豫园股份（600655.SH）

2020 年 09 月 20 日

家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发

——公司首次覆盖报告

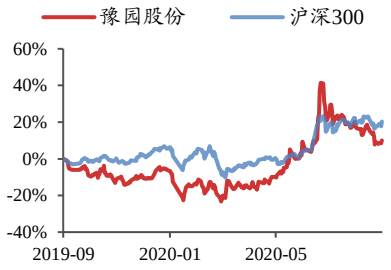
投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

日期	2020/9/18
当前股价(元)	9.23
一年最高最低(元)	12.29/6.36
总市值(亿元)	358.47
流通市值(亿元)	147.96
总股本(亿股)	38.84
流通股本(亿股)	16.03
近 3 个月换手率(%)	75.74

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 家庭快乐消费龙头，首次覆盖给予“买入”评级

豫园股份是集珠宝时尚、文化商业及时尚地标为一体的家庭快乐消费龙头。我们认为，公司通过产品结构优化、线下网点扩张巩固珠宝业务优势，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，地产业务则为新业务提供稳定现金流保障。业态布局的丰富完善有望为公司带来盈利与估值的双升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 34.89/41.43/49.88 亿元，对应 EPS 为 0.90/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 10/9/7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 珠宝从双品牌到品牌矩阵，网点高速扩张，并购整合布局全球产业链

我国黄金珠宝市场规模已超过 7000 亿，但人均珠宝消费相比海外成熟市场仍有较大提升空间。公司品牌和产品思路明确：通过“老庙”和“亚一”品牌针对高低线用户群体进行差异化定位布局；推出“古韵今”系列产品并加大与 IP 合作，在产品热销同时毛利率不断提升。渠道方面，公司加速展店，2019 年公司门店净增 699 家（2017/2018 年分别为 140/152 家），未来仍将保持较高扩张速度。此外，公司开启品牌矩阵打造，收购 DJULA 布局轻奢、合资 DAMIANI 进军高端珠宝，并进入上游金矿、设计、生产等环节，不断完善产业链布局。

● 多元推进消费产业新兴赛道布局，地产业务提供稳定现金流支撑

公司围绕家庭快乐消费主线加快布局餐饮、食饮、美丽健康等消费新兴赛道，将贡献重要成长增量。餐饮板块，公司对豫园老字号品牌进行门店改造升级和菜品创新，收购松鹤楼后现已成功跑通面馆单店模型，开启全国连锁化扩张道路。食饮板块，公司顺应国潮不断完善产品矩阵、推出多款网红新品，并通过收购金徽酒和如意情布局白酒及菌菇赛道，业务规模显著提升。美丽健康板块，公司通过并购 AHAVA 及 WEI 两大品牌重点布局化妆品赛道，迎合新兴中产消费升级趋势。此外，公司商业及复合地产业务，凭借产城融合模式和低价土储等优势，未来持续贡献稳定现金流，也将有力支撑家庭快乐消费产业的快速发展。

● 风险提示：珠宝门店恢复低于预期；新店培育期过长；地产销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,777	42,912	48,143	57,113	66,686
YOY(%)	97.4	27.0	12.2	18.6	16.8
归母净利润(百万元)	3,021	3,208	3,489	4,143	4,988
YOY(%)	331.4	6.2	8.7	18.8	20.4
毛利率(%)	25.7	26.8	26.3	26.4	26.8
净利率(%)	8.9	7.5	7.2	7.3	7.5
ROE(%)	10.6	10.7	10.4	11.2	12.1
EPS(摊薄/元)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28
P/E(倍)	11.9	11.2	10.3	8.7	7.2
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司致力智造全球一流家庭快乐消费产业集团 4
2、 产业运营支柱：珠宝时尚产业链完整布局 6
2.1、 我国珠宝行业增长稳定，黄金饰品占据主要地位 6
2.2、 品牌重塑：差异化定位明确，打造珠宝好产品 7
2.3、 渠道拓展：线下网点加速扩张，线上新零售迅速补位 9
2.4、 并购整合：全球布局产业链，打造品牌矩阵 11
3、 产业运营新赛道：聚焦文化产业，新兴消费赛道发力 12
3.1、 餐饮开启快速连锁化，食饮创新国潮新品 13
3.2、 美丽健康板块重点拓展化妆品新赛道，有望增厚业绩 14
3.3、 新营销渠道补强产业发展，加速变现 17
4、 复合功能地产赋能：产城融合有望带来稳定业绩增量 18
4.1、 复星入资，地产业务赋能消费业务 18
4.2、 商业管理与物业租赁：优质商业，增量升级 19
4.3、 物业开发与销售：产城融合，低价土储有望带来稳定利润 19
5、 盈利预测与估值 20
5.1、 关键假设 20
5.2、 盈利预测与估值 20
6、 风险提示 21
附：财务预测摘要 22

图表目录

图 1： 公司历史悠久，长期发展历程中不断升级迭代 4
图 2： 公司独具竞争优势的多业态协同架构 4
图 3： 公司营业收入高速增长 5
图 4： 公司归母净利润稳健增长 5
图 5： 公司毛利率及净利率整体呈稳步上升趋势 6
图 6： 公司费用率有所上升 6
图 7： 2019 年我国珠宝市场规模突破 7000 亿元 6
图 8： 2018 年中国人均珠宝消费与发达国家差距仍较大 6
图 9： 2019 年我国黄金饰品在珠宝市场中占比 52% 7
图 10： 2019 年我国钻石消费规模基本稳定 7
图 11： 近年来珠宝时尚业务营收高速增长 7
图 12： 2019 年珠宝时尚业务净利润、毛利率显著提升 7
图 13： 老庙新门店（左）全面升级 8
图 14： 目前公司在大陆珠宝行业市占率排名第三 8
图 15： 亚一品牌重塑，2019 年推出“五爱”系列新品 9
图 16： 2019 年，七夕“誓约”对戒系列获得市场认可 9
图 17： 批发业务贡献黄金饰品业务主要营收 9
图 18： 黄金饰品批发毛利率提升，零售毛利率下滑 9
图 19： 加盟店推动公司网点快速扩张 10
图 20： 老庙入驻南京德基商圈 10

图 21：2019 年单店收入（万元/家）同比下降 10
图 22：2019 年单店坪效（万元/平方米）有所下降 10
图 23：自播团队在疫情下帮助公司销售回暖 11
图 24：打造围绕“人店货客”四大场景的会员平台 11
图 25：珠宝行业中下游企业议价能力较弱 11
图 26：珠宝业务外延并购投资发力，布局全产业链 12
图 27：文化商业各产业集群相互呼应协同 13
图 28：餐饮营收增长显著，各业务毛利率稳中有升 13
图 29：未来餐饮门店计划开启连锁快速扩张 13
图 30：松鹤楼单店投资回收期短、翻台率高（2019） 13
图 31：鼎新革旧，公司各大饭店调改升级 14
图 32：经典与现代融合，创新菜品让人耳目一新 14
图 33：红蓝梨膏露满足不同需求，秋葵酒开启新赛道 14
图 34：南市乔家栅·乔老爷松糕推陈出新 14
图 35：2019 年化妆品类限额以上零售同比增速有所回升 15
图 36：公司通过豫园美丽健康集团间接控股复星津美 15
图 37：AHAVA 主推天然路线，小金罐面膜反响不错 16
图 38：WEI 定位高端草本品牌，代言人为陈若轩 16
图 39：童涵春堂创新健康食品 17
图 40：开启宠物健康新赛道 17
图 41：新营销渠道三维建设，补强产业运营 18
图 42：公司逐步发展为复星旗下三大板块中“快乐”板块的旗舰平台 18
图 43：公司商业管理与物业租赁营收持续增长 19
图 44：丰富地商业文化内容，打造中国城市全新名片 19
图 45：聚焦核心城市产业地标，助力快乐消费业务发展 20

表 1：公司董事会及管理层更加市场、年轻、专业化 4
表 2：老庙作为中华老字号，旗下拥有众多优质系列产品，营销热点辈出 8
表 3：珠宝行业上市公司估值情况：豫园股份估值较低 21

1、 公司致力智造全球一流家庭快乐消费产业集团

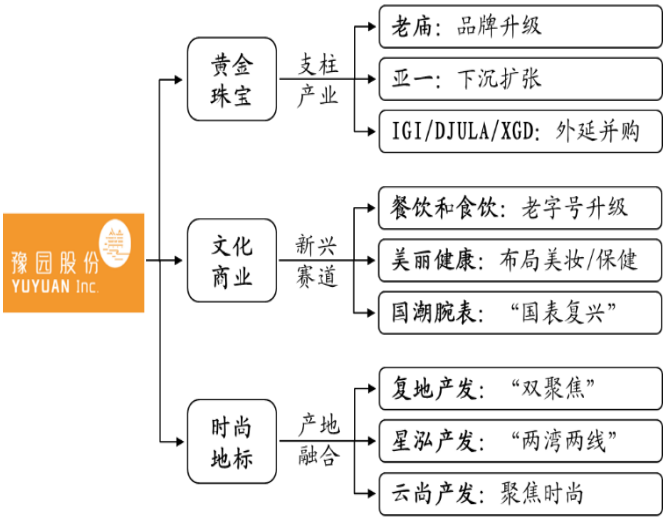
豫园股份地处上海，是集黄金珠宝、文化商业及时尚地标为一体的家庭快乐消费龙头。公司起源于清同治年间，作为“老八股”之一于 1990 年登陆上交所，2018 年完成重组，形成拥有七大产业平台（珠宝时尚、文化商业、食饮、餐娱、智慧零售、健康、国表）、三大产业发展平台和两大会员平台的家庭快乐消费产业集团。截至 2020 年 6 月底，公司珠宝网点覆盖江浙沪、北京、川渝及海外等地区，共计 2967 家门店（加盟为主）。公司坚持产业运营与产业投资双轮驱动，目前已拥有 17 个中华老字号和一众领先品牌，通过内生+外延+整合的产业运营思路，打造“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员及服务平台”的“1+1+1”发展战略，未来有望进入高速发展阶段。

图1：公司历史悠久，长期发展历程中不断升级迭代



资料来源：公司官网

图2：公司独具竞争优势的多业态协同架构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2018 年完成资产重组后，复星集团控股 68.59%，公司战略全面升级。2017 年底重组开始，公司已经开始对机制、人才和组织架构进行升级。2018 年注入复合功能地产业务后，公司成为复星集团旗下快乐板块的旗舰平台，通过嫁接复星的资源和能力，立志成为引领中华文化复兴潮流的全球一流家庭快乐消费产业集团。

激励与回购展现管理层及大股东对公司的信心。2018、2019 年公司均推出股权激励计划（包括两期限制性股票计划、两期合伙人期权计划），覆盖累计超过 150 人次。计划设定了短中长期的发展目标，包括但不限于 2018-2020 年净利润总额不低于 97 亿元、未来 3-5 年达成 12%以上的净利润增长等。公司于 2020 年 2 月推出股票回购计划，回购股份将全部用于公司股权激励计划，并将在未来三年内转让给激励对象。

表1：公司董事会及管理层更加市场、年轻、专业化

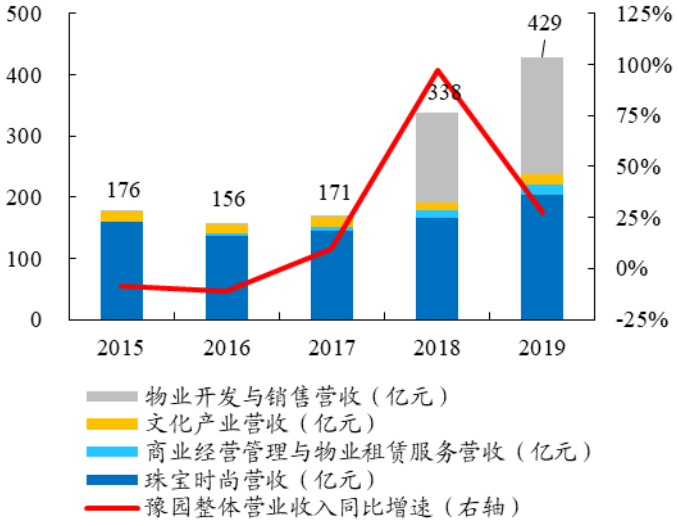
姓名	目前职务	工作经历
徐晓亮	董事长，董事	1998 年加入复星，2013 年起任豫园股份董事长，复星国际执行董事，联席 CEO
朱立新	副董事长，董事	2019 年 12 月起任豫园股份第十届董事会；曾任黄浦区金融服务办公室党组书记、主任
龚平	副董事长，董事	2011 年加入复星，现担任复星国际执行董事兼高级副总裁兼首席财务官，复星蜂巢首席执行官
刘斌	董事	2012 年加入复星，现任复星总裁高级助理兼星泓产发/云尚产发董事长，在房地产方面有逾 20 年经验
王基平	董事	2000 年加入复星，现任复星总裁高级助理，复地产发董事长，在构建蜂巢产品方面拥有丰富经验
石琨	董事，联席总裁	2016 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

姓名	目前职务	工作经历
李志强	董事	一级正高级律师，环太平洋律师协会候任主席，2014 年 9 月 10 日起担任公司董事
黄震	董事，总裁	2017 年起至今担任豫园股份副总裁，现任董事会董事，公司总裁；曾任职于上海家化及佰草集
邹超	CFO，副总裁	2018 年 7 月起任豫园股份副总裁兼 CFO；曾任职于世茂集团、复星地产、复地集团
王瑾	副总裁	曾任复星集团法律事务部联席总经理，2018 年起担任公司副总裁
郝毓鸣	副总裁	曾任总裁助理兼人力资源中心联席总经理，2018 年起担任公司副总裁
蒋伟	董秘，董事长助理	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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

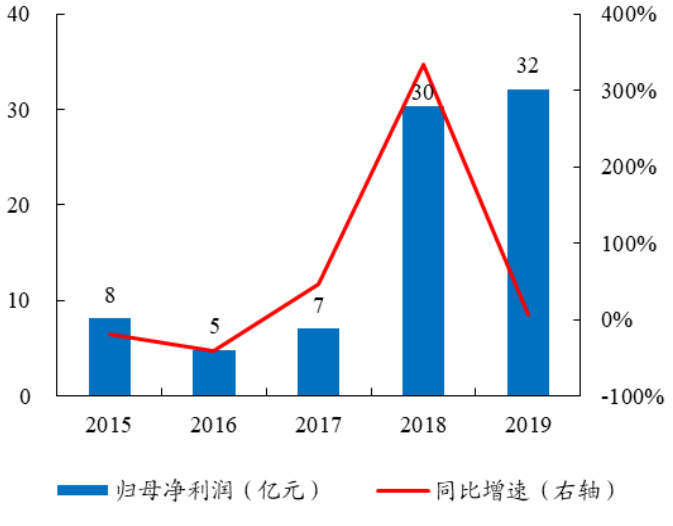
近两年公司营收显著增长、归母净利润稳中有升。公司 2019 年实现营业收入 429.1 亿元，同比增长 26.5%，实现归母净利润 32.1 亿元，同比增长 5.8%。分业务来看，2019 年珠宝时尚/文化产业/商业经营管理与物业租赁服务/物业开发与销售分别实现收入 204.6 亿/16.8 亿/15.6 亿/192.2 亿。由于公司 1 月珠宝订货会创下新高并通过线上新营销积极应对到店客流下滑，2020 年一季度公司整体经营稳健，受新冠疫情冲击有限，并在二季度进一步恢复。2020H1 公司实现营业收入 200.5 亿元，同比上升 0.9%，归母净利润 11.1 亿元，同比上升 10.4%，经营保持稳健。

图3：公司营业收入高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

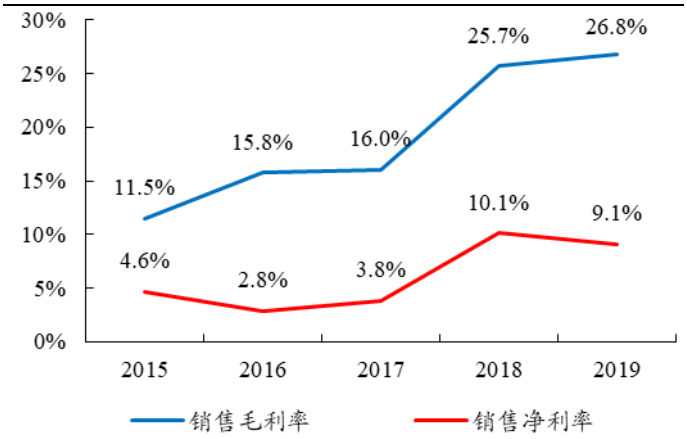
图4：公司归母净利润稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

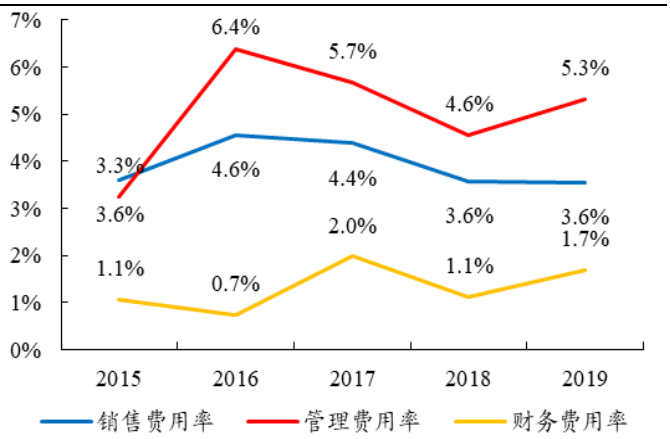
珠宝业务产品结构升级，驱动公司盈利能力增强。盈利能力方面，公司毛利率稳步提升。2019 年，公司珠宝业务产品结构升级，叠加高毛利率地产业务占比提升，驱动公司毛利率同比提升 1.1pct 至 26.8%。净利率方面，受各板块业务投资并购规模加大、渠道拓展及物业开发项目交付结转变动等影响，2019 年公司净利率有所下降，但仍维持在 9.1%的水平。费用端，2019 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.6%/5.3%/1.7%。费用率有所增长主要原因为公司为了快速发展文化商业板块，不断并购融资扩大业务规模。2020H1，公司毛利率为 23.8%，同比下降 0.3pct，净利率为 7.14%，同比提升 0.1pct。我们认为，未来随着公司各业务加快整合、管理团队持续优化，费用控制改善，净利率有望持续回升。

图5：公司毛利率及净利率整体呈稳步上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司费用率有所上升



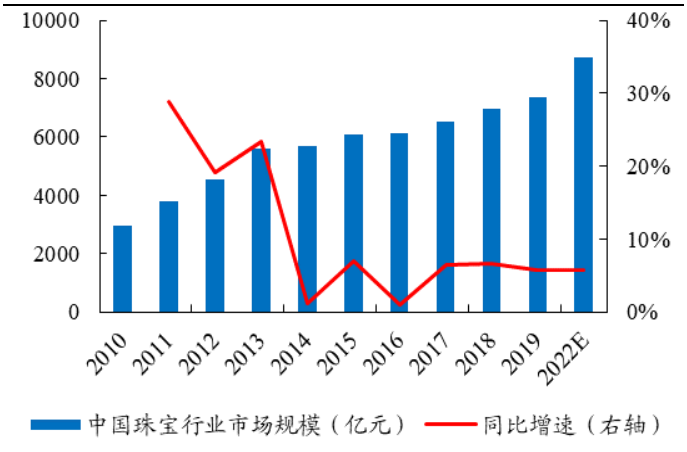
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 产业运营支柱：珠宝时尚产业链完整布局

2.1、 我国珠宝行业增长稳定，黄金饰品占据主要地位

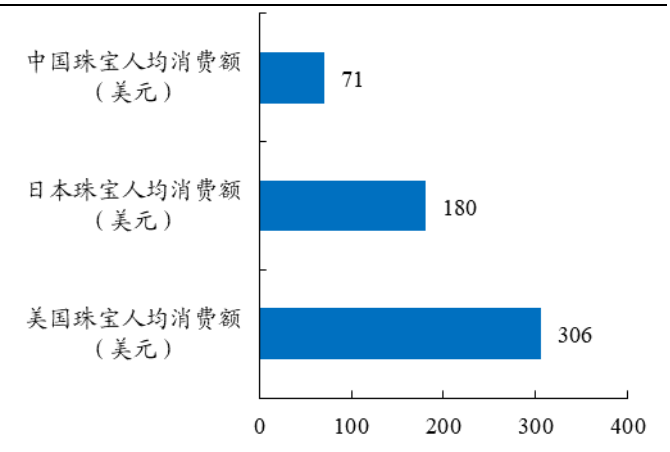
我国珠宝市场规模逐年增长，预计未来三年增速将保持稳定。根据欧睿国际数据，2010 年至 2019 年我国珠宝市场规模 CAGR 为 10.68%。其中，2013-2016 年受金价影响，珠宝市场规模增速明显下滑；2016 年以来金价逐渐稳定，珠宝市场增长率也稳定在 6%左右。消费端，2019 年中国居民支出占 GDP 比例为 39%，与美国（68%）和日本（55%）相比，居民消费仍有较大提升空间。近年来，我国多项政策鼓励珠宝行业的发展，支持力度不断加大；同时，随着人均可支配收入提升及消费结构升级，我们认为未来我国珠宝市场规模有望持续增长。

图7：2019 年我国珠宝市场规模突破 7000 亿元



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

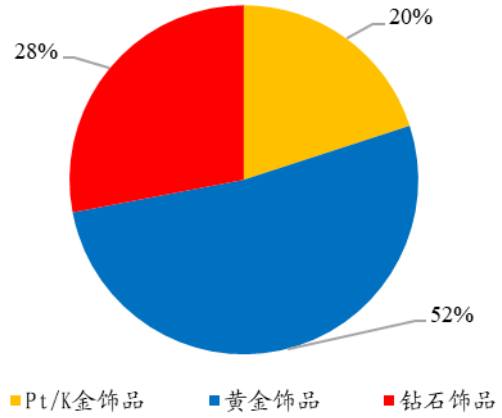
图8：2018 年中国人均珠宝消费与发达国家差距仍较大



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

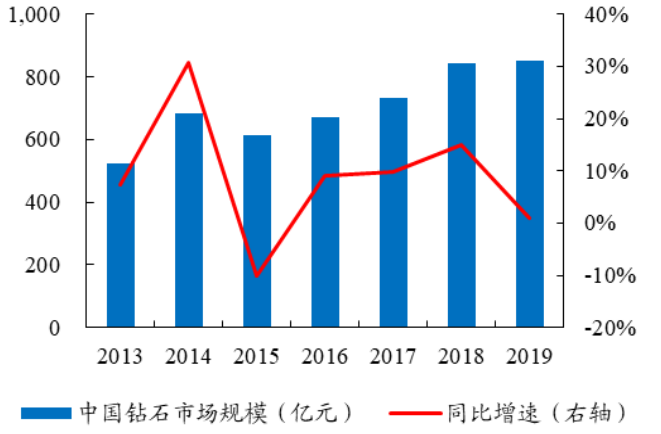
黄金饰品为我国珠宝行业主力军，但钻石类珠宝有望更快速增长。中国传统珠宝消费者认为黄金兼具福运与保值的优点，这一观念决定了黄金饰品长期受到消费者崇尚。因此，黄金饰品在中国珠宝消费中份额常年维持首位，超过 50%，未来仍有广阔行业空间。另一方面，人工合成钻石已在中国起步，钻石属于可选消费品，2019 年受汇率及外贸市场影响，钻石消费量有所下滑。但随着技术突破、产量增加，成本也随之下降，未来我国钻石类消费有望快速增长。

图9：2019 年我国黄金饰品在珠宝市场中占比 52%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图10：2019 年我国钻石消费规模基本稳定

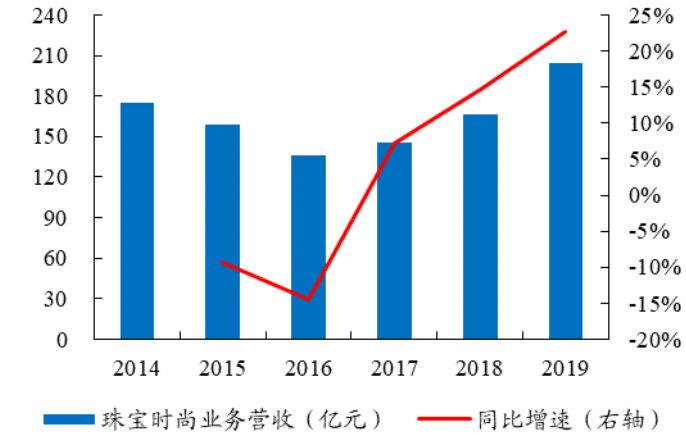


数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、开源证券研究所

2.2、 品牌重塑：差异化定位明确，打造珠宝好产品

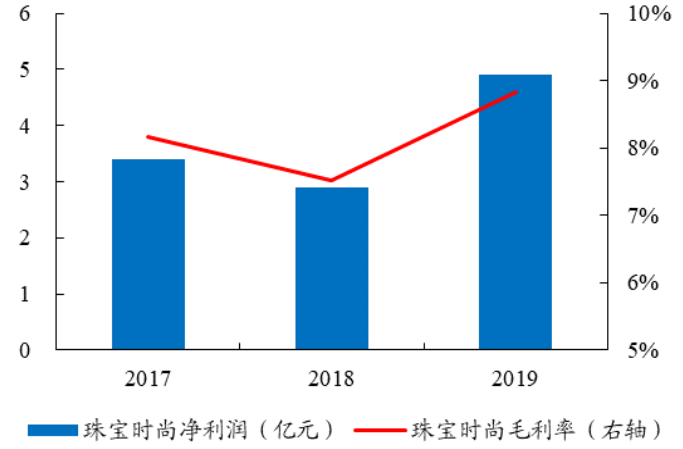
依托上海商业根基，珠宝时尚业务构成公司营收主力。2019 年，公司珠宝时尚业务实现营收 204.6 亿元，同比增长 22.7%，占比为 48%；营收显著上行，主要原因为公司进行了快速的渠道拓展带动加盟业务高速增长。2019 年，珠宝业务毛利率提升 1.3pct 至 8.8%，主要原因为公司珠宝业务产品结构改善，增加了具备更高毛利率特征的非黄金及高工艺品。珠宝业务净利润 4.9 亿元，同比增长 69.0%。2020H1 珠宝业务营收实现 103.9 亿元，同比增长 2.9%，主要原因为公司继续调整产品结构，古韵金系列爆款产品打造迭代升级，借力粉丝经济配合新式营销打法，助力销售。

图11：近年来珠宝时尚业务营收高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2019 年珠宝时尚业务净利润、毛利率显著提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

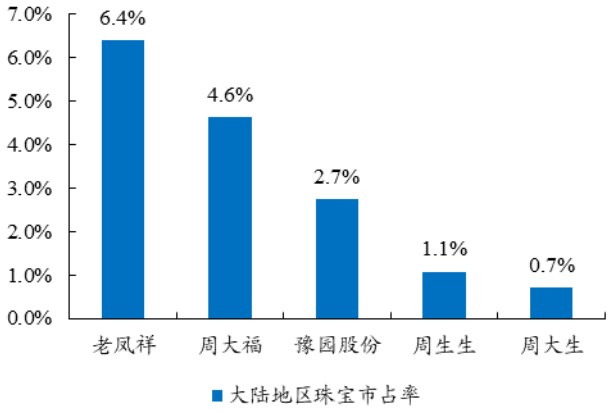
老庙、亚一双品牌错位发展，推动珠宝品类结构优化。豫园珠宝旗下品牌以黄金为主，公司表示 2020 年也将布局非黄金珠宝业务，并已搭建了属于公司的设计师平台，紧跟消费者变革方向，不断优化品类结构，满足不同维度的珠宝消费需求。因此，公司对旗下两大连锁品牌老庙和亚一进行提升和再定位，快、准、好地服务于家庭客户，获得市场初步认可。我们认为公司珠宝品牌定位明确：老庙升维发展，专注新中式，定位好运文化，未来更多面向一二线城市中产家庭；亚一降维不降级，定位现代温暖风格，聚焦三四五线城市。公司对珠宝品牌进行二元化运营，未来发展空间广阔，在珠宝主流市场市占率有望提升。

图13：老庙新门店（左）全面升级



资料来源：公司官网

图14：目前公司在大陆珠宝行业市占率排名第三



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

老庙品牌升级，专注一二线城市，缔造黄金珠宝臻品。老庙起源于 1980 年代，作为中国 500 最具价值品牌及亚洲品牌 500 强，将中国传统好运文化作为品牌精髓，结合珠宝时尚设计理念和先进工艺，不断创新。公司聘用孙俪为品牌代言人，且与玄学届及国际顶级设计师合作，以品质高端及设计时尚的优势在中国黄金首饰市场占据重要地位。2019 年，置顶系列产品层出不穷、实现爆款销售，品牌曝光度和热度得到较大提升。我们认为老庙品牌将传统元素与现代 IP 结合，坚持好产品叠加高毛利战略，未来有望加速扩张，获取更高知名度和市场份额。

表2：老庙作为中华老字号，旗下拥有众多优质系列产品，营销热点辈出

系列名称	产品展示	产品特点及优势
古韵金·好运莲莲系列		**2019 年销售收入达 5 亿，高工艺高毛利。**把握市场古法金产品热潮，采用来自古代宫廷的古法铸金工艺，尽力还原黄金的本色。不易被刮花，亦不易留下指纹，展现出古典大气之感，让古韵金在岁月中留有一席之地，并带来“圆满”、“富贵”、“康宁”的祝福。
古韵金·福运绵绵系列		延续“好运莲莲”系列的成功，聘请 95 后新生代明星郭麒麟为代言人，**试水粉丝经济，预热即受追捧**。以葫芦作为主题元素，葫芦与“福禄”谐音，给消费者带来好运气。在古法工艺基础上，增加花丝镶嵌，精致而不繁琐，打造成出葫芦造型的古法黄金臻品。
“老庙×麦玲玲”系列		**持续热销，薇娅千万级直播秒杀单品。**扎根于海派文化，结合传统好运文化与香港著名玄学大师麦玲玲合作，携手宏扬中国传统文化。旨在借助麦玲玲大师的丰富知识，赋予老庙产品更深厚的文化底蕴，推出更具时尚气息、更有体系、更独特的专属文化饰品。
“老庙×万宝宝”系列		**与国际知名的珠宝设计师万宝宝合作推出。**系列精选 K 金、钻石、贝母、宝石等珍稀原料，通过竹子、利是封、蝙蝠、宝瓶、算盘等中国传统的设计元素与现代设计理念相碰撞，给佩戴者带来好运又时尚的新中式体验。
“时来运转”系列		围绕“福、禄、寿、喜、财”五运文化，并通过一系列图形纹路、动物植物形象，将五运具象化。精选黄金、K 金、钻石、母贝、玛瑙、紫金砂石等珍稀原料。全系列产品精巧而富有质感、便于日常佩戴，新颖时髦之外，更寓意“时来运转”。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

亚一珠宝重塑定位，深耕“五爱文化”，降维三四五线城市。亚一品牌创立于 1994 年，拥有浓厚的文化底蕴与丰富的情感内涵，获得中华老字号、中国商业名牌企业、中国 500 最具价值品牌、中国（行业）十大领军品牌等荣誉。从定位来看，亚一品牌重塑升级，主打“五爱文化”，聚焦 25 至 35 岁的时尚人群，致力于成为更懂亚洲人表达爱的金饰品牌。从渠道来看，公司采取渠道下沉至低维城市策略。中国三四线城市人

口占比 74.8%，近年来，低线城市展现出强大的消费潜力及消费升级趋势。我们认为亚一品牌新定位叠加未来低线城市的增长红利，有望迎来更多发展机会。

图15：亚一品牌重塑，2019 年推出“五爱”系列新品



资料来源：公司官网

图16：2019 年，七夕“誓约”对戒系列获得市场认可

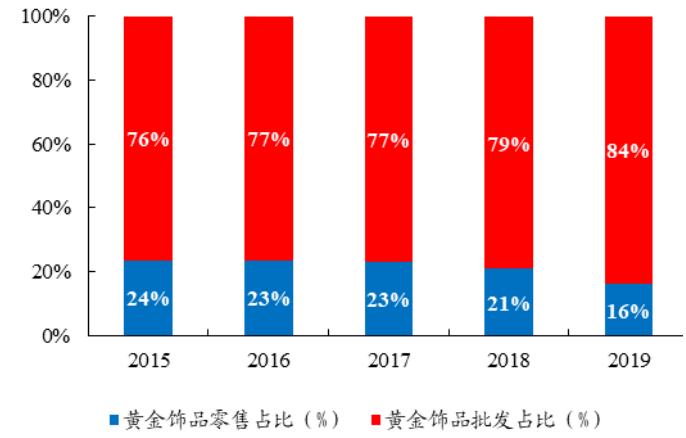


资料来源：公司官网

2.3、 渠道拓展：线下网点加速扩张，线上新零售迅速补位

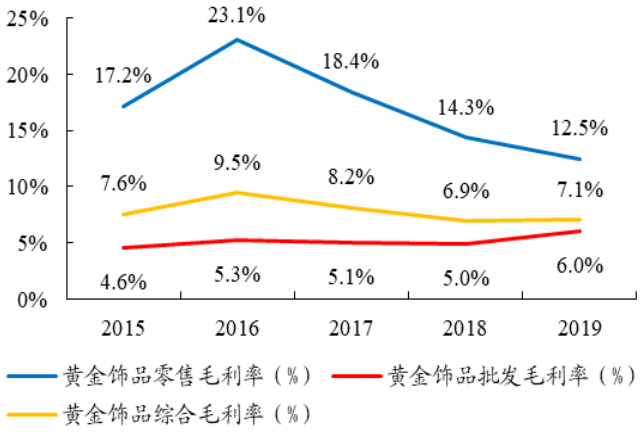
公司珠宝门店经营以加盟批发为主，黄金饰品业务营收增长、毛利率提升。2019 年公司批发黄金饰品营收达 168.4 亿元，同比增长 27.6%。盈利方面，黄金饰品整体毛利率相较稳定，批发毛利率逐年小幅提升至 6.0%；但零售毛利率受金价影响下滑至 12.5%。订货方面，加盟商通过每月一次的订货会向公司以批发价进货；公司也通过数字化为加盟商设计“好运宝”APP，实现更高效管理并掌握渠道数据。运营方面，加盟商主要负责经营加盟店，公司负责提供培训、品牌宣传、产品提供。

图17：批发业务贡献黄金饰品业务主要营收



数据来源：公司公告、开源证券研究所

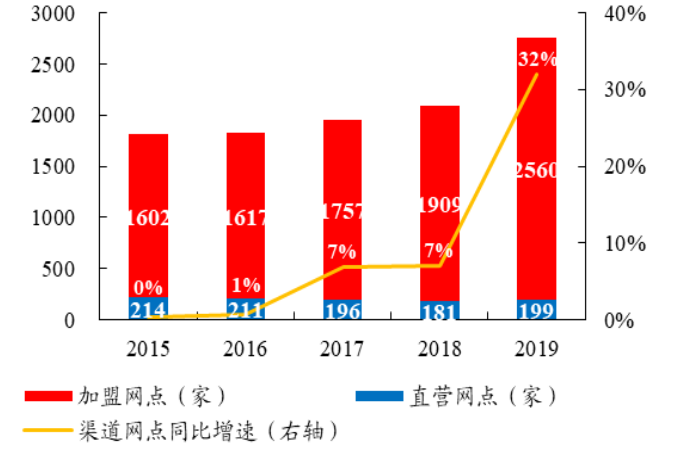
图18：黄金饰品批发毛利率提升，零售毛利率下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

短期靠加盟快速拓店，长期注重门店质量提升。截至 2019 年底，珠宝营业网点达到 2759 家，其中加盟店 2560 家，占比 92.8%。2019 年珠宝门店净增 699 家，开店速度创新高。2020 年初受疫情影响，珠宝门店大面积暂停营业，但 5 月份直营门店预计基本恢复至 2019 年水平，负面影响有限。公司于 2020 年调整加盟模式，给予企业更多优惠政策。同时年内金价大幅上涨也带动加盟商开店意愿增强，截至 2020 年 6 月底，珠宝营业网点达到 2967 家。同时入驻核心商圈提升门店质量，如老庙入驻南京德基、西安赛格等商圈。未来公司将坚持扩张战略，向龙头品牌发起挑战。

图19：加盟店推动公司网点快速扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

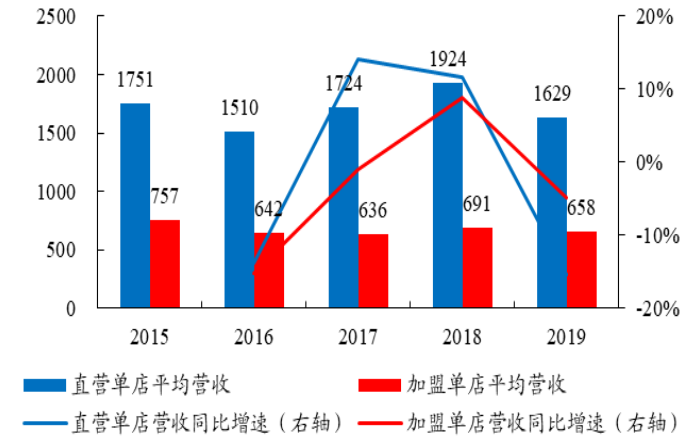
图20：老庙入驻南京德基商圈



资料来源：新浪财经

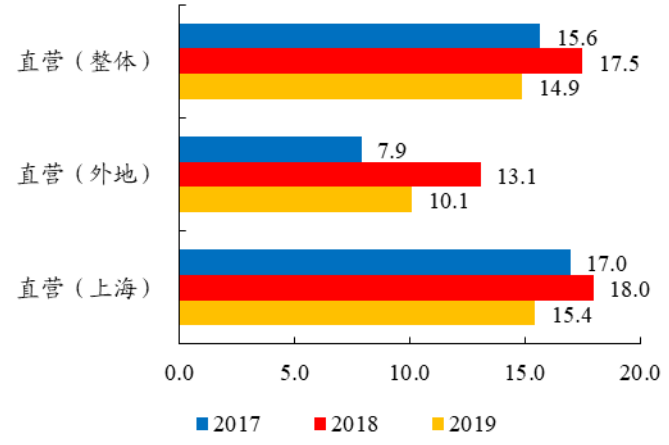
直营单店营收同比下滑，上海以外地区单店坪效有所提升。公司直营与加盟单店营收差距较大，前者每年单店营收约 1600 万元，后者每年单店营收约 650 万元。2019 年受黄金珠宝行业周期性及经济不景气等下行压力影响，公司直营单店营收同比下滑。2019 年，公司在上海拥有 143 家直营门店，国内其他地区共 56 家。2017 年至 2019 年，上海以外地区直营单店坪效提升至 10.1 万元/平方米，尤其是江浙苏地区单店坪效增长较快。公司整体自营单店坪效虽小幅下降，但仍接近 15 万元/平方米。目前，公司对上海直营店面进行形象提升，上海地区单店坪效有望回升。

图21：2019 年单店收入（万元/家）同比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2019 年单店坪效（万元/平方米）有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年公司通过数字智能化新零售手段，缓解疫情压力。公司作为业内较早试水线上新营销的公司，主要从三个维度布局。第一，与网红主播合作。例如，与薇娅合作举办豫园家庭日专场，实现 2500 万元 GMV，覆盖 3000 万客群。第二，搭建自播团队，加强电商平台建设。自播团队优势在于了解产品、对企业忠诚度高以及性价比高。2020 年 618 自播团队举办“云逛豫园”活动，销售火爆。第三，充分利用私域流量，完善会员平台搭建。截至 5 月末，老庙加盟店新增会员 22.5 万，会员销售额达 7.4 亿。同时，智能中台系统围绕“人店货客”4 大场景，聚焦敏捷供应链、全域会员、智能补货等项目，正在陆续上线中。公司新零售快速补位，有望实现珠宝产业体系内线上线下相互赋能，带来业绩持续增长。

图23：自播团队在疫情下帮助公司销售回暖



资料来源：网易财经

图24：打造围绕“人店货客”四大场景的会员平台

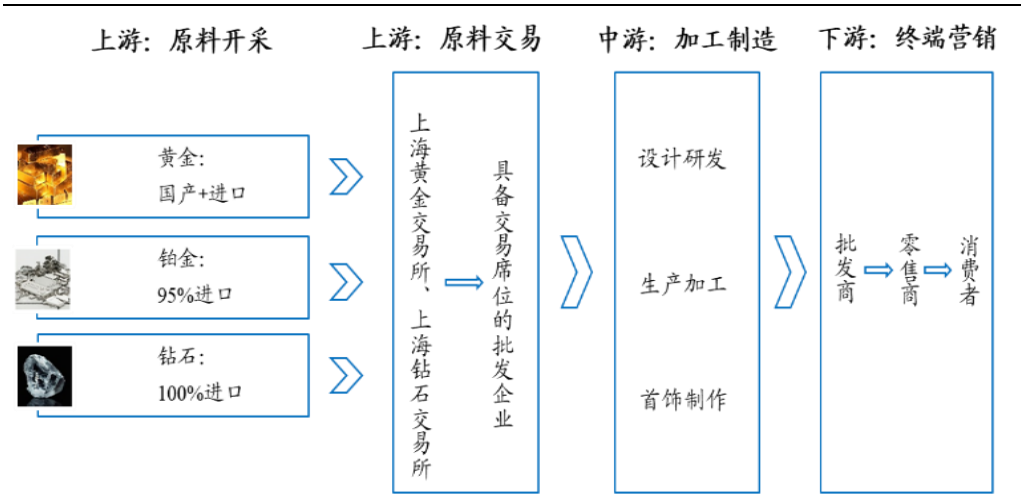


资料来源：公司微信公众号

2.4、 并购整合：全球布局产业链，打造品牌矩阵

珠宝首饰行业产业链各环节盈利能力不一。上游原材料供应被国际寡头高度垄断，享有较高议价能力，因此利润丰厚；中游设计加工同质化高，非常依赖专业人才；下游终端零售竞争剧烈，品牌渠道建设及差异化产品策略尤为重要，同时利润率与企业规模挂钩，珠宝龙头优势彰显。公司从开采、设计、生产到品牌布局珠宝全产业链，能帮助公司掌握核心竞争力，提升品牌形象，从而推出毛利更高的产品。

图25：珠宝行业中下游企业议价能力较弱



资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

持股招金矿业 23.34%，早期开始布局产业链顶端。2004 年，公司与其余四大股东共同发起设立招金矿业公司，2006 年在香港上市，2020 年，招金矿业已提交申请 H 股全流通。截至 2020 年 9 月 2 日，招金矿业总市值 295.0 亿元，公司持股市值 68.0 亿元。招金矿业集勘探、开采、选矿及冶炼营运于一体，专注于开发黄金产业，是中国领先的黄金生产商和最大的黄金冶炼企业之一。2019 年，招金矿业营收达 64.3 亿元，净利润 4.8 亿元；2020H1，营收实现 31.3 亿元，净利润 4.1 亿元。招金矿业不仅是公司布局上游产业链的入口，还持续为公司贡献净利润。

收购 IGI，获得珠宝设计资源、运营理念及专业鉴定技术。公司 2019 年以 1.1 亿美元完成珠宝鉴定公司 IGI（比利时国际宝石学院）80%股权的收购。IGI 是全球第二的珠宝鉴定公司，主营钻石、彩钻、合成钻三大类宝石鉴定。公司此次收购能获得专业的钻石领域知识和供应链资源，从而支撑公司发展镶嵌业务。同时，IGI 在海外的业务也有助于公司拓展海外项目，为未来开拓钻石业务打下良好基础。

与星光达合作生产环节，镶嵌制造技术得到加强。2019 年，公司与头部镶嵌产品生产商星光达公司合资成立星豫珠宝，持股 37%，主营钻石、彩宝生产镶嵌业务。此次合作建厂，有助于豫园珠宝打通产业链传统资源壁垒，提升供应链能力，打造高毛利产品，助力实现“快乐、时尚”业务的战略升级。

收购时尚潮流珠宝品牌 DJULA，有望进驻北上核心商圈。DJULA 作为法国小众钻石镶嵌设计高端品牌，定位高端人群，能丰富豫园珠宝时尚品牌矩阵。海外主要布局在巴黎、伦敦、美国比弗利山庄。DJULA 线下门店主要开在高级商场，客单价从 5 千到 2 万元不等。公司引进 DJULA 到国内，由独立团队负责 DJULA 品牌运营。公司计划 2020 年在北京上海核心商圈共新开两家 DJULA 门店。同时，公司将在抖音等新媒体平台加大对 DJULA 品牌的宣传，提升国内消费者认知度。

图26：珠宝业务外延并购投资发力，布局全产业链

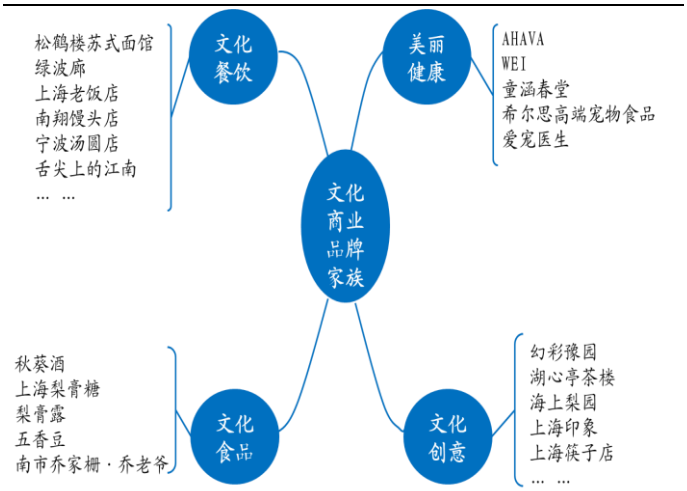


资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、 产业运营新赛道：聚焦文化产业，新兴消费赛道发力

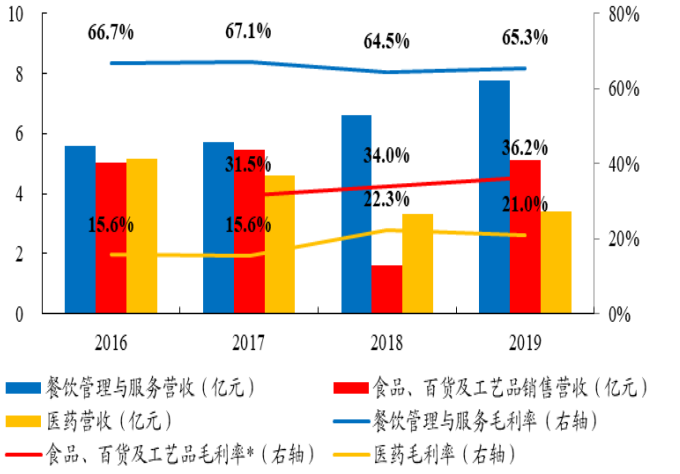
凭借品牌优势，持续打造家庭快乐消费产业。公司重组后发展战略不再局限于黄金珠宝和商城运营，因此规划在消费品领域做大做强。凭借旗下 17 个老字号品牌资源，围绕快乐时尚布局餐饮、食饮、健康等，多业态协同发展，通过好产品和老品牌，着力打造并完善快乐消费产业链。2019 年，餐饮/食饮/医药业务分别实现营收 7.8/5.1/3.4 亿元，同比增长 17.5%/221.3%/1.7%，主要是因为完成对苏州松鹤楼及如意情的收购。2020H1，餐饮/食饮/医药业务分别实现营收 1.8/2.6/1.8 亿元。

图27：文化商业各产业集群相互呼应协同



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图28：餐饮营收增长显著，各业务毛利率稳中有升

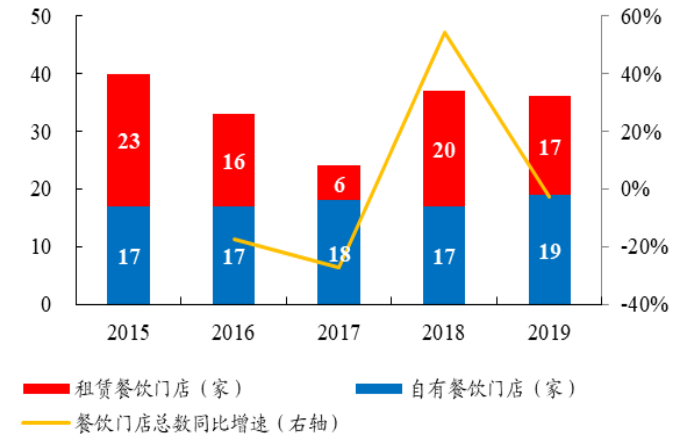


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、 餐饮开启快速连锁化，食饮创新国潮新品

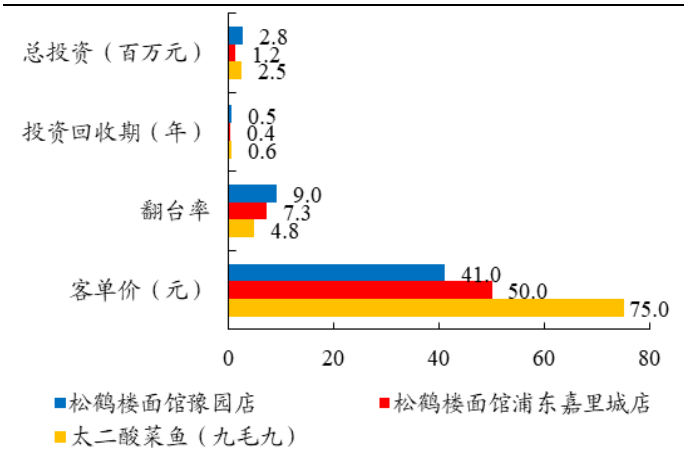
文化餐饮方面，松鹤面馆单店模型具备行业竞争力，2020 年积极布局连锁化发展。公司旗下豫园老字号餐饮品牌历史悠久，兼具知名度和美誉度。近年来，随着国潮文化兴起，公司通过对已有品牌门店进行改调升级、提升品质服务，迎来盘活老字号品牌契机。2019 年已开 36 家餐饮门店，预计 2020 年拓店速度仍将继续保持增长。2018 年收购松鹤楼正餐业务，2019 年打造松鹤楼面馆，成功打造单店模型。截止 8 月底，已开 13 家面馆，进驻如上海中心、静安嘉里中心、来福士、杭州万象城等核心商圈 2020 年，公司计划对重点餐饮品牌进行连锁式扩张。2020 年上半年，公司餐饮娱乐集团顺利走出豫园商圈，未来计划加速连锁化，布局全国。

图29：未来餐饮门店计划开启连锁快速扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：松鹤楼单店投资回收期短、翻台率高（2019）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

创新网红菜品，盘活餐饮老字号资源。公司以快乐时尚为主题，对传统菜品进行现代化升级，持续推出多款热门新品，取得较好市场反响。上海老字号绿波廊重新盛大开业，定位海派精致的沪上文化餐饮名店，在原有菜品基础上进化推出“一帅九将”，让食客们耳目一新；上海老饭店推出拇指生煎等八道时令新品，创意无限；南翔馒头店三次上榜《米其林指南》，并推出新晋“网红”黑松露春笋素三鲜小笼馒头。公司持续发掘餐饮消费的文化内涵及文化价值，融入现代快乐时尚元素，对旗下众多核

心老字号品牌资源进行升级创新，带来营收新增点。

图31：鼎新革旧，公司各大饭店调改升级



资料来源：公司官网

图32：经典与现代融合，创新菜品让人耳目一新



资料来源：新浪财经

文化食饮方面，推出国潮新品，完善产品矩阵。公司食饮业务不断推出具文化底蕴的时尚新品。如在迭代原有蓝罐梨膏露基础上，升级推出红罐梨膏露，降低了糖含量，口感更清新；持续推出乔老爷芝麻丸、红糖姜枣丸、我薯鸡及牛肉脯等休闲小食。

外延涉足白酒赛道，加速打通食饮产业链。2020 年 8 月，公司公告已完成收购金徽酒 30%股权，并于 9 月以要约收购方式继续增持后者 8%股权，加强控制权。2019 年金徽酒实现营收 16.3 亿元，同比增长 4.6%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 4.64%。2019 年，依托海派文化底蕴，公司已推出自身孵化的青梅酒及草本白酒“城隍·葵 5”。此外，公司布局上游食饮供应链，收购国内食用菌头部企业之一如意情，已完成金针菇+鹿茸菇的 1+1 菇种部署，不断充实大食品产业链布局。

图33：红蓝梨膏露满足不同需求，秋葵酒开启新赛道



资料来源：公司官网

图34：南市乔家栅·乔老爷松糕推陈出新



资料来源：公司官网

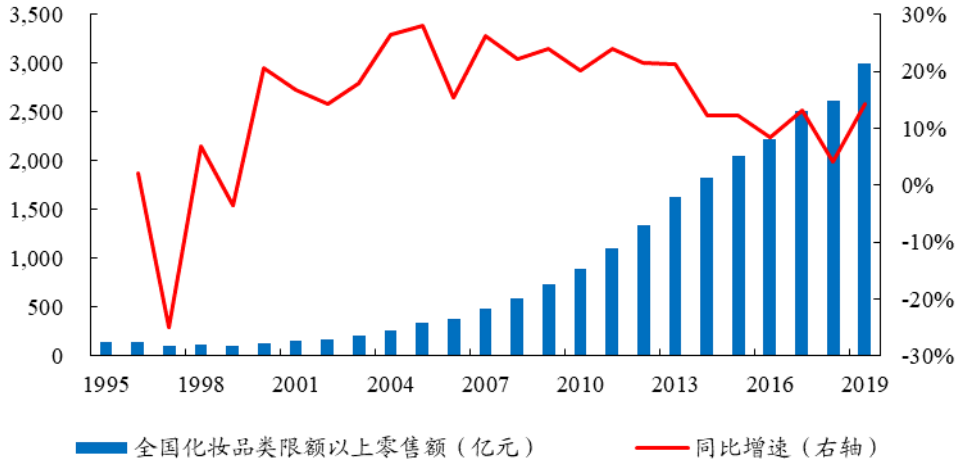
3.2、 美丽健康板块重点拓展化妆品新赛道，有望增厚业绩

公司美丽健康板块主要由旗下全资子公司上海豫园美丽健康集团运营。围绕快乐消费产业集团，已布局美容化妆（未来重点发展方向）、健康保健及宠物健康。

顺应国民经济“新常态”，加码布局化妆品垂直生态。近年来，随着中国消费升级及居民可支配收入提升，新生代消费阶层对美好生活需要日益增长，美容保养意识逐

渐提升。目前我国化妆品行业仍处于高速发展阶段，2019 年化妆品零售额达到 2992 亿元，同比增长 12.6%；2020 年 7 月，化妆品消费开始回归理性状态，同比增长 9.2%。未来随着宏观经济改善及消费观念转换，预计化妆品行业将进一步增长。

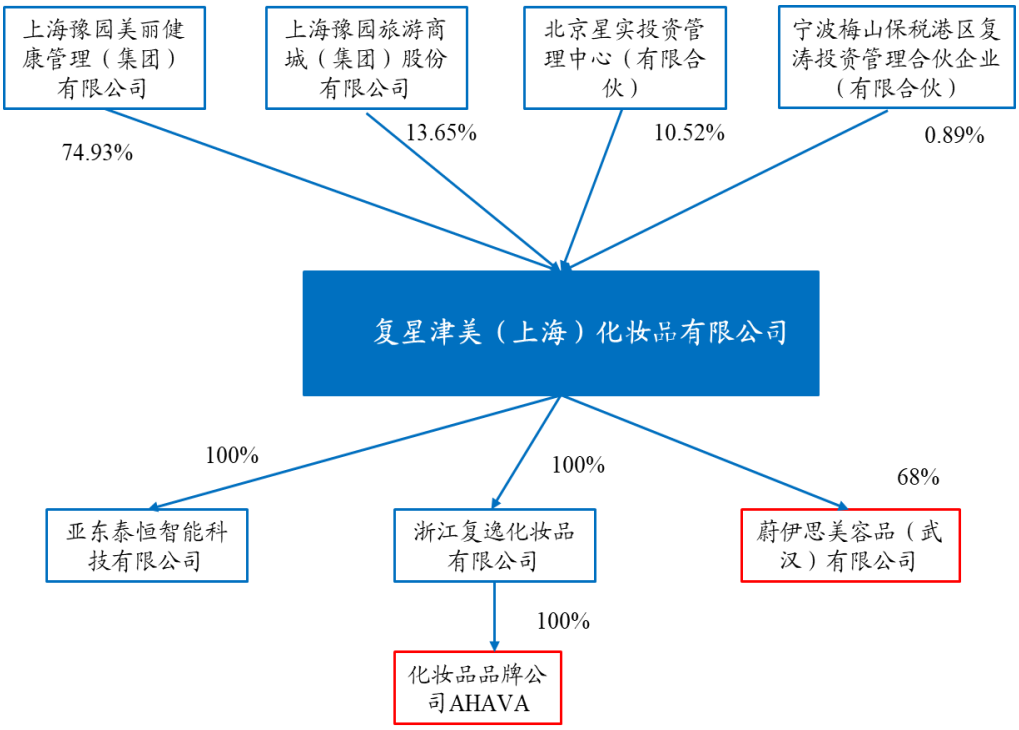
图35：2019 年化妆品类限额以上零售同比增速有所回升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

抓住化妆品赛道高成长性，充实公司快乐时尚版图。2020 年 6 月，公司公告称豫园美丽健康集团拟出资 5.58 亿元收购复星津美 74.93%的股权，并通过豫园美丽健康集团间接控股复星津美。复星津美持有以色列化妆品品牌公司 AHAVA 的 100%股权及草本护肤品品牌公司 WEI 的 68%股权。上述两个品牌各自定位明确，不仅能更好补充公司多业态产业集群，与公司快乐时尚发展战略也有较高匹配度。

图36：公司通过豫园美丽健康集团间接控股复星津美



资料来源：Wind、开源证券研究所

收购复星津美有助于公司深化品牌矩阵布局，加强多业态协同效应。第一，通过公司在中国市场的品牌影响力及商业、产业资源，将有利于上述两个品牌公司与公司现有资源在市场、销售渠道等方面产生较好协同效应。第二，此次收购有助于完善公司快乐消费产业布局，将时尚年轻的化妆品品牌规划入公司产业版图中，将迎合中国迅速崛起的新兴中产阶级消费升级趋势，提升公司在消费产业的知名度，促进多业态协同发展。AHAVA 及 WEI 两个品牌在中国市场发展前景良好。

AHAVA 作为以色列国宝级化妆品，研发强，产品全。2019 年，AHAVA 营业收入约 4.55 亿元、净利润约 0.18 亿元。AHAVA 是全球唯一授权开发死海作为护肤品原料的公司，主打天然产品。AHAVA 优势首先在于其研发能力强，拥有 10 个高科技专利；第二，其产品完整，共 10 条产品线，92 款单品，在 27 个国家和地区销售。复星在 2016 年收购 AHAVA 后就开始陆续进行团队整合，核心团队高管成员来自欧莱雅、LVMH、宝洁等。目前，AHAVA 通过天猫营销活动，在中国逐渐被大众知晓。2020 年，聘请吉克隽逸作为品牌代理人，推出新品小金罐面膜，首发日活动达近千万级营收，发展势头良好。

WEI 定位现代化草本品牌。1999 年，由美国电视主播界华人网红 Ms. Brian（Yang Wei）创立于美国，定位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护肤产品。2019 年营业收入约 1.14 亿元，净利润约 0.24 亿元。产品方面，现有高端品牌 WEI（销售约占 80%），售价 200 元-1280 元，及大众品牌 WEI EAST（60-600 元）。渠道方面，2013 年入驻丝芙兰中国，2020 年 9 月 1 日，WEI 天猫旗舰店开业，开始线上化布局。宣传方面，牵手陈若轩做代言人，有望带来新的流量。WEI 品牌凭借旗研发实力和草本概念优势，未来在国内发展前景可观。

图37：AHAVA 主推天然路线，小金罐面膜反响不错



资料来源：天猫商城

图38：WEI 定位高端草本品牌，代言人为陈若轩



资料来源：新浪微博

老字号童涵春堂，创新突破健康食品。童涵春堂作为中华百年老字号，创始于清朝乾隆四十八年（1783 年），主营医药批发和零售业务。2019 年，童涵春堂在药食同源类功能性食品的发展方向上实现了 0 到 1 的突破，搭建出人参制品、养生茶包、养生汤包、养生代餐粉、养生素膏等八条好产品赛道，目前已推出养生茶包系列、养生新膏方系列、人参果冻系列等共 13 个 SKU。

新入宠物健康板块，抢占行业红利。2019 年公司涉足宠物健康行业，获得宠物高端食品品牌希尔思独家代理权，引进了其 SD 产品线，共 9 个配方 19 个 SKU。2020 年

获得宠物用品集团品谱的中国代理权。同时，公司控股互联网知名宠物医院“爱宠医生”拥有 200 多万注册宠主，业务覆盖北上广等 300 多个城市、2 万多家宠物门店、3 万多位宠物医生，基本完成了对宠物医疗、宠物食品、宠物用品的布局。

图39：童涵春堂创新健康食品



资料来源：公司官网

图40：开启宠物健康新赛道



资料来源：公司官网

3.3、 新营销渠道补强产业发展，加速变现

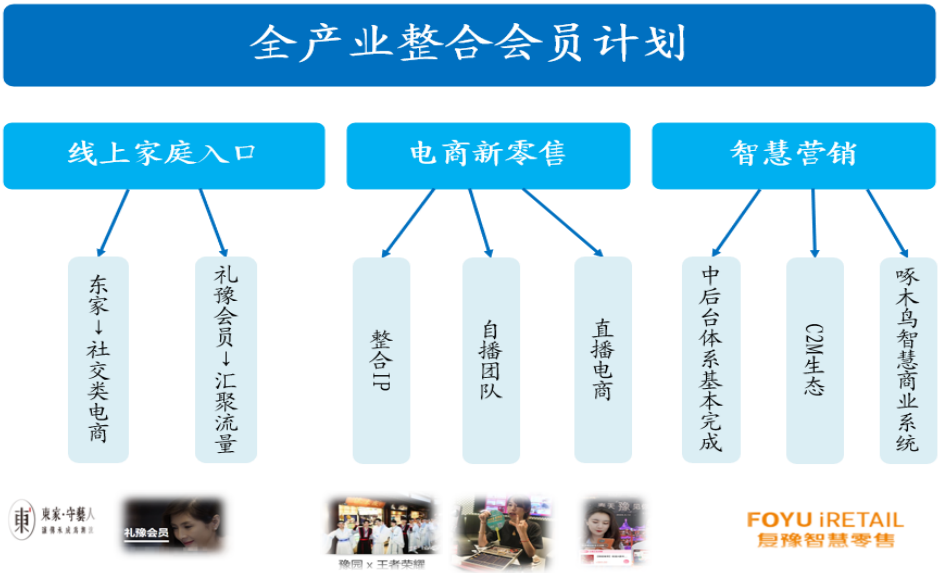
为了更快实现文化产业板块变现，公司主要通过三个维度探索新营销渠道。1）建设会员平台：通过礼豫、东家，实现产品、销售及场景全面融合。截至 2019 年 12 月底，豫园股份累计注册会员达 875 万、消费会员 189 万。2019 年，豫园股份会员复购 5 亿元。2）电商直播整合营销：跨界 IP 合作，创新适应潮流，以扩大影响力和知名度。3）智能营销：推动向数字智能转型。

丰富线上家庭入口，打造全产业整合会员计划。“礼豫会员”平台，为 C2M 战略落地而打造，已完成会员账户统一、会员流量入口部署、会员忠诚度引擎搭建、积分权益中心整合管理等一期基础功能上线。未来，“礼豫会员”将汇聚各产业分散的会员流量和资源成为快乐时尚家庭线上入口，被打造为多业态整合会员管理体系和产业赋能平台。同时，礼豫将联合基于东方生活美学的社交平台与兴趣类电商“东家”APP，整合各产业优势，共建全产业会员营销中台，提升管理效率和盈利能力。

精准整合营销，创新探索电商新零售。公司陆续推动与多方合作整合营销项目，并探索跨界 IP。比如灯会、豫园家庭日、与安踏/魔道祖师 IP 合作等项目很好地帮助公司推广品牌、获取客流、销售产品实现流量变现。同时，线上方面，通过与中智关爱通、i 百联等销售渠道及东航会员资源互换，持续对各产业好产品的增长和新品开发进行赋能。此外，加大直播营销投入，建设自播团队。线上直播有助于公司触达更多年轻客群，推广品牌和好产品，扩大影响力。如 12.31 薇娅专场 90 分钟销售 2678 万。

智慧创新，科技赋能 C2M 战略。2020 年上半年，围绕新零售持续打造“啄木鸟”智慧商业系统平台。公司智能中后台建设步入第二阶段，运营效率有望提升。面向 M 端/小 B 端/C 端三类用户打造智零特色的百鸟朝凤商业操作系统已投入使用。通过打造 C2M 生态，以家庭客户为中心，以科技提升客户体验，最大化客户价值。

图41：新营销渠道三维建设，补强产业运营



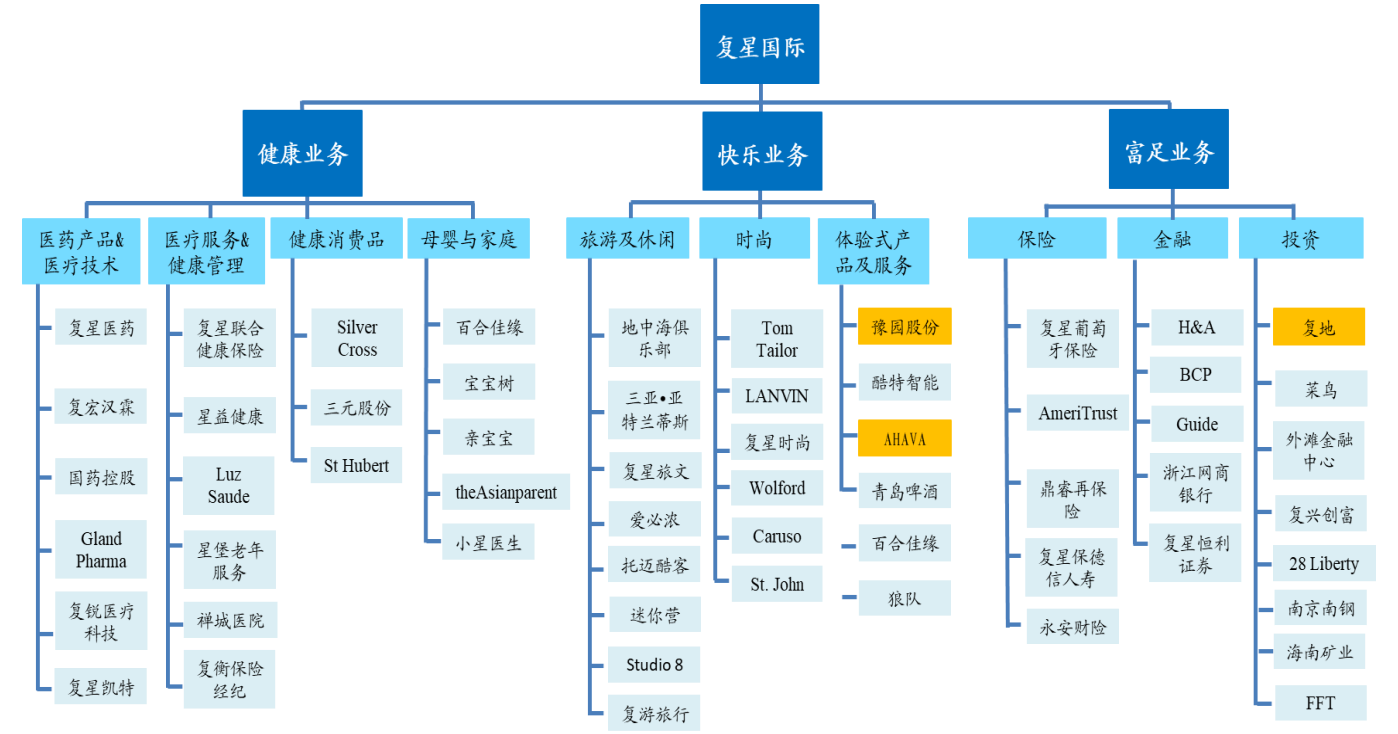
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

4、 复合功能地产赋能：产城融合有望带来稳定业绩增量

4.1、 复星入资，地产业务赋能消费业务

2018 年 7 月，公司重大资产重组实施完毕，复星实现控股，同时为公司注入复合功能地产业务，成为公司构建快乐时尚产业集群、线下时尚地标业务的重要支撑。公司也成为复星快乐板块的重要旗舰平台，有望获取复星的优质资源，取得协同效应。

图42：公司逐步发展为复星旗下三大板块中“快乐”板块的旗舰平台

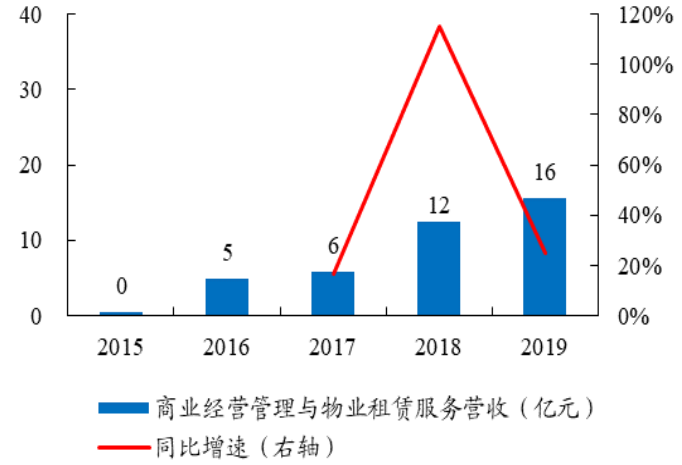


资料来源：复星官网、复星公告、开源证券研究所

4.2、 商业管理与物业租赁：优质商业，增量升级

聚焦优质商业，增长稳健。2019 年公司商业管理与物业租赁板块收入 15.6 亿元，同比增长 20%，毛利率 80.1%；2020H1 实现该板块营收 5.6 亿元，同比下滑 25%。公司聚焦核心城市的优质项目，积极营造快乐场景，打造兼具时尚与文化底蕴的城市地标。同时对“豫园商城”进行升级，目前二三期正在规划，未来大豫园片区将与 BFC 外滩金融中心以及复星艺术中心，构成上海城市中心区域。该板块有望为公司提供稳定可持续的经营性租金和管理收入。

图43：公司商业管理与物业租赁营收持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：丰富地商业文化内容，打造中国城市全新名片


豫园二三期（规划设计）


日本星野度假村


上海活力城


苏州星光耀

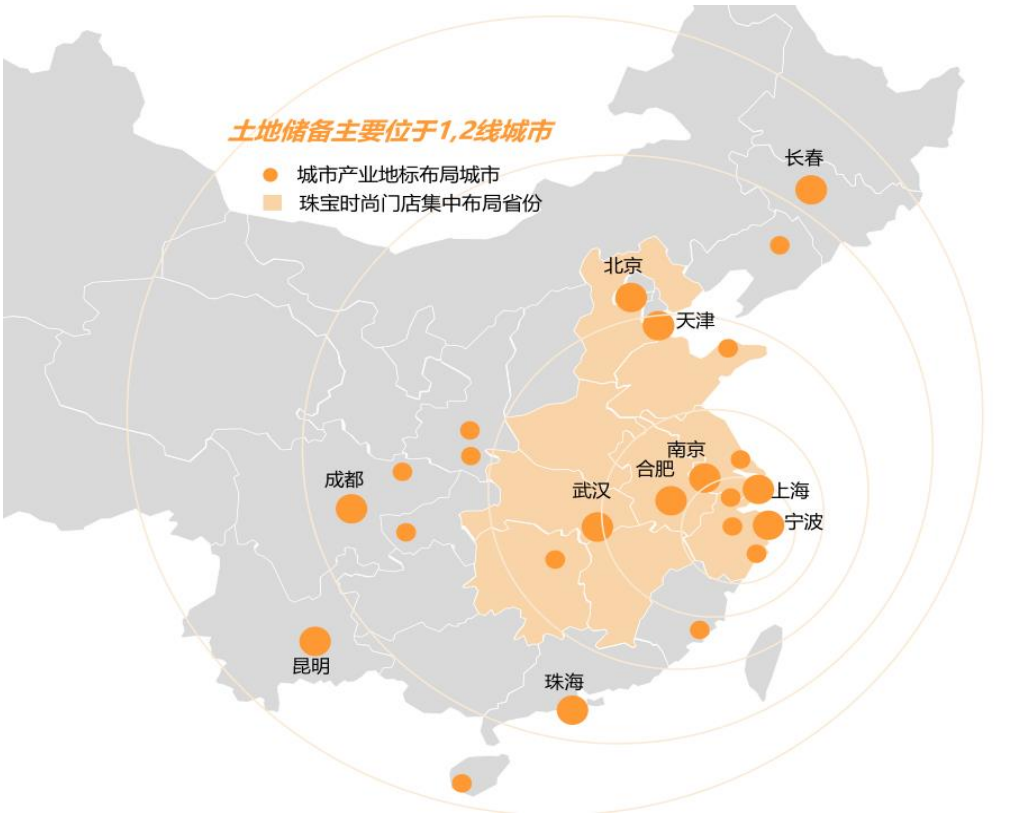
资料来源：公司官网

4.3、 物业开发与销售：产城融合，低价土储有望带来稳定利润

复合功能地产业务具有“产城融合”的特色，赋能快乐时尚产业持续扩大。公司物业开发与销售业务 2019 年实现营收 192.2 亿元，同比增长 30.3%，占比 44.8%。2020H1，实现营收 81.4 亿元，与上年同期基本持平，占比 40.6%。公司该板块业务由复地产业发展、星泓产业发展、云尚产业发展三大业务管理平台负责具体运营。公司地产开发板块不同于传统纯住宅开发型地产企业，而是注重“产业+地产”双向赋能，嫁接复星集团的产业资源，着力推进产地融合，打造兼具产业运营能力和城市地标属性的地产项目。2020 年，公司将重点将地产与产业打通，建立信息互通、资源共享的机制，通过打造地产物理空间和挖掘内在基因，赋能并培养出更多具有头部效应和独角兽特性的文化产业，提升产业的高度、深度和广度；通过产业发展，带动房产产业化、产业集群化特色化、地产管理服务智慧化，进而形成“产+地”双向赋能。

地产项目具低价地储、地理位置优越及政策优惠等优势，有望贡献充足现金流。公司拥有充足的土地储备，截至 2020 年 6 月底，约拥有近 700 万平方米的土地储备。由于公司地产项目投入期较早，土地成本方面具有低价优势，因此物业开发与销售业务能获得约 40%的毛利率，高于地产行业平均水平近 10%。同时，公司地产项目地理位置优越，90%以上的地储位于一二线城市，带来地产业务收入的主要部分。2020 年以来新增长沙、上海、苏州、南京四个城市项目土地储备。未来有望为公司提供稳定的业绩支持和现金流。

图45：聚焦核心城市产业地标，助力快乐消费业务发展



资料来源：公司官网

5、 盈利预测与估值

5.1、 关键假设

（1）公司开启线下珠宝门店提速扩张及餐饮门店连锁化战略，2020/2021/2022 年分别净增珠宝门店 650/700/700 家，餐饮门店 20/50/50 家。

（2）受疫情影响，公司珠宝门店的同店增长及毛利率有所下降，未来随着新店成熟及产品结构优化，预计将逐渐改善。

5.2、 盈利预测与估值

豫园股份是集珠宝时尚、文化商业及时尚地标为一体的家庭快乐消费龙头。我们认为，公司通过产品结构优化、线下网点扩张巩固珠宝业务优势，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，地产业务则为新业务提供稳定现金流保障。业态布局的丰富完善有望为公司带来盈利与估值的双升。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 34.89/41.43/49.88 亿元（同比增速分别为 8.7%/18.8%/20.4%），对应 EPS 为 0.90/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 10/9/7 倍。低于珠宝行业平均水平。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：珠宝行业上市公司估值情况：豫园股份估值较低

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600612.SH	老凤祥	50.58	16.90	5.10	16.60	15.00	19	18	15	13
002867.SZ	周大生	25.96	22.99	5.11	24.81	18.81	19	18	15	12
	A 股平均						19	18	15	13
600655.SH	豫园股份	9.23	6.21	8.75	18.75	20.39	11	10	9	7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/9/18，老凤祥、周大生、豫园股份归母净利润增速、PE 均为开源证券预测数据）

6、 风险提示

（1）珠宝门店营业恢复情况低于预期风险；

（2）新开餐饮连锁店培育期延长，投资回报不及预期风险；

（3）地产项目销售不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	58001	64314	83847	101614	112517
现金	19813	17893	33877	40189	46926
应收票据及应收账款	1195	764	1434	1174	1872
其他应收款	684	1208	914	1603	1336
预付账款	395	625	520	839	747
存货	30806	36215	39493	50200	54027
其他流动资产	5109	7609	7609	7609	7609
非流动资产	27253	35139	36222	37455	38797
长期投资	7295	7238	7388	7588	7838
固定资产	1921	2959	3451	4173	4906
无形资产	547	1442	1696	1906	2161
其他非流动资产	17491	23500	23687	23788	23891
资产总计	85254	99453	120069	139068	151314
流动负债	36099	44187	63249	79682	88717
短期借款	3160	4219	21338	32745	35843
应付票据及应付账款	4095	6783	5505	9052	7864
其他流动负债	28844	33185	36406	37885	45010
非流动负债	16981	18793	17378	16000	14388
长期借款	10879	12436	11021	9643	8031
其他非流动负债	6102	6357	6357	6357	6357
负债合计	53080	62980	80627	95682	103105
少数股东权益	3475	5096	5702	6421	7288
股本	3881	3884	3884	3884	3884
资本公积	11150	11373	11373	11373	11373
留存收益	12565	14652	17410	20653	24521
归属母公司股东权益	28699	31378	33740	36964	40921
负债和股东权益	85254	99453	120069	139068	151314

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7577	3534	6412	-1077	8186
净利润	3422	3906	4095	4863	5854
折旧摊销	265	389	321	393	391
财务费用	377	725	828	971	1134
投资损失	-785	-226	-306	-356	-406
营运资金变动	4318	-766	1628	-6773	1398
其他经营现金流	-21	-494	-155	-175	-185
投资活动现金流	-2285	-3582	-943	-1095	-1142
资本支出	927	516	1255	1426	1483
长期投资	-346	-2898	-150	0	-250
其他投资现金流	-1705	-5964	161	331	91
筹资活动现金流	2740	-974	-6602	-2924	-3405
短期借款	660	1059	0	0	0
长期借款	7796	1557	-1415	-1378	-1612
普通股增加	2444	3	0	0	0
资本公积增加	10167	223	0	0	0
其他筹资现金流	-18326	-3815	-5187	-1546	-1793
现金净增加额	8054	-1176	-1134	-5096	3639

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33777	42912	48143	57113	66686
营业成本	25089	31400	35470	42022	48832
营业税金及附加	1637	2162	2425	2877	3359
营业费用	1208	1524	1733	2170	2534
管理费用	1542	2283	2672	3113	3601
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	377	725	828	971	1134
资产减值损失	-40	-10	18	18	18
其他收益	42	38	29	29	29
公允价值变动收益	-158	347	155	175	185
投资净收益	785	226	306	356	406
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	4632	5374	5487	6502	7828
营业外收入	143	208	172	175	177
营业外支出	177	176	134	116	107
利润总额	4598	5406	5525	6561	7898
所得税	1176	1500	1430	1698	2044
净利润	3422	3906	4095	4863	5854
少数股东损益	402	698	606	720	866
归母净利润	3021	3208	3489	4143	4988
EBITDA	5179	6335	6231	7823	9353
EPS(元)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	97.4	27.0	12.2	18.6	16.8
营业利润(%)	466.4	16.0	2.1	18.5	20.4
归属于母公司净利润(%)	331.4	6.2	8.7	18.8	20.4
获利能力					
毛利率(%)	25.7	26.8	26.3	26.4	26.8
净利率(%)	8.9	7.5	7.2	7.3	7.5
ROE(%)	10.6	10.7	10.4	11.2	12.1
ROIC(%)	7.4	7.5	6.1	6.4	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	62.3	63.3	67.2	68.8	68.1
净负债比率(%)	2.2	22.3	11.7	20.0	7.9
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	47.8	43.8	43.8	43.8	43.8
应付账款周转率	11.2	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.91	1.65	-0.28	2.11
每股净资产(最新摊薄)	7.39	8.08	8.69	9.52	10.54
估值比率					
P/E	11.9	11.2	10.3	8.7	7.2
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.5	7.6	7.2	6.4	4.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn