

# 受益于消费复苏，营收增长 22.6%

华泰研究

2023 年 4 月 29 日 | 中国内地

季报点评

零售

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

12.10

研究员

SAC No. S0570518110001  
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570522080001  
SFC No. BSF308

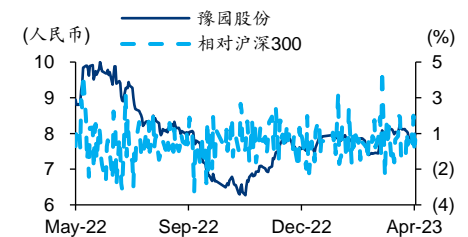
张诗宇

zhangshiyu@htsc.com  
+(86) 755 2399 3346

## 基本数据

目标价(人民币)	12.10
收盘价(人民币 截至 4 月 28 日)	8.00
市值(人民币百万)	31,199
6 个月平均日成交额(人民币百万)	72.63
52 周价格范围(人民币)	6.27-10.00
BVPS(人民币)	9.23

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 23Q1 营业收入/归母净利分别+22.6%/+3.6%，维持买入评级

公司 4 月 28 日发布 23 年一季度报。23Q1 实现营业收入/归母净利 152.4 亿元/3.4 亿元，同比+22.6%/+3.6%，受益于消费复苏，公司业绩稳步提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利分别为 36.2、38.6、41.4 亿元。采取分部估值法，我们估计 23 年黄金珠宝/物业开发与销售/其他业务归母净利分别为 14.5/7.2/14.5 亿元。参考黄金珠宝/物业开发与销售/其他业务的可比公司 23 年 Wind 一致预期均值 15.6/14.1/27.5xPE，我们给予公司对应业务 15.6/8/13xPE（考虑到公司其他业务处于发展初期、地产业务发展不确定性相对较大，予以一定估值折价），目标价 12.10 元（前值 10.26），维持买入评级。

## 受益于消费活力提升，23Q1 各业务板块增长良好

分业态来看，①产业运营（消费板块）收入为 127.3 亿元，同比+19.0%，占比提升至 83.5%（22 年消费板块占比为 77.1%）；②物业开发与销售收入为 17.7 亿元，同比+48.1%，主系不同房产项目结盘所致；③商业运营及物业租赁收入为 7.4 亿元，同比+37.1%，其中，度假村收入 3.0 亿，同比增长 85.5%，主要得益于海外业务的恢复。

## 消费板块核心业务复苏趋势明显

分产业来看，1) 时尚珠宝收入为 114.9 亿元，同比+28.6%，主要得益于加速拓店及海外业务增长；23Q1，老庙和亚一品牌门店净增加 109 家，总数达 4674 家，其中，直营店/加盟店分别有 254/4420 家；23Q1，老庙古韵金销售额超 30 亿，同比+72.5%；2) 餐饮收入为 3.7 亿元，同比+68.1%；3) 食品、百货及工艺品收入为 43.3 亿元，同比+42.2%；公司旗下的舍得酒 23Q1 归母净利润达 5.7 亿，同比+7.3%；4) 化妆品收入为 1.0 亿元/-0.6%。

## 毛利率有所下降，费用率改善明显

23Q1，公司综合毛利率为 14.0%，同比-4.4pct，主要受物业开发与销售毛利率降低（-14.4pct）所致。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.3%/4.6%/2.0%，同比-0.8pct/-1.6pct/-1.8pct，期间费用率明显改善，体现运营提质增效。

## 消费回暖趋势逐步确立，家庭快乐消费产业集团有望加速发展

展望 2023 年，公司由“产业运营+产业投资”双轮驱动，我们认为公司珠宝主业受益于线下客流恢复及金价上涨能够持续发展，布局多元消费业态有望持续贡献业绩增量。

风险提示：黄金价格波动；地产业务周期波动；新业务布局不及预期。

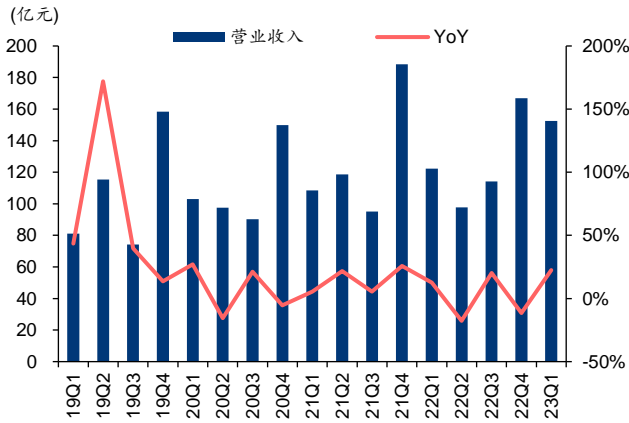
## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	51,063	50,118	58,097	65,668	73,340
+/-%	15.92	(1.85)	15.92	13.03	11.68
归属母公司净利润(人民币百万)	3,861	3,826	3,617	3,862	4,136
+/-%	6.93	(0.90)	(5.47)	6.79	7.08
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.99	0.98	0.93	0.99	1.06
ROE(%)	9.40	9.94	8.87	8.88	8.89
PE(倍)	8.08	8.15	8.63	8.08	7.54
PB(倍)	0.91	0.87	0.82	0.77	0.72
EV EBITDA(倍)	10.98	8.38	9.57	9.00	7.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

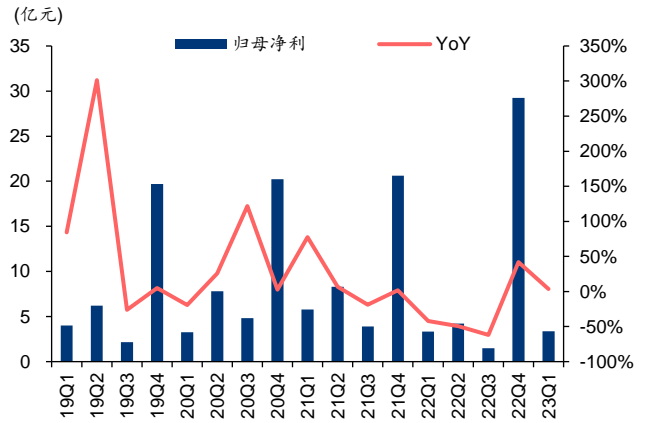
## 主要财务数据

图表1: 公司单季度营业收入



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 公司单季度归母净利润



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 黄金珠宝可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E
002345 CH	潮宏基	7.7	68.4	17.4	14.6	-
002867 CH	周大生	16.9	185.4	12.8	11.1	-
600612 CH	老凤祥	67.3	264.1	16.6	14.4	11.8
平均				15.6	13.4	11.8

注: 数据截至 2023 年 4 月 28 日, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 物业开发与销售可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E
000002 CH	万科 A	15.1	1,710.1	7.6	7.3	7.0
600048 CH	保利发展	13.9	1,665.1	7.7	6.9	6.2
600663 CH	陆家嘴	10.1	353.7	26.9	22.4	16.0
平均				14.1	12.2	9.8

注: 数据截至 2023 年 4 月 28 日, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 其他业务可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E
603043 CH	广州酒家	30.7	174.6	24.3	20.0	17.1
605108 CH	同庆楼	36.7	95.4	35.2	25.3	19.7
600779 CH	水井坊	65.6	320.1	21.4	17.8	-
000799 CH	酒鬼酒	111.8	363.2	24.3	19.2	-
600315 CH	上海家化	29.3	198.6	25.9	21.7	18.9
000026 CH	飞亚达	11.8	46.6	14.3	12.3	10.3
600085 CH	同仁堂	58.2	797.6	47.5	41.0	35.5
平均				27.5	22.5	20.3

注: 数据截至 2023 年 4 月 28 日, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

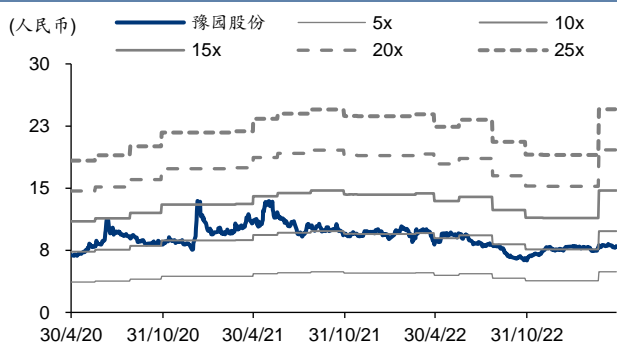
### 风险提示

**黄金价格波动：**黄金价格受到国际政治、经济等因素影响，近年走势震荡。若黄金价格剧烈波动，将会对公司黄金饰品业务成本造成影响，同时，还会对市场短期需求产生较为明显的影响。

**房地产业务周期波动：**房地产业务短期受政策环境、金融环境影响较大，长期受人口，土地供需、城镇化建设、经济发展影响较大，如果房地产业务出现波动，则会对整体业绩造成一定影响。

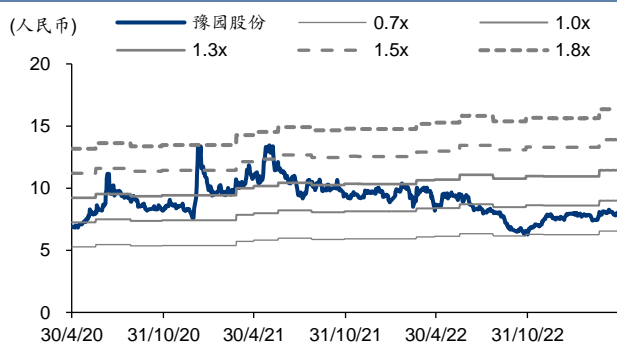
**新业务开展不及预期：**公司多产业布局，若新业务开拓不及预期，将对公司经营业绩增长造成不利影响。

图表6：豫园股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：豫园股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	78,575	80,114	84,630	87,568	89,932
现金	12,738	10,845	18,338	19,833	23,895
应收账款	1,494	1,975	2,031	2,073	2,118
其他应收账款	2,201	1,730	2,419	2,632	3,010
预付账款	787.19	699.67	1,024	924.28	1,252
存货	52,553	50,569	47,865	49,160	46,702
其他流动资产	8,802	14,294	12,953	12,946	12,956
<b>非流动资产</b>	52,900	48,259	50,438	52,451	54,379
长期投资	12,503	13,422	14,881	16,283	17,713
固定投资	5,200	3,270	3,851	4,329	4,710
无形资产	3,671	1,896	2,099	2,333	2,439
其他非流动资产	31,526	29,670	29,607	29,507	29,517
<b>资产总计</b>	131,476	128,373	135,068	140,020	144,310
<b>流动负债</b>	54,586	59,716	56,477	59,896	64,523
短期借款	6,167	6,836	6,836	6,836	6,836
应付账款	8,990	8,189	8,813	9,911	10,749
其他流动负债	39,429	44,690	40,828	43,148	46,938
<b>非流动负债</b>	35,133	29,048	36,625	35,353	31,930
长期借款	23,110	23,758	24,762	23,466	20,028
其他非流动负债	12,023	5,290	11,862	11,887	11,902
<b>负债合计</b>	89,719	88,764	93,102	95,249	96,453
少数股东权益	7,493	3,935	4,040	4,152	4,272
股本	3,890	3,900	3,900	3,900	3,900
资本公积	9,305	8,677	8,677	8,677	8,677
留存公积	19,905	22,305	24,724	27,307	30,073
归属母公司股东权益	34,264	35,675	37,927	40,619	43,585
<b>负债和股东权益</b>	131,476	128,373	135,068	140,020	144,310

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	(6,877)	(89.51)	8,430	4,220	9,071
净利润	3,927	3,937	3,722	3,975	4,256
折旧摊销	824.66	1,179	672.44	838.20	951.08
财务费用	1,309	1,546	1,320	1,103	998.80
投资损失	(1,851)	(5,589)	(1,959)	(1,902)	(1,930)
营运资金变动	(10,017)	(1,083)	5,350	818.78	5,416
其他经营现金	(1,069)	(79.99)	(675.60)	(612.87)	(620.82)
<b>投资活动现金</b>	(4,261)	5,096	992.94	(379.55)	(396.15)
资本支出	(782.67)	(552.08)	(1,273)	(1,145)	(1,053)
长期投资	(3,547)	3,897	(1,459)	(1,402)	(1,430)
其他投资现金	68.27	1,751	3,725	2,167	2,087
<b>筹资活动现金</b>	6,887	(9,523)	(1,930)	(2,346)	(4,613)
短期借款	(147.00)	669.61	0.00	0.00	0.00
长期借款	6,992	647.49	1,005	(1,296)	(3,438)
普通股增加	6.88	9.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,399)	(628.23)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,434	(10,221)	(2,935)	(1,050)	(1,175)
现金净增加额	(4,284)	(4,515)	7,493	1,495	4,062

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	51,063	50,118	58,097	65,668	73,340
营业成本	38,746	41,161	46,756	53,364	59,914
营业税金及附加	2,509	1,122	1,162	1,313	1,467
营业费用	2,664	2,835	3,137	3,480	3,814
管理费用	3,210	3,629	3,195	3,480	3,814
财务费用	1,309	1,546	1,320	1,103	998.80
资产减值损失	(67.17)	(22.39)	(25.95)	(29.33)	(32.76)
公允价值变动收益	330.68	478.55	404.61	441.58	423.10
投资净收益	1,851	5,589	1,959	1,902	1,930
<b>营业利润</b>	4,956	5,921	4,937	5,279	5,660
营业外收入	127.40	105.30	199.08	199.08	199.08
营业外支出	120.31	81.75	98.41	98.41	98.41
<b>利润总额</b>	4,963	5,944	5,037	5,380	5,761
所得税	1,036	2,007	1,316	1,405	1,505
<b>净利润</b>	3,927	3,937	3,722	3,975	4,256
少数股东损益	66.07	111.04	104.96	112.10	120.03
归属母公司净利润	3,861	3,826	3,617	3,862	4,136
EBITDA	6,889	8,455	6,856	7,124	7,490
EPS (人民币, 基本)	1.00	0.99	0.93	0.99	1.06

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.92	(1.85)	15.92	13.03	11.68
营业利润	(0.94)	19.47	(16.62)	6.93	7.22
归属母公司净利润	6.93	(0.90)	(5.47)	6.79	7.08
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	24.12	17.87	19.52	18.74	18.31
净利率	7.69	7.86	6.41	6.05	5.80
ROE	9.40	9.94	8.87	8.88	8.89
ROIC	13.15	13.89	15.18	15.57	19.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	68.24	69.15	68.93	68.03	66.84
净负债比率 (%)	89.38	94.89	73.51	65.40	47.59
流动比率	1.44	1.34	1.50	1.46	1.39
速动比率	0.31	0.28	0.42	0.42	0.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.39	0.44	0.48	0.52
应收账款周转率	31.86	28.89	29.00	32.00	35.00
应付账款周转率	4.78	4.79	5.50	5.70	5.80
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	0.98	0.93	0.99	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.76)	(0.02)	2.16	1.08	2.33
每股净资产(最新摊薄)	8.79	9.15	9.72	10.42	11.18
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	8.08	8.15	8.63	8.08	7.54
PB (倍)	0.91	0.87	0.82	0.77	0.72
EV EBITDA (倍)	10.98	8.38	9.57	9.00	7.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 林寰宇、张诗宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、张诗宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司