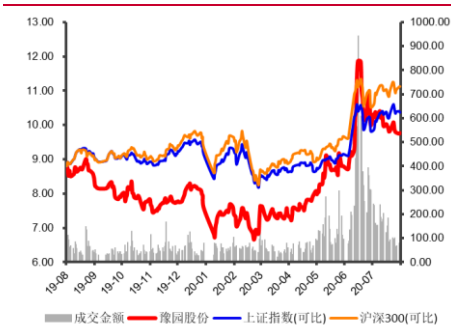
商贸零售　豫园股份（600655.SH）　维持评级

报告原因：中报点评　**外延并购完善多品牌矩阵建设，科技引领强化产业协同**　**增持**

2020 年 8 月 26 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 25 日

收盘价(元)：	9.77
年内最高/最低（元）：	12.29/6.15
流通 A 股/总股本（亿）：	16.03/38.84
流通 A 股市值（亿）：	156
总市值（亿）：	378

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.29
每股净资产(元)：	7.95
净资产收益率：	3.55%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 26 日发布 2020 年半年度报告，公司实现营业收入 200.54 亿元，同比增加 0.88%；归属于上市公司股东的净利润 11.05 亿元，同比增加 10.37%。

事件点评

- **疫情影响 Q2 营收同比下降，成本减少拉动利润增长。**上半年公司营业收入小幅增长，其中营收端 Q1 同比增长 27.1%，Q2 同比下降 15.55%，主要受到因疫情影响带来的海外游客订单取消，导致上半年度假村营业收入同比减少 42%，以及根据地方政府疫情防控要求，餐饮业态各门店暂停营业，导致餐饮管理与服务营收同比减少 58.84%。归母净利润层面则正好相反，Q1 同比下降 19.1%，Q2 同比增长 25.9%，上半年利润增长主要来自于收入下降带来的成本减少影响。公司期间费用率在上半年同比提升 0.69pct 至 11.35%，主要受到销售费用率增长 0.67pct 的影响。经营活动现金流净额上年同期减少并转负，主要是由于购买商品及开发物业的现金流出较上年同期增加所致。
- **时尚珠宝调整产品结构，外延并购取得实质性突破。**2020 年上半年，公司继续调整时尚珠宝产业的产品结构，古韵金系列爆款产品打造迭代升级，联手郭麒麟合作福运绵绵麒麟款，借力粉丝经济配合新式营销打法，助力销售。疫情期间，公司不断在私域、直播领域的作出新的尝试。外延并购方面，完成对法国轻奢设计师珠宝品牌 DJULA 的收购，完善对年轻客户喜爱的轻奢珠宝领域品牌布局，同时与意大利顶级奢华品牌 Damiani 成立中国合资企业，进一步打开了豫园珠宝时尚集团的市场空间。上半年珠宝时尚板块实现同比 2.87%的小幅增长。
- **项目收购完善多品牌矩阵，餐饮品牌持续连锁化拓展。**上半年公司完成对复星津美的收购，初步完成了化妆品业务品牌矩阵建设，AHAVA 是全球公认的以色列国宝级化妆品品牌，WEI 品牌定位为将中国古老草本精华与现代配方科技融合。化妆品业务同时启动了彩妆、personalcare、药妆医美等品类、品牌的孵化工作，但受疫情影响上半年营收同比下降 20%；同时上半年完成上海表业及海鸥表业项目收购，带动时尚表业营业收入同比增长。上半年，餐饮娱乐集团也走出豫园商圈，持续品牌连锁化拓展，持续打造高效供应链体系，一方面餐娱培训大学计划提供人才储备，另一方面融合优化老庙餐饮、松鹤楼餐饮供应链体系，梳理并赋能连锁化战略步伐，苏式汤面、松月楼 OEM 率达到 95%、南翔连锁

OEM 率达到 80%。

- **复合功能地产布局核心关注区，策源股份加入强化产业连接。**复地产发持续布局关注的核心区域，2020 年上半年新增长沙、上海、苏州、南京四个城市项目土地储备；复地产发强化好产品打造，针对健康、金融、智慧和文旅四个方向开展产品力建设工作。充分了解产业及地方政府诉求后，上半年复地产发已经完成 22 个核心进入城市政府核心诉求的摸排工作；复地产发携手淘宝第一主播薇娅跨界首播，同时发挥各项目销售人员潜能，共开展过百场线上直播，运用多个社交平台，培养私域流量。在线上线下会员平台方面，通过策源股份的加入，强化了产业连接的协同效应。东家作为公司线上线下家庭会员战略的主要平台，持续明确“东方匠人、东方美学生活”定位，发展品类垂直产业链，形成独特竞争力；策源股份聚焦高净值人群线下服务场景，利用人才优势与服务系统，与东家联合补强产业平台，整合营销拓宽渠道，逐步成为公司整体发展新的盈利增长点。

投资建议

- 公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动、品牌矩阵建设、C2M 家庭快乐生态系统打造、科技引领四大战略举措，持续构建“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，通过协同发展多种优势产业，满足消费者多元化需求。我们看好公司产地融合双向赋能，通过战略投资持续完善品牌矩阵建设的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.06/1.24 元，对应公司 8 月 25 日收盘价 9.77 元，2020-2022 年 PE 分别为 10.37X/9.20X/7.89X，维持“增持”评级。

存在风险

- 市场竞争激烈；国际金价波动；业务多元化、组织层级增多导致的管理风险；房地产行业宏观调控政策风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	**200.54**	**103.03**	**429.12**	**270.82**	**196.53**
同比（%）	**0.88%**	**27.10%**	**26.47%**	**35.76%**	**34.62%**
营业成本	152.75	80.19	314.00	206.46	149.17
毛利率（%）	**23.83%**	**22.17%**	**26.83%**	**23.76%**	**24.10%**
销售费用	8.30	2.97	15.24	10.47	6.83
管理费用	10.86	6.06	22.83	15.92	10.73
研发费用	0.07	-	-	-	-
财务费用	3.53	2.15	7.25	4.41	3.38
期间费用率	**11.35%**	**10.86%**	**10.56%**	**11.37%**	**10.66%**

净利润	**14.33**	**4.87**	**39.06**	**16.29**	**13.83**
归母净利润	11.05	3.25	32.08	12.39	10.21
同比（%）	**10.37%**	**-19.10%**	**5.79%**	**9.02%**	**9.31%**
扣非后归母净利润	**9.59**	**3.64**	**27.28**	**10.91**	**8.87**
同比（%）	**7.67**	**35.81**	**40.74**	**195.59**	**313.43**
每股收益：					
基本每股收益	0.2850	0.0840	0.8270	0.3190	0.2630
稀释每股收益	0.2850	0.0840	0.8270	0.3190	0.2630

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	占营收比重%	同比增减%	毛利率%	毛利率变动%
分行业					
产业运营	**113.53**	**56.61%**	**3.38%**	**9.49%**	**-2.11%**
珠宝时尚	103.85	51.79%	2.87%	7.43%	-0.36%
餐饮管理与服务	1.62	0.81%	-58.84%	59.05%	-6.48%
食品、百货及工艺品销售	2.74	1.37%	197.19%	-1.17%	-38.80%
医药健康及其他	1.83	0.91%	15.03%	18.91%	-1.87%
化妆品	1.81	0.90%	-20.12%	69.83%	-1.00%
时尚表业	1.42	0.71%	-	27.28%	-
物业开发与销售	**81.41**	**40.60%**	**-0.08%**	**29.77%**	**2.82%**
商业经营管理与物业租赁服务	**5.60**	**2.79%**	**-25.21%**	**71.59%**	**-9.31%**
商业	2.89	1.44%	2.60%	57.19%	-17.26%
度假村	2.71	1.35%	-42.02%	86.99%	2.19%
合计	200.54		0.88%	19.46%	-1.05%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	64,314	69,934	85,867	95,869
现金	17,893	28,344	31,992	39,866
应收账款	1,971	1,844	2,350	2,436
其他应收款	1,207	782	1,033	1,209
预付账款	625	666	807	974
存货	36,248	30,608	41,309	42,282
其他流动资产	6,370	7,690	8,375	9,102
非流动资产	35,139	28,449	31,247	31,777
长期投资	7,238	6,238	6,924	6,800
固定资产	2,959	2,771	2,584	2,396
无形资产	1,442	1,346	1,256	1,172
其他非流动资产	23,500	18,094	20,483	21,408

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,912	48,319	52,552	56,730
营业成本	31,400	35,345	38,142	40,874
营业税金及附加	2,162	2,658	2,917	3,137
销售费用	1,524	1,836	1,971	2,099
管理费用	2,283	2,609	2,890	3,092
财务费用	725	802	592	420
资产减值损失	(10)	23	(8)	7
公允价值变动收益	347	0	0	0
投资净收益	226	226	226	226
营业利润	5,374	5,272	6,274	7,328
营业外收入	208	137	163	170
营业外支出	176	121	158	152

资产总计	99,453	98,383	117,114	127,646
流动负债	44,187	41,634	55,044	60,693
短期借款	4,219	4,132	4,031	3,903
应付账款	6,755	4,773	6,517	7,099
其他流动负债	33,212	32,729	44,496	49,691
非流动负债	18,793	18,514	19,950	20,491
长期借款	9,836	9,836	9,836	9,836
其他非流动负债	8,957	8,678	10,114	10,655
负债合计	62,980	60,148	74,994	81,184
少数股东权益	5,096	5,402	5,987	6,685
股本	3,884	3,884	3,884	3,884
资本公积	11,373	11,373	11,373	11,373
留存收益	14,652	17,576	20,876	24,521
归属母公司股东权益	31,378	32,833	36,133	39,777
负债和股东权益	99,453	98,383	117,114	127,646

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,534	11,147	6,008	9,374
净利润	3,906	3,660	4,123	4,811
折旧摊销	389	284	277	271
财务费用	920	802	592	420
投资损失	(226)	(226)	(226)	(226)
营运资金变动	(4,848)	6,299	664	3,393
其他经营现金流	3,394	329	578	705
投资活动现金流	(3,582)	1,226	(460)	349
资本支出	0	0	0	0
长期投资	56	1,000	(685)	124
其他投资现金流	(3,638)	226	226	226
筹资活动现金流	(974)	(5,430)	(110)	(1,384)
短期借款	1,059	(87)	(101)	(128)
长期借款	957	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	223	0	0	0
其他筹资现金流	(3,215)	(5,343)	(8)	(1,256)
现金净增加额	(1,021)	6,943	5,439	8,339

利润总额	5,406	5,288	6,279	7,345
所得税	1,500	1,322	1,570	1,836
净利润	3,906	3,966	4,709	5,509
少数股东损益	698	306	586	698
归属母公司净利润	3,208	3,660	4,123	4,811
EBITDA	6,463	6,357	7,143	8,018
EPS（元）	0.83	0.94	1.06	1.24

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.47%	12.60%	8.76%	7.95%
营业利润	17.26%	-1.91%	19.01%	16.79%
归属于母公司净利润	5.79%	14.08%	12.66%	16.67%
获利能力				
毛利率(%)	26.83%	26.85%	27.42%	27.95%
净利率(%)	7.48%	7.57%	7.85%	8.48%
ROE(%)	10.71%	10.37%	11.18%	11.86%
ROIC(%)	36.04%	22.99%	23.76%	26.54%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.33%	61.14%	64.03%	63.60%
净负债比率(%)	49.21%	31.37%	22.33%	32.44%
流动比率	1.46	1.68	1.56	1.58
速动比率	0.64	0.94	0.81	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.49	0.49	0.46
应收账款周转率	43.79	52.93	44.19	44.62
应付账款周转率	7.92	8.38	9.31	8.33
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.94	1.06	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	2.87	1.55	2.41
每股净资产(最新摊薄)	8.08	8.45	9.30	10.24
估值比率				
P/E	11.8	10.4	9.2	7.9
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.93	4.22	3.33	2.09

数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336