

# 豫园股份 (600655.SH)

## 产业运营+产业投资，消费版图不断扩张

### 核心观点：

- **重组后战略升级，打造家庭快乐消费产业集群。**公司上市后业务经过多次迭代升级，2018 年完成重大资产重组后成为复星集团快乐生态的旗舰平台。公司目前的业务可以分为三大板块：珠宝时尚、复合地产及文化商业，其中珠宝时尚是公司的核心业务，复合地产业务是公司的主要利润和现金流贡献者，为其他业务和产业投资输血；文化商业是公司业务起源，老字号开启连锁化扩张，并通过投资并购进入新赛道。
- **珠宝时尚：内生+外延+整合式发展。**品牌端：老庙升维，聚焦一二线城市中产家庭；亚一降维，拓展三到五线城市及年轻客户。渠道端：开启快速扩张，19 年净增 669 家门店至 2759 家；产业链：布局开采、鉴定、生产、品牌等各环节，尤其强化珠宝镶嵌端能力。
- **复合功能地产：项目优质且具有持续性。**与一般地产公司相比，豫园更注重产城融合，结合城市地标、商业设施和居民住宅打造复合功能地产；重点布局一二线城市优质项目。在建、拟建、储备各梯度项目充足，具有可持续性。融资成本较低，偿债能力健康。
- **文化商业：老字号焕发新生机。**公司拥有众多老字号资源，城市名片豫园商城一期持续升级，二期、三期已进入规划设计阶段，未来将打造豫园大片区。餐饮、食品等老字号品牌正在开启连锁化扩张。此外公司秉承产业链布局战略，布局白酒、美妆、健康、宠物、腕表等新赛道。
- **盈利预测及估值建议。**公司珠宝时尚业务进入快速成长阶段，地产业务保持稳健增长，文化商业开启连锁化扩张，并通过产业投资不断进入新赛道。预计 20-22 年公司归母净利润分别为 36.4 亿、42.3 亿、48.6 亿元，同比增长 13.6%、16.1%、14.9%。采用分部估值法，参考可比公司，得到公司合理价值 9.50 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**可选消费疲软导致黄金珠宝需求放缓；地产政策调控力度进一步加大；老字号连锁化扩张不达预期。

### 盈利预测：

|             | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 33,931 | 42,912 | 48,262 | 55,596 | 63,695 |
| 增长率(%)      | 7.7    | 26.5   | 12.5   | 15.2   | 14.6   |
| EBITDA(百万元) | 4,590  | 5,932  | 6,398  | 7,292  | 8,233  |
| 归母净利润(百万元)  | 3,033  | 3,208  | 3,643  | 4,230  | 4,860  |
| 增长率(%)      | 5.1    | 5.8    | 13.6   | 16.1   | 14.9   |
| EPS（元/股）    | 0.78   | 0.83   | 0.94   | 1.09   | 1.25   |
| 市盈率（P/E）    | 9.47   | 9.49   | 8.83   | 7.60   | 6.62   |
| 市净率（P/B）    | 1.00   | 0.97   | 0.94   | 0.84   | 0.76   |
| EV/EBITDA   | 5.68   | 5.93   | 5.68   | 4.76   | 3.90   |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

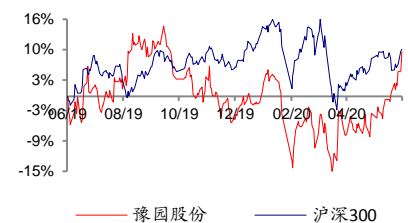
### 公司评级

| 当前价格 | 8.59 元     |
|------|------------|
| 合理价值 | 9.50 元     |
| 报告日期 | 2020-06-02 |

### 基本数据

|                   |                   |
|-------------------|-------------------|
| 总股本/流通股本（百万股）     | 3883.76/1603.00   |
| 总市值/流通市值（百万元）     | 33361.52/13769.75 |
| 一年内最高/最低（元）       | 9.01/6.66         |
| 30 日日均成交量/成交额（百万） | 10.21/81.22       |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | 19.14/14.23       |

### 相对市场表现



### 分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究：

联系人： 贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

## 目录索引

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、豫园股份：重组后战略升级，打造家庭快乐消费产业集群 .....   | 5  |
| （一）起源于豫园商场，上市以来业务几次迭代升级 .....       | 5  |
| （二）三大业务相互协同，打造家庭快乐消费产业集群 .....      | 6  |
| （三）与复星生态进一步协同，股权激励绑定业绩成长 .....      | 7  |
| 二、珠宝时尚：内生+外延+整合，开启快速扩张 .....        | 9  |
| （一）品牌端：老庙和亚一双品牌差异化发展 .....          | 10 |
| （二）渠道端：加盟为主，展店提速 .....              | 11 |
| （三）产业链：布局开采、鉴定、生产、品牌全产业链 .....      | 14 |
| 三、复合功能地产：产城融合特色鲜明，项目储备充足 .....      | 16 |
| （一）物业开发与销售：注重产城融合，聚焦一二线城市优质项目 ..... | 16 |
| （二）项目和土地储备：建设在建、拟建、储备梯队 .....       | 19 |
| （三）产业链投资：收购策源股份，完善业务链条 .....        | 21 |
| 四、文化商业：老字号资源丰富，开启连锁化扩张 .....        | 22 |
| （一）文化地标：打造“大豫园”文化片区 .....           | 22 |
| （二）文化餐饮+文化食饮：改调升级，开启连锁化战略 .....     | 23 |
| （三）美丽健康：布局美妆、健康、宠物，发展新赛道 .....      | 26 |
| （四）国潮腕表：打造“海鸥”+“上海”双品牌 .....        | 27 |
| 五、打造会员平台，探索新营销 .....                | 27 |
| （一）建设全产业融合会员平台，加强各产业协同 .....        | 27 |
| （二）积极探索新营销，为老字号注入新活力 .....          | 28 |
| 六、财务分析 .....                        | 29 |
| （一）收入端增长稳健，珠宝和地产贡献主要收入 .....        | 29 |
| （二）各项业务毛利率保持稳定，重组后整体毛利率和净利率提升 ..... | 30 |
| （三）地产注入后存货大幅增加，运营能力稳健 .....         | 31 |
| （四）经营性现金流充沛，地产业务造血 .....            | 32 |
| （五）融资&偿债：融资渠道畅通，成本优势明显 .....        | 32 |
| 七、盈利预测与投资建议 .....                   | 34 |
| 八、风险提示 .....                        | 37 |

## 图表索引

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 (单位: 亿元)         | 5  |
| 图 2: 公司各业务板块相互协同             | 6  |
| 图 3: 复星控股比例达 68.53%          | 7  |
| 图 4: 豫园股份将在快乐生态中扮演旗舰角色       | 7  |
| 图 5: 老庙黄金门店                  | 10 |
| 图 6: 亚一金店门店                  | 10 |
| 图 7: 珠宝时尚板块营收及增速             | 10 |
| 图 8: 黄金珠宝集团归母净利润、增速及占比       | 10 |
| 图 9: “古韵金”系列产品               | 11 |
| 图 10: “老庙×万宝宝”系列产品           | 11 |
| 图 11: 加盟店保持增长, 直营店重回净增轨道     | 12 |
| 图 12: 加盟模式营收占比逐年提升           | 12 |
| 图 13: 2019 年公司渠道扩张提速         | 12 |
| 图 14: 2019 年分地区门店情况          | 12 |
| 图 15: 行业品牌化进程下, 龙头公司开店明显加速   | 13 |
| 图 16: 珠宝时尚板块直营、加盟及整体毛利率      | 13 |
| 图 17: 珠宝时尚板块直营、加盟及整体单店收入     | 13 |
| 图 18: 19 年各品牌自营店单店收入对比 (百万元) | 14 |
| 图 19: 19 年各品牌加盟店单店收入对比 (百万元) | 14 |
| 图 20: 老庙南京德基广场轻奢旗舰店          | 14 |
| 图 21: 亚一全新旗舰店                | 14 |
| 图 22: 我国珠宝首饰行业产业链            | 15 |
| 图 23: 招金矿业对公司净利润贡献           | 15 |
| 图 24: 公司签约额城市能级分布            | 17 |
| 图 25: 18-19 年公司签约销售情况        | 18 |
| 图 26: 1Q19 及 1Q20 公司签约销售情况   | 18 |
| 图 27: 18-19 年公司地产板块收入、毛利占比   | 18 |
| 图 28: 18-19 年公司预收购房款情况       | 18 |
| 图 29: 在建项目面积区域分布             | 19 |
| 图 30: 在建项目面积城市能级分布           | 19 |
| 图 31: 土储面积区域分布 (截至 1Q20)     | 21 |
| 图 32: 土储面积城市能级分布 (截至 1Q20)   | 21 |
| 图 33: 策源股份营收及增速              | 22 |
| 图 34: 策源股份归母净利润及增速           | 22 |
| 图 35: BFC 外滩金融中心外观           | 23 |
| 图 36: BFC 外滩金融中心区位优势         | 23 |
| 图 37: 外滩金融中心与豫园灯会联动          | 23 |
| 图 38: 外滩金融中心与豫园灯会联动示意图       | 23 |
| 图 39: 餐饮板块营业收入及增速            | 24 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 40: 餐饮板块毛利额及增速 .....       | 24 |
| 图 41: 南翔馒头店旗舰店完成升级 .....     | 24 |
| 图 42: 新打造的松鹤楼汤面馆 .....       | 24 |
| 图 43: 交易前金徽酒股权结构 .....       | 25 |
| 图 44: 金徽酒营业收入及增速 .....       | 26 |
| 图 45: 金徽酒归母净利润及增速 .....      | 26 |
| 图 46: 依托东家打造会员平台 .....       | 28 |
| 图 47: 公司营收及增速 .....          | 29 |
| 图 48: 公司归母净利润及增速 .....       | 29 |
| 图 49: 各板块收入占比情况 .....        | 30 |
| 图 50: 各版块毛利占比情况 .....        | 30 |
| 图 51: 公司整体毛利率与净利率 .....      | 30 |
| 图 52: 各版块毛利率变动情况 .....       | 30 |
| 图 53: 公司销售、管理及财务费用率 .....    | 31 |
| 图 54: 公司存货及存货周转天数 .....      | 31 |
| 图 55: 公司应收、应付账款周转天数 .....    | 31 |
| 图 56: 公司摊薄 ROE 与扣非 ROE ..... | 32 |
| 图 57: 公司资产周转率与权益乘数 .....     | 32 |
| 图 58: 公司经营现金流 .....          | 32 |
| 图 59: 公司投资现金流 .....          | 32 |
| 图 60: 期末融资总额及整体融资成本 .....    | 33 |
| 图 61: 各项偿债指标情况 .....         | 33 |
| 图 62: 现金/一年内到期的债务 .....      | 33 |
| 图 63: 利息支出/有息负债 .....        | 33 |

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 公司新管理层及董事会情况 .....                            | 8  |
| 表 2: 公司股权激励计划 .....                                | 8  |
| 表 3: 老庙、亚一差异化定位 .....                              | 11 |
| 表 4: 分区域房地产销售情况 (亿元) .....                         | 17 |
| 表 5: 标的公司 2019 年经营情况 (百万元) .....                   | 18 |
| 表 6: 2019 年公司在建、拟建项目情况 (万平方米、亿元) .....             | 19 |
| 表 7: 2019 年以来公司新获得土地储备 (亿元、万平方米) .....             | 20 |
| 表 8: 金徽酒业绩目标 (亿元) .....                            | 26 |
| 表 9: 海鸥表业及上海表业经营情况 (万元) .....                      | 27 |
| 表 10: 已发行未到期债务工具明细 .....                           | 34 |
| 表 11: 公司营业收入拆分与预测 (百万元) .....                      | 35 |
| 表 12: 分部预计与估值测算 .....                              | 36 |
| 表 13: 可比公司盈利预测和估值 (截至 6 月 1 日, 采用 Wind 一致预期) ..... | 36 |

## 一、豫园股份：重组后战略升级，打造家庭快乐消费产业集群

### （一）起源于豫园商场，上市以来业务几次迭代升级

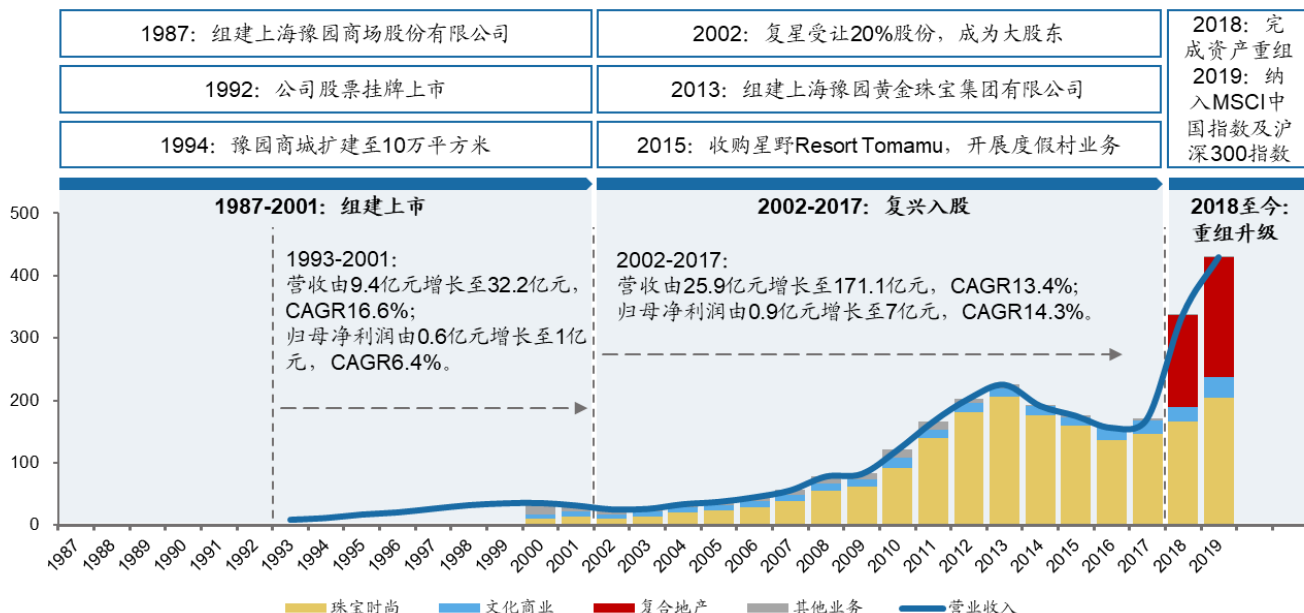
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的前身为上海豫园商场，发展历程可大致分为三个阶段：

**1.1987-2001：组建上市。**1987年组建上海豫园商场股份有限公司，系上海首家商业股份制试点企业。1992年采用募集方式共同发起成立上海豫园旅游商城股份有限公司，同年9月公司股票在上海证券交易所上市。该阶段公司主要依托上海地标旅游景点豫园，运营豫园商城中的旅游、百货、餐饮、珠宝等多业态。

**2.2002-2017：复星入股。**2002年，经财政部批准，复星以股权转让的形式获得公司20%股份，成为公司第一大股东。该阶段公司将黄金珠宝作为核心业务，老庙和亚一走出豫园商圈，成为全国连锁化品牌。2013年，公司整合老庙与亚一品牌，组建上海豫园黄金珠宝集团有限公司。

**3.2018至今：重组升级。**2018年7月，公司完成重大资产重组，复星和黄浦区国资委注入复合功能地产业务，重组后复星持股比例达68.53%，实现绝对控股。该阶段公司形成以黄金珠宝、复合功能地产为主，附加文化商业的多元化业务结构。

图 1：公司发展历程（单位：亿元）



数据来源：公司财报，公司官网，广发证券发展研究中心



## （二）三大业务相互协同，打造家庭快乐消费产业集群

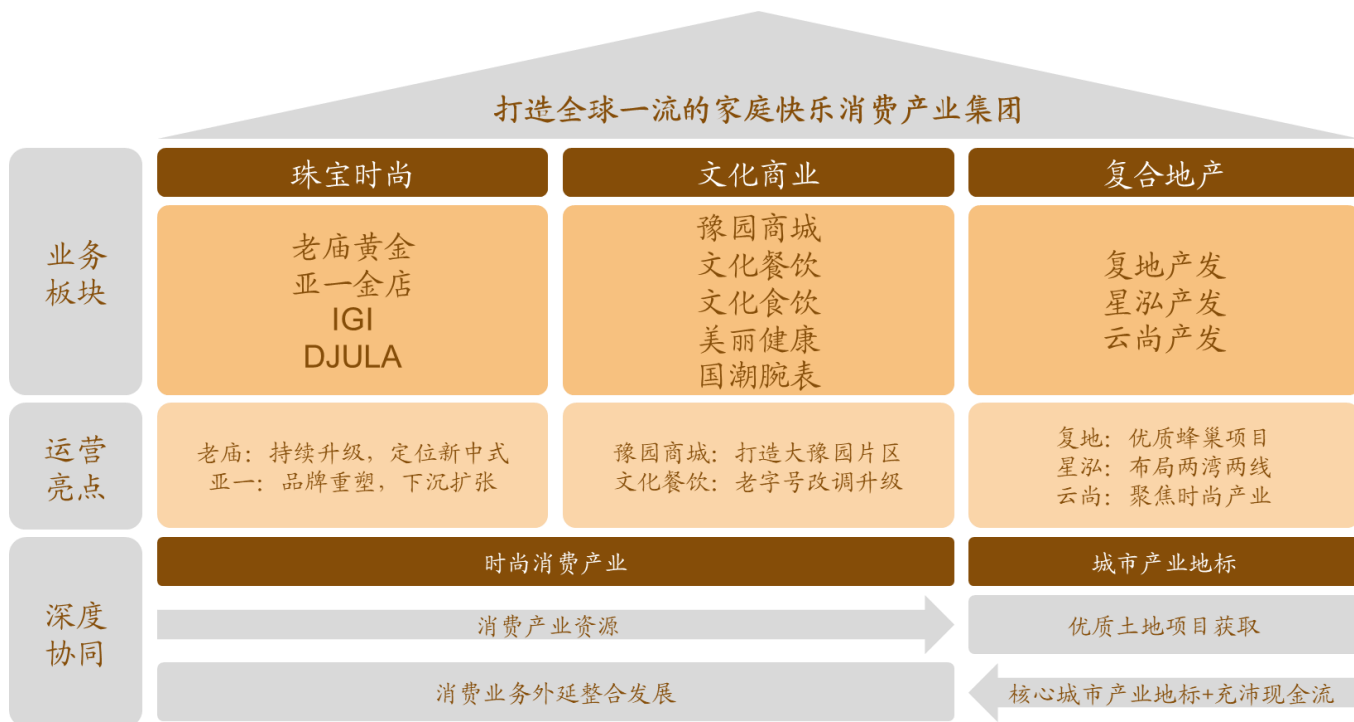
公司目前有三大业务板块：珠宝时尚、复合地产及文化商业，三大业务相互协同，并进行对应产业链布局。其中珠宝时尚是公司的核心业务，品牌资产优质，并通过兼并收购延伸至更多时尚领域；复合地产业务是公司的主要利润和现金流贡献者，为公司其他业务持续输血，同时消费产业资源助力地产获取低溢价的优质土地项目；文化商业是公司业务起源，拥有“豫园”这一城市地标以及众多老字号资产，豫园商城持续升级，老字号正通过连锁化焕发生机。

**1. 珠宝时尚板块是公司核心业务，未来将大力拓展。**老庙已成长为国内龙头珠宝品牌，亚一的品牌重塑取得成效。公司在该板块坚持内生+外延双轮驱动，通过收购持续拓展细分市场，并加强对供应链的整合。2019年公司珠宝业务扩张提速，全年实现营收204.57亿元，同比增长22.67%，占公司营业收入的47.67%。

**2. 地产板块是公司利润和现金流主要贡献者。**在2018年7月重组完成后，地产业务在19年完成了首个完整的发展年，全年实现营收192.21亿元，同比增长30.78%，占公司营业收入的44.79%。地产业务扩大了公司营收端规模，并带来了充沛的现金流，仍处于稳健成长阶段。地产板块业绩成长确定性较强，有望持续增厚公司业绩。

**3. 文化商业板块有望迎来新的增长。**豫园商城一期持续升级，二期、三期已进入规划设计阶段，未来将打造豫园大片区。公司在该板块拥有17个中华老字号，19年完成了部分老字号的改调升级，部分餐饮、食品品牌将开启连锁化。此外公司还通过收购方式拓展白酒、美妆、健康、宠物等新赛道。

图 2：公司各业务板块相互协同

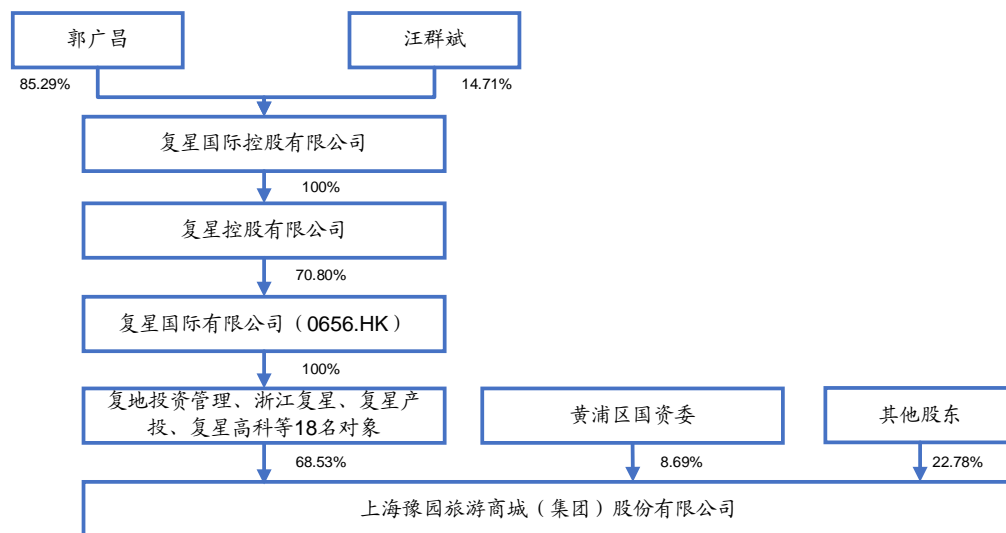


数据来源：公司财报，公司官网，广发证券发展研究中心

### （三）与复星生态进一步协同，股权激励绑定业绩成长

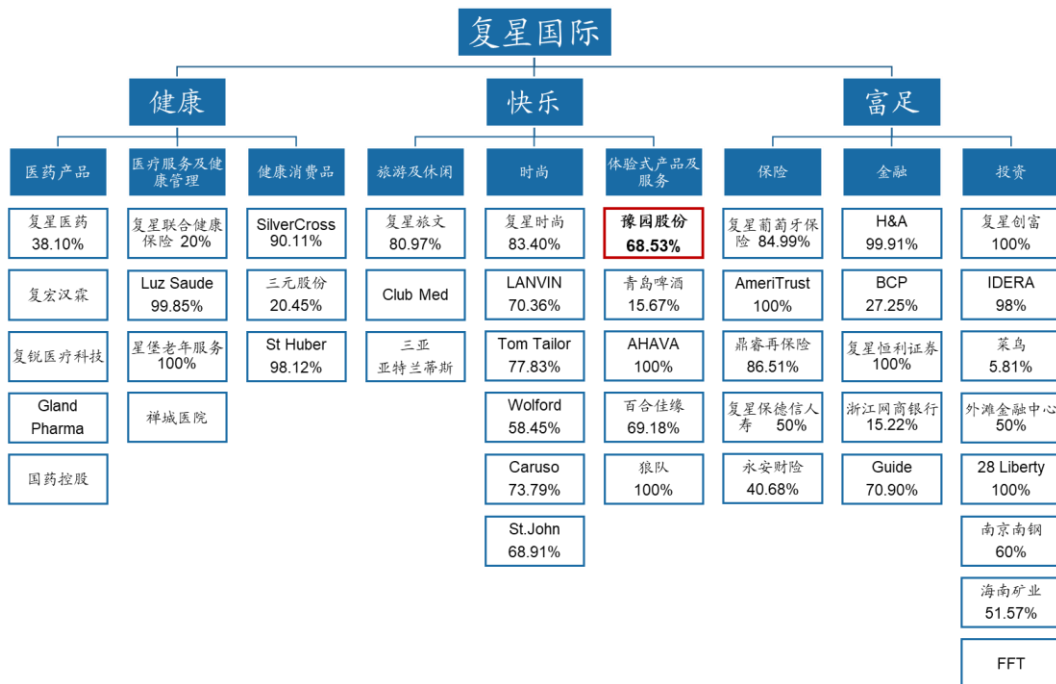
资产重组完成后，豫园与大股东的协同效应得到加强，复星的全球优质资源将更通畅地对公司倾斜。2019年中期，复星国际提出打造“创新驱动家庭消费产业集团”，聚焦健康、快乐、富足三大生态板块。豫园股份将在快乐生态中扮演旗舰角色，起到领航作用，豫园与控股股东业务协同程度将继续提升。

图 3：复星控股比例达68.53%（2019）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：豫园股份将在快乐生态中扮演旗舰角色（2019）



数据来源：复星财报，广发证券发展研究中心

公司董事长升任复星联席CEO，多名复星高管入驻公司董事会。2019年2月，控股股东复星国际公告董事会调整，豫园董事长徐晓亮升任复星联席CEO；同年12月，豫园对管理层进行调整，完成新一届董事会选举，多名董事均为复星高级管理人才；管理层更加市场化、年轻化、专业化，如珠宝时尚业务负责人黄震具有丰富的品牌管理经验，2017年加入公司后重振珠宝业务。这一变动将有利于公司在顶层战略上与大股东的深度协同，其全球资源将持续对豫园进行赋能，助力豫园打造复星快乐板块的旗舰。

表 1：公司新管理层及董事会情况

| 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，现任复星国际执行董事、联席首席执行官，复星蜂巢董事长；1998年加入复星                                     |
| 朱立新 | 副董事长    | 2019年12月起任豫园股份第十届董事会副董事长，先后任职于黄浦区委、黄浦区金融服务办公室   |
| 龚平  | 副董事长    | 2011年加入复星，现担任复星国际执行董事、高级副总裁兼首席财务官、豫园股份副董事长  |
| 黄震  | 总裁      | 2017年9月至2019年12月任豫园股份副总裁，现任第十届董事会董事，公司总裁；曾就职于上海家化   |
| 石琨  | 联席总裁    | 2016年7月至2019年12月担任豫园股份副总裁，现任第十届董事会董事，公司联席总裁。历任复星集团品牌市场部副总经理，复星地产控股总裁办公室总经理、海外资产管理部总经理、总裁助理。 |
| 王瑾  | 副总裁     | 2018年5月起担任豫园股份副总裁，历任复星集团法律事务部联席总经理、复星地产总裁助理兼法律事务部总经理  |
| 邹超  | 副总裁、CFO | 2018年7月起任豫园股份副总裁兼CFO；曾任复星地产财务董事总经理、兼任复地集团总裁助理、CFO   |
| 郝毓鸣 | 副总裁     | 2018年10月起任豫园股份副总裁，历任复星集团人力资源总监、豫园股份总裁助理兼人力资源中心联席总经理   |
| 蒋伟  | 董事会秘书   | 2007年12月起任豫园股份董事长助理（副总裁级）兼董事会秘书   |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

激励充分、多元、覆盖面广，自2018年以来，公司践行复星合伙人文化，共制定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，激励范围覆盖公司核心管理人才以及骨干。公司于2020年2月推出股票回购计划，拟以公司自有资金1.66亿元进行股票回购。回购数量上限不超过2000万股（约占公告日公司总股本的0.51%），下限不低于1000万股。本次回购的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。同时，基于对本公司未来发展前景的信心以及内在价值的认可，控股股东复星高科技承诺6个月内增持公司股份不低于2000万元。

表 2：公司股权激励计划

| 推出日期   | 激励计划        | 授予对象            | 授予价格    | 授予股票总数 | 业绩考核目标   |
|--------|-------------|-----------------|---------|--------|--|
| Oct-18 | 首期合伙人期权激励计划 | 总裁、副总裁、首席设计官共4人 | 7.21元/股 | 450万份  | 2020/2021/2022年基本每股收益不低于0.85/0.9/0.95元/股；或2020/2021/2022年归母净利润相较2018年复合增长率不低于12% |



|        |                     |                                 |          |          |  |
|--------|---------------------|---------------------------------|----------|----------|--|
| Mar-19 | 第二期合伙人<br>期权激励计划    | 云尚总裁、复地执<br>行总裁、副总裁共<br>6人      | 9.09 元/股 | 540 万份   | 2020/2021/2022 年基本每股收益不低于<br>0.85/0.9/0.95 元/股; 或 2020/2021/2022 年归<br>母净利润相较 2018 年复合增长率不低于 12% |
| Oct-18 | 2018 年限制性<br>股票激励计划 | 董事、高管及中层<br>管理人员、核心骨<br>干共 46 人 | 3.61 元/股 | 466 万股   | 2018 年归母净利润不低于 28 亿元; 18-19 年<br>归母净利润累计不低于 60 亿元; 18-20 年归母<br>净利润累计不低于 97 亿元                   |
| Aug-19 | 2019 年限制性<br>股票激励计划 | 董事、高管及中层<br>管理人员、核心骨<br>干共 41 人 | 4.31 元/股 | 301.8 万股 | 18-19 年归母净利润累计不低于 60 亿元; 18-<br>20 年归母净利润累计不低于 97 亿元; 18-21<br>年归母净利润累计不低于 132 亿元                |
| Aug-19 | 2019 年员工期<br>权激励计划  | 高管、中层管理人<br>员、核心骨干共<br>50 人     | 8.62 元/股 | 365 万份   | 2019/2020/2021 年基本每股收益不低于<br>0.85/0.85/0.9 元/股; 或 2019/2020/2021 年归<br>母净利润相较 2018 年复合增长率不低于 12% |

数据来源: 豫园股份股权激励、期权激励相关公告, 广发证券发展研究中心

我们认为, 公司的一系列股权激励计划以及回购计划, 不仅体现了公司对核心人才的重视, 完成了对管理层的利益绑定, 有利于公司运营效率的提升, 也表达了公司对未来发展的长远信心。践行复星合伙人文化, 健全公司激励机制, 对公司管理层的稳定性具有重要作用。

## 二、珠宝时尚: 内生+外延+整合, 开启快速扩张

珠宝时尚是公司核心业务, 是公司第一大收入来源。经过前期的行业低迷和品牌调整, 17年起公司珠宝时尚业务重新进入上升通道。2019年公司珠宝时尚板块实现营收204.57亿元, 同比增长22.67%, 占公司营业总收入的47.67%; 珠宝时尚集团(老庙+亚一)实现归母净利润4.9亿元, 同比增长69%, 占上市公司净利润比重12.6%。1Q20珠宝黄金行业受疫情冲击, 需求受抑制, 而豫园珠宝业务增速明显优于行业, 实现营收53.96亿元, 同比+1.06%。

**公司坚持内生、外延、整合式发展, 提供持续发展动力:** (1) 内生: 公司对于老庙及亚一实行双品牌差异定位: 老庙升维, 拔高品牌势能, 以新中式美学诠释好运文化; 亚一开启渠道降维拓展策略, 推出“五爱”主题新品, 卡位三四线下沉市场。(2) 外延: 老庙和亚一加速开店, 并通过收购DJULA切入轻奢珠宝细分赛道, 完善多品牌矩阵。(3) 整合: 布局产业链关键环节, 完成对全球知名钻石鉴定企业IGI(比利时国际宝石学院)的收购; 与国内珠宝镶嵌加工领先企业星光达合资建厂, 提升珠宝镶嵌供应链能力。

图 5：老庙黄金门店



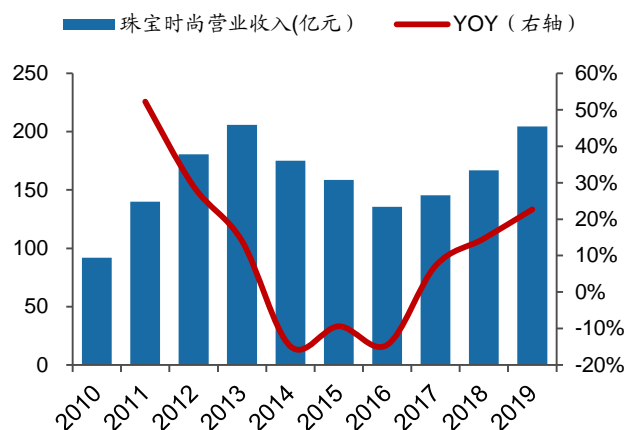
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 6：亚一金店门店



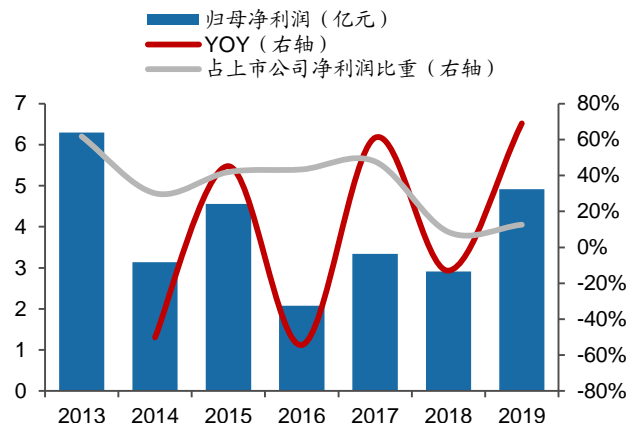
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 7：珠宝时尚板块营收及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：黄金珠宝集团归母净利润、增速及占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### (一) 品牌端：老庙和亚一双品牌差异化发展

公司珠宝业务拥有老庙和亚一两大成熟品牌，是国内较少拥有多品牌矩阵的黄金珠宝公司。“老庙”品牌源自上海老城隍庙，上海老庙黄金有限公司创立于1982年，是国内恢复黄金饰品零售后的首批黄金饰品零售商。亚一品牌创立于1994年，2006年获得商务部认定的第一批“中华老字号”。

**老庙升维发展，定位热爱传统文化的中产阶级。**老庙产品线包含黄金及其他贵金属、镶嵌类珠宝等诸多类型，并涉及高端制作工艺，联合设计师、文化大师等创新合作，丰富拓展受众覆盖。老庙品牌秉持经典传统文化，定位“新中式”，将品牌的“好运文化”以更为具象化的“福、禄、寿、喜、财”五运呈现，并融于产品中。2019年，老庙围绕好运文化主线，推出三期“古韵金”系列产品，该系列全年销售额达5亿元，系老庙历史上新品推广第一年销售占比最高的一年。此外，公司与国际知名的珠宝设计师万宝宝合作推出“老庙×万宝宝”系列、结合好运文化及传统文化与香港著名玄学大师麦玲玲推出“老庙×麦玲玲”系列，形成爆款产品，

贯穿全年营销热点。老庙明晰产品定位，围绕国潮热点，积极跨界合作，未来将持续结合消费者需求，进一步提升产品力。

图 9：“古韵金”系列产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 10：“老庙×万宝宝”系列产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

亚一降维拓展，定位三四线小康家庭及年轻客户群体。亚一在品牌重塑后，主打年轻时尚产品，降维拓展三四线城市。围绕“爱伴侣、爱家人、爱自己、爱朋友、爱宝贝”的“五爱”主题升级产品结构；“誓约”系列对戒产品获得芭莎珠宝“轻奢风尚奖”荣誉。

表 3：老庙、亚一差异化定位

|       | 老庙<br>给您带来好运气                 | 亚一<br>让爱相随                |
|-------|-------------------------------|---------------------------|
| 品牌定位  | 中高端                           | 年轻时尚                      |
| 文化风格  | 新中式                           | 现代西式                      |
| 品牌理念  | “福禄寿喜财”好运文化                   | “爱伴侣、爱家人、爱自己、爱朋友、爱宝贝”五爱文化 |
| 目标人群  | 聚焦一二线城市中产家庭                   | 聚焦三、四、五线城市小康家庭            |
| 主流价格带 | 1000-5000 元                   | 500-3000 元                |
| 爆款产品  | 古韵金系列<br>老庙×万宝宝系列<br>老庙×麦玲玲系列 | 五爱系列<br>誓约系列              |

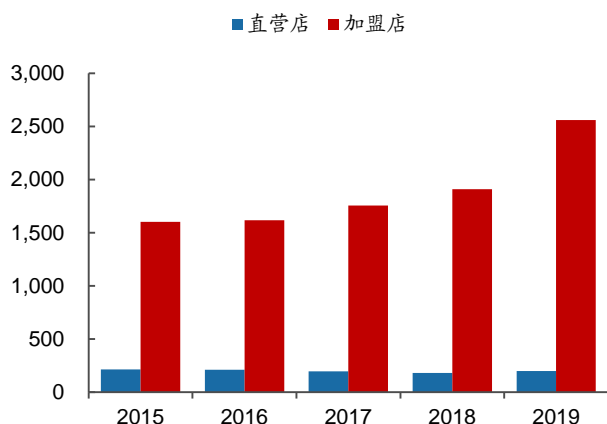
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）渠道端：加盟为主，展店提速

（1）加盟模式为主，贡献大部分营收。豫园珠宝业务的加盟为特许加盟模式，加盟商直接向公司采购货品。加盟模式是公司珠宝时尚板块主要收入来源，15-19年加盟模式营收占比从76.39%增长至83.85%；同期公司直营门店数量及收入占比均呈下降趋势。加盟是公司扩张的主要模式，19年公司加盟门店净增加651

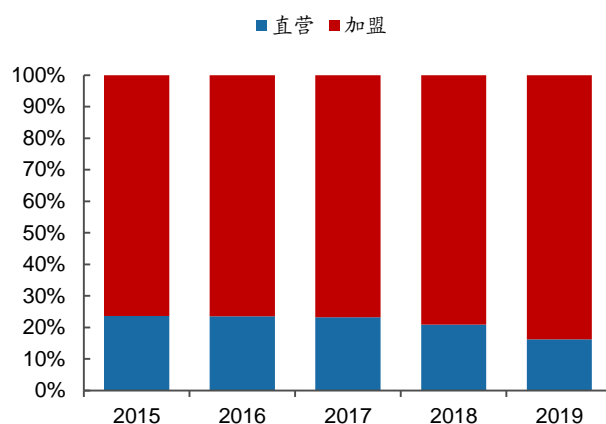
家，占全年净新增加盟门店669家的97.31%。

图 11: 加盟店保持增长，直营店重回净增轨道



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

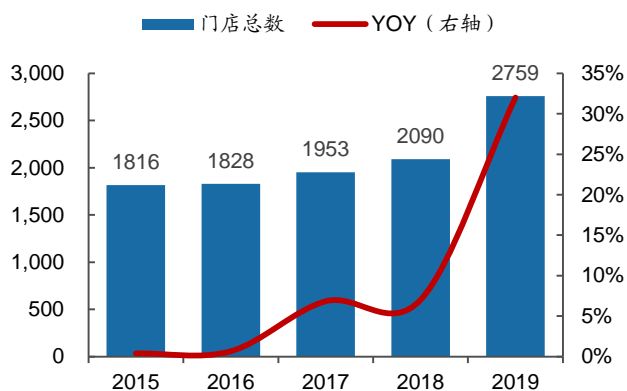
图 12: 加盟模式营收占比逐年提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

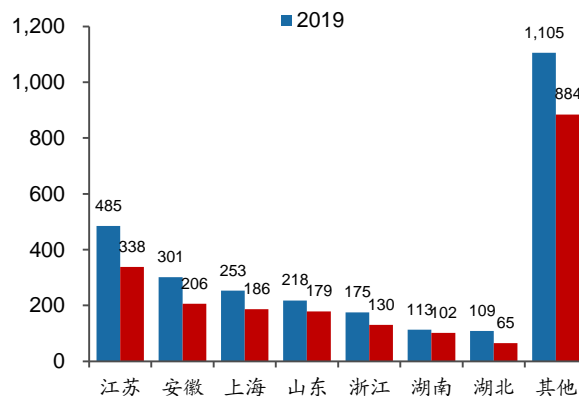
**（2）门店加速扩张，展店空间广阔。**经过前期的品牌梳理、渠道调整，19年展店明显提速，全年净增669家门店至2759家，其中199个直营网点，2560家加盟店。同期周大生、老凤祥及周大福分别拥有4011家/3893家/3771家门店，公司门店数量居行业前五，且仍有较大开店空间。从地区分布看，公司强势地区为华东地区，江苏、安徽、上海门店数量分别为485家、301家、253家。珠宝行业品牌化进程加速，龙头公司享受集中度提升红利，预计公司未来几年仍将保持快速展店。

图 13: 2019年公司渠道扩张提速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

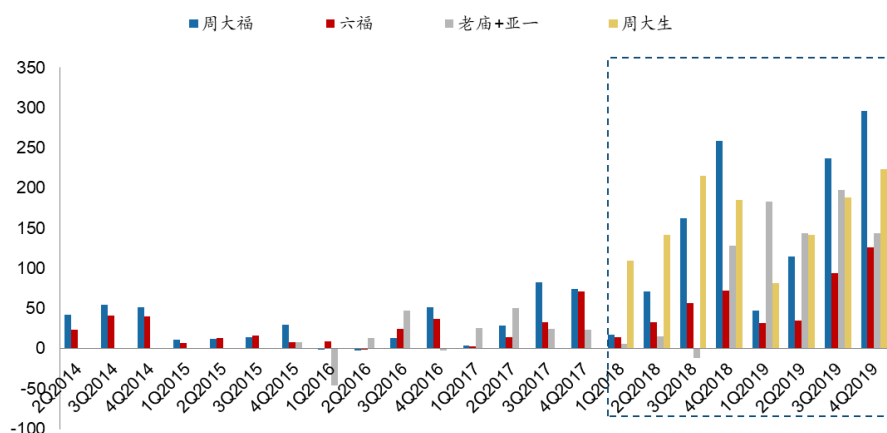
图 14: 2019年分地区门店情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



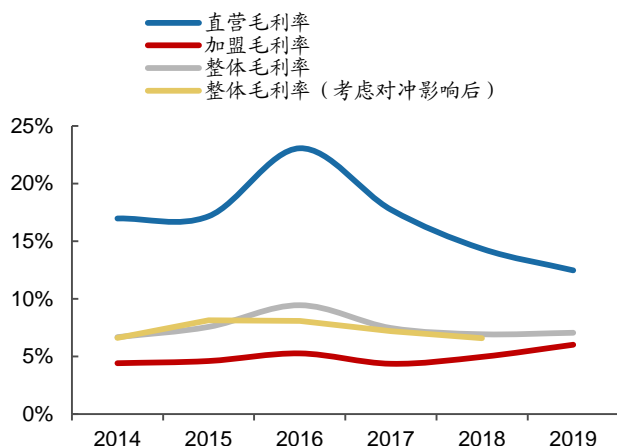
图 15：行业品牌化进程下，龙头公司开店明显加速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

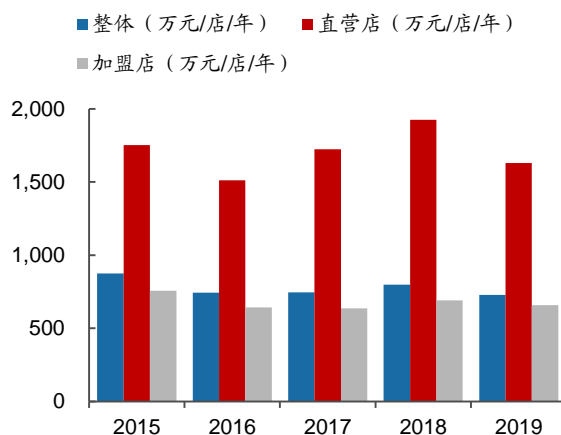
**（3）单店收入随行业景气度波动，盈利能力稳定。**直营店单店收入波动相对较大，2018年珠宝景气度上行，直营店单店收入达到高点1924万元/店，2019年回落至1629万元/店（YoY-15.33%）；加盟店单店收入波动相对较小，19年从18年的691万元/店下滑至658万元/店（YoY-4.84%）。同业对比来看，公司直营店单店收入处于行业领先地位，19年略低于老凤祥；加盟店单店收入距其他行业龙头仍有提升空间。公司在通过黄金租赁、上海黄金交易所取得黄金现货的同时配以黄金T+D 延期交易等衍生金融工具来对冲交易锁定成本，考虑黄金对冲影响后毛利率基本维持在6.5%-8.5%。

图 16：珠宝时尚板块直营、加盟及整体毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

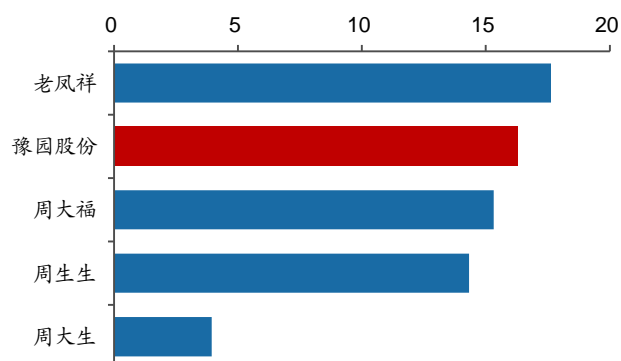
图 17：珠宝时尚板块直营、加盟及整体单店收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

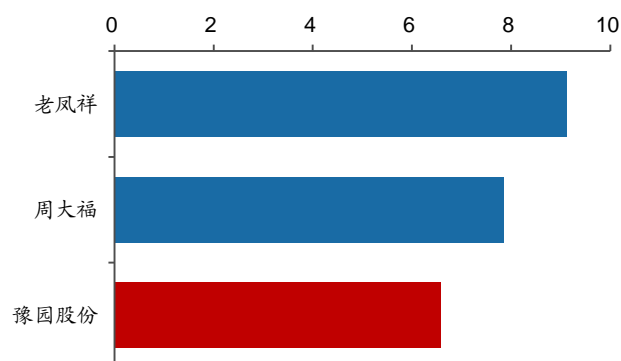


图 18: 19年各品牌自营店单店收入对比 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 19年各品牌加盟店单店收入对比 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

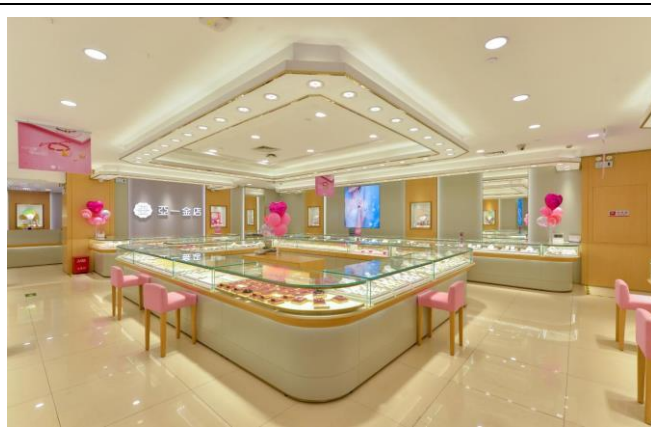
**(4) 科技赋能加盟商, 升级门店形象。**珠宝时尚集团围绕“人店货客”四大场景, 聚焦敏捷供应链、全域会员、智能补货等项目打造的智能中台系统正在陆续上线中。“好运宝”APP已覆盖所有两千余家加盟店, 在原财务管理的基础上, 拓展到在线培训、在线订货、巡店督导等服务, 逐步为加盟店打造一站式的服务、管理和赋能生态。为了提升门店质量, 公司将对门店形象进行进一步升级: 2019年10月及12月, “老庙”及“亚一”的全新旗舰店均已开业; 19年老庙首家轻奢旗舰店在南京德基广场开业, 以时尚刻画新中式。未来门店形象的升级, 将推动整体店效提升。

图 20: 老庙南京德基广场轻奢旗舰店



数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心

图 21: 亚一全新旗舰店



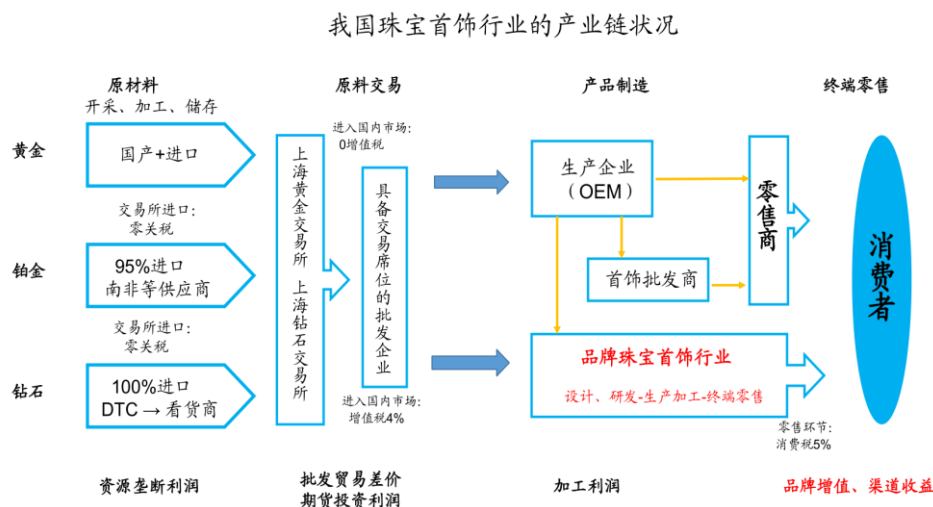
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### (三) 产业链: 布局开采、鉴定、生产、品牌全产业链

珠宝首饰行业的产业链较长, 包括上游原材料开采、加工、储存、原料交易, 中游产品研发、设计、生产, 下游批发和终端零售, 各个环节增值率呈哑铃型分布, 行业利润向品牌运营和终端零售环节集中。豫园在品牌运营为主的基础上, 坚持产业运营+产业投资“双轮驱动”, 围绕黄金珠宝主线进行上下游产业链布局,

进行开采、鉴定、生产、品牌等各环节资源整合。公司基于黄金领域优势，更加注重钻石领域布局，为钻石珠宝及镶嵌等高毛利产品的快速发展提供了基础。

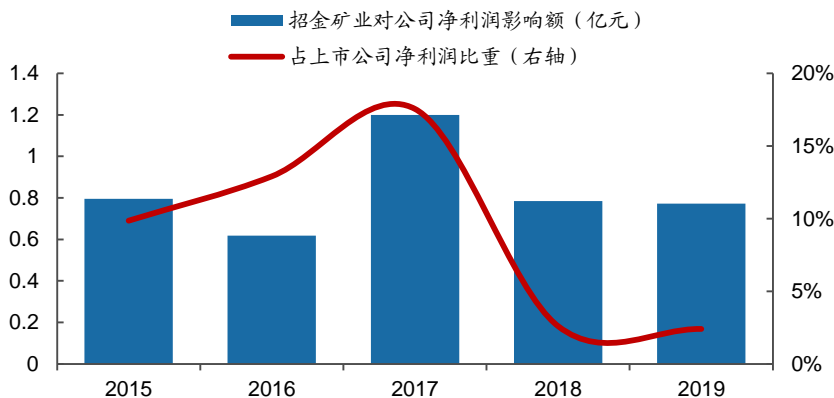
图 22：我国珠宝首饰行业产业链



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

**参股招金矿业，获得持续性投资收益。**招金矿业于2004年由公司及山东招金集团有限公司、深圳市广信投资有限公司共同发起设立，2006年在香港上市。目前公司合计持有招金矿业股份23.7%。招金矿业是中国领先的黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，主营业务为矿产金，并在全中国范围内拥有多家附属公司及参股企业，业务遍及全国主要产金区域。招金矿业2019年营收62.29亿元，归母净利润4.79亿元；全年完成黄金总产量32696.38千克，截至年末拥有1226.50吨黄金矿产资源量和499.73吨可采黄金储量。招金矿业金矿储备充足、盈利能力较强，预计将为持续公司贡献投资收益，2015-2019年对公司净利润贡献金额在0.6-1.2亿元区间。2020年1月，招金矿业已向证监会提交H股全流通申请，将进一步提升股份流动性。

图 23：招金矿业对公司净利润贡献



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

收购IGI80%股权，获得钻石领域专业知识及行业资源。2018年，公司以1.088

亿美元收购IGI（比利时国际宝石学院）80%股权，从而更好地获得钻石领域专业知识及行业资源；同时IGI借机产生协同开拓中国市场。总部位于比利时的IGI拥有40余年历史，是目前世界上最大的独立宝石学鉴定实验室和宝石学研究教育机构，经过多年发展形成了布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴。在全球各大钻石交易中心和城市设有15个实验室和学校，业务遍及超96个国家。2019年，豫园珠宝时尚集团顺利完成了收购国际宝石学院IGI 80%股权的交割。

**与星光达成立合资公司，加强珠宝镶嵌制造端优势。**2019年，公司与国内镶嵌类珠宝加工领军企业星光达出资成立合资公司星豫珠宝，星光达持股51%、豫园股份持股37%，该合资公司将主要生产钻石、彩宝镶嵌类产品。此举将豫园在珠宝业务中的终端优势与星光达的制造端优势相结合，打通上下游，以创建高效、精准的供应链，生产差异化、标志性产品。

**收购法国轻奢珠宝品牌DJULA，丰富品牌矩阵。**2020年3月，公司出资2.1亿人民币完成对法国轻奢设计师珠宝品牌DJULA的收购。此次收购后，豫园将持有DJULA的55.4%股权。DJULA于1994年创立于法国巴黎，以强设计为驱动，年轻时尚，充满法式浪漫。自2014年开始发力国际业务，扩大零售规模，并于2020年来到中国。豫园的此次收购将目光投向了年轻客户喜爱的轻奢珠宝领域，也是豫园珠宝时尚集团扩大品牌版图，实行多品牌错位经营的一项重要举措。

### 三、复合功能地产：产城融合特色鲜明，项目储备充足

2018年，公司通过发行股份购买资产的方式获得上海星泓、闵祥地产等24家公司的全部或部分股权及新元房产100%股权。重组时，浙江复星、复地投资管理16名对象承诺，标的资产中主要采用动态假设开发法、收益法及市场价值折扣法评估的资产在2018-2020年经审计扣非净利润总额不低于70亿元。标的资产2018/2019年扣非净利润分别为22.2/35.8亿元，合计58亿元，完成度82.8%。

公司房地产项目特点突出：（1）关注产城融合，结合城市地标、商业设施和居民住宅打造复合功能地产。（2）重点布局一二线城市，聚焦热点城市群。（3）深耕长三角，拓展中西部。（4）在建、拟建、储备各梯度项目充足，具有可持续性。（4）融资成本较低，偿债能力健康。

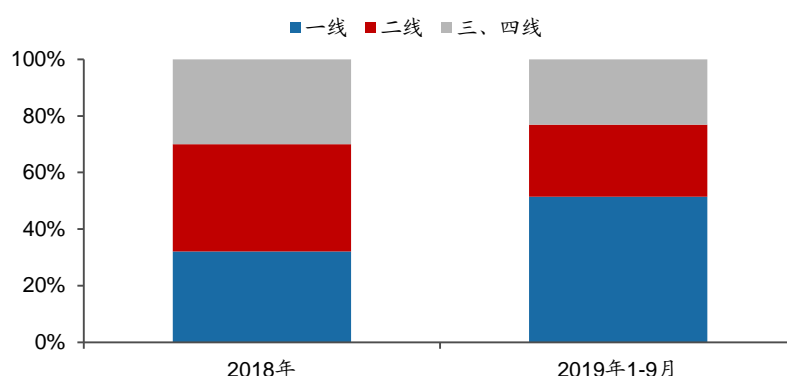
#### （一）物业开发与销售：注重产城融合，聚焦一二线城市优质项目

公司在复合功能地产板块坚持产城融合战略，依托在珠宝时尚、文化商业的产业优势获取优质地产项目，开发时结合城市地标、商业设施和居民住宅打造复合功能地产。公司拥有复地产发、星泓产发、云尚产发三大产业发展集团：复地产发执行战略转型，以“为全球家庭智造幸福生活场景”为使命，以城市地标为空间载体，聚焦核心城市、优势产业。新获取长春卡伦湖项目、昆明万达双塔片区项目、天津滨海高铁东项目；重庆中央公园项目、南通如东项目、珠海斗门区等项目正在稳步推进中。星泓产发结合“两湾两线”布局策略。聚焦大湾区，着手粤港澳大湾区

区、杭州湾布局、南京及环沪城市圈；聚焦合肥、成都等强二线城市及阜阳、慈溪、宜宾、株洲等强三线城市。星泓产发的合肥云谷二期、阜阳、广州、青岛等项目均在推进过程中。云尚产发聚焦时尚产业，标杆项目云尚·武汉国际时尚中心于2019年内正式开业。该项目将产业与商业深度融合，定位“以服贸为核心的产业中心、以服装为核心的时尚中心”，为汉正街服装生态赋能。

目前公司布局城市以一二线城市居多，2018年签约销售额中，一线、二线及三、四线占比分别为32.1%、38.0%及30.0%；2019年1-9月签约销售额中，一线、二线及三、四线占比分别为51.4%、25.5%及23.1%，一二线城市是公司房地产板块销售收入的主要来源。

图 24：公司签约额城市能级分布



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

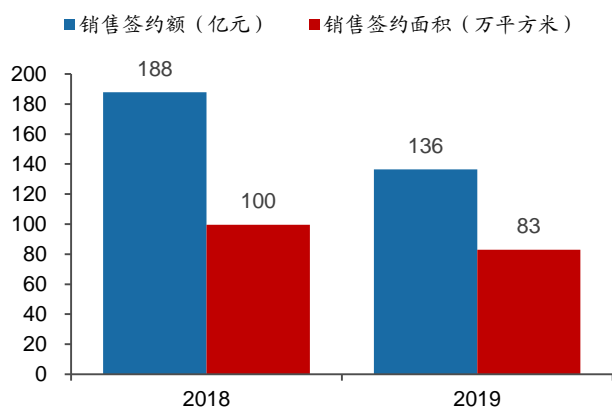
表 4：分区域房地产销售情况（亿元）

|              | 上海    | 北京    | 南京    | 武汉    | 杭州   | 天津   | 长沙    | 成都   | 三亚   | 苏州   | 宁波   | 合肥    | 苍溪   | 安康    | 沈阳   |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
| 2018 年       | 11.61 | 48.1  | 24.26 | 12.24 | 9.77 | 8.72 | 8.1   | 8.07 | 4.55 | 4.28 | 3.31 | 30.27 | -    | 12.86 | -    |
| 2019 年 1-9 月 | 12.24 | 37.93 | 3.29  | 1.58  | 5.6  | 0.1  | 13.76 | 8.61 | 0.47 | 5.6  | 0.06 | 5.2   | 0.88 | 2.23  | 0.04 |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

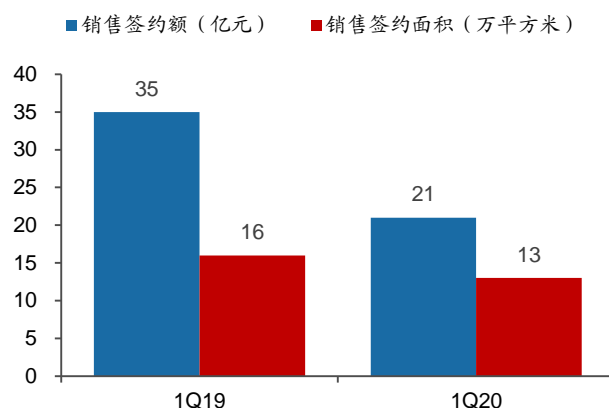
物业开发销售业务贡献公司近一半收入和大部分利润。2019年物业开发销售业务实现营收192.2亿元，同比增长30.78%，占公司营收达44.8%；实现毛利76.5亿元，占公司毛利比例为66.5%；实现扣非净利润35.9亿，扣除PPA及总部费用分摊后贡献归母净利润约25亿元。全年实现签约销售面积82.99万平方米，签约销售额136.5亿元，销售均价16445.4元/平。19年销售签约额与签约面积较18年有所下滑，主要由于：（1）年内相关主管部门对房地产市场的管理持续收紧。（2）重大资产重组部分标的资产涉及的存量项目于2019年进入尾盘阶段，签约额和签约面积于当年出现下降。从预收款项来看，公司2019年末预收款项为130.7亿元，其中预收购房款125.7亿元，占当年地产板块收入的65.4%，短期来看业绩确定性较强。

图 25: 18-19年公司签约销售情况



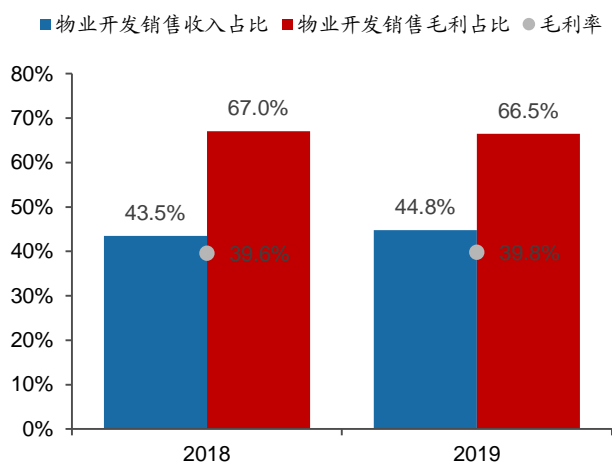
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 1Q19及1Q20公司签约销售情况



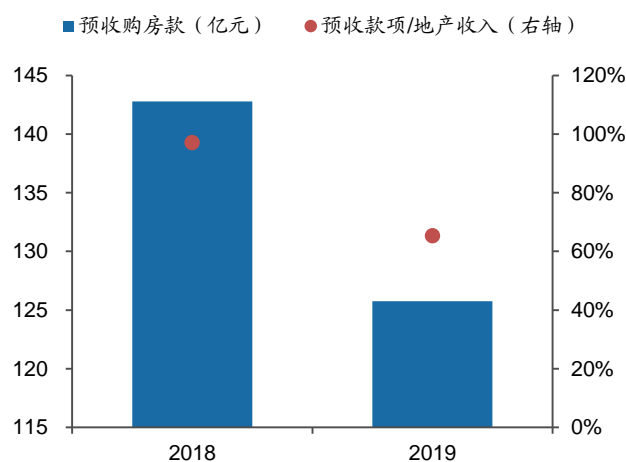
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 18-19年公司地产板块收入、毛利占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 18-19年公司预收购房款情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 5: 标的公司2019年经营情况 (百万元)

| 标的公司 | 营业收入    | 期间费用率 | 毛利率    | 净利润     |
|------|---------|-------|--------|---------|
| 上海星泓 | 2402.58 | 5.61% | 35.47% | 452.44  |
| 闽祥地产 | -       | -     | -      | -14.33  |
| 复城润广 | 655.46  | 0.07% | 47.11% | 196.53  |
| 博城置业 | 59.79   | 3.01% | 25.80% | 236.61  |
| 长沙复地 | 3.28    | 9.25% | 8.70%  | 2.46    |
| 苏州星和 | 776.59  | 0.71% | 37.54% | 185.38  |
| 金成品屋 | -       | -     | -      | -0.52   |
| 复地通达 | -       | -     | -      | -12.11  |
| 复地通盈 | 4778.00 | 0.29% | 54.56% | 1424.11 |
| 复毓投资 | -       | -     | -      | -21.36  |

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明



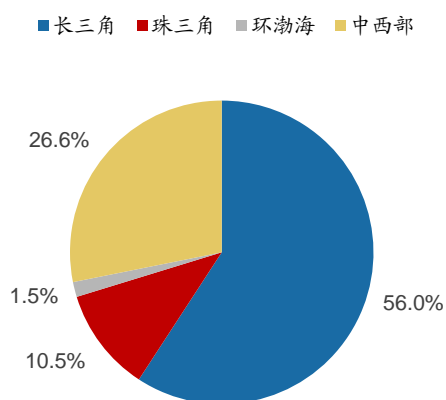
|        |          |         |         |         |
|--------|----------|---------|---------|---------|
| 复阳投资   | 2361.14  | 1.08%   | 42.83%  | 578.43  |
| 天津湖滨   | 15.79    | 443.11% | 82.92%  | -43.33  |
| 复拓置业   | 50.39    | 11.95%  | -8.95%  | -26.77  |
| 复曼达置业  | 775.44   | 6.22%   | 40.53%  | 165.31  |
| 海南复地   | 1814.97  | 5.36%   | 65.61%  | 496.03  |
| 复地东郡   | 236.40   | 14.85%  | 12.38%  | -10.48  |
| 光霞地产   | 17.26    | 76.44%  | 231.35% | -16.00  |
| 闽光地产   | 1514.05  | 6.64%   | 23.84%  | 669.02  |
| 武汉复江   | 579.46   | 3.02%   | 43.99%  | 171.46  |
| 成都复地明珠 | 2278.25  | 1.19%   | 53.77%  | 609.21  |
| 复鑫置业   | -        | -       | -       | -5.25   |
| 上海星耀   | 734.34   | 14.87%  | 51.27%  | 159.69  |
| 合计     | 19053.20 | 3.83%   | 46.55%  | 5196.54 |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）项目和土地储备：建设在建、拟建、储备梯队

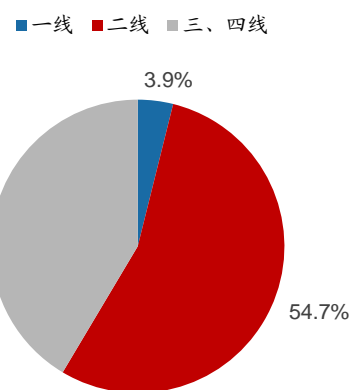
在建和拟建项目充足。截至2019年末，公司共有16处在建项目及8处拟建项目。其中，在建项目总计建筑面积为735.95万平方米，总计竣工面积392.05万平方米，竣工比例为53.27%；拟建项目总计建筑面积217.17平方米。

图 29：在建项目面积区域分布（2019）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：在建项目面积城市能级分布（2019）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 6：2019 年公司在建、拟建项目情况（万平方米、亿元）

| 项目     | 地区 | 业态       | 在建/拟建 | 总建筑面积 | 在建面积  | 竣工面积 | 总投资额  | 2019 已投 |
|--------|----|----------|-------|-------|-------|------|-------|---------|
| 金豫兰庭   | 上海 | 住宅、商业    | 在建    | 17.52 | 10.38 | 7.14 | 12.78 | 1.87    |
| 复地金融中心 | 北京 | 办公、商业    | 在建    | 11.08 | 3.67  | 7.41 | 23.37 | 2.4     |
| 中央公园   | 重庆 | 住宅、商业、办公 | 在建    | 18.08 | 0     | 0    | 38.26 | 1.85    |

|              |    |            |    |        |       |       |       |       |
|--------------|----|------------|----|--------|-------|-------|-------|-------|
| 宴南都          | 南京 | 住宅、商业      | 在建 | 39.09  | 7.69  | 31.38 | 42.15 | 2.63  |
| 御钟山          | 南京 | 住宅、商业      | 在建 | 42.28  | 0     | 25.81 | 69.91 | 0.5   |
| 大鱼山居         | 南京 | 住宅、商业      | 在建 | 17.45  | 7.69  | 0     | 24.98 | 1.31  |
| 云谷名庭智慧金融城    | 合肥 | 住宅、商业、店铺   | 在建 | 100.54 | 49.81 | 50.73 | 66    | 6.58  |
| 崑玉国际         | 长沙 | 住宅、商业、店铺   | 在建 | 21.85  | 0     | 17.03 | 19.11 | 0.07  |
| 星光耀广场        | 苏州 | 住宅、商业      | 在建 | 73.31  | 15.74 | 54.58 | 35.16 | 2.5   |
| 星悦中心         | 宁波 | 住宅、商业、办公   | 在建 | 29.33  | 29.33 | 0     | 42.84 | 2.01  |
| 星光城花园        | 南通 | 别墅、住宅      | 在建 | 47.09  | 10.27 | 36.82 | 24.44 | 3.11  |
| 复地云极         | 昆明 | 住宅、商业      | 在建 | 64.77  | 0     | 0     | 75.33 | 24.49 |
| 复地金融岛        | 成都 | 住宅、商业      | 在建 | 96.15  | 15.24 | 61.99 | 78.92 | 7.26  |
| 天悦城          | 安康 | 住宅、别墅      | 在建 | 35.01  | 22.29 | -     | 13.68 | 1.86  |
| 台州星光耀广场      | 台州 | 商铺、商业、住宅   | 在建 | 45.37  | 12.73 | 32.71 | 28.83 | 1.88  |
| 星光耀广场        | 泉州 | 住宅、酒店、SOHO | 在建 | 77.03  | 10.58 | 66.45 | 39.05 | 1.95  |
| 金豫阁          | 上海 | 商业         | 拟建 | 2.75   | -     | -     | 5     | 0     |
| 如东三号街区       | 南通 | 住宅、商业      | 拟建 | 21.03  | -     | -     | 15.1  | 2.08  |
| 豫园二期         | 上海 | 商业         | 拟建 | 14     | -     | -     | 67    | 2.36  |
| 珠海斗门岭南商业     | 珠海 | 住宅、商业      | 拟建 | 57.23  | -     | -     | 75.44 | 17.42 |
| 复地卡伦湖生态新城    | 长春 | 住宅、商业      | 拟建 | 72.16  | -     | -     | 41.59 | 5.72  |
| 复地大华 1935 二期 | 西安 | 商铺、公域      | 拟建 | 7.22   | -     | -     | 6.94  | 0.07  |
| 高铁东          | 天津 | 住宅、商业      | 拟建 | 36.72  | -     | -     | -     | -     |
| 豫金坊          | 招远 | -          | 拟建 | 6.06   | -     | -     | -     | -     |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**土地储备充足**，2019年全年公司通过招拍挂方式新增6处土储，面积220.3万平方米，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，短期来看业绩具有保障；拿地金额共计115亿元，占签约销售金额比例为84.3%，一二线城市拿地金额占比92.0%。新增土储楼面地价为5089.3元/平，同期销售均价为16445.4元/平，占比为30.9%，拿地成本保持低位运行。2020年4月，公司以14.7亿元对价竞得长沙岳麓地块，新增土储24.2万平方米，楼面地价6079元。

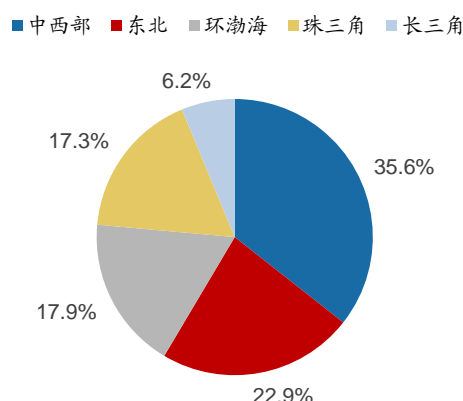
表 7：2019 年以来公司新获得土地储备（亿元、万平方米）

| 城市 | 成交价  | 待开发土地面积 | 规划建面  | 楼面地价（元/平） | 权益占比 | 业态    |
|----|------|---------|-------|-----------|------|-------|
| 天津 | 36   | 13.1    | 43.8  | 8224.3    | 50%  | 住宅、商业 |
| 长春 | 5.4  | 36.3    | 56    | 970.4     | 100% | 住宅、商服 |
| 昆明 | 27.7 | 11.3    | 47.9  | 5782.6    | 100% | 住宅、商业 |
| 重庆 | 7.3  | 7       | 15    | 4883.3    | 100% | 住宅、商服 |
| 南通 | 3.8  | 12.4    | 15.3  | 2456      | 60%  | 住宅、商业 |
| 珠海 | 34.8 | 25.5    | 42.4  | 8219      | 100% | 住宅、商业 |
| 合计 | 115  | 105.6   | 220.3 | 5089.3    | -    | -     |
| 长沙 | 14.7 | 6.1     | 24.2  | 6079      | 100% | 住宅、商业 |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心 注：长沙项目为 2020 年获取

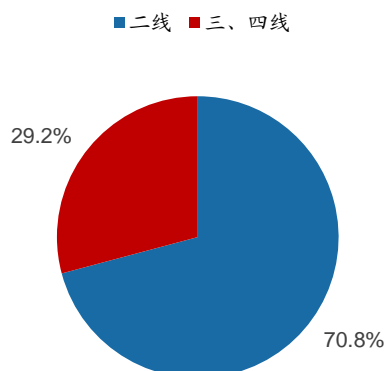
从区域分布来看，公司位于中西部热点城市群新获得土储面积最高，合计87.1万平方米，占比达35.6%；东北、环渤海、珠三角及长三角分别仅包括长春、天津、珠海、南通各一处项目。从城市能级看，位于二线城市的土储面积占比达70.8%。

图 31：土储面积区域分布（截至1Q20）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 32：土储面积城市能级分布（截至1Q20）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

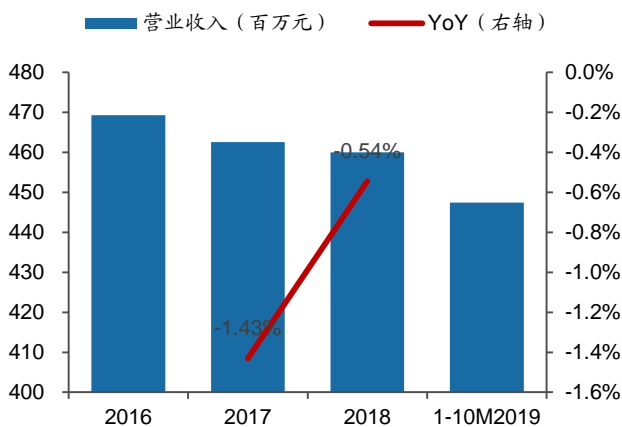
### （三）产业链投资：收购策源股份，完善业务链条

2020年4月23日，公司拟通过要约方式收购上海策源置业顾问股份有限公司100%股权，收购价格不超过6.28亿元。收购前，浙江复兴商业持有策源75%股份，为控股股东。

策源股份成立于2002年，于2015年挂牌新三板，主营业务包括新房交易服务、资产管理、创新投资三大板块，聚焦房地产综合服务。收购策源股份将进一步拓展公司房地产业务链条，强化公司地产项目的前期评估、广告策划、销售退出、及物业运营等方面的实力，与现有地产业务实现协同。公司地产业务开展年限较短，通过收购策源股份，拓展业务链条，有利于增厚地产板块业绩，提升盈利能力。

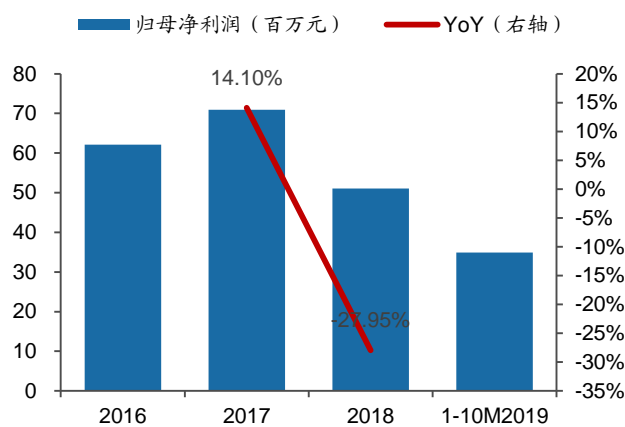
根据公司披露，策源股份2018年实现营收4.6亿元，同比降低0.54%；实现归母净利润5110万元，同比下降27.95%。2019年1-10月，实现营收4.5亿元，实现归母净利润3490万元。

图 33: 策源股份营收及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34: 策源股份归母净利润及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 四、文化商业：老字号资源丰富，开启连锁化扩张

### （一）文化地标：打造“大豫园”文化片区

公司的“豫园商城”文化地标已经成为上海标志性的城市文化名片之一，形成了独特的“商旅文”模式。2019年公司商业板块实现营收6.1亿元，同比增长27.1%；实现毛利4.2亿元，同比增长33.7%；1Q20实现营收1.4亿元，同比+30.7%。19年豫园商城实现游客数量4500万人次，呈逐步上升趋势。公司对豫园商城持续改造：

**豫园一期的调改升级持续推进，从IP引进、商圈改造、拥抱国潮三个方面打造升级版的城市文化名片。**绿波廊、景容楼在2019年年中进行了全面的改造，以全新形象出现在游客的面前；年内携手“王者荣耀”、“魔道祖师”、故宫等知名文化IP，打造沉浸式国潮文化体验，重点吸引年轻客流；顺应上海市政府大力发展夜间经济的号召，推进灯彩演艺，吸引众多本地消费者和年轻人群回流。根据公司年报，灯会整合营销项目触达人群700多万，互动人次超160万，招募会员20余万。**豫园二期的规划设计也已启动**，公司2018年收购金豫阁置业及金豫置业，两家公司拥有的土地均位于上海豫园核心商圈之内，公司将其合并为豫园商城二期项目进行开发，面积大于豫园一期，以开拓本地客群为主。项目于2019年底基本完成动拆迁，计划于2021年8月开工。

2019年12月，复星地产“蜂巢城市”核心代表作之一，BFC外滩金融中心正式开业。资产重组时，复星认为该项目仍处于开发建设期，短期难以实现盈利，因此未将其注入豫园体系内，同时复星方面承诺，若项目实现连续两年净资产与扣非净利润为正，则将采取合理方式将其注入豫园。



图 35: BFC外滩金融中心外观



数据来源: 复星官网, 广发证券发展研究中心

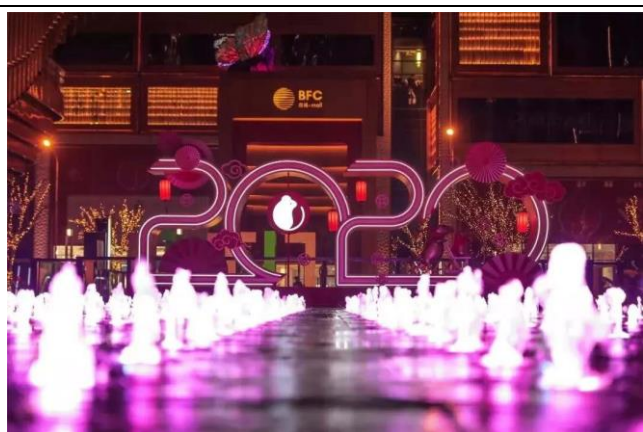
图 36: BFC外滩金融中心区位优势



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

BFC金融中心位于外滩金融集聚带核心地块, 总建筑面积约42万平方米, 定位体验式复合型综合体, 涵盖办公楼、购物中心、艺术中心、酒店、健康管理五类业态。项目地理位置优越, 西邻豫园商城, 北接万国建筑群, 东望陆家嘴金融中心。“豫园灯会”期间, 试营业的BFC外滩金融中心已与豫园商城首次尝试了联动。

图 37: 外滩金融中心与豫园灯会联动



数据来源: BFC 公众号, 广发证券发展研究中心

图 38: 外滩金融中心与豫园灯会联动示意图



数据来源: BFC 公众号, 广发证券发展研究中心

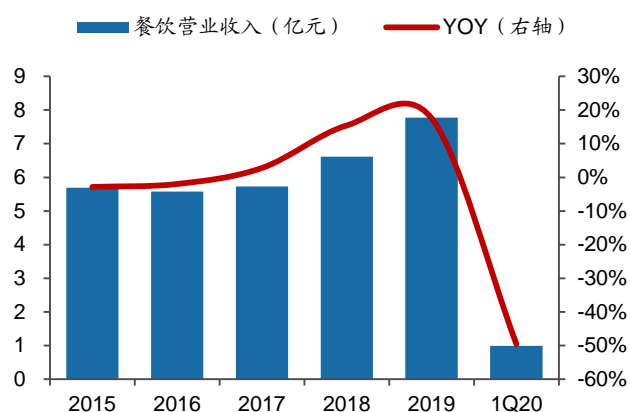
随着豫园一期改调升级, 二期逐步推进, BFC未来将持续与相距仅数百米的豫园商城联动, 打造黄浦区串联新天地商务区与外滩金融集聚带的“大豫园”文化片区。

## (二) 文化餐饮+文化食饮: 改调升级, 开启连锁化战略

文化餐饮及文化食饮板块是公司新一轮重点发展的产业之一, 2019年文化餐饮板块实现营收7.8亿元, 同比增长17.5%; 实现毛利5.3亿元, 同比增长24.5%; 1Q20实现营收9890万元, 同比-49.56%, 主要系疫情影响所致。公司拥有绿波廊酒楼、上海老饭店、德兴馆、南翔馒头店、春风松月楼、宁波汤团店、老城隍庙小吃广场等著名餐饮老字号, 并于2018年以16.38亿元对价完成对苏州松鹤楼的收购, 持续扩大经营版图。

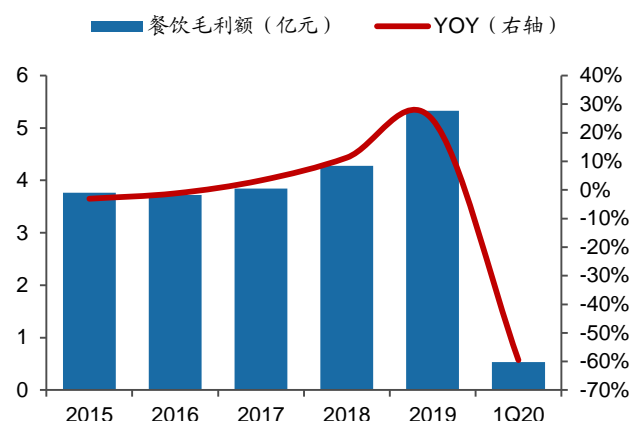


图 39: 餐饮板块营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 40: 餐饮板块毛利额及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**老字号餐饮开始连锁化扩张。**19年内, 公司完成对绿波廊、春风松月楼的改调升级; 上海老饭店首次拓展豫园商圈外门店; 南翔馒头店在完成旗舰店升级后, 将开启连锁化; 松鹤楼成功打造上海及苏州的四家面馆连锁模型店, 未来将持续推动在北京及江浙沪的连锁拓展。

图 41: 南翔馒头店旗舰店完成升级



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 42: 新打造的松鹤楼汤面馆



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

**文化饮食业务**由公司旗下老城隍庙食品有限公司运营, 逐步形成以“老城隍庙”品牌为核心, 囊括梨膏糖、梨膏露、五香豆的传统饮食产品矩阵。2019年, 公司在原有老字号产品基础上推出休闲零食、饮料、酒等等新品共60余个, 草本饮料红罐梨膏露上市两个月即销售破百万罐。

**收购如意情与现有餐饮食品业务协同。**2019年, 公司以6.99亿元价格收购如意情生物科技股份有限公司55.5%股权。如意情主营鲜品食用菌研发、工厂化培植及销售, 系国内食用菌头部企业, 年销量处于行业前三位。如意情已在武汉、厦门和连云港建立了食用菌生产基地, 销售网络覆盖全国25个省、市及自治区。收购如意情与公司现有餐饮食品业务产生良好的协同效应, 进一步丰富大食品产业链布局。据公司披露, 如意情2016-2018年营收分别为5.4/6.1/6.9亿元, 净利润分别为

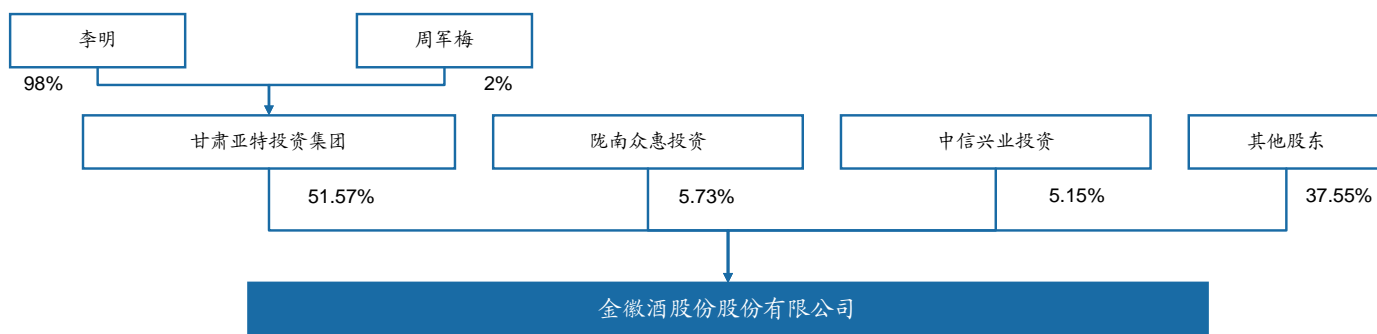
8729/10452/7308万元，于19年9月完成并表。

**收购金徽酒布局白酒优质赛道。**2020年5月，公司公告拟通过协议转让方式以18.37亿元对价收购甘肃亚特投资持有的金徽酒股份有限公司（金徽酒，603919.SH）1.5亿股股份（12.07元/股），占金徽酒总股份的30%；交易完成后，豫园将取代甘肃亚特成为金徽酒的控股股东。

金徽酒产于位于长江上游、秦岭南麓的陇南徽县。金徽酒代表产品有“金徽二十年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”、“柔和金徽”、“金徽正能量”等，经多年发展，现已成为甘肃省内领先，辐射西北地区的区域强势白酒品牌。公司聚焦兰州周边及甘肃东南地区，主要以经销形式拓展渠道，截至1Q20，公司总计拥有经销商424家。2019年全年，公司共实现营收16.3亿元，同比+11.8%；实现归母净利润2.71亿元，同比+4.6%。

金徽酒收购完成后，豫园旗下拥有的中华老字号品牌将达到17家。公司收购金徽酒的意义在于：（1）**消费产业协同**：豫园在消费产业拥有较多的资源与经验，产业多元化且覆盖全国大多数地区，而金徽酒深耕西北市场。二者在未来的区域和渠道扩张上具有深度协同的潜力。（2）**丰富食饮板块**：珠宝时尚和地产是公司已有的核心业务，收购金徽酒表明了公司重点发展食饮板块的意图。未来，该板块有望成为公司的第三支柱产业，与原有业务形成良好补充。（3）**验证公司产业投资思路**，重组完成后公司的收购扩张进度明显提速，公司在各个产业中将持续通过自己所擅长的产业运营+产业投资模式，逐步扩大经营版图。（4）**增厚业绩**：根据金徽酒制定的2019-2023经营业绩目标，至2023年营收/扣非归母净利润将分别达到30/6亿元，将有效增厚公司业绩。

图 43：交易前金徽酒股权结构



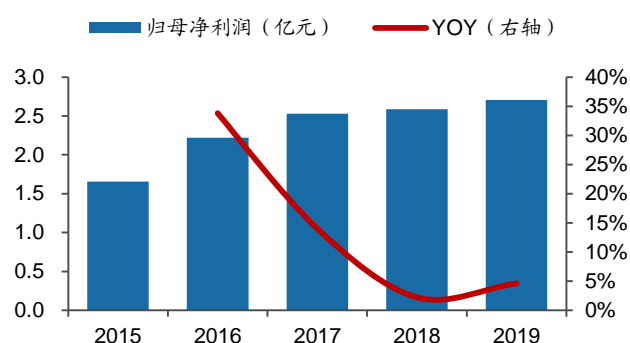
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44：金徽酒营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 45：金徽酒归母净利润及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 8：金徽酒业绩目标（亿元）

| 项目        | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收目标      | 16.2   | 18.3   | 21     | 25     | 30     |
| YOY       | 10.80% | 13.00% | 14.80% | 19.00% | 20.00% |
| 扣非归母净利润目标 | 2.8    | 3.2    | 3.8    | 4.7    | 6      |
| YOY       | 8.30%  | 14.30% | 18.80% | 23.70% | 27.70% |

数据来源：金徽酒《业绩目标及奖惩方案协议》公告，广发证券发展研究中心

### （三）美丽健康：布局美妆、健康、宠物，发展新赛道

美丽健康集团成立于2018年底，布局美容美妆、健康保健和宠物健康三大业务。目前拥有中药老字号“童涵春堂”，从事医药批发和零售业务，产品包括冬虫夏草、精制饮片及人参等；同时参股以色列国宝级护肤品牌AHAVA。公司于2019年初进入宠物健康行业，拓展新赛道，获取了高端宠物食品品牌希尔思在中国大陆的独家代理权，同年8月，对国内宠物行业一站式服务平台爱宠医生进行了1.3亿元的战略投资。

爱宠医生成立于2015年，是目前国内业务覆盖最广的以宠物医院和宠物店为主的宠物产业一站式服务提供商，产品包括宠物行业供应链金融服务平台、宠物行业一站式B2B采购平台、宠物门店智能管理系统、宠物医生在线问诊平台及在线培训平台。爱宠医生将信息化系统、供应链、金融、培训等体系打通，为线下宠物店和宠物医院提供一站式服务，此前已获得多轮融资。目前爱宠医生客户遍及全国超300个城市，累计已向超过13000家宠物医院和超过17000家宠物店提供服务；入驻宠物医生超3万，在售宠物商品达5000种，是当前知名宠物互联网服务平台。

此外，公司还将与瑞派宠物、宠爱王国分别在宠物医疗及CKU赛事推广方面展开合作。未来，公司将持续布局宠物行业产业链，抢占宠物消费的行业红利。

#### （四）国潮腕表：打造“海鸥”+“上海”双品牌

2019年11月，公司旗下汉辰表业通过参加天津产权交易中心公开挂牌的海鸥表业增资扩股项目，以共计5.22亿元的价格获取海鸥表业65%股权，成为海鸥表业控股股东。此前，汉辰表业已完成对上海表业的控股，形成了“上海表”、“海鸥表”两个国民腕表品牌比翼齐飞的格局。此次收购完成后，公司拥有中华老字号品牌16个，手表业务将在国潮回归的大背景下，与公司现有业务形成产生良好的产业协同效应。

海鸥表业始创于1955年，成功研制了中国第一只国产粗马手表，同年，上海表业成功研制了中国第一只“上海牌”细马手表。目前，海鸥表业在天津建设了国内规模最大的精密机械手表机芯制造基地，掌握了陀飞轮、万年历、问表等超复杂机芯的自主知识产权；上海表业也掌握多种复杂机芯设计制造能力，产品受到众多消费者的喜爱。收购完成后，公司将为海鸥表业的发展注入增量资源，在技术改造及研发、品牌和渠道建设等方面与公司现有业务形成协同效应。

表 9：海鸥表业及上海表业经营情况（万元）

| 项目    | 海鸥表业     |         |         | 上海表业   |        |         |
|-------|----------|---------|---------|--------|--------|---------|
|       | 2018     | 2019    | 增速      | 2018   | 2019   | 增速      |
| 营业收入  | 38881.9  | 47615.8 | 22.50%  | 9728.3 | 10166  | 4.50%   |
| 净利润   | -4765.41 | 2277.67 | 147.80% | 400.6  | 617.1  | 54.00%  |
| 毛利率   | 35.20%   | 31.40%  | -3.8pp  | 25.90% | 38.70% | +12.8pp |
| 期间费用率 | 45.30%   | 35.30%  | -10.0pp | 21.90% | 30.50% | +8.6pp  |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 五、打造会员平台，探索新营销

#### （一）建设全产业链融合会员平台，加强各产业协同

公司于2019年完成对东方生活美学社交平台与兴趣类电商“东家”APP的控股，以此为基础，公司正持续打造覆盖豫园全产业链的线上线下一体会员平台。截至2019年末，公司累计注册会员875万，同比增长超103%；消费会员189万，同比增长超136%，年内实现会员复购5亿元。

公司产业产发集团整合式会员平台——礼豫会员平台基础功能已上线。未来，该平台将实现对公司各产业中分散的会员、流量的整合，成为公司快乐时尚家庭战略的线上入口，实现会员统一、权益共享，从而实现对产业的赋能。



图 46：依托东家打造会员平台



数据来源：公司公众号，广发证券发展研究中心

未来公司将推进会员分层运营，计划对高价值会员群体进行深度运营，发掘高贡献群体的价值。公司会员体系的搭建，有利于提升各产业内的业务协同，将为公司运营效率、盈利能力带来提升。

## （二）积极探索新营销，为老字号注入新活力

公司拥有众多老字号，业务板块较多，在完成对老字号改调升级以及提升各业务之间协同能力的同时，尝试新的营销方式也是十分重要的环节。**2019年全年，公司共拓展16个新线上渠道。**

**公司已将直播带货常态化：**全年累计组织直播96场，与薇娅在内的60余名网红开展合作；培养自有素人主播，全年自播节目共537场，截至1Q20，已培养26名素人主播。

**打造直播带货爆款：**老庙天猫旗舰店双十一GMV同比增长超200%，“老庙x麦玲玲”系列成为首个单场销售额超千万的爆款单品。童涵春堂新推出的人生果冻系列产品在于薇娅合作的直播中三秒售出1万份。

**疫情推动线上业务迅速发展：**亚一天猫旗舰店于疫情期间上线，老庙天猫旗舰店Q1销售额同比增长213%。疫情期间，老庙启动私域化部署，快速覆盖所有直营门店，带动门店销售近1000万；持续发力直播带货，2-3月共组织员工直播带货超100场次，带动销售额超250万元。公司旗下复地产发集团在疫情期间开启“云看房”，4月4日，复地产发和薇娅合作，首度尝试直播买房，累计观看超1900万人次，截至4月9日，实现成交15套，合同金额超2000万。

直播电商是2020年红利确定性最强的细分赛道。我们认为：直播为行业带来了增量市场，在提升流量转化效率的同时，推升诸多品类的线上渗透率，符合商业形态进化的基本逻辑。公司提早完成了对线上业务的布局，并在疫情袭来的一季度带



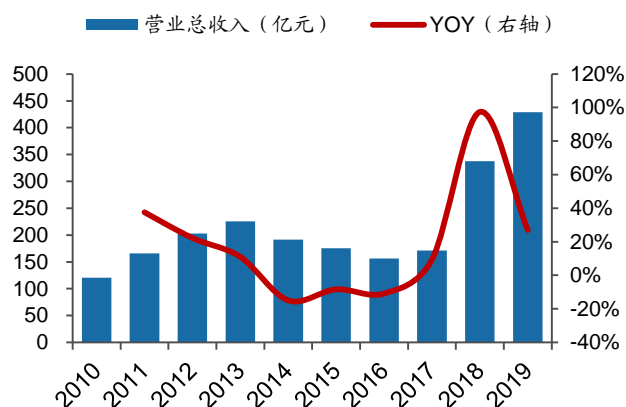
来了线上业绩的提升。未来，公司将持续发展线上业务，在对原有老字号展开升级的同时，不断探索新的营销模式，同时，公司对于各产业积累的私域资源十分重视，会员体系的不断完善、融合，将实现各产业的深度协同。

## 六、财务分析

### （一）收入端增长稳健，珠宝和地产贡献主要收入

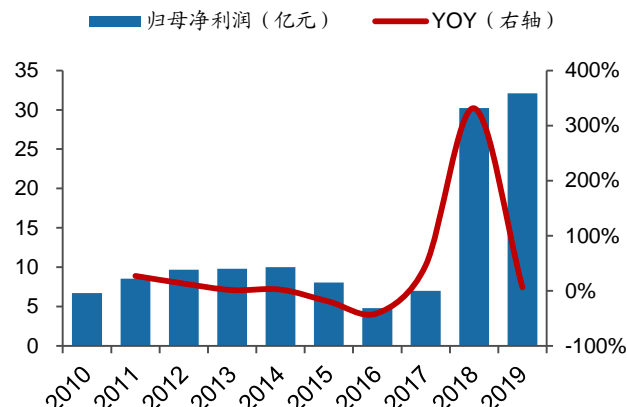
2019年，公司实现营业收入429.1亿元，同比上升27.0%；实现归母净利润32.1亿元，同比提升6.21%。1Q20得益于地产业务营收扩大，实现营收103亿元，同比+27.1%；实现归母净利润3.25亿元，同比-19.1%，主要系公允价值变动及投资收益下降影响；扣非净利润3.6亿元，同比+35.8%，增速亮眼。

图 47：公司营收及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 48：公司归母净利润及增速

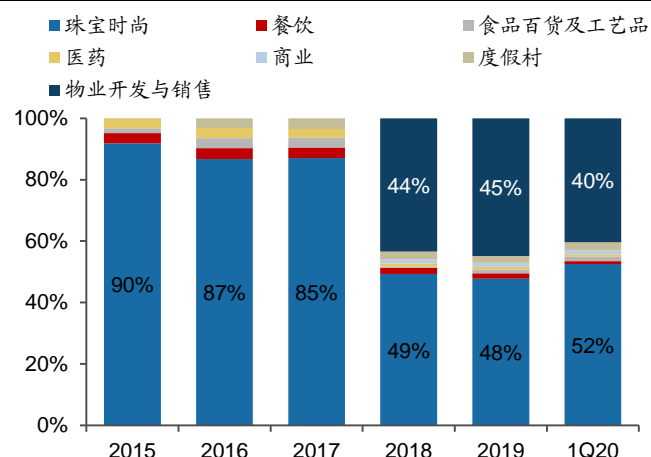


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

重组完成前，公司主营业务为黄金珠宝，因此2018年之前的营收表现基本验证了行业整体趋势：13年以前高速增长，14-16年由于抢金潮透支和经济下行进入调整期，17年进入复苏周期，18年下半年年以来景气度有所下降，19年金价持续上涨，但行业需求较为疲软，4Q起现复苏迹象。18年重组完成，注入地产业务后，公司营收端规模大幅提升。

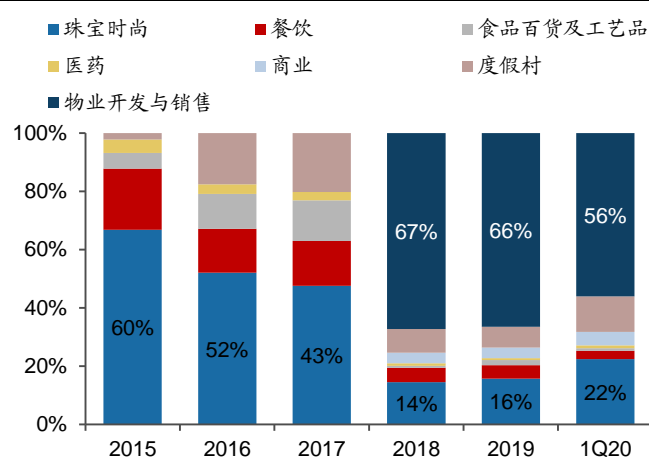
**主营构成方面**，重组前珠宝时尚业务贡献了大部分营收。地产业务注入公司后，占公司营收端比重保持在45%左右，毛利占比则稳定在66%，成为公司毛利最大来源。

图 49：各板块收入占比情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 50：各板块毛利占比情况



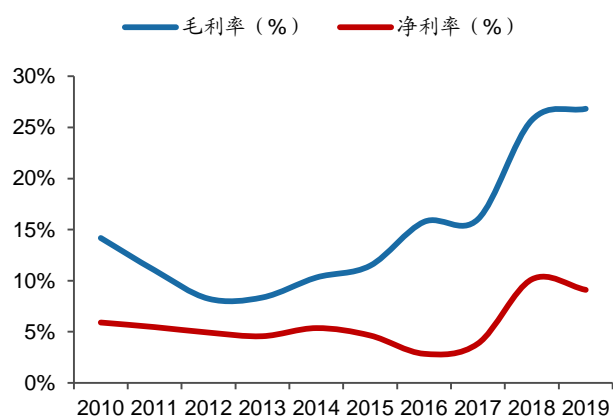
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）各项业务毛利率保持稳定，重组后整体毛利率和净利率提升

受地产业务带动，公司毛利率在重组后实现跃升，17-19年毛利率分别为16.02%、25.72%及26.83%。分板块来看，各业务毛利率均保持稳定，2019年珠宝时尚板块毛利率同比提升1.33pp至8.84%，地产业务毛利率增加0.19pp至39.81%。1Q20公司整体毛利率同比增加4.11pp至22.17%，珠宝时尚板块毛利率同比增加1.11pp至7.8%，地产业务毛利率25.43%，同比提升2.44pp（含税金及附加）。

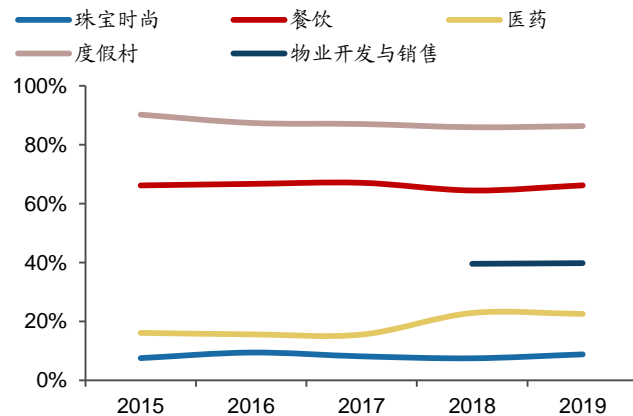
费用率方面，受累于13年后公司收入端疲软，销售、管理费率先逐步上升。18年重组后，随着营收规模扩大及公司强化费用管控，各项费率有所回落。19年并购等业务规模扩大，管理费用率较上年有所增加。整体来看，伴随公司营收端规模持续上升，费用率将保持稳定可控。净利率方面，总体与毛利率变动趋势一致，19年因费用率较上年有所增加，因此略有下滑。

图 51：公司整体毛利率与净利率



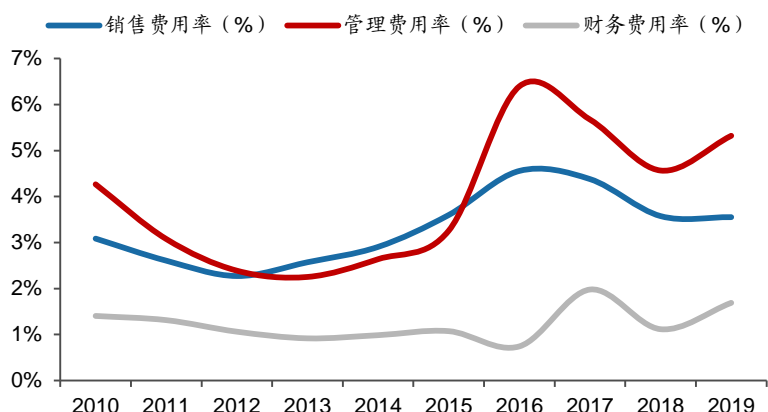
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 52：各板块毛利率变动情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 53: 公司销售、管理及财务费用率

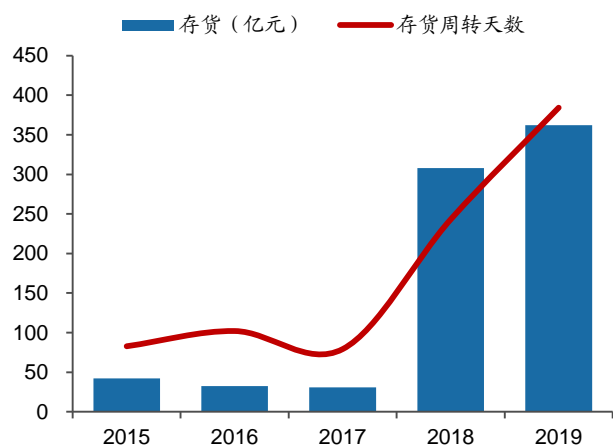


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### (三) 地产注入后存货大幅增加，运营能力稳健

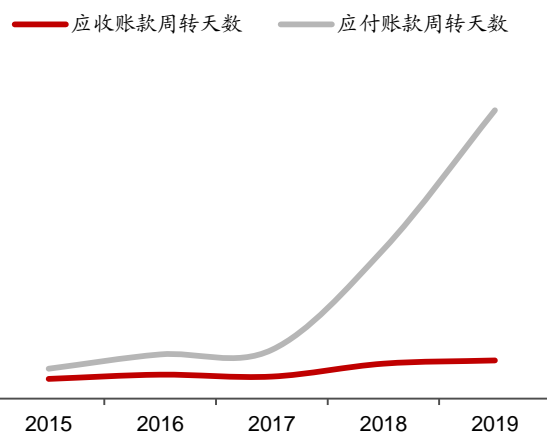
存货周转天数方面，由于重组后地产业务的并入，公司存货大幅提升，存货周转天数亦随之增长。存货周转天数由重组前的低于100天在18-19年分别升至243天及384.2天。应收、应付周转天数同样在重组后有所提升：应收周转天数17-19年分别为4.8天、7.5天及8.2天，提升幅度不大；应付账款周转天数则从17年的10.5天大幅增加至19年的62天。

图 54: 公司存货及存货周转天数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

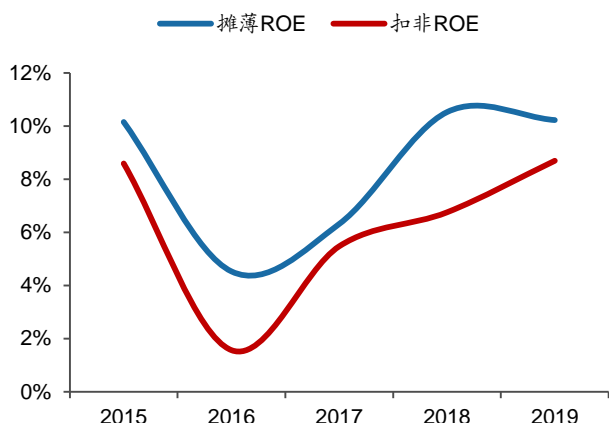
图 55: 公司应收、应付账款周转天数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

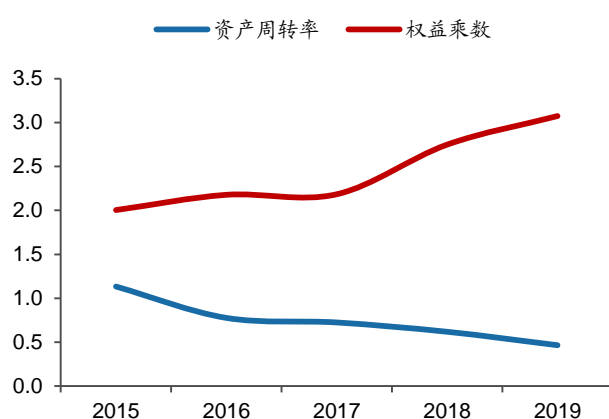
ROE方面，17年前受累于行业表现疲软，公司销售净利率、资产周转率均有所下滑，呈下跌趋势。18年重组完成后，净利率大幅提高，带动ROE逐步上升，2019年公司摊薄、扣非ROE分别为10.2%、8.7%。地产业务注入公司后，公司资产规模得到扩大，资产周转率逐步降低，但同时权益乘数得到放大。总体来看，公司ROE表现仍处于上升通道。

图 56: 公司摊薄ROE与扣非ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 57: 公司资产周转率与权益乘数

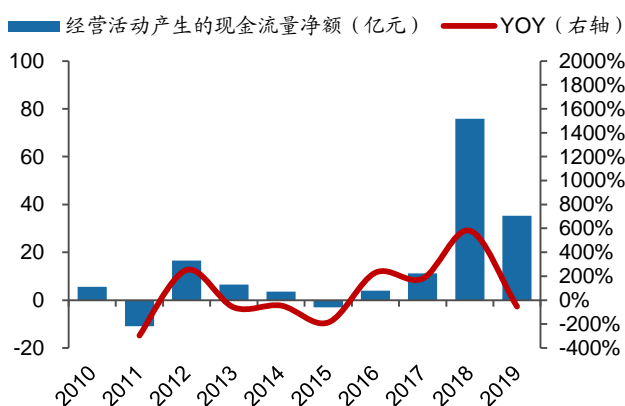


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 经营性现金流充沛, 地产业务造血

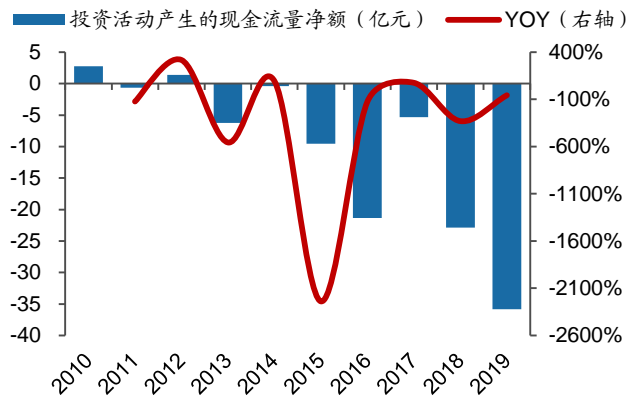
伴随重组完成后资产、经营规模的扩大, 公司经营性现金流在重组后大幅提升。17-19年经营性净现金流分别为11.1/75.8/35.3亿元。19年公司经营性净现金流同比减少53.4%, 主要系年内获取土地项目支出增加。若剔除该部分影响, 则18、19年经营性净现金流分别为80亿元及91亿元。2019年全年投资活动产生的现金流净流出35.8亿元, 主要由于公司进行了较多的产业链投资。总体来看, 公司现金流充沛, 保持稳健。

图 58: 公司经营现金流



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 59: 公司投资现金流



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (五) 融资&偿债: 融资渠道畅通, 成本优势明显

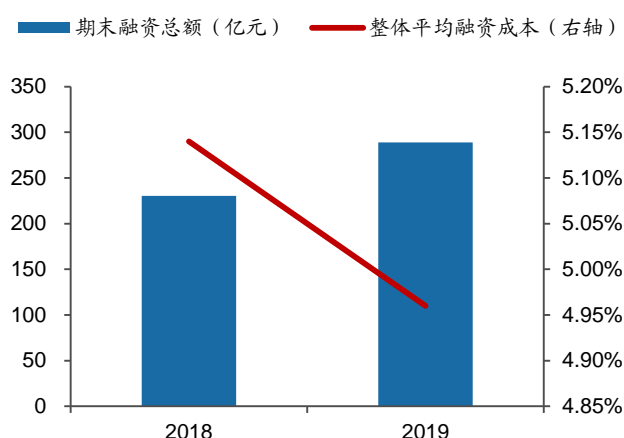
豫园作为最早的上市公司之一, 在资本市场享有良好声誉, 借此形成了包括银行信贷、直接债务融资及资产证券化等工具的多元化融资渠道, 因此享有充足的融资头寸及相对较低的融资成本。截至2019年末, 公司共取得银行授信额度441.3亿

元，已使用额度227.5亿元，剩余可用授信额度为213.8亿元。

从融资规模和融资成本看，至2019年末，公司期末融资总额288.8亿元，较上年增加58.4亿元，同比+25.3%；整体融资成本-0.18pp至4.96%，对比地产行业处于较低水平（融创8%、恒大8%、保利5%、万科5%）。

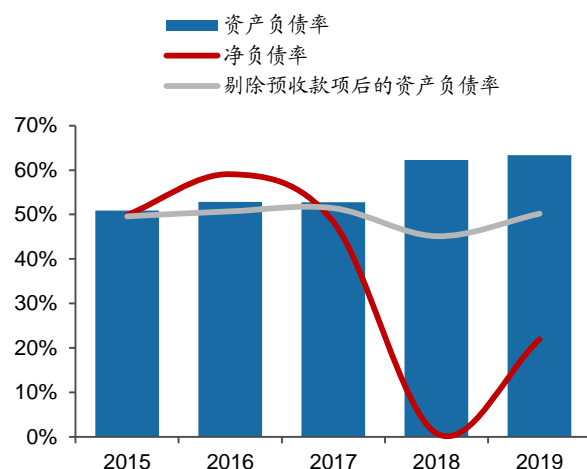
从负债情况看，资产负债率63.3%，较上期增加1.0pp（重组后并入地产业务，资产负债率提升）；净负债率21.9%，较上年增加21.1pp，对地产行业来说仍处于低位（融创179%、恒大159%、保利57%、龙湖51%、万科34%）；剔除预收款项后的资产负债率50.2%（融创63%、恒大77%、保利46%、龙湖50%、万科51%）。

图 60：期末融资总额及整体融资成本



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 61：各项偿债指标情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

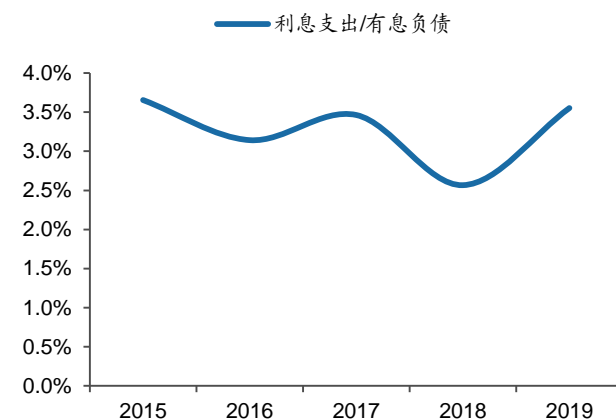
从偿债能力来看，重组完成后公司短期偿债能力大幅提高。2019年末公司持有货币资金178.9亿元，现金/一年内到期债务比例为175.3%，有力保证偿债能力。从利息支出/有息负债来看，该比例持续保持低位运行，2019年为3.55%，真实融资成本较低。

图 62：现金/一年内到期的债务



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 63：利息支出/有息负债



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



表 10：已发行未到期债务工具明细

| 发行日期    | 类型    | 年限 | 规模（亿元） | 票面利率  |
|---------|-------|----|--------|-------|
| 2020.3  | 一般公司债 | 5  | 19     | 3.60% |
| 2019.11 | 一般公司债 | 5  | 6      | 4.95% |
| 2019.1  | 短期融资券 | 1  | 10     | 3.62% |
| 2019.7  | 中期票据  | 3  | 10     | 4.53% |
| 2018.11 | 一般公司债 | 5  | 20     | 4.97% |
| 2018.9  | 中期票据  | 3  | 10     | 5.50% |
| 2018.4  | 中期票据  | 3  | 10     | 5.60% |
| 2017.11 | 中期票据  | 3  | 10     | 5.68% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

总体来看，由于2019年公司拿地进度有所加速，应付账款有所增加，上下游占款能力有所提升，叠加公司其他版块业务扩张加速，各项负债率均较上年有所提升，但仍处于较低区间，公司真实负债水平及融资成本低于行业水平，偿债总体可控，压力较小，融资方面竞争优势明显。

## 七、盈利预测与投资建议

我们按业务板块对公司盈利做拆分和预测，公司主营业务分为珠宝时尚、地产业务、文化商业三大部分，其中珠宝时尚和地产业务贡献主要收入和利润；核心假设如下：

**珠宝时尚业务：**珠宝时尚是公司核心且重点发展的业务，公司拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两大差异化品牌，门店处于快速扩张阶段；同时进行产业链布局，收购比利时国际宝石学院 IGI 80% 股权等；未来将通过投资并购继续进行领域拓展。考虑到黄金珠宝业务处于快速开店阶段，同时 20 年受疫情影响，预计 2020-2022 年珠宝时尚业务收入同比增长 10%/20%/20%。公司完全对冲金价影响，且商业模式成熟，毛利率较为平稳，假设 2020-2022 年毛利率分别为 8%/8%/8%。

**复合功能地产：**2018 年 7 月公司重大资产重组完成后，复星旗下原有的优质地产资产注入公司，地产业务成为公司利润主要贡献者。公司地产业务预收账款/营业收入比例较高，土地储备充沛，具有较强的可持续性。预计 2020-2022 年地产收入同比增长 12%/10%/8%。公司新增土储主要位于一二线城市，拿地成本/销售均价保持平稳，假设 2020-2022 年毛利率分别为 29.3%/29.3%/29.3%。

**文化商业：**主要包括文化餐饮、文化食品、商业经营管理、医药等业务，其中文化餐饮及文化食品板块是公司新一轮重点发展的产业之一，文化餐饮拥有松鹤楼、南翔馒头、绿波廊、上海老饭店等餐饮老字号，未来有望通过连锁化扩张开启较快成长，预计 2020-2022 年文化餐饮收入同比增长 20%/20%/20%，毛利率分别为 65%/65%/65%。文化食品形成以“老城隍庙”品牌为核心的产品矩阵，19 年收购“如意情”55% 股权于 9 月并表，今年将全年并表；20 年拟收购金徽酒 30% 股将进一步增厚利润，预计 2020-2022 年文化食品收入同比增长 100%/10%/10%；

如意情毛利率相对较低，完全并表将带动该板块毛利率下行，预计 2020-2022 年文化饮食毛利率分别为 20%/20%/20%。商业经营管理主要包括“豫园商城”、北海道 Tomamu 滑雪度假村、以及其他商业物业，预计 2020-2022 年收入同比增长 20%/20%/20%，毛利率分别为 20%/20%/20%；医药主要包括中药老字号“童涵春堂”，预计 2020-2022 年收入同比增长 5%/5%/5%，毛利率分别为 20%/20%/20%。

**期间费用率：**随着营收规模扩大及公司强化费用管控，预计销售费率稳中有降，预计公司 2020-2022 年销售费用率为 3.6%/3.5%/3.4%。公司进行较多的产业链布局，投资并购增加抬升管理费用率，同时考虑规模效应，预计 2020-2022 年管理费用率为 5.3%/5.2%/5.1%。

基于以上假设，预计公司 20-22 年收入分别为 482.6 亿、556.0 亿、637.0 亿元，同比增长 12.5%、15.2%、14.6%；归母净利润分别为 36.4 亿、42.3 亿、48.6 亿元，同比增长 13.6%、16.1%、14.9%。

表 11：公司营业收入拆分与预测（百万元）

|                 | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入            | 33777.2 | 42912.9 | 48261.6 | 55595.8 | 63695.2 |
| YoY             |         | 27.0%   | 12.5%   | 15.2%   | 14.6%   |
| (1) 珠宝时尚        |         |         |         |         |         |
| 收入              | 16677.1 | 20457.7 | 22503.4 | 27004.1 | 32404.9 |
| YoY             |         | 22.7%   | 10.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 毛利率             | 7.5%    | 8.4%    | 8.0%    | 8.0%    | 8.0%    |
| (2) 复合功能地产      |         |         |         |         |         |
| 收入              | 14697.4 | 19219.2 | 21525.4 | 23678.0 | 25572.2 |
| YoY             |         | 30.8%   | 12.0%   | 10.0%   | 8.0%    |
| 毛利率             | 29.6%   | 29.3%   | 29.3%   | 29.3%   | 29.3%   |
| (3) 文化商业        |         |         |         |         |         |
| 餐饮管理与服务收入       | 661.6   | 777.7   | 933.2   | 1119.8  | 1343.8  |
| YoY             |         | 17.5%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 毛利率             | 64.5%   | 65.3%   | 65.0%   | 65.0%   | 65.0%   |
| 食品、百货及工艺品销售收入   | 159.5   | 512.4   | 1024.9  | 1127.4  | 1240.1  |
| YoY             |         | 221.3%  | 100.0%  | 10.0%   | 10.0%   |
| 毛利率             | 34.0%   | 36.2%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 商业经营管理与物业租赁服务收入 | 1301.2  | 1558.6  | 1870.4  | 2244.4  | 2693.3  |
| YoY             |         | 19.8%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 毛利率             | 81.5%   | 80.1%   | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   |
| 医药收入            | 333.1   | 338.7   | 355.6   | 373.4   | 392.1   |
| YoY             |         | 1.7%    | 5.0%    | 5.0%    | 5.0%    |
| 毛利率             | 22.3%   | 21.0%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 其他收入            | 57.0    | 48.6    | 48.6    | 48.6    | 48.6    |
| YoY             |         | -14.6%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 毛利率             | 15.9%   | 13.5%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |

|       |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整体毛利率 | 25.9%  | 26.8%  | 26.7%  | 26.5%  | 26.1%  |
| 销售费用率 | 3.6%   | 3.6%   | 3.6%   | 3.5%   | 3.4%   |
| 管理费用率 | 4.8%   | 5.3%   | 5.3%   | 5.2%   | 5.1%   |
| 归母净利润 | 3032.7 | 3208.2 | 3642.9 | 4230.4 | 4860.0 |
| YoY   |        | 5.8%   | 13.6%  | 16.1%  | 14.9%  |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们采用分部估值法对公司业务进行估值，对于各业务 20 年的盈利预测基于以上收入拆分假设。

**珠宝时尚：**公司采用黄金 T+D 延期交易等完全对冲金价影响，历史毛利率较为平稳；且珠宝业务商业模式成熟，租金、广宣、人工等费用率预计短期保持平稳。该业务 19 年实现归母净利润 5.4 亿元，预计 20 年该业务净利率保持稳定，则珠宝时尚业务归母净利润同比增长 10%至 5.94 亿元，参考 A 股可比公司老凤祥和周大生，给予 20 年 16XPE，对应市值 95.04 亿元。

**复合功能地产：**公司产业地产运营能力强，具有较强的议价能力，新增土储拿地成本/销售均价保持平稳，预计毛利率将保持稳定；重组时地产项目做出业绩承诺，各项财务指标控制严格，预计地产业务短期将保持较为稳定的盈利能力。该业务 19 年实现归母净利润 25 亿元，预计 20 年该业务净利率保持稳定，则地产业务归母净利润同比增长 12%至 28 亿，给予 20 年 8XPE，对应市值 224 亿。

**文化商业：**文化商业利润目前主要由豫园商圈、度假村等商业物业经营贡献，预计板块整体盈利能力短期保持稳定；由于拟收购金徽酒尚存在不确定性，暂不考虑对业绩影响。19 年该板块实现归母净利润 1.9 亿元，预计 20 年实现归母净利润 2.49 亿元（与收入增速相匹配），给予 20 年 20XPE，对应市值 49.8 亿元。加总得公司总合理市值为 368.84 亿元，对应合理价值为 9.50 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：分部预计与估值测算

|               | 珠宝时尚  | 复合功能地产 | 文化商业  |
|---------------|-------|--------|-------|
| 20 年收入（亿元）    | 225   | 215.3  | 42.3  |
| 20 年毛利率       | 8.0%  | 29.3%  | 56.4% |
| 20 年归母净利润（亿元） | 5.94  | 28     | 2.49  |
| 20 年 PE       | 16    | 8      | 20    |
| 估值（亿元）        | 95.04 | 224    | 49.8  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 13：可比公司盈利预测和估值（截至6月1日，采用Wind一致预期）

| 公司类型   | 股票代码      | 公司名称 | 归母净利润 YoY |       |       | PE    |       |       |
|--------|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |           |      | 2019A     | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 黄金珠宝   | 002867.SZ | 周大生  | 23.0%     | 8.1%  | 20.2% | 15.3  | 14.2  | 11.8  |
|        | 600612.SH | 老凤祥  | 16.9%     | 4.9%  | 18.7% | 17.7  | 16.9  | 14.2  |
| 复合功能地产 | 000031.SZ | 大悦城  | 71.3%     | 23.9% | 22.6% | 9.0   | 7.3   | 5.9   |
|        | 000402.SZ | 金融街  | 5.3%      | 13.7% | 10.4% | 5.8   | 5.1   | 4.6   |
|        | 600663.SH | 陆家嘴  | 9.8%      | 4.7%  | 12.0% | 10.9  | 10.4  | 9.3   |

|      |           |      |        |        |       |      |      |      |
|------|-----------|------|--------|--------|-------|------|------|------|
|      | 600007.SH | 中国国贸 | 25.5%  | -12.1% | 17.3% | 13.9 | 15.8 | 13.5 |
| 文化商业 | 600859.SH | 王府井  | -20.0% | -29.6% | 46.9% | 21.3 | 30.3 | 20.7 |
|      | 603043.SH | 广州酒家 | 0.1%   | 8.9%   | 32.2% | 36.3 | 33.3 | 25.2 |
|      | 600085.SH | 同仁堂  | -13.1% | 10.1%  | 6.8%  | 35.5 | 32.2 | 30.2 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 八、风险提示

1. 可选消费疲软导致黄金珠宝需求放缓；
2. 地产政策调控力度进一步加大
3. 老字号连锁化扩张不达预期。

| 资产负债表       |        |        |         |         |         | 现金流量表       |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元     |        |        |         |         |         | 单位: 百万元     |        |        |        |        |        |
| 至 12 月 31 日 | 2018A  | 2019A  | 2020E   | 2021E   | 2022E   | 至 12 月 31 日 | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 流动资产        | 58,070 | 64,314 | 71,736  | 78,961  | 88,178  | 经营活动现金流     | 7,616  | 3,534  | 4,703  | 4,234  | 5,049  |
| 货币资金        | 19,871 | 17,893 | 19,000  | 20,000  | 21,000  | 净利润         | 3,434  | 3,906  | 4,257  | 4,957  | 5,762  |
| 应收及预付       | 1,596  | 1,390  | 1,914   | 2,006   | 2,418   | 折旧摊销        | 277    | 389    | 200    | 200    | 200    |
| 存货          | 30,806 | 36,215 | 42,045  | 47,890  | 55,547  | 营运资金变动      | 4,333  | -766   | -610   | -1,734 | -1,580 |
| 其他流动资产      | 5,797  | 8,817  | 8,777   | 9,064   | 9,213   | 其它          | -429   | 6      | 855    | 811    | 667    |
| 非流动资产       | 27,357 | 35,139 | 37,600  | 38,680  | 39,863  | 投资活动现金流     | -2,439 | -3,582 | -1,885 | -286   | -144   |
| 长期股权投资      | 7,295  | 7,238  | 9,238   | 9,738   | 10,238  | 资本支出        | -927   | -515   | -250   | -220   | -190   |
| 固定资产        | 1,923  | 2,959  | 3,139   | 3,470   | 3,933   | 投资变动        | -1,090 | -3,422 | -2,000 | -500   | -500   |
| 在建工程        | 22     | 355    | 635     | 885     | 1,105   | 其他          | -422   | 356    | 365    | 434    | 546    |
| 无形资产        | 547    | 1,442  | 1,442   | 1,442   | 1,442   | 筹资活动现金流     | 2,869  | -974   | -1,711 | -2,947 | -3,905 |
| 其他长期资产      | 17,571 | 23,146 | 23,146  | 23,146  | 23,146  | 银行借款        | 7,137  | 8,788  | 368    | -849   | -1,843 |
| 资产总计        | 85,427 | 99,453 | 109,336 | 117,641 | 128,041 | 股权融资        | 473    | 65     | 0      | 0      | 0      |
| 流动负债        | 36,241 | 44,187 | 49,780  | 52,946  | 57,270  | 其他          | -4,741 | -9,827 | -2,079 | -2,098 | -2,062 |
| 短期借款        | 3,160  | 4,219  | 4,087   | 2,738   | 395     | 现金净增加额      | 8,067  | -1,176 | 1,107  | 1,000  | 1,000  |
| 应付及预收       | 18,717 | 19,850 | 24,445  | 26,976  | 31,644  | 期初现金余额      | 8,688  | 16,755 | 17,893 | 19,000 | 20,000 |
| 其他流动负债      | 14,364 | 20,117 | 21,248  | 23,232  | 25,231  | 期末现金余额      | 16,755 | 15,579 | 19,000 | 20,000 | 21,000 |
| 非流动负债       | 16,981 | 18,793 | 19,493  | 20,193  | 20,893  |             |        |        |        |        |        |
| 长期借款        | 8,879  | 9,836  | 10,336  | 10,836  | 11,336  |             |        |        |        |        |        |
| 应付债券        | 2,000  | 2,600  | 2,800   | 3,000   | 3,200   |             |        |        |        |        |        |
| 其他非流动负债     | 6,102  | 6,357  | 6,357   | 6,357   | 6,357   |             |        |        |        |        |        |
| 负债合计        | 53,222 | 62,980 | 69,273  | 73,139  | 78,163  |             |        |        |        |        |        |
| 股本          | 3,881  | 3,884  | 3,884   | 3,884   | 3,884   |             |        |        |        |        |        |
| 资本公积        | 11,250 | 11,373 | 11,373  | 11,373  | 11,373  |             |        |        |        |        |        |
| 留存收益        | 12,496 | 14,652 | 17,627  | 21,340  | 25,814  |             |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益   | 28,730 | 31,378 | 34,353  | 38,065  | 42,539  |             |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益      | 3,475  | 5,096  | 5,710   | 6,437   | 7,339   |             |        |        |        |        |        |
| 负债和股东权益     | 85,427 | 99,453 | 109,336 | 117,641 | 128,041 |             |        |        |        |        |        |

| 利润表         |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元     |        |        |        |        |        |
| 至 12 月 31 日 | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 营业收入        | 33,931 | 42,912 | 48,262 | 55,596 | 63,695 |
| 营业成本        | 25,145 | 31,400 | 35,355 | 40,887 | 47,063 |
| 营业税金及附加     | 1,638  | 2,162  | 2,413  | 2,780  | 3,185  |
| 销售费用        | 1,208  | 1,524  | 1,737  | 1,946  | 2,166  |
| 管理费用        | 1,627  | 2,283  | 2,558  | 2,891  | 3,248  |
| 研发费用        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用        | 377    | 725    | 677    | 665    | 598    |
| 资产减值损失      | -40    | -10    | -20    | -25    | -30    |
| 公允价值变动收益    | -158   | 347    | 100    | 100    | 100    |
| 投资净收益       | 785    | 226    | 265    | 334    | 446    |
| 营业利润        | 4,645  | 5,374  | 5,867  | 6,836  | 7,951  |
| 营业外收支       | -35    | 32     | 30     | 30     | 30     |
| 利润总额        | 4,610  | 5,406  | 5,897  | 6,866  | 7,981  |
| 所得税         | 1,176  | 1,500  | 1,639  | 1,909  | 2,219  |
| 净利润         | 3,434  | 3,906  | 4,257  | 4,957  | 5,762  |
| 少数股东损益      | 402    | 698    | 614    | 727    | 902    |
| 归属母公司净利润    | 3,033  | 3,208  | 3,643  | 4,230  | 4,860  |
| EBITDA      | 4,590  | 5,932  | 6,398  | 7,292  | 8,233  |
| EPS (元)     | 0.78   | 0.83   | 0.94   | 1.09   | 1.25   |

| 主要财务比率      |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 成长能力        |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长      | 7.7%   | 26.5%  | 12.5%  | 15.2%  | 14.6%  |
| 营业利润增长      | 8.1%   | 15.7%  | 9.2%   | 16.5%  | 16.3%  |
| 归母净利润增长     | 5.1%   | 5.8%   | 13.6%  | 16.1%  | 14.9%  |
| 获利能力        |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 25.9%  | 26.8%  | 26.7%  | 26.5%  | 26.1%  |
| 净利率         | 10.1%  | 9.1%   | 8.8%   | 8.9%   | 9.0%   |
| ROE         | 10.6%  | 10.2%  | 10.6%  | 11.1%  | 11.4%  |
| ROIC        | 6.5%   | 6.8%   | 7.1%   | 7.6%   | 8.2%   |
| 偿债能力        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率       | 62.3%  | 63.3%  | 63.4%  | 62.2%  | 61.0%  |
| 净负债比率       | 165.3% | 172.7% | 172.9% | 164.3% | 156.7% |
| 流动比率        | 1.60   | 1.46   | 1.44   | 1.49   | 1.54   |
| 速动比率        | 0.74   | 0.62   | 0.58   | 0.57   | 0.55   |
| 营运能力        |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率      | 0.40   | 0.43   | 0.44   | 0.47   | 0.50   |
| 应收账款周转率     | 28.31  | 56.14  | 37.64  | 45.07  | 41.02  |
| 存货周转率       | 1.10   | 1.18   | 1.15   | 1.16   | 1.15   |
| 每股指标 (元)    |        |        |        |        |        |
| 每股收益        | 0.78   | 0.83   | 0.94   | 1.09   | 1.25   |
| 每股经营现金流     | 1.96   | 0.91   | 1.21   | 1.09   | 1.30   |
| 每股净资产       | 7.40   | 8.08   | 8.85   | 9.80   | 10.95  |
| 估值比率        |        |        |        |        |        |
| P/E         | 9.47   | 9.49   | 8.83   | 7.60   | 6.62   |
| P/B         | 1.00   | 0.97   | 0.94   | 0.84   | 0.76   |
| EV/EBITDA   | 5.68   | 5.93   | 5.68   | 4.76   | 3.90   |



## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。
- 嵇文欣：高级分析师，硕士，毕业于南京大学。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。
- 李靖：硕士，毕业于美国西北大学，2020年5月加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：硕士，毕业于英国伦敦玛丽女王大学，2020年5月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                   | 深圳市                     | 北京市                 | 上海市                    | 香港                            |
|------|-----------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627                | 518026                  | 100045              | 200120                 |                               |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn      |                         |                     |                        |                               |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。