

豫园股份（600655）：黄金珠宝板块逆势增长，其他板块短期承压疫后复苏可期

2023年3月27日

推荐/维持

豫园股份

公司报告

事件：豫园股份发布 2022 年财报，公司实现营业收入 501.18 亿元，同比-3.57%；归母净利润 38.26 亿元，同比+1.52%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比-94.22%。其中 Q4 实现营业收入 166.89 亿元，同比-11.38%，归母净利润 29.23 亿元，同比+41.86%，扣非归母净利润-1.98 亿元，同比-112.7%。

产品力提升和渠道辅建共同拉动黄金主业逆势增长。2022 年公司黄金珠宝板块实现营收 330.7 亿元，同比+20.5%，远好于社零金银珠宝品类-1.1%的行业总体表现。产品端，古韵金目前已升级至 5.0 版本，全年销售额约 50 亿，同比增长约 40%，上半年新推出的老庙有鹊婚嫁系列全年销售破 2.4 亿，产品力持续得到市场认可；渠道端，“老庙”和“亚一”共净增门店 606 家达到 4565 家，在疫情下仍保持较快的展店步伐，叠加原有门店逐步爬坡，共同拉动板块逆势增长。板块毛利率 8.24%，同比下降 0.45pct，基本保持稳定。2023 年在地缘政治危机不断的背景下黄金价格有望维持坚挺，黄金的投资价值仍在，疫后婚庆补偿性需求释放，叠加线下消费场景的恢复，黄金珠宝行业具有较大复苏空间。公司预计仍维持较快的展店节奏，板块有望充分受益于行业复苏实现较快增长。

部分消费赛道整体受疫情冲击较大，疫后复苏可期。餐饮方面，截至 22 年末共经营直营门店 207 家，但核心布局的上海、深圳、北京等均为疫情严重区域，板块全年营收同比-10.85%至 2.35 亿元；化妆品、医药健康和时尚表业营收分别同比-18.1%、-28.3%和-28.04%，全年表现均较弱。酒业方面，公司持股的舍得酒业和金徽酒 2022 年分别实现 16.85 和 2.8 亿元归母净利润，同比+35.31%和-13.7%，疫情扰动下两家公司业绩表现有所分化。公司消费多产业布局运营持续推进，部分板块短期受疫情扰动较大，但板块整体毛利率较稳定。各子赛道空间广，在疫情缓解消费复苏背景下均有较大恢复空间。

地产业务较弱拖累了业绩表现，非经常性损益增加弥补亏损。地产板块全年实现营收 91.2 亿元，同比-45.21%，毛利率同比-4.15pct.至 23.4%，拉低整体毛利率 3.4pct.至 16%，拖累了公司整体业绩表现，公司全年扣非归母净利润同比-94.2%。考虑到同业竞争问题，公司于 2022 年 9 月出售了金徽酒 13% 的股权，带来非经常性损益的增加，由此带来净利润的较好表现。当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，不利因素迎来改善，预计地产销售市场有望触底回升，相关财务表现有望好转，叠加疫后销售回暖带来费用率的下降，2023 年扣非净利率有较大改善预期。

消费赛道扩容叠加运营能力共同拉动产业增长。公司长期致力于“全球一流家庭快乐消费产业集团”的打造，目前已实现多赛道多领域布局，公司的运营能力也得到持续验证。2022 年新会员达到 720 万，同比增加 40%，会员销售占比提升至 64%。公司全面提高会员运营和服务能力，打造围绕家庭客户的 C2M 生态系统效果逐步显现。未来消费板块有望在清晰的战略指引下实现长期发展，多业态布局打造新业务增长点。

盈利预测：黄金珠宝主业韧性较强，部分消费子赛道在疫情冲击下短期业绩承压，但疫后复苏空间大。长期看好公司珠宝主业依靠“内生新品系列打造+外延并购整合”的持续发展，以及多元业态布局打造的业务增长亮点。预计

公司简介：

公司是一家集黄金珠宝、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。公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号等为核心的产业品牌资源，包括“老庙黄金”、“亚一金店”、“南翔小笼”等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	10.42-6.27
总市值 (亿元)	315.5
流通市值 (亿元)	314.5
总股本/流通 A 股 (万股)	389,993/389,993
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.75

52 周股价走势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090004

分析师：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090005

公司 23-25 年归母净利润分别为 40、43.3、46.6 亿元，EPS 为 1.03、1.11、1.2 元，对应 PE 为 8、7、7 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：金价波动，新业务拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,575.36	50,117.97	57,104.02	64,221.61	71,389.85
增长率(%)	15.92%	-1.85%	13.94%	12.46%	11.16%
归母净利润(百万元)	3,860.59	3,825.89	4,004.57	4,325.95	4,655.66
增长率(%)	6.93%	-0.90%	4.67%	8.03%	7.62%
净资产收益率(%)	11.27%	10.72%	10.41%	10.18%	9.95%
每股收益(元)	1.00	0.99	1.03	1.11	1.19
PE	8.12	8.17	7.88	7.29	6.78
PB	0.92	0.88	0.82	0.74	0.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	78575	80114	78920	84969	91486	营业收入	51063	50118	57104	64222	71390
货币资金	12738	10845	26981	46344	64907	营业成本	38746	41161	46312	51927	57458
应收账款	1494	1975	939	1794	1222	营业税金及附加	2509	1122	2712	3243	3677
其他应收款	2157	1699	1936	2177	2420	营业费用	2664	2835	2855	3211	3569
预付款项	787	700	601	491	369	管理费用	3210	3629	3997	4496	4997
存货	52553	50569	46946	54061	59819	财务费用	1309	1546	1407	1059	869
其他流动资产	8313	12268	-541	-21957	-39313	研发费用	87	146	161	177	195
非流动资产合计	52900	48259	47320	46877	46476	资产减值损失	67.17	22.39	44.78	33.58	39.18
长期股权投资	12503	13422	13422	13422	13422	公允价值变动收益	330.68	478.55	404.61	441.58	423.10
固定资产	5200	3270	2945	2619	2293	投资净收益	1850.7	5588.73	5868.16	5868.16	5868.16
无形资产	3671	1896	1827	1779	1745	加:其他收益	61.77	171.45	171.45	171.45	171.45
其他非流动资产	74	1072	0	0	0	营业利润	4956	5921	6165	6663	7154
资产总计	131476	128373	126241	131846	137962	营业外收入	127.40	105.30	116.35	110.83	113.59
流动负债合计	54586	59716	53475	54965	56655	营业外支出	120.31	81.75	101.03	91.39	96.21
短期借款	6167	6836	0	0	0	利润总额	4963	5944	6180	6682	7171
应付账款	8990	8189	9897	11381	13066	所得税	1036	2007	2087	2256	2422
预收款项	61	45	45	45	45	净利润	3927	3937	4093	4426	4750
一年内到期的非流动负债	8547	13107	13107	13107	13107	少数股东损益	66	111	89	100	94
非流动负债合计	35133	29048	29048	29048	29048	归属母公司净利润	3861	3826	4005	4326	4656
长期借款	23110	23758	23758	23758	23758	主要财务比率					
应付债券	7025	1150	1150	1150	1150		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	89719	88764	82523	84013	85703	成长能力					
少数股东权益	7493	3935	4023	4123	4217	营业收入增长	15.92%	-1.85%	13.94%	12.46%	11.16%
实收资本(或股本)	3890	3900	3900	3900	3900	营业利润增长	-0.94%	19.47%	4.12%	8.08%	7.37%
资本公积	9305	8677	8677	8677	8677	归属于母公司净利润增长	6.93%	-0.90%	4.67%	8.03%	7.62%
未分配利润	17815	19938	23523	27396	31565	获利能力					
归属母公司股东权益合计	34264	35675	38460	42476	46807	毛利率(%)	24.12%	17.87%	18.90%	19.14%	19.52%
负债和所有者权益	131476	128373	126241	131846	137962	净利率(%)	7.69%	7.86%	7.17%	6.89%	6.65%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元						2.94%	2.98%	3.17%	3.28%	3.37%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)					
							11.27%	10.72%	10.41%	10.18%	9.95%
经营活动现金流	-6877	-90	17617	14978	14025	偿债能力					
净利润	3927	3937	4093	4426	4750	资产负债率(%)	68%	69%	65%	64%	62%
折旧摊销	748.22	2316.52	895.95	327.27	327.42	流动比率	1.44	1.34	1.48	1.55	1.61
财务费用	1309	1546	1407	1059	869	速动比率	0.48	0.49	0.60	0.56	0.56
应收帐款减少	0	0	1037	-855	571	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.39	0.45	0.50	0.53
投资活动现金流	-4261	5096	6618	5626	5602	应收账款周转率	32	29	39	47	47
公允价值变动收益	331	479	405	442	423	应付账款周转率	6.30	5.83	6.31	6.04	5.84
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1851	5589	5868	5868	5868	每股收益(最新摊薄)	1.00	0.99	1.03	1.11	1.19
筹资活动现金流	6887	-9523	-8100	-1240	-1064	每股净现金流(最新摊薄)	-1.09	-1.16	4.14	4.97	4.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.81	9.15	9.86	10.89	12.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	7	10	0	0	0	P/E	8.12	8.17	7.88	7.29	6.78
资本公积增加	-1399	-628	0	0	0	P/B	0.92	0.88	0.82	0.74	0.67
现金净增加额	-4252	-4516	16135	19363	18562	EV/EBITDA	6.07	6.62	5.03	2.70	0.52

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）：黄金珠宝板块逆势增长，其他板块短期承压疫后复苏可期	2022-08-25
行业普通报告	商贸零售行业：1-2月社零消费回暖，线下消费的复苏通道已开启	2023-03-16
行业普通报告	【东兴商社】商社行业业绩预告总结：22年底部已现，23年恢复与成长兼具	2023-02-07
行业深度报告	化妆品行业：从研发和核心成分出发，探寻国货美妆的星辰大海	2023-01-04
行业深度报告	【东兴商社】商贸零售&社会服务行业 2023 年度投资策略：把握确定性，关注复苏弹性	2022-12-01
行业深度报告	医美行业专题二：再生针剂——打开轻医美新空间，关注渠道策略及产品功效、安全验证	2022-10-10
行业深度报告	医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看投资机会	2022-07-22
行业普通报告	商贸零售&美妆行业：短期疫情扰动，静待复苏通道重启	2022-05-12
行业普通报告	商贸零售行业：疫情拖累3月社零表现，关注具有较大复苏弹性的板块	2022-04-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（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）：

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（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）：

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

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526