

**投资评级：推荐（首次）**
**报告日期：2020年09月16日**
**市场数据**

目前股价	9.1
总市值（亿元）	353.42
流通市值（亿元）	145.87
总股本（万股）	388,376
流通股本（万股）	160,300
12个月最高/最低	12.29/6.15

**分析师**

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

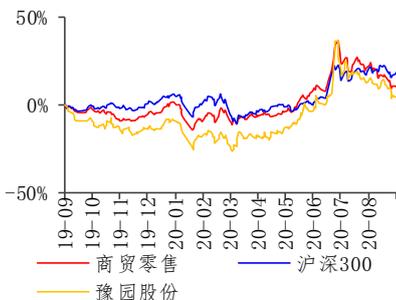
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

## 顺应中华文化复兴潮流，打造家庭快乐消费平台

### ——豫园股份（600655）公司深度报告

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	33777	42912	46619	53561	61889
(+/-%)	97.4%	27.0%	8.6%	14.9%	15.5%
净利润（百万元）	3021	3208	3604	4086	4665
(+/-%)	331.4%	6.2%	12.3%	13.4%	14.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.78	0.83	0.93	1.05	1.20
PE	12	11	10	9	8

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

■ **发展家庭快乐消费，顺应文化复兴国潮：**公司于2018年完成重大资产重组，复星体系持股比例提升至68.53%，实现绝对控股。公司依托上海城市文化商业根基，以家庭智造快乐生活为使命，立志成为顺应中华文化复兴潮流、植根中国的一流家庭快乐消费产业集团。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐时尚理念，持续构建“快乐消费产业+线下产业地标+线上家庭入口”的“1+1+1”战略，逐步形成了面向新兴主力消费阶层，以珠宝时尚、复合功能地产为主，叠加文化餐饮食品、美丽健康、国潮腕表的多元化产业集群。公司与复星现有业务协同效应显著，重组后公司业务规模和竞争实力显著提高，进入全面高速发展的新阶段。

■ **内生升级自有黄金品牌，外延收购国际高端品牌：**公司通过内生加外延的方式，整合产业链资源，打通珠宝时尚产业链上中下游，进一步加强珠宝时尚业务板块竞争优势。内生升级调整知名珠宝品牌老庙和亚一，差异化定位和品牌升级进一步深耕本土珠宝市场，提升品牌影响力；外延通过并购方式获得DJULA等高端国际珠宝品牌，进军细分高端珠宝领域，完善自身品牌矩阵；同时，公司布局产业链上下游，通过对黄金原料开采及珠宝镶嵌等加工过程的把控，加强珠宝镶嵌制造端优势，将珠宝产业链延伸至开采、鉴定、生产、销售、品牌运营等各个环节，打造属于豫园股份完备的珠宝时尚产业链。

公司旗下两大知名珠宝品牌，老庙品牌升维发展，主打“好运”文化，演绎新中式韵味，定位满足一、二线城市中产家庭为主的消费群体；亚一品牌另辟蹊径，降维不降价，定位满足三、四线城市小康家庭生活需求。两大品牌在产品定位、产品特色等方面错位经营、相辅互补，通过品牌升级助力公司珠宝时尚业务多品牌、差异化发展。经过两年时间的升级和调整，公司珠宝时尚业务进入快速拓店期，2020H1在宏观经济低迷的背景下仍净新增门店208家，净开店数量位于行业第一，收入端实现同比增长，大幅领先珠宝时尚行业增速，公司珠宝业务已率先市场显著回暖。

■ **产城融合，为公司复合功能地产业务最重要特点：**复合功能地产业务为公司商业、零售、文化娱乐、餐饮等多元化产业的产业载体，以地产承载城

市复合功能、活力社区为理念，围绕金融服务、文化旅游、物流商贸、健康体验等主题，是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。公司项目聚焦一二线城市，土地储备丰富，2019 年至今新拿地项目合计持有待开发土地面积总计 134.57 万平方米，规划计容建筑面积 299.62 万平方米，储备土地价格合计 186.2 亿元，公司拿地成本低于周边区域，保障地产业务毛利率显著高于行业平均水平。2020H1，公司克服困难，在市场环境较差的背景下，保证了业绩的平稳发展，稳定的利润和现金流为公司其他业务提供造血机制。同时，公司融资信用评级达到 AAA，具备融资成本相对较低、融资渠道丰富的优势，总体杠杆水平显著低于房地产行业平均水平。

- **中华老字号生机勃勃，时尚消费多赛道全面进击：**公司时尚消费板块包括餐饮、食饮、医药、美妆、宠物、腕表等多项业务：1、餐饮食饮板块，未来将运用品牌重塑、产品重塑、与消费者创新链接提升品牌价值，重新激发老品牌焕发新活力，现松鹤楼面馆已开启连锁化经营之路，单店模型具备较强行业竞争力；2、美丽健康板块，目前已拥有童涵春堂、AHAVA、WEI、爱宠医生等品牌，并与希尔思、品谱签订独家代理合作，健康+美妆+宠物布局日益完善，公司美丽健康业务有望借助行业发展东风，发力弯道超车；3、国潮腕表板块，公司拥有海鸥、上海两大国表龙头品牌，疫情导致海外消费回流，国表龙头有望借助历史机遇加速发展，公司未来将加大资金、资源投放，推动两大国潮手表的发展。
- **投资建议：**公司珠宝时尚业务加速拓展，净开店数量行业第一，将为业绩增长提供强劲动力；复合功能地产业务稳定发展，为公司其他业务贡献稳定现金流；时尚消费业务火力全开，餐饮、食饮、医药、美妆、宠物、腕表多个赛道全面进击，驱动老字号焕发新机。同时，公司账上现金储备丰富，未来将继续践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，通过投资并购进入更多家庭快乐消费产业。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.93 元、1.05 元、1.20 元，对应 PE 分别为 9.9X、8.7X、7.6X，公司估值水平对比同行业公司偏低，未来存在较大价值重估空间，首次给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新冠疫情持续风险，市场竞争愈发激烈风险，国际黄金价格波动风险，公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险，房地产行业政策风险。

**目录**

1. 公司概况：资产重组复星控股，打造三大产业板块.....	6
1.1 发展历程：从老八股，到新豫园.....	6
1.2 业务概况：珠宝时尚、复合功能地产为基石，文化商业为发展方向.....	7
1.3 治理结构：持股集中，团队多元，激励充分.....	9
2. 珠宝时尚：内生升级自有品牌，外延收购高端品牌，产业整合持续推进.....	12
2.1 内生升级：自有品牌定位调整，瞄准差异化消费群体.....	12
2.2 外延收购：收购国际高端品牌，打造珠宝时尚金字塔.....	15
2.3 产业整合：入股招金矿业及镶嵌工厂，产业链布局持续推进.....	16
3. 复合功能地产：产城融合造就拿地优势，稳定现金流为发展造血.....	17
3.1 物业开发销售：稳定利润贡献公司发展，毛利率显著领先行业.....	17
3.2 商业管理与物业租赁：度假村受疫情影响较大，豫园二三期现即将投建.....	24
4. 时尚消费：老字号生机勃勃，新赛道全面进击.....	26
4.1 餐饮食品：老字号活力再现，松鹤金徽齐焕彩.....	26
4.2 美丽健康：美妆发力弯道超车，宠物蓄势行业红利.....	30
4.3 国潮腕表：疫情致海外消费回流，国表龙头未来可期.....	33
5. 投资建议与风险提示.....	34
5.1 盈利预测.....	34
5.2 相对估值.....	35
5.3 投资建议.....	36
5.4 风险提示.....	38
附：盈利预测表.....	39

**图表目录**

图 1:	公司重大历史事件时间轴 .....	6
图 2:	复星国际业务版图 .....	7
图 3:	公司主要业务板块 .....	8
图 4:	公司营业收入 .....	8
图 5:	公司归母净利润 .....	8
图 6:	2019 年公司主营收入占比图 .....	9
图 7:	公司股权结构（截止 2020 年 6 月 30 日） .....	10
图 8:	公司珠宝时尚业务收入及增速（亿元） .....	13
图 9:	珠宝时尚业务净利润、增速及占比 .....	13
图 10:	公司珠宝时尚门店数量（家） .....	14
图 11:	公司珠宝时尚业务加盟占比逐年提升 .....	14
图 12:	公司珠宝时尚品牌门店形象升级 .....	14
图 13:	老庙福运绵绵系列及亚一天作之合系列 .....	15
图 14:	公司头部主播及素人团队直播 .....	15
图 15:	国际珠宝鉴定机构 IGI 及其证书 .....	16
图 16:	DJULA 门店形象 .....	16
图 17:	DAMIANI 门店形象 .....	16
图 18:	DJULA、DAMIANI、SALVINI 产品形象 .....	16
图 19:	公司珠宝时尚行业产业链上下游布局 .....	17
图 20:	公司 2018 年重大资产重组注入地产业务 .....	18
图 21:	复地中心、复地鹿岛、云尚国际时尚中心、星泓云谷金融城等项目形象 .....	18
图 22:	重要地产子公司总资产（亿元） .....	19
图 23:	重要地产子公司营业收入（亿元） .....	19
图 24:	重要地产子公司净利润（亿元） .....	19
图 25:	重要地产子公司净利率（%） .....	19
图 26:	公司房地产业务收入及营业成本（亿元） .....	20
图 27:	公司房地产业务毛利率（%） .....	20
图 28:	公司资产负债率 .....	23
图 29:	公司流动比率及利息保障倍数 .....	23
图 30:	商管与租赁收入（亿元）、增速及毛利率情况 .....	24
图 31:	度假村、商业收入（亿元）及增速 .....	24
图 32:	豫园一期与二期风格对比 .....	25
图 33:	豫园一期地图 .....	25
图 34:	豫园二期规划地图 .....	25
图 35:	日本星野度假村形象 .....	26
图 36:	星野度假村营收及毛利率 .....	26
图 37:	文化餐饮、食品收入（亿元）及增速情况 .....	26
图 38:	公司部分老字号品牌矩阵 .....	26
图 39:	公司文化餐饮老字号品牌矩阵 .....	27
图 40:	新增餐饮直营门店数 .....	28
图 41:	餐饮直营门店情况 .....	28
图 42:	松鹤楼苏式面馆形象 .....	28
图 43:	松鹤楼特色苏式面产品形象 .....	28

图 44:	公司梨膏露蓝罐升级红罐.....	29
图 45:	公司差异化草本白酒秋葵酒.....	29
图 46:	如意情收入、净利润（亿元）及增速.....	29
图 47:	金徽酒营业收入、净利润（亿元）及增速.....	29
图 48:	金徽酒股权结构变化图.....	30
图 49:	童涵春堂相关产品.....	31
图 50:	公司医药板块营收及毛利率（亿元）.....	31
图 51:	公司独家代理高端宠物食品品牌希尔思.....	33
图 52:	公司控股互联网宠物一站式服务平台爱宠医生.....	33
图 53:	海鸥手表、上海手表产品形象.....	34
图 54:	豫园、飞亚达和天王表销售渠道数量.....	34
图 55:	天津海鸥表业业绩情况（亿元）.....	34
图 56:	上海表业业绩情况（亿元）.....	34
表 1:	公司主要高管概况.....	10
表 2:	公司股权激励计划情况.....	11
表 3:	老庙品牌与亚一品牌对比.....	13
表 4:	2019 年公司房地产在建、拟建、竣工项目情况.....	20
表 5:	2019 年至今公司待开发房地产项目情况.....	22
表 6:	公司 2019 年十大直营店中餐饮板块情况.....	27
表 7:	金徽酒 2019-2023 业绩考核目标（亿元）.....	30
表 8:	AHAVA 和 WEI 品牌定位及产品情况.....	32
表 9:	收入预测明细.....	35
表 10:	黄金珠宝可比上市公司估值比较.....	36
表 11:	时尚消费及物业可比上市公司估值比较.....	36

# 1. 公司概况：资产重组复星控股，打造三大产业板块

## 1.1 发展历程：从老八股，到新豫园

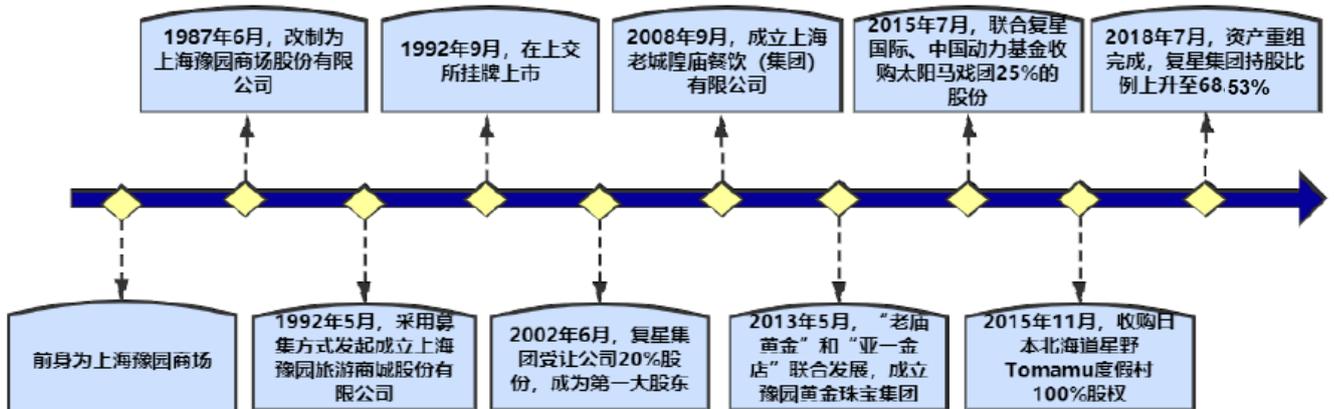
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的前身为上海豫园商场，发展历程可以分为以下三个历史阶段：

**第一、前期探索期（1987-2001年），依托豫园、发展上市。**上海豫园商场于1987年6月改制为上海豫园商场股份有限公司。1992年，公司吸收豫园旅游、南市区饮食、上海商业建设等十四家单位，该阶段公司重点依托上海旅游景点豫园，运营豫园周边的旅游、百货、珠宝、餐饮等多业态。同年5月，公司采用募集方式共同发起成立上海豫园旅游商城股份有限公司，向社会公开发行股票，同年9月公司股票在上海证券交易所上市，为上交所首批上市的八只股票之一。

**第二、稳健成长期（2002-2017年），复星入股、发力黄金。**2002年，复星以股权转让的形式，获得公司20%股份，并成为其第一大股东，为公司发展注入了新的活力，2017年公司更名为“豫园股份”。该阶段公司重点发展“老庙”和“亚一”两大珠宝时尚品牌，推动品牌走出上海，成为全国知名连锁品牌。2008年，成立上海老城隍庙餐饮（集团）有限公司，对下属各餐饮企业进行统一经营管理。2013年，整合旗下“老庙黄金”和“亚一金店”，成立豫园珠宝时尚集团。2015年，公司布局海外旅游地产，收购日本北海道星野Tomamu度假村。2017年，公司更名为“豫园股份”。

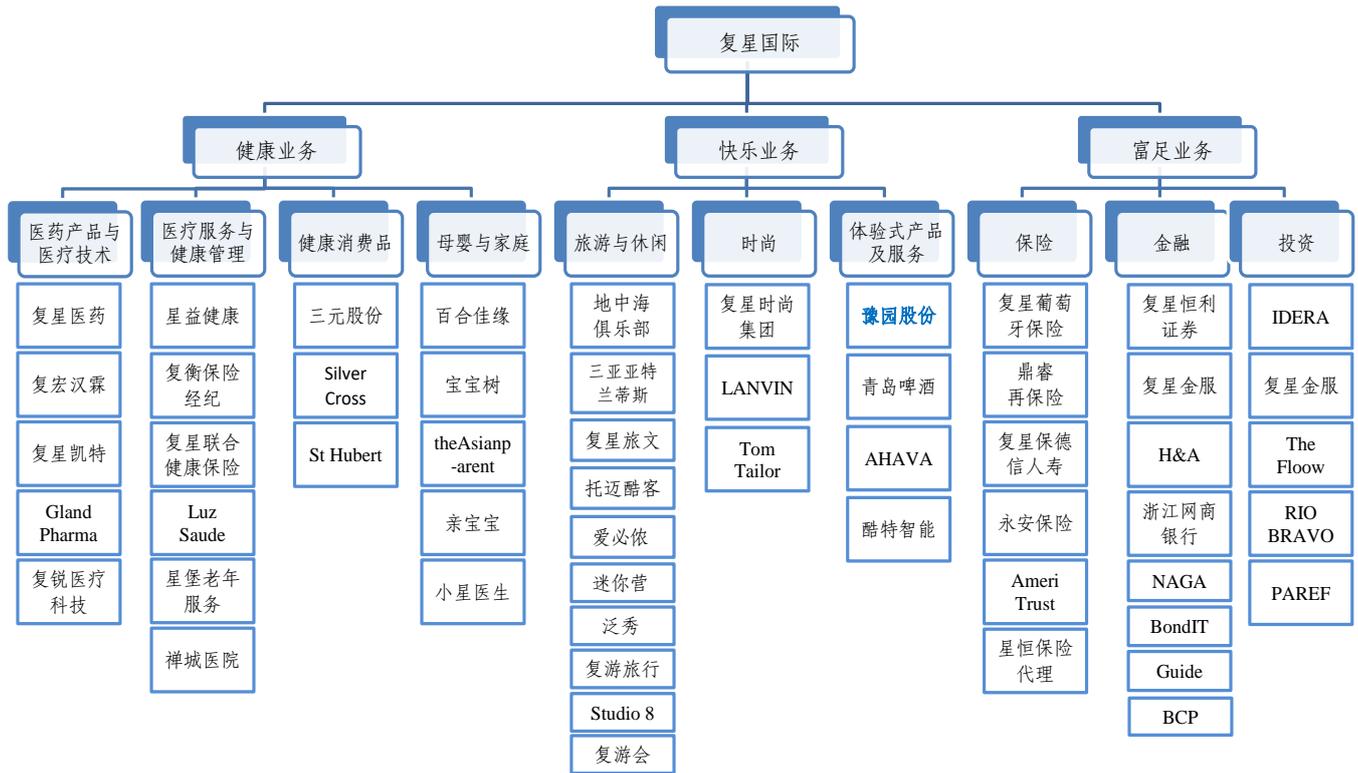
**第三、快速发展期（2018-至今），复星控股、战略升级。**2018年7月，公司完成重大资产重组，复星集团和黄浦区国资委注入复合功能地产业务，复星体系持股比例提升至68.53%，实现绝对控股。公司与复星现有业务协同效应显著，公司利用复星拥有的丰富运营管理经验，形成以珠宝时尚、复合功能地产为主，叠加文化商业、美丽健康的多元化业务结构，业务规模和竞争实力显著提高，进入全面高速发展的新阶段。2019年，公司被纳入MSCI中国指数和沪深300指数。

图 1：公司重大历史事件时间轴



资料来源：公司公告、公司官网、长城证券研究所

图 2: 复星国际业务版图



资料来源: 公司公告、复星国际官网、长城证券研究所

## 1.2 业务概况: 珠宝时尚、复合功能地产为基石, 文化商业为发展方向

依托城市文化, 发展家庭快乐消费, 顺应文化传承复兴国潮。公司依托上海城市文化商业根基, 以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、植根中国的一流家庭快乐消费产业集团。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动, 秉承快乐时尚理念, 持续构建“快乐消费产业+线下产业地标+线上家庭入口”的“1+1+1”战略, 逐步形成了面向新兴主力消费阶层, 具有独特竞争优势的产业集群, 主要包括文化商业及智慧零售、珠宝时尚、文化餐饮和食品饮料、国潮腕表、美丽健康、复合功能地产等业务板块。

资产重组注入地产业务, 三大产业协同发展。公司主营业务主要由三大板块组成, 即产业运营、商业管理和物业租赁以及物业开发销售。产业运营主要包括珠宝时尚、文化餐饮、文化食品、美丽健康等业务板块; 商业管理及租赁主要为豫园商场、日本新野度假村等业务板块; 物业开发与销售主要以复地、星泓、云尚三大业务集团为主。

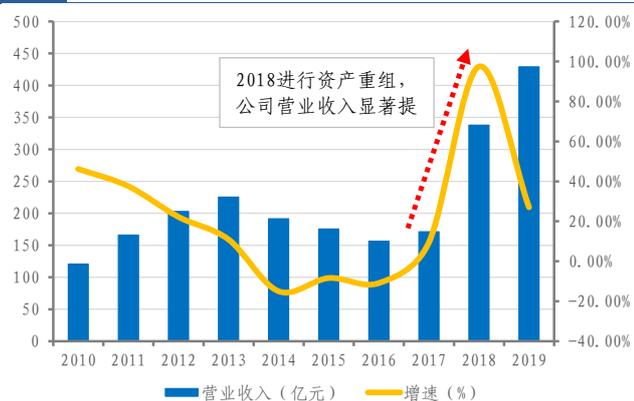
图 3: 公司主要业务板块



资料来源：公司公告，公司官网，长城证券研究所

公司自 2018 年经历重大资产重组后，业绩显著提升，2019 年为公司完成重组后的第一个完整年度，实现营业收入 429 亿、同比增长 26.47%，实现归属母公司净利润 32 亿元、同比增长 5.79%。2020 上半年，虽然受到新冠疫情影响，消费零售市场持续低迷，但公司仍然在艰难的市场环境下实现了收入、利润的增长，2020H1 公司实现营业收入 201 亿、同比增长 0.88%，实现归属母公司净利润 11 亿元、同比增长 10.37%。

图 4: 公司营业收入



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

图 5: 公司归母净利润

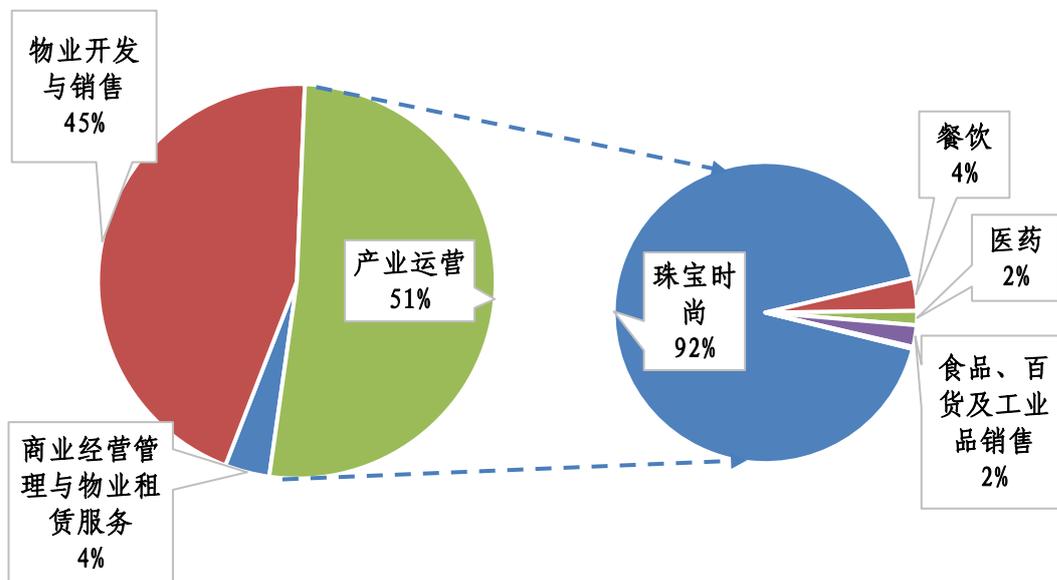


资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

珠宝时尚、复合功能地产为基石，优选消费为发展方向。公司收入主要以产业运营、物业开发与销售业务为主，商业经营与管理与物业租赁为辅。2019 年，公司产业运营收入 221 亿元、占比 51%，物业开发与销售业务收入 192 亿元、占比 45%，两大业务板块合计贡献公司 96% 的收入，为公司收入的主要来源；商业经营与管理与物业租赁板块为公司创造收入 15.6 亿元、占比 4%。其中，产业运营板块中的珠宝时尚营业收入达 205 亿元、同比增长 23%，占产业运营板块收入的 92%，为公司产业运营板块的主要部分，占公司总收入占比达 47.67%。

未来，公司业务仍将以产业运营、复合功能地产两大板块为基石，复合功能地产保持现有规模稳健发展，为公司提供稳定的利润来源和持续的发展能量。结合公司“1+1+1”的发展战略，公司未来将大部分资源倾斜发展消费产业，推动珠宝时尚业务保持快速发展，通过外延拓展等方式获得护肤品、宠物健康、白酒等业务，补充美丽健康赛道长期发力点，将公司打造成为集珠宝、餐饮、食饮、美妆、宠物等多元化消费平台。

图 6: 2019 年公司主营收入占比图

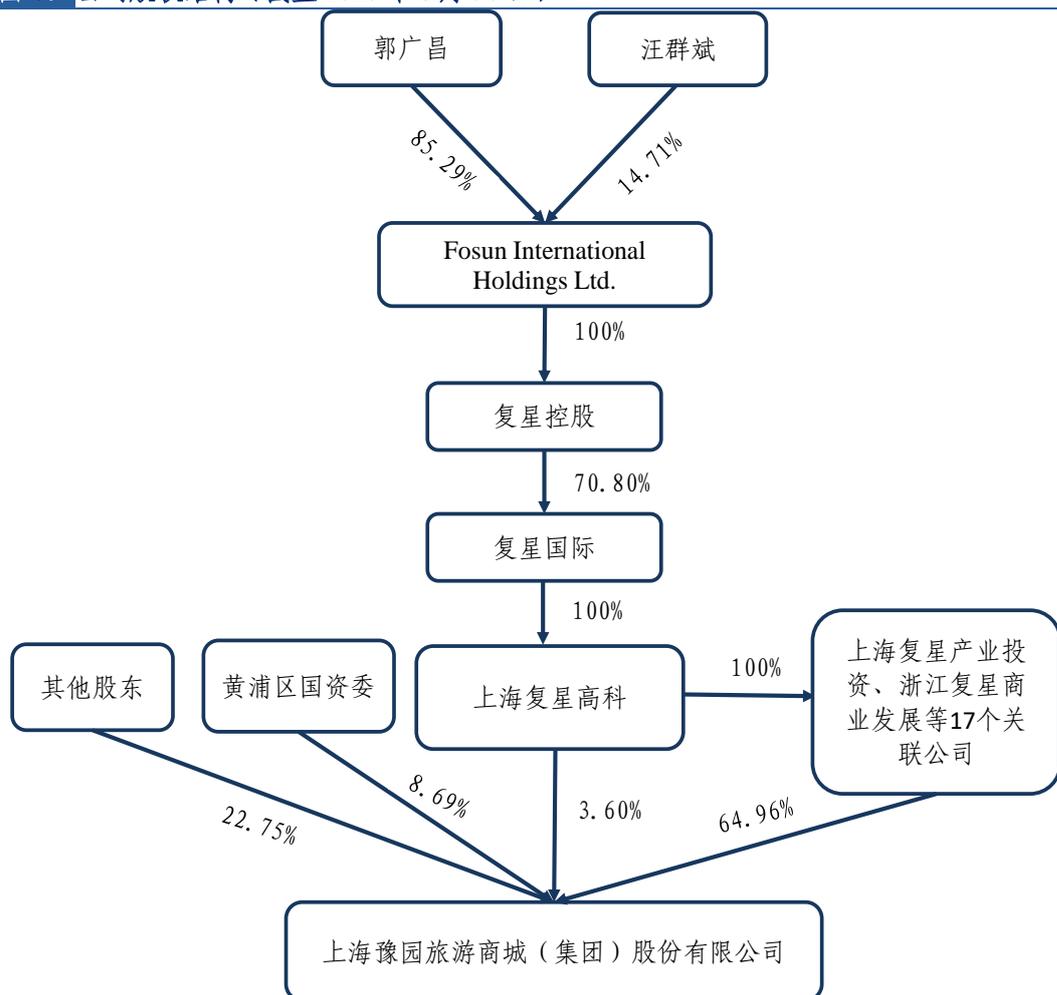


资料来源：公司公告、长城证券研究所

### 1.3 治理结构：持股集中，团队多元，激励充分

**复星控股，持股集中。**2018年7月，公司完成重大资产重组，通过增发股份的方式收购了复星集团旗下上海星泓、闵祥地产等24家公司的全部或部分股权，及黄浦区国资委旗下新元房产的100%股权。此次重组使得国有、民营股东共同注入上市公司的产业载体，复星集团持股比例也由26.45%提升至68.53%（其中，复星高科直接持股3.57%，通过复星产投、复星商业发展等17家企业合计间接持股64.96%），实现了对公司的绝对控股，有利于公司的长远发展。同时，复星承诺注入资产在2018-2020年的净利润合计不低于70亿元，为公司的业绩增长提供了保障。此外，黄浦区国资委持股8.69%，社会公众持股22.78%。

图 7: 公司股权结构 (截止 2020 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

**团队多元, 领路公司成长。**公司内部实行轮岗机制来加快将才帅才的培养和成长, 同时坚定践行合作人计划, 治理结构不断升级, 人才、组织、机制持续优化。2019年12月, 公司完成董事会换届并公布最新一届董事会成员及职务安排, 新管理层平均年龄更加年轻, 新当选的12位董事中徐晓亮等5人来自复星, 有利于加强豫园与复星之间的交流协同; 公司新任总裁黄震曾任职于上海家化, 对化妆护肤行业和珠宝黄金行业具有敏锐的洞察力, 具有丰富的行业经验, 推动公司外延收购高端品牌, 内生升级自有品牌的, 显著提升公司珠宝时尚业务及美丽健康业务长期竞争力。2020年2月, 复星国际对多名高管人事任职做出调整, 原执行董事汪群斌升任公司联席董事长, 原联席总裁徐晓亮与陈启宇升任公司联席CEO。联席董事长及联席CEO的设置是一种互为AB角的机制, 能减少之前组织对人、对路径的依赖, 让团队更好地保持战时状态、高压状态, 对于豫园进一步融合进复星业务版图并实现高质量发展具有重要意义。除了顶层团队的建设, 公司同样注重梯队建设, 培养90后人才, 打造更年轻化的经营班子, 以推进公司面向年轻消费群体的战略。

表 1: 公司主要高管概况

姓名	职务	主要工作经历
徐晓亮	董事长	1998年加入复星, 2013年12月起出任豫园股份董事长。现亦任复星国际执行董事、联席首席执行官, 复星蜂巢董事长, 同时出任招金矿业副董事长兼非执行董事以及复星多家公司之董事。现为上海市第十五届人民代表大会代表, 同时担任浙江商会房地产联合会联席会长、上海国际时尚联合会会长。

龚平	副董事长	2011年加入复星，现担任复星国际执行董事、高级副总裁兼首席财务官、豫园股份副董事长。亦任ParisRealtyFundSA董事长、上海证大房地产有限公司非执行董事、上海策源置业顾问股份有限公司及复星内多家公司之董事。加入复星前，先后任职于上海银行浦东分行和总行以及渣打银行中国区总部，并担任韩国三星集团总部全球战略顾问。
刘斌	董事	2012年加入复星，创建上海星泓投资控股有限公司，现任公司董事，亦任复星总裁高级助理，星泓产发集团董事长、云尚产发集团董事长。加入复星前，曾任职于中交第四航务工程勘察设计院，于1995年起从事房地产开发管理工作，在产业园建设、产业运营、产业投资等方面拥有逾20年经验。
王基平	董事	2000年加入复星，现任公司董事，亦任复星总裁高级助理，复地产发集团董事长。一线深耕27年，历经产业地产发展转型变革。
黄震	总裁	2017年9月加入公司，现任公司总裁，曾任上海家化副总经理兼佰草集事业部总经理，一手打造佰草集品牌
石琨	联席总裁	历任复星集团品牌市场部副总经理，复星地产控股总裁办公室总经理、海外资产管理部总经理、总裁助理。于2016年7月至2019年12月担任豫园股份副总裁。现任豫园股份第十届董事会董事，公司联席总裁。
邹超	CFO	2015年3月加入复星集团，期间担任复星地产财务董事总经理、兼任复地集团总裁助理、CFO。2018年7月3日起担任上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司副总裁兼CFO。
王瑾	副总裁	2017年4月至2018年4月担任复星集团法律事务部联席总经理、复星地产总裁助理兼法律事务部总经理。2018年5月4日起担任上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司副总裁。
郝毓鸣	副总裁	2017年5月加入豫园股份担任人力资源中心联席总经理，2018年4月担任豫园股份总裁助理兼人力资源中心联席总经理。2018年10月9日起担任上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司副总裁
蒋伟	董秘	2007年12月起担任豫园股份董事长助理(副总裁级)兼董事会秘书。
朱立新	董事	2017年5月至2019年12月任黄浦区金融服务办公室党组书记、主任。2019年12月27日起任豫园股份第十届董事会副董事长。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

**激励充分，彰显信心。**公司不断深化合伙人机制，引入了大量具备丰富产业运营和投资经验的人才加入，布局珠宝时尚、美丽健康赛道，提升公司创新能力和产品研发能力。自重组完成后，公司陆续推出合伙人期权激励计划、员工期权激励计划和限制性股票激励计划等累计5次股权激励计划，建立健全充分的激励机制，体现公司对人才和组织能力提升的重视，为公司的持续发展保驾护航。2020年2月4日，公司充分考虑疫情影响，公告进行股份回购展现担当和发展信心，拟以1.66亿元自有资金回购股份1000-2000万股，回购股份不超过总股本的0.51%，回购价格不超过8.30元/股，且回购的股份将全部用于员工股权激励计划。根据公司2019年第二期合伙人期权激励，公司业绩考核目标为：2020-2022年EPS分别不低于0.85元、0.9元、0.95元，对应年复合增长率为12%。

**表 2：公司股权激励计划情况**

时间	激励计划	激励对象	激励总数及占比	价格	有效期	业绩考核目标
2018年10月	首期合伙人期权激励计划	公司董事、高级管理人员、核心技术人员，共4人	450万股 (0.1161%)	7.21元	6年	2020/2021/2022年基本每股收益不低于0.85/0.9/0.95元/股； 或2020/2021/2022年归属于上市公司股东的净利润相比2018年复合增长率不低于12%。
2018年10月	限制性股票激励计划	董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干(不包括独立董事、监事)，共45人	458万股 (0.1181%)	3.61元	4年	2018年归属于上市公司股东的净利润不低于28亿元； 2018-2019年归属于上市公司股东的净利润累计不低于60亿元； 2018-2020年归属于上市公司股东的净利润累计不低于97亿元。

2019年3月	第二期合伙人股权激励计划	公司全资子公司的核心经营层，共6人	540万股 (0.1391%)	9.09元	6年	2020/2021/2022年基本每股收益不低于0.85/0.9/0.95元/股， 或2020/2021/2022年归属于上市公司股东的净利润相比2018年复合增长率不低于12%。
2019年8月	限制性股票激励计划	公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、子公司核心经营管理人员及核心骨干，共41人	301.8万股 (0.0778%)	4.31元	4年	2018-2019年归属于上市公司股东的净利润累计不低于60亿元； 2018-2020年归属于上市公司股东的净利润累计不低于97亿元； 2018-2021年归属于上市公司股东的净利润累计不低于132亿元。
2019年11月	员工股权激励计划	公司高级管理人员、公司中层管理人员、子公司核心经营管理人员，共50人	365万股(0.094%)	8.62元	4年	2019/2020/2021年EPS不低于0.85元/股；或2019/2020/2021年归母净利润相比2018年复合增长率不低于12%。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

## 2. 珠宝时尚：内生升级自有品牌，外延收购高端品牌，产业整合持续推进

公司通过内生加外延的方式，整合产业链资源，打通珠宝时尚产业链上中下游，进一步加强珠宝时尚业务板块竞争优势。内生升级调整国内知名珠宝品牌老庙和亚一，差异化定位和品牌升级进一步深耕本土珠宝市场，提升品牌影响力；外延通过并购方式获得高端国际珠宝品牌，进军细分高端珠宝领域，完善自身品牌矩阵；同时，公司布局产业链上下游，通过对黄金原料开采及珠宝镶嵌等加工过程的把控，加强珠宝镶嵌制造端优势，将珠宝产业链延伸至开采、鉴定、生产、销售、品牌运营等各个环节，打造属于豫园股份完备的珠宝时尚产业链。

### 2.1 内生升级：自有品牌定位调整，瞄准差异化消费群体

**老庙升维定位一二线城市，亚一降维定位三四线城市。**公司拥有两大珠宝时尚品牌“老庙黄金”和“亚一珠宝”，二者皆以黄金首饰的销售为主，2017年以前两大品牌定位相似，同一团队同时经营，由于老庙品牌影响力稍强于亚一品牌，导致公司资源大量向老庙倾斜，亚一规模逐渐萎缩，整体经营效果欠佳。自黄震总加入公司之后，提出差异化发展战略：老庙品牌升维发展，主打“好运”文化，演绎新中式韵味，其产品线主要包含黄金及其他贵金属、镶嵌珠宝等多类型，同时涉及高端珠宝黄金的制作工艺，并以“福禄寿喜财”五大不同系列，覆盖各类生活场景，定位满足一、二线城市中产家庭为主的消费群体；而亚一品牌另辟蹊径，降维不降价，通过对“爱自己、爱家人、爱伴侣、爱朋友、爱世界”的“五爱”文化进行阐释，以黄金饰品为主，定位满足三、四线城市小康家庭生活需求。

表 3: 老庙品牌与亚一品牌对比

	老庙	亚一
品牌定位	中高端	年轻时尚
文化风格	古典新中式	现代浪漫西式
品牌文化	好运文化：福祿寿喜財	五爱文化：爱伴侣、爱家人、爱自己、爱朋友、爱宝贝
目标人群	一二线城市中产家庭	三四五线城市小康家庭
核心价位段	3000-5000 元	500-3000 元
代表产品		
代言人	孙俪、郭麒麟	—

资料来源：公司官网、公司公告、长城证券研究所

两大品牌在产品定位、产品特色等方面错位经营、相辅互补，锁定不同的客户群来改善两大品牌的经营效果，通过品牌升级助力公司珠宝时尚业务多品牌、差异化定位发展，实现快乐与时尚消费的愿景。经过两年时间的升级和调整，2019 年公司珠宝时尚业务实现营业收入 204.57 亿元、同比增长 22.66%，实现净利润 4.92 亿元、同比大幅增长 69.07%；2020H1 是宏观经济低迷的背景下，仍逆市实现营业收入 102.71 亿元、同比增长 2.92%，实现净利润 2.43 亿元、同比下滑 15.92%，其中 2020Q2 实现收入同比增长 4.9%，大幅领先珠宝时尚行业增速，公司珠宝业务已率先市场显著回暖。

图 8: 公司珠宝时尚业务收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 9: 珠宝时尚业务净利润、增速及占比

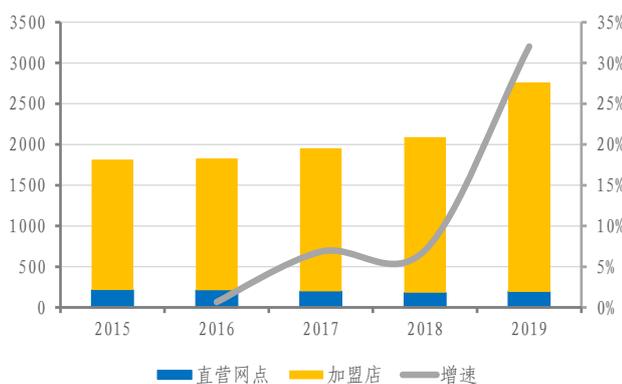


资料来源：公司公告、长城证券研究所

网点数量迅速提升，门店质量不断升级。公司销售模式分为直营零售、加盟批发两种，其中上海地区以直营为主，外地以加盟为主，加盟批发业务占公司珠宝时尚销售占比达

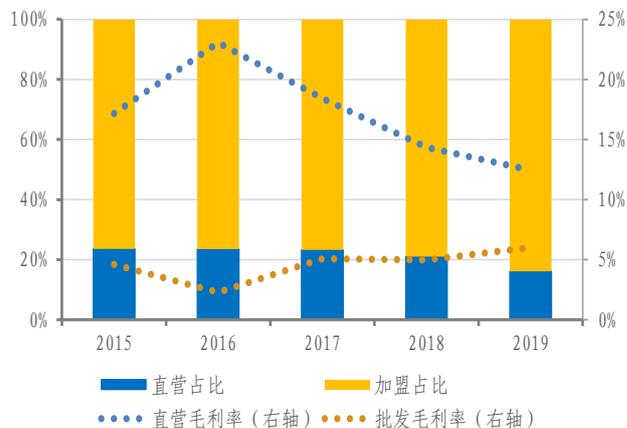
84%。自黄金市场回暖及品牌定位调整以来，公司近两年珠宝黄金的渠道数量快速增长，2019年底、2020H1渠道网点分别为2759家（直营门店199家、加盟门店2560家）、2976家（其中直营门店200家，加盟门店2767家），存量门店中以老庙品牌为主；2019、2020H1分别净新增门店669家、208家，净开店数量位于行业第一。参考珠宝时尚行业龙头老凤祥、周大生的渠道数量，预计老庙品牌渠道数量可达到4000家左右，亚一则下沉三四线城市，进一步占领低线城市珠宝黄金市场，公司渠道数量未来几年内仍存在翻番空间，渠道空间十分广阔。我们预计，公司未来两年将继续推进快速开店，预计每年新增门店数量与2019年相仿，新开门店两个品牌约各占一半。

图 10: 公司珠宝时尚门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 11: 公司珠宝时尚业务加盟占比逐年提升



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

公司渠道数量迅速增长的同时也十分注重门店质量提升，门店形象不断优化，更注重年轻化、时尚化设计，并且尝试进入高端核心商圈，首家轻奢旗舰店已入驻南京德基广场。此外，公司“好运宝”APP已覆盖所有两千多家加盟店，在线提供培训、订货、财务管理、巡店督导等服务，不断为加盟商赋能，协助加盟商与公司一起成长。门店数量和质量的提升，将带动公司进一步提升珠宝黄金市场份额，实现珠宝时尚业务板块收入稳健增长。

图 12: 公司珠宝时尚品牌门店形象升级



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

提升设计打造 IP 产品，直播带货拉动线上收入。老庙和亚一不断提升产品设计感与时尚感，打造出系列爆款 IP 产品，如古韵金、麦玲玲系列、万宝宝系列，其中古韵金系列新品销售超过 5 亿。同时，公司邀请孙俪、郭麒麟代言公司品牌和特定系列产品，试水粉丝经济，向更多年轻客群推广公司品牌形象。此外，公司还作为行业先行者尝试网红直播，与薇娅、李佳琦等 20 余名网络主播合作进行引流，在 2019 年“双十一”老庙与薇娅合作进行直播营销，GMV 实现 200% 的增长，在前十大珠宝时尚销量品牌中增速第一。老庙也开始尝试搭建私域，维护引来的流量，搭建自己的素人直播团队，进行会员营销，加强互动，增强客户粘性和复购率，目前已培育出多个具备较强控场能力和售卖能力的内部主播，累积直播数百场，成功引导线上销售数千万元。公司将头部网红的直播、自身的私域运营能力以及素人直播团队进行组合和搭建，形成豫园营销自己的特色。

图 13: 老庙福运绵绵系列及亚一天作之合系列



资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 14: 公司头部主播及素人团队直播



资料来源：公司官网、长城证券研究所

## 2.2 外延收购：收购国际高端品牌，打造珠宝时尚金字塔

公司的老庙和亚一作为国内中高端品牌的珠宝代表，拥有较为稳定的客户群体，为了获取更广泛的年轻客户群体及高端客户群体，公司通过外延收购和合资等方式不断引进高端珠宝品牌，珠宝时尚品牌矩阵布局不断完善，将推动公司成为真正的珠宝时尚集团龙头，珠宝时尚业务未来有望发力成为公司业绩新增长点。

公司 2018 年收购比利时国际宝石学院 (IGI) 80% 股权，布局全球钻石产业链，以更好地获得钻石领域专业知识及行业资源。IGI 为目前世界上最大的独立宝石学鉴定实验室和宝石学研究教育机构之一，经过多年发展形成了布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴，包括知名钻石零售商。IGI 目前在全球拥有 18 个实验室和 14 所宝石学校，业务遍布纽约、洛杉矶、香港、东京等 18 个国家和地区，在同类机构中覆盖服务区域面积最广。自身盈利情况良好，预计未来将维持稳定增长。公司未来将借助 IGI 之力协同开拓中国珠宝市场，取得国内珠宝产业链中更强的话语权。

2020 年 3 月，公司以 2.1 亿元收购法国轻奢设计师珠宝品牌 DJULA，进一步扩大珠宝时尚品牌版图，完善对年轻客户喜爱的轻奢珠宝领域品牌布局，丰富品牌矩阵。DJULA 以强设计为驱动，产品力与设计力强，注重 KOL 和社交媒体的营销，深受欧美年轻消费者的喜爱，目前已在国际市场中拥有一定知名度。DJULA 目前已在北京星光规划开设门店，未来将持续在上海、北京等一线城市拓展渠道。

2020年7月,公司与意大利顶级奢华品牌 Damiani 签署合作协议并将成立中国合资企业,共同拓展Damiani与 Salvini两大品牌在中国市场的发展。Damiani品牌与Cartier、Tiffany、Bvlgari、VanCleave&Arpels同属顶级珠宝品牌,虽然Damiani进入中国时间较早,但由于缺少市场挖掘和品牌推广的经验,品牌知名度和话语权不高,自2018年开始,Damiani集团将发展重心放到亚太地区市场。通过本次合作,公司将获得意大利高端珠宝品牌Damiani和轻奢珠宝品牌Salvini在大中华区的独家经销权,预计公司于近五年内在内地开设10-15家Damiani旗舰店和近百家Salvini品牌门店。公司将围绕Damiani、DJULA对组织人员进行搭建,注重渠道质量以及对门店的选址,进一步打开了公司珠宝时尚集团的市场空间。

图 15: 国际珠宝鉴定机构 IGI 及其证书



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 16: DJULA 门店形象



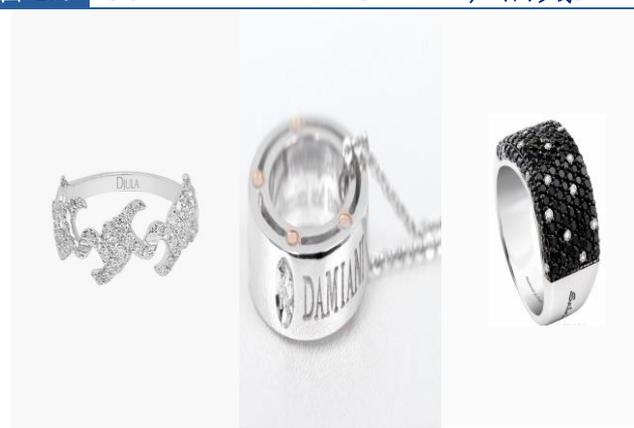
资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 17: DAMIANI 门店形象



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 18: DJULA、DAMIANI、SALVINI 产品形象



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

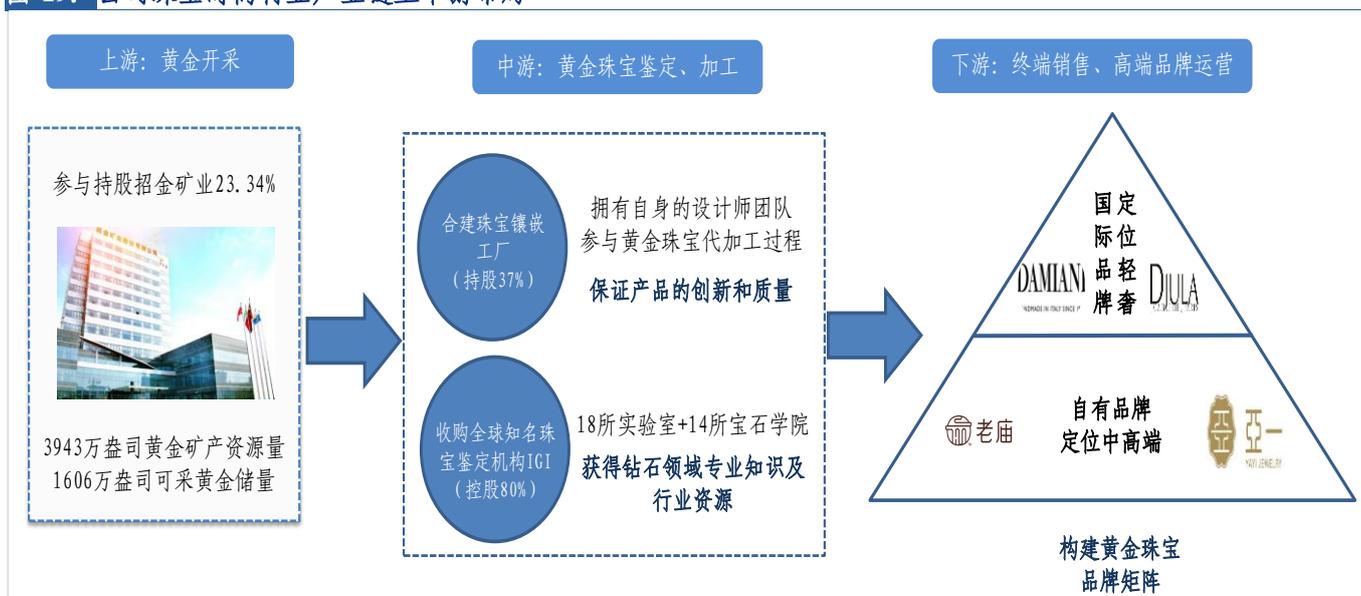
## 2.3 产业整合: 入股招金矿业及镶嵌工厂, 产业链布局持续推进

除品牌运营外,公司持续推进整合珠宝时尚产业链,培养自己的设计师团队和供应链团队,并入股招金矿业及深圳星光达镶嵌工厂,目前已形成黄金开采、产品设计、珠宝镶嵌加工、珠宝鉴定、珠宝时尚终端销售的完整产业链布局,将推动公司提高生产效率及产品质控,配合珠宝时尚业务的快速发展。

公司目前持有港股上市公司招金矿业 23%的股份，招金矿业作为国内领先的黄金生产商和最大的黄金冶炼企业之一，拥有从勘探、开采、加工到冶炼为一体的完整的黄金产业链，技术均达到国内领先和国际水准。招金矿业 2019 年实现营收 62.29 亿元，归母净利润 4.79 亿元，对应贡献公司投资收益 0.77 亿元；2019 年现金分红 0.04 元/股，贡献公司业绩 0.30 亿元。招金矿业矿产资源储备充足，盈利能力强，截止 2019 年末拥有 3943.29 万盎司黄金矿产资源和 1606.67 万盎司可采黄金储量，在国际金价持续上涨的背景下，将持续为公司贡献投资收益。

2019 年，公司与国内镶嵌类珠宝加工领军龙头星光达合资成立星豫珠宝加工厂，主要从事生产钻石、彩宝等镶嵌类产品。本次合作将助力公司打通镶嵌类珠宝行业上下游，延伸产业链，并发挥星光达优质制造能力与豫园强渠道能力的协同效应，提高快速反应能力及产能利用率，为公司后续钻石珠宝及镶嵌业务的快速发展提供基础与可能。

图 19: 公司珠宝时尚行业产业链上下游布局



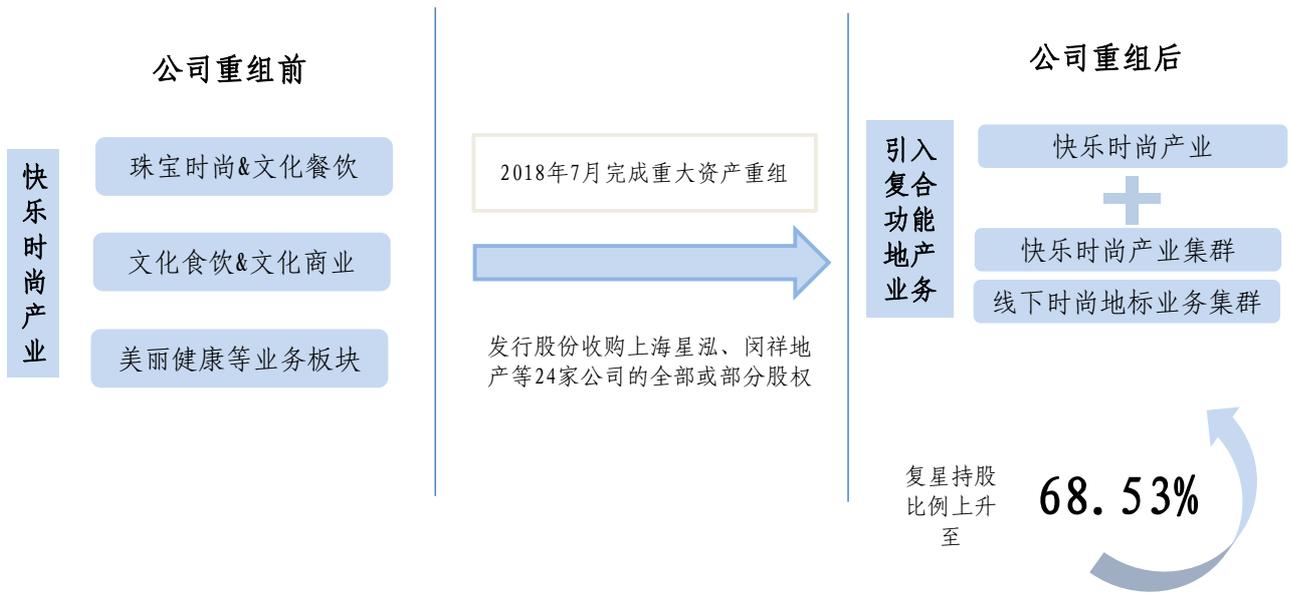
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 3. 复合功能地产: 产城融合造就拿地优势, 稳定现金流为发展造血

#### 3.1 物业开发销售: 稳定利润贡献公司发展, 毛利率显著领先行业

**战略重组, 注入地产业务。**2018 年 7 月, 公司完成战略重组, 作价 224 亿元收购复星集团旗下上海星泓、闵祥地产等 24 家公司的全部或部分股权, 以及作价 16 亿元收购黄浦区国资委旗下新元房产 100% 股权。本次标的资产主要是复星旗下“蜂巢城市”复合功能地产业务资产及黄浦区国资委拥有的豫园商圈毗邻核心物业, 涵盖商业、住宅、办公等多元化业态, 分布在上海、北京、武汉、南京等一二线城市, 大部分位于当地重点区域或地段。

图 20: 公司 2018 年重大资产重组注入地产业务



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

产城融合, 结合城市地标、商业设施和居民住宅打造复合功能地产为公司地产业务最重要特点。复合功能地产业务为公司商业、零售、文化娱乐、餐饮等多元化产业的产业载体, 以地产承载城市复合功能、活力社区为理念, 围绕金融服务、文化旅游、物流商贸、健康体验等主题, 是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。该板块业务主要由公司旗下复地产业发展、星泓产业发展、云尚产业发展三大业务管理平台负责运营。

图 21: 复地中心、复地鹿岛、云尚国际时尚中心、星泓云谷金融城等项目形象



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

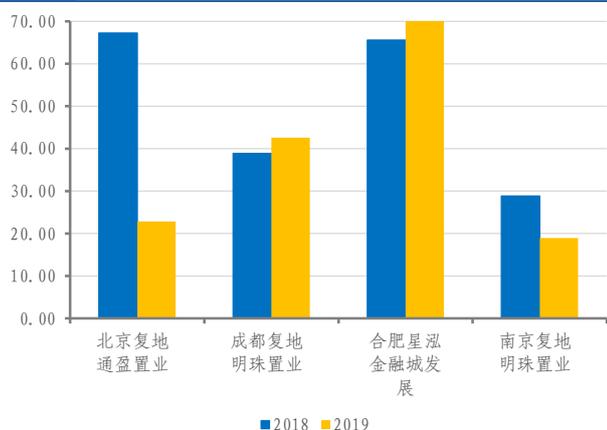
复地产发为全国性房产开发公司, 聚焦核心城市和优势产业, 2020 年重点强化好产品打造, 针对健康、金融、智慧和文旅四个方向开展产品力建设工作, 在做好存量项目的同时着力拓展新项目, 稳步推进长春卡伦湖项目、昆明万达双塔片区项目、天津滨海高铁

东项目等六个项目的建设，目前已完成 22 个核心进入城市政府核心诉求的摸排工作，充分了解产业诉求及地方政府诉求，为打造好产品奠定扎实的基础。

星泓产发为区域型地产公司，实施“两湾两线”布局策略，聚焦粤港澳大湾区、杭州湾区及其周围城市圈，聚焦强二三线城市，并与地方政府保持良好的沟通以寻求产业落点。目前重点在合肥等城市进行地产业务的开发，其中智慧园区建设聚焦产业赋能和会员拉新，目前智慧园区系统的建设已进入第三阶段，承载了 10 大业务模块，并在合肥云谷 515 活动中投入运行；星泓产发联合内外部资源，打造以文化为属性的“投资+产业+运营”平台“星云 LAB”，塑造园区产业运营 IP，助力轻资产运营，为产业投资赋能。

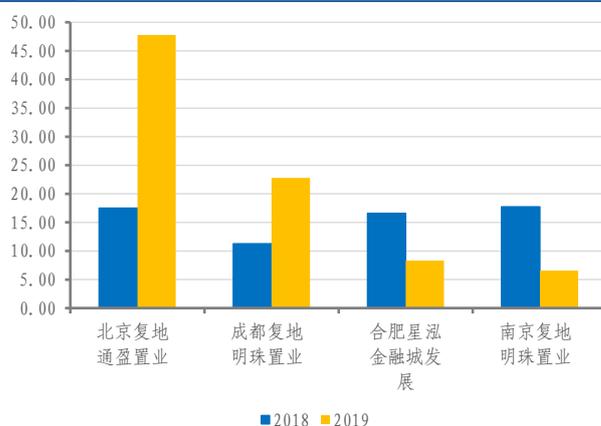
云尚产发则聚焦时尚产业，2019 年云尚·武汉国际时尚中心于正式开业，它是云尚产发在线下首个将产业与商业深度融合的场景，定位为“以服贸为核心的产业中心、以服装为核心的时尚中心”，为汉正街服装生态赋能，助力武汉时尚产业蝶变。2020 年，云尚重新梳理项目商业定位，激活项目时尚文化，引入乐队、小型话剧、商业活动等时尚资源，跨界流量导入，培育时尚客群。

图 22: 重要地产子公司总资产 (亿元)



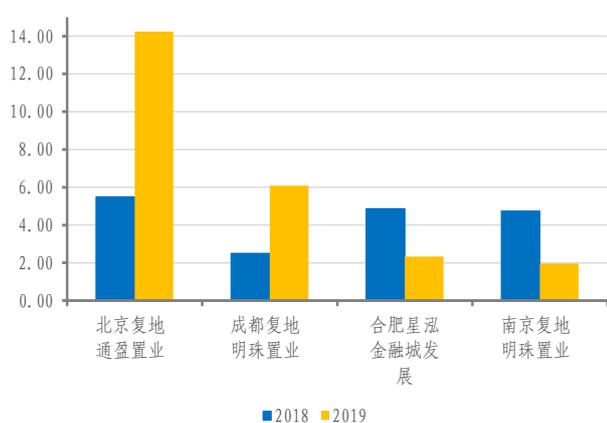
资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

图 23: 重要地产子公司营业收入 (亿元)



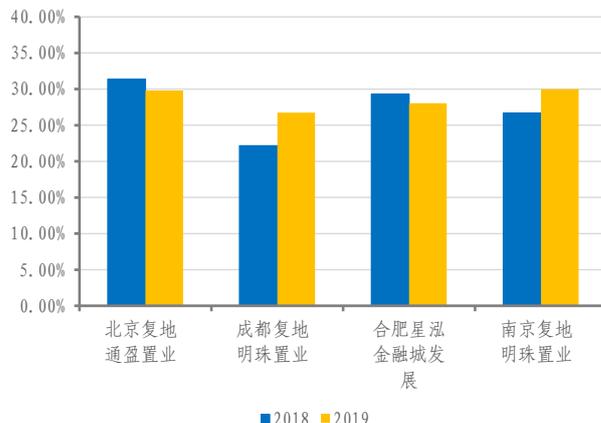
资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

图 24: 重要地产子公司净利润 (亿元)



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

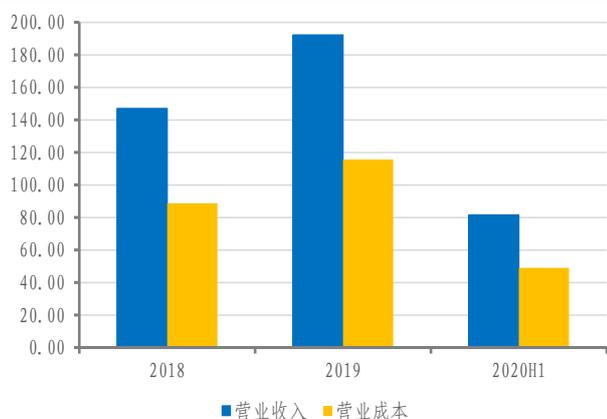
图 25: 重要地产子公司净利率 (%)



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

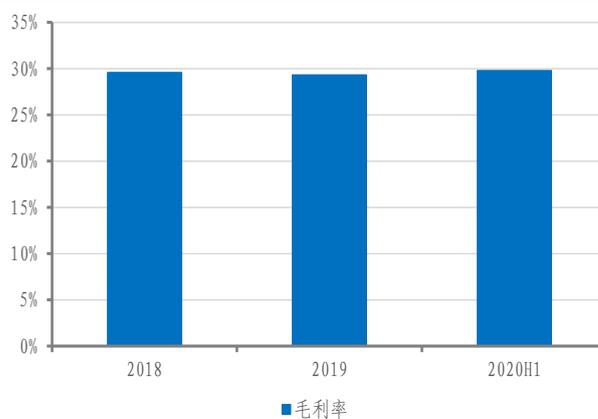
毛利率显著高于行业平均水平，稳定利润为公司贡献造血机制。2019年，公司物业开发与销售收入到达192.19亿元，同比增长30.34%，毛利率39.8%，公司通过产城融合协调效应，深度绑定当地政府共同发展，降低拿地成本，致公司毛利率显著超过行业平均水平约10个点，提高地产项目的盈利能力；2020H1，公司克服困难，在市场环境较差的背景下，保证了业绩的平稳发展，上半年收入达81.41亿元，同比下滑仅0.88%，而毛利率同比增加2.82pct达到29.77%，稳定的利润和现金流为公司其他业务提供造血机制，支持公司业务抓住市场机遇快速发展。

图 26: 公司房地产业务收入及营业成本 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 27: 公司房地产业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

聚焦一二线城市，土地储备丰富，拿地成本低于周边，保障房地产业务毛利率。公司聚焦核心城市和优势产业，发挥蜂巢城市智造、产业投资运营和幸福场景打造的能力，持续为地产项目引入优质产业资源，保证公司房地产业务收入持续稳健增长，现金流增长和利润增长基本匹配。公司项目以一二线城市为主，占比达到90%以上，2019年至今，合计持有待开发土地面积总计134.57万平方米，规划计容建筑面积299.62万平方米，储备土地价格合计186.2亿元，平均计容楼板价0.62万元/m<sup>2</sup>。

表 4: 2019 年公司房地产在建、拟建、竣工项目情况

地区	项目	经营业态	项目状态	项目用地面积(平方米)	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	实际投资额
上海	金豫兰庭	住宅、商业	在建项目	64,659.00	130,327.29	175,223.82	103,829.30	71,394.52	12.78	1.87
上海	金豫阁	商业	拟建项目	4,685.00	14,555.00	27,456.00	0	0	5	0
上海	中公馆	商业	竣工项目	121,953.90	221,641.00	305,024.13	0	305,024.13	30.45	0
上海	紫藤里	住宅	竣工项目	12,414.20	26,822.73	28,559.56	0	26,150.94	5.29	0
上海	真如项目	商业、其它(商住)	竣工项目	69,332.00	199,967.00	299,212.00	0	299,212.00	46.41	2.56
南通	如东三街区	住宅、商业、商务办公	拟建项目	124,256.00	152,536.00	210,251.00	0	0	15.1	2.08
上海	豫园二期项目	商业	拟建项目	21,201.00	70,278.00	140,000.00	0	0	67	2.36
北京	复地时代中心/运通府	办公、商业、公寓	竣工项目	37,655.84	131,591.89	227,817.37	66,889.37	0	42.02	0.95
北京	复地金融中心	办公、商业	在建项目	8,949.00	89,000.00	110,782.77	36,665.21	74,117.56	23.37	2.4
北京	复地中心	办公、商业、公寓	竣工项目	17,815.38	133,500.00	180,750.80	0	180,750.80	38.26	1.85
重庆	中央公园	住宅、商业、办公、医药、车位	在建项目	70,074.00	150,062.50	204,857.86	204,857.86	0	19.67	7.58

南京	宴南都	住宅、商业	在建项目	73,226.68	303,999.94	390,994.62	76,941.55	313,753.63	42.15	2.63
南京	御钟山	住宅、商业	在建项目	214,706.90	303,579.05	422,779.35	0	258,107.29	69.91	0.5
南京	大鱼山居	住宅、商业	在建项目	99,201.90	109,247.61	174,541.57	76,961.16	0	24.98	1.31
合肥	云谷名庭/智慧金融城项目	住宅、商业、商铺	在建项目	292,489.39	756,958.33	1,005,379.66	498,086.65	507,293.01	66	6.58
杭州	御溪花苑	住宅、商铺	竣工项目	63,814.00	104,909.85	153,939.09	0	153,939.09	24.16	0.08
杭州	悦之城	住宅	竣工项目	78,281.00	139,829.15	197,258.19	0	197,258.19	13.32	0.02
杭州	壹中心·星尚发展大厦	酒店式公寓、办公楼、商铺、车位	竣工项目	15,100.00	107,082.47	154,253.60	0	154,253.60	13.52	0.84
杭州	壹中心·复尚发展大厦	酒店式公寓、商铺、车位	竣工项目	13,198.00	65,690.94	90,428.45	0	90,428.45	8.55	0.25
武汉	复地悦城	住宅、商铺、车位	竣工项目	137,171.32	472,711.00	548,326.27	0	548,326.27	23.14	0.14
武汉	复地海上	住宅、商铺、住宅、车位	竣工项目	66,596.18	307,892.29	362,979.26	0	362,979.26	36.87	1.81
天津	高铁东项目	住宅、商服	拟建项目	131,257.30	317,199.00	367,199.00	0	0	61.31	37.08
苍溪	星泓美广场	商铺、公寓	竣工项目	50,571.71	117,975.00	117,975.00	0	117,975.00	4.43	0.09
长沙	崑玉国际	住宅、商业、商铺、车位	在建项目	32,077.07	165,524.49	218,482.45	0	170,257.74	19.11	0.07
长沙	星光天地	住宅、商业、商铺、车位	竣工项目	41,429.64	211,415.20	257,626.31	0	257,626.31	16.97	1.55
珠海	珠海斗门岭南商业	住宅、商业、车位	拟建项目	255,676.45	423,773.30	572,330.82	0	0	75.44	17.42
长春	复地卡伦湖生态新城	住宅、商业、车位、酒店	拟建项目	362,504.00	561,944.27	721,618.99	0	0	41.59	5.72
苏州	星光耀广场	住宅、商业	在建项目	174,509.30	523,280.41	703,110.43	157,388.58	545,721.85	35.16	2.5
苏州	健康蜂巢商务中心	商业	竣工项目	15,902.30	95,367.83	112,543.01	0	112,543.01	8.4	0.92
三亚	复地鹿岛	住宅	竣工项目	78,320.93	197,366.94	241,845.92	0	241,845.92	54.31	4.18
宁波	星悦中心	住宅、商业办公用楼、公寓、商铺、集中式商业	在建项目	39,769.00	198,026.00	293,262.00	293,262.00	0	42.84	2.01
宁波	复地江城国际	住宅、车位	竣工项目	28,585.40	49,411.00	68,057.00	0	68,057.00	8.14	0
宁波	星健兰亭	养老公寓、养护医疗	竣工项目	28,727.00	66,978.50	66,978.50	0	66,978.50	4.78	0.16
南通	星光域花园	别墅、住宅、车位、储藏室、商业	在建项目	176,145.66	336,964.93	470,938.88	102,746.39	368,192.49	24.44	3.11
昆明	复地云极	住宅、商业	在建项目	113,024.60	478,501.17	647,749.98	0	0	75.33	24.49
成都	复地金融岛	住宅、商业	在建项目	119,968.67	695,818.00	961,521.07	152,436.03	619,935.33	78.92	7.26
安康	天悦城	住宅、车位、别墅、商铺	在建项目	166,467.38	315,666.33	350,149.01	222,935.83	-	13.68	1.86

安康	中国西北(安康)国际天贸物流城	商业	竣工项目	263,368.70	273,920.00	260,729.00	0	260,729.00	10.46	0.29
余姚	星光御墅	别墅、住宅、商铺、车位	竣工项目	87,910.00	175,817.82	237,797.04	0	237,797.04	13.54	0.33
台州	台州星光耀广场	商铺、集中式商业、住宅、酒店式公寓、车位	在建项目	129,924.00	335,498.78	453,681.12	127,256.10	327,149.81	28.83	1.88
泉州	星光耀广场	住宅、酒店、SOHO、甲写、Mall、商业、车位	在建项目	118,158.70	554,114.59	770,291.18	105,775.48	664,515.70	39.05	1.95
西安	复地大华193二期(DK3-1)	商铺、公寓、车位	拟建项目	16,840.99	47,042.00	72,224.00	0	0	6.94	0.07
招远	豫金坊		拟建项目	12,116.01	60,580.05	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2019年，公司抓住窗口，凭借较低的拿地成本新获取了天津滨海高铁东、长春卡伦湖、昆明万达双塔片区、重庆两江新区、南通如东、珠海斗门区等六个项目，总持有待开发土地面积总计105.64万平方米，规划计容建筑面积220.30万平方米。其中，珠海斗门区项目将被打造成岭南风情街区，同时引入豫园老字号，以34.83亿元的底价拿地，规划计容建筑面积42.3万m<sup>2</sup>，计容楼板价8219元/m<sup>2</sup>，根据吉屋网近一年交易数据，周边楼面均价约1.3-1.5万元/m<sup>2</sup>，预计住宅售价约2.4万元/m<sup>2</sup>，项目可售比例94%，自持比例6%；昆明大健康产业地标项目位于昆明重点发展区域，将引入复星医疗资源，以27.67亿元的底价拿地，计容建面47.8万m<sup>2</sup>，自持比例约1%，剩余为可售的住宅、商铺，价值预计超百亿，计容楼板价5789元/m<sup>2</sup>，根据吉屋网近一年交易数据，周边项目楼面价约0.9-1.3万元/m<sup>2</sup>，周边住宅项目定价约2万元/m<sup>2</sup>。

2020年，公司继续加快拿地步伐，年初至今已获取了南京红山街、长沙岳麓区、上海金山、苏州相城等四个项目，新增有待开发土地面积总计28.93万平方米，规划计容建筑面积79.33万平方米。其中，苏州虎丘项目计划引入国内知名的人工智能独角兽，落子以数字经济产业园为核心的“智慧蜂巢”，以20.18亿元底价拿地，规划计容建筑面积18.27万m<sup>2</sup>，计容楼板价1.1万元/m<sup>2</sup>，根据吉屋网近一年交易数据，周边楼面均价约2-2.3万元/m<sup>2</sup>。

**表 5：2019 年至今公司待开发房地产项目情况**

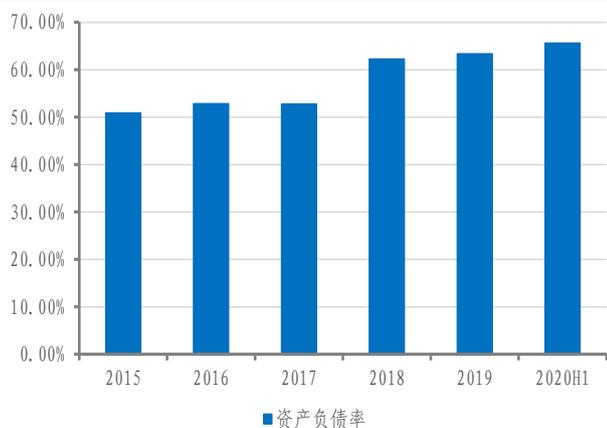
年份	序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积(万平方米)	规划计容建筑面积(万平方米)	获取方式	土地价格(亿元)	楼面地价(元/m <sup>2</sup> )	是否涉及合作开发项目	合作开发项目的权益占比(%)
2020	1	南京市玄武区	9.97	28.02	公开拍卖	30.90	11029.69	否	100%
	2	长沙岳麓区	6.05	24.22	公开拍卖	14.72	6079.02	否(不排除合作)	100%

	3	上海金山区金山工业区	4.91	8.83	公开拍卖	5.37	6085.94	否	100%
	4	苏州市相城区黄桥镇	8.01	18.27	公开拍卖	20.18	11049.92	否	100%
2019	1	天津开发区	13.13	43.77	公开拍卖	36.00	8224.15	是	50%
	2	长春卡伦湖大街	36.25	56.03	公开拍卖	5.44	970.90	否	100%
	3	昆明万达双塔片区	11.30	47.85	公开拍卖	27.67	5782.64	否	100%
	4	重庆两江新区	7.01	15.01	公开拍卖	7.33	4884.63	否	100%
	5	南通如东县城	12.43	15.25	公开拍卖	3.75	2458.44	是	60%
	6	珠海斗门区	25.53	42.38	公开拍卖	34.83	8219.02	否	100%
合计			134.57	299.62		186.2			

资料来源：公司公告、长城证券研究所

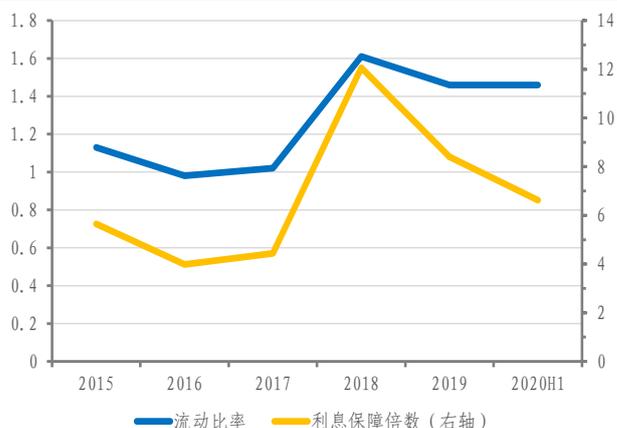
公司融资信用评级达到 AAA，融资成本低于行业平均水平。作为中国最早的上市公司之一，公司凭借着强大的实力在资本市场获得了良好的声誉，具备融资成本相对较低、融资渠道丰富的优势。公司一直维持 AAA 主体信用评级，较高的信用评级有效降低公司融资成本。2020 年 2 月 19 日，公司成功发行债券，发行规模为 19 亿元，信用评级 AAA，期限 5(3+2)年，认购倍数 2.84 倍，初始询价上限 4.5%，最终收窄并在 3.6% 成功定价；2020，10 亿超短期融资券的利率 2.2%，发行期限 125 天，最低申购价位 2.08%，最高申购价位 2.80%。同期，人民银行发布的一年前 LPR 为 3.85%，公司融资成本显著低于行业平均水平，同时也体现出投资人对公司中长期发展，深耕产业运营的认可和持续看好。此外，公司总体杠杆水平显著低于房地产行业平均水平，资产负债率为 65.62%、流动比率为 1.46X、利息保障倍数为 6.62X，而房地产行业龙头万科分别为 83.87%、1.15X、4.42X，可见公司经营稳健，偿债能力健康。

图 28：公司资产负债率



资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 29：公司流动比率及利息保障倍数



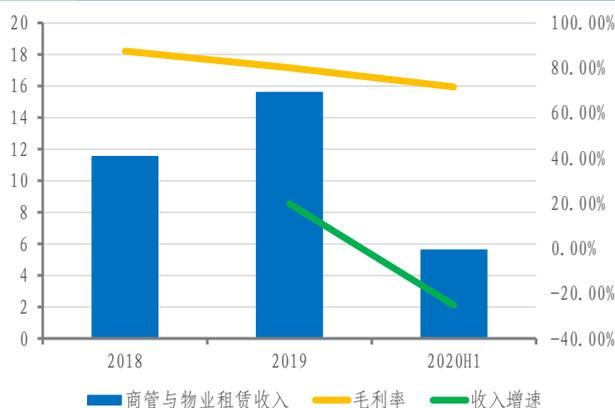
资料来源：公司官网、长城证券研究所

收购策源股份全部股权，产业链布局更为完善。公司于2020年4月23日公告，拟以6.98元/股的价格通过要约方式收购策源股份100%股权，收购前策源股份控股股东为浙江复星商业发展有限公司，持股比例为75%。策源股份于1999年开启房地产业务，是中国领先的房地产综合服务企业之一，并于2015年在新三板挂牌，公司主营业务包括资产管理、投资业务和交易服务。策源股份2018年营业收入4.6亿元，同比下滑0.54%，归母净利润5110万元，同比下滑27.95%。截至2019年10月31日，公司1-10月营收4.5亿元，归母净利润3490万元。本次要约收购有利于拓展上市公司房地产业务链条，强化上市公司旗下地产项目在前期评估、产品定位、广告策划、销售退出、商办类物业运营等方面的实力，实现良好的协同效应，并有利于增厚上市公司业绩规模，提升上市公司持续盈利能力。

### 3.2 商业管理与物业租赁：度假村受疫情影响较大，豫园二三期现即将投建

公司租赁及物业主要分布在一线城市，占比高达80%以上，预计可供出租物业面积达到238.8万方，其中豫园项目和日本新野度假村提供了租金收入的主要来源，此外还有上海活力城、星光耀等购物中心。2019年，公司商业管理与租赁业务收入15.59亿元，同比增长19.78%，毛利率高达80.1%；受疫情影响，2020年初日本度假村关闭导致其业务收入下滑，2020H1度假村收入仅为2.71亿元，同比下滑42%，但商业收入同比实现增长2.6%，达到2.89亿元，公司商管与租赁收入共计5.60亿元，同比下滑25.21%，毛利率为71.59%。

图 30: 商管与租赁收入（亿元）、增速及毛利率情况



资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 31: 度假村、商业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind、公司公告、长城证券研究所

豫园项目布局延伸，一期品质升级推动线上发展，二期定位本地客群。豫园商城”商业旅游文化品牌是上海标志性的城市文化名片之一，豫园商城在元朝到民国初年的700多年间一直是上海的政治、经济、文化中心，被称为“上海的根”，集庙、园林、建筑、商铺、美食、旅游等为一体，形成了独特的“商旅文”模式。豫园一期总建筑面积10万方，在疫情不方便出游的背景下，公司成功开创了线上云赏灯形式，获得了2000万人次的曝光及关注；同时，豫园组织了一系列的文化夜经济活动，吸引了众多上海本地年轻消费者回归豫园，打造上海夜间经济典范。

目前，豫园二期、三期已经进入规划阶段，总计 20 万平方总建筑面积，目前已完成拆迁和土地平整，预计明年进入建设阶段，最晚 2025 年建成。随着豫园商城二期项目、金豫阁项目、金豫置业项目顺利推进，公司在上海豫园核心商圈将形成规模效应，推动区域联动开发、扩大商业空间布局，连通外滩商业旅游区和淮海中路商业区，进一步提升上海豫园商城作为上海城市文化名片的影响力和核心物业价值。

图 32: 豫园一期与二期风格对比



资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 33: 豫园一期地图



资料来源：百度地图、长城证券研究所

图 34: 豫园二期规划地图



资料来源：百度地图、长城证券研究所

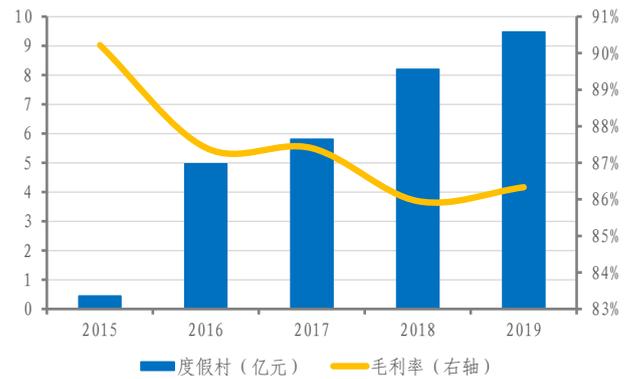
**日本新野度假村业务提供稳定的利润收入。**日本新野度假村是亚洲首屈一指的滑雪度假村酒店，公司 2015 年通过收购方式获取该块业务，该度假村内有酒店 757 间房（另有 710 间房未使用）、25 道滑雪场（最长雪道 4,200 米）、18 洞高尔夫球场等设施。2017 年，公司完成了对部分尚未投入使用的客房的改造，并成功引入 Club Med 品牌，改造后度假村拥有 341 间客房以及接待中心、餐厅、酒吧等服务配套设施，公司 2019 年实现网上销售营业收入约 3.9 亿元，为公司提供稳定的收入利润，尽管 2020H1 度假村收入有所下滑，但随着国外疫情的缓解，预计在下半年收入有所好转。

图 35: 日本星野度假村形象



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 36: 星野度假村营收及毛利率



资料来源: Wind、公司公告、长城证券研究所

## 4. 时尚消费: 老字号生机勃勃, 新赛道全面进击

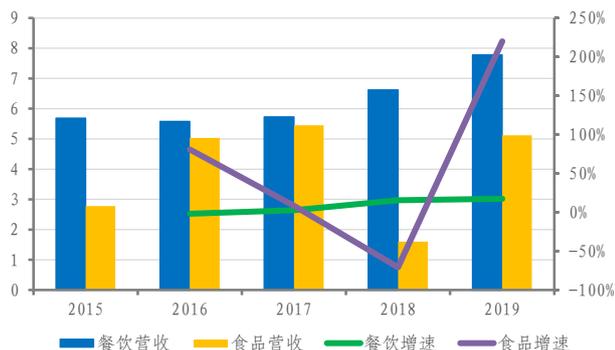
### 4.1 餐饮食品: 老字号活力再现, 松鹤金徽齐焕彩

文化餐饮与文化食品为公司未来发展的方向之一, 公司餐饮及食品业务板块拥有众多老字号品牌, 未来将运用品牌重塑、产品重塑、和消费者创新链接对每个老字号进行创新开发和运营, 通过产业和品牌整合提升中华老字号企业的竞争能力和未来发展空间。

其中, 文化餐饮业务 2019 年营业收入共计 7.78 个亿, 同比增长 17%, 毛利率高达 65%, 公司餐饮收入大部分基于商圈游客, 与客流情况相关性较强, 受疫情影响, 上半年较长时间处于闭店状态, 从四月份逐渐恢复收入, 餐饮业务 2020H1 收入仅 1.62 亿, 同比下滑 58.84%, 预计随着国内疫情影响不断减轻, 公司将继续门店拓展步伐, 开启老字号松鹤楼、春风松月楼等品牌的连锁化经营, 餐饮业务有望成为公司未来重要增长来源。

由于并购如意情、金徽酒等品牌增厚业绩, 且不断研发爆款新品, 加大宣传推广力度, 推出梅眉青梅酒、菌菇酱等年轻人喜爱的产品, 公司食品百货业务 2019 年、2020H1 营业收入分别达到 5.12 亿和 2.74 亿, 同比大幅增长 233%、197.19%。由于如意情其中一间工厂位于武汉, 受疫情影响, 上半年关停时间较长, 严重影响公司食品业务毛利率, 随着武汉疫情得到平复, 该工厂已正常投入生产使用, 本次影响可视为一次性影响。

图 37: 文化餐饮、食品收入 (亿元) 及增速情况



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 38: 公司部分老字号品牌矩阵



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

老字号特色餐饮风格独特，地标赋能固核心竞争力。公司的文化餐饮业务由旗下老城隍庙餐饮集团负责运营。老城隍庙餐饮集团系全国餐饮百强企业，拥有绿波廊酒楼、上海老饭店、南翔馒头店等著名餐饮老字号。公司于 2018 年以 16.38 亿元收购苏州松鹤楼品牌，进一步丰富公司老字号餐饮品牌矩阵，实现业务和资源的协同效应。公司餐饮业务板块主打中国地方特色文化饮食风格，目前拥有南翔馒头店、上海老饭店、德兴菜馆、松鹤楼四个中华老字号，绿波廊和春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。通过依托地标赋能、吸引客流，公司特色餐饮业务难以被同业复制，专业的厨师和传统的特色文化铸就较高的竞争壁垒。

图 39: 公司文化餐饮老字号品牌矩阵



资料来源：公司官网、长城证券研究所

表 6: 公司 2019 年十大直营店中餐饮板块情况

直营零售店名称	地址	开业时间	自有面积（平方米）	营业收入同店同比
和丰楼	豫园路 100 号	1994	6472.5	-4.71%
南翔馒头店（豫园店）	豫园路 85 号	1900	1678.1	155.15%
上海老饭店	福佑路 242 号	1875	7770.7	3.82%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

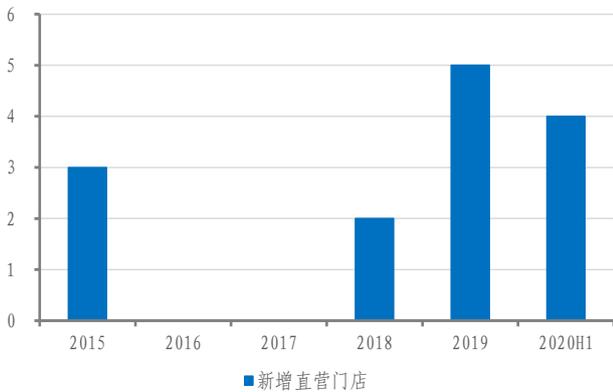
老字号餐饮品牌升级走出豫园商圈，开启连锁化经营激发品牌活力。公司除了保证特色餐饮品牌的经营，也针对文化餐饮品质进行服务升级，开启餐饮品牌连锁化进程。传统特色餐饮品牌一般较难复制，扩张门店除了需要考虑客流量以外，更取决于特级厨师数量是否匹配，为了更快推动公司老字号餐饮品牌走出商圈，实现品牌价值的更大化利用，公司打造松鹤楼面馆连锁化经营，重新激发老品牌焕发新活力。

公司 2019 年成功打造松鹤楼苏式汤面馆，大幅提高公司中式餐饮标准化程度，目前已开设上海浦东嘉里城、静安嘉里中心店、人广来福士等多家门店，投资回报期约为半年左右，从翻台率、客单价等方面来看，松鹤楼面馆单店模型均具备较强行业竞争力。2020 年上半年，老字号餐饮板块继续走出豫园商圈，松鹤楼面馆目前已在上海、杭州多个核

心商圈新开门店 13 家，另外松月楼也新开了上海久光店，预计今年公司将陆续新增 20 多家松鹤楼面馆。

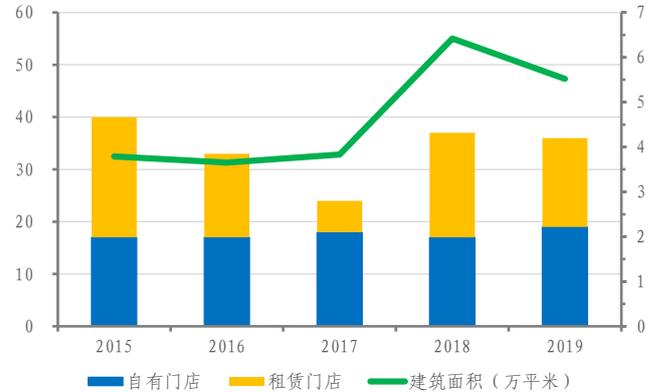
同时，公司持续推进餐饮培训大学计划，面向中高级管理人员构筑“美庙餐学院”，为年度连锁外拓提供人才储备；此外，融合优化豫园餐饮、松鹤楼餐饮供应链体系，梳理并赋能连锁化战略步伐，目前松鹤楼面馆、松月楼 OEM 率达到 95%，南翔连锁 OEM 率达到 80%。

图 40: 新增餐饮直营门店数



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 41: 餐饮直营门店情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 42: 松鹤楼苏式面馆形象



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 43: 松鹤楼特色苏式面产品形象



资料来源：公司公告、长城证券研究所

**文化食品推陈出新，主打健康+年轻风格，赢得年轻消费群体喜爱。**公司食品饮料业务由公司旗下的上海老城隍庙食品有限公司具体负责运营。公司经过整合提升，逐步形成以“老城隍庙”品牌为核心的中华传统饮食文化产品矩阵，五香豆、梨膏糖等传统字号产品加速创新，同时积极布局休闲食品、餐饮食品、草本饮品、特色酒种等门类，打通从田间到餐桌的食品产业格局。

除传统产品以为，公司不断创新产品特色以吸引崇尚草本养生、健康生活的消费者。例如，将原有梨膏露升级，降低含糖量，迎合市场健康饮食消费需求；创新推出草本白酒“城隍·葵 5”，试水特色白酒品类推出青梅酒、菌菇酱、我薯鸡及牛肉脯两款休闲小食，迎合年轻消费群体口味并取得消费者的喜爱。公司文化食品不断推成出新，挖掘中华文化与国潮时尚相结合的产品品类，打造独具一格的产品特色，满足年轻时尚消费者的需求，进一步激发传统品牌的新活力。

图 44: 公司梨膏露蓝罐升级红罐



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 45: 公司差异化草本白酒秋葵酒



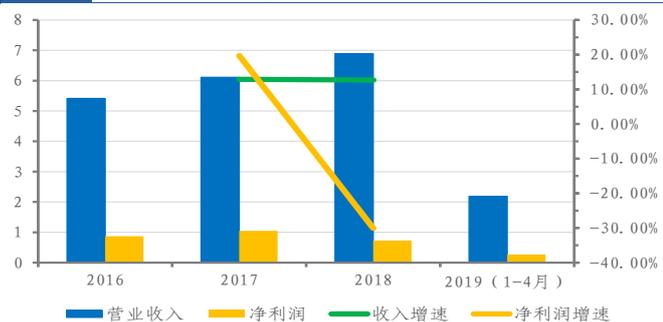
资料来源: 公司官网、长城证券研究所

外延收购如意情、金徽酒，布局发展食用菌、白酒行业。除了内生创新，持续推出新品来提高竞争力以外，公司同时通过外延并购的方式来补充食品业务板块的品牌布局，以更快的速度食品板块做大做强。公司近两年通过并购如意情和金徽酒等，试水食用菌和白酒业务，食品品牌矩阵布局更加完善，将更充分发挥公司时尚消费产业丰富的资源优势，与现有食饮业务形成良好补充，挖掘协同发展潜力，并推动食品饮料板块成为公司新的业绩增长点。

公司 2019 年以 6.99 亿元收购如意情 55% 的股权，成为如意情控股股东，进入食用菌行业。如意情是一家主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售的企业，年销量处于行业前三位，主要产品为金针菇、蟹味菇。公司已在武汉、厦门和连云港建立了食用菌生产基地，销售网络覆盖了全国 25 个省、市及自治区。2020 上半年如意情已完成金针菇+鹿茸菇的 1+1 菇种部署，如意情所处行业目前处于快速发展阶段，预计未来在将豫园食品加工领域与其他产业形成协同发展。

公司 2020 年 5 月公告拟以 18.37 亿元收购 A 股上市公司金徽酒(603919.SH)30% 的股权，取代甘肃亚特成为金徽酒控股股东，进军白酒行业。基于对金徽酒的深入调研，及对自身未来战略布局的进一步考量，公司 9 月再次公告将通过要约收购的方式进一步增持金徽酒 8% 的股份，以巩固对金徽酒的控制权，优化金徽酒持股结构。金徽酒主营业务为白酒生产及销售，代表产品有“金徽二十八年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”等，营销网络已辐射甘肃、陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场，正逐步成为西北地区强势白酒品牌。2020H1，金徽酒实现收入 7.12 亿元，同比下滑 12.64%，实现净利润 1.20 亿元，同比下滑 11.11%。根据金徽酒股权激励计划中 2019-2023 年业绩考核目标，金徽酒至 2023 年收入、净利润将分别达到 30、6 亿元，并表将显著增厚公司业绩。

图 46: 如意情收入、净利润(亿元)及增速



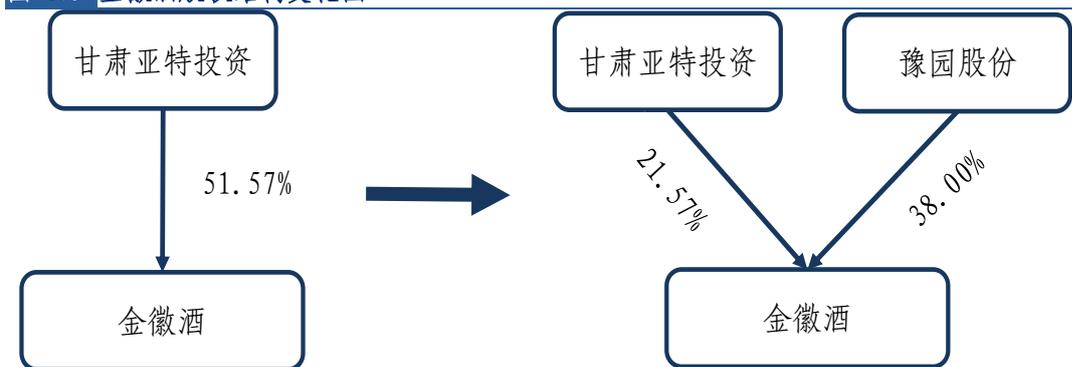
资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 47: 金徽酒营业收入、净利润(亿元)及增速



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 48: 金徽酒股权结构变化图



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 7: 金徽酒 2019-2023 业绩考核目标 (亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
目标营业收入	16.2	18.3	21	25	30
增速	-	12.96%	14.75%	19.05%	20.00%
目标扣非归母净利润	2.8	3.2	3.8	4.7	6
增速	-	14.29%	18.75%	23.68%	27.66%

资料来源: 金徽酒公司公告, 长城证券研究所

## 4.2 美丽健康: 美妆发力弯道超车, 宠物蓄势行业红利

**健康+美妆+宠物, 打造公司美丽健康业务版图。**公司美丽健康子公司成立于 2018 年, 目前已拥有童涵春堂、AHAVA、WEI、爱宠医生等品牌, 并与希尔斯、品谱签订独家代理合作。健康+美妆+宠物布局日益完善, 公司美丽健康业务有望借助行业发展东风, 发力弯道超车。

**“童涵春堂”产品创新, 疫情背景紧抓健康安全, 实现逆势收入增长。**童涵春堂借势推出创新产品, 实现逆市收入增长。童涵春堂是集中药文化、养生保健和就诊购药为一体的中药老字号, 在保证传统业务发展特色的前提下, 为适应市场变化, 围绕健康药食主题进行产品创新, 目前已搭建出人参制品、养生茶包、养生汤包、养生代餐粉、维生素膏等八条好产品赛道, 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, 进一步发展健康保健业务。

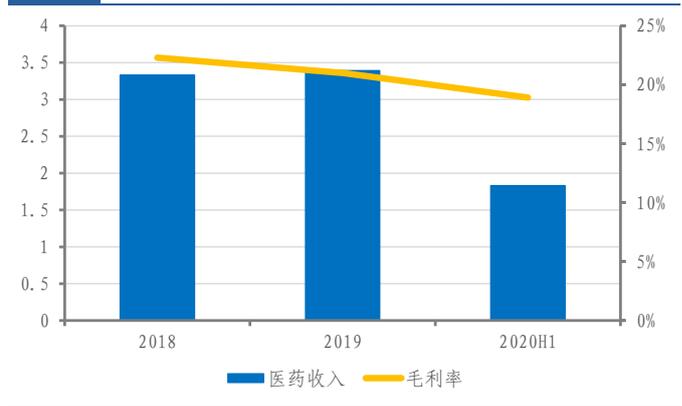
2019 年公司医药板块营收 3.39 亿元, 同比增长 1.69%, 毛利率为 21%。2020 年上半年, 童涵春堂在疫情中充分利用品牌健康保健的发展特色, 围绕免疫力提升、防疫安全的角度, 推出了涵春化酒人参解酒糖、21 天参茶、人参黄精固体饮料、草本方龙珠口罩等系列产品, 其中龙珠口罩上半年总成交额超过 1000 万。2020H1, 公司医药板块实现收入 1.83 亿元, 同比逆市增长 15.03%。

图 49: 童涵春堂相关产品



资料来源: 童涵春堂旗舰店、长城证券研究所

图 50: 公司医药板块营收及毛利率 (亿元)



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

**收购复星津美，跻身化妆品护肤行业。**2020 上半年公司完成了对复星津美的收购，获取 AHAVA 和 WEI 品牌控制权，完成中高端护肤品品牌布局，同时打造自身研发团队，培育 X-WAY 等自主彩妆品牌，以及启动个护、药妆、医美等品类、品牌孵化工作，初步完成了化妆品业务品牌矩阵建设。公司现任总裁黄震先生曾任职于上海家化集团，曾一手打造佰草集等知名国货化妆品品牌，拥有丰富日化、美妆行业经验；此外，公司聘请来自欧莱雅、宝洁等知名日化企业的众多优秀从业人员加盟公司美妆业务板块，并提供完善的激励计划，有信心也有能力推动公司美妆业务加速发展，实现弯道超车。

2019 年两大护肤品牌收入共计 5.69 亿元，其中 AHAVA 为 4.45 亿元、WEI 为 1.14 亿元，国内市场 1 个多亿。受国外疫情影响，上半年海外美妆护肤市场受影响严重，2020H1 公司化妆品业务实现收入 1.81 亿元，同比下滑 20.12%，但毛利率仅轻微下滑 1pct 至 69.83%。国内美妆行业目前仍处于高速发展阶段，行业增长超过 20%，公司有望抓住历史机遇，分享行业蛋糕不断做大的市场红利，实现美妆业务的快速增长。截止 2020H1，公司拥有 20 家线下化妆品线下门店。

AHAVA 品牌是以色列国宝级化妆品品牌，以死海活性矿物质为原料，研发各种美容护肤产品为特色。此前国内销售以线上为主，推出 AHAVA 小金罐等爆款产品系列，通过与李佳琦、薇娅等头部主播合作进行产品推广，同时邀请吉克隽逸为品牌代言人；今年公司将着力拓展线下销售渠道，加大 CS 渠道等销售力度。同时，公司拓展产品种类，打造水黄金护肤品等新品爆品，通过更丰富的产品系列来发展独立门店，公司目前已拥有国内线下门店 8 家，未来将进一步覆盖北京、上海等一二线城市的核心商圈，实现线上线下打通的全渠道销售模式。

WEI 品牌定位为将中国古老草本精华与现代配方科技融合，目前线下于丝芙兰独家销售，为丝芙兰面膜品类销售第一名品牌。未来公司将打通全渠道发展，由线下转向线上，通过天猫旗舰店等电商平台拓展销售渠道，同时官宣陈若轩作为品牌代言人。

表 8: AHAVA 和 WEI 品牌定位及产品情况

品牌	AHAVA	WEI
品牌定位	以色列国宝级化妆品品牌，以死海活性矿物质为原料研发各种美容护肤产品	将中国古老草本精华与现代配方科技融合，打造符合现代人需求的高端护肤产品
代表产品		
产品线情况	10 条产品线，分为“脸部护理”、“身体护理”、“死海植物护理”以及“男士护理”4 个大类，92 款单品	5 个产品线，共 36 个 SKU，产品包括面霜、眼霜、精华、乳液、面膜、洗面奶等
销售区域	在 27 个国家和地区销售	丝芙兰实体店
2019 收入	4.55 亿元	1.14 亿元
2019 净利润	0.18 亿元	0.24 亿元
净利率	3.96%	21.05%

资料来源：公司官网、长城证券研究所

独家代理希尔思、品谱，逐步完成对宠物医疗、食品、用品的布局。公司通过收购爱宠医生 68.60% 股权，以及与希尔思、品谱集团签订独家代理，逐步完成了宠物医疗、食品、用品的布局。目前国内宠物行业仍处于发展的初级阶段，90 后、00 后年轻人对养宠需求大幅提高，同时也愿意为宠物花费更高的支出，而大量国际强势品牌尚未全面进入国内，行业格局较为分散，需求多样化+渗透率提升+行业集中度提升将拉动行业快速发展，公司宠物业务也将蓄谋行业发展红利，凭借雄厚的资金实力和强劲的资源整合能力，有望在国内宠物市场取得一席之地。

希尔斯是全球宠物食品品牌的头部公司，国际宠物粮食购买需求非常大，但目前缺乏正规的官方渠道进行购买，公司通过取得代理商的身份跻身宠物粮食领域，将助力公司迅速打开市场。由于国外宠物粮食申报流程较长，目前仅实现部分商品在线上天猫旗舰店的销售，预计未来随着流程逐渐理顺及国内设厂布局完善，将推动公司在宠物业务收入实现快速增长。

同时，公司收购爱宠医生，该公司成立于 2015 年，总部坐落于上海浦东新区，是目前国内业务覆盖最广的一家以宠物医院和宠物店为主的宠物产业一站式服务提供商。爱宠医生服务客户覆盖全国 300 多个城市，已服务超过 13000 家宠物医院和超过 17000 家宠物店，平台有超过 30000 位入驻宠物医生，在售宠物商品多达 5000 种，与国内外 300 多个知名宠物品牌达成了合作。单就全国宠物医院现有市场存量来看，其行业覆盖率已超 75%，位居行业前列，已成为当前互联网宠物行业知名平台，收购爱宠医生，将进一步补充公司宠物业务，完善宠物产业链布局。

2020 年上半年，公司取得的宠物用品集团品谱的中国代理权，作为全球排名前五宠物集团之一，品谱是专业宠物水族用品、花园护理和防虫产品、住宅锁具五金、小家电制造商和营销商。此次战略合作后，豫园将负责品谱集团宠物清洁除臭去污、诱导趋避、祛毛整理、美容浴液、健康护理类目品牌在中国大陆线上线下全渠道分销、零售、品牌推广

广及市场拓展。品谱代理权的获得，将帮助公司进一步完善对宠物行业的布局，与已获得的宠物食品、医疗等业务形成协同效应，帮助公司在宠物行业取得更大的市场份额和更高的行业地位。

图 51: 公司独家代理高端宠物食品品牌希尔思



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 52: 公司控股互联网宠物一站式服务平台爱宠医生



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

### 4.3 国潮腕表: 疫情致海外消费回流, 国表龙头未来可期

2019 年, 公司布局腕表业务进一步扩大业务版图, 通过旗下汉辰表业收购天津海鸥表业、65% 股权, 加上公司此前已获得的上海表业 55%, 公司已拥有国内两大知名腕表品牌, 与公司已有的传统文化老字号品牌形成更丰富的国潮品牌矩阵。

海鸥表业在天津建设了国内规模最大的精密机械手表机芯制造基地, 为中国规模最大的精密机械手表机芯制造商, 掌握了代表国际手表制造顶尖水平的陀飞轮、万年历、问表等超复杂机芯的自主知识产权; 上海表业也掌握了多种复杂机芯设计制造能力, 产品受到众多消费者的喜爱。两家企业都培养了国内最富经验的精密制造技术工人队伍, 是国内表业研发实力领先的机芯设计和生产单位。

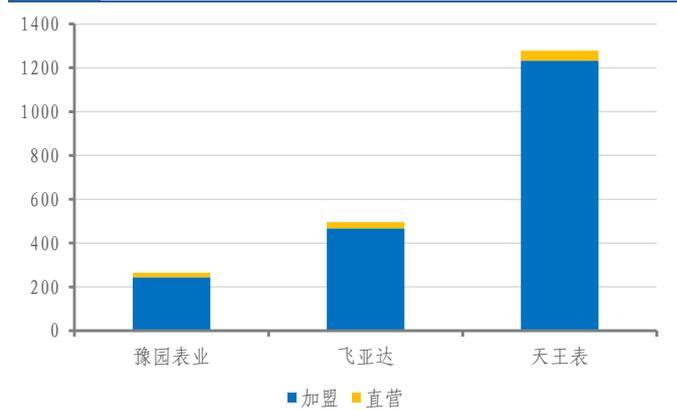
公司收购完成后, 将进一步加大资金、资源投放, 推动两大国潮手表的发展。疫情导致海外消费回流, 国表龙头有望借助历史机遇加速发展, 提高自身市场份额, 公司两大表业品牌与公司内部其他国潮文化品牌形成协同效应, 推动发展传统国潮文化, 将为公司发展注入新的动力。今年上半年, “海鸥表” 和 “上海表” 分别推出城市系列和穹镜系列, 同时计划在上海、武汉等地落地线下集合店。2020H1 公司表业板块实现收入 1.42 亿元, 毛利率为 27.28%, 对标同为国表龙头的飞亚达品牌上半年收入 15.82 亿元、毛利率 38.21%, 公司表业板块业绩、毛利率仍有大幅提升空间。

图 53: 海鸥手表、上海手表品牌形象



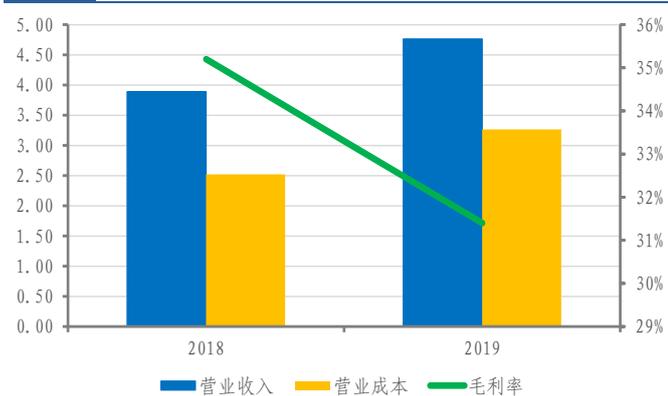
资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 54: 豫园、飞亚达和天王表销售渠道数量



资料来源: 公司官网、一路商机网、长城证券研究所

图 55: 天津海鸥表业业绩情况 (亿元)



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

图 56: 上海表业业绩情况 (亿元)



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

## 5. 投资建议与风险提示

### 5.1 盈利预测

#### 盈利预测重要假设:

#### 收入增速及毛利率假设:

- ✓ 珠宝时尚: 预计老庙及亚一品牌 2020-2022 年每年新开门店数量与 2019 年新开店数量相仿, 约 400-600 家, 对应门店数量同比增速约 15-20%, 随着古韵金等高毛利率产品占比不断提升, 预计珠宝时尚毛利率将稳步提升;
- ✓ 餐饮: 2020 年餐饮业务受疫情影响较大, 未来两年将有显著恢复性增长, 预计松鹤楼面馆 2020-2022 年保持快速开店, 两项叠加将带动公司餐饮业务 2021-2022 年保持高双位数增长, 随着 OEM 率不断提升, 毛利率将有一定提升空间;
- ✓ 化妆品、时尚表业: 作为两项新并表业务, 预计公司将持续投入资金、资源推动时尚消费业务发展, 由于目前化妆品、表业收入基数较低, 未来增长空间广阔, 毛利率仍有较大提升空间;

✓ 地产：预计复合功能地产业务 2020-2022 年每年维持个位数增长，由于公司拿地成本显著低于周边水平，预计毛利率将有轻微提升。

■ **费用率假设：**预计公司费用率保持平稳，取近一年费用率水平。

■ **税率假设：**预计公司税率率保持平稳，取近一年税率水平。

**表 9：收入预测明细**

	2020E			2021E			2022E		
单位：亿元	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
<b>产业运营</b>	<b>254.13</b>	<b>223.85</b>	<b>11.91%</b>	<b>301.07</b>	<b>261.49</b>	<b>13.15%</b>	<b>355.41</b>	<b>305.10</b>	<b>14.16%</b>
<b>yoy</b>	<b>14.81%</b>	<b>14.59%</b>	<b>0.66%</b>	<b>18.47%</b>	<b>16.81%</b>	<b>1.24%</b>	<b>18.05%</b>	<b>16.68%</b>	<b>1.01%</b>
其中：珠宝时尚	231.16	210.75	8.83%	270.46	245.52	9.22%	316.44	286.03	9.61%
yoy	13.00%	13.00%	0.43%	17.00%	16.50%	0.39%	17.00%	16.50%	0.39%
其中：餐饮	3.89	1.34	65.55%	5.84	1.88	67.85%	7.59	2.35	69.09%
yoy	-50.00%	-50.00%	0.24%	50.00%	40.00%	2.30%	30.00%	25.00%	1.24%
其中：医药	3.90	3.13	19.51%	4.48	3.54	20.91%	5.15	4.00	22.29%
yoy	15.00%	18.00%	-1.49%	15.00%	13.00%	1.40%	15.00%	13.00%	1.38%
其中：食品、百货及工业品	7.69	4.87	36.64%	8.61	5.36	37.77%	9.64	5.89	38.88%
yoy	50.00%	50.00%	0.40%	12.00%	10.00%	1.13%	12.00%	10.00%	1.11%
其中：其他管理服务	0.49	0.26	46.94%	0.74	0.39	46.94%	1.10	0.59	46.94%
yoy	0.00%	0.00%	33.47%	50.00%	50.00%	0.00%	50.00%	50.00%	0.00%
其中：化妆品	4.00	1.50	62.50%	7.20	2.40	66.67%	10.80	3.36	68.89%
yoy	-	-	62.50%	80.00%	60.00%	4.17%	50.00%	40.00%	2.22%
其中：时尚表业	3.00	2.00	33.33%	3.75	2.40	36.00%	4.69	2.88	38.56%
yoy	-	-	33.33%	25.00%	20.00%	2.67%	25.00%	20.00%	2.56%
<b>商业经营与物业租赁服务</b>	<b>11.03</b>	<b>2.41</b>	<b>78.14%</b>	<b>15.22</b>	<b>3.06</b>	<b>79.92%</b>	<b>16.74</b>	<b>3.34</b>	<b>80.03%</b>
<b>yoy</b>	<b>-29.23%</b>	<b>-18.94%</b>	<b>-2.00%</b>	<b>37.92%</b>	<b>26.72%</b>	<b>1.77%</b>	<b>10.00%</b>	<b>9.37%</b>	<b>0.11%</b>
其中：度假村	4.74	0.65	86.33%	8.29	1.13	86.33%	9.12	1.25	86.33%
yoy	-50.00%	-50.00%	0.98%	75.00%	75.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%
其中：商业	6.29	1.76	71.97%	6.92	1.92	72.23%	7.61	2.10	72.48%
yoy	3.00%	5.00%	3.35%	10.00%	9.00%	0.25%	10.00%	9.00%	0.25%
<b>物业开发与销售</b>	<b>201.03</b>	<b>109.89</b>	<b>45.34%</b>	<b>219.33</b>	<b>125.27</b>	<b>42.88%</b>	<b>246.74</b>	<b>144.07</b>	<b>41.61%</b>
<b>yoy</b>	<b>4.60%</b>	<b>-5.00%</b>	<b>16.03%</b>	<b>9.10%</b>	<b>14.00%</b>	<b>-2.46%</b>	<b>12.50%</b>	<b>15.00%</b>	<b>-1.27%</b>
<b>合计</b>	<b>466.19</b>	<b>336.15</b>	<b>27.89%</b>	<b>535.61</b>	<b>389.82</b>	<b>27.22%</b>	<b>618.89</b>	<b>452.50</b>	<b>26.88%</b>
<b>yoy</b>	<b>8.64%</b>	<b>7.06%</b>	<b>1.06%</b>	<b>14.89%</b>	<b>15.96%</b>	<b>-0.67%</b>	<b>15.55%</b>	<b>16.08%</b>	<b>-0.34%</b>

资料来源：长城证券研究所（注：毛利率未扣除税金及附加）

## 5.2 相对估值

公司业务涉及珠宝时尚、复合功能地产、时尚消费、股权投资等领域，其中珠宝时尚业务采取 PE 估值法，复合功能地产业务采取 NAV 估值法，时尚消费及物业业务由于涉及业务范围较广、难以拆分各部分利润，因而采取 PS 估值法，股权投资业务按对应部分股权市值进行估计。

参考珠宝行业龙头老凤祥、周大生、周大福，可比公司 2020-2022 年对应 PE 平均值分别为 20.99X、17.07X、14.70X，给予公司 17-20X 左右估值，对应豫园股份珠宝时尚业务估值约为 105-120 亿。

**表 10: 黄金珠宝可比上市公司估值比较**

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	流通市值	EPS			PE			PS		
					2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
600612	老凤祥	49.99	261.51	158.52	2.87	3.35	3.81	17.43	14.91	13.12	0.50	0.44	0.40
002867	周大生	25.38	185.48	183.50	1.38	1.58	1.77	18.39	16.06	14.34	3.22	2.70	2.33
1929.HK	周大福	10.32	1032.00	1032.00	0.38	0.51	0.62	27.16	20.24	16.65	1.64	1.42	1.26
平均值								<b>20.99</b>	17.07	14.70	1.79	1.52	1.33

资料来源：长城证券研究所（注：老凤祥、周大福为万得一致预期）

以 NAV 估值法对公司各地产项目未来现金流情况进行测算，我们预计豫园股份复合功能地产业务对应 NAV 估值约 253 亿。

参考物业、餐饮、休闲食品、化妆品、宠物、手表行业龙头公司，可比公司 2020-2022 年对应 PE 平均值分别为 53.49X、39.87X、31.63X，对应 PS 平均值分别为 3.80X、3.38X、2.79X，其中 2020 年 PS 范围为 1.7X-7.7X，以审慎角度考虑，给予公司 2020 年 PS 范围为 1.8X-2.4X，对应豫园股份时尚消费及物业业务估值约为 68-85 亿。

**表 11: 时尚消费及物业可比上市公司估值比较**

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	流通市值	EPS			PE			PS		
					2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
001914	招商积余	27.25	288.94	181.72	0.57	0.79	1.06	47.44	34.29	25.79	2.65	2.08	1.63
002285	世联行	5.69	115.95	114.63	0.05	0.06	0.07	125.05	91.48	80.14	1.74	1.55	1.39
002186	全聚德	11.38	35.10	35.06	0.05	0.24	0.47	250.66	47.75	24.13	3.29	2.23	1.89
002557	洽洽食品	63.02	319.51	319.51	1.48	1.76	2.08	42.52	35.74	30.28	5.65	4.88	4.26
603605	珀莱雅	146.72	295.30	91.64	2.38	2.98	3.63	61.65	49.23	40.42	7.71	6.06	4.89
600315	上海家化	37.80	253.73	253.73	0.56	0.72	0.86	67.50	52.50	43.95	3.36	2.97	2.65
002891	中宠股份	41.53	74.21	74.21	0.70	0.98	1.32	59.65	42.38	31.44	3.51	2.84	2.32
300673	佩蒂股份	34.47	58.52	29.24	0.73	1.05	1.42	47.25	32.97	24.20	4.48	3.57	2.84
000026	飞亚达	17.60	75.35	62.78	0.56	0.79	0.97	31.43	22.28	18.14	1.85	1.45	1.23
平均值								53.49	39.87	31.63	<b>3.80</b>	3.38	2.79

资料来源：长城证券研究所（注：除珀莱雅、上海家化、飞亚达外其他均为万得一致预期）

股权投资业务，公司完成对金徽酒的要约收购后，将分别持有招金矿业、金徽酒的 23.34%、38% 股权，以招金矿业、金徽酒目前市值估算，对应股权价值分别为 77.86 亿、37.16 亿，股权价值合计 115 亿元。综上，公司目前市值仅 353 亿，整体估值水平对比同业公司偏低，未来存在较大价值重估空间。

### 5.3 投资建议

**发展家庭快乐消费，顺应文化复兴国潮：**公司于 2018 年完成重大资产重组，复星体系持股比例提升至 68.53%，实现绝对控股。公司依托上海城市文化商业根基，以家庭智造快乐生活为使命，立志成为顺应中华文化复兴潮流、植根中国的一流家庭快乐消费产业集团。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐时尚理念，持续构建“快

乐消费产业+线下产业地标+线上家庭入口”的“1+1+1”战略，逐步形成了面向新兴主力消费阶层，以珠宝时尚、复合功能地产为主，叠加文化餐饮食品、美丽健康、国潮腕表的多元化产业集群。公司与复星现有业务协同效应显著，重组后公司业务规模和竞争实力显著提高，进入全面高速发展的新阶段。

**内生升级自有黄金品牌，外延收购国际高端品牌：**公司通过内生加外延的方式，整合产业链资源，打通珠宝时尚产业链上中下游，进一步加强珠宝时尚业务板块竞争优势。内生升级调整知名珠宝品牌老庙和亚一，差异化定位和品牌升级进一步深耕本土珠宝市场，提升品牌影响力；外延通过并购方式获得DJULA等高端国际珠宝品牌，进军细分高端珠宝领域，完善自身品牌矩阵；同时，公司布局产业链上下游，通过对黄金原料开采及珠宝镶嵌等加工过程的把控，加强珠宝镶嵌制造端优势，将珠宝产业链延伸至开采、鉴定、生产、销售、品牌运营等各个环节，打造属于豫园股份完备的珠宝时尚产业链。

公司旗下两大知名珠宝品牌，老庙品牌升维发展，主打“好运”文化，演绎新中式韵味，定位满足一、二线城市中产家庭为主的消费群体；亚一品牌另辟蹊径，降维不降价，定位满足三、四线城市小康家庭生活需求。两大品牌在产品定位、产品特色等方面错位经营、相辅互补，通过品牌升级助力公司珠宝时尚业务多品牌、差异化发展。经过两年时间的升级和调整，公司珠宝时尚业务进入快速拓店期，2020H1在宏观经济低迷的背景下仍净新增门店 216 家，净开店数量位于行业第一，收入端实现同比增长，大幅领先珠宝时尚行业增速，公司珠宝业务已率先市场显著回暖。

**产城融合，为公司复合功能地产业务最重要特点：**复合功能地产业务为公司商业、零售、文化娱乐、餐饮等多元化产业的产业载体，以地产承载城市复合功能、活力社区为理念，围绕金融服务、文化旅游、物流商贸、健康体验等主题，是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。公司项目聚焦一二线城市，土地储备丰富，2019 年至今合计持有待开发土地面积总计 134.57 万平方米，规划计容建筑面积 299.62 万平方米，储备土地价格合计 186.2 亿元，公司拿地成本低于周边区域，保障地产业务毛利率显著高于行业平均水平。2020H1，公司克服困难，在市场环境较差的背景下，保证了业绩的平稳发展，稳定的利润和现金流为公司其他业务提供造血机制。同时，公司融资信用评级达到 AAA，具备融资成本相对较低、融资渠道丰富的优势，总体杠杆水平显著低于房地产行业平均水平。

**中华老字号生机勃勃，时尚消费多赛道全面进击：**公司时尚消费板块包括餐饮、食饮、医药、美妆、宠物、腕表等多项业务：1、餐饮食饮板块，未来将运用品牌重塑、产品重塑、与消费者创新链接提升品牌价值，重新激发老品牌焕发新活力，现松鹤楼面馆已开启连锁化经营之路，单店模型具备较强行业竞争力；2、美丽健康板块，目前已拥有童涵春堂、AHAVA、WEI、爱宠医生等品牌，并与希尔斯、品谱签订独家代理合作，健康+美妆+宠物布局日益完善，公司美丽健康业务有望借助行业发展东风，发力弯道超车；3、国潮腕表板块，公司拥有海鸥、上海两大国表龙头品牌，疫情导致海外消费回流，国表龙头有望借助历史机遇加速发展，公司未来将加大资金、资源投放，推动两大国潮手表的发展。

**投资建议：**公司珠宝时尚业务加速拓展，净开店数量行业第一，将为业绩增长提供强劲动力；复合地产业务稳定发展，为公司其他业务贡献稳定现金流；时尚消费业务火力全开，餐饮、食饮、医药、美妆、宠物、腕表多个赛道全面进击，驱动老字号焕发新机。同时，公司账上现金储备丰富（货币资金达 172 亿），未来将继续践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，通过投资并购进入更多家庭快乐消费产业。预测公司 2020-2022 年 EPS

分别为 0.93 元、1.05 元、1.20 元，对应 PE 分别为 9.9X、8.7X、7.6X，公司估值水平对比同业公司偏低，未来存在较大价值重估空间，首次给予“推荐”的投资评级。

## 5.4 风险提示

1、新冠疫情持续风险：新冠疫情的持续发展对整个中国甚至全球的经济造成巨大的影响，其中疫情严重期间的豫园商城闭园无法经营而导致一季度公司餐饮、食品等业务均出现一定程度的下滑，随着国内疫情的好转，公司各板块业务也不断恢复正常运营，但未来若出现疫情反复，将对公司的短期经营尤其是产业运营板块产生影响。

2、市场竞争风险：公司主营业务涉及的珠宝时尚、商业零售、房地产，均属于市场化程度高、竞争十分激烈的行业。国内珠宝时尚饰品行业集中度较低，具有全国性或跨区域影响力品牌企业较少，竞争策略的同质化现象较为严重。近年来房地产行业集中度持续上升，公司复合功能地产业务虽然具有较大规模并具有相当的差异化竞争策略，但并未进入我国房地产行业第一梯队。

3、国际黄金价格波动的风险：公司黄金饰品业务的主营业务成本为黄金原材料进货成本。国际黄金市场受到多重国际政治、经济因素影响，表现出较为震荡的格局，国际黄金价格的剧烈波动将对公司的主营业务成本形成一定影响。同时，国际黄金价格在短期内的剧烈波动也可能对整个黄金饰品市场短期需求产生较为明显的影响。

4、公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险：公司大力发展珠宝时尚、文化餐饮、文化商业、文化餐饮、美丽健康、复合功能地产等业务板块，各业务板块的外拓步伐、营销网络和销售规模不断扩大，使得公司内部管理的难度逐步加大，增加公司管理的难度。

5、房地产行业政策风险：房地产行业宏观调控政策始终处于较为高压态势，限购、限贷政策会对房地产市场需求影响较大，加上房产税的出台超出预期使得购房成本增加，将给房地产企业的经营发展带来更多的不确定性因素。随着商业物业投资的增加，竞争更趋激烈，商业物业运营的政策风险也开始逐步积累。同时，商业物业投资对公司融资能力要求较高，公司融资能力也受到金融、货币政策的影响。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33777.2	42912.2	46619.03	53561.23	61888.86	<b>成长性</b>					
营业成本	25089.4	31400.2	33615.34	38981.62	45250.49	营业收入增长	97.4%	27.0%	8.6%	14.9%	15.5%
销售费用	1207.54	1524.36	1771.52	1981.77	2166.11	营业成本增长	74.6%	25.2%	7.1%	16.0%	16.1%
管理费用	1542.07	2283.30	2564.05	2838.75	3218.22	营业利润增长	466.4%	16.0%	14.8%	13.2%	14.0%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额增长	429.0%	17.6%	12.3%	13.4%	14.2%
财务费用	377.41	725.18	755.08	1019.78	1263.17	净利润增长	331.4%	6.2%	12.3%	13.4%	14.2%
其他收益	41.79	37.55	60.00	60.00	60.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	784.89	225.84	380.00	660.00	730.00	毛利率	25.7%	26.8%	27.9%	27.2%	26.9%
营业利润	4632.18	5374.33	6172.42	6985.14	7960.54	销售净利率	10.1%	9.1%	9.4%	9.3%	9.2%
营业外收支	-33.95	31.76	-100.00	-100.00	-100.00	ROE	10.6%	10.7%	11.0%	11.4%	11.8%
利润总额	4598.23	5406.09	6072.42	6885.14	7860.54	ROIC	66.9%	38.6%	39.6%	39.4%	35.2%
所得税	1175.94	1499.94	1684.81	1910.30	2180.93	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	401.55	697.94	783.96	888.89	1014.81	销售费用/营业收入	3.6%	3.6%	3.8%	3.7%	3.5%
净利润	3020.74	3208.21	3603.64	4085.95	4664.80	管理费用/营业收入	4.6%	5.3%	5.5%	5.3%	5.2%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						财务费用/营业收入	1.1%	1.7%	1.6%	1.9%	2.0%
流动资产	58001.4	64314.1	78642.48	96353.40	103713.3	投资收益/营业利润	16.9%	4.2%	6.2%	9.4%	9.2%
货币资金	19812.5	17892.9	32805.10	37690.22	43550.25	所得税/利润总额	25.6%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
应收票据及应收账款合计	1195.44	764.40	1364.74	1081.46	1745.07	应收账款周转率	47.82	43.79	43.79	43.79	43.79
其他应收款	683.74	1207.85	847.14	1513.87	1214.22	存货周转率	1.48	0.94	0.94	0.94	0.94
存货	30805.6	36214.8	35533.55	47668.61	48913.77	流动资产周转率	1.04	0.70	0.65	0.61	0.62
非流动资产	27252.6	35139.0	36006.95	37237.82	38673.63	总资产周转率	0.62	0.46	0.44	0.43	0.45
固定资产	1920.82	2958.52	3298.06	3856.27	4499.60	<b>偿债能力</b>					
资产总计	85254.1	99453.1	114649.4	133591.2	142386.9	资产负债率	62.3%	63.3%	65.3%	67.4%	66.2%
流动负债	36099.0	44186.5	57718.91	74378.23	80264.22	流动比率	1.61	1.46	1.36	1.30	1.29
短期借款	3160.00	4219.16	22354.51	28177.97	36354.95	速动比率	0.63	0.47	0.62	0.56	0.59
应付款项	4094.97	6782.57	1151.96	9792.87	1812.44	<b>每股指标 (元)</b>					
非流动负债	16980.8	18793.0	17195.67	15629.59	13986.02	EPS	0.78	0.83	0.93	1.05	1.20
长期借款	10879.3	12435.9	10838.59	9272.51	7628.94	每股净资产	7.39	8.08	8.72	9.48	10.39
负债合计	53079.9	62979.6	74914.58	90007.82	94250.24	每股经营现金流	-0.74	-0.02	1.08	0.85	0.59
股东权益	32174.1	36473.5	39734.85	43583.40	48136.71	每股经营现金/EPS	-0.95	-0.03	1.16	0.80	0.49
股本	3881.06	3883.76	3883.76	3883.76	3883.76	<b>估值</b>					
留存收益	12564.9	14652.3	17499.59	20727.94	24413.64	PE	11.78	11.09	9.87	8.71	7.63
少数股东权益	3474.69	5095.69	5879.65	6768.53	7783.35	PEG	0.19	0.10	0.11	0.66	0.57
负债和权益总计	85254.1	99453.1	114649.4	133591.2	142386.9	PB	1.24	1.13	1.05	0.97	0.88
<b>现金流量表</b>						EV/EBITDA	7.46	7.55	6.88	5.88	5.36
						EV/SALES	1.14	1.11	1.01	0.89	0.80
经营活动现金流	7577.36	3534.45	4188.40	3287.08	2301.80	EV/IC	0.79	0.83	0.64	0.59	0.54
其中营运资本减少	-7101.01	-4099.21	-740.66	-2275.82	-4128.88	ROIC/WACC	9.11	5.25	5.38	5.40	4.89
投资活动现金流	-2285.27	-3581.69	-654.33	-799.14	-923.72	REP	0.09	0.16	0.12	0.11	0.11
其中资本支出	926.57	515.87	774.39	857.31	992.26						
融资活动现金流	2740.39	-974.03	-6757.25	-3426.26	-3695.03						
净现金总变化	8053.93	-1176.31	-3223.18	-938.33	-2316.95						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>