

豫园股份（600655）：战略重构业务版图，百年豫园焕发活力

2020年09月23日

推荐/维持

豫园股份 公司报告

管理层换新公司战略升级，百年品牌焕发活力。2018年公司进行重大资产重组，复星集团地产业务注入，公司形成了“产业运营+产业投资”双轮驱动模式。同时战略目标全面升级，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。新任管理层和业务块负责人针对性调整，未来黄金珠宝、化妆品等多板块业务将进一步实现战略升级，焕发全新活力。

新亮点：布局高景气赛道，打造豫园产业生态圈。公司通过外延布局化妆品、白酒等高景气赛道，快速构建产业生态圈；同时利用自身品牌运营优势为新品牌赋能，运营、投资双管齐下，构建了多产业布局的品牌生态圈。其中，公司加强化妆品品牌运营、加大渠道投入，化妆品业务或将成为公司重点打造的新业务板块，未来3-5年有望实现年复合20%-30%的高速增长，有望成为豫园品牌生态圈中最先打开增长的新业务板块。

强主业：珠宝时尚业务加速成长，全产业链布局带动品牌竞争力提升。作为公司核心主业，“老庙”和“亚一”双品牌差异化布局打开新市场增长空间，未来三年新增门店有望保持600家/年以上，将带动营收快速增长。同时通过“外延”发展收购法国、意大利珠宝品牌DJULA、Damiani；上游端收购IGI、星光达工厂，品牌矩阵、产业链布局不断完善。

稳基石：地产业务稳健推进，为公司扩张提供稳定现金流。地产业务的注入带来了营收、利润的增厚和充足的现金流，每年为公司带来约30-50亿元稳定现金流，成为拓展新业务的强劲支撑。公司土地储备充足且质量较高，产融结合助力公司低溢价拿地，地产业务稳健推进，将对快乐消费产业的拓展布局进行持续的现金流输出，助力公司在大消费领域战略布局的落地。

公司盈利预测及投资评级：内生品牌高速扩张，外延品牌带来增长新亮点，百年豫园焕发活力。我们预计公司2020-2022年净利润分别为36.15、41.05和47.81亿元，对应EPS分别为0.93、1.06和1.23元。当前股价对应2020-2022年PE值分别为9.99、8.8和7.55倍。维持“推荐”评级。

风险提示：新产业运营不及预期，珠宝业务展店不及预期。

财务指标预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	58,001.49	42,912.23	48,400.81	55,789.83	63,585.55
增长率(%)	97.40%	27.04%	12.79%	15.27%	13.97%
归母净利润(百万元)	3,020.74	3,208.21	3,614.97	4,104.56	4,781.19
增长率(%)	331.38%	6.21%	12.68%	13.54%	16.48%
净资产收益率(%)	10.53%	10.22%	10.29%	10.43%	10.81%
每股收益(元)	0.86	0.83	0.93	1.06	1.23
PE	10.88	11.25	9.99	8.80	7.55
PB	1.26	1.15	1.03	0.92	0.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司地处上海中心商业区，是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体，多元化发展的国内一流的综合性商业集团。

未来3-6个月重大事项提示：

无

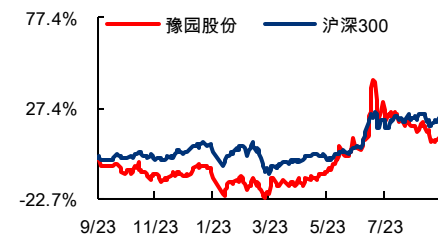
发债及交叉持股介绍：

2020-2-20 发行19亿元5年期公司债。

交易数据

52周股价区间(元)	11.87-6.44
总市值(亿元)	361.19
流通市值(亿元)	149.08
总股本/流通A股(万股)	388,376/160,300
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.7

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

目 录

1.管理层换新公司战略升级，百年品牌焕发新活力	4
1.1 重大资产重组战略革新，管理团队不断壮大	4
1.2 股权激励计划激发活力	5
2.新亮点：布局高景气赛道，打造豫园产业生态圈	6
2.1 布局化妆品高端市场，有望最先打开新增长空间	6
2.2 “产业运营+产业投资”，构建豫园品牌生态圈	7
3.强主业：珠宝时尚业务加速成长，全产业链布局带动品牌竞争力提升	8
3.1 老品牌新活力，差异化竞争打开新空间	8
3.2 新品牌不断引入，黄金珠宝品牌矩阵加速构建	10
3.3 产业链布局完善提升品牌竞争力	11
4.稳基石：地产业务稳健推进，为公司扩张提供稳定现金流	12
4.1 优质地产业务的注入带来丰富现金流	12
4.2 地产业务稳健推进，为消费产业集团持续赋能	12
5.财务分析与盈利预测	13
5.1 高速展店带动收入增长，规模效应下费用水平有望优化	13
5.2 盈利预测	15
6.风险提示	17
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 打造庭快乐消费产业集团	4
图 2： 豫园公司历史复盘	5
图 3： 以色列国宝品牌 AHAVA	7
图 4： 国潮美妆品牌 WEI	7
图 5： 豫园品牌生态圈	7
图 6： 餐饮食品发展进程	8
图 7： 珠宝品牌进入高速展店阶段	10
图 8： 内生并购建立珠宝时尚品牌矩阵	11
图 9： 豫园珠宝黄金产业链	11
图 10： 公司地产业务毛利率行业领先	12
图 11： 经营活动产生的现金流量净额	12
图 12： 豫园股份近五年营收、归母净利润及同比	14
图 13： 豫园股份各板块营收占比	14
图 14： 豫园股份各版块毛利率情况	15
图 15： 珠宝行业、豫园股份和老凤祥毛利率对比	15
图 16： 豫园股份地产板块毛利率及同行业比较	15
图 17： 近五年三项费用率	15

表格目录

表 1: 豫园公司董事及高管职务与履历	4
表 2: 股权激励激发员工活力	5
表 3: 公司双品牌发展策略	8
表 4: 公司地产业务经营情况	12
表 5: 2019 年以来公司新获得土地储备	13
表 6: 分板块盈利预测	16
表 7: 可比公司盈利预测和估值	17

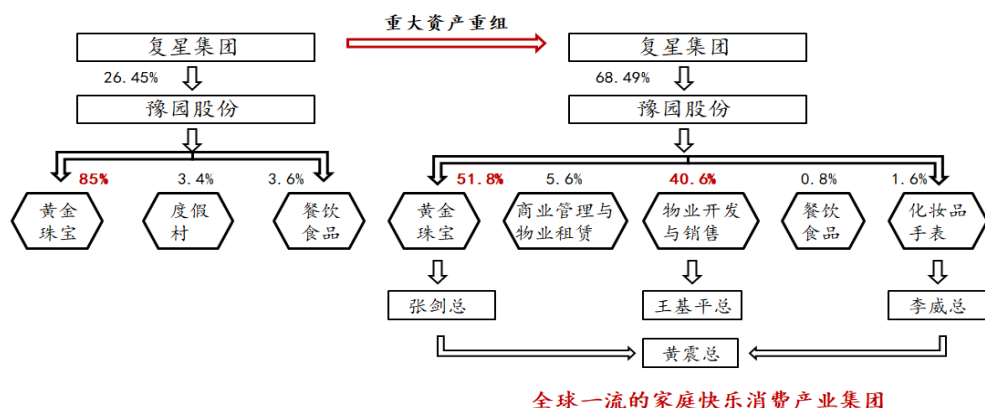
1. 管理层换新公司战略升级，百年品牌焕发新活力

1.1 重大资产重组战略革新，管理团队不断壮大

“产业运营+产业投资”双轮驱动，构建新豫园产业生态圈。2018年公司完成了重大资产重组，复星集团持股比例从26.45%提升至68.49%；复星地产业务的注入，打破了原黄金珠宝单一主业（营收占比超90%）的经营体系，通过嫁接复星集团优质资源，加速推进外延扩张，现已形成了黄金珠宝、物业开发与销售、餐饮食品、化妆品等多赛道布局的业务体系，实现“产业运营+产业投资”的双轮驱动。

此外，公司对新任管理层和业务块负责人调整，对战略进行全面升级，“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”成为全新战略目标。

图1：打造家庭快乐消费产业集团



全球一流的家庭快乐消费产业集团

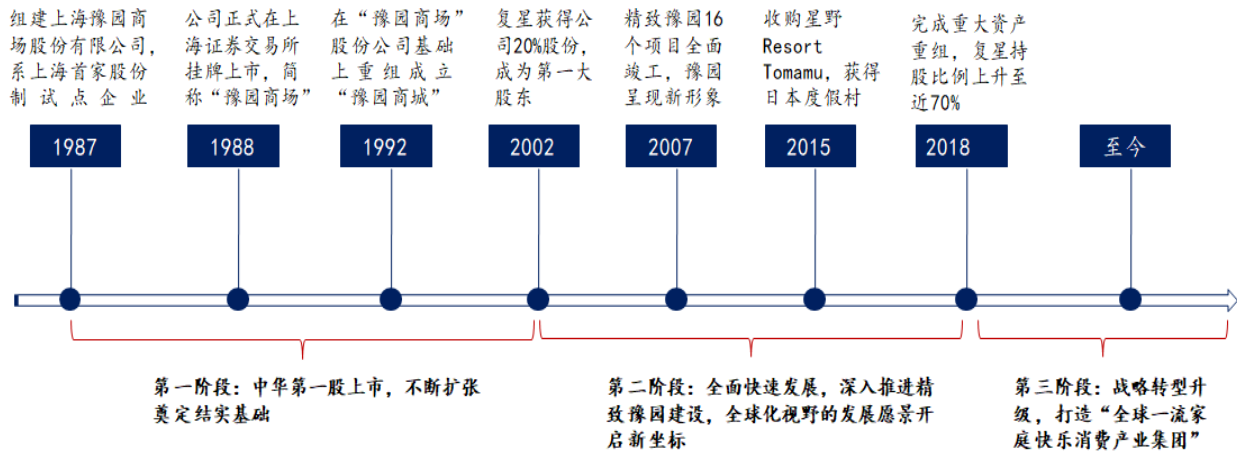
资料来源：公司资料整理，东兴证券研究所

表1：豫园公司董事及高管职务与履历

姓名	职务	主要工作经历
徐晓亮	董事长	2013年12月起出任豫园股份董事长，2020年升任复星联席CEO；
黄震	公司董事、总裁	2012年-2017年在上海家化任职，成功创立佰草集化妆品品牌，拥有23年消费品零售行业管理经验。2017年9月加入豫园股份，现统领公司各业务板块发展；
张剑	珠宝业务板块负责人	曾任职于BOTTEGA VENETA，在奢侈品行业工作20年，积累了丰富的奢侈品行业经验
李威	化妆品业务板块负责人	曾先后任职于宝洁和科蒂集团，在日化行业拥有丰富的经营管理经验；
王基平	地产业务板块负责人	加入复星十五年以上，在地产板块经验丰富。

资料来源：东兴证券研究所

百年豫园焕新，战略转型公司迈入第三发展阶段。公司的豫园商城和老庙黄金均拥有深厚的历史沉淀，其前身豫园商城已拥有700余年历史，是上海的政治、经济、文化中心，是上海特有的人文标志和文化名片。公司品牌历史悠久，旗下拥有中华老字号、中国知名品牌等核心品牌资源，在消费者心中有较强认可度。依照公司战略和业务，我们对公司历史发展划分为三个阶段。2018年资产重组后，公司迈入打造“全球一流家庭快乐消费产业集团”的第三阶段。

图2: 豫园公司历史复盘


资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

1.2 股权激励计划激发活力

公司 2018 年以来持续推出期权、限制性股票等长效激励机制, 以 EPS 或净利润增长为考核标准。2018 年至今, 公司共推出两期合伙人期权激励计划、一期员工期权激励计划以及两期限制性股票激励计划, 合计授予股票 759.8 万股, 股票期权 1355 万份, 累计覆盖达 150 人次。公司通过股权激励计划等一整套激励相容的管理制度, 激发公司活力, 为未来发展搭建了较好的管理平台, 有望推动公司长期高速发展。

表2: 股权激励激发员工活力

年份	激励计划名称	解除限售期条件	获授的股票期权数量	授予对象	获取价格
2018 年 10 月	2018 年限制性股票激励计划	2018 年归母净利润不低于 28 元; 2018-2019 年归母净利润累计不低于 60 亿元; 2018-2020 年归母净利润累计不低于 97 亿元;	466 万股	董事、高管及管理人员、核心骨干合计 46 人	3.61 元/股
2018 年 10 月	首期合伙人期权激励计划	2020-2022 年基本每股收益不低 0.85/0.9/0.95 元/股; 或 2020-2022 年归母净利润相较 2018 年复合增长率不低于 12%	450 万份	董事、高管、核心技术人員合计 4 人	7.21 元/股
2019 年 3 月	第二期合伙人激励计划	2020-2022 年基本每股收益不低于 0.85/0.9/0.95 元/股; 或 2020-2022 年归母净利润较 2018 年复合增长率不低于 12%;	540 万份	云尚总裁、复地执行总裁、副总裁合计 6 人	9.09 元/股
2019 年 8 月	2019 年限制性股票激励计划	2018-2019 年归母净利润累计不低于 60 亿元; 2018-2020 年归母净利润累计不低于 97 亿元; 2018-2021 年归母净利润累计不低于 132 亿元	301.8 万股	公司董事、高管、中层及核心骨干合计 41 人	4.31 元/股
2019 年 8 月	2019 年员工期权激励计划	2019/2020/2021 年基本每股收益不低于 0.85/0.85/0.9 元/股; 或 2019/2020/2021 年归母净利润较 2018 年复合增长率不低于 12%	365 万份	公司高管、中层、核心经管人員合计 50 人	8.62 元/股

资料来源: 东兴证券研究所

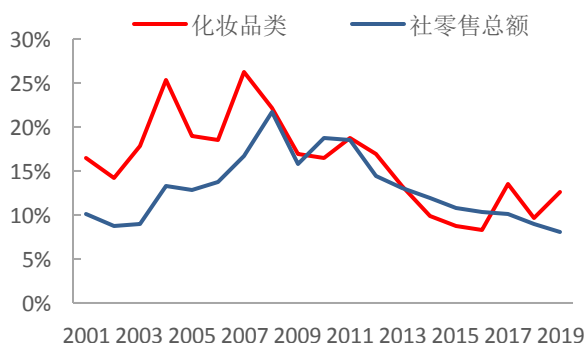
2.新亮点：布局高景气赛道，打造豫园产业生态圈

2.1 布局化妆品高端市场，有望最先打开新增长空间

外延跨越式发展，布局高端化妆品赛道。公司2020年6月收购复星津美74.93%股权，从而获得AHAVA、WEI等国内外中高端品牌。在消费升级的背景下，我国化妆品行业长期处于较高景气赛道。2001-2019年，社零限额以上化妆品类增速在多数年份高于社零增速。目前，我国化妆品市场规模接近4777亿元，高端化妆品市场的增长为主要推动力。根据欧睿数据显示，2019年中国高端、超高端化妆品市场份额比重分别为32%、8%，预计2024年总占比将超五成。同时，公司董事长、总裁黄震总拥有20余年的化妆品行业经验，对化妆品品牌运营和管理有丰富的经验，化妆品业务或将为公司重点打造的新业务板块。

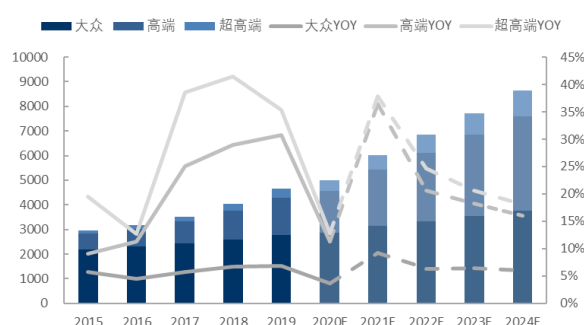
通过本次收购，公司迅速进军高端化妆品赛道，初步完成了化妆品业务的布局，丰富公司的快乐时尚版图。2019年，复星津美共实现营收6.05亿元；同时，今年上半年AHAVA、WEI双品牌国内市场均实现20%以上高速增长，但海外市场受疫情影响，20H1化妆品业务实现营收1.81亿元。化妆品板块进入豫园品牌生态圈后，一方面，有望与公司复合地产等业务协同发展（商业入驻等）；另一方面，公司加强品牌运营、加大渠道投入，未来化妆品板块有望实现20%-30%的高速增长，有望成为豫园品牌生态圈中最先打开增长的新业务板块。

图1:化妆品类增速优于社零增速



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图2: 中国大众、高端、超高端化妆品市场份额及增速



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

- AHAVA 是以色列国宝级化妆品品牌，是全球唯一一家在死海边设立工厂的化妆品公司，结合死海旅游资源，拥有开发死海的宝贵优势。AHAVA 产品线完整，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，共10条产品线，92款单品，在27个国家和地区销售。
- WEI 品牌定位为将中国古老草本精华与现代配方科技融合，现有高端国潮护肤品牌 WEI 和大众护肤品牌 WEI EAST。高端线 WEI 有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，销售占比为82%，主要销售渠道为丝芙兰；大众线 WEI East 在欧美和中国电视购物渠道销售。公司携手陈若轩作为品牌代言，明王朝系列持续升级。
- 与此同时，公司还启动了彩妆、personalcare、药妆医美等品类、品牌的孵化工作。公司于7月份推出国潮彩妆品牌 X-WAY、9月推出 OCEANGLAM，未来通过自身、收购、合资或代理等多种形式孵化更多的品牌，推进品牌矩阵的构建和完善，形成了护肤、彩妆、国产品牌和进口品牌的多系列布局。

图3: 以色列国宝品牌 AHAVA



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图4: 国潮美妆品牌 WEI



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

研发投入力度加大, 支撑新业务长远发展。除原有 AHAVA 的以色列研发基地, 公司未来拟新建两个全球实验室, 分别位于上海建设研发中心, 以及在美国硅谷与复宏汉霖实验室的合作的研发基地, 通过加大研发投入提升产品质量, 支撑业务发展。AHAVA 上半年中国区营收同比+29%, 疫情下 WEI 仍然快速增长, 保持丝芙兰独家品牌销售第一, 其线上渠道天猫旗舰店也于 9 月 1 日正式开业。我们认为, 化妆品行业处于高景气赛道, 伴随品牌矩阵的不断构建和研发能力的不断提升, 公司化妆品业务将有望在豫园品牌体系内打开新增长空间。

2.2 “产业运营+产业投资”, 构建豫园品牌生态圈

5 月公司收购金徽酒后, 珠宝、餐饮等老字号品牌增加至 17 个, 并通过并购合资等多方式布局国内外知名品牌, 品牌矩阵不断构建。公司通过外延式并购成功进军美妆、白酒、时尚腕表、宠物等优质赛道, 实现了业务条线的扩充和跨越式发展。公司利用自身品牌运营优势为新品牌赋能, 形成“产业运营+产业投资”的双轮驱动模式, 成功构建多产业布局的品牌生态圈。

图5: 豫园品牌生态圈

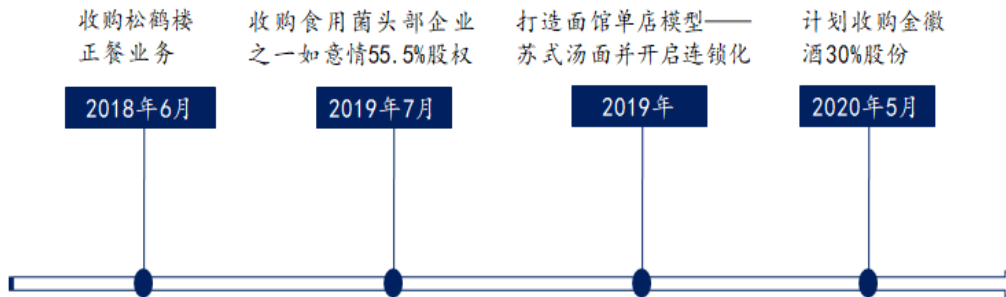


资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

餐饮: 原有品牌历史悠久, 收购和扩张带动业务版图扩大。老城隍庙餐饮集团有限公司是全国餐饮百强企业, 旗下拥有松鹤楼、绿波廊酒楼、上海老饭店、老城隍庙小吃等著名餐饮老字号。公司近年来通过收购和扩张及供应链建设带动餐饮食品业务版图不断扩大。公司于 2018 年收购松鹤楼正餐业务, 2019 年开启连锁化,

2020年走出豫园商圈，先后于多地打造了多家面馆店。公司餐娱培训大学计划持续推进，为年度连锁外拓提供人才储备；融合优化老庙餐饮、松鹤楼餐饮供应链体系，梳理并赋能连锁化战略，双管齐下推动供应链体系打造和高效组织建设，为连锁化发展助力。截至目前，苏式汤面、松月楼标准化率达到95%、南翔连锁标准化率达到80%。2019年收购主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售的企业——如意情，年销量处于行业前三位，销售网络覆盖了全国25个省、市及自治区。2020年拟继续收购金徽酒股权，布局区域白酒市场。

图6：餐饮食品发展进程



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

美丽健康：公司拥有超两百年历史的中药老字号“童涵春堂”品牌，在药食同源类功能性食品的发展方向上实现了独有的新突破，研制出人参制品、养生茶包、养生汤包、养生代餐粉、养生素膏等8种新产品，具有较高的知名度和市场认可度。公司2020年收购复星津美，快速切入化妆品市场。

时尚：2019年完成了对海鸥手表和上海手表的收购。两大品牌均拥有较高的品牌知名度，是中国手表业最具号召力的民族品牌组合；均培养了国内最富经验的精密制造技术工人队伍，技术先进优良。其中海鸥表业拥有国内规模最大的精密机械手表机芯制造基地，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。

宠物：2019年初获得高端宠物食品希尔思中国大陆渠道独家代理权；年内完成对爱宠医生（国内宠物行业一站式服务平台）投资。宠物业务在拿到美国第一处方粮品牌希尔思品牌中国地区的独家代理、并购控股爱宠医生的基础上，取得了宠物用品集团品谱的中国代理权，逐步完成对宠物医疗、宠物食品、宠物用品的布局。

3. 强主业：珠宝时尚业务加速成长，全产业链布局带动品牌竞争力提升

3.1 老品牌新活力，差异化竞争打开新空间

差异化布局策略推动一二线加密、三四线加速下沉，双品牌市场份额持续扩张。公司拥有老庙和亚一两大核心黄金珠宝品牌，但两者在品牌历史、产品设计、消费人群定位、营销策略等方面均有所不同。老庙主打高端珠宝品牌，新产品系列古韵金，单价和设计难度均较高；品牌升维发展，将聚焦于一二线城市，以长三角及江苏、安徽、山东等邻近省份为核心布局区域。而亚一主打中低线市场，产品单价在2000-4000元左右，以“降维不降级”策略聚焦于三、四、五线城市，较低的价格有利于推动品牌的渠道下沉，进行差异化发展和渠道布局。公司进行差异化布局进军行业各线城市，有望进一步打开新的销售增长空间，扩大市场份额。

表3：公司双品牌发展策略

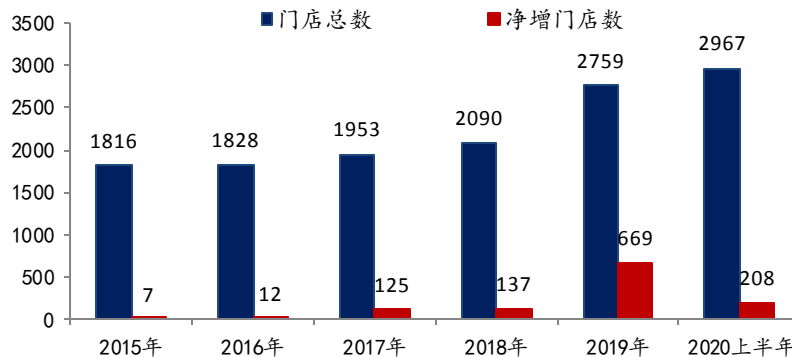
	老庙	亚一
品牌历史	前身是“上海老城隍庙工艺品商店”，创建于1982年，品牌历史悠久，底蕴深厚。	亚一金店成立于1993年9月，集产、供、销于一体，品牌成立时间相对较晚。
产品设计	主要产品为古韵金，设计难度较高。主要产品包括：“福禄寿喜财”五大系列、挖掘传统文化推出的钥玲珑、宫囍、禅悦、江南情思等多个热销系列。	产品设计相对简单但更为时尚，大力发展镶嵌产品，如铂金的“绽放”、“花漾”新品系列，“真、善、美”钻饰系列等。
消费人群定位	定位于一、二线城市中产家庭35岁-55岁的中高端人群，主打高贵、经典的黄金、珠宝首饰。	瞄准时尚和婚庆人群，主要吸引有活力的三四线年轻消费者。
营销策略	与时俱进，创新产品迎合年轻人和特定节日的需求。如为迎合年轻人追求国潮美学，单独创设“宫囍”、“国宝十二金”等品牌。	追赶时尚潮流，更加注重营销和推广。高频率更换门店的宣传海报，为消费者提供最新的活动内容和产品信息。

产品图示


资料来源：东兴证券研究所

展店步伐逆势增长持续加快，充足现金流提供支撑。2019年实体门店净增669家，2020年上半年净增208家，其中约80家为亚一品牌店，约120家为老庙品牌店，截至2020年上半年末，公司共有门店2967家。公司年展店步伐行业领先，在疫情期间实现了逆势增长。公司计划全年展店超600家，且有望在未来3年内维持高展店节奏。我们认为，在地产板块提供充足的现金流支撑下，公司在展店推进方面更具竞争优势，我们预计全年展店目标大概率达成。与此同时，公司加强现有门店质量提升，并推进老庙品牌进驻如南京德基国际广场、成都的王府井等高端核心商圈，门店形象升级叠加购物中心高端化有利于双品牌差异化发展实施，提升门店运营效率。

图7：珠宝品牌进入高速展店阶段



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

多渠道打开市场空间，智能零售赋能会员运营体系。公司通过网红直播和素人直播相结合的方式，实现品牌宣传和产品引流。公司与李佳琦、薇娅等 60 多个网红合作，同时构建自有直播体系，2020 上半年共实现消费引流超 7000 万元。上半年疫情对实体店销售冲击严重，数字化新零售手段快速补位，老庙天猫上半年销售同比+122%，亚一“触电”天猫，打开线上线下双渠道发展模式。与此同时，公司不断构建私域营销体系和完善会员权益，带给消费者更好的购物体验，实现销售额的增长。公司有超 300 个会员群覆盖 200 家线下店铺，覆盖 1.4 万名会员，累计实现了 1500 万的销售额。

2020 年线上销售占比不到 10%，线下门店的拓展仍旧是拉动公司销售增长的最主要动力，线上渠道是重要补充。展店步伐的提速叠加智能化新零售手段应用的持续推进，将实现线上线下的有效互补，协同共进。

3.2 新品牌不断引入，黄金珠宝品牌矩阵加速构建

“内生式”发展加“外延式”并购整合发展，构建黄金珠宝品牌矩阵。内生式发展以老庙和亚一两大品牌为主，外延式并购主要为市场其他知名品牌的投资收购和孵化。公司 2020 年 3 月收购了法国珠宝品牌 DJULA55.4% 的股份，2020 年 7 月获得 Damiani 和 Salvini 两大品牌在大中华区的独家经销权，以合资公司的形式共同开拓两大品牌在中国市场的发展。高端珠宝品牌 Damiani 单品定价约 4 万-20 万人民币，对标同级别的珠宝品牌 Cartier、harry Winston 以及梵克雅宝等；轻奢珠宝品牌 Salvini 对标同等级珠宝品牌 Tiffany&Co。

国际知名品牌的收购充实了公司在高端奢侈品领域的布局，有利于公司黄金珠宝品牌矩阵的构建，同时有望通过国际知名品牌的引进加强公司工艺技术的学习和品牌运营管理的提升。截至目前，Damiani 在上海和香港已设立了两家店铺，公司计划于五年内在内地开设超过 10 家 Damiani 旗舰店和近 100 家 Salvini 品牌门店。双方的合资公司预计在今年第四季度设立完成并开始运营。“内生外延”发展将完善公司多维度品牌矩阵，多品牌协同构建豫园珠宝时尚版图。

图8：内生并购建立珠宝时尚品牌矩阵



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 产业链布局完善提升品牌竞争力

外延扩张加深上游产业链布局。公司2019年收购比利时国际宝石学院IGI 80%的股权，2019年10月与头部镶嵌产品生产商星光达合资建厂。IGI国际宝石学院拥有40余年发展历史，是全球领先的珠宝鉴定机构，其珠宝鉴定业务于全球排名第二，旗下拥有17所实验室、16所宝石学院以及广泛的钻石产业链资源。星光达创立于1997年，主要从事贵金属镶嵌饰品、K金饰品和翡翠饰品的研发、生产加工及销售，产品覆盖全国各地城市，拥有三千多家忠实客户群。公司通过并购合作不断拓宽产业链布局，目前已形成了黄金开采冶炼、钻石鉴定加工、黄金珠宝销售的全产业链布局，打通黄金珠宝全产业链。

对标国际时尚品公司CHANEL、GUCCI、Prada等，公司打造全产业链布局思路有异曲同工之处。CHANEL旗下子公司Paraffection包含了CHANEL几十年来收入麾下的十几家高级手工坊，帮助CHANEL牢牢控制住产业链上游，确保品质供应的同时，有效降低成本。公司收购IGI国际宝石学院帮助公司实现战略布局全球钻石产业链，使得公司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。与星光达的合作帮助公司打通上游，加强珠宝镶嵌制造端优势，更进一步开拓市场。公司在产业链方面的拓展和布局有利于提高公司的黄金钻石工艺技术，有利于成本的控制和对上游议价权的提升，增强公司在国内市场的占有率和国际知名度。

图9：豫园珠宝黄金产业链



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

4. 稳基石：地产业务稳健推进，为公司扩张提供稳定现金流

4.1 优质地产业务的注入带来丰富现金流

地产业务重组拉升公司营收和毛利水平。公司 2018 年实施资产重组，将复星集团的“蜂巢城市”复合功能地产以及豫园商圈毗邻核心物业的共 27 个地产项目并入，大幅增厚营收和利润。2018 年-2020 上半年，物业开发与销售业务分别实现营收 146.97、192.21 和 81.41 亿元，对总营收的贡献维持在 40% 以上。毛利率接近 40%，远高于地产行业平均水平 (30%-35%)。毛利贡献占比近 70%，地产业务成为公司利润的安全垫。

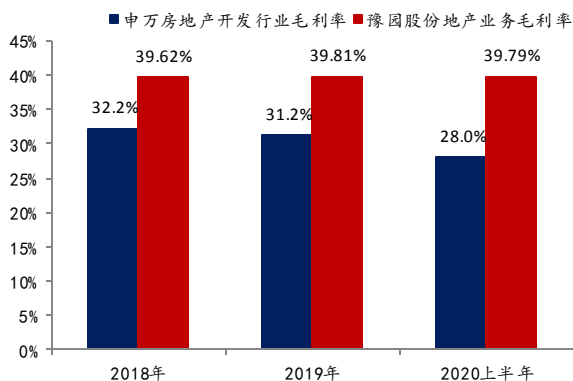
同时，优质地产资源为公司带来了充足的现金流，经营活动产生的现金流量净额实现数量级提升。公司 2015-2017 年和 2018-2019 年经营活动产生的现金流量净额平均值分别为 4.01 亿元和 55.56 亿元，提升显著。2018 年-2019 年地产业务分别为公司带来近 30 亿元和 40 亿元的经营性现金净流入，地产业务的注入为公司带来近百亿级的现金流。2020 年上半年总体经营活动产生的现金流量净额为负主要受到销售商品及开发物业的现金流入减少的影响，受到拿地项目结转周期的影响。但预计地产业务未来每年仍将持续贡献 30-50 亿元左右的经营性现金净流入，助力公司在“快乐、时尚”大消费领域战略布局的全面铺开。

表4：公司地产业务经营情况

	2018A	2019A	2020H1
营业收入 (亿元)	146.97	192.21	81.41
Yoy	-0.43%	30.78%	-0.76%
占比	43.51%	44.79%	40.6%
毛利率	39.6%	39.8%	39.79%
毛利 (亿元)	67.03	66.47	66.79
地产业务带来 经营性现金净流入 (亿元)	29.39	38.44	16.28

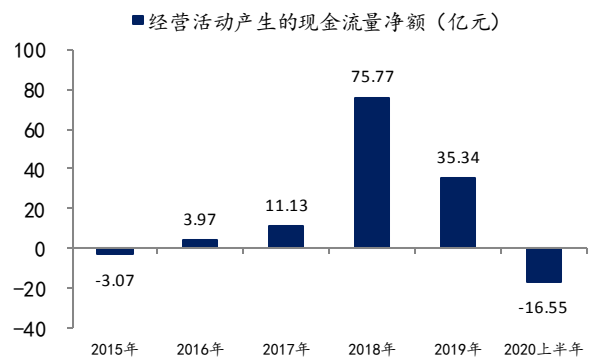
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：公司地产业务毛利率行业领先



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图11：经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 地产业务稳健推进，为消费产业集团持续赋能

公司土地储备充足质量较高，产融结合持续低溢价拿地。公司2020年1月至8月新增土储107万平方米，总土储达到694万平方米。2019年新增土储面积/签约销售面积比例为265.5%，可满足两年内销售需求，土地储备充足。公司的土地储备主要分布在北京、天津、上海、南京、武汉等一二线城市，占比超90%，且大部分位于当地重点区域或地段，土地储备质量较高。产城融合使得公司能够持续以低价获取优质土地资源。公司拥有黄金珠宝、餐饮食品、化妆品、商业娱乐等多业态布局，消费产业资源优势使得公司在拿地方面拥有较高议价能力，助力优质土地资源的获取与开发运营。2019年以来新获土地储备数据显示，公司的签约楼面均价约为6560.3元/平方米，同期销售均价为19474元/平，拿地成本保持低位运行。

表5：2019年以来公司新获得土地储备

项目	建筑面积（万㎡）	住宅占比（%）	楼面价（元）	周边住宅均价（元）
天津	36.7	76.9	6760	18923
长春	72.2	94.6	978	10029
昆明	64.8	56	8000	22275
重庆	20.5	39.3	5558	19750
江苏如东	21	53.6	1639	9666
珠海	57.2	90	8219	25416
长沙滨江	31.9	48.7	6079	9800
上海金山	11.7	68	6086	24666
苏州虎丘	25	78.4	10787	22215
南京玄武	38.8	32.5	11497	32000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

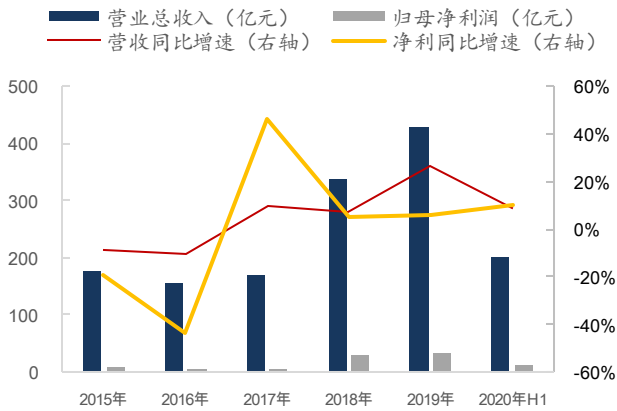
公司地产业务稳健推进，将对快乐消费产业的拓展布局进行持续的现金流输出。公司在拿地方面较为谨慎，对地块的区位和价格有较严格的把控，使得地产业务的扩张速度较为稳健。公司2019年拿地金额共计115亿元，占签约销售金额比例为84.3%，稳健扩张有利于现金流的累积。在地产业务现金流的支撑之下，公司在手资金充足，2020年上半年实现了逆势扩张。我们认为公司未来地产业务仍将稳步推进，预计每年为公司增厚200亿左右的收入，贡献30-50亿的现金流，从而助力公司在黄金珠宝、文化餐饮、美丽健康等消费产业的布局和拓展，对家庭快乐消费产业集团的构建进行持续的现金流输出。

5. 财务分析与盈利预测

5.1 高速展店带动收入增长，规模效应下费用水平有望优化

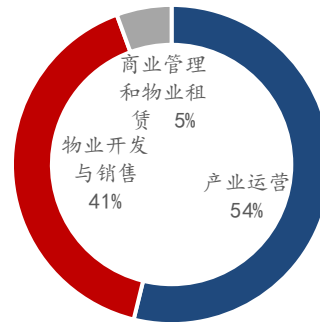
2015-2019年，公司实现营收及归母净利CAGR达9.64%和31.33%。2018年公司重组加入地产板块导致营收和利润的明显增厚，营业收入和归母净利润分别实现337.77亿元、30.21亿元，相较重组前分别增长97.4%和331.57%。2019年实现营收429.1亿元、归母净利润32.1亿元。20年上半年，在珠宝业务拉动下公司营收实现逆势增长（yoy+0.88%）。目前，公司有产业运营、物业开发与销售以及商业管理和物业租赁三大业务板块，占比分别为53.82%、40.6%和5.58%；而产业运营收入占比小幅提升，截止2020H1占比提升至53.82%，较2018年提升0.75pct。（2018年占比为53.07%）。

图12：豫园股份近五年营收、归母净利润及同比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：豫园股份各板块营收占比



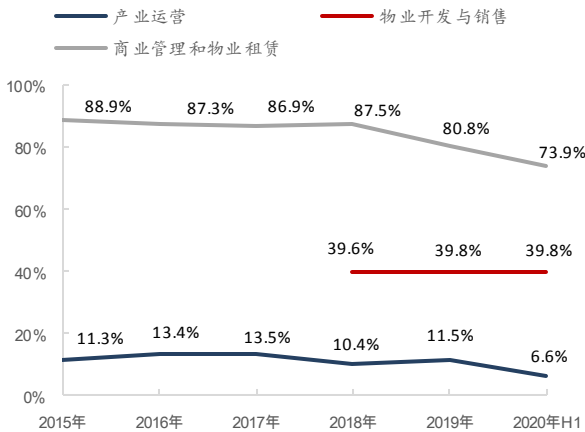
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **产业运营板块**：板块包含黄金珠宝、餐饮等4个业务，2019年实现营收220.38亿元，其中黄金珠宝业务占比最高达47.67%，2020H1占比进一步提升至51.79%。2015-2019年黄金珠宝板块CAGR为6.5%，远高于珠宝行业复合增速（-4.01%）。公司珠宝品牌收入排名市场第三，收入增速市场第一。伴随近年来公司开店节奏加快，未来市场份额有望持续提升。
- **物业开发与销售板块**：2019年营收192.24亿元，公司聚焦各城市地标业务，拿地节奏相对稳健，且储备土地项目以一二线为主（土地占比94%），地产业务风险低。公司物业板块包含住宅和商业地产，凭借老字号品牌的消费产业资源获取拿地优势，为公司提供充沛现金流。
- **商业管理与物业租赁板块**：2019年实现营收15.45亿元，包含豫园一期、日本星野度假村、上海活力城等项目。公司豫园二期、三期项目地处黄浦区文脉、商脉的核心位置，目前已经进入设计规划阶段，占地面积20万方，未来将与豫园一期共同打造上海旅游娱乐核心商业圈。

地产业务拉升公司综合毛利率水平，产品结构优化珠宝毛利提升。2019年，公司综合毛利率为26.83%。2018年毛利率激增系公司重组后加入高毛利的地产业务，拉动综合毛利率增长。分板块来看，各业务毛利率均保持稳定，2020H1公司整体毛利率达23.83%，较去年同期下降0.27pct。其中：

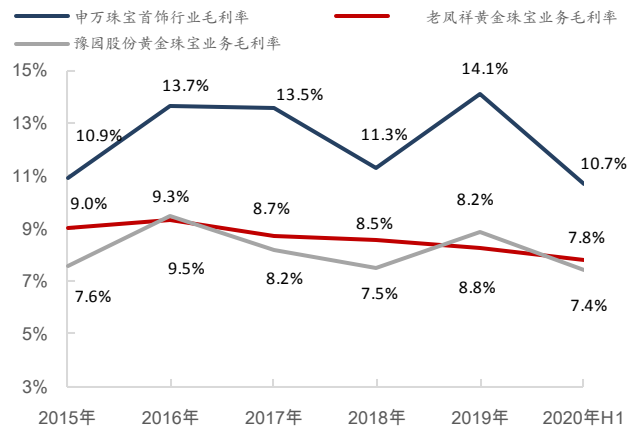
- 珠宝时尚板块由于公司不断优化产品结构，2019年产品毛利率提升至8.84%，较去年同期增加1.33pct.；横向对比，目前，公司产品结构以计重销售黄金饰品为主的，产品毛利率与黄金饰品为主的企业相似。随着产品设计、工艺对产品结构的不断优化，计件销售的黄金饰品将提升黄金饰品毛利率。同时，公司新增的高毛利镶嵌珠宝业务的发展将进一步拉升公司珠宝时尚板块毛利率水平。
- 公司凭借消费产业资源，物业开发和销售板块毛利率处于行业上游，20H1地产业务毛利率为39.79%，较去年同期增加3.2pct.。未来公司物业开发与销售板块毛利率仍将维持行业上游水平。

图14: 豫园股份各版块毛利率情况



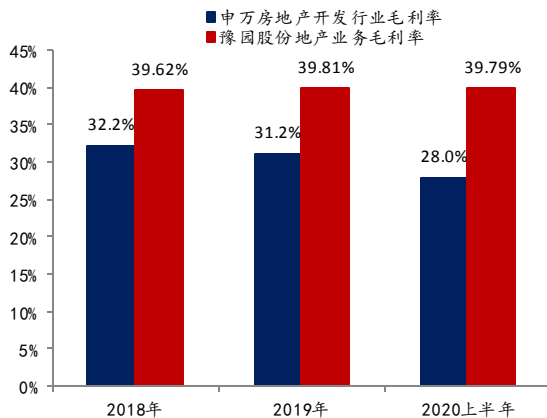
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图15: 珠宝行业、豫园股份和老凤祥毛利率对比



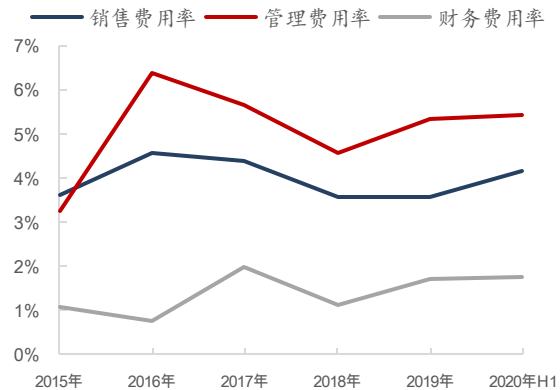
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图16: 豫园股份地产板块毛利率及同行业比较



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图17: 近五年三项费用率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

规模扩大公司费用率保持稳定。公司重组完成后, 伴随收入端规模扩大, 公司2018年费用率小幅下降至9.26%。2019年, 公司进步扩展餐饮、化妆品等多赛道, 业务规模扩大下管理费用率较有所提升。我们预计, 伴随新业务经营逐步成熟, 公司费用率水平将保持稳定。

5.2 盈利预测

由于公司营收分为多个业务板块, 我们根据公司板块对公司业务进行拆分预测, 对珠宝首饰、物业开发和销售、及产业运营等其他商业板块进行拆分:

- **珠宝首饰板块:** 作为公司核心主业, “老庙”和“亚一”双品牌持续扩张, 外延发展收购法国、意大利珠宝品牌DJULA、Damiani; 上游端收购IGI、星光达工厂, 品牌矩阵、产业链布局不断完善。从渠道看, 自2019年“老庙”、“亚一”品牌进入快速展店期间, 带动营收快速增长; 未来三年老庙、亚一净新增门店有望保持600家以上; 此外, DJULA、Damiani、Salvini也将加大国内市场布局。受疫情影响,

公司 20 年上半年老庙、亚一新增门店 208 家, 但公司高速展店目标未变, 在复合地产业务提供的稳定现金流支撑公司珠宝时尚产业的扩张, 下半年展店节奏将显著提速。

我们预测, 2020-2022 年珠宝时尚业务实现收入 240/287/340 亿元, 同比增长 17%/19%/19%; 毛利率在产品结构优化及镶嵌饰品带动下有望持续提升, 我们预计 8.50%、8.60%、8.75%; 2020 年归母净利润为 8.17 亿元。参考行业可比公司老凤祥、周大生、飞亚达, 给予 21 年 16XPE, 对应市值 156 亿元。

- **物业开发与销售:** 公司地产业务发展稳健, 近两年在天津、南京等地取得 10 块物业开发优质项目。同时, 由于品牌资源丰富, 公司拿地成本和土地竞标具有优势, 毛利率在行业中处于上游水平。我们预测, 2020-2022 年物业开发与销售业务实现收入 211/227/244 亿元, 同比增长 10%、8%、8%。我们采用 NAV 进行折算, 对应 21 年市值为 205 亿元。
- **产业运营等其他商业板块:** 合计 2020-2022 年实现营收 32.22/43.93/51.48 亿元, 预计 2020 年实现归母净利润 6.70 亿元, 给予 18XPE, 对应 21 年市值为 153 亿元。
 - 商业租赁及度假村,** 以豫园一期及日本星野度假村为主, 疫情对度假村营收影响较大, 预计 21 年将恢复正常水平; 预计 2020-2022 年实现收入 12.40/14.26/16.40 亿元;
 - 化妆品,** 公司收购复兴津美后加大对化妆品板块发展, 原 AHAVA、WEI 上半年中国市场实现 20% 以上高速增长, 此外公司孵化了 XWAY、OCEANGLAM 等新品牌, 将持续带动公司在化妆品板块的增长, 预计 2020-2022 年实现收入 3.8/7.56/9.83 亿元;
 - 医药,** 童涵春堂的老字号中药店, 预计 2020-2022 年营收实现 3.84/4.04/4.04 亿元;
 - 食品饮料,** 以老城隍庙为核心的老字号餐饮, 连锁化运营打开老字号餐饮扩张路线, 此外收购如意情 55%、金徽酒 30% 股权进一步拓展餐饮赛道; 预计 2020-2022 年实现营收 4.84/9.26/10.65 亿元;
 - 其他业务板块,** 包含宠物、工艺品、百货等业务, 预计实现营收 7.34/8.81/10.58 亿元。

综合各业务板块, 我们预计 2020-2022 年整体营收实现 484.01/557.90/635.86 亿元, 同比增长 11.22%、15.27%、13.97%; 对应 20/21 年总市值为 430/514 亿元, 维持“推荐”评级。

表6: 分板块盈利预测

业务板块 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022
珠宝时尚:					
收入 (%)	166.77	204.58	240.35	286.68	340.04
YOY (%)	15%	23%	17%	19%	19%
毛利率 (%)	7.51%	8.84%	8.50%	8.60%	8.75%
市值预测 (亿元)	-	-	130.75	155.96	184.98
物业开发与销售:					
收入 (%)	146.97	192.21	211.43	227.29	244.33
YOY (%)	-	31%	10%	8%	8%
毛利率 (%)	39.62%	39.81%	39.60%	39.60%	39.60%
市值预测 (亿元)	-	-	190.36	204.94	220.44
产业运营等其他商业板块:					
收入 (%)	24.03	32.33	32.22	43.93	51.48

YOY (%)	-6.35%	34.54%	-16.04%	36.31%	17.21%
市值预测 (亿元)	-	-	108.97	152.80	211.94
其中: 商业租赁及度假村 (亿元)	11.53	16.53	12.40	14.26	16.40
化妆品 (亿元)	-	-	3.8	7.56	9.83
医药 (亿元)	3.33	3.43	3.84	4.04	4.04
餐饮 (亿元)	6.62	8.05	4.84	9.26	10.65
其他 (亿元)	2.55	4.32	7.34	8.81	10.58
市值预测 (亿元)	-	-	430.08	513.70	617.36

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表7: 可比公司盈利预测和估值

公司名称及代码		归母净利润增速 (%)			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
黄金	老凤祥	6.33	17.21	13.61	17.42	14.86	13.08
珠宝	周大生	5.88	19.43	15.90	8.69	15.36	13.09
	飞亚达	10.82	27.44	17.73	29.23	21.31	17.33
	行业平均				18.44	17.17	14.5
物业开发及销售	大悦城	19.24	21.48	20.62	7.84	6.47	5.44
	陆家嘴	8.77	15.12	30.19	12.63	11.27	9.03
	华侨城 A	16.40	21.43	20.64	4.19	3.58	3.11
	行业平均				8.22	7.10	5.86
其他商业板块	广州酒家 (餐饮)	14.03	25.56	16.13	37.09	27.60	23.38
	珀莱雅 (化妆品)	22.63	27.31	23.83	59.36	46.16	37.17
	同仁堂 (医药)	0.20	9.26	8.11	17.91	2.78	4.23

资料来源: wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

新产业运营不及预期, 珠宝业务展店不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表					单位: 百万元	
流动资产合计	58001	64314	66935	78246	91685	营业收入	33777	42912	48401	55790	63586			
货币资金	19813	17893	17908	20642	26070	营业成本	25089	31400	36505	41250	46355			
应收账款	1195	764	796	955	1089	营业税金及附加	1637	2162	2299	2817	3275			
其他应收款	495	1207	1361	1569	1788	营业费用	1208	1524	1549	2148	2512			
预付款项	395	625	893	1196	1536	管理费用	1542	2283	2372	3124	3720			
存货	30806	36215	37005	42946	48260	财务费用	377	725	545	577	814			
其他流动资产	3983	6576	7939	9905	11909	研发费用	0	0	0	0	0			
非流动资产合计	27253	35139	34645	34352	34065	资产减值损失	-39.99	-10.50	-25.24	-10.00	-17.62			
长期股权投资	7295	7238	7238	7238	7238	公允价值变动收益	-158.44	346.94	150.00	220.00	150.00			
固定资产	1921	2959	2664	2370	2075	投资净收益	784.89	225.84	420.00	370.00	300.00			
无形资产	547	1442	1509	1557	1590	加: 其他收益	41.79	37.55	37.55	37.55	37.55			
其他非流动资产	615	575	0	0	0	营业利润	4632	5374	5765	6511	7416			
资产总计	85254	99453	101580	112598	125751	营业外收入	143.43	208.17	175.80	210.00	190.00			
流动负债合计	36099	44187	42002	48170	55866	营业外支出	177.38	176.41	177.00	177.00	177.00			
短期借款	3160	4219	1124	6047	12238	利润总额	4598	5406	5764	6544	7429			
应付账款	4075	6755	7801	9041	10541	所得税	1176	1500	1599	1816	2061			
预收款项	14598	13068	13068	13068	13068	净利润	3422	3906	4165	4728	5368			
一年内到期的非流动负债	3199	5988	5988	5988	5988	少数股东损益	402	698	550	624	587			
非流动负债合计	16981	18793	18793	18793	18793	归属母公司净利润	3021	3208	3615	4105	4781			
长期借款	8879	9836	9836	9836	9836	主要财务比率								
应付债券	2000	2600	2600	2600	2600	成长能力								
负债合计	53080	62980	60795	66963	74659	营业收入增长	97.40%	27.04%	12.79%	15.27%	13.97%			
少数股东权益	3475	5096	5645	6269	6856	营业利润增长	466.42%	16.02%	7.27%	12.94%	13.90%			
实收资本 (或股本)	3881	3884	3884	3884	3884	归属于母公司净利润增长	331.38%	6.21%	12.68%	13.54%	16.48%			
资本公积	11150	11373	11373	11373	11373	获利能力								
未分配利润	11203	12899	15766	19022	22815	毛利率 (%)	25.72%	26.83%	24.58%	26.06%	27.10%			
归属母公司股东权益合计	28699	31378	35139	39366	44236	净利率 (%)	10.13%	9.10%	8.60%	8.48%	8.44%			
负债和所有者权益	85254	99453	101580	112598	125751	总资产净利润 (%)	3.54%	3.23%	3.56%	3.65%	3.80%			
现金流量表						单位: 百万元		ROE (%)						
								10.53%						
								10.22%						
								10.29%						
								10.43%						
								10.81%						
经营活动现金流	7577	3534	3035	-1813	15	偿债能力								
净利润	3422	3906	4165	4728	5368	资产负债率 (%)	62%	63%	60%	59%	59%			
折旧摊销	188.76	-600.17	728.43	296.08	296.23	流动比率	1.61	1.46	1.59	1.62	1.64			
财务费用	377	725	545	577	814	速动比率	0.75	0.64	0.71	0.73	0.78			
应收帐款减少	0	0	-31	-160	-133	营运能力								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.46	0.48	0.52	0.53			
投资活动现金流	-2285	-3582	944	406	274	应收账款周转率	48	44	62	64	62			
公允价值变动收益	-158	347	150	220	150	应付账款周转率	15.11	7.92	6.65	6.63	6.49			
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	785	226	420	370	300	每股收益 (最新摊薄)	0.86	0.83	0.93	1.06	1.23			
筹资活动现金流	2740	-974	-3963	4141	5139	每股净现金流 (最新摊薄)	2.07	-0.26	0.00	0.70	1.40			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	7.39	8.08	9.05	10.14	11.39			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	2444	3	0	0	0	P/E	10.88	11.25	9.99	8.80	7.55			
资本公积增加	10167	223	0	0	0	P/B	1.26	1.15	1.03	0.92	0.82			
现金净增加额	8032	-1021	15	2734	5428	EV/EBITDA	5.80	5.22	5.36	5.10	4.53			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	豫园股份（600655）：逆势扩张，“产业运营+产业投资”双驱动	2020-09-04
行业深度报告	电商行业一季报总结：如何看三大平台的用户、物流与直播	2020-06-03
行业深度报告	【东兴商贸零售】电商代运营产业专题报告：电商流量筑基，品牌需求共振	2020-03-26
行业深度报告	商贸零售行业：日本零售行业牛股启示之一：“百元店”十倍股往事，消费终将回归低价和实用	2020-02-25
行业深度报告	零售行业海外对标系列之二：TJX把握时代脉络，灵活供应链管理构筑企业护城河	2020-01-17
专题报告	【东兴商贸零售】零售新业态探究之一：新零售的缘起、纷争及演变	2020-01-17
行业深度报告	零售行业海外对标系列报告：COSTCO 低价为矛，会员为盾，效率撬动业绩雪球	2019-12-17
行业事件点评报告	电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季报：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差	2019-11-26
行业深度报告	“不一样的财报解读”系列之超市行业：竞争分化集中度加速提升，多业态全渠道趋势强化	2019-11-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526