、美丽健康业务和复合功能地产业务。公司依托上海城市文化商业根基，以为全球家庭智造快乐生活为使命，立志成为引领中华文化复兴潮流、植根中国的全球一流家庭快乐消费产业集团。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，东北证券

公司“1+1+1”战略清晰，合力打造全球一流消费产业集团。公司持续构建“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的“1+1+1”战略，围绕该战略可将公司主营业务分为产业运营、商业经营管理与物业租赁服务、物业开发与销售三大板块。产业运营包括：1) 珠宝时尚 2) 餐饮管理与服务 3) 食品、百货及工艺品销售 4) 医药 5) 其他经营管理服务；物业开发与销售并未进一步细分；商业经营管理与物业租赁服务包括：1) 商业 2) 度假村。2019年三大板块营收分别占总营收的51.58%、44.79%、3.63%。公司积极探索自身资源与“国潮”概念结合，将珠宝、餐饮、复合地产进行有机整合，互相协同发展，打造消费产业集团。

表 1：公司业务概况

板块名称	下属产业与品牌
产业运营	老庙黄金、亚一金店、松鹤楼、绿波廊酒楼、上海老饭店、德兴馆、南翔馒头店、春风松月楼素菜馆、宁波汤团店、老城隍庙小吃广场、“童涵春堂”、比利时国际宝石学院、DJULA、如意情、天津海鸥表业、上海表业、AHAVA、爱宠医生等
商业经营管理与 物业租赁服务	豫园商城、日本星野 Resort Tomamu 等
物业开发与销售	复地、星泓、云尚等

数据来源：公司官网，东北证券

复星国际完全控股，股权结构稳定。截止 2019 年 12 月，公司总股本 38.84 亿股，上海复地投资管理有限公司是公司第一大股东，持有公司 26.35% 的股份。公司前十大股东中除上海市黄浦区房地产开发实业总公司和 SPREAD GRAND LIMITED 外，其余股东的实际控制人均为复星国际，复星持股共计 68.56%。公司经复星重组后，能补充复星集团文化消费板块旗舰平台的空缺，公司也得以借助复星集团的资源将家庭消费产业做大做强。

**表 2: 公司十大股东**

排名	股东名称	持股数量	持股数量变动(与 18 年相比)	占总股本比例	股本性质
1	上海复地投资管理有限公司	1,023,403,904	0	26.35%	限售流通 A 股
2	浙江复星商业发展有限公司	365,163,041	0	9.40%	限售流通 A 股
3	上海复星产业投资有限公司	247,745,078	0	6.38%	流通 A 股
4	上海复川投资有限公司	190,210,308	0	4.90%	限售流通 A 股
5	上海市黄浦区房地产开发实业总公司	164,276,968	0	4.23%	流通 A 股
6	上海复星高科技(集团)有限公司	138,987,718	0	3.58%	流通 A 股
7	SPREAD GRAND LIMITED	131,841,042	0	3.39%	限售流通 A 股
8	上海艺中投资有限公司	120,966,012	0	3.11%	限售流通 A 股
9	上海豫园(集团)有限公司	95,808,678	0	2.47%	流通 A 股
10	重庆润江置业有限公司	89,257,789	0	2.30%	限售流通 A 股
	<b>合计</b>	<b>2,567,660,538</b>		<b>66.11%</b>	

数据来源：公司公告，东北证券

## 1.2. 积极使用股权激励，促进公司长期发展

资产重组后公司持续推出股权激励。2018 年 11 月，公司推出首期合伙人期权激励计划和 2018 年限制性股票激励计划。之后公司又于 2019 年 6 月推出第二期合伙人期权激励计划，11 月推出员工期权激励计划和 2019 年限制性股票激励计划。合计拟授予股票 759.8 万股，股票期权 1,355 万份，累计覆盖达 150 人次，现存股票激励计划均达标。

**表 3: 限制性股票激励计划**

年份	第一个解除限售期条件		第二个解除限售期条件		第三个解除限售期条件	
	目标	实际	目标	实际	目标	实际
2018 年 11 月	2018 年归属于上市公司股东的净利润不低于 28 亿元	30.21 亿元	2018-2019 年归属于上市公司股东的净利润不低于 60 亿元	62.29 亿元 (30.21+32.08=62.29)	2018-2020 年归属于上市公司股东的净利润不低于 97 亿元	2020 年最低需达 34.71 亿元
	2018-2019 年归属于上市公司股东的净利润不低于 60 亿元	62.29 亿元 (30.21+32.08=62.29)	2018-2020 年归属于上市公司股东的净利润不低于 97 亿元	2020 年最低需达 34.71 亿元	2018-2021 年归属于上市公司股东的净利润不低于 132 亿元	2020-2021 年最低需达 69.71 亿元

数据来源：公司公告，东北证券

**表 4: 股票期权激励计划**

年份	目标		
	第一个解除限售期条件	第二个解除限售期条件	第三个解除限售期条件
2018年12月	2020年基本每股收益不低于0.85元/股,或2020年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2021年基本每股收益不低于0.9元/股,或2021年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2022年基本每股收益不低于0.95元/股,或2022年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%
2019年6月	2020年基本每股收益不低于0.85元/股,或2020年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2021年基本每股收益不低于0.9元/股,或2021年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2022年基本每股收益不低于0.95元/股,或2022年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%
2019年11月	2019年基本每股收益不低于0.85元/股,或2019年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2020年基本每股收益不低于0.85元/股,或2020年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%	2021年基本每股收益不低于0.9元/股,或2021年归属于上市公司股东净利润相比2018年复合增长率不低于12%

数据来源:公司公告,东北证券

**表 5: 授予限制性股票的数量**

公告日期	获授的股票期权数量(份)	占本计划公告日公司股本总额的比例
2018年11月7日	4,580,000	0.118%
2019年11月2日	3,018,000	0.078%
合计	7,678,000	-

数据来源:公司公告,东北证券

**表 6: 授予股票期权的数量**

公告日期	获授的股票期权数量(份)	占本计划公告日公司股本总额的比例
2018年12月1日	4,500,000	0.116%
2019年6月27日	5,400,000	0.139%
2019年11月2日	3,650,000	0.094%
合计	13,550,000	-

数据来源:公司公告,东北证券

实施股份回购计划,进一步用于实施股权激励,助力公司长期发展。2020年2月3日,公司公告股份回购计划,并于5月7日公告完成。公司累计回购约1,000万股,回购成交价在6.97元/股-7.76元/股。回购计划体现了管理层对公司未来发展的信心,同时采取股权激励也可增加管理层的积极性,有助于公司在未来有更好的发展前景。

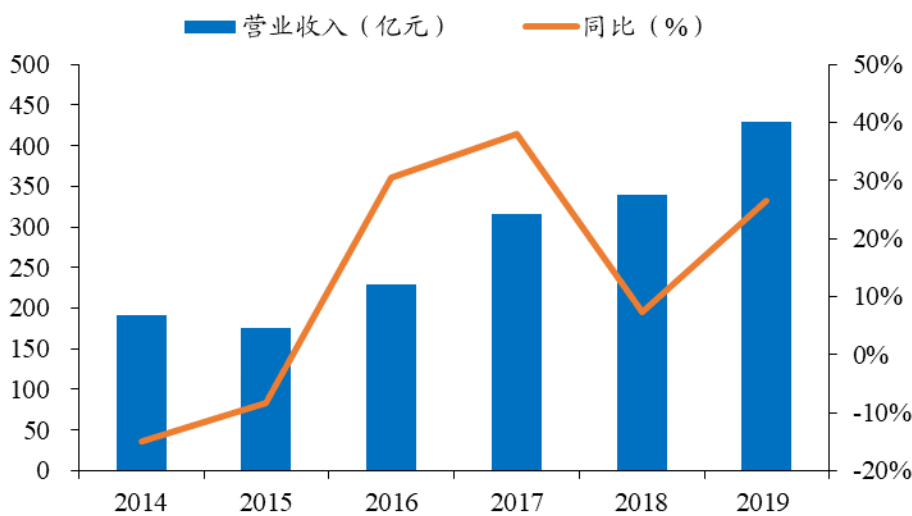
### 1.3. 重组利于公司战略,营收已开启高速增长

复星赋能增强,公司战略趋于完善。重组为公司注入复合功能地产业务,成为公司构建快乐时尚产业集群、线下时尚地标业务的重要支撑。大股东复星控股比例从26.45%提升至68.56%,将为公司在快乐消费领域的发展提供更多资源。公司作为“快

乐”业务中的重要一环，将与复星旗下其他公司产生协同作用。公司将坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐、时尚的理念，持续构建“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的“1+1+1”战略，逐步形成面向新兴主力消费阶层，具有独特竞争优势的产业集群。

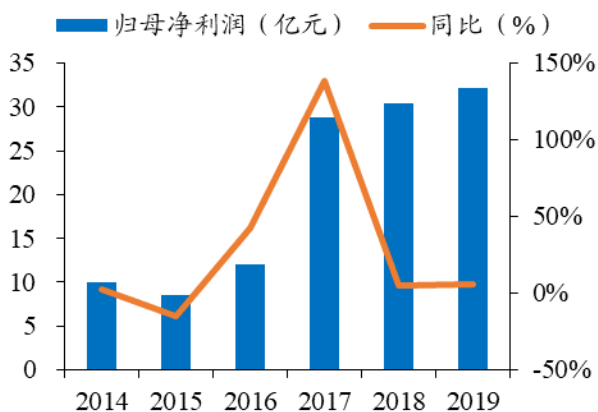
**重组后公司营收大幅提升，利润稳健增长。**2017年营收由171.11亿元调整至315.94亿元，归母净利润由7.00亿元调整至28.81亿元。2018年，公司营收增至339.31亿元，归母净利润增至30.33亿元。2019年公司开启高速增长，营收同比增长26.5%至429.12亿元，归母净利润增长5.8%至32.08亿元。

图 2: 公司营业收入及同比 (调整后数据)



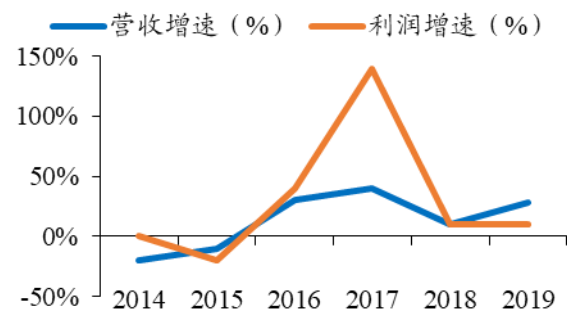
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 3: 公司归母净利润及同比 (调整后数据)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 4: 利润增速快于营收增速 (调整后数据)



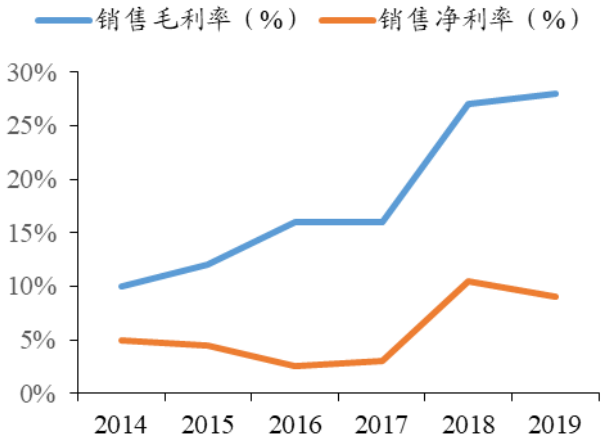
数据来源: 公司公告, 东北证券

**整体毛利率与净利率不断提升，费用率呈下降趋势。**资产重组后公司盈利能力持续改善，产业运营板块毛利率提升明显。毛利率从2014年的10.31%提升至2019年的26.83%，净利率从2014年的5.36%提升至2019年的9.10%，期间费用率从2016



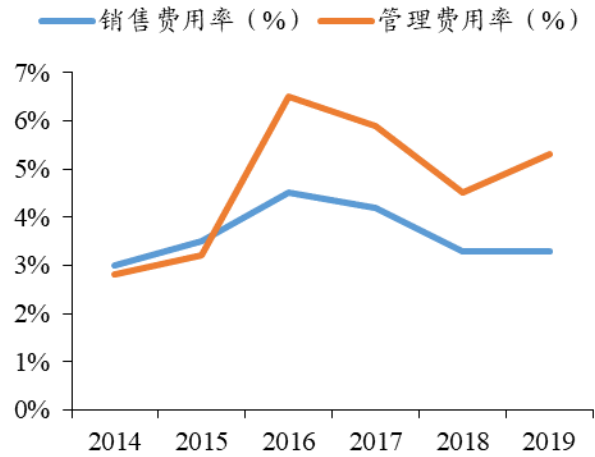
年起开始下降，销售费用率由 2016 年的 4.56% 下降至 2019 年 3.55%，管理费用率由 2016 年的 6.39% 下降到 2019 年的 5.32%。

图 5: 2014 至 2019 年毛利率/净利率情况



数据来源：公司公告，东北证券

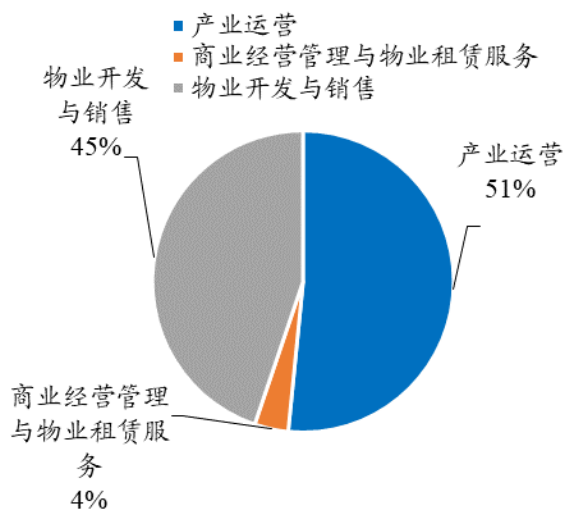
图 6: 2014 至 2019 年公司费用率情况



数据来源：公司公告，东北证券

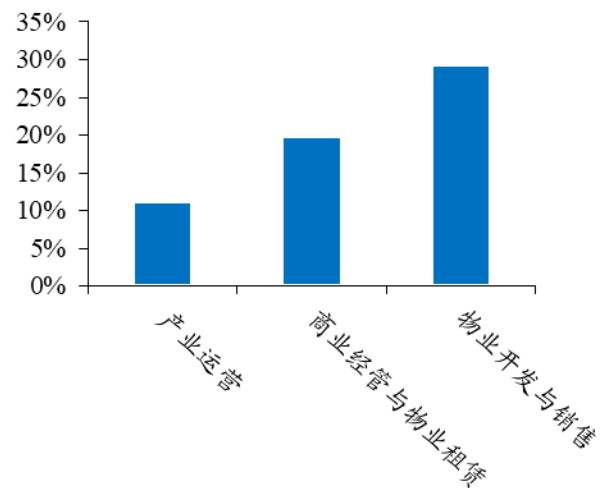
所有板块均开启收入高速增长，毛利率水平稳定。2019 年，三大板块均实现收入高速增长。产业运营实现收入 204.57 亿元 (+22.7%)，商业管理与物业租赁服务实现收入 15.58 亿元 (+19.8%)，物业开发与销售实现收入 192.19 亿元 (+30.3%)。公司三大业务板块毛利率水平保持稳定，产业运营毛利率为 11.25% (+1.66%)，商业管理与物业租赁服务毛利率为 80.14% (-1.35%)，物业开发与销售毛利率为 29.31% (-0.46%)。

图 7: 2019 年度公司业务营收占比情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 8: 2019 年度公司业务毛利率情况



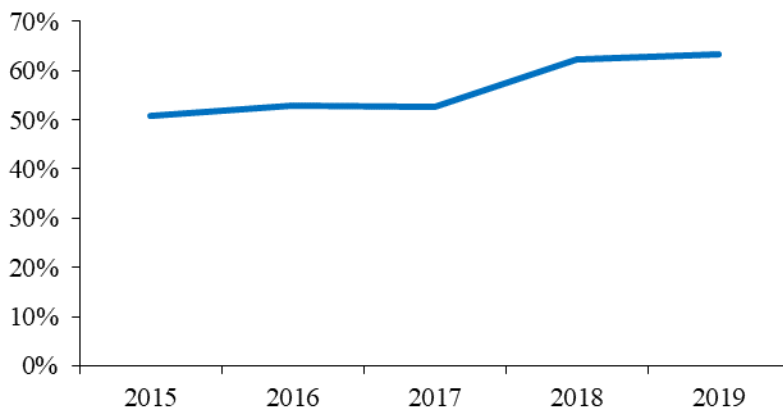
数据来源：公司公告，东北证券

内生+外延双轮驱动，“产业运营+产业投资”再升级。产业运营的目标在于快速、持续的为客户提供种类更多、品质更高的产品、场景与服务，公司将从柔性供应链

与营销方式上发力；产业投资着重于丰富企业内容和经营版图，对现有产业做进一步补充。公司将从瞄准重大并购项目、推进标杆式项目开发及落地入手。

公司资产负债率情况合理，口径调整后保持稳定。公司近五年资产负债率小幅上升，由 2015 年的 50.90% 上升至 2019 年的 63.33%，其中公司在 2018 年度完成资产重组后导致资产负债率上升约 10%，调整口径后保持稳定。完成资产重组后公司业务种类得到进一步丰富，后续发展维度得以增加。

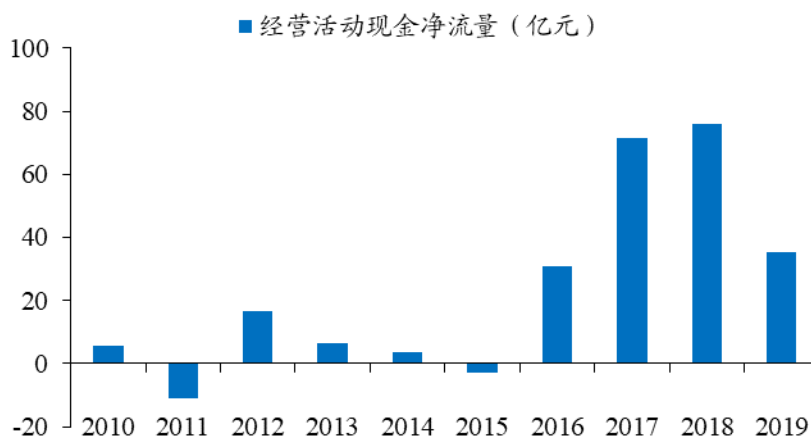
图 9：公司资产负债率情况



数据来源：Wind，东北证券

公司经营活动产生的现金流量规模大幅提升，在手现金充沛。2018 年公司完成资产重组后，优质地产资源为公司带来了充足的现金流，经营活动产生的现金流量净额实现数量级提升。2010 年至 2015 年经营活动产生的现金流量净额平均值为 3.03 亿元，公司重组后调整数据显示，2016 年至 2019 年经营活动产生的现金流量净额平均值为 53.37 亿元。

图 10：经营活动产生的现金流量净额分析（调整后数据）



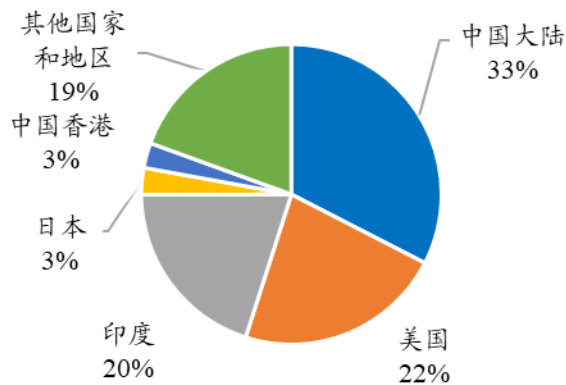
数据来源：Wind，东北证券

## 2. 产业运营第一环：珠宝时尚完美转型，开启高增长

### 2.1. 中国珠宝行业市场规模居于全球首位，仍具备明显潜在消费力

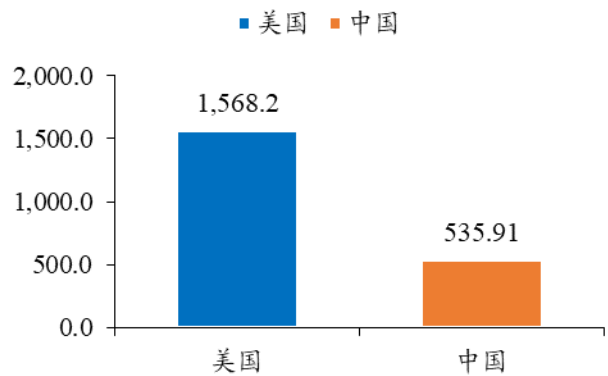
2019年我国珠宝行业市场规模居世界首位，人均珠宝消费量仍处于较低水平。2009至2019年，我国珠宝市场规模从2384.98亿增长至7502.95亿，CAGR为12.14%。2019年我国市场规模占世界市场规模约33%，中国、美国、印度、日本市场规模排名全球前列。我国人均珠宝消费量处于较低水平，对比发达国家仍有较大差距，2019年中国、美国人均珠宝消费金额分别为535.91、1568.2元，未来我国珠宝消费力仍有较大的增长空间。

图 11: 2019 年全球珠宝市场规模 (美元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

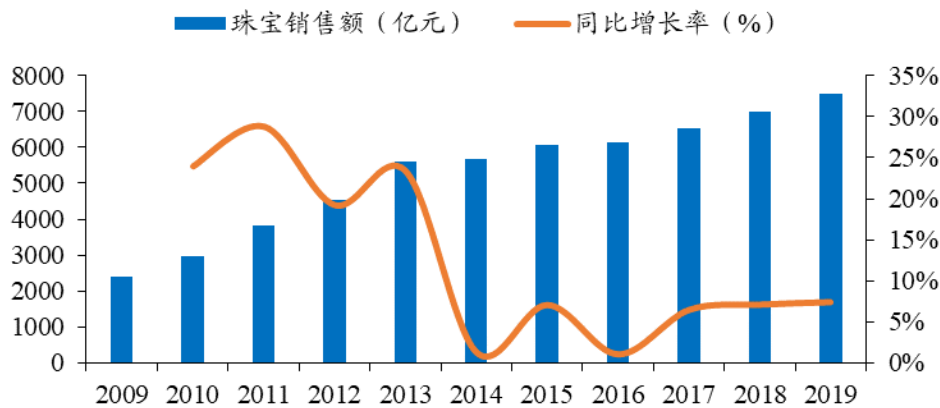
图 12: 2019 年中美人均珠宝消费金额对比 (元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

近年珠宝市场销售额增速稳定。2009年至2019年CAGR维持在12%以上，受到经济增速和行业发展的积极影响，在2011年国内珠宝行业消费规模增长率达到顶峰。2012至2016年期间伴随金价大幅变化，消费规模增速产生明显的波动，2016年后，市场规模扩大的同时金价逐渐趋于稳定，消费增速也维持稳定在6.5%-7.5%之间。

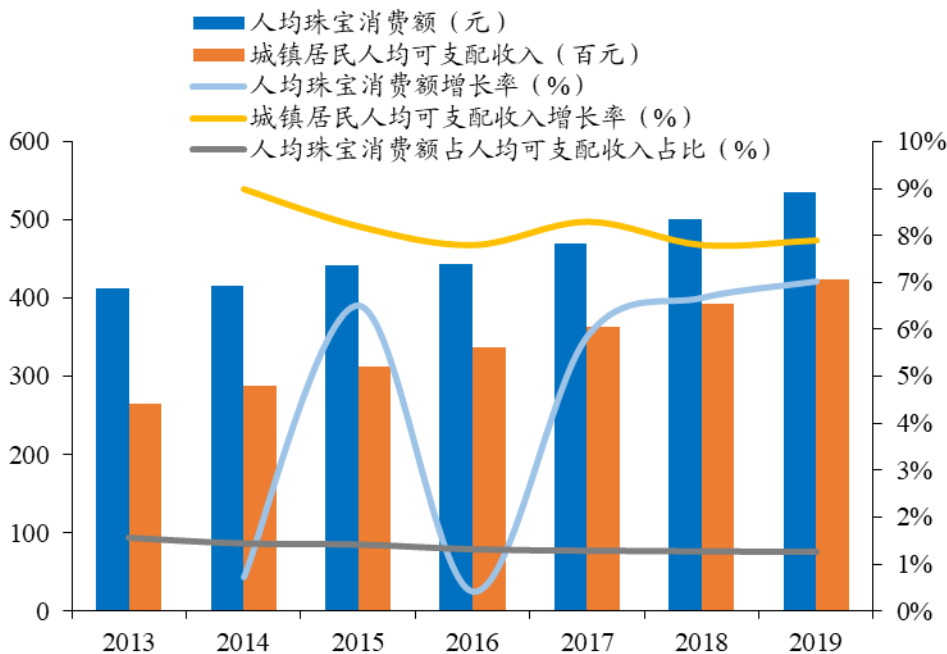
图 13: 中国珠宝市场销售额、同比增长率及 CAGR



数据来源: Euromonitor, 东北证券

人均可支配收入与人均珠宝消费额存在一定正相关性。2017至2019年珠宝总消费额和人均珠宝消费额的增速均稳定在7%左右。自2013年国家统计局以新统计口径进行居民收入水平统计以来，城镇居民人均可支配收入增长率在8-9%之间。根据历年数据，人均珠宝消费额与人均可支配收入呈现一定的正相关性。人均可支配收入增速持续高于人均珠宝消费额增长率。人均珠宝消费额占人均可支配收入的比重从2013年的1.556%下滑至2019年的1.265%。

图 14: 中国大陆市场珠宝首饰消费规模

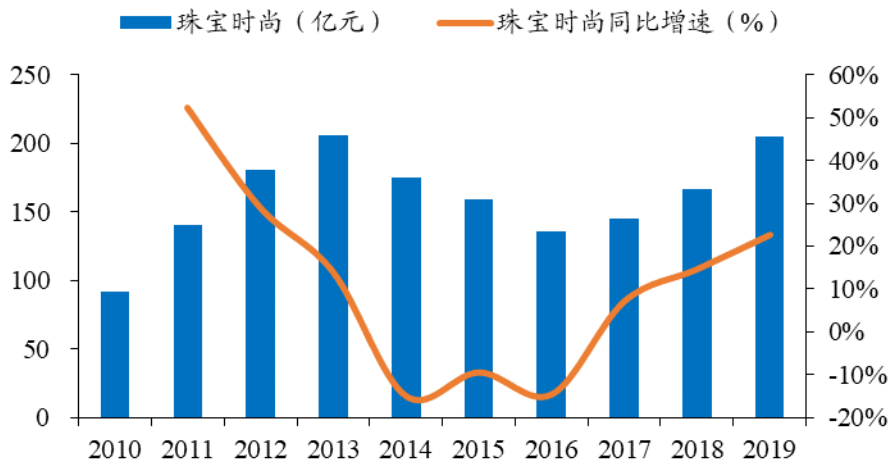


数据来源：Euromonitor、国家统计局、东北证券

## 2.2. 黄金珠宝转型珠宝时尚，市占率处行业前端，快速拓店扩张表现亮眼

黄金珠宝转型珠宝时尚，收入快速增长。自2017年资产重组以来，产业运营板块中珠宝时尚业务收入从145.45亿元增长至204.57亿元，CAGR为18.59%，呈现同比增速持续增长的趋势。2017年底，公司引入上海家化前副总经理黄震先生，团队进行升级，开启珠宝时尚板块全面转型升级的战略。2019年，豫园黄金珠宝集团更名为豫园珠宝时尚集团，显示该板块战略的变化与升级。2019年珠宝时尚板块收入较上一年同比增长22.66%，珠宝时尚业务毛利率稳步提升至8.4%，较上年增加1.47%。

图 15: 业务板块收入与增速



数据来源: Wind, 东北证券

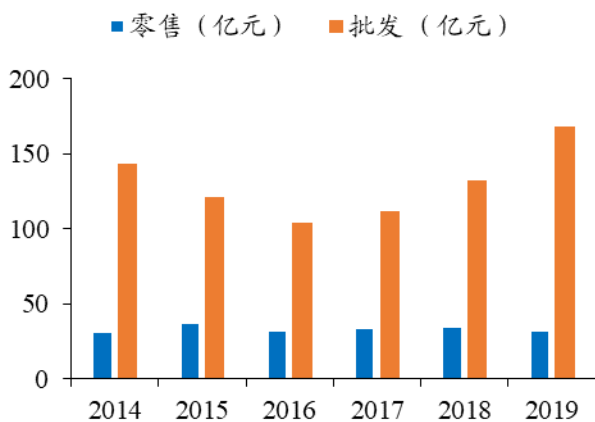
珠宝业务快速开店，助推批发收入高速增长。公司 2019 年珠宝门店净开店 669 家，其中直营门店新增 18 家，加盟店新增 651 家。截止 2019 年末，公司共有直营门店 199 家，加盟店 2560 家，网点总数达 2759 家。近年来，珠宝时尚板块零售业务收入总体稳定，受益于线下门店渠道扩张，2017 年以来批发收入显著加速增长，2019 年实现 27.6% 的高速增长。

表 7: 2018、2019 年珠宝时尚营业收入 (亿元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
零售	31.62	37.48	31.86	33.79	34.83	32.42
批发	143.60	121.25	103.81	111.66	131.94	168.37

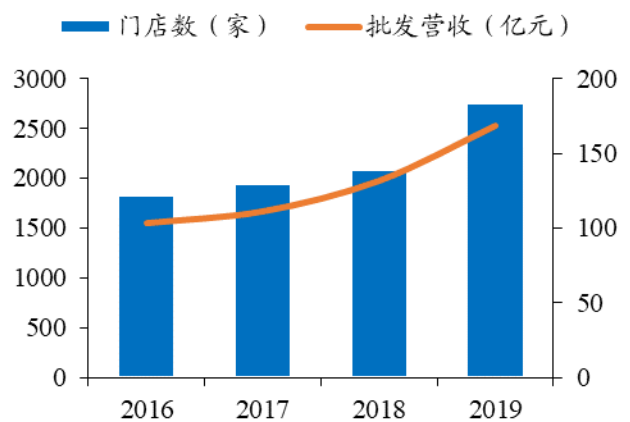
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 2014-2019 年珠宝时尚营业收入构成



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 2016-2019 年门店数与批发营收比较



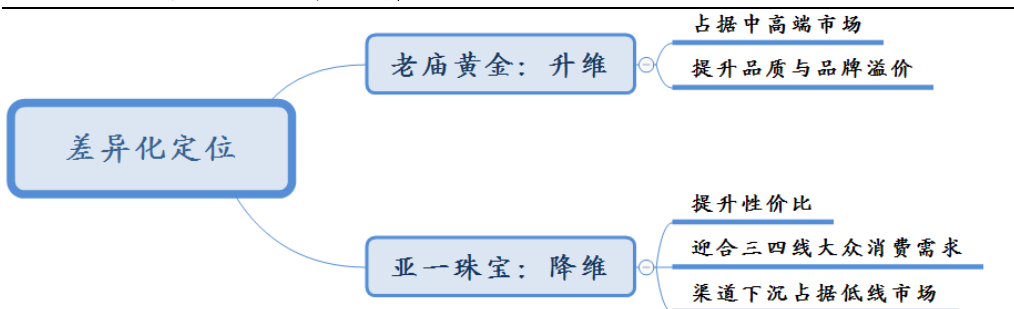
数据来源: 公司公告, 东北证券

线下门店管理生态优化，线下渠道预期将延续 2019 年增速稳步扩张。面对黄金珠宝行业其他龙头企业快速扩张，基于公司对于零售形势的判断，豫园股份主动选择扩张战略，把门店数量的扩张作为短期目标的同时，也把门店质量的提升作为长期目标。集团通过“好运宝”APP，确立了终端掌控机制，加强了对于加盟店的控制。目前“好运宝”已覆盖所有两千余家加盟店。“好运宝”APP 在原财务管理的基础上将功能拓展到在线培训、在线订货、巡店督导等服务，为加盟店打造了一站式的服务、管理和赋能生态。同时它还加强供应链系统，使得全国 80%加盟店可以陈列老庙黄金的主推品种。线下渠道管理优化为 2020 年进一步渠道扩充打下基础。公司预计 2020 年全年将延续 19 年增速稳步扩张。截止 2020 年一季度，珠宝门店净增 59 家至 2828 家。

### 2.3. 珠宝时尚品牌差异化定位匹配市场需求

老庙、亚一差异化定位匹配二元化市场需求。中国黄金珠宝市场的二元化特征非常清晰。对比一二线市场和三四线市场，在消费购买力、市场竞争格局上都有显著不同。对于二元化的市场，仅打造单一品牌难以完全满足不同消费者需求，因而豫园股份提出了老庙、亚一差异化定位的思路。老庙黄金升维，提升品质与品牌溢价；亚一珠宝降维，提升性价比迎合大众消费需求，加速渠道下沉占据三四线市场，从而匹配不同消费者的市场需求。

图 18: 老庙黄金、亚一珠宝差异化定位



数据来源：东北证券整理

图 19: 老庙黄金旧门店



数据来源：网络图片，东北证券

图 20: 亚一金店旧门店



数据来源：网络图片，东北证券

图 21: 老庙黄金新门店



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 22: 亚一金店新门店



数据来源: 公司官网, 东北证券

**鼎新革旧, 依照品牌差异化定位, 致力打造好产品。**2019年, 老庙紧跟古法金产品市场热潮推出“古韵金”系列, 实现爆款销售。该产品采用相传来自古代宫廷的古法铸金工艺, 其特点为: 醇厚静美的质感, 低调奢华的光彩, 如同流沙一般暗暗发出光泽, 尽力还原黄金的本色。古韵金产品具有高工艺、高毛利的特征, 工费为普通黄金饰品的2倍及以上。2019年古韵金产品全年实现销售5亿元, 助力业务毛利率提升。2019年末, 公司又相继推出了古韵金2.0福运绵绵系列。同时依照五运文化、好运文化联手国际知名珠宝设计师推出了“时来运转”、“老庙x万宝宝”、“老庙x麦玲玲”等系列, 贯穿了全年营销热点。与之对应的亚一珠宝基于渠道降维拓展策略, 推出“五爱”主题新品, 以升级产品结构。“誓约”系列对戒产品也获得了芭莎珠宝“轻奢风尚奖”荣誉, 品牌定位重塑、产品升级行为获得市场初步认可。

图 23: 老庙“古韵金”系列



数据来源: 老庙天猫旗舰店, 东北证券

图 24: 亚一“誓约”系列对戒



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 25: 老庙黄金麦玲玲系列联名款



数据来源：老庙天猫旗舰店，东北证券

图 26: 老庙黄金福运绵绵系列



数据来源：老庙天猫旗舰店，东北证券

## 2.4. 同业市场占有率稳居前端

豫园股份珠宝时尚板块市场占有率依旧居行业前端。根据 Euromonitor 数据库，2019 年中国大陆市场珠宝总消费额为 7502.9 亿元。基于年报数据预测值计算得到同业主要竞争对手如老凤祥、周大福、周生生、周大生的市场占有率分别为 6.39%、4.62%、1.06%、0.7%，豫园股份珠宝时尚板块市场占有率为 2.73%。

表 8: 中国大陆市场金银珠宝板块企业收入和市场占有率对比

	总收入 (亿元)	大陆地区金银珠宝类收入 (亿元)	大陆市场占有率 (%)
老凤祥	496.28	479.63	6.39
周大福	544.88	346.79E	4.62
豫园股份	429.12	204.57	2.73
周生生	158.87	80.17E	1.07
周大生	54.3	52.67E	0.70

数据来源：Euromonitor、Wind，东北证券

## 2.5. 开拓线上新销售模式，收购推进全产业链布局

### 2.5.1. 开拓线上新销售模式，疫情影响促使线上数字化转型

2019 年豫园股份在传统的销售模式基础上拓展的新的线上业务模式。2019 年全国限额以上金银珠宝企业商品零售额 2,606 亿元，同比增长 0.4%。线上零售消费增速达到 19.6%，显著高于金银珠宝消费整体增速。公司全年开拓了 16 个新型线上渠道，进行了 600 多场线上直播，将“网红直播”营销模式常态化，线上会员数量显著增加。新增的线上珠宝时尚板块的收入为 3.9 亿，占总珠宝时尚板块收入约 2%。



疫情影响加速新业务模式开展和线上数字化转型。受到 2020 年新冠疫情影响，今年一季度的豫园商区客流量下降，同行业黄金珠宝零售同比下降 40%-50%，但同时疫情也加速了豫园股份的线上数字化转型，通过百万会员分解一对一关爱、网红热门主播线上直播销售等方式拉动整体的线上销售额。2020 年一季度，珠宝时尚实现收入正增长，同比增长 1.1%。

借助直播销售优势，预期线上收入将显著提升。直播电商的主要优势在于用户流量集中、购买目的性强、实时反馈提升商家效率。豫园股份预计在 2020 年进一步发展素人直播，打造一个直播基地。直播销售这种数字化线上新兴业务模式的发展潜力很大，预期整体珠宝时尚板块线上收入占比会有明显提升。同时，积极发展线上业务也贯彻“1+1+1”战略中打造“线上快乐时尚家庭入口”的战略目的。

### 2.5.2. 收购 IGI、DJULA，加速全产业链、全球化布局

**收购 IGI，布局全球珠宝产业链。**2019 年，豫园股份收购了比利时国际珠宝学院 IGI 80% 的股权。IGI 国际宝石学院成立于比利时，拥有 40 余年发展历史，是世界顶端的独立钻石、彩色宝石和首饰鉴定评估机构，该机构在全球设有 23 家实验室和宝石培训学院，广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴和零售商。收购 IGI 国际宝石学院豫园股份实现战略布局全球钻石产业链，使得豫园股份能更好地获得钻石领域专业知识及行业资源的同时将产业链进一步向非黄金业延伸。加之先前入股招金矿业，豫园股份形成了集黄金开采冶炼、黄金珠宝销售、钻石鉴定加工的全产业链布局。豫园股份这次收购布局全球珠宝产业链，在一段时期的业务整合之后，预期对中国市场珠宝消费市场产生积极影响，对旗下“老庙”和“亚一”品牌也有正向引导作用。

**收购 DJULA，全球布局第二环。**2020 年 3 月 20 日，豫园股份以现金收购法国珠宝品牌 DJULA 55.4% 的股份。DJULA 由法国珠宝设计师 Alexandre Corrot 创办于 1994 年，是一个定位轻奢的设计师珠宝品牌，从 2015 年开始布局国际市场。收购 DJULA 是豫园股份全球国际化布局当中的重要一环，为豫园股份提供了与欧美一线时尚珠宝交流合作的契机，与先前收购 IGI 进军上游钻石产业链相呼应。同时，作为豫园股份的控股股东，复星集团在国内地产产业的的优势及全球性的战略布局也能与 DJULA 形成一定的协同作用，提升 DJULA 在轻奢时尚领域的实力。

图 27: IGI 国际宝石学院证书



数据来源：网络图片，东北证券

图 28: DJULA 门店



数据来源：网络图片，东北证券

### 3. 产业运营第二环：多业务交相辉映，积极推动外延式扩张

#### 3.1. 老字号餐饮开启连锁渠道化，持续焕发光彩

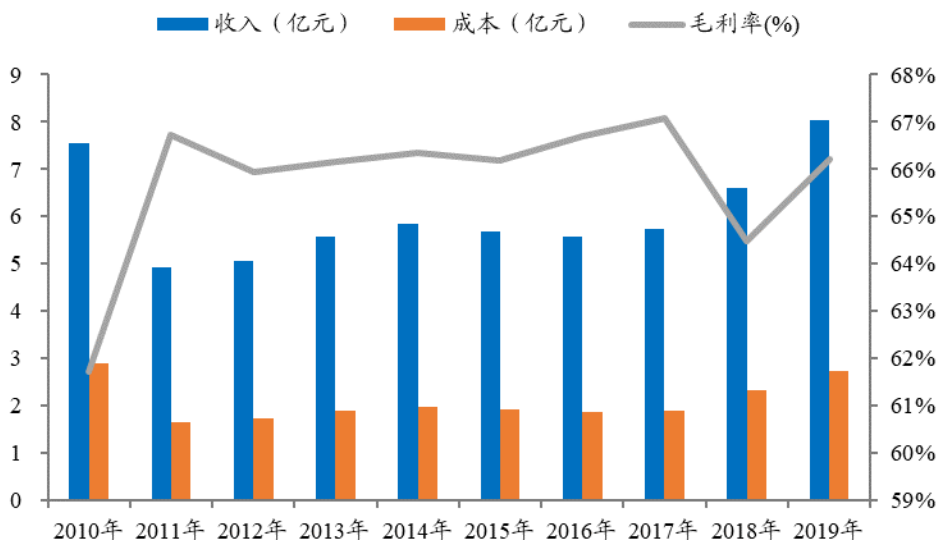
文化餐饮名列前茅，营收表现亮眼。豫园文化餐饮业务名列全国餐饮行业百强企业前列。公司旗下有南翔馒头店、上海老饭店、德兴菜馆、松鹤楼四个中华老字号，绿波廊和风松月楼两个上海老字号，以及4个市著名商标企业和多个非物质文化遗产项目。在2019年公司前十大直营销售店中，南翔馒头店（豫园店）营业收入同比增长155.15%，上海老饭店营业收入同比增长3.82%。

表 9: 公司 2019 年前十大直营销售店中餐饮板块的情况

	开业时间	自有面积（平方米）	营业收入（同店同比）
和风楼	1994 年	6,472.5	-4.71%
南翔馒头店（豫园店）	1900 年	1,678.1	155.15%
上海老饭店	1875 年	7,770.7	3.82%

数据来源：公司公告，东北证券

图 29: 公司 2010-2019 年餐饮营收情况



数据来源：Wind，东北证券

调改餐馆内外，创新网红食品，老字号餐馆焕发新光彩。公司2018年起开始对餐饮老字号进行升级，南翔馒头店、绿波廊均已完成调改，重新开业，品质服务得到提升。绿波廊定位“时尚、精致、海派”，外观延续旧色，内部焕然一新；且经调改升级后，绿波廊基于原有经典菜品进化推出“一帅九将”，让人耳目一新。松月楼素菜馆经装修调改，全新亮相，成为街区的新亮点。上海老饭店推出拇指生煎等八道时令新品，创意无限。南翔馒头店推出黑松露春笋素三鲜小笼馒头，成新晋“网红”；此外还推出新鲜鸡头米河虾仁、香椿芝士球、油焖虾籽春笋等八道春季新菜，进一步吸引消费者。

图 30: 绿波廊



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 31: 松月楼素菜馆



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 32: 拇指生煎



数据来源: 网络图片, 东北证券

图 33: 黑松露春笋素三鲜小笼馒头及春季新菜



数据来源: 网络图片, 东北证券

**老字号餐饮开启连锁化。**品质和门店升级后,公司已开启连锁化步伐。2018年,公司收购苏州松鹤楼集团,松鹤楼餐饮主要提供中式正餐服务。2019年公司成功打造松鹤楼面馆单店模型,在上海豫园商圈、浦东嘉里城以及苏州观前街实现成功开店,单店坪效高。上海老饭店首次商圈外拓店,在上海浦东复地活力城新开门店。2020年,公司计划加速门店扩张,开启老字号餐饮连锁化。

图 34: 松鹤楼苏式汤面 (豫园店)



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 35: 松鹤楼苏式汤面 (浦东嘉里城店)



数据来源: 网络图片, 东北证券

### 3.2. 聚焦文化传承与创新, 提升品牌价值

聚焦中华文化, 传承持续创新理念。公司生产上海梨膏糖、梨膏露、五香豆等, 还推出草本白酒“城隍·葵 5”以及乔老爷芝麻丸、红糖姜枣丸等养生食品, 在包装上融入古风韵味, 使其更加别具一格。公司在淘宝上线了老城隍庙的相关食品, 大大满足食客需求, 同时提升了公司的收入。

图 36: 上海梨膏糖



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 37: 梨膏露



数据来源: 公司官网, 东北证券

焕新老字号品牌, 持续开发品牌价值。2015 年豫园对“海上梨园”启动了升级改造, 让其摆饰陈列等所有元素均具古色古香、典雅大气, 并实现了风雅赏乐的奇妙意境。豫园文化创意领域具代表性的属“银杏树下的守艺人”, 其品牌定位为“匠艺、设计、生活、场景”, 致力于打造蕴含中国心的场景。同时公司旗下还有刀剪专题博物馆“王大隆”、最古老的中华老字号扇庄“丽云阁”、上海唯一一家荣获中华老字号和上海市非物质文化遗产的假发品牌“永青假发”以及沪上专营各类筷子的名特商店“上海筷子店”。

图 38: 海上梨园



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 39: 银杏树下的守艺人



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 40: 丽云阁



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 41: 上海筷子店



数据来源: 公司官网, 东北证券

### 3.3. 积极推进消费外延式扩张, 美丽健康布局宠物板块

**童涵春堂注重药食同源, 推出多款新产品。**豫园拥有创始于公元 1783 年的中华老字号药业品牌“童涵春堂”, 以选材地道、尊古炮炙、修制务精、品种齐全而闻名。2019 年围绕搭建出入参制品、养生茶包、养生汤包、养生代餐粉、养生素膏等八条好产品赛道, 目前已推出养生茶包系列、养生新膏方系列、人参果冻系列等共 13 个 SKU。

**独家代理希尔思, 布局宠物健康业务。**希尔思开发了世界上第一款针对宠物慢性病的处方粮, 美国兽医协会 (AVMA) 连续多年将其评为处方粮第一品牌。豫园已正式签约希尔思, 公司的美丽健康集团宠物事业部成为其独家代理商。希尔思高端宠物食品于 2019 年 5 月在天猫国际旗舰店上线, 同年 10 月在京东海囤全球店上线。同时公司控股国内互联网宠物医院一站式服务平台“爱宠医生”, 拥有 200 多万注册宠主, 业务覆盖北上广等 300 多个城市、2 万多家宠物门店、3 万多位宠物医生, “爱宠医生”已成为互联网宠物行业的知名品牌。

图 42: 童涵春堂



数据来源: 公司官网, 东北证券

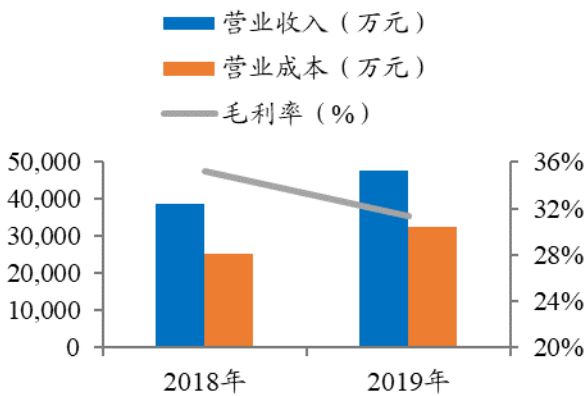
图 43: 爱宠医生



数据来源: 公司官网, 东北证券

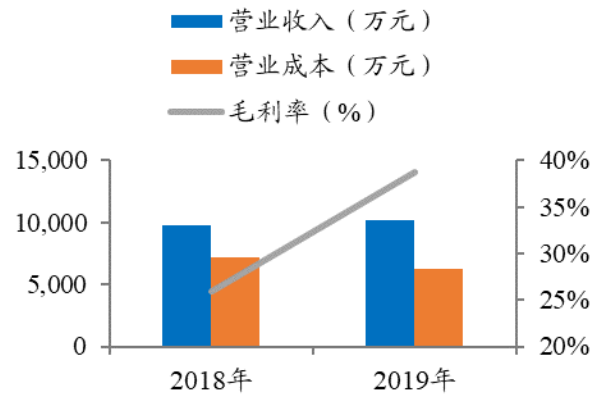
积极开拓新领域，围绕消费主业外延式扩张。公司完成食用菌龙头企业如意情 55.50% 股权控股收购。紧跟国潮，公司旗下上海汉辰表业集团有限公司于 2019 年收购了天津海鸥表业集团有限公司 65% 股权, 进一步完善了公司老字号的战略布局。公司参股以色列国宝级护肤品牌 AHAVA, 该品牌是唯一获得以色列政府授权开发死海资源的国家级护肤品牌。此外, 公司还收购了上海表业 55% 股权、TomTailor 29.99% 股权等。

图 44: 天津海鸥表业盈利情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 45: 上海表业盈利情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

## 4. 复合功能地产：商业管理与物业租赁服务+物业开发与销售

### 双轮驱动

#### 4.1. 豫园品牌提质升级，增量扩大商业地标布局

##### 4.1.1. 豫园商城全面升级，上海标志性文化名片建立

豫园商城内核升级，建新改旧。豫园一期秉持提升“豫园故里”、重塑“豫园漫步”、打造“空中豫园”三大主题的理念，持续推进调整改造。文昌南街、绿波廊、松月楼素菜馆及老庙景容楼文化旗舰店等均在 2019 年实现升级改造，华宝楼、天裕楼、金豫阁等的调改升级工作也在持续推进中。

扩大商业空间布局，提升豫园影响力。2018 年公司收购上海金豫阁置业有限公司和上海金豫置业有限公司，两家公司旗下均在上海豫园核心商圈拥有土地及商业建筑。豫园一期商业建筑面积约 10 万方，豫园二期以及豫阁项目、金豫置业项目合计预计规划建筑面积约 20 万方。建成后，豫园片区商业从 10 万方提升至 30 万方。豫园二期的规划设计也已启动，未来伴随着金豫阁项目、金豫置业项目的顺利推进，公司能让上海豫园核心商圈形成规模效应，连通外滩商业旅游区和淮海中路商业区，使豫园商城作为上海城市文化名片的影响力和核心价值得到进一步的提升。

多样化打造豫园 IP，名扬全国。2019 年 12 月 6 日，豫园与故宫首次携手进行 IP 合作展示，联手呈现《海错图》。2020 年豫园灯会于 1 月 10 日至 2 月 11 日举办，尝试灯彩叠加 3D 的新技术。游客来豫园赏灯不仅能观赏到户外华灯璀璨的绚丽景观，也能在豫园华宝楼内领略光影交织的古代海洋世界。公司围绕豫园灯会等文化 IP 启动“焕彩豫园”计划，持续打造中国彩灯事业；并在活动策划及 IP 引进等领域不断丰富文创业务内容。

图 46: 《海错图》



数据来源：网络图片，东北证券

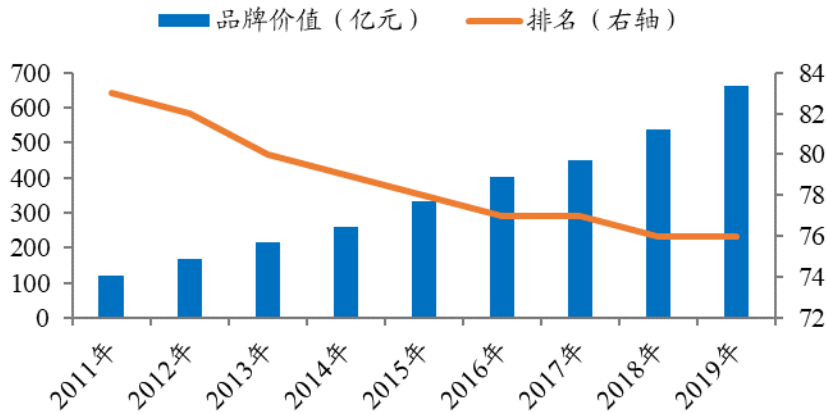
图 47: 2020 年豫园新春民俗艺术灯会



数据来源：网络图片，东北证券

标志性名片形成，品牌价值提升。公司的“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片之一。在 2019 年《中国 500 最具价值品牌》榜单中，豫园股份荣列第 76 位，品牌价值达 663.85 亿元，较去年上升 23.2%。

图 48: 公司 2011-2019 年品牌价值和排名变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.1.2. 持续开拓商业布局，科技引领构建生态

商业项目迅速推进，实现全国布局。2019 年，智慧零售实现了苏州星光耀项目、西安大华（1、2 期）、上海活力城、武汉海上海四个项目的开业，且启动了烟台星颐广场、南通星光城、台州星光耀项目的调改升级，同时沈阳豫珑城项目的调改升级也进入了实质性的施工阶段。

表 10: 部分在建项目的情况

经营业态	项目用地面积(平方米)	项目规划计容建筑面积(平方米)	总建筑面积(平方米)	在建建筑面积(平方米)	已竣工面积(平方米)	总投资额(亿元)	报告期实际投资额(亿元)	
苏州星光耀广场	住宅、商业	174,509.30	523,280.41	703,110.43	157,388.58	545,721.85	35.16	2.50
南通星光城花园	别墅、住宅、车位、储藏室、商业	176,145.66	336,964.93	470,938.88	102,746.39	368,192.49	24.44	3.11
台州星光耀广场	商铺、集中式商业、住宅、酒店式公寓、车位	129,924.00	335,498.78	453,681.12	127,256.10	327,149.81	28.83	1.88

数据来源：公司公告，东北证券



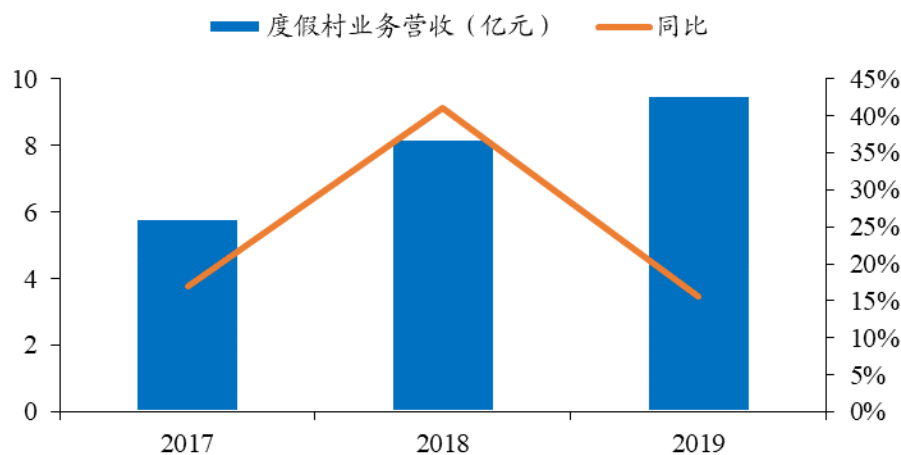
表 11: 部分拟建项目的情况

	经营业态	项目用地面积 (平方米)	项目规划计容 建筑面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	总投资额 (亿元)	报告期实际投资额 (亿元)
上海金豫阁	商业	4,685.00	14,555.00	27,456.00	5.00	0.00
豫园二期项目	商业	21,201.00	70,278.00	140,000.00	67.00	2.36
西安复地大华 1935 二期(DK3-1)	商铺、公 寓、车位	16,840.99	47,042.00	72,224.00	6.94	0.07

数据来源: 公司公告, 东北证券

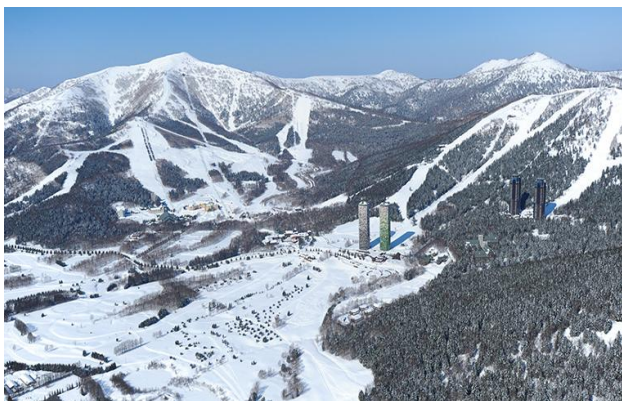
度假村业绩快速增长, 管理经营能力稳健提升。2017 年公司收购日本星野 Resort Tomamu 北海道滑雪度假村, 为亚洲首屈一指的滑雪度假村酒店。该度假村拥有 757 间客房, 25 道滑雪场。近年来业绩保持快速增长, 2019 年实现营业收入 9.48 亿元, 同比增长 15.6%, 占公司总营收 2.2%。2017 年公司完成扩建改造, 并引入 Club Med 品牌, 成功完成了品牌提升与运营改善。

图 49: 度假村业务营收情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 50: 星野滑雪场度假村



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 51: 滑雪场雾冰平台



数据来源: 公司官网, 东北证券

以科技为引领，营造 C2M 幸福家庭消费的生态闭环。豫园旗下复豫智慧零售以鹰眼大数据平台、Bugoo 布谷 AI 风控系统和好集荟 FoMeHub 科技赋能，打造古今时尚与文化的城市名片——西安·大华 1935 和上海最美社区商业中心——上海复地活力城，并依托复星全球资源整合能力，实现一站式全周期教育矩阵——武汉 Fun 橙式教育 mall，以此构建智慧零售生态。

图 52: 科技赋能



数据来源：公司官网，东北证券

图 53: 西安·大华 1935



数据来源：公司官网，东北证券

图 54: 上海复地活力城



数据来源：公司官网，东北证券

图 55: 武汉 Fun 橙式教育 mall



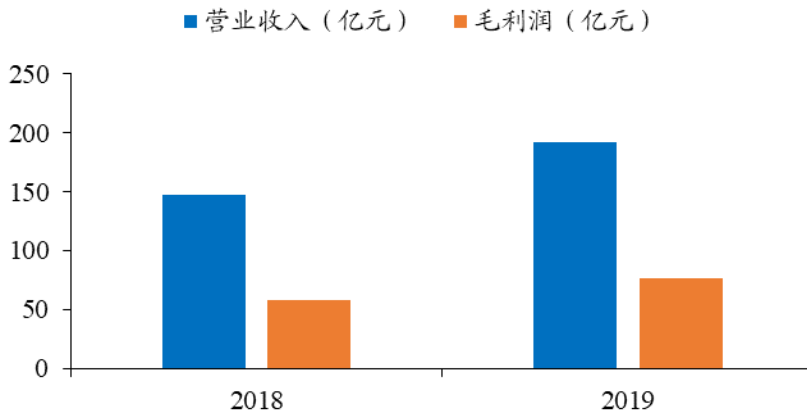
数据来源：公司官网，东北证券

## 4.2. 重组获得优质地产资源，经营稳健土储丰沛

公司重组获得复星旗下复合地产业务，成为公司链接快乐产业与家庭会员的核心平台。2018 年 7 月，豫园股份与复星集团完成重大资产重组，以发行股份的方式取得复星“蜂巢城市”业务板块的核心资源，包括上海星泓、复城润广等 24 家公司的全部或大部分股权，以及原黄房公司持有的上海新元房产全部股权，总评估价值为 240 亿元。项目涵盖商业地标、办公空间及住宅，将帮助公司集聚产业优势资源、引入全球内容，围绕金融服务、文化旅游、物流商贸、健康体验等主题，构建快乐产业集群、线下产业地标。

地产业绩亮眼，贡献稳定利润。2019年，物业开发与销售业务营收192.19亿元，同比增长31%，占公司营收45%。资产重组承诺浙江复星、复地投资管理等16家公司持有资产范围A内的标的资产在2018-2020年为豫园股份贡献扣非净利润70亿元。2018年标的资产实现扣非净利润22.22亿元，2019年实现扣非净利润35.76亿元，合计占承诺总额82.83%，预计三年贡献扣非净利润总额将超过70亿元。

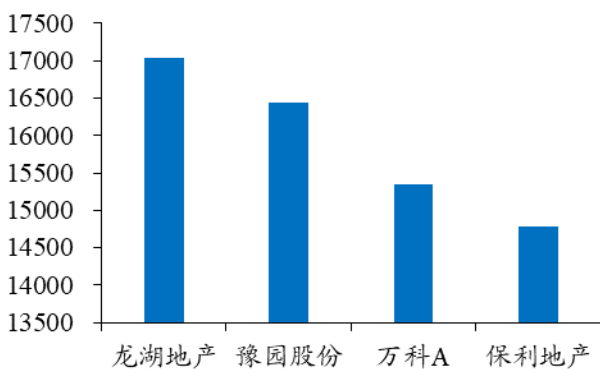
图 56: 地产板块营收及利润



数据来源：公司公告，东北证券

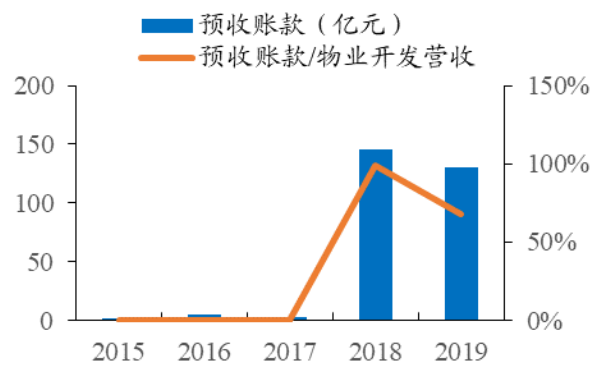
销售数据稳健，短期业绩确定性强。2019年，地产业务实现销售金额136.48亿，销售面积82.99万平方米，预收购房款125.75亿元，占营收比例超过30%，短期业绩有保证。销售均价16445元/平，高于同类地产公司，物业开发毛利率达到39.8%，领先行业水平，说明公司项目品质优秀。

图 57: 可比公司销售均价 (元/平)



数据来源：公司公告，东北证券

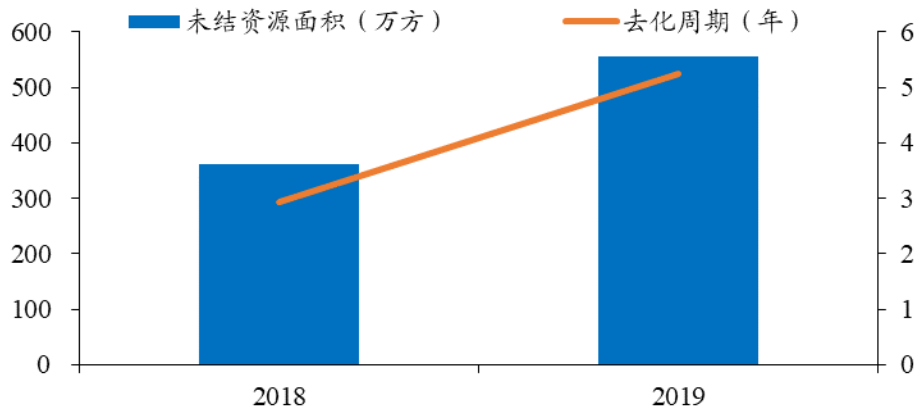
图 58: 豫园股份预收账款及占比



数据来源：公司公告，东北证券

土地储备丰富，深耕一二线城市。截止 2019 年末，公司在建建筑面积 241.8 万平方米，待开发土地资源 366.8 万平方米，合计未结土地面积 608.6 万平方米，未结算资源充沛，可保证 4-5 年开发经营。项目经营业态以住宅、商业混合项目为主，产品类型丰富。项目多在核心城市核心区域，一二线城市投资额占比大。

图 59: 豫园股份未结土地资源及去化周期

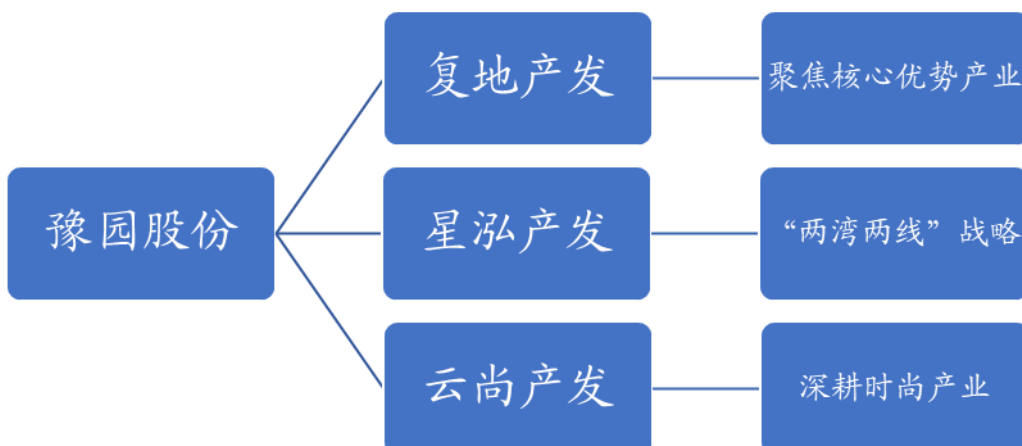


数据来源：公司公告，东北证券

### 4.3. 三大平台聚焦资源，产业地产协同开拓

“产+地”双向赋能，打造三大产城发展平台。豫园股份拥有丰富的文化产品和强大的产业运营能力，此次结合复星成熟的都市开发运营能力，孕育出复地产发、星泓产发、云尚产发三大产业发展平台。三大平台积极扩张产业化投资及运营团队，在核心城市布局产业地标，助力豫园文化产业融入不同城市。

图 60: 公司打造三大产城平台



数据来源：东北证券整理

三大平台交错定位，多样化发展。复地产发聚焦核心城市、聚焦优势产业，旗下国际金融中心项目地处成都金融总部商务区，将引入复星全球金融产业资源。公司在2019年成为开拓主力军，连续拿下6个新项目。星泓产发重点布局“两湾两线”，深耕粤港澳大湾区、环沪城市圈、及强二三线城市，其合肥云谷二期正在紧密推进中，天贸城产品也已落地三城。云尚产发深度运营时尚产业，例如武汉国际时尚中心于2019年开业，构建了包含完整产业链的时尚生态圈，已有上千设计师入驻。

图 61: 复星国际金融中心



数据来源：公司公告，东北证券

图 62: 合肥云谷金融城



数据来源：公司公告，东北证券

产城运营实力获认可，助力拿地节奏再提速。2019年公司在天津，长春，昆明，重庆，南通，珠海获得6个新项目，总规划计容面积220万平方米，权益建筑面积192万平方米，权益比例87%，预计总投资288亿元，权益投资额251亿元，权益比例87%。其中，公司在2019年末以总价34.83亿拿下珠海湖心路商住用地，该项目证明公司产城运营实力获得地方政府认可，项目规划引入知名商场与不少于10家中华老字号品牌，将成为豫园文化产业在粤港澳大湾区的首个线下展示地标。

表 12: 豫园股份 2019 年新获地产项目

项目区域	土地面积(平方米)	规划计容面积(平方米)	经营业态	总投资额(亿元)	权益占比
天津	131257.3	437735	住宅、商服	61.31	50%
长春	362504	560304	住宅、商业、酒店	41.59	100%
昆明	113024.6	478501.2	住宅、商服	75.33	100%
重庆	70074	150062.5	住宅、商服、办公	19.67	100%
南通	124256	152536	住宅、商服、办公	15.1	60%
珠海	255267.7	423773.3	住宅、商服	75.44	100%

数据来源：公司公告，东北证券

## 5. 盈利预测及风险提示

预计公司2020-2022年EPS分别为0.92元、1.04元、1.15元。对应PE分别为8.5X、7.5X、6.8X。公司历年持续分红，2019年分红率提升至35%，现有股价对应股息率约3.58%，低利率环境下吸引力明显，上调目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期，渠道拓展不及预期，需求不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	17,893	20,718	24,307	29,263	净利润	3,906	4,359	4,904	5,432
交易性金融资产	1,005	1,005	1,005	1,005	资产减值准备	54	23	24	21
应收款项	764	1,154	1,384	1,337	折旧及摊销	389	94	104	113
存货	36,215	39,719	45,950	50,082	公允价值变动损失	-347	70	-50	-67
其他流动资产	8,437	11,211	9,652	10,465	财务费用	920	872	749	752
<b>流动资产合计</b>	<b>64,314</b>	<b>73,807</b>	<b>82,297</b>	<b>92,151</b>	投资损失	-226	-194	-173	-179
可供出售金融资产					运营资本变动	-766	-1,458	-1,307	-530
长期投资净额	7,238	7,238	7,238	7,238	其他	-395	-63	-60	-70
固定资产	2,959	3,033	3,137	3,265	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>3,534</b>	<b>3,703</b>	<b>4,191</b>	<b>5,471</b>
无形资产	1,442	1,421	1,399	1,377	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-3,582</b>	<b>17</b>	<b>73</b>	<b>76</b>
商誉	1,115	1,115	1,115	1,115	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-974</b>	<b>-895</b>	<b>-675</b>	<b>-592</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,139</b>	<b>35,192</b>	<b>35,274</b>	<b>35,380</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>5,924</b>	<b>6,284</b>	<b>6,482</b>	<b>6,196</b>
<b>资产总计</b>	<b>99,453</b>	<b>108,999</b>	<b>117,571</b>	<b>127,531</b>					
短期借款	4,219	4,196	4,270	4,430	财务与估值指标				
应付款项	6,783	6,995	8,035	8,816	每股指标				
预收款项	13,068	16,833	17,954	20,120	每股收益 (元)	0.83	0.92	1.04	1.15
一年内到期的非流动负债	5,988	5,988	5,988	5,988	每股净资产 (元)	8.08	9.00	10.04	11.19
<b>流动负债合计</b>	<b>44,187</b>	<b>49,373</b>	<b>53,042</b>	<b>57,570</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.91	0.95	1.08	1.41
长期借款	9,836	9,836	9,836	9,836	成长性指标				
其他长期负债	8,957	8,957	8,957	8,957	营业收入增长率	26.5%	13.2%	11.2%	10.5%
<b>长期负债合计</b>	<b>18,793</b>	<b>18,793</b>	<b>18,793</b>	<b>18,793</b>	净利润增长率	5.8%	11.6%	12.5%	10.8%
<b>负债合计</b>	<b>62,980</b>	<b>68,166</b>	<b>71,835</b>	<b>76,363</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	31,378	34,958	38,986	43,447	毛利率	26.8%	27.4%	27.2%	27.0%
少数股东权益	5,096	5,875	6,751	7,721	净利率	7.5%	7.4%	7.5%	7.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>99,453</b>	<b>108,999</b>	<b>117,571</b>	<b>127,531</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	6.50	8.67	9.35	8.18
					存货周转率 (次)	420.97	411.35	426.50	419.60
					偿债能力指标				
					资产负债率	63.3%	62.5%	61.1%	59.9%
					流动比率	1.46	1.49	1.55	1.60
					速动比率	0.62	0.68	0.67	0.72
					费用率指标				
					销售费用率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
					管理费用率	5.3%	5.1%	5.2%	5.1%
					财务费用率	1.7%	1.8%	1.4%	1.3%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	9.49	8.66	7.69	6.95
					P/B (倍)	0.97	0.89	0.79	0.71
					P/S (倍)	0.72	0.64	0.57	0.52
					净资产收益率	10.2%	10.2%	10.3%	10.3%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,912	48,575	53,993	59,670
营业成本	31,400	35,244	39,325	43,565
营业税金及附加	2,162	2,447	2,720	3,006
资产减值损失	-10	-23	-24	-21
销售费用	1,524	1,730	1,921	2,123
管理费用	2,283	2,457	2,802	3,057
财务费用	725	872	749	752
公允价值变动净收益	347	-70	50	67
投资净收益	226	194	173	179
<b>营业利润</b>	<b>5,374</b>	<b>5,970</b>	<b>6,727</b>	<b>7,447</b>
营业外收支净额	32	63	60	70
<b>利润总额</b>	<b>5,406</b>	<b>6,033</b>	<b>6,787</b>	<b>7,517</b>
所得税	1,500	1,674	1,883	2,086
净利润	3,906	4,359	4,904	5,432
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,208</b>	<b>3,580</b>	<b>4,028</b>	<b>4,461</b>
少数股东损益	698	779	876	970

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**唐凯:** 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学, 数学本科。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

**刘青松:** 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学本科, 现任东北证券商贸零售组研究助理。曾任中国北方工业有限公司财务金融部会计核算师, 2018年以来具有2年证券研究从业经历。

**钟天皓:** 中国人民大学保险学硕士, 中南财经政法大学保险本科, 现任东北证券轻工行业研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn